



2018/07/26

두산인프라코어(042670)

Tier-4 선수요와 엔진 판매로 성장이 계속 될 수도

■ 2Q18: 컨센서스 및 당사 예상을 상회하는 호실적

동사는 2Q18 매출 2조 1,441억원(YoY +21%, QoQ +10%), 영업이익 2,731억 원(+27%, +13%)로 시장 컨센서스 영업이익 2,454억원을 상회하는 서프라이즈를 시현했다. 지배주주순이익도 988억원으로 전년동기대비 +64% 성장했다 <표1>.

해비BG는 매출 9,507억원(QoQ -1%), 영업이익 975억원(-19.4%)로 감익이었는데, 중국은 견조했지만, 신흥시장이 결품과 1분기말 선적 물류으로 전년동기대비 -3% 역성장했다. 엔진은 발전용 외부판매 호조로 OPM 22.9%의 서프라이즈를 시현했다.

■ 알 수 없는 2019년 중국 시장: 감익 예상치 제시로 기대감 제거

17만대급의 중국 시장과 최고의 실적을 목도하는 지금이기에 여기서 더 성장할 수 있을까가 의문이다. 2019년 중국 시장은 Off-Highway 전망치나 사측의 역성장 가능성을 배제할 수 없다는 가이던스와 같이 "알 수 없다". 성장이 끝나면 투자 추천도 어렵다. 그러나...

■ 그러나 Tier-4 선수요, 중국 경기부양, 엔진 BIG OEM의 돌파구!

그러나, 중국 시장이 놀랍게도 성장할 가능성도 열려 있다. ① 2020년 20% 가량 장비가격이 상승한 Tier-4 장비 강제 도입에 따른 2019년 선수요 때문에 호조를 뛸 수 있다. 또한 ② 리만 사태로 글로벌 경기침체 시기였던 2009년~2011년 중국의 건설장비 시장은 정부의 인프라 투자 및 재정정책으로 오히려 17.5만대라는 초호황기를 달린 바 있다 <그림1>. 만약 비슷한 일이 벌어진다면, 그 뒤탈은 몇 년 후 걱정하고, 경기부양에 따른 건설장비 시장 랠리가 발생할 수도 있다.

③ G2엔진을 성공적으로 밥캣 장비에 적용 후, Kion과의 장기공급계약 Lovol과의 합작사 설립으로 외부판매를 개시했는데, 제2, 제3의 대형 OEM 계약도 기대해 볼 수 있다. 양산 및 이익 증가는 계약 후 2년~3년 후이지만, 중장기 동사의 성장동력이 준비되어 있다.

이 세가지가 확인해야겠지만, 어닝 서프라이즈를 시현한 지금 PER 6.2배(BW 행사전) 또는 8.1배(BW 행사 후)에 불과하다.

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

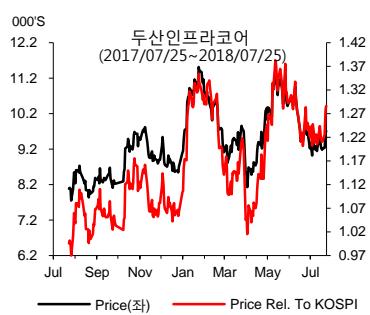
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	14,000원
종가(2018/07/25)	9,690원

Stock Indicator

자본금	1,040십억원
발행주식수	20,815만주
시가총액	2,017십억원
외국인지분율	17.2%
배당금(2017)	-
EPS(2018E)	1,545원
BPS(2018E)	9,413원
ROE(2018E)	18.1%
52주 주가	7,730~11,500원
60일평균거래량	3,065,232주
60일평균거래대금	31.4십억원

Price Trend



2Q18 Review: 컨센서스 상회하는 실적 호조

<표1> 두산인프라코어 2Q 어닝 서프라이즈 시현: 해비 QoQ 감익이었지만 밥캣과 엔진이 예상을 크게 상회

항목	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	y-y %	q-q %	(십억원)	
								컨센서스 07월24일	당사@ 차이(@/%)
매출액	1,773.4	1,584.5	1,648.4	1,956.9	2,144.1	21%	10%	2,033.7	1,991.4 7.7%
영업이익	214.7	143.9	153.8	241.6	273.1	27%	13%	245.4	222.2 22.9%
영업외	-64.0	-16.0	-76.0	-43.9	-58.7			-52.0	-56.3 4.2%
세전이익	150.7	128.0	77.8	197.7	214.4	42%	8%	193.3	165.9 29.3%
순이익	83.6	77.2	61.5	141.4	142.9	71%	1%	126.2	119.4 19.6%
지배주주 순이익	60.3	51.6	-15.2	104.7	98.8	64%	-6%	107.1	99.3 -0.6%
영업이익률	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	0.6%p	0.4%p	12.1%	11.2% 1.6%p
지배주주순이익률	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	1.2%p	-0.7%p	5.3%	5.0% -0.4%p
해비									
매출액	560.7	434.0	478.4	960.2	950.7	69.6%	-1.0%	914.3	4.0%
영업이익	52.6	23.2	42.1	121.0	97.5	85.3%	-19.4%	91.6	6.4%
영업이익률	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	10.3%	0.9%p	-2.3%p	10.0%	0.2%p
밥캣(컴팩+PP)									
매출액	886	824	887	870	1,039	17.2%	19.3%	910	
영업이익	136	101	90	94	139	2.2%	47.3%	104.3	33.1%
영업이익률	15.3%	12.2%	10.2%	10.8%	13.4%	-2.0%p	2.5%p	11.5%	
엔진									
매출액	138	139	122	131	161	16.1%	22.7%	168	-4.2%
영업이익	26.0	20.0	21.6	26.3	36.7	41.3%	39.5%	26.2	40.0%
영업이익률	18.8%	14.4%	17.7%	20.1%	22.9%	4.1%p	2.8%p	15.6%	7.2%p

자료: 하이투자증권 리서치

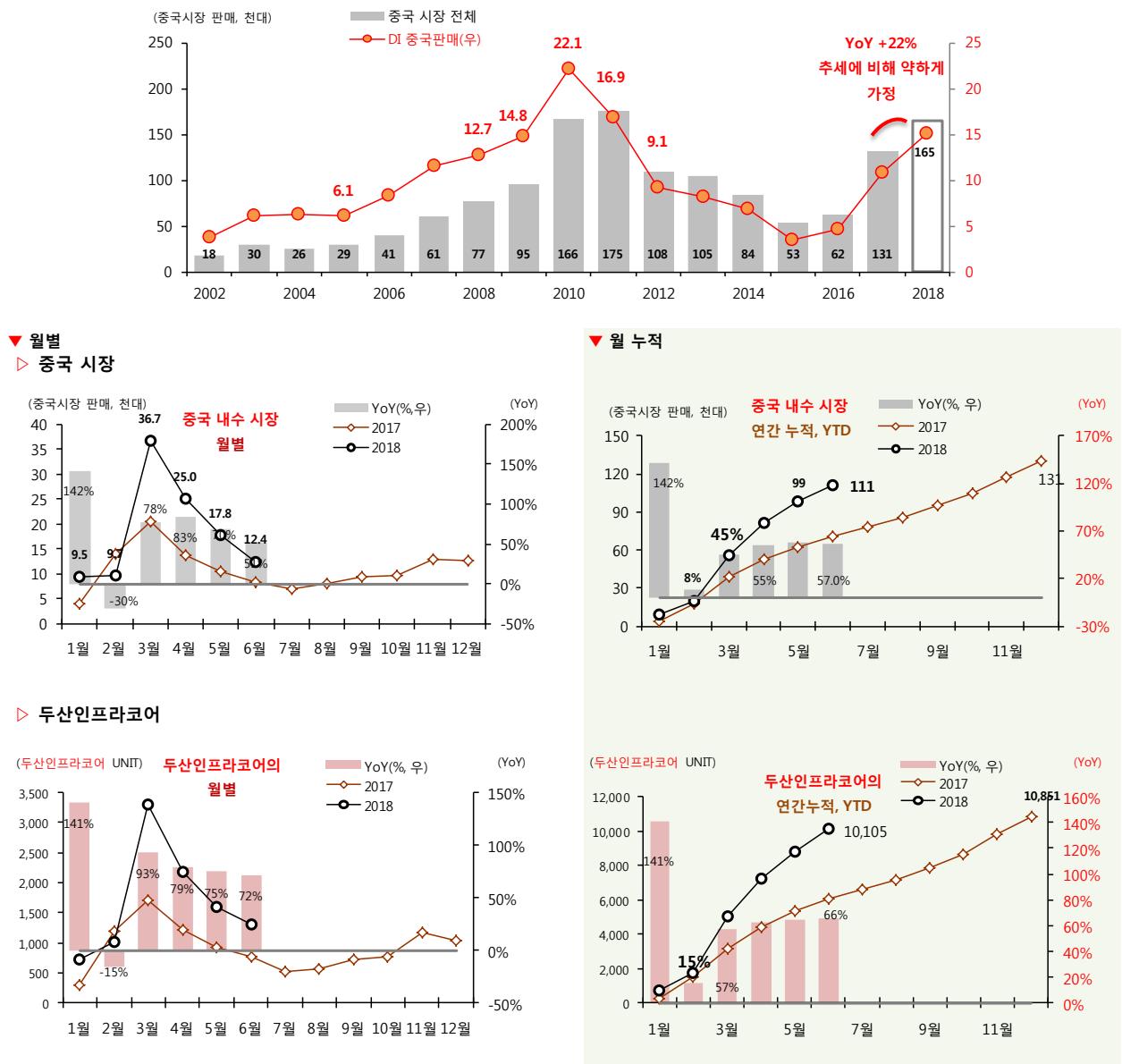
<표2> 두산인프라코어의 2019년 일단 중국 소폭 역성장 등의 가정하에 감익 예상치 제시: 컨센서스를 낮추어 두는 셈

계정	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	(십억원)		
										2018 가이던스	2018	2019
매출액	1,562	1,773	1,585	1,648	1,957	2,144	1,724	1,833	6,568	7,341	7,658	7,556
영업이익	148	215	144	154	242	273	151	173	661	713	839	786
금융/기타영업외	-15	-64	-13	-75	-42	-59	-59	-59	-168		-219	-225
세전사업이익	133	151	128	78	198	214	93	114	490		619	561
순이익	74	84	77	62	141	143	67	82	297		433	410
지배주주지분 순이익	52	60	52	-15.2	105	99	53	66	149		322	329
영업이익률	9.5%	12.1%	9.1%	9.3%	12.3%	12.7%	8.8%	9.4%	10.1%	9.7%	11.0%	10.4%
지배주주순이익률	3.3%	3.4%	3.3%	-0.9%	5.3%	4.6%	3.0%	3.6%	2.3%		4.2%	4.4%
해비												
중국 판매 대수	3,198	2,897	1,786	2,970	5,016	5,089	2,286	2,645	10,851		15,036	14,071
y-y	121%	155%	114%	141%	57%	76%	28%	-11%	133%		39%	-6%
매출액(기준)	531	561	434	478	960	951	661	639	2,004		3,211	3,056
										북미/유럽 해비 판매사업 양수↑		
해비+선진시장	688	759	623	641	960	951	661	639	2,712	2,800	3,211	3,056
y-y									33%	3% 성장	18%	-5%
영업이익	47	53	23	42	121	98	35	30	165		284	221
영업이익률	8.8%	9.4%	5.3%	8.8%	12.6%	10.3%	5.3%	4.8%	8.2%		8.9%	7.2%
엔진												
매출액	103	138	139	122	131	161	138	250	502	500	679	698
영업이익	8	26	20	22	26	37	26	47	76	FLAT?	136	133
영업이익률	8.0%	18.8%	14.4%	17.7%	20.1%	22.9%	18.7%	18.8%	15.1%		20.0%	19.0%

자료: 하이투자증권 리서치

주석: 뒷장 재무제표는 BW가 전환되기 전인 2.08억주로 산출된 VALUATION RATIO입니다. <표2>는 2.7억주를 기준으로 작성되었습니다.

<그림 1> 2018년 중국 시장 및 두산인프라코어 판매량: 2019년은 어게인 2009~2011?



자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION

<표 3-1> 두산인프라코어 목표주가 14,000 원 유지

BW 모두 전환을 가정한 Valuation(연결)							BW 모두 전환 가정
계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
주식수(백만주)	207	207	207	208	208	208	208
BW 모두 전환시 주식수				208	270	270	270
EPS	202	-3,948	305	714	1,545	1,581	1,716
↓	증가 18% 매개 10% ↑			EPS 할인율 23% ↓			
EPS(BW 모두 전환 가정)	202	-3,948	305	714	1,192	1,220	1,324
BPS	13,493	9,744	9,932	7,662	9,413	10,994	12,710
↓				↑ BW 모두 전환 가정			
BPS(BW 모두 전환 가정)					9,117	10,336	11,661
PBR(고)	1.07	1.39	1.02	1.09	1.40		
PBR	0.94	0.93	0.69	1.18	1.21		
PBR(저)	0.81	0.48	0.33	0.70	1.04		
ROE	1.5%	-40.5%	3.1%	9.3%	16.4%	14.4%	13.5%
ROE(BW 모두 전환)			3.1%	9.3%	13.1%	11.8%	11.4%
COE(고)	1.4%	2.2%	6.1%	8.6%	9.3%		
COE(평)	1.6%	3.3%	9.0%	7.9%	10.8%		
적용ROE = +0%				9.3%	13.1%	11.8%	11.4%
적용COE = TRL 참조					9.0%	9.0%	9.0%
Target PBR					1.5	1.3	1.3
사용 BPS: BW 모두 전환 가정				7,662	9,117	10,336	11,661
주당 적정가치					13,700	13,400	15,200
목표주가					14,000		154
종가(07.25)					9,690		
상승여력					44.5%		

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 두산인프라코어 PER 밴드



자료·하이투자증권

<그림 3> 두산인프라코어 PBR 뱀드



자료·하이투자증권

<표 3-2> 별도에 건설기계 메이커 공통 타겟 PER 15 배 + 밥캣 지분 가치(30% 할인) + DICC 악재 반영:

SOTP VALUATION = BW 모두 행사 + 0.7조원 현금 아웃의 최악의 가정							
계정	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
매출액(별도, 십억원)	3,827	4,197	2,387	2,205	2,550	3,608	3,753
영업이익	-20	94	-264	46	177	420	353
순이익(별도)	-120	47	-719	-56	60	237	181
						↑ 공기BG 매각 이익	
자본총계(별도)_영구채 제외	2,067	2,057	1,379	1,326	1,383	1,609	1,781
				공작기계 매각 ↑			
PER					12	15	15
④ 별도의 영업가치(십억원)					730	3,560	2,720
주당가치(원) BW 행사						13,200	10,100
두산밥캣 목표 현재시총			3,800	3,380	3,100	3,100	
지분율			59.4%	59.4%	59.4%	59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치			2,257	2,008	1,841	1,841	
할인율			30%	30%	30%	30%	
⑤ 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인(십억원)			1,580	1,410	1,290	1,290	
주당가치(원)						4,800	4,800
⑥ 잠재리스크: DICC 3심 패소					708	708	
주당가치(원)					-2,600	-2,600	
주식수(백만주)	207	207	207	207	208		
주식수(백만주) BW 행사					270	270	
두산인프라코어 적정 가치(십억원) = ④ + ⑤ + ⑥					2,140	4,142	3,302
주당 적정가치					10,300	15,400	16,000
적정주가						15,000	16,000
증가(07.25)						9,660	9,690
상승여력						55%	65%

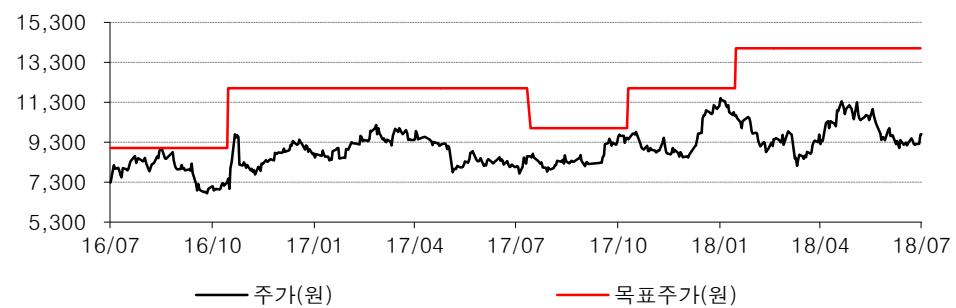
자료: 하이투자증권 리서치

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		3,767	3,697	3,746	4,093	매출액		6,568	7,658	7,556	7,651
현금 및 현금성자산		943	446	471	773	증가율(%)		14.6	16.6	-1.3	1.3
단기금융자산		197	199	201	203	매출원가		5,025	5,889	5,810	5,864
매출채권		1,213	1,462	1,498	1,520	매출총이익		1,543	1,769	1,746	1,787
재고자산		1,255	1,418	1,399	1,416	판매비와관리비		882	930	960	988
비유동자산		6,509	7,422	7,450	7,479	연구개발비		143	167	165	167
유형자산		1,787	2,738	2,797	2,848	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		4,169	4,065	3,969	3,879	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		10,276	11,120	11,196	11,572	영업이익		661	839	786	799
유동부채		3,696	3,866	3,724	4,014	증가율(%)		34.6	27.0	-6.3	1.6
매입채무		858	931	1,167	1,379	영업이익률(%)		10.1	11.0	10.4	10.4
단기차입금		1,409	1,198	1,018	865	이자수익		11	10	7	8
유동성장기부채		571	786	571	771	이자비용		199	208	198	179
비유동부채		3,407	3,603	3,413	3,058	지분법이익(손실)		-3	-2	-	-
사채		1,155	940	940	740	기타영업외손익		-9	-42	-40	-40
장기차입금		1,514	1,814	1,632	1,469	세전계속사업이익		490	619	561	595
부채총계		7,103	7,470	7,137	7,072	법인세비용		193	186	152	155
지배주주지분		1,594	1,959	2,288	2,646	세전계속이익률(%)		7.5	8.1	7.4	7.8
자본금		1,040	1,041	1,041	1,041	당기순이익		297	433	410	441
자본잉여금		212	213	213	213	순이익률(%)		4.5	5.7	5.4	5.8
이익잉여금		785	1,106	1,435	1,793	지배주주귀속 순이익		149	322	329	357
기타자본항목		-443	-401	-401	-401	기타포괄이익		-139	-167	-167	-167
비지배주주지분		1,579	1,691	1,771	1,855	총포괄이익		157	266	242	273
자본총계		3,173	3,650	4,060	4,500	지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2017	2018E	2019E	2020E			2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		666	727	1,094	1,113	주당지표(원)					
당기순이익		297	433	410	441	EPS		716	1,545	1,581	1,716
유형자산감가상각비		141	136	141	149	BPS		7,662	9,413	10,994	12,710
무형자산상각비		113	104	96	89	CFPS		1,944	2,698	2,720	2,859
지분법관련손실(이익)		-3	-2	-	-	DPS		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-256	-1,189	-302	-302	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		-93	-1,087	-200	-200	PER		12.1	6.3	6.1	5.6
무형자산의 처분(취득)		-76	-	-	-	PBR		1.1	1.0	0.9	0.8
금융상품의 증감		-14	-67	-66	-66	PCR		4.5	3.6	3.6	3.4
재무활동 현금흐름		32	-346	-1,013	-753	EV/EBITDA		5.8	5.7	5.4	4.7
단기금융부채의증감		-	4	-395	47	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		516	85	-181	-363	ROE		8.1	18.1	15.5	14.5
자본의증감		-	2	-	-	EBITDA 이익률		13.9	14.1	13.5	13.6
배당금지급		-2	-2	-2	-2	부채비율		223.8	204.6	175.8	157.1
현금및현금성자산의증감		405	-498	26	302	순부채비율		110.6	112.1	86.0	63.8
기초현금및현금성자산		539	943	446	471	매출채권회전율(x)		5.8	5.7	5.1	5.1
기말현금및현금성자산		943	446	471	773	재고자산회전율(x)		5.4	5.7	5.4	5.4

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산인프라코어)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-11-08	Buy	12,000	6개월	-25.0%	-15.4%
2017-08-07	Buy	10,000	1년	-14.1%	-3.3%
2017-11-03	Buy	12,000	1년	-19.3%	-4.2%
2018-02-08	Buy	14,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-