

# 두산인프라코어(042670)

하회    **부합**    상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 양호한 실적

매출액, 영업이익 모두 컨센서스 부합  
 핵심 자회사인 두산밥캣, 영업이익 컨센서스 9.4% 상회  
 중국 소성수기 맞춰 trading 관점 접근 추천

### Facts : 영업이익, 컨센서스 부합

3분기 영업실적은 매출액 1조 8,458억원, 영업이익 1,915억원(영업이익률 10.4%)이다. 매출액은 전년대비 16.5% 증가한 것이고 영업이익은 33.0% 늘어난 것이다. 컨센서스(매출액 1조 7,967억원, 영업이익 1,821억원)와 유사한 실적이었다. 전사업부가 특이사항이 없는 안정된 실적이었다.

### Pros & cons : 연결자회사인 두산밥캣이 컨센서스 소폭 상회

핵심 자회사인 두산밥캣의 실적이 컨센서스를 소폭 상회했다. 두산밥캣의 3분기 실적은 매출액 1조 304억원, 영업이익 1,229억원이다. 영업이익은 컨센서스 1,123억원을 9.4% 상회했다. 밥캣은 북미, 유럽 등 핵심 시장에서 매출액이 안정적으로 늘었다. 특히 북미 시장은 매출액이 32.4% 증가했는데, 금리인상 우려에도 불구하고 주택착공지수가 안정적으로 상승하고 있다. 중국굴삭기 판매량은 시장 3.1만대(+27% YoY), 두산인프라코어 2,156대(+20.7% YoY)다. 3분기는 전통적으로 비수기인데다가, 회사는 현금결제 위주의 판매조건 변경으로 점유율이 전분기 9.2%에서 6.9%로 하락했다. 4분기에는 다시 공격적인 판매 전략으로 선회해 8% 수준으로 상승할 전망이다. 굴삭기 이외에도 엔진사업부가 발전기용 엔진 판매 증가 등에 힘입어 전분기에 이어 20%를 상회(21.9%)하는 높은 영업이익률을 기록했다.

### Action : 소성수기 진입에 따른 trading 관점의 접근 유효

매수의견과 목표주가 13,500원(19년 PER 10배 - 글로벌 peer 평균)을 유지한다. 4분기에도 두산밥캣의 영업이익은 안정적으로 늘어나고, 중국 굴삭기 시장도 계절적 성수기에 진입한다. 비우호적인 환율로 인해 다소 수요감소를 겪고 있는 신흥국에서는 판매 국가 확대 및 점유율 확대를 통해 안정적으로 대응 중이다. 핵심 매출처인 중국의 2019년 시장판매량을 17.1만대(-5% YoY)로 보수적으로 가정해도 내년 예상 PER은 6.7배(BW 전망 희석 기준)로 낮다.

## 매수(유지)

목표주가: 13,500원(유지)

### Stock Data

KOSPI(10/30)	2,015
주가(10/30)	7,880
시가총액(십억원)	1,640
발행주식수(백만)	208
52주 최고/최저가(원)	11,500/7,880
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,245
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.7/20.5
주요주주(%)	두산중공업 외 8인 36.3
	국민연금 5.2

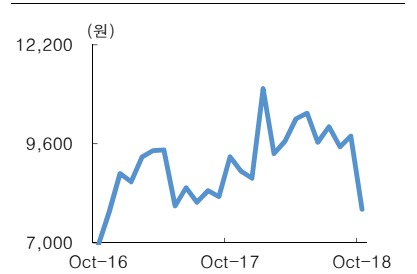
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	13.9	4.8	4.3
PBR(x)	1.1	0.8	0.7
ROE(%)	8.1	19.2	17.9
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	7.6	5.6	5.4
EPS(원)	627	1,630	1,828
BPS(원)	7,662	9,287	11,114

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(19.6)	(23.1)	(18.0)
KOSPI 대비(%p)	(5.6)	(3.2)	1.5

### 주가추이



자료: WISEfn

### 조철희

chulhee.cho@truefriend.com

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	1,584.5	1,648.4	1,956.9	2,144.1	1,845.8	(13.9)	16.5	1,796.7
영업이익	143.9	153.8	241.6	273.1	191.5	(29.9)	33.0	182.1
영업이익률	9.1	9.3	12.3	12.7	10.4	(2.4)	1.3	10.1
세전이익	128.0	77.8	197.7	214.4	132.6	(38.2)	3.6	131.3
순이익	51.6	(15.2)	104.7	98.8	51.6	(47.7)	(0.0)	66.8

자료: 한국투자증권

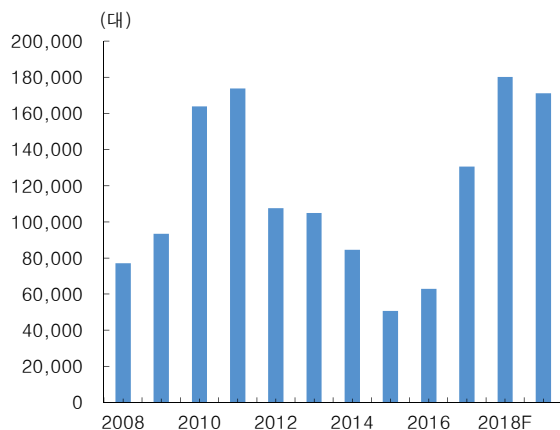
<표 2> 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>1,562</b>	<b>1,773</b>	<b>1,585</b>	<b>1,648</b>	<b>1,957</b>	<b>2,144</b>	<b>1,846</b>	<b>1,964</b>	<b>6,568</b>	<b>7,911</b>	<b>8,544</b>
건설기계	1,459	1,635	1,446	1,526	1,826	1,984	1,709	1,801	6,066	7,334	7,921
Non-Bobcat	531	561	434	478	960	951	679	711	2,004	3,301	3,543
중국	221	258	176	262	425	429	207	291	917	1,352	1,399
중국 외	310	303	258	217	339	293	263	247	1,088	1,142	1,256
선진시장					196	229	208	174		807	888
두산밥캣	927	1,074	1,012	1,048	866	1,033	1,030	1,089	4,062	4,033	4,379
엔진	103	138	139	122	131	161	137	149	502	577	623
<b>영업이익</b>	<b>148</b>	<b>215</b>	<b>144</b>	<b>154</b>	<b>242</b>	<b>273</b>	<b>192</b>	<b>207</b>	<b>661</b>	<b>914</b>	<b>964</b>
건설기계	140	189	124	132	215	236	162	185	585	798	833
Non-Bobcat	47	53	23	43	121	98	39	53	166	310	308
중국	32	41	18	38	82	83	22	39	130	226	215
중국 외	15	11	5	5	31	15	11	13	36	69	75
선진시장					9	0	6	1		16	18
두산밥캣	93	136	101	89	94	139	123	132	419	488	525
엔진	8	26	20	22	26	37	30	23	76	115	131
<b>영업이익률</b>	<b>9.5</b>	<b>12.1</b>	<b>9.1</b>	<b>9.3</b>	<b>12.3</b>	<b>12.7</b>	<b>10.4</b>	<b>10.6</b>	<b>10.1</b>	<b>11.5</b>	<b>11.3</b>
건설기계	9.6	11.5	8.6	8.7	11.8	11.9	9.5	10.3	9.6	10.9	10.5
Non-Bobcat	8.8	9.4	5.3	9.0	12.6	10.3	5.7	7.5	8.3	9.4	8.7
중국	14.5	16.1	10.2	14.6	19.2	19.3	10.7	13.4	14.1	16.7	15.4
중국 외	4.8	3.7	2.0	2.2	9.0	5.0	4.0	5.2	3.3	6.0	6.0
선진시장					4.5	0.1	2.9	0.7		2.0	2.0
두산밥캣	10.1	12.7	10.0	8.5	10.9	13.4	11.9	12.1	10.3	12.1	12.0
엔진	8.0	18.9	14.3	17.8	20.1	22.9	21.9	15.1	15.1	20.0	21.0

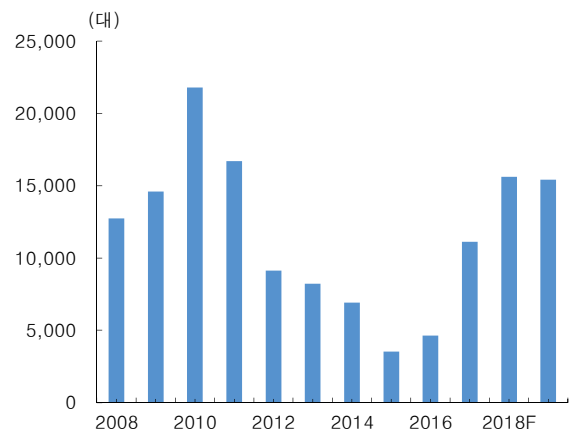
주: 중국 등은 추정치, 2017년까지 선진시장은 밥캣에 포함되어 있었음  
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 중국 굴삭기 시장 판매 전망



자료: 한국투자증권

[그림 2] 두산인프라코어 중국 굴삭기 판매 전망



자료: 한국투자증권

<표 3> 글로벌 peer valuation

(단위: x, %)

	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
CATERPILLAR	22.9	9.8	8.8	6.9	4.2	2.8	13.0	6.0	5.5	5.6	44.8	37.3
DEERE & CO	14.8	9.4	9.2	2.9	2.1	1.9	8.4	6.5	6.5	20.7	25.3	21.8
KUBOTA	14.5	9.3	8.5	1.9	1.2	1.1	8.1	6.2	5.8	14.1	13.9	13.9
HITACHI	17.0	10.1	9.3	2.0	1.4	1.3	10.1	6.8	6.4	12.1	14.6	14.7
VOLVO	33.2	11.4	9.4	2.7	2.0	1.7	13.5	6.8	6.0	8.7	18.5	19.2
DI	20.0	14.7	13.6	2.1	1.6	1.4	14.0	10.8	10.0	10.9	10.9	11.0
KOMATSU	-	15.3	12.9	0.6	0.6	0.6	-	9.1	8.0	3.6	4.0	4.6
<b>평균</b>	<b>20.4</b>	<b>11.4</b>	<b>10.2</b>	<b>2.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.6</b>	<b>11.2</b>	<b>7.5</b>	<b>6.9</b>	<b>10.8</b>	<b>18.8</b>	<b>17.5</b>

주: 10월 30일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 4> BW(5,000억원) 전량 전환 가정 반영한 valuation

(단위: 십억원, 원, %, x)

	미반영			반영	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F
지배주주지분자본	1,594	1,933	2,314	2,433	2,814
BPS	7,662	9,287	11,114	8,998	9,402
ROE	8.1	19.2	17.9	16.9	14.5
PBR	1.1	1.0	0.8	1.0	1.0
EPS	627	1,630	1,828	1,134	1,407
PER		5.7	5.1	8.3	6.7
<b>목표주가(13,500 원) 기준 PBR</b>		<b>1.5</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
<b>목표주가(13,500 원) 기준 PER</b>		<b>8.3</b>	<b>7.4</b>	<b>11.9</b>	<b>9.6</b>

자료: 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

건설기계, 공작기계, 엔진 및 각종 어태치먼트와 유틸리티 장비 등의 사업을 영위하고 있는 종합기계기업임. 세계 최고 수준의 경쟁력을 바탕으로 인프라 지원산업분야 글로벌 선도기업으로 비상하고 있는 회사.

- 굴삭기: 땅이나 암석 따위를 파거나, 파낸 것을 처리하는 기계를 통틀어 이르는 말

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,050	3,767	4,275	4,757	5,322
현금성자산	539	943	1,136	1,282	1,569
매출채권및기타채권	1,030	1,197	1,266	1,453	1,569
재고자산	1,177	1,255	1,424	1,538	1,661
비유동자산	6,977	6,509	6,809	6,711	6,470
투자자산	179	190	191	191	192
유형자산	1,823	1,787	1,751	1,776	1,801
무형자산	4,441	4,169	4,430	4,272	3,968
자산총계	10,027	10,276	11,083	11,467	11,792
유동부채	3,653	3,696	4,027	3,951	3,750
매입채무및기타채무	1,042	1,282	1,544	1,667	1,569
단기차입금및단기사채	952	1,409	1,709	2,009	2,009
유동성장기부채	1,305	571	371	171	171
비유동부채	2,925	3,407	3,392	3,300	3,215
사채	715	1,155	955	755	555
장기차입금및금융부채	1,452	1,556	1,597	1,639	1,681
부채총계	6,578	7,103	7,418	7,251	6,965
지배주주지분	2,060	1,594	1,933	2,314	2,735
자본금	1,037	1,040	1,040	1,040	1,040
자본잉여금	249	212	212	212	212
기타자본	466	(108)	(108)	(108)	(108)
이익잉여금	578	785	1,124	1,505	1,926
비지배주주지분	1,388	1,579	1,732	1,903	2,092
자본총계	3,448	3,173	3,665	4,216	4,827

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	513	666	909	496	604
당기순이익	116	297	492	551	611
유형자산상각비	148	141	132	128	128
무형자산상각비	110	113	117	113	105
자산부채변동	20	(84)	(78)	(511)	(476)
기타	119	199	246	215	236
투자활동현금흐름	910	(256)	(506)	(122)	31
유형자산투자	(174)	(134)	(137)	(194)	(194)
유형자산매각	50	41	41	41	41
투자자산순증	167	(53)	(1)	(0)	(0)
무형자산순증	(63)	(76)	(378)	46	200
기타	930	(34)	(31)	(15)	(16)
재무활동현금흐름	(1,454)	32	(211)	(229)	(348)
자본의증가	243	134	0	0	0
차입금의순증	(1,552)	516	(58)	(58)	(158)
배당금지급	(18)	(47)	0	0	0
기타	(127)	(571)	(153)	(171)	(190)
기타현금흐름	10	(37)	0	0	0
현금의증가	(21)	405	193	145	287

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

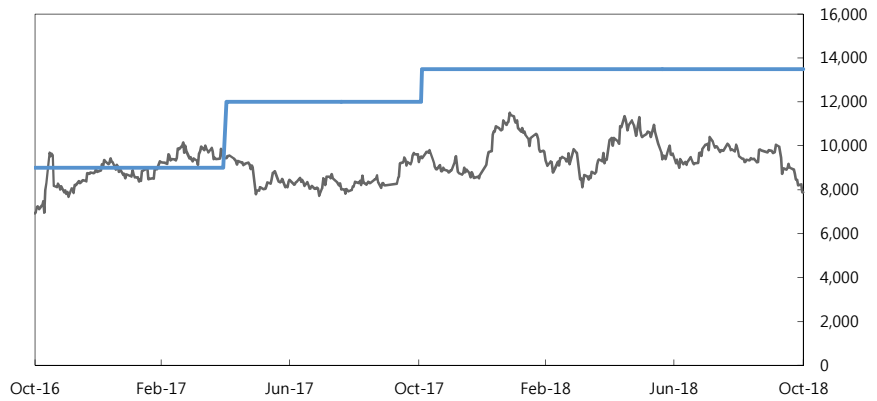
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,730	6,568	7,911	8,544	9,228
매출원가	4,404	5,025	6,000	6,529	7,051
매출총이익	1,325	1,543	1,911	2,016	2,177
판매관리비	834	882	997	1,052	1,136
영업이익	491	661	914	964	1,041
금융수익	176	297	78	17	20
이자수익	12	11	15	17	20
금융비용	428	456	277	194	189
이자비용	231	199	196	194	189
기타영업외손익	(157)	(9)	(12)	0	0
관계기업관련손익	(0)	(3)	0	0	0
세전계속사업이익	82	490	703	788	872
법인세비용	163	193	211	236	262
연결당기순이익	116	297	492	551	611
지배주주지분순이익	63	149	339	380	421
기타포괄이익	25	(139)	0	0	0
총포괄이익	141	157	492	551	611
지배주주지분포괄이익	46	71	339	380	421
EBITDA	748	916	1,163	1,204	1,273

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	214	627	1,630	1,828	2,024
BPS	9,932	7,662	9,287	11,114	13,138
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(3.9)	14.6	20.5	8.0	8.0
영업이익증가율	NM	34.6	38.3	5.5	8.0
순이익증가율	NM	135.2	128.4	12.1	10.7
EPS증가율	NM	193.0	160.0	12.1	10.7
EBITDA증가율	271.9	22.4	27.0	3.6	5.7
수익성(%)					
영업이익률	8.6	10.1	11.5	11.3	11.3
순이익률	1.1	2.3	4.3	4.5	4.6
EBITDA Margin	13.1	13.9	14.7	14.1	13.8
ROA	1.1	2.9	4.6	4.9	5.2
ROE	3.1	8.1	19.2	17.9	16.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	3,729	3,555	3,176	2,912	2,404
차입금/자본총계비율(%)	128.3	148.0	124.1	105.5	88.0
Valuation(X)					
PER	41.2	13.9	4.8	4.3	3.9
PBR	0.9	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.3	7.6	5.6	5.4	4.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
두산인프라코어(042670)	2015.11.17	매수	9,000원	-27.0	7.7
	2016.11.17	1년경과		0.0	12.8
	2017.05.01	매수	12,000원	-28.8	-19.4
	2017.11.03	매수	13,500원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 31일 현재 두산인프라코어 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산인프라코어 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.