

디와이파워 (210540)

4분기 쇼크는 일회성. 2019년 이익성장은 인도가 견인

4분기 쇼크는 일회성 : 성과급, 노후설비 교체

2019년 4분기 잠정실적을 발표했다. 매출액 924억원(YoY, +12.9%), 영업이익 39억원(YoY, -46.6%)을 기록했다. 하나금융투자 추정치(매출액 1,005억원 / 영업이익 108억원) 및 컨센서스(매출액 970억원 / 영업이익 102억원)를 하회한 실적이다. 추정치 대비 4분기 실적이 하회한 이유는 성과급 및 노후설비 보수와 같은 일회성 비용에 기인한다. 2018년 3분기 누적 중국법인의 영업이익은 193억원으로 전년대비 109% 이익규모가 확대되어 높은 수준의 성과급이 발생한 것으로 추정된다. 또한 국내 및 중국법인의 노후설비 보수로 설비투자비용이 발생하여 매출원가를 상승시킨 것으로 판단된다. 중국 굴삭기 시장은 상고하자 패턴으로 상대적 비성수기인 하반기에 노후설비 보수 비용이 집중되었다. 이러한 요소들은 일회적 성격을 지니고 있으며, 2019년 중국 굴삭기 시장이 전년과 유사한 19만대 수준으로 예상되는 바 이번과 같은 대규모의 성과급 지급 가능성은 제한적이라는 판단이다.

2019년 이익성장은 인도에서 발생할 것

인도법인의 주요고객사인 현대건설기계 홍보도 주목할 만하다. 현대건설기계의 인도 생산법인 Capa는 연 6,000대 수준이며, 2019년 말 기준 10,000대 Capa로 생산능력 확대를 진행 중에 있다. 또한 현대건설기계는 부품의 현지 조달률을 확대할 계획(18년 :34.3% → 19년F : 42.3%)을 공개 해향후 디와이파워 인도법인 외형성장 가능성이 높다는 판단이다. 현대건설기계 입장에서는 역사적 호황인 중국시장 상황을 고려 시 유압실린더 아웃소싱 비중을 높일 수 밖에 없다는 판단이며, 급속히 성장하는 인도법인 중심의 아웃소싱 비중 확대가 예상된다. 디와이파워 또한 인도법인 부품현지화를 확대하고 있으며, 이에 따른 수익성 개선과 고객사의 수주 확대가 기대된다.

2019년 매출액 및 영업이익 전년대비 5%, 9% 성장 예상

2019년 실적은 매출액 4,054억원(YoY, +5.1%), 영업이익 391억원(YoY, +9.1%)을 전망한다. 투자의견 BUY 및 목표주가 23,000원을 유지한다.

Update

BUY

| TP(12M): 23,000원 | CP(2월 8일): 15,850원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.05
52주 최고/최저(원)	27,000/10,800
시가총액(십억원)	175.0
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	11,041.7
60일 평균 거래량(천주)	181.6
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
18년 배당금(예상, 원)	180
18년 배당수익률(예상, %)	1.27
외국인지분율(%)	4.02
주요주주 지분율(%)	
디와이주식회사 외 4인	37.72
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.9 (18.5) (28.0)
상대	(4.3) (13.9) (20.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	390.3	424.7
영업이익(십억원)	42.1	44.9
순이익(십억원)	29.3	34.1
EPS(원)	2,654	3,084
BPS(원)	14,127	16,850

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	229.1	324.5	385.7	405.4	458.1
영업이익	십억원	14.0	33.6	35.8	39.1	48.7
세전이익	십억원	11.9	34.0	34.3	39.9	50.8
순이익	십억원	9.6	30.5	25.4	30.7	40.6
EPS	원	870	2,765	2,301	2,782	3,678
증감률	%	472.4	217.8	(16.8)	20.9	32.2
PER	배	10.67	6.87	6.17	5.70	4.31
PBR	배	1.02	1.64	1.03	0.97	0.80
EV/EBITDA	배	6.88	6.03	4.30	3.91	2.81
ROE	%	9.95	26.71	18.17	18.51	20.34
BPS	원	9,108	11,612	13,734	16,336	19,834
DPS	원	120	180	180	180	180



Analyst 강준구
02-3771-7736
jungukang@hanafn.com

주요고객사인 현대건설기계
인도법인 Capa 확대 진행 중

인도시장 성장과 고객사 Capa 확대가 인도법인 성장을 이끌 것

인도법인의 주요고객인 현대건설기계 홍보도 주목할 만 하다. 현대건설기계의 인도 생산 법인 Capa는 연 6,000대 수준이며, 2019년 말 기준 10,000대 Capa로 생산능력 확대를 진행 중에 있다. 또한 현대건설기계는 부품의 현지 조달률을 확대할 계획(18년 :34.3% → 19년F : 42.3%)을 공개 해 향후 디와이파워 인도법인 외형성장 가능성이 높다는 판단이다.

2018년에 이어 2019년도 중국 굴삭기 시장의 호황이 이어질 것으로 예상된다. 하나금융투자는 2019년도 중국 굴삭기 시장을 2018년과 유사한 19만대 시장을 전망한다. 이는 성장률 측면에서는 다소 아쉬움이 있지만, 절대 판매대로수는 역사적 호황인 상황이다. 현대건설기계 입장에서는 역사적 호황인 중국시장 상황을 고려 시 유압실린더 아웃소싱 비중을 높일 수 밖에 없다는 판단이며, 급속히 성장하는 인도법인 중심의 아웃소싱 비중 확대가 예상된다.

디와이파워 인도법인은 2014년 설립된 법인으로 본격적으로 매출이 발생한 시기는 2017년 1분기이다. 인도법인 실적 추이는 2017년 매출액 80억원에서 2018년 약 200억원을 기록했다. 2019년 매출액은 331억원을 전망한다. 인도법인의 주 고객처는 현대건설기계, JCB, TATA-Hitachi, Kobelco 등이 있다. 향후 원재료 현지 조달 등의 현지화 과정이 완료 될 시 주요 고객사내 점유율이 확대될 가능성이 높다는 판단이다.

표 1. 2018년 인도 굴삭기 시장 및 현대건설기계 인도 판매량 추이

(단위 : 대, %)

	18.1	18.2	18.3	18.4	18.5	18.6	18.7	18.8	18.9	18.10	18.11	18.12
인도시장	2,300	2,152	2,211	2,010	1,964	1,784	1,625	1,902	2,263	2,200	2,170	2,379
YoY	36.7	35.5	26.3	31.9	33.2	-11.2	77.0	75.3	65.7	63.2	17.3	2.4
현대건설기계	400	433	414	340	337	272	268	377	421	331	388	200
YoY	42.3	53.5	36.6	22.7	30.6	-22.1	56.7	109.4	101.4	67.2	22.4	(35.9)
현대건설기계 점유율	17.4%	20.1%	18.7%	16.9%	17.2%	15.2%	16.5%	19.8%	18.6%	15.0%	17.9%	8.4%

자료: 현대건설기계, 하나금융투자

19년 전망공시에 대해서 : 보수적인 회사 정책을 감안하자.

디와이파워는 2019년 실적에 대한 전망공시를 발표했다. 2019년 전망공시 내용은 매출액 3,800억원(YoY, -1.5%), 영업이익 330억(YoY, -7.9%), 당기순이익 260억원(YoY, +1.8%)이다. 2018년 대비 역성장이 예상되는 내용이지만 이는 디와이파워의 보수적인 전망공시 정책을 감안해야 된다는 판단이다.

디와이파워는 매년 실적 전망공시를 발표하며 항상 보수적인 수치를 제시해왔다. 2016년 2월 발표한 실적 전망공시 내용과 실제 영업이익을 비교 시 실제 영업이익이 전망공시 대비 27% 높은 실적을 시현했다. 2017년/2018년 전망치와 실제 영업이익 비교 시 실제 영업이익이 전망대비 각각 180%, 43% 높은 실적을 기록했다.

이번 2019년 전망고시 또한 기존의 보수적인 전망공시 정책과 일맥 한다는 판단이며, 이를 감안하여 판단해야 된다는 판단이다.

표 2. 디와이파워 전망공시와 오차율 비교

(단위 : 억원)

구분	전망공시	실적	오차율	
2016	매출액	2,300	2,291	-0.4%
	영업이익	110	140	27.3%
	당기순이익	60	96	60.0%
2017	매출액	2,300	3,245	41.1%
	영업이익	120	336	180.0%
	당기순이익	80	305	281.3%
2018	매출액	3,400	3,857	13.4%
	영업이익	250	358	43.2%
	당기순이익	210	255	21.4%

자료: 디와이파워, 하나금융투자

인도법인 현지화 완료 시
가파른 이익성장 예상

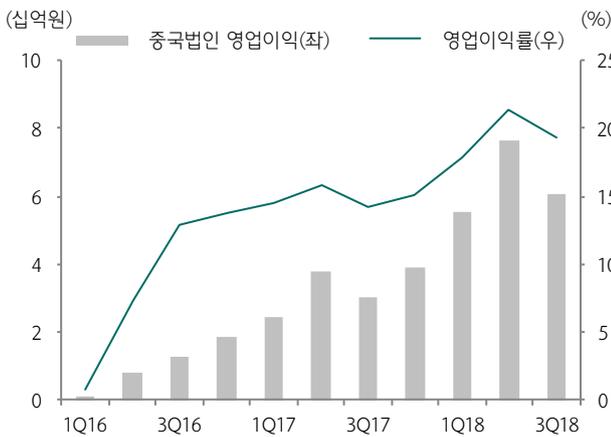
중국법인의 성장스토리가 생각나는 인도법인. 3Q18 처음으로 영업흑자 기록

인도법인은 아직 안정화 단계 진행중이다. 하지만 2018년 3분기 인도법인은 영업이익 4 억원을 기록하며 흑자전환에 성공하였다. 향후 인도법인 외형확대를 통한 고정비 부담 완화와 원재료 현지 조달 등의 과정이 완료되면 이익성장이 가파를 것으로 예상된다. 중국법인의 경우 2016년 1분기 영업이익률 0.7%에서 2018년 3분기 영업이익률 19.4%까지 빠르게 상승하였다. 인도법인도 중국법인과 마찬가지로 현지화가 완료될 시 빠른 이익성장이 가능하다는 판단이다.

2019년 매출액과 영업이익 전년대비 각각 5%, 9% 성장

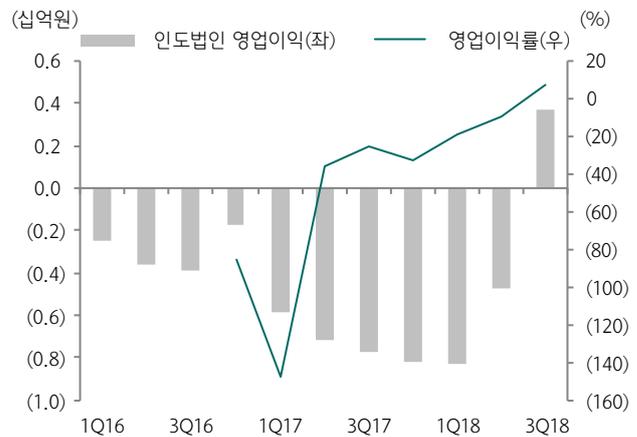
2019년 실적은 매출액 4,054억원(YoY, +5.1%), 영업이익 391억원(YoY, +9.1%)을 전망한다. 인도법인 실적 추이는 2017년 매출액 80억원, 2018년 매출액 199억원에서 2019년 매출액 331억원을 전망한다. 향후 인도법인 고객사 물량 추가 확보 시 실적추정치 상향 여력은 충분하다는 판단이다.

그림 1. 디와이파워 중국법인 영업이익 및 영업이익률 추이



주) 4Q18실적은 사업보고서 발표 후 반영
자료: 디와이파워, 하나금융투자

그림 2. 디와이파워 인도법인 영업이익 및 영업이익률 추이



주) 4Q18실적은 사업보고서 발표 후 반영
자료: 디와이파워, 하나금융투자

표 3. 디와이파워 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18P	19F
매출액	96.0	106.2	91.1	92.4	100.4	113.7	94.8	96.5	324.5	385.7	405.4
한국	66.0	67.5	57.5	60.3	67.3	68.9	61.0	65.1	246.9	251.3	262.2
중국	31.1	35.8	31.3	29.6	32.3	39.1	28.1	25.2	87.4	127.8	124.7
인도	4.4	4.8	5.2	5.5	6.8	7.9	8.9	9.5	8.0	19.9	33.1
내부거래 제거	-5.5	-1.9	-2.8	-3.0	-6.1	-2.1	-3.1	-3.3	-17.8	-13.2	-14.7
매출원가	80.2	86.6	74.5	79.5	82.5	93.5	78.7	82.0	267.1	320.7	336.7
매출원가율	83.5%	81.5%	81.7%	86.0%	82.2%	82.2%	83.0%	85.0%	82.3%	83.2%	83.1%
판관비	5.9	6.8	7.4	9.2	7.4	7.2	7.4	7.6	23.8	29.3	29.6
판관비율	6.2%	6.4%	8.1%	10.0%	7.4%	6.3%	7.8%	7.9%	7.3%	7.6%	7.3%
영업이익	9.9	12.8	9.2	3.9	10.5	13.0	8.7	6.9	33.6	35.8	39.1
영업이익률	10.3%	12.1%	10.1%	4.3%	10.4%	11.5%	9.2%	7.1%	10.4%	9.3%	9.6%
한국	5.2	5.6	2.7	1.1	4.9	5.2	2.7	2.0	23.4	14.6	14.8
영업이익률	7.8%	8.4%	4.7%	1.9%	7.3%	7.6%	4.5%	3.0%	9.5%	5.8%	5.7%
중국	5.5	7.7	6.1	2.5	5.3	7.4	5.3	4.3	13.1	21.8	22.3
영업이익률	17.8%	21.4%	19.4%	8.6%	16.4%	19.0%	18.9%	16.9%	15.0%	17.1%	17.9%
인도	-0.8	-0.5	0.4	0.0	0.3	0.3	0.6	0.7	-2.9	-0.9	1.9
영업이익률	-19.0%	-9.9%	7.1%	0.0%	4.0%	4.0%	7.0%	7.0%	-36.4%	-4.7%	5.7%

주) 4Q18 세부실적은 당사 추정치

자료: 하나금융투자

설계능력을 보유한 디와이파워
신규고객사 확보에 용이

신규 고객사 확보를 통해
시장 성장과 별개로 성장 가능

인도생산법인 2004년 진출
선점효과 누릴 수 있을 것

고객사 다각화에 성공한
디와이파워

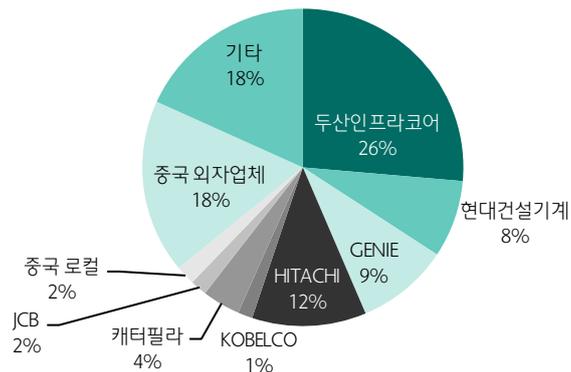
추가적인 고객사 확보도
용이할 것으로 기대

신규 고객사 확보를 통한 성장이 가능한 디와이파워

디와이파워는 유압실린더 ‘설계’ 및 ‘생산’ 능력을 보유한 회사이다. 설계능력 보유로 국내 건설기계 업체뿐만 아니라 다양한 글로벌 건설기계 업체들을 고객사로 확보하고 있다. 설계능력 보유는 신규 고객사 확보에 큰 장점 있다는 판단이다. 실제로 디와이파워의 고객사는 두산인프라코어, 현대건설기계, GENIE, HITACHI, KOBELCO, JCB 등 국내 외 구분 없이 다양하게 확보되어 있다. 향후 중국 굴삭기 시장의 성장성이 둔화될 시 디와이파워는 중국 로컬업체들을 신규 고객사로 확보하거나 기존 중국 로컬 고객사로 비중을 확대하여 시장 성장과 별개로 성장할 가능성이 높다는 판단이다.

인도 굴삭기 시장의 장기적 전망은 긍정적이지만 아직 절대 규모는 중국의 약 20% 밖에 되지 않는다. 이는 건설기계 업체들의 ‘고정비’ 부담을 가중시켜 아직 인도에 생산법인을 설립하기엔 부담스러운 상황이다. 향후 인도 굴삭기 시장 절대규모가 확대될 시 글로벌 건설기계 업체들이 인도에 생산법인을 설립할 것으로 예상된다. 글로벌 건설기계 업체들의 인도 시장 진출은 디와이파워에게 신규 고객확보의 기회라는 판단이며, 디와이파워의 기술력과 인도시장 선점효과 등을 고려 시 외형확대의 가능성이 높다는 판단이다.

그림 3. 디와이파워 고객사별 매출비중



자료: 디와이파워, 하나금융투자

추정 재무제표

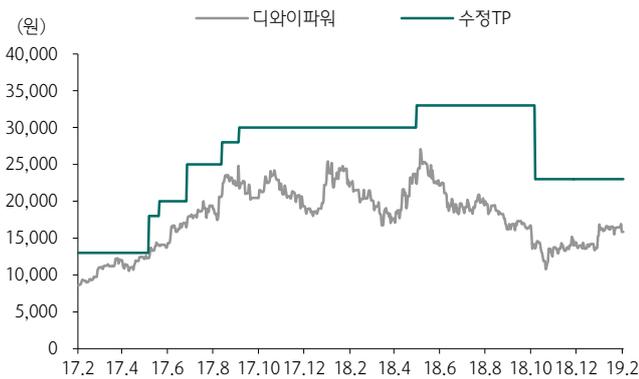
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	229.1	324.5	385.7	405.4	458.1
매출원가	188.6	267.1	320.7	336.7	377.1
매출총이익	40.5	57.4	65.0	68.7	81.0
판매비	26.6	23.8	29.3	29.6	32.3
영업이익	14.0	33.6	35.8	39.1	48.7
금융손익	(3.8)	2.5	(3.6)	3.6	4.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.7	(2.1)	2.2	(2.8)	(2.0)
세전이익	11.9	34.0	34.3	39.9	50.8
법인세	2.3	3.4	8.9	9.2	10.2
계속사업이익	9.6	30.5	25.4	30.7	40.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9.6	30.5	25.4	30.7	40.6
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	9.6	30.5	25.4	30.7	40.6
지배주주지분포괄이익	9.0	29.0	25.4	30.7	40.6
NOPAT	11.3	30.2	26.5	30.1	39.0
EBITDA	21.1	41.5	43.9	47.6	57.7
성장성(%)					
매출액증가율	(7.8)	41.6	18.9	5.1	13.0
NOPAT증가율	169.0	167.3	(12.3)	13.6	29.6
EBITDA증가율	22.7	96.7	5.8	8.4	21.2
영업이익증가율	38.6	140.0	6.5	9.2	24.6
(지배주주)순이익증가율	464.7	217.7	(16.7)	20.9	32.2
EPS증가율	472.4	217.8	(16.8)	20.9	32.2
수익성(%)					
매출총이익률	17.7	17.7	16.9	16.9	17.7
EBITDA이익률	9.2	12.8	11.4	11.7	12.6
영업이익률	6.1	10.4	9.3	9.6	10.6
계속사업이익률	4.2	9.4	6.6	7.6	8.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	870	2,765	2,301	2,782	3,678
BPS	9,108	11,612	13,734	16,336	19,834
CFPS	2,902	4,062	3,770	4,214	5,217
EBITDAPS	1,908	3,757	3,979	4,314	5,226
SPS	20,753	29,388	34,932	36,713	41,486
DPS	120	180	180	180	180
주가지표(배)					
PER	10.7	6.9	6.2	5.7	4.3
PBR	1.0	1.6	1.0	1.0	0.8
PCFR	3.2	4.7	3.8	3.8	3.0
EV/EBITDA	6.9	6.0	4.3	3.9	2.8
PSR	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	9.9	26.7	18.2	18.5	20.3
ROA	4.3	12.6	9.5	10.6	12.7
ROIC	7.0	18.2	14.4	15.4	18.7
부채비율	127.0	99.1	84.6	66.6	55.0
순부채비율	42.3	31.6	21.3	6.2	(5.8)
이자보상배율(배)	6.6	15.2	19.6	25.7	39.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	123.3	142.7	163.7	180.4	214.4
금융자산	41.1	26.3	25.4	35.0	50.1
현금성자산	37.9	24.5	23.3	32.8	47.6
매출채권 등	54.6	72.6	86.3	90.7	102.5
재고자산	26.9	37.4	44.5	46.8	52.8
기타유동자산	0.7	6.4	7.5	7.9	9.0
비유동자산	104.8	112.4	116.1	119.9	124.9
투자자산	0.1	3.5	4.2	4.4	5.0
금융자산	0.1	3.5	4.2	4.4	5.0
유형자산	100.1	99.4	102.6	106.4	110.9
무형자산	1.7	3.5	3.4	3.2	3.1
기타비유동자산	2.9	6.0	5.9	5.9	5.9
자산총계	228.2	255.1	279.8	300.4	339.3
유동부채	88.4	97.2	102.0	97.5	99.8
금융부채	55.1	45.9	42.1	34.8	29.6
매입채무 등	28.6	46.1	54.8	57.6	65.1
기타유동부채	4.7	5.2	5.1	5.1	5.1
비유동부채	39.2	29.8	26.2	22.5	20.5
금융부채	28.5	20.9	15.6	11.4	7.9
기타비유동부채	10.7	8.9	10.6	11.1	12.6
부채총계	127.7	127.0	128.2	120.1	120.3
지배주주지분	100.5	128.1	151.6	180.3	218.9
자본금	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
자본잉여금	82.7	82.7	82.7	82.7	82.7
자본조정	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타포괄이익누계액	0.4	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	11.9	40.4	63.8	92.6	131.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	100.5	128.1	151.6	180.3	218.9
순금융부채	42.5	40.5	32.3	11.2	(12.6)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	32.4	10.8	19.6	32.5	36.7
당기순이익	9.6	30.5	25.4	30.7	40.6
조정	21.1	8.0	5.7	5.5	6.0
감가상각비	7.1	7.9	8.2	8.5	9.0
외환거래손익	0.3	0.5	(2.4)	(3.1)	(2.9)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.7	(0.4)	(0.1)	0.1	(0.1)
영업활동 변동	1.7	(27.7)	(11.5)	(3.7)	(9.9)
투자활동 현금흐름	(11.9)	(11.1)	(9.8)	(9.4)	(11.4)
투자자산감소(증가)	(0.0)	(3.4)	(0.7)	(0.2)	(0.6)
유형자산감소(증가)	(11.3)	(11.4)	(11.2)	(12.2)	(13.4)
기타	(0.6)	3.7	2.1	3.0	2.6
재무활동 현금흐름	(22.5)	(12.4)	(11.1)	(13.5)	(10.7)
금융부채증가(감소)	(24.9)	(16.8)	(9.1)	(11.5)	(8.7)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	3.5	5.7	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.1)	(1.3)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
현금의 증감	(2.1)	(13.4)	(1.3)	9.5	14.7
Unlevered CFO	32.0	44.9	41.6	46.5	57.6
Free Cash Flow	20.9	(0.9)	8.4	20.3	23.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

디와이파워



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.16	BUY	23,000		
18.5.10	BUY	33,000	-40.46%	-18.18%
18.5.9	Analyst Change	30,000	-30.01%	-
17.9.14	BUY	30,000	-30.04%	-15.33%
17.8.22	BUY	28,000	-18.01%	-11.43%
17.7.6	BUY	25,000	-25.37%	-17.60%
17.5.30	BUY	20,000	-22.15%	-14.75%
17.5.16	BUY	18,000	-24.04%	-20.00%
16.12.20	BUY	13,000	-21.14%	-3.08%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준규)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준규)는 2019년 02월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.