

# 두산인프라코어

**BUY(유지)**

042670 기업분석 | 기계

목표주가(유지)	12,000원	현재주가(02/12)	8,370원	Up/Downside	+43.4%
----------	---------	-------------	--------	-------------	--------

2019. 02. 13

## 중국발 굴삭기 성수기 진입

### News

**4Q18실적은 중국에서 건설기계 매출 감소 및 전반적인 비용 증가로 컨센서스를 하회:** 12일 장마감 이후 4Q18연결실적으로 매출액 1조7,833억원(+8.2%YoY, -3.4%QoQ)에 영업이익률 8.0%를 공시하였다. 4분기 중에 중국 건기사업은 수익성과 현금흐름 중시 판매전략으로 매출이 YoY로 3.2% 감소하였고, 엔진사업은 사내 매출 증가와 발전기용 엔진 Mix변화로 영업이익률이 YoY로 40.5% 감소하였다. 4Q18에 개발비상각 및 이연법인세 비용 인식 등으로 지배주주순이익은 -87억원을 기록했다.

### Comment

**19년에 중국에서 굴삭기 판매 시장이 최소 17만대 이상만 유지되어도 비중확대 여력 충분:** 동사는 중국 굴삭기 시장을 19년에 인프라 투자 및 교체수요 지속 그리고 환경규제 강화 등에 힘입어 18년과 유사한 18.4만대 규모로 전망하였다. 더불어 동사의 80톤 이상 대형 및 중대형 기종 판매 확대를 통한 Mix 개선과 채널 경쟁력 강화로 중국에서 YoY로 4% 매출 성장을 제시하고 있다. 중국시장의 판매량 호조는 동사의 질적인 성장성 개선에 충분히 긍정적인 요인이다.

### Action

**19년은 춘절이 2월초라서 중국에서 성수기 효과가 빠르게 나타날 가능성을 유념하면서 비중확대:** 동사의 4Q18실적은 중국의 비수기 영향 등으로 시장 기대치를 하회하였다. 그러나 춘절 이후 성수기로 접어들면서 가시적으로 중국에서 굴삭기 판매는 늘어난 전망이다. 엔진사업과 자회사 밥캣의 성장 차별화도 유효하다. 성수기 효과 및 성장스토리를 참고하면서 비중확대를 권고한다. 4Q18실적을 주정치에 반영하였으나 목표주가를 변경할 정도는 아니었다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	7,330/11,350원
<b>매출액</b>	5,730	6,568	7,730	8,001	7,721	KOSDAQ /KOSPI	731/2,190pt
(증가율)	-3.9	14.6	17.7	3.5	-3.5	시가총액	17,423억원
<b>영업이익</b>	491	661	848	799	602	60일-평균거래량	1,235,784
(증가율)	흑전	34.6	28.4	-5.8	-24.6	외국인지분율	21.5%
<b>지배주주순이익</b>	63	149	246	283	195	60일-외국인지분율변동추이	+1.4%p
<b>EPS</b>	305	716	1,183	1,362	937	주요주주	두산중공업 외 8 인 36.3%
PER (H/L)	33.2/11.1	14.3/10.8	6.4	6.1	8.9	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	1.0/0.3	1.3/1.0	0.9	0.8	0.8	두산인프라코어(회)	
EV/EBITDA (H/L)	9.5/7.8	7.9/7.4	6.2	6.6	7.7	KOSPI지수대비(우)	
<b>영업이익률</b>	8.6	10.1	11.0	10.0	7.8	주가상승률	1M 3M 12M
ROE	3.1	8.1	14.3	14.3	8.8	절대기준	2.8 1.1 -18.7
						상대기준	-2.6 -4.0 -11.5

도표 1. 두산인프라코어 4Q18실적 Review

(단위: 십억원 %, %pt)

	4Q18P	3Q18	%QoQ	4Q17	%YoY	DB 추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,783	1,846	-3.4	1,648	8.2	1,909	-6.6	1,936	-7.9
영업이익	142	191	-25.8	154	-7.7	176	-19.3	187.1	-24.1
세전이익	72	133	-46.1	78	-8.1	117	-38.9	113	-36.6
당기순이익	21	89	-76.3	62	-65.9	77	-72.7	77	-72.9
영업이익률	8.0	10.4	-2.4	9.3	-1.4	9.2	-1.3	9.7	-1.7
세전이익률	4.0	7.2	-3.2	4.7	-0.7	6.1	-2.1	5.8	-1.8
당기순이익률	1.2	4.8	-3.6	3.7	-2.6	4.0	-2.9	4.0	-2.8

자료: 두산인프라코어, DB금융투자

도표 2. 두산인프라코어 연결기준 분기별 매출액과 영업이익률



자료: 두산인프라코어, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>3,050</b>	<b>3,767</b>	<b>4,258</b>	<b>4,321</b>	<b>4,387</b>
현금및현금성자산	539	943	771	648	722
매출채권및기타채권	1,030	1,197	1,729	1,629	1,582
재고자산	1,177	1,255	1,275	1,520	1,544
<b>비유동자산</b>	<b>6,977</b>	<b>6,509</b>	<b>6,532</b>	<b>6,622</b>	<b>6,638</b>
유형자산	1,823	1,787	1,908	2,089	2,187
무형자산	4,441	4,169	4,071	3,981	3,898
투자자산	179	190	190	190	190
<b>자산총계</b>	<b>10,027</b>	<b>10,276</b>	<b>10,790</b>	<b>10,943</b>	<b>11,024</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,653</b>	<b>3,696</b>	<b>3,565</b>	<b>3,501</b>	<b>3,495</b>
매입채무및기타채무	1,042	1,282	1,421	1,357	1,351
단기应付금및단기차체	952	1,409	1,309	1,309	1,309
유동성장기부채	1,305	571	371	371	371
<b>비유동부채</b>	<b>2,925</b>	<b>3,407</b>	<b>3,657</b>	<b>3,457</b>	<b>3,257</b>
사채및장기차입금	2,166	2,669	2,919	2,719	2,519
<b>부채총계</b>	<b>6,578</b>	<b>7,103</b>	<b>7,222</b>	<b>6,958</b>	<b>6,753</b>
자본금	1,037	1,040	1,041	1,041	1,041
자본잉여금	249	212	212	212	212
이익잉여금	578	785	1,031	1,314	1,510
비자매주자지분	1,388	1,579	1,727	1,861	1,952
<b>자본총계</b>	<b>3,448</b>	<b>3,173</b>	<b>3,568</b>	<b>3,985</b>	<b>4,272</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>513</b>	<b>666</b>	<b>436</b>	<b>637</b>	<b>776</b>
당기순이익	116	297	394	417	287
현금유동이 없는 비용 및 수익	653	684	709	664	604
유형 및 무형자산상각비	257	255	279	294	300
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>20</b>	<b>-84</b>	<b>-445</b>	<b>-257</b>	<b>14</b>
매출채권및기타채권의감소	81	-384	-533	100	48
재고자산의감소	33	-142	-21	-245	-24
매입채권및기타채무의증가	165	418	139	-64	-6
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>910</b>	<b>-256</b>	<b>-358</b>	<b>-364</b>	<b>-316</b>
CAPEX	-174	-134	-287	-369	-301
투자자산의순증	-23	-14	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-1,454</b>	<b>32</b>	<b>-250</b>	<b>-395</b>	<b>-387</b>
사채 및 차입금의 증가	-1,623	270	-50	-200	-200
자본금 및 자본잉여금의증가	4	-35	1	0	0
배당금지급	-18	-47	0	0	0
기타현금흐름	10	-37	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-21</b>	<b>405</b>	<b>-173</b>	<b>-122</b>	<b>73</b>
기초현금	560	539	943	771	648
기말현금	539	943	771	648	722

자료: 두산인프라코어, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,730</b>	<b>6,568</b>	<b>7,730</b>	<b>8,001</b>	<b>7,721</b>
매출원가	4,404	5,025	5,950	6,206	6,156
<b>매출총이익</b>	<b>1,325</b>	<b>1,543</b>	<b>1,780</b>	<b>1,795</b>	<b>1,565</b>
판관비	834	882	932	996	963
<b>영업이익</b>	<b>491</b>	<b>661</b>	<b>848</b>	<b>799</b>	<b>602</b>
EBITDA	748	916	1,127	1,093	902
<b>영업외손익</b>	<b>-408</b>	<b>-171</b>	<b>-232</b>	<b>-194</b>	<b>-186</b>
금융순익	-251	-159	-217	-179	-171
투자순익	0	-3	0	0	0
기타영업외손익	-157	-9	-15	-15	-15
<b>세전이익</b>	<b>82</b>	<b>490</b>	<b>616</b>	<b>604</b>	<b>416</b>
증단사업이익	197	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>116</b>	<b>297</b>	<b>394</b>	<b>417</b>	<b>287</b>
자비주주지분순이익	63	149	246	283	195
비자매주주지분순이익	53	148	148	133	92
<b>총포괄이익</b>	<b>141</b>	<b>157</b>	<b>394</b>	<b>417</b>	<b>287</b>
증감률(%YoY)					
매출액	-3.9	14.6	17.7	3.5	-3.5
영업이익	흑전	34.6	28.4	-5.8	-24.6
EPS	흑전	135.1	65.3	15.1	-31.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	305	716	1,183	1,362	937
BPS	9,932	7,662	8,843	10,205	11,142
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	29.0	12.1	6.4	6.1	8.9
P/B	0.9	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.3	7.6	6.2	6.6	7.7
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	8.6	10.1	11.0	10.0	7.8
EBITDA마진	13.1	13.9	14.6	13.7	11.7
순이익률	2.0	4.5	5.1	5.2	3.7
ROE	3.1	8.1	14.3	14.3	8.8
ROA	1.1	2.9	3.7	3.8	2.6
ROI	-6.2	5.6	7.5	7.2	5.3
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	190.8	223.8	202.4	174.6	158.1
이자보상배율(배)	2.1	3.3	4.2	4.1	3.2
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: 두산인프라코어, DB 금융투자

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2019-01~07 기준) - 매수(79.0%), 중립(21.0%), 매도(0.0%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 1년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
16/11/15	Hold	9,500	-7.5 / 6.8				
17/11/15				17/11/15	1년경과	-5.7 / -4.0	
17/11/27	Buy	11,500	-18.3 / -3.0				
18/01/22	Buy	14,000	-30.5 / -17.9				
18/10/31	Buy	12,000	- / -				

주: \*표는 담당자 변경

## 두산인프라코어 현주가 및 목표주가 차트

