

두산인프라코어

BUY(유지)

042670 기업분석 | 기계

목표주가(상향)	8,200원	현재주가(06/12)	6,170원	Up/Downside	+32.9%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2020. 06. 15

탐방노트: Key는 중국발 드라이브!

■ Investment Points

주력인 중국에서 굴삭기 판매가 3월부터 회복된 흐름이 2분기에도 이어지며 차별성 부각: 동사의 밥캣을 제외한 건설기계부문 매출에서 중국 비중은 약 40% 전후로 절대적으로 높다. 중국에서 굴삭기 판매가 1Q20는 코로나19 영향으로 YoY 기준 감소하였으나, 2Q20에는 업황 개선과 동사의 선전으로 1Q11 이후 최대 분기 판매량인 6,508대를 기록할 것으로 추정한다. 이미 지난 4~5월에 동사의 중국 굴삭기 판매가 5,405대로 성수기에 분기 판매량을 넘어선 모습이다. 특히, 5월에 중국 굴삭기 판매 시장점유율이 동사는 7.3%로 캐터필러 수치인 7.2%를 근소하게나마 앞질렀다.

가시적인 중국에서 인프라 투자 증대가 하반기 이후 다른 지역으로 확대 가능할 전망: 코로나19 사태 발병지인 중국이 고비 극복 이후 경기 부양을 위해 양신일중 건설을 제시하면서 도시간 고속철도와 전철 낙후된 도시 환경 개선 등에 필요한 중대형 토목공사를 추진하고 있다. 중국 지방정부도 인프라 사업 또는 도농 건설용 대규모 특별채권을 발행하면서 유효 투자를 적극적으로 확대하고 있다. 이러한 일련의 투자 안정 정책은 건설장비 업종의 경기 호황을 가져와 하반기 중국에서 굴삭기 수요 증대를 예상할 전망이다. 중국의 일대일로 프로젝트 투자도 신흥국 위주로 확대되고 있다.

■ Action

중국을 필두로 굴삭기 시장 업황 개선과 불확실성 완화 가능성을 확인하면서 비중확대 권고: 동사의 중국에서 굴삭기 판매 선전과 유동성 리스크 완화가 기업가치 개선에 긍정적일 전망이다. DICC 소송의 대법원판결은 진행이 더딘 모습이다. 동사의 펀더멘털 개선을 고려해, 새롭게 과거 3년 평균 P/B 0.7배에 12개월 Forward BPS 11,705원을 적용하여 목표주가를 8,200원으로 상향한다. 하반기에 중국 이외의 지역에서도 인프라 투자 확대 소식을 확인하면서 비중확대를 권고한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고		2,535/6,860원		
매출액	7,730	8,186	7,230	7,736	7,890	KOSDAQ /KOSPI		746/2,132pt		
(증가율)	17.7	5.9	-11.7	7.0	2.0	시가총액		12,844억원		
영업이익	848	840	475	693	753	60일-평균거래량		7,542,833		
(증가율)	28.4	-0.9	-43.5	46.0	8.6	외국인지분율		9.2%		
자배주주순이익	246	240	112	204	239	60일-외국인지분율변동추이		-6.6%p		
EPS	1,184	1,153	538	980	1,147	주요주주	두산중공업 외 8 인	36.3%		
PER (H/L)	9.9/6.2	7.7/4.5	12.2	6.7	5.7	(천원)	두산인프라코어(회)			
PBR (H/L)	1.3/0.8	0.8/0.5	0.6	0.5	0.5	(pt)	KOSPI지수대비(우)			
EV/EBITDA (H/L)	6.7/5.9	6.4/5.7	8.3	6.2	5.7	0	0	0	0	0
영업이익률	11.0	10.3	6.6	9.0	9.5	19/06 19/09 20/01 20/04	1M 3M 12M	31.3 79.4 -6.9		
ROE	14.0	11.6	4.9	8.4	9.0	절대기준	18.3 54.3 -8.0			
						상대기준				

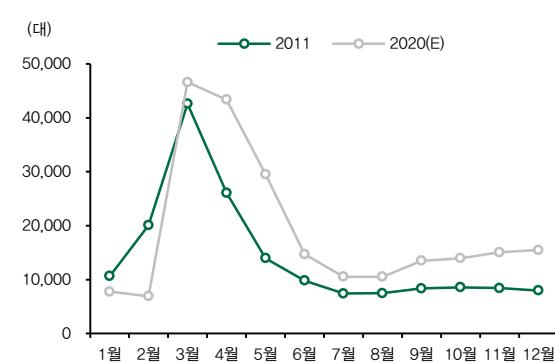
한국 굴삭기 제작 업체 중 중국발 업황 호조에 최대 수혜주

주력인 중국에서 굴삭기 판매가 3월부터 회복된 흐름이 2분기에도 이어지며 차별성 부각

중국 굴삭기

두산인프라코어의 밥캣을 제외한 건설기계부문 매출에서 중국 비중은 약 40%로 절대적으로 높다. 중국에서 굴삭기 판매가 1Q20는 코로나19 영향으로 YoY기준 감소하였으나, 2Q20에는 업황 개선과 동사의 선전으로 1Q11 이후 최대 분기 판매량인 6,508대를 기록할 것으로 추정한다. 이미 지난 4~5월에 동사의 중국 굴삭기 판매가 5,405대로 성수기 수준의 분기 판매량을 넘어서선 모습이다. 특히, 5월에 중국 굴삭기 판매 시장점유율이 동사는 7.3%로 캐터필러 수치인 7.2%를 근소하게나마 앞질렸다.

도표 1. 중국 굴삭기 시장판매 2011년 실적과 2020년 추정

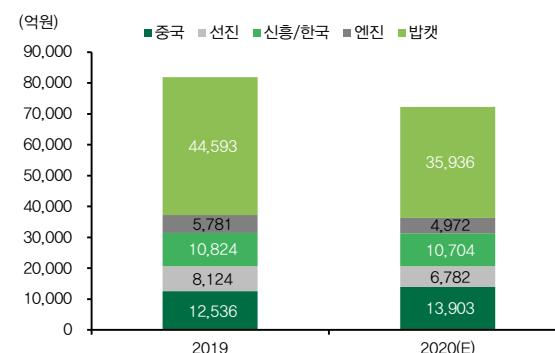


자료: 중국공정기계협회, DB금융투자

매출비중 높은
중국에서 선전을
주목

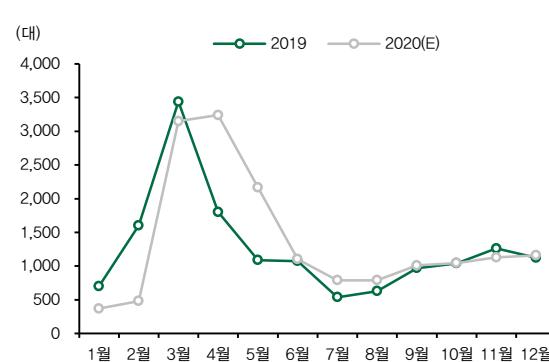
두산인프라코어의 연결기준 매출을 살펴보면 두산밥캣의 비중이 가장 높다. 다음으로 매출비중이 높은 부문은 중국이다. 동사의 실적을 세분화하여 엔진과 밥캣 부분을 제외한 건설기계 부분에서 주요 지역별 매출 비중은 19년 기준으로 중국이 39.8%로 가장 높았다. 20년에는 코로나19 사태 및 경기 부진으로 선진 및 신흥 시장에서 건설기계 판매가 둔화할 것이나 중국은 차별화된 성장을 보여 줄 수 있을 것으로 전망한다.

도표 3. 두산인프라코어 연결기준 주요 부문별 매출



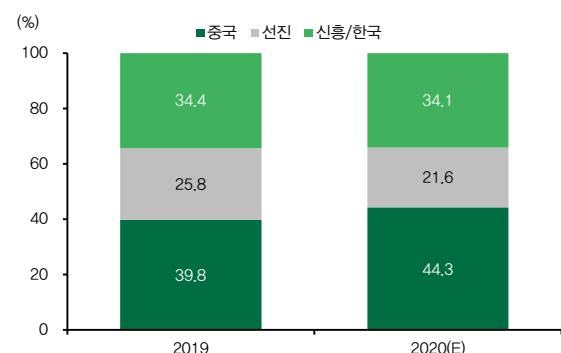
자료: 두산인프라코어, DB금융투자

도표 2. 두산인프라코어의 월별 중국 굴삭기 판매량 추정



자료: 중국공정기계협회, DB금융투자

도표 4. 두산인프라코어 별도기준 건설기계 주요 지역별 매출



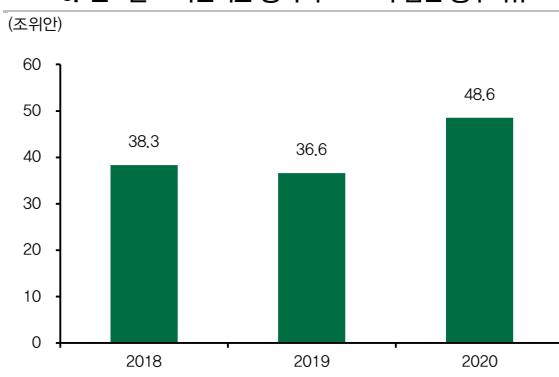
자료: 두산인프라코어, DB금융투자

중국에서 인프라 투자 증대가 하반기 이후 다른 지역으로 확대 가능할 전망

중국 지방정부의 채권 발행 확대

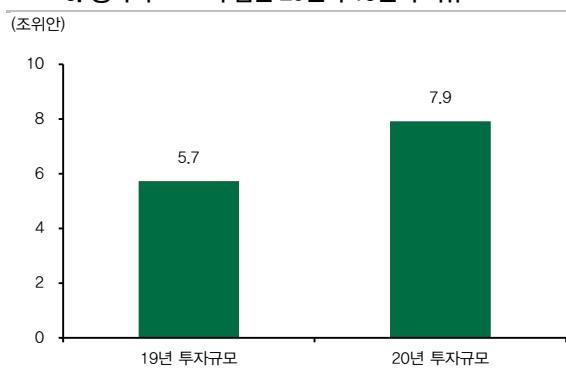
코로나19 사태 발병지인 중국이 고비 극복 이후 경기 부양을 위해 양선일중 건설을 제시하면서 도시 간 고속철도와 전철, 낙후된 도시 환경 개선 등에 필요한 중대형 토목공사를 추진하고 있다. 중국 지방정부도 인프라 사업 또는 도농 건설용 대규모 특별채권을 발행하면서 유효투자를 적극적으로 확대하고 있다. 20년에 중국 주요 도시들로부터 확인되는 투자 규모는 총 7.9조위안으로 19년 5.7조위안 보다 확대된 것으로 파악된다. 이러한 일련의 투자 안정 정책은 건설장비 업종의 경기 호황을 가져와 하반기 중국에서 굴삭기 수요 증대를 견인할 전망이다.

도표 5. 연도별로 확인되는 중국 주요 도시 합산 총투자규모



자료: 중국 국기발전개혁위원회, DB금융투자

도표 6. 중국 주요 도시 합산 20년과 19년 투자규모

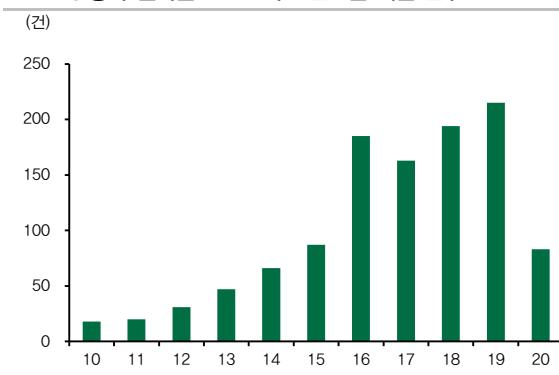


자료: 중국 국기발전개혁위원회, DB금융투자

일대일로 추진 프로젝트 확대

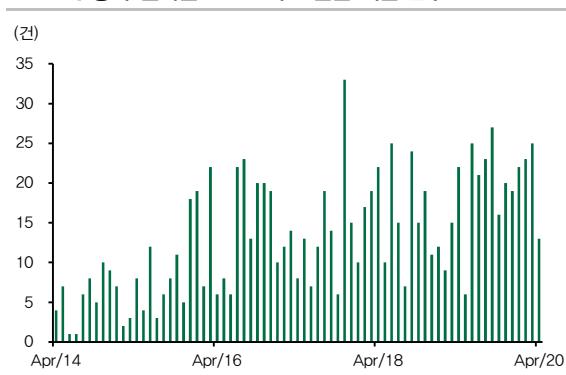
중국이 14년에 제시한 일대일로 프로젝트는 현재까지도 중앙아시아, 동남아시아, 유럽, 아프리카 등지에서 추진되고 신흥국 위주로 확대되고 있다. 특히, 19년에는 총 215건이 체결되면서 연간기준 최대 계약 실적을 끌어냈고, 20년에도 4월까지 누계로 83건이 체결되어 19년 연간 실적을 넘어설 수도 있을 분위기를 조성하고 있다. 10년 이후부터 현재까지 추진된 일대일로 프로젝트의 총 건수는 1,109개이고 이들 중 대부분은 인프라 투자 관련이어서 건설기계 수요에 긍정적인 효과를 기대한다.

도표 7. 중국 일대일로 프로젝트 연도별 체결 건수



자료: Clarksons, DB금융투자

도표 8. 중국 일대일로 프로젝트 월별 체결 건수



자료: Clarksons, DB금융투자

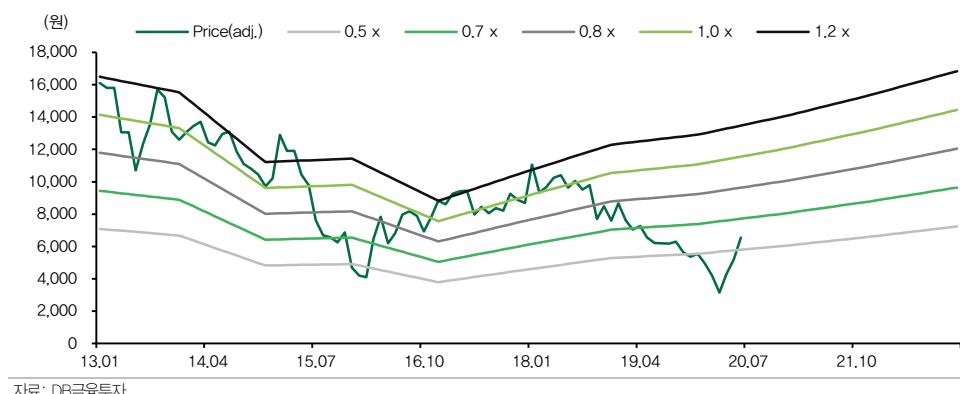
중국을 필두로 굴착기 업황 개선과 불확실성 완화를 확인하면서 비중확대 권고

목표주가

8,200원, BUY!

두산인프라코어의 중국에서 굴착기 판매 선전과 유동성 리스크 완화가 기업가치 개선에 긍정적일 전망이다. 재무적 투자자와의 DICC 소송은 대법원판결이 남아 있으나 진행이 더딘 모습이다. 동사가 주력 시장에서 편더멘탈이 개선되는 점을 고려해, 새롭게 과거 3년 평균 P/B 0.7배에 12개월 Forward BPS 11,705원을 적용하여 목표주가를 8,200원으로 상향한다. 하반기에 중국 이외 지역에서의 인프라 투자 확대 소식도 기대하면서 비중확대를 권고한다. 두산인프라코어가 코로나19 사태 이전에 수립한 20년 사업계획과는 다르게 업황이 전개되고 있지만, 중국에서 코로나19 사태가 안정화 단계로 접어들고 인프라 투자를 늘리면서 동사가 직접적인 수혜를 입고 있다. 하반기 이후에는 선진시장과 엔진 부문의 회복이 실적 개선에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 자회사인 두산밥캣의 주력 시장도 북미와 유럽 등지로 선진시장이다. 글로벌적으로 코로나19의 2차 확산 여부에 대한 확인은 필요하지만, 중국은 이미 사상 최대 굴착기 판매가 나타났다. 세계 주요 국가들도 코로나19 사태가 잠잠해지면 경기부양을 위해 인프라 투자를 확대할 것이고 이는, 두산인프라코어 실적에 충분히 긍정적일 전망이다.

도표 9. 두산인프라코어 Forward P/B Band



중국 주요 산업별 고정자산 투자금액

도표 10. 중국 제조업 고정자산 투자 연도별 규모

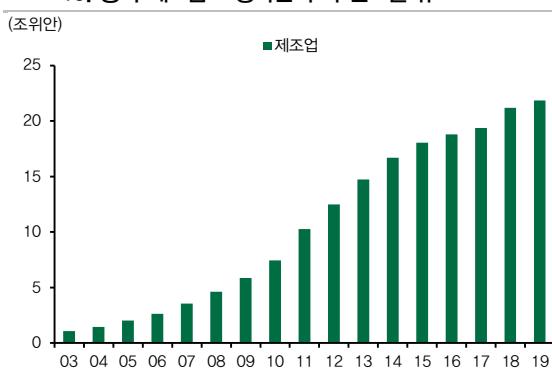


도표 11. 중국 제조업 고정자산 투자 월별 규모

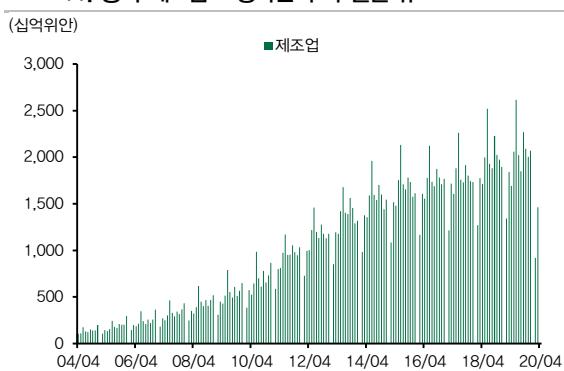
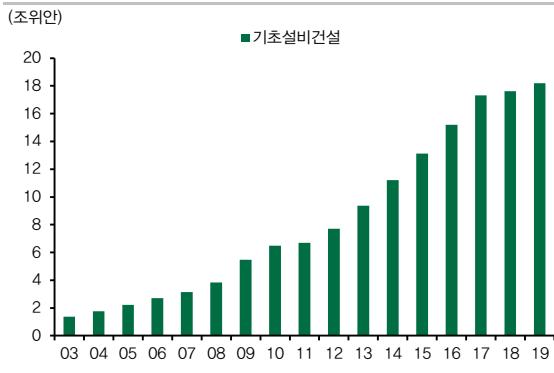
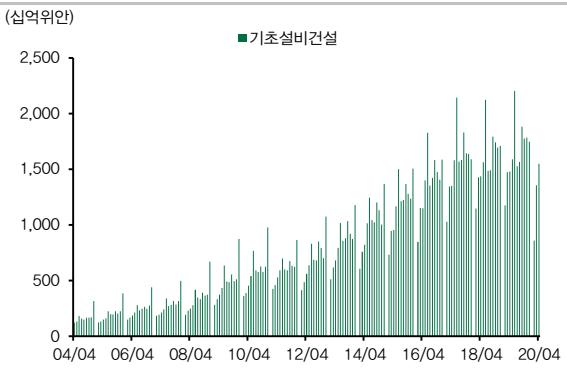


도표 12. 중국 기초설비건설 고정자산 투자 연도별 규모



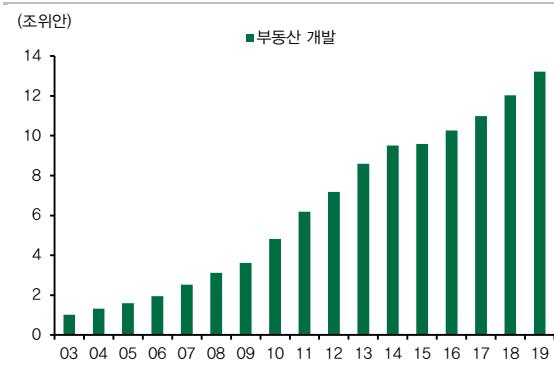
자료: WIND, DB금융투자

도표 13. 중국 기초설비건설 고정자산 투자 월별 규모



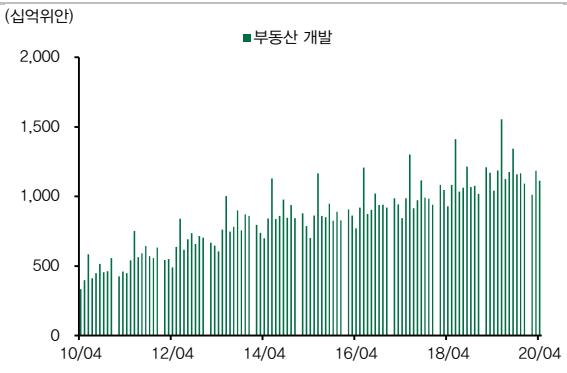
자료: WIND, DB금융투자

도표 14. 중국 부동산 개발 고정자산 투자 연도별 규모



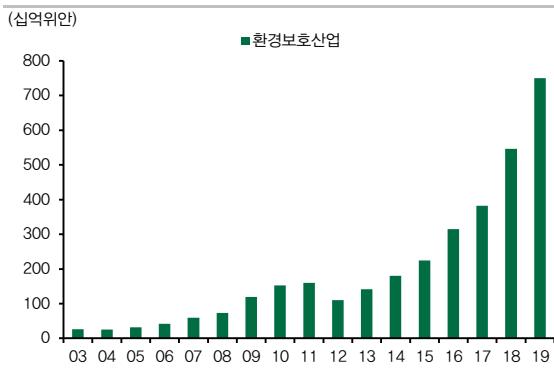
자료: WIND, DB금융투자

도표 15. 중국 부동산 개발 고정자산 투자 월별 규모



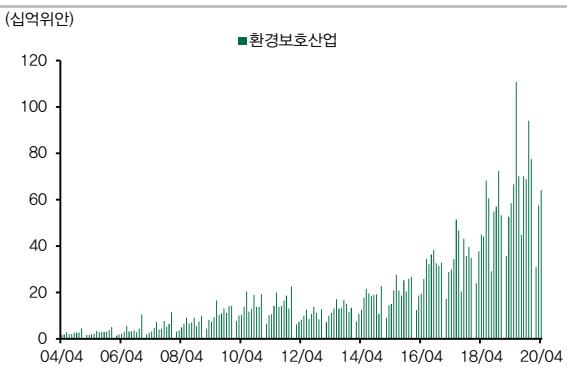
자료: WIND, DB금융투자

도표 16. 중국 환경보호산업 고정자산 투자 연도별 규모



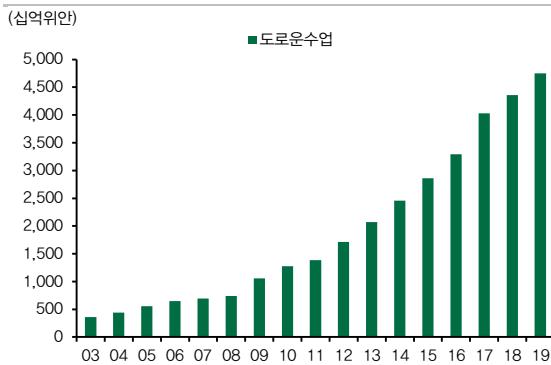
자료: WIND, DB금융투자

도표 17. 중국 환경보호산업 고정자산 투자 월별 규모



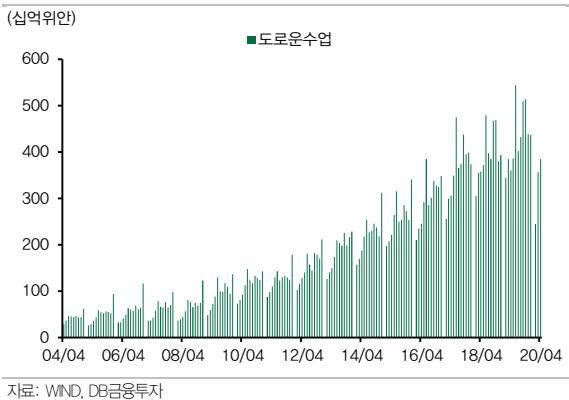
자료: WIND, DB금융투자

도표 18. 중국 도로운수업 고정자산 투자 연도별 규모



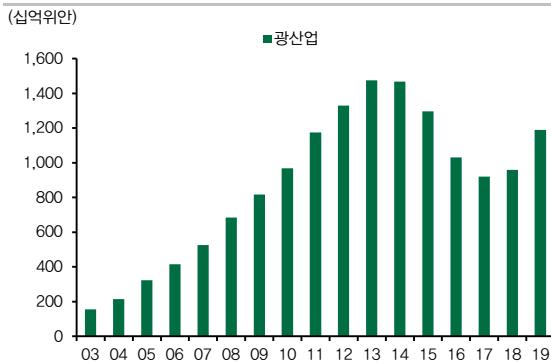
자료: WIND, DB금융투자

도표 19. 중국 도로운수업 고정자산 투자 월별 규모



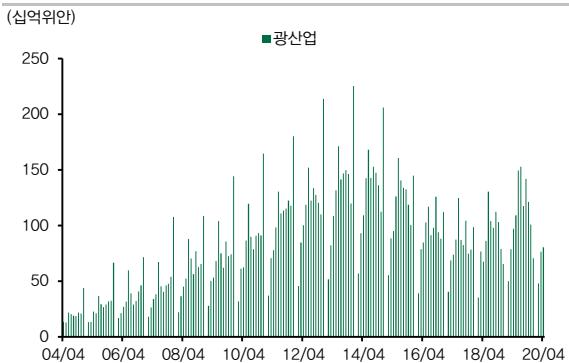
자료: WIND, DB금융투자

도표 20. 중국 광산업 고정자산 투자 연도별 규모



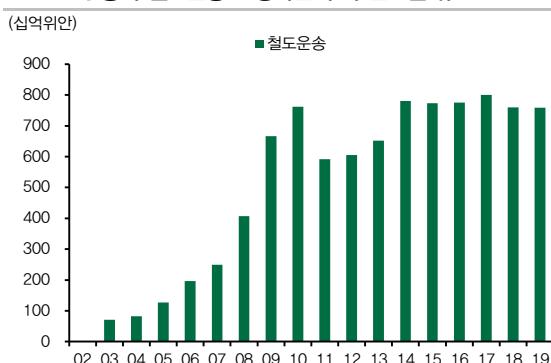
자료: WIND, DB금융투자

도표 21. 중국 광산업 고정자산 투자 월별 규모



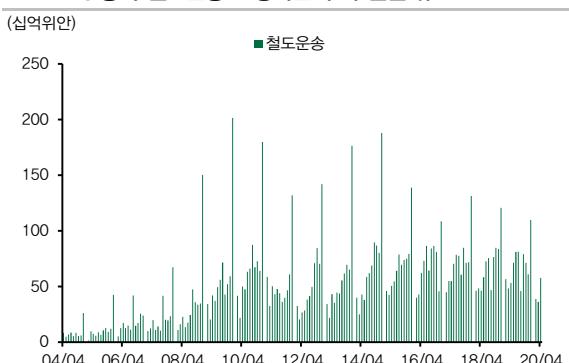
자료: WIND, DB금융투자

도표 22. 중국 철도운송 고정자산 투자 연도별 규모



자료: WIND, DB금융투자

도표 23. 중국 철도운송 고정자산 투자 월별 규모



자료: WIND, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,427	4,305	4,202	4,513	4,605	매출액	7,730	8,186	7,230	7,736	7,890
현금및현금성자산	1,053	756	645	808	531	매출원가	5,936	6,273	5,682	5,966	6,038
매출채권및기타채권	1,353	1,369	1,624	1,653	1,921	매출총이익	1,794	1,913	1,548	1,770	1,853
재고자산	1,524	1,786	1,518	1,625	1,696	판관비	946	1,072	1,073	1,077	1,100
비유동자산	6,602	7,034	6,951	6,825	6,752	영업이익	848	840	475	693	753
유형자산	1,783	1,871	1,866	1,813	1,809	EBITDA	1,088	1,089	774	982	1,039
무형자산	4,329	4,562	4,485	4,412	4,343	영업외손익	-232	-238	-201	-188	-165
투자자산	210	160	160	160	160	금융순익	-199	-180	-151	-138	-115
자산총계	11,029	11,339	11,373	11,558	11,578	투자손익	-5	-8	0	0	0
유동부채	3,779	4,484	4,538	4,694	4,728	기타영업외손익	-28	-50	-50	-50	-50
매입채무및기타채무	1,614	1,599	1,653	1,859	1,993	세전이익	616	603	274	505	587
단기차입금및단기차채	938	591	591	591	591	증가율(%YoY)	0	0	0	0	0
유동성장기부채	678	1,687	1,687	1,637	1,537	당기순이익	394	396	181	329	385
비유동부채	3,430	2,587	2,387	2,087	1,687	지배주주지분순이익	246	240	112	204	239
시제품및장기차입금	2,653	1,653	1,453	1,153	753	비자배주주지분순이익	148	156	69	125	146
부채총계	7,208	7,071	6,925	6,781	6,415	총포괄이익	567	501	181	329	385
자본금	1,041	1,041	1,041	1,041	1,041	증감률(%YoY)					
자본잉여금	213	154	154	154	154	매출액	17.7	5.9	-11.7	7.0	2.0
이익잉여금	1,049	1,258	1,370	1,574	1,813	영업이익	28.4	-0.9	-43.5	46.0	8.6
비자배주주자본	1,904	2,045	2,114	2,239	2,385	EPS	65.3	-2.6	-53.3	82.1	17.1
자본총계	3,821	4,268	4,448	4,777	5,163						

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(원 %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	838	567	697	827	570	주당지표(원)					
당기순이익	394	396	181	329	385	EPS	1,184	1,153	538	980	1,147
현금유출이익비율및수익	731	700	546	606	612	BPS	9,209	10,677	11,215	12,195	13,343
유형및무형자산상각비	240	249	299	289	287	DPS	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-82	-279	64	67	-225	Multiple(배)					
매출채권및기타채권의감소	-84	58	-255	-29	-269	P/E	64	48	12.2	6.7	5.7
재고자산의감소	-253	-243	268	-106	-72	P/B	0.8	0.5	0.6	0.5	0.5
매입채무및기타채무의증가	117	-158	54	206	134	EV/EBITDA	5.9	5.7	8.3	6.2	5.7
투자활동현금흐름	-313	-339	-208	-155	-206	수익성(%)					
CAPEX	-151	-267	-216	-163	-214	영업이익률	11.0	10.3	6.6	9.0	9.5
투자자산의수증	-24	41	0	0	0	EBITDA/EBITDA	14.1	13.3	10.7	12.7	13.2
재무활동현금흐름	-423	-550	-371	-509	-640	순이익률	5.1	4.8	2.5	4.3	4.9
시제품차입금의증가	-409	-300	-200	-350	-500	ROE	14.0	11.6	4.9	8.4	9.0
자본금및자본잉여금의증가	2	-59	0	0	0	ROA	3.7	3.5	1.6	2.9	3.3
배당금지급	-54	-54	0	0	0	ROIC	7.7	7.4	4.1	6.0	6.6
기타현금흐름	7	25	-229	0	0	인정성및기타					
현금의증가	110	-297	-111	162	-276	부채비율(%)	188.7	165.7	155.7	141.9	124.3
기초현금	943	1,053	756	645	808	0자보상비율(배)	4.3	4.4	2.8	4.4	5.4
기말현금	1,053	756	645	808	531	비당성행(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 두산인프라코어 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 범위로 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 원전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 과거율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준임	업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준임
▪ Buy: 초과 상승률 10%p 이상	▪ Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
▪ Hold: 초과 상승률 -10~10%p	▪ Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
▪ Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만	▪ Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

두산인프라코어 현주가 및 목표주가 차트



일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	평균	최고/최저
18/01/22	Buy	14,000	-30.5	-17.9	
18/10/31	Buy	12,000	-37.8	-26.2	
19/07/19	Buy	8,900	-31.1	-25.7	
19/10/31	Buy	8,200	-33.7	-29.4	
20/01/21	Buy	7,500	-33.9	-29.5	
20/02/21	Buy	6,500	-31.0	5.5	
20/06/15	Buy	8,200	-	-	



본사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로 3길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 종구 남대문로 113 (DB디동빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 충렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보령프리자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼한빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 흥산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.