



2017/05/02

# 두산인프라코어(042670)

## 실적에 팔기에는, 너무 좋은 업황

### ■ 1Q17 이미 알던 중국 뿐 아니라, APEM도 호조

1분기 동사는 매출액 1조 5,616억원, 영업이익 1,484억원(YoY +33%, QoQ +48%), 지배주주순이익 518억원으로 당사 기대에 부합했고 시장 컨센서스를 상회했다<표1>. 특히 별도의 건기BG(해비)가 무려 영업이익 469억원(YoY +147%, QoQ +570%)에 영업이익률 8.8%로 중국 시장의 급격한 턴어라운드를 확인해줬다. 또한 기대 이상의 실적은 중국에 더해 APEM의 YoY 33% 성장도 기여가 컸다. APEM은 과거 중국과 비슷한 싸이클을 보인다<그림1~2>.

### ■ 다음 모멘텀1: 중국의 중대형 판매▲, 기저효과

성수기를 막 지났고 기대 이상의 시장 턴업을 보여줘서 모멘텀이 끝났다고 판단할 수 있다. 그러나 더 좋아질 일이 많이 남았다. ① 동사는 중국 시장판매 가이던스를 9.5만대~10만대로 상향했다. 그러나 여전히 보수적인 가이던스여서 기대 이상의 시장 판매가 계속될 것이다. 이는, 3월까지의 판매량이 과거 연간에서 차지하는 비중은 충절이 1월, 2월일 때 각각 31.5%, 32.9%였고, 이를 역산하면 2017년 중국 시장 판매량은 11.7만대~12.2만대에 달할 것으로 예상된다<그림3>. ② 1분기 중국 판매 굴삭기의 평균 ASP는 7천만원을 하회했다<그림4>. 여전히 시장은 미니/소형 굴삭기 중심이었던 셈이다. 향후 인프라 투자 확대 등을 통해 ASP와 수익성 제고를 기다린다. 중국 CAPA 분기 875대에 3,200대를 판매한 동사의 건기BG(해비)는 1분기 OPM 8.8%를 기록했다. MIX 개선으로 더 좋아질 수 있다. ③ 2016년 4월부터 중국 시장은 Tier3 전환해 2017년 4월 판매부터는 기저효과가 발현된다<그림5>.

### ■ 장차2: S&P의 신용등급 상향, 유동성 우려 불식, 흑자전환

지난주 S&P는 동사 신용등급을 중국 건설장비 수요 회복의 이유로 'B'에서 'B+'로 상향했다. 7월 만기 회사채 상환은 밥캣 담보대출로 문제 없고, 영구채도 차환발행 가능하다는 가이던스이다. ④ 유동성 우려는 이제 없다. 올해 별도 영업이익 144억원, 세전이익 45억원으로 6년만에 흑자전환에 성공한다.

### ■ 목표주가 12,000원, BUY 의견유지

동사 목표주가를 영구채를 제거한 ROE 13%에서 타겟 PBR 1.4배로 12,000원(포함 시 1.1배)을 유지한다. 별도로도 타겟 PER 15배에서 동일하다<표3~4>.

조선/기계 최광식

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

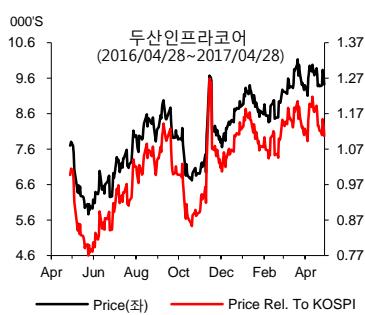
**Buy**(Maintain)

목표주가(6M)	12,000원
종가(2017/04/28)	9,440원

#### Stock Indicator

자본금	1,037십억원
발행주식수	20,746만주
시가총액	1,958십억원
외국인지분율	14.2%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	1,043원
BPS(2017E)	10,975원
ROE(2017E)	10.0%
52주 주가	5,780~10,150원
60일평균거래량	2,435,373주
60일평균거래대금	22.8십억원

#### Price Trend



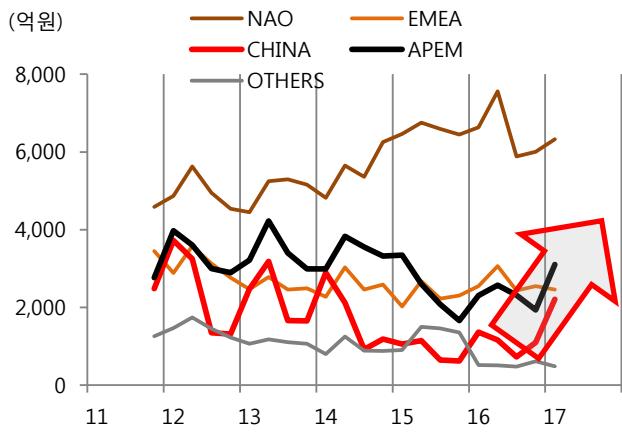
## 1Q17 Review: 건기BG(해비) 8.8%!!

&lt;표 1&gt; 두산인프라코어의 1Q17 Review: 건기 BG(해비) 영업이익률 8.8%로 서프라이즈 및 시장컨센서스 상회

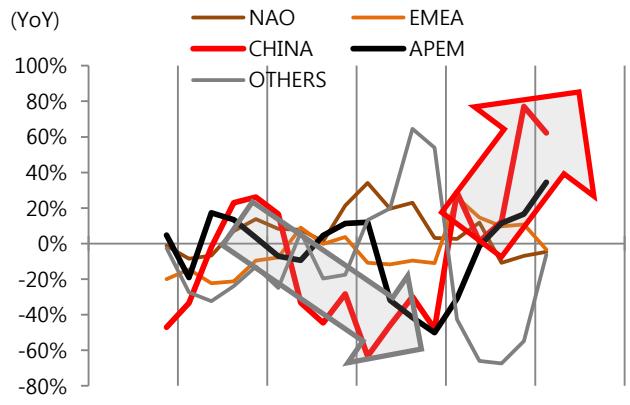
항목	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17@	y-y %	q-q %	컨센서스 04월27일	당사@	차이(@/%)
매출액	1,433.6	1,618.3	1,302.1	1,375.5	1,561.6	9%	14%	1,537.1	1,683.3	-7.2%
영업이익	111.2	173.5	105.8	100.3	148.4	33%	48%	142.9	147.5	0.6%
영업외	-15.3	-84.3	-32.0	-277.0	-15.2			-50.9	-11.1	36.5%
세전이익	95.9	89.2	73.7	-176.7	133.2	39%	흑전	92.0	136.4	-2.3%
순이익	79.6	227.8	35.7	-227.2	74.3	-7%	흑전	59.6	95.4	-22.1%
지배주주 순이익	47.0	199.5	43.1	-226.5	51.8	10%	흑전	43.3	71.5	-27.6%
영업이익률	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	1.7%p	2.2%p	9.3%	8.8%	0.7%p
지배주주순이익률	3.3%	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	0.0%p	19.8%p	2.8%	4.2%	-0.9%p
건기										
매출액	1,326	1,564	1,183	1,221	1,459	10.0%	19.5%		1,531	-4.7%
영업이익	103	155	97	83	140	36.6%	68.7%		145	-3.4%
영업이익률	7.7%	9.9%	8.2%	6.8%	9.6%	1.9%p	2.8%p		9.5%	0.1%p
④ 해비										
매출액	367	373	304	303	531	44.8%	75.5%		610	-13.0%
영업이익	19	4	-13	7	46.9	146.5%	570.0%		46.0	2.0%
영업이익률	5.2%	1.0%	-4.1%	2.3%	8.8%	3.6%p	6.5%p		7.5%	1.3%p
⑤ 두산밥캣										
매출액	959	1,191	879	918	927	-3.3%	1.0%		920	0.8%
영업이익	84	151	109	76	93	11.6%	22.6%		99	-5.9%
영업이익률	8.7%	12.7%	12.4%	8.3%	10.1%	1.3%p	1.8%p		10.8%	-0.7%p
엔진										
매출액	97	132	119	156	103	6.3%	-34.2%		152	-32.5%
영업이익	8.6	18.7	8.9	17.2	8.2	-4.7%	-52.3%		2	243.7%
영업이익률	8.9%	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	-0.9%p	-3.0%p		1.6%	6.4%p

자료: 하이투자증권 리서치

&lt;그림 1&gt; 중국의 텐어라운드와 함께하는 APEM 건설장비 시장



&lt;그림 2&gt; 과거에도 APEM 와 CHINA 는 비슷한 싸이클을 보임: 2014년 중국의 역성장이 워낙 커던 구간 제외



자료: 하이투자증권

자료: 하이투자증권

<표 2> 두산인프라코어 2017년 건기BG 영업이익 1,000억원, 엔진 500억원 이상으로, 별도에서도 1,500억원 영업이익 예상 vs 사측 가이던스 684억원의 2배 이상 이익 나오는 중

(십억원)

계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	1,434	1,618	1,302	1,376	1,562	1,859	1,488	1,655	5,965	5,730	6,564	6,965
영업이익	111	173	106	100	148	191	133	135	-95	491	608	651
금융/기타영업외	-15	-85	-31	-277	-15	-32	-39	-39	-648	-409	-125	-136
세전사업이익	96	89	74	-177	133	160	95	96	-781	82	484	515
지배주주지분 순이익	47	200	43	-227	52	74	44	47	-819	63	216	267
영업이익률	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	10.3%	9.0%	8.2%	-1.6%	8.6%	9.3%	9.3%
지배주주순이익률	3.3%	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	4.0%	2.9%	2.8%	-13.7%	1.1%	3.3%	3.8%
<b>① 건기BG(별도) = 건기BG(해비)</b>												
중국 판매 대수	1,446	1,137	834	1,232	3,198	2,166	1,118	1,427	3,523	4,649	7,909	8,330
YoY	25%	-7%	59%	100%	121%	91%	34%	16%	-49%	32%	70%	5%
매출액	367	373	304	303	531	601	390	456	1,344	1,346	1,978	2,218
영업이익	19	4	-13	7	47	42	11	6	-434	17.1	106.3	121.4
영업이익률	5.2%	1.0%	-4.1%	2.3%	8.8%	7.0%	2.8%	1.4%	-32.3%	1.3%	5.4%	5.5%
비수기에도 ↑↑ 하이싱글!												
<b>② 두산밥캣</b>												
매출액	959	1,191	879	918	927	1,096	966	1,012	4,041	3,948	4,002	4,066
영업이익	84	151	109	76	93	129	108	113	386	420	443	459
영업이익률	8.7%	12.7%	12.4%	8.3%	10.1%	11.8%	11.1%	11.2%	9.5%	10.6%	11.1%	11.3%
<b>엔진</b>												
매출액	97	132	119	156	103	162	131	187	579	504	584	681
영업이익	9	19	9	17	8	20	15	16	3	53	59	70
영업이익률	8.9%	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	12.3%	11.3%	8.4%	0.5%	10.6%	10.1%	10.3%

자료: 하이투자증권 리서치

## 더 좋아질 것들

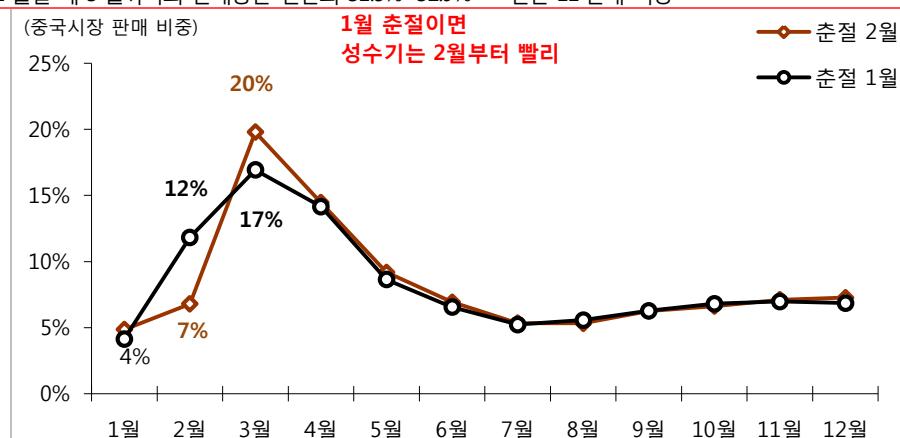
<그림 3> 춘절이 1월일 때와 2월일 때 3월까지의 판매량은 연간의 31.5%~32.9% → 연간 11만대 시장

사측은 중국 굴식기 시장 전망을 연초 7만대로 제시하다가

기대 이상의 시황에 1Q17 실적발표에서 9.5만대~10만대로 상향

그러나 춘절이 1월로 2월부터 성수기가 시작된 2002, 2004, 2006, 2009, 2012년 평균 3월까지의 누적판매는 연간의 32.9%였고, 춘절이 2월로 늦었을 때도 31.5%

따라서 현재 중국시장은 11.7만대 ~12.2만대 추세로, 회사의 가이던스를 또 초과달성을 할 듯



자료: 하이투자증권 리서치

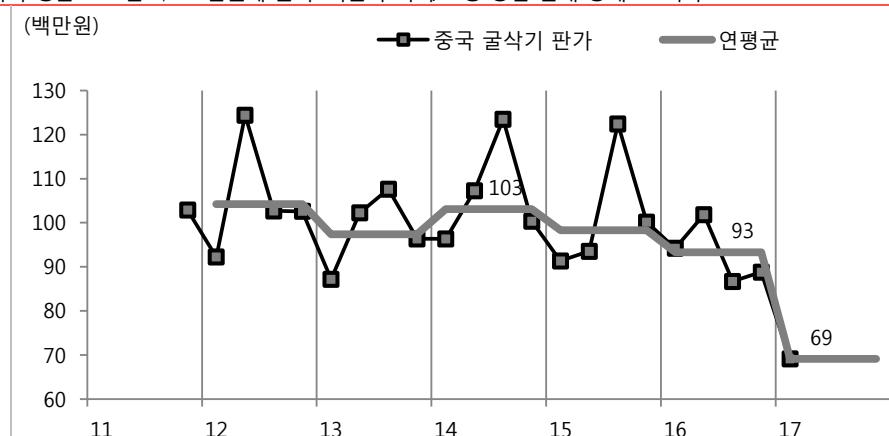
&lt;그림 4&gt; 1Q17 중국 판매 장비의 평균 ASP는 6,900 만원에 불과: 여전히 미니/소형 중심 판매 강세.. 그러나...

중국 판매 굴삭기 평균 ASP는 과거 1억원 안팎에서 1분기 6,900 만원까지 하락

즉, 중국 굴삭기 시장의 MIX는 미니/소형 중심으로 진행중인데, 특히 1Q에 더 극심화 됨

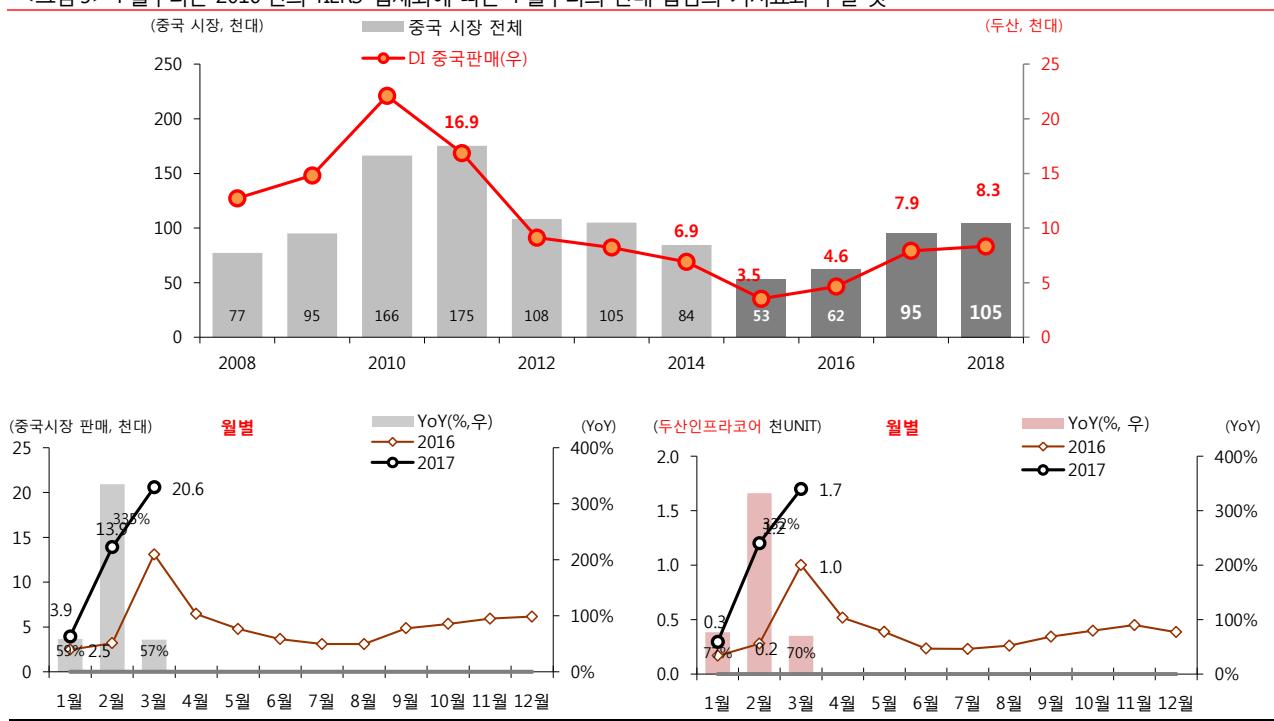
그러나, 향후 일대일로, PPP 등 의 인프라투자 확대 및 중형 중심으로 재편될 것으로 기대

이는 곧 ASP, OPM 개선 요인



자료: 하이투자증권 리서치

&lt;그림 5&gt; 4월부터는 2016년의 TIER3 법제화에 따른 4월부터의 판매 급감의 기저효과 누릴 것



자료: 하이투자증권 리서치

## VALUATION 및 Peer Group Valuation 비교

<표 3> 두산인프라코어 VALUATION: 영구채 제거한 자본총계에서 ROE 13%로 타겟 PB 1.4 배 적용(영구채 포함 시 타겟 PB 1.1 배)

신종자본 제외 Valuation(연결)									
계정	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
EPS	1,291	1,769	2,018	-490	202	-3,948	305	1,043	1,288
BPS	8,614	10,946	14,569	14,398	13,493	9,744	9,932	10,975	12,263
<b>BPS(신종자본 제외)</b>	<b>8,614</b>	<b>10,946</b>	<b>11,556</b>	<b>11,948</b>	<b>11,043</b>	<b>7,294</b>	<b>7,482</b>	<b>8,525</b>	<b>9,813</b>
PBR(고)	3.77	2.84	2.10	1.47	1.31	1.85	1.35	1.33	
PBR(저)	2.21	1.37	1.32	0.78	0.99	0.64	0.44	1.08	
ROE	25%	22%	17%	-4.1%	1.8%	-54.1%	4.1%	12.2%	13.1%
<b>적용ROE</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>17%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>4%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>
└ FWD nY	+0~1Y	+0~1Y	+0Y	+1Y	+0Y	+1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y
공작기계 매각이익 때문에 2017년 ROE 사용↑									
COE(고)	6%	7%	8%	1.2%	1.4%	2.2%	9.1%	9.2%	
COE(평)	9%	9%	11%	1.9%	1.6%	3.3%	13.4%	10.6%	
적용ROE = +0~1Y							12.2%	12.2%	13.1%
적용COE = TRL 참조							9.0%	9.0%	9.0%
Target PBR							1.4	1.4	1.5
적용 BPS							7,482	8,525	9,813
<b>주당 적정가치</b>							<b>10,500</b>	<b>11,900</b>	<b>14,700</b>
<b>목표주가</b>							<b>12,000</b>		
종가(04.28)							9,440		
상승여력							27%		

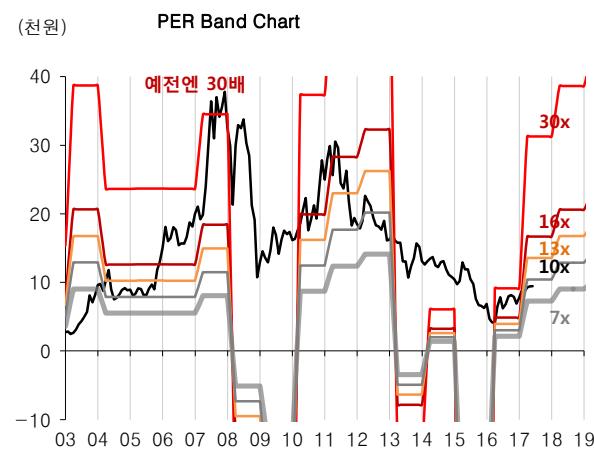
자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> 밥캣 지분 가치 + 별도 VALUATION 크로스체크: FWD 2 년 ESP x 타겟 PER 15 에서 12,000 원

별도 VALUATION							
계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
영업이익(별도, 십억원)	54	-20	94	-264	47	144	169
당기순이익(별도)	-121	-120	47	-719	-56	40	62
							↑ 공기BG 매각 이익
자본총계(별도)	2,143	2,575	2,566	1,887	1,834	1,872	1,931
자본총계(별도)_영구채 제외	1,635	2,067	2,057	1,379	1,326	1,364	1,423
							공작기계 매각↑
PER							15 15
<b>ⓐ 별도의 영업가치(십억원)</b>							<b>610 930</b>
두산밥캣 목표 시가총액							3,800 4,600 4,600
지분율							59.4% 59.4% 59.4%
두산밥캣 보유지분가치							2,257 2,732 2,732
할인율							40% 40% 40%
<b>ⓑ 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인(십억원)</b>							<b>1,350 1,640 1,640</b>
<b>두산인프라코어 적정 가치 = ⓠ + ⓡ</b>							<b>2,250 2,570</b>
주식수(백만주)	169	207	207	207	207	207	207
<b>주당 적정가치</b>							<b>10,800 12,400</b>
<b>목표주가2</b>							<b>12,000</b>
종가(04.28)							9,440
상승여력							27%

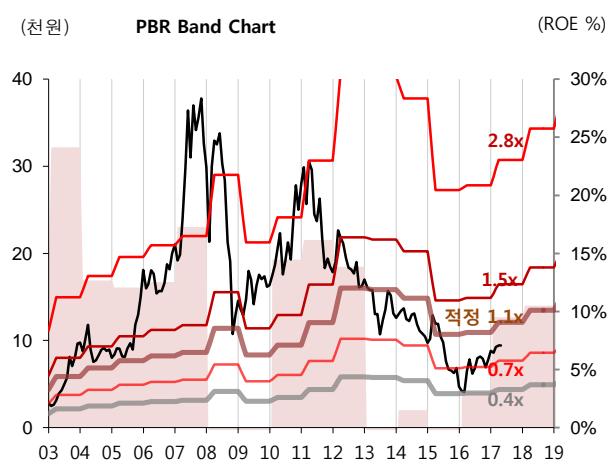
자료: 하이투자증권 리서치

&lt;그림 6&gt; 두산인프라코어 PER 밴드: 2017년 PER 8배 안팎



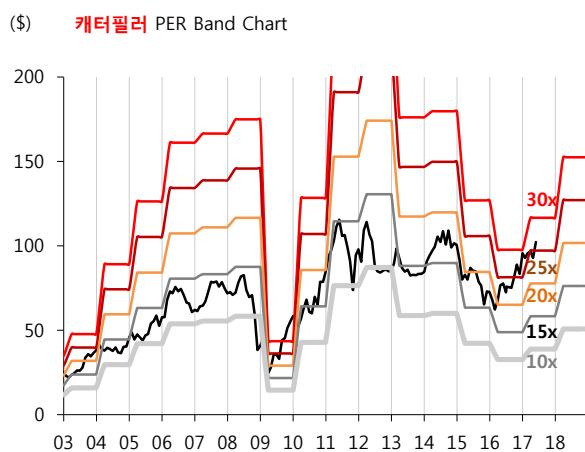
자료: 하이투자증권

&lt;그림 7&gt; 두산인프라코어 PBR 밴드: ROE 10%, PB 1배 하회



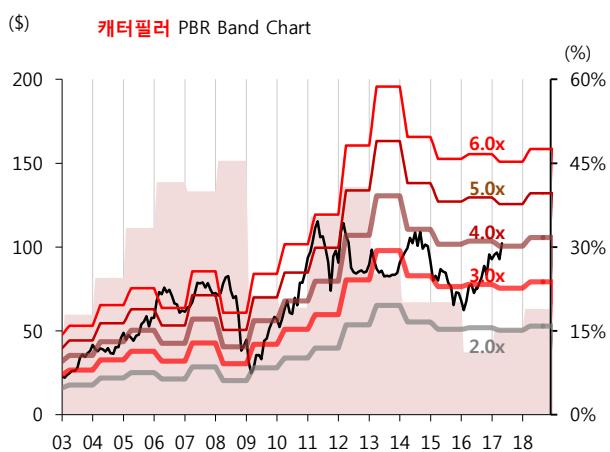
자료: 하이투자증권

&lt;그림 8&gt; CAT PER 밴드: 2017 PER 25배



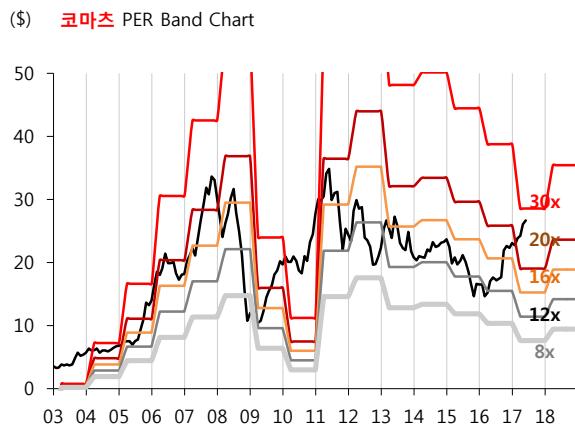
자료: 하이투자증권

&lt;그림 9&gt; CAT PBR 밴드: 2017 ROE 15% PBR 4배!!!



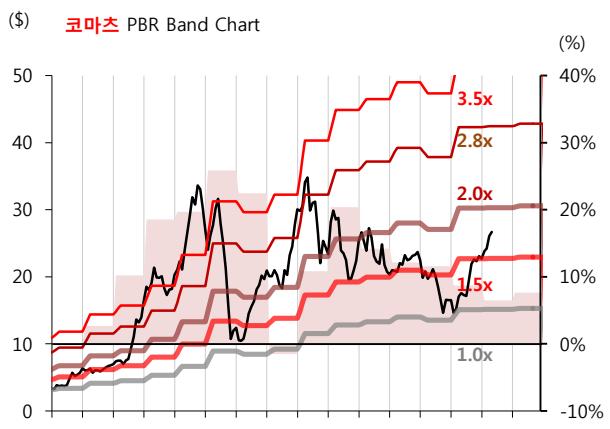
자료: 하이투자증권

&lt;그림 10&gt; Komatsu PER 밴드: 2017 PER 20~30배, 감의



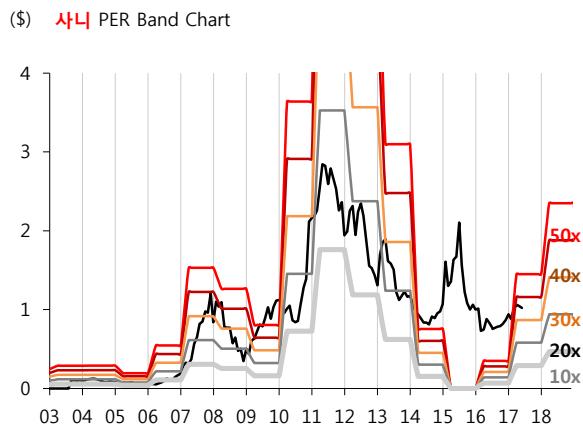
자료: 하이투자증권

&lt;그림 11&gt; Komatsu PBR 밴드: 2017 ROE 7%, PBR 1.5배 이상



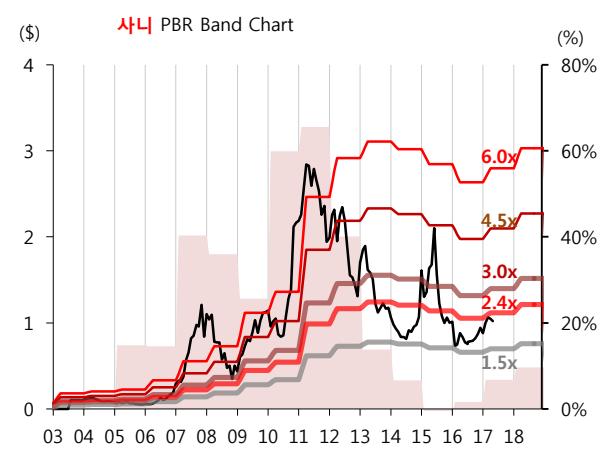
자료: 하이투자증권

&lt;그림 12&gt; SANY PER 밴드...



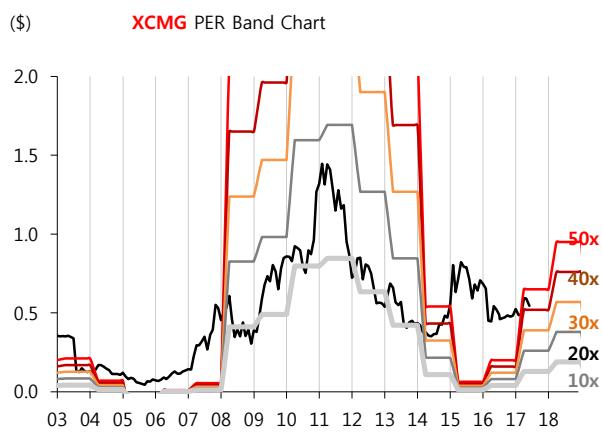
자료: 하이투자증권

&lt;그림 13&gt; SANY PBR 밴드: PBR 2 배~3 배



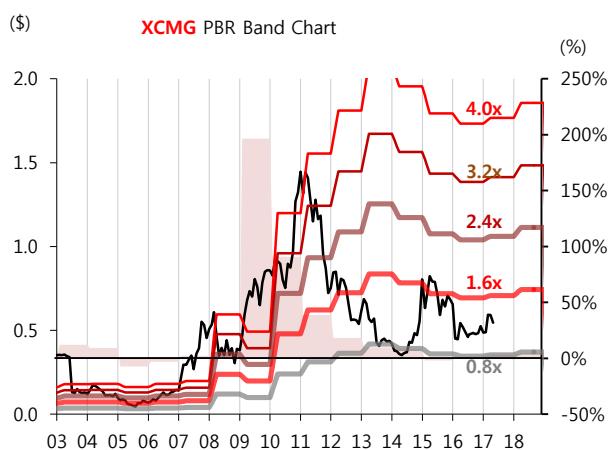
자료: 하이투자증권

&lt;그림 14&gt; XCMG PER 밴드...



자료: 하이투자증권

&lt;그림 15&gt; XCMG PBR 밴드: PBR 1 배~2 배



자료: 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,050	4,068	4,031	4,151	매출액	5,730	6,564	6,965	7,171
현금 및 현금성자산	539	943	725	732	증가율(%)	-3.9	14.6	6.1	3.0
단기금융자산	157	159	161	162	매출원가	4,404	4,820	5,105	5,230
매출채권	1,038	1,256	1,338	1,397	매출총이익	1,325	1,744	1,860	1,941
재고자산	1,177	1,565	1,661	1,710	판매비와관리비	834	1,136	1,209	1,257
비유동자산	6,977	6,974	6,964	6,950	연구개발비	145	167	177	182
유형자산	1,823	1,887	1,942	1,990	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,441	4,331	4,230	4,136	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,027	11,042	10,995	11,100	영업이익	491	608	651	684
유동부채	3,653	4,412	4,352	4,197	증가율(%)	-616.2	23.9	7.0	5.0
매입채무	586	819	1,132	1,270	영업이익률(%)	8.6	9.3	9.3	9.5
단기차입금	952	905	769	654	이자수익	12	17	28	34
유동성장기부채	1,305	1,805	1,520	1,305	이자비용	231	202	211	196
비유동부채	2,925	2,879	2,531	2,393	지분법이익(손실)	0	-	-	-
사채	715	215	0	0	기타영업외손익	-157	24	40	40
장기차입금	1,452	1,806	1,626	1,463	세전계속사업이익	82	484	515	569
부채총계	6,578	7,291	6,883	6,590	법인세비용	163	181	155	171
지배주주지분	2,060	2,277	2,544	2,843	세전계속이익률(%)	1.4	7.4	7.4	7.9
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	당기순이익	116	302	361	398
자본잉여금	249	249	249	249	순이익률(%)	2.0	4.6	5.2	5.6
이익잉여금	578	795	1,062	1,361	지배주주귀속 순이익	63	216	267	299
기타자본항목	-313	-313	-313	-313	기타포괄이익	25	26	26	26
비지배주주지분	1,388	1,474	1,567	1,667	총포괄이익	141	328	386	424
자본총계	3,448	3,750	4,111	4,510	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	334	982	904	주당지표(원)				
당기순이익	116	302	361	398	EPS	305	1,043	1,288	1,442
유형자산감가상각비	148	136	145	152	BPS	9,932	10,975	12,263	13,705
무형자산상각비	110	110	102	94	CFPS	1,545	2,226	2,475	2,629
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	910	655	655	655	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-124	-200	-200	-200	PER	29.0	9.1	7.3	6.5
무형자산의 처분(취득)	-63	-	-	-	PBR	0.9	0.9	0.8	0.7
금융상품의 증감	-22	-28	-28	-28	PCR	5.7	4.2	3.8	3.6
재무활동 현금흐름	-1,454	424	-700	-377	EV/EBITDA	7.4	6.5	5.6	4.8
단기금융부채의증감	-	452	-421	-330	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1,552	-145	-396	-163	ROE	3.1	10.0	11.1	11.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	13.1	13.0	12.9	13.0
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	190.8	194.4	167.4	146.1
현금및현금성자산의증감	-21	405	-218	7	순부채비율	108.1	96.7	73.7	56.0
기초현금및현금성자산	560	539	943	725	매출채권회전율(x)	5.0	5.7	5.4	5.2
기말현금및현금성자산	539	943	725	732	재고자산회전율(x)	4.2	4.8	4.3	4.3

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

## 주가와 목표주가와의 추이



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2016-11-08	Buy	12,000
2016-07-11	Buy	9,000
2016-04-20	Hold	9,000
2016-02-29	Buy	6,000
2015-07-27	Buy	10,000
2015-04-28	Buy	15,000

## 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 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 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 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-