

두산인프라코어(042670)

악재 주가 반영은 끝

■ 2Q17 Review: 연초부터 이미 알려진 어닝 서프라이즈

동사는 2분기 매출액 1조 7,734억원(YoY +10%, QoQ +14%), 영업이익 2,147억원(YoY +24%, QoQ +45%)로 당사 기대와 시장 컨센서스를 상회했다. 두산밥캣은 매출과 영업이익은 YoY -9% 안팎으로 부진했지만, 건기BG헤비가 영업이익이 YoY +21.8%, QoQ +35%로 이익 성장과 서프라이즈를 만들어냈다. 별도의 두산인프라코어는 2Q 건기BG OPM이 무려 9.4%에 달했고, 2017년 드디어 6년만의 순이익(별도) 흑자전환이 확실시된다. 연초부터 알려진 중국의 턴어라운드에도 더해 동남아/이머징의 회복도 진행형이다.

■ 2H17 Preview: 별도 계절성 vs. 연결 밥캣 효과

동사는 별도로만 봤을 때 경쟁사 현대건설기계에 비해 계절성이 심하다. 물론 현대건설기계는 우리가 잘하는 중국에서 M/S가 불황기에 많이 떨어졌기 때문이다. 다만 상반기:하반기 계절성이 거의 없는 두산밥캣을 합친 연결로는 하반기 매출 비중이 49%로 비수기라 할 수 없다. 상반기는 헤비 건기BG가 하반기에는 두산밥캣이 이익 성장을 이끌 전망이다. <표2>. 연간 순이익 1,950억원에서 현재 PER은 9배이다.

■ 2018년까지 유동성 우려 크지 않음

동사는 0.5조원 BW를 발행에 성공했고 외화사채 3억\$도 발행해 유동성 리스크를 상당량 해소했다.

보유현금 0.3조원, BW 0.5조원, 회사채 3억\$로 대략 1조원 가용 자금에서, 3분기의 회사채 2,300억원, 영구채 상환 5억\$, 2018년의 3,600억원과 매칭된다<표3>. 동사의 투자심리에 큰 영향을 미쳐온 유동성 우려는 짧게 1년 ~ 길게 3년, 일 없다.

■ Valuation: BW 발행 영향으로 TP 1.0만원으로 20% 하향

동사의 목표주가를 기존 1.2만원에서 1.0만원으로 하향한다<표4>. 일단 영구채를 상환해 4Q17의 BPS는 9,700원에서 7,300원으로 작아진다(대신 ROE는 올라감). BW 0.5조원이 모두 62백만주(희석 30%) 전환을 가정하면 자본총계도 늘어 BPS는 7,454원으로 제자리이고, ROE가 기존 13%에서 9.7%로 3/4로 줄어 동사의 목표주가도 1.0만원으로 내려갔다. 목표주가는 타겟 PB 1.1배 수준이다.

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

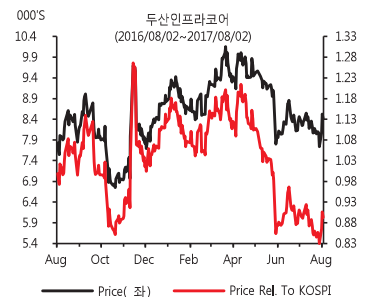
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	10,000원
증가(2017/08/04)	8,590원

Stock Indicator

자본금	1,037십억원
발행주식수	20,746만주
시가총액	1,745십억원
외국인지분율	14.7%
배당금(2016)	-
EPS(2017E)	941원
BPS(2017E)	7,282원
ROE(2017E)	10.9%
52주 주가	6,740~10,150원
60일평균거래량	2,579,651주
60일평균거래대금	21.8십억원

Price Trend



2Q17 Review: 건기BG(헤비) 9.4%!!

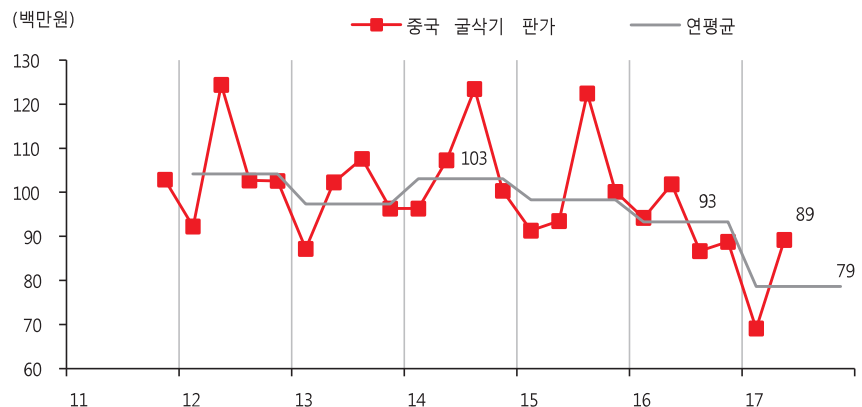
〈표1〉 두산인프라코어 2Q 건기BG(헤비) 영업이익률 9.4%로 두자릿수에 육박! & 어닝 서프라이즈 시현

(십억원)

항목	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17 [㉠]	y-y %	q-q %	컨센서스 07월27일	당사 [㉡]	차이(㉠/㉡)
매출액	1,618.3	1,302.1	1,375.5	1,561.6	1,773.4	10%	14%	1,750.6	1,859.2	-4.6%
영업이익	173.5	105.8	100.3	148.4	214.7	24%	45%	178.3	191.2	12.3%
영업외	-84.3	-32.0	-277.1	-15.2	-64.0			-47.7	-31.7	102.2%
세전이익	89.2	73.7	-176.7	133.2	150.7	69%	13%	130.6	159.6	-5.6%
순이익	227.8	35.7	-227.2	74.3	83.6	-63%	12%	83.0	98.9	-15.5%
지배주주 순이익	199.5	43.1	-226.5	51.8	60.3	-70%	17%	62.5	74.4	-18.9%
영업이익률	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	1.4%p	2.6%p	10.2%	10.3%	1.8%p
지배주주순이익률	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	-8.9%p	0.1%p	3.6%	4.0%	-0.6%p
건기										
매출액	1,548	1,183	1,223	1,461	1,636	5.7%	12.0%		1,697	-3.6%
영업이익	155	97	83	140	189	21.8%	34.5%		171	10.1%
영업이익률	10.0%	8.2%	6.8%	9.6%	11.5%	1.5%p	1.9%p		10.1%	1.4%p
㉠ 헤비										
매출액	373	304	303	531	561	50.5%	5.6%		601	-6.6%
영업이익	5	-13	13	47	52.6	973.5%	12.1%		42.1	24.8%
영업이익률	1.3%	-4.1%	4.4%	8.8%	9.4%	8.1%p	0.5%p		7.0%	2.4%p
㉡ 두산밥캣										
매출액	1,175	879	921	930	1,075	-8.5%	15.6%		1,096	-1.9%
영업이익	150	109	70	93	136	-9.3%	45.8%		129	5.3%
영업이익률	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	-0.1%p	2.6%p		11.8%	0.9%p
엔진										
매출액	132	119	156	103	138	4.4%	34.1%		162	-14.9%
영업이익	18.7	8.9	17.2	8.2	26.1	39.6%	218.3%		20	30.7%
영업이익률	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	18.9%	4.8%p	10.9%p		12.3%	6.6%p

자료: 하이투자증권 리서치

〈그림1〉 ASP 회복: 중대형 판매 확대 긍정적



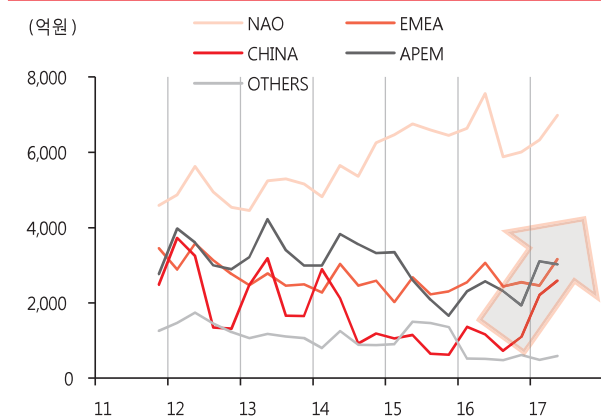
자료: 하이투자증권 리서치

〈표2〉 두산인프라코어 2017년 건기BG 영업이익 1,000억원, 엔진 500억원 이상으로, 별도에서도 1,500억원 영업이익 예상 vs 사측 가이드 684억원의 2배 이상 이익 나오는 중

	53%				51%				(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	1,773	1,542	1,704	5,965	5,730	6,581	7,242
영업이익	111	173	106	100	148	215	145	136	-95	491	644	688
금융/기타영업외	-15	-85	-31	-277	-15	-64	-46	-46	-648	-409	-170	-139
세전사업이익	96	89	74	-177	133	151	100	90	-781	82	474	549
지배주주지분 순이익	47	200	43	-227	52	60	42	41	-819	63	195	273
영업이익률	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	9.5%	12.1%	9.4%	8.0%	-1.6%	8.6%	9.8%	9.5%
지배주주순이익률	3.3%	12.3%	3.3%	-16.5%	3.3%	3.4%	2.7%	2.4%	-13.7%	1.1%	3.0%	3.8%
EPS(원)	227	962	208	-1,092	250	291	203	197	-3,948	305	941	1,315
BPS(원)	10,104	11,071	10,587	9,932	9,437	9,727	9,930	7,282	9,744	9,932	7,282	8,597
건기												
매출액	1,342	1,548	1,183	1,223	1,461	1,636	1,415	1,522	5,385	5,296	6,034	6,543
영업이익	103	155	97	83	140	189	131	121	-48	437	581	616
영업이익률	7.6%	10.0%	8.2%	6.8%	9.6%	11.5%	9.2%	8.0%	-0.9%	8.3%	9.6%	9.4%
①건기BG(별도) = 건기BG(해비)												
중국 판매 대수	1,446	1,137	834	1,232	3,198	2,897	1,424	1,660	3,523	4,649	9,179	9,644
YoY	25%	-7%	59%	100%	121%	155%	71%	35%	-49%	32%	97%	5%
매출액	367	373	304	303	531	561	424	482	1,344	1,346	1,998	2,363
영업이익	18	5	-13	13	47	53	13	8	-434	23.4	121.1	135.9
영업이익률	4.8%	1.3%	-4.1%	4.4%	8.8%	9.4%	3.2%	1.7%	-32.3%	1.7%	6.1%	5.8%
			비수기에도 ↑		↑ 하이싱글!				흑전!! ↑		↑ 레버리지	
②두산밥캣												
매출액	975	1,175	879	921	930	1,075	990	1,040	4,041	3,950	4,036	4,180
영업이익	85	150	109	70	93	136	117	113	386	414	459	481
영업이익률	8.7%	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	11.8%	10.9%	9.5%	10.5%	11.4%	11.5%
엔진												
매출액	97	132	119	156	103	138	128	182	579	504	551	698
영업이익	9	19	9	17	8	26	14	15	3	53	64	71
영업이익률	8.9%	14.1%	7.5%	11.0%	8.0%	18.9%	11.3%	8.4%	0.5%	10.6%	11.6%	10.2%

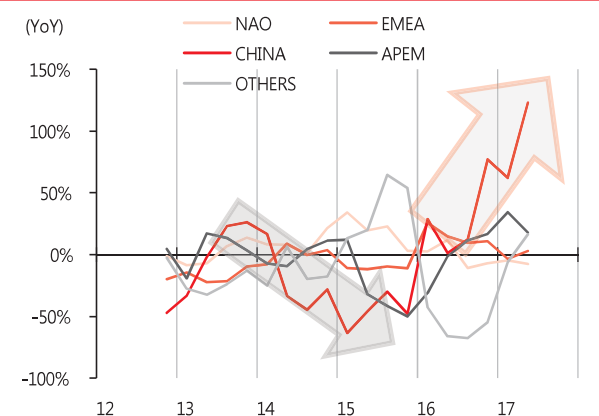
자료: 하이투자증권 리서치

〈그림2〉 중국의 턴어라운드를 후행해 따라 올라오는 APEM 건설장비 시장



자료: 하이투자증권

〈그림3〉 과거에도 APEM과 CHINA는 비슷한 사이클을 보임: 2014년 중국의 역성장이 워낙 컸던 구간 제외



자료: 하이투자증권

유동성 리스크 완화

〈표3〉 회사채 만기 스케줄과 자금 대응: 2018년 상반기까지 이상무 & 이제 별도로 이익도 내고 있고 하반기 부담은 크지 않음

(억원)				
분기	공모사채	사모사채	영구채	비고
1Q16	750			
2Q16	400			
3Q16	2,350			
4Q16	4,076			
1Q17	3,200	1,150		
2Q17		1,000		
3Q17	2,300		5,570	보유현금 0.3조원 + ← BW 0.5조원 + 외화사채 3억\$ = 1조원
4Q17				
1Q18	1,244			
2Q18	1,100			
3Q18				
4Q18	1,255			3Q17~4Q18 모두 합쳐 1.15조원

자료: 하이투자증권 리서치

BW 0.5조원 모두 전환된다는 가정하에 TP 1만원으로 하향

〈표4〉 두산인프라코어 VALUATION: BW 전환 없을 경우 적정주가 1.3만원(기존 목표주가 1.2만원)에서
BW 모두 전환 및 자본 증가로 ROE 25% 감소 효과 반영해 목표주가 1.0만원

신종자본 제외 Valuation(연결)								
계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
주식수(백만주)	169	207	207	207	207	207	207	207
BW 모두 전환시 주식수						270	270	270
EPS	2,018	-490	202	-3,948	305	941	1,315	1,489
				공기BG 매각 이익 ↑		↓ EPS 할인율 25%		
EPS (BW 모두 전환 가정)	2,018	-490	202	-3,948	305	724	1,012	1,145
BPS (신종자본 제외)	14,569	14,398	13,493	9,744	9,932	7,282	8,597	10,086
					신종자본 제외 ↑			
BPS (BW 모두 전환 가정)						7,454	9,671	10,816
					BW모두 전환 ↑			
PBR(고)	1.67	1.22	1.07	1.39	1.02	1.09		
PBR	1.30	0.79	0.94	0.93	0.69	0.98		
PBR(저)	1.05	0.64	0.81	0.48	0.33	0.89		
ROE	14%	-3.4%	1.5%	-40.5%	3.1%	12.9%	15.3%	14.8%
						↓ 할인율 25%		
ROE (BW 모두 전환)					3.1%	9.7%	11.9%	11.9%
적용ROE	14%	1%	1%	3%	9.7%	10%	12%	12%
└ FWD nY	+0Y	+1Y	+0Y	+1Y	+0~1Y	+0Y	+0Y	+0Y
공작기계 매각이익 때문에 2017년 ROE 사용 ↑								
COE(고)	8%	1.2%	1.4%	2.2%	9.5%	8.9%		
COE(평)	11%	1.9%	1.6%	3.3%	14.1%	9.9%		
적용ROE = +0Y						9.7%	11.9%	11.9%
적용COE = TRL 참조						7.0%	7.0%	7.0%
Target PBR						1.4	1.7	1.7
적용 BPS						7,454	9,671	10,816
주당 적정가치						10,400	16,400	18,400
목표주가						10,000		
증가(08.04)						8,590		
상승여력						16%		
적용ROE = +0Y						12.9%		
적용COE = TRL 참조						7.0%		
Target PBR						1.8		
적용 BPS						7,282		
주당 적정가치						13,100		

자료: 하이투자증권 리서치

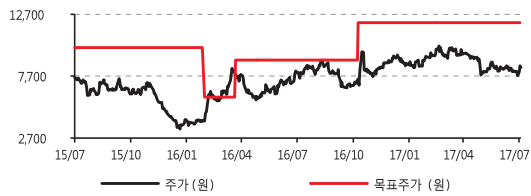
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원/%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,050	3,312	3,838	4,086	매출액	5,730	6,581	7,242	7,462
현금 및 현금성자산	539	218	470	598	증가율(%)	-3.9	14.9	10.0	3.0
단기금융자산	157	159	161	162	매출원가	4,404	4,934	5,427	5,562
매출채권	1,038	1,222	1,334	1,397	매출총이익	1,325	1,647	1,814	1,900
재고자산	1,177	1,569	1,727	1,779	판매비와관리비	834	1,003	1,127	1,167
비유동자산	6,977	6,977	6,974	6,962	연구개발비	145	167	184	189
유형자산	1,823	1,887	1,942	1,990	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,441	4,334	4,235	4,143	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	10,027	10,289	10,812	11,048	영업이익	491	644	688	733
유동부채	3,653	4,025	4,455	4,377	증가율(%)	-616.2	31.3	6.7	6.5
매입채무	586	731	1,047	1,287	영업이익률(%)	8.6	9.8	9.5	9.8
단기차입금	952	1,105	939	798	이자수익	12	7	8	14
유동성장기부채	1,305	1,305	1,520	1,305	이자비용	231	192	195	179
비유동부채	2,925	3,284	3,009	2,911	지분법이익(손실)	0	0	-	-
사채	715	1,045	830	830	기타영업외손익	-157	-25	40	40
장기차입금	1,452	1,379	1,241	1,117	세전계속사업이익	82	474	549	615
부채총계	6,578	7,309	7,464	7,289	법인세비용	163	198	181	203
지배주주지분	2,060	1,511	1,784	2,092	세전계속이익률(%)	1.4	7.2	7.6	8.2
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	당기순이익	116	276	368	412
자본잉여금	249	168	168	168	순이익률(%)	2.0	4.2	5.1	5.5
이익잉여금	578	774	1,046	1,355	지배주주귀속 순이익	63	195	273	309
기타자본항목	-313	-468	-468	-468	기타포괄이익	25	26	26	26
비지배주주지분	1,388	1,469	1,564	1,667	총포괄이익	141	302	393	437
자본총계	3,448	2,980	3,348	3,759	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	213	913	1,013	주당지표(원)				
당기순이익	116	276	368	412	EPS	305	941	1,315	1,489
유형자산감가상각비	148	136	145	152	BPS	9,932	7,282	8,597	10,086
무형자산상각비	110	107	99	92	CFPS	1,545	2,112	2,491	2,667
지분법관련손실(이익)	0	0	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	910	655	655	655	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-124	-200	-200	-200	PER	29.0	8.9	6.4	5.6
무형자산의 처분(취득)	-63	-	-	-	PBR	0.9	1.2	1.0	0.8
금융상품의 증감	-22	-28	-28	-28	PCR	5.7	4.0	3.4	3.2
재무활동 현금흐름	-1,454	444	-187	-364	EV/EBITDA	7.4	7.0	6.1	5.2
단기금융부채의 증감	-	152	49	-356	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의 증감	-1,552	257	-353	-124	ROE	3.1	10.9	16.6	15.9
자본의 증감	-	-82	-	-	EBITDA0이익률	13.1	13.5	12.9	13.1
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	190.8	245.3	223.0	193.9
현금및현금성자산의 증감	-21	-321	252	129	순부채비율	108.1	149.5	116.5	87.5
기초현금및현금성자산	560	539	218	470	매출채권회전율(x)	5.0	5.8	5.7	5.5
기말현금및현금성자산	539	218	470	598	재고자산회전율(x)	4.2	4.8	4.4	4.3

자료: 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-08-07	Buy	10,000
2016-11-08	Buy	12,000
2016-07-11	Buy	9,000
2016-04-20	Hold	9,000
2016-02-29	Buy	6,000

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-mail등을 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-