



2017/03/15

두산인프라코어(042670)

11만대급 중국 시장 확인 후, 주가는 약보합?

■ 사실) 2월 놀라운 중국 굴삭기 판매 확인: 주가 선반영했다?

2월 중국 굴삭기 판매는 13,918대(+335% YoY)로 작년 2월의 춘절 기저효과를 감안해도 놀라웠다. 춘절이 1월인 해에 1월~2월 판매가 연간의 16%를 차지한 계절성을 따르면, 2017년 중국은 무려 11만대 시장(전년 6.3만대)이다<그림2>. 그러나, 2월 판매량 발표 후 주가는 약보합이다. 기대감을 선반영했다고 해석할 수도 있겠지만, 주가는 더 올라야 한다고 판단한다. 이는 ① 3월 판매 또 성장, ② 1Q17 컨센서스 상향 예정, ③ 2017년 흑자전환 때문이다.

■ ① 3월 및 그 이후에도 중국 시장 강세 지속될 것

중국 굴삭기 가동 시간은 2월 YoY 85%, 1월~2월 합산으로는 전년대비 10% 늘어 바쁘다. 2월 PMI도 51.6(전월 51.4, 전년동기 49.0)로 좋았다. 중국의 여러 매크로 지표가 당분간 굴삭기 판매 호조를 가리킨다<그림4~7>.

■ ② 1Q17 호실적: 컨센서스 상향될 것

3월 시장은 16,170대로 전년대비 23% 성장을 예상한다. 즉, 동사는 1분기에만 2,786대(YoY +93%)를 판매해 건기BG(해비)는 매출 6,100억원(+66%), 영업이익 460억원(+142%)으로 돌아선다. 당사 연결 영업이익은 1,470억원으로 컨센서스 1,287억원보다 높은데, 컨센서스는 차차 상향될 것이다<표1, 그림9>.

■ ③ 6년만의 별도 세전 흑전: 1월~2월 판매는 중국 연간 11만대를 의미

사측의 중국 시장 7만대와 영업이익(별도) 684억원 가이던스는 지나치게 보수적이었다. 당사는 중국 시장을 9만대(기준 7.3만대), 동사 판매도 7,200대(기준 5,500대, 2016년 4,649대)로 예상치를 상향한다. 따라서 2017년 중국에서 +450억원 증익으로, 연간 별도 영업이익 예상치를 기준 1,400억원에서 1,670억원으로 7% 올린다. 동사는 1천억원 안팎의 이자비용(별도)을 감당하는 영업이익을 창출해내며, 6년만에 세전이익 단에서 자력으로 흑자전환에 성공한다.

■ 전략) 3월 판매 확인하는 4월 초, 4월말 1Q17 호실적을 사자

목표주가는 PBR 1.1배를 적용(영구채 제외 시 1.5배)했고, 별도로는 밥캣 보유지분 가치에 별도 타겟 PER 15배인 셈이다<표2, 4>. Global PEER들은 30배를 받고 있다<그림 12~>. 4월초 전달 판매, 4월말 1Q 실적 모두 좋을 것이다.

Buy(Maintain)

목표주가(6M)	12,000원
종가(2017/03/14)	9,340원

Stock Indicator

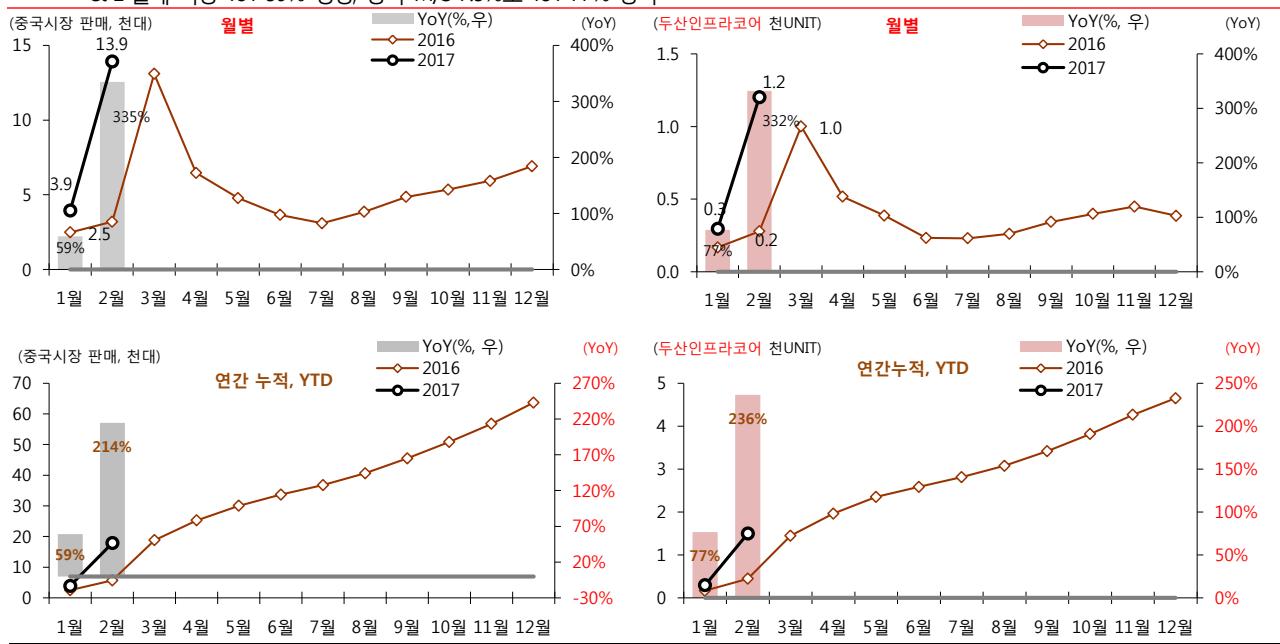
자본금	1,037십억원
발행주식수	20,746만주
시가총액	1,946십억원
외국인지분율	13.9%
배당금(2015)	-
EPS(2016E)	305원
BPS(2016E)	9,317원
ROE(2016E)	3.2%
52주 주가	5,690~9,690원
60일평균거래량	2,363,378주
60일평균거래대금	21.2십억원

Price Trend



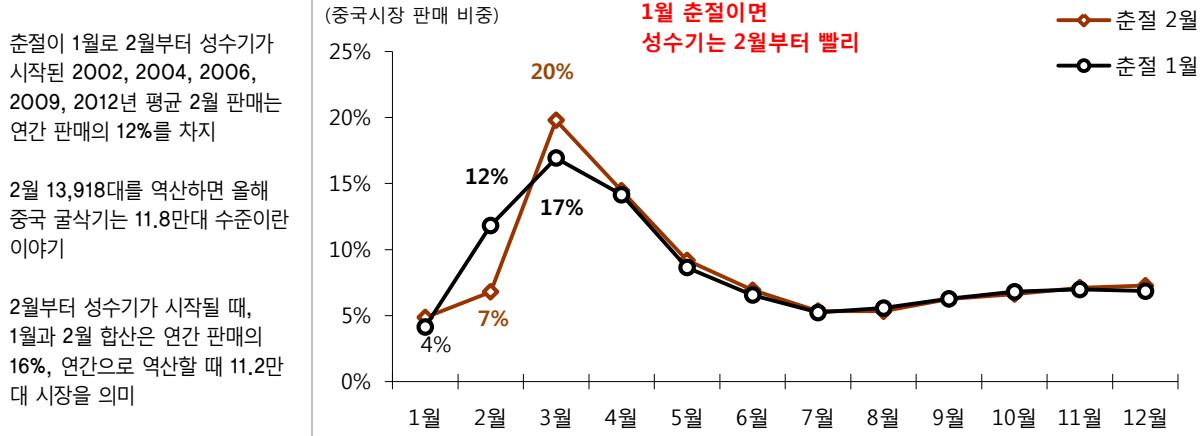
2월 판매 1.3만대 = 2017년 10만대

<그림 1> 2017년 중국 시장 73천대에 동사 판매 5,500대로 사측의 예상(70천대)보다 조금 더 높게 봄
 & 1월에 시장 YoY 59% 성장, 동사 M/S 7.5%로 YoY 77% 증가



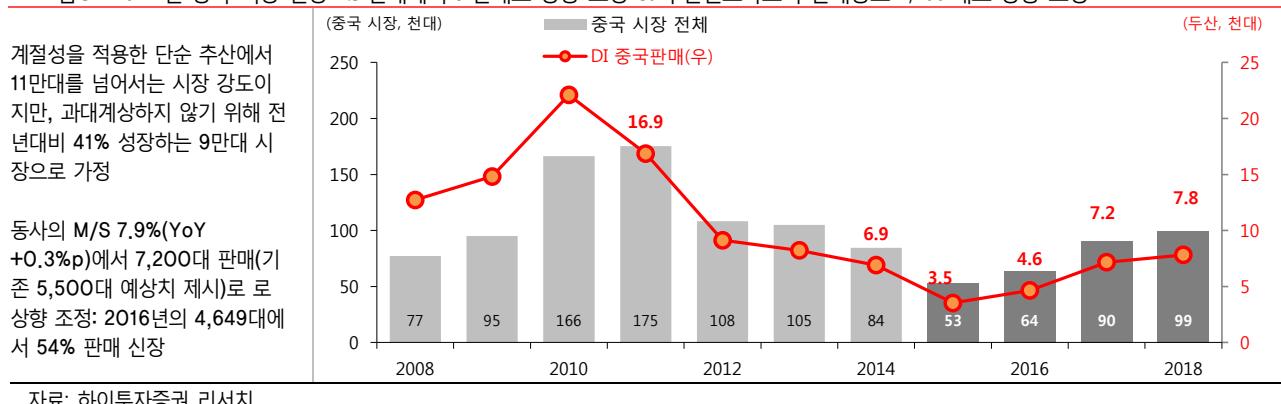
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 춘절이 1월일 때, 2월 판매량은 연간 판매의 12% → 2017년 중국 시장은 11.8만대 시장이란 이야기



자료: 하이투자증권 리서치

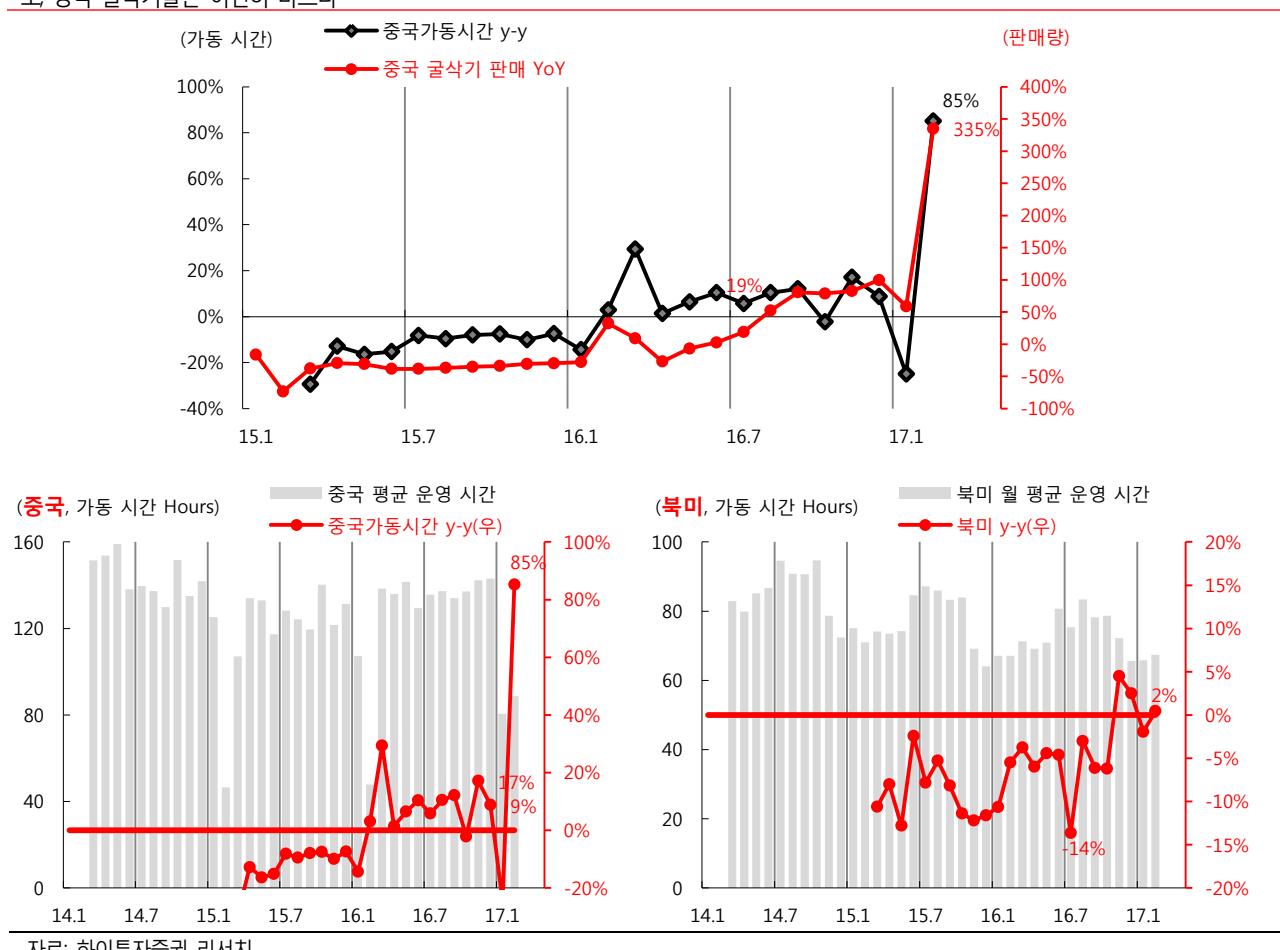
<그림 3> 2017년 중국 시장 전망 7.3 만대에서 9 만대로 상향 조정 & 두산인프라코어 판매량도 7,200 대로 상향 조정



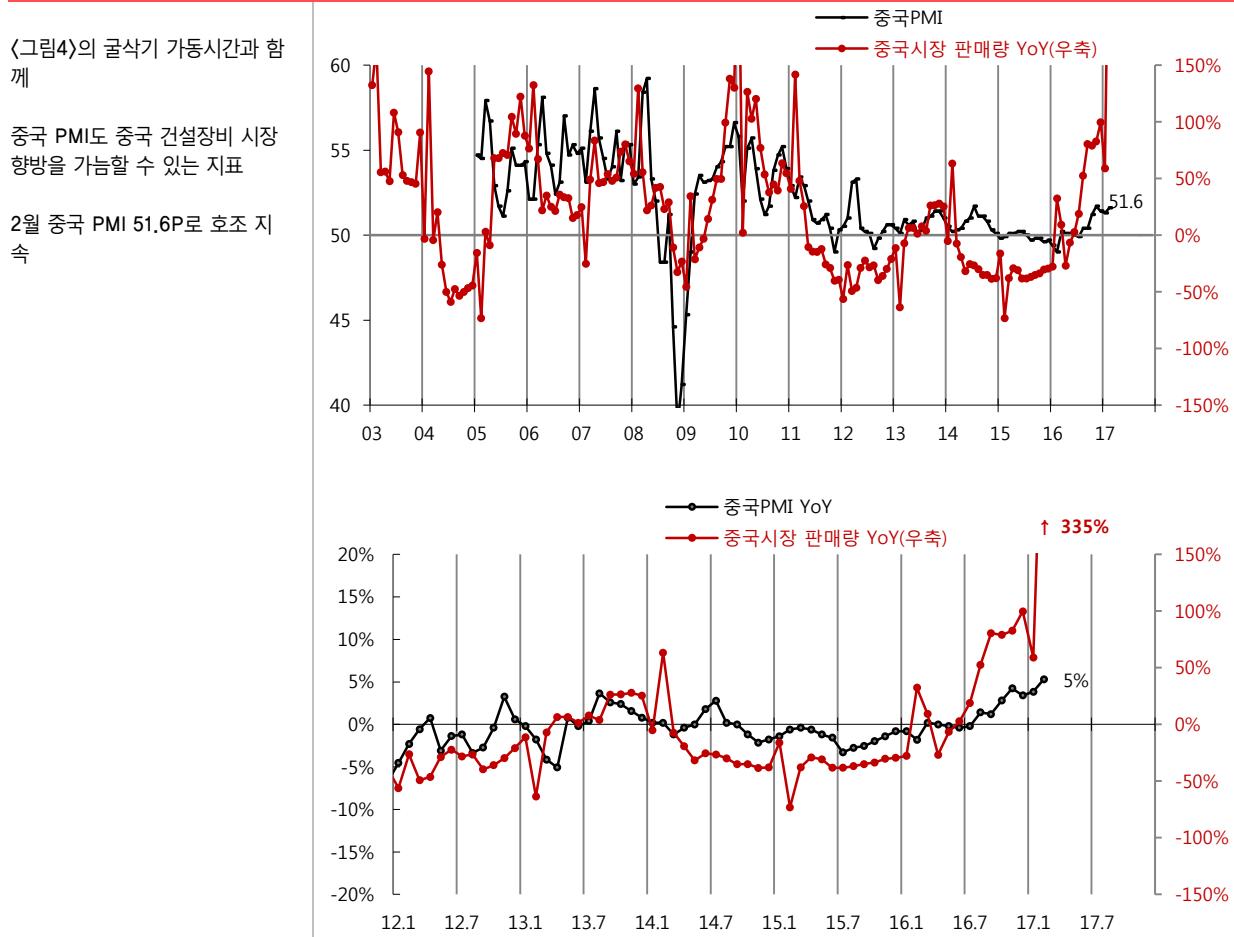
2월 이후에도 시장 호조를 예상하는 이유

① 2월 중국 지표 양호

<그림 4> 2017년 2월 굴삭기 가동시간은 2016년 2월 춘절에 따른 기저효과로 YoY +85%나 나옴, 1월~2월 합산값의 YoY로도 +10%로도 중국 굴삭기들은 여전히 바쁘다

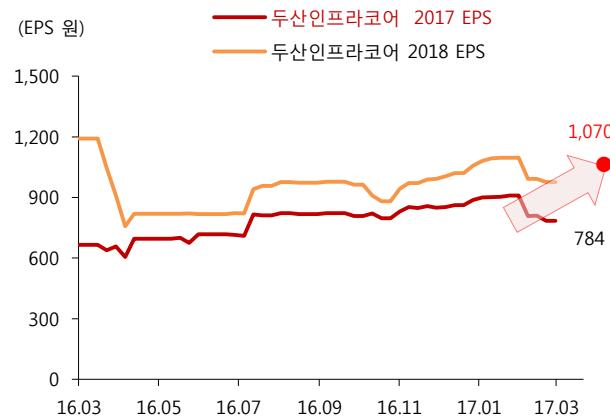


<그림 5> 중국 PMI 와 중국 굴삭기 시장 판매량은 궤를 같이함: 월 PMI 51.6p로 호조



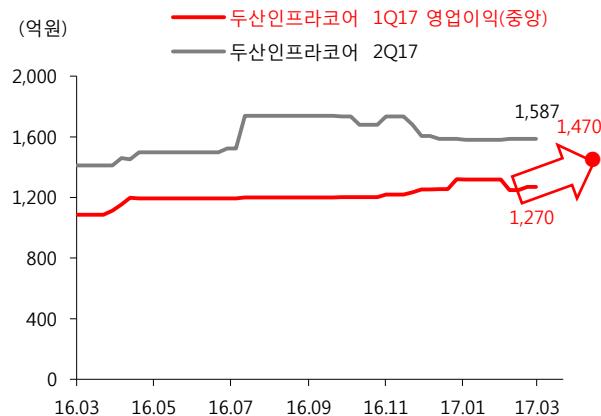
② 1Q17 어닝 서프라이즈 또는 컨센서스 상향 조정

<그림 8> 동사의 2017년 EPS는 연초 동사 4Q16 실적 발표에서 제시한 보수적인 가이던스로 연초 하향 조정되었지만...



자료: 하이투자증권

<그림 9> 2월 판매 데이터 확인 후, 1Q17 프리뷰 시즌에 접어들면서, 실적 추정치 상향 조정이 잇따를 것



자료: 하이투자증권

③ 별도 흑자전환 성공: 독자 생존 가능한 구조

<표 1> 두산인프라코어 2017년 영업이익 건기 BG 1,000 개, 엔진 500 억원 → 건기 BG 1,200 억원, 엔진 450 억원으로
별도 영업이익 예상치를 150 억원 상향 조정 | 별도 이자비용 1 천억원으로 독자 생존 가능한 구조

계정	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	1,434	1,618	1,302	1,376	1,683	1,872	1,526	1,670	7,213	5,730	6,751	7,085
영업이익	111	173	106	100	147	182	132	120	27	491	581	646
금융/기타영업외	-15	-85	-31	-277	-39	-39	-38	-37	-654	-408	-152	-137
세전사업이익	96	89	74	-177	109	143	94	84	-664	82	429	509
지배주주지분 순이익	47	200	43	-226	57	75	46	43	-819	63	222	283
영업이익률	7.8%	10.7%	8.1%	7.3%	8.8%	9.7%	8.6%	7.2%	0.4%	8.6%	8.6%	9.1%
지배주주순이익률	3.3%	12.3%	3.3%	-16.5%	3.4%	4.0%	3.0%	2.6%	-11.4%	1.1%	3.3%	4.0%
①건기BG(별도) = 해비!!												
중국 판매 대수	1,446	1,137	834	1,232	2,786	2,061	1,030	1,283	3,523	4,649	7,160	7,822
YoY	25%	-7%	59%	100%	93%	81%	24%	4%	-49%	32%	54%	9%
매출액	367	373	304	303	610	606	395	461	1,344	1,346	2,072	2,207
영업이익	19	4	-6	7	46	44	12	19	-434	23.4	121.1	137.2
영업이익률	5.2%	1.0%	-2.1%	2.3%	7.5%	7.3%	3.0%	4.1%	-32.3%	1.7%	5.8%	6.2%
비수기에도 ↑												
②두산밥캣												
매출액	959	1,191	882	918	920	1,094	991	1,010	4,041	3,950	4,015	4,191
영업이익	84	151	103	76	99	123	108	84	386	414	414	438
영업이익률	8.7%	12.7%	11.7%	8.3%	10.8%	11.2%	10.9%	8.3%	9.5%	10.5%	10.3%	10.4%
엔진												
매출액	97	132	119	156	152	172	140	199	579	504	664	687
영업이익	9	19	9	17	2	14	12	17	3	53	45	71
영업이익률	8.9%	14.1%	7.5%	11.0%	1.6%	8.4%	8.4%	8.5%	0.5%	10.6%	6.8%	10.4%

자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 목표주가 12,000원 유지

<표 2> 두산인프라코어 VALUATION: 영구채 제거한 자본총계에서 ROE 13%~15%로 타겟 PB 1.5 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	1,068	1,364
BPS	8,614	10,946	14,569	14,398	13,493	9,744	9,317	10,385	11,749
BPS(신종자본 제외)	8,614	10,946	11,556	11,948	11,043	7,294	6,867	7,935	9,299
PBR(고)	3.77	2.84	2.10	1.47	1.31	1.85	1.47	1.34	
PBR(저)	2.21	1.37	1.32	0.78	0.99	0.64	0.44	1.17	
ROE	25%	22%	17%	-4.1%	1.8%	-54.1%	4.4%	13.5%	14.7%
적용ROE	24%	20%	17%	2%	2%	4%	13.5%	13%	15%
└ 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%	2.4%	9.2%	10.0%	
COE(평)	9%	9%	11%	1.9%	1.6%	3.6%	13.6%	11.0%	
적용ROE = +0~1Y							13.5%	13.5%	14.7%
적용COE = TRL 참조							9.0%	9.0%	9.0%
Target PBR							1.5	1.5	1.6
적용 BPS							6,867	7,935	9,299
주당 적정가치							10,300	11,900	14,900
목표주가							12,000		
증가(03.14)							9,340		
상승여력							28%		

신종자본 포함(Reported) Valuation									
계정	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
BPS(신종자본 포함)	8,614	10,946	14,569	14,398	13,493	9,744	9,317	10,385	11,749
PBR(고)	3.77	3.30	2.16	1.22	1.04	1.09	1.08	1.00	
PBR(저)	2.21	1.37	1.05	0.64	0.77	0.48	0.33	0.87	
ROE	16%	16%	14%	-3.4%	1.5%	-40.5%	3.3%	10.3%	11.6%
적용ROE	16%	15%	14%	1%	1%	3%	10.3%	10%	12%
└ FWD nY	+0~1Y	+0~1Y	+0Y	+1Y	+0Y	+1Y	+1Y	+0Y	+0Y
COE(고)	4%	5%	6%	1.2%	1.4%	3.0%	9.5%	10.3%	
COE(평)	6%	7%	11%	1.9%	1.6%	3.5%	14.0%	11.6%	
적용ROE = +1Y							10.3%	10.3%	11.6%
적용COE = TRL 참조							9.0%	9.0%	9.0%
Target PBR							1.1	1.1	1.3
적용 BPS = 2016년							9,317	10,385	11,749
적정주가							10,200	11,400	15,300

자료: 하이투자증권 리서치

<표 3> 실적 추정치 조정: 밥캣과 엔진을 낮추지만 건기 BG(해비) 텐어라운드 더 가파를 것으로 상향 조정
2018년~2019년은 낮추어둠

두산인프라코어	신규추정			기존추정			Gap		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	6,751	7,085	7,308	6,553	6,861	7,074	3%	3%	3%
영업이익	581	646	688	570	661	726	2%	-2%	-5%
영업외	-152	-137	-116	-152	-137	-116			
세전이익	429	509	571	418	523	610	3%	-3%	-6%
지배주주 순이익	222	283	321	216	294	350	3%	-4%	-8%
영업이익률	9%	9%	9%	9%	10%	10%	0%p	-1%p	-1%p
순이익률	3%	4%	4%	3%	4%	5%	0%p	0%p	-1%p
건기									
매출액	6,087	6,398	6,600	5,911	6,198	6,391	3%	3%	3%
영업이익	535	575	602	516	590	641	4%	-3%	-6%
영업이익률	8.8%	9.0%	9.1%	8.7%	9.5%	10.0%	0%p	-1%p	-1%p
건기 해비									
매출액	2,072	2,207	2,312	1,896	2,006	2,103	9%	10%	10%
영업이익	121	137	153	102	152	192	19%	-10%	-20%
영업이익률	5.8%	6.2%	6.6%	5.4%	7.6%	9.1%	0%p	-1%p	-3%p
엔진									
매출액	664	687	708	642	664	684	3%	4%	4%
영업이익	45	71	86	54	71	85	-15%	0%	1%
영업이익률	7%	10%	12%	8%	11%	12%	-2%p	0%p	0%p

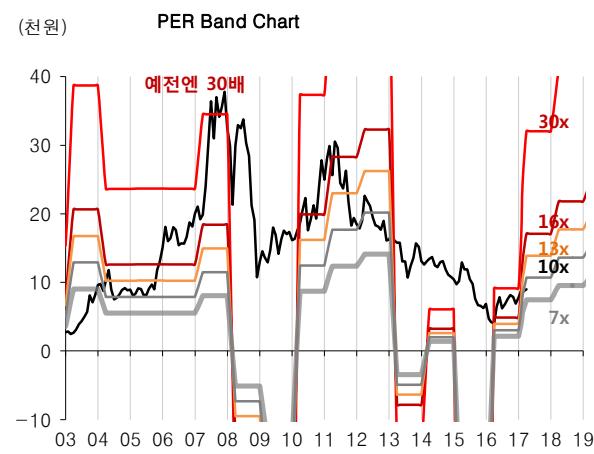
자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> 밥캣 지분 가치 + 별도 VALUATION 크로스체크: FWD 2년 ESP x PER 15에서 1.2 만원, 2018년 1.5 만원도 가능

별도 VALUATION							
계정	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년
영업이익(별도, 십억원)	54	-20	94	-143	47	147	187
당기순이익(별도)	-121	-120	47	-719	172	55	108
						↑ 공기BG 매각 이익	
자본총계(별도)	2,143	2,575	2,566	1,887	2,051	2,104	2,207
자본총계(별도)_영구채 제외	1,635	2,067	2,057	1,379	1,543	1,595	1,699
					공작기계 매각↑		
PER						15	15
ⓐ 별도의 영업가치(십억원)						830	1,630
두산밥캣 목표 시가총액					3,800	4,200	4,200
지분율					59.4%	59.4%	59.4%
두산밥캣 보유지분가치					2,257	2,495	2,495
할인율					40%	40%	40%
ⓑ 두산밥캣 보유지분 가치를 또 할인(십억원)					1,350	1,500	1,500
두산인프라코어 적정 가치 = ⓠ + ⓡ						2,330	3,130
주식수(백만주)	169	207	207	207	207	207	207
주당 적정가치						11,200	15,100
종가(03.14)						9,340	
상승여력						39%	

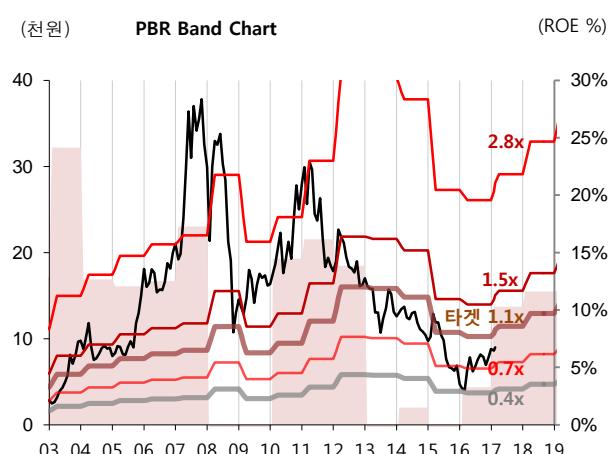
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 10> 두산인프라코어 PER 밴드: 2017년 PER 8배 안팎



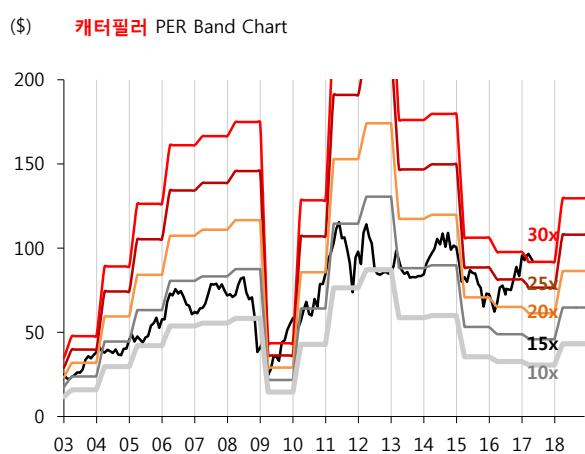
자료: 하이투자증권

<그림 11> 두산인프라코어 PBR 밴드



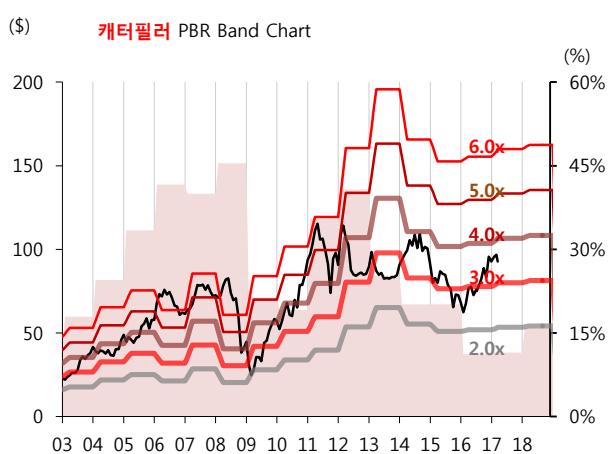
자료: 하이투자증권

<그림 12> CAT PER 밴드: 2017 PER 30 배



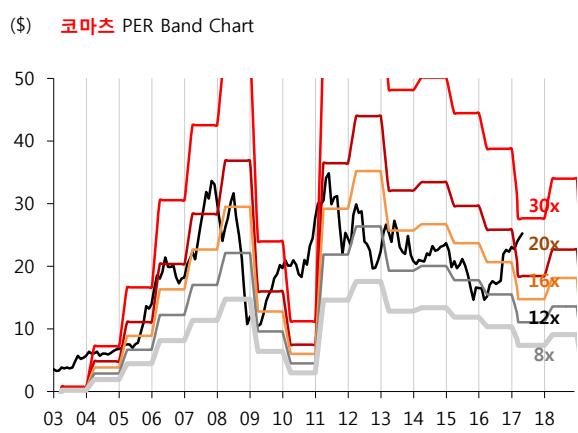
자료: 하이투자증권

<그림 13> CAT PBR 밴드: 2017 ROE 10% 하회 PBR 4 배 육박



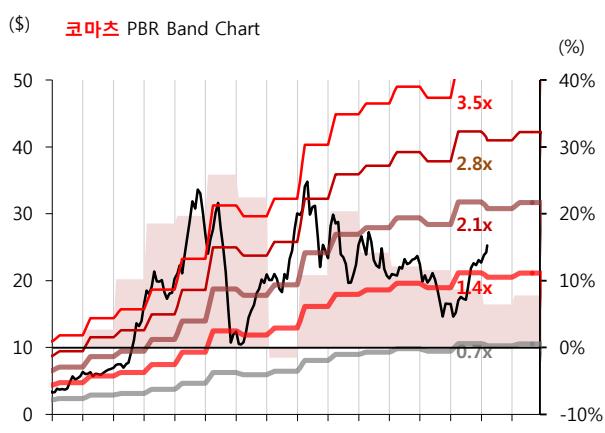
자료: 하이투자증권

<그림 14> Komatsu PER 밴드: 2017 PER 15 배~20 배, 감의



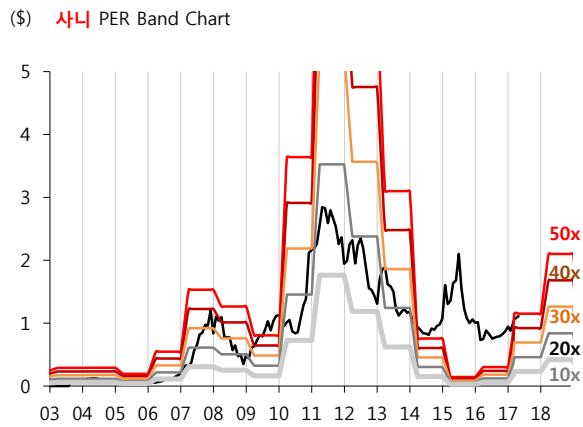
자료: 하이투자증권

<그림 15> Komatsu PBR 밴드: 2017 ROE 6%, PBR 2 배 안팎



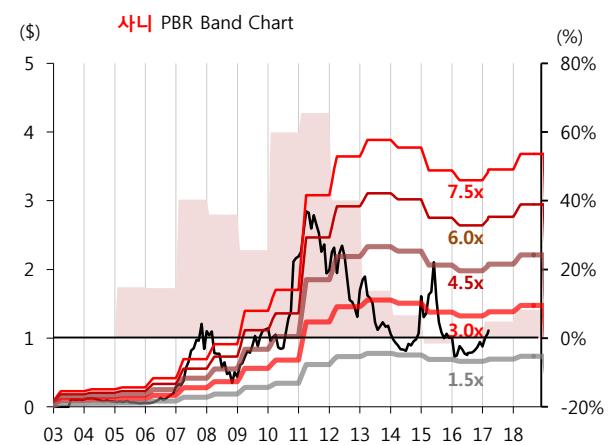
자료: 하이투자증권

<그림 16> SANY PER 밴드...



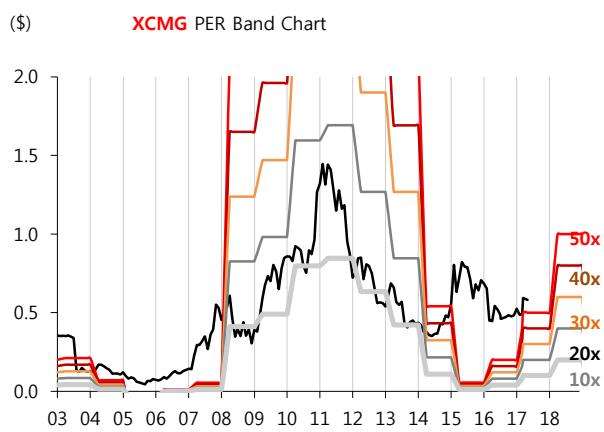
자료: 하이투자증권

<그림 17> SANY PBR 밴드: PBR 2 배~3 배



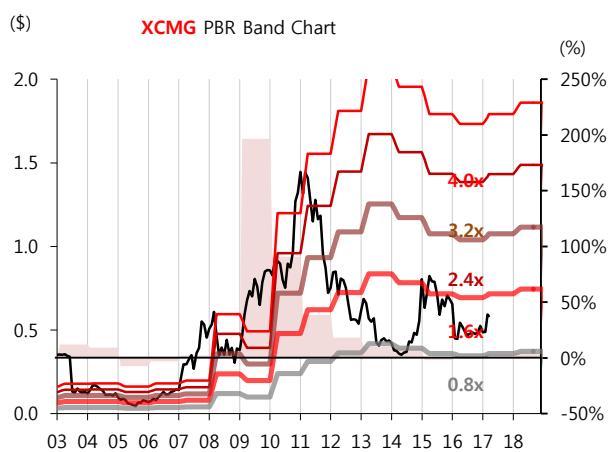
자료: 하이투자증권

<그림 18> XCMG PER 밴드...



자료: 하이투자증권

<그림 19> XCMG PBR 밴드: PBR 1 배~2 배



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,876	3,865	4,315	4,903	매출액	7,213	5,730	6,751	7,085
현금 및 현금성자산	560	910	898	1,346	증가율(%)	-6.2	-20.6	17.8	5.0
단기금융자산	391	395	399	403	매출원가	5,668	4,330	4,830	5,010
매출채권	1,234	1,128	1,354	1,412	매출총이익	1,545	1,399	1,921	2,075
재고자산	1,556	1,295	1,526	1,602	판매비와관리비	1,518	909	1,340	1,429
비유동자산	7,507	6,552	6,401	6,231	연구개발비	232	184	217	228
유형자산	2,254	1,589	1,653	1,708	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,424	4,300	4,186	4,081	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	11,383	10,417	10,715	11,135	영업이익	27	491	581	646
유동부채	3,961	3,370	3,504	3,725	증가율(%)	-93.9	1,688.5	18.3	11.3
매입채무	556	505	723	1,046	영업이익률(%)	0.4	8.6	8.6	9.1
단기차입금	1,257	1,194	1,015	863	이자수익	24	14	24	28
유동성장기부채	1,129	729	729	729	이자비용	291	231	223	211
비유동부채	4,319	3,980	3,844	3,666	지분법이익(손실)	-38	0	-	-
사채	1,115	1,115	1,115	1,115	기타영업외손익	-296	-180	40	40
장기차입금	2,521	2,321	2,089	1,880	세전계속사업이익	-664	82	429	509
부채총계	8,280	7,350	7,348	7,391	법인세비용	195	157	129	132
지배주주지분	2,021	1,933	2,155	2,437	세전계속이익률(%)	-9.2	1.4	6.4	7.2
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	당기순이익	-860	116	300	377
자본잉여금	245	249	249	249	순이익률(%)	-11.9	2.0	4.4	5.3
이익잉여금	476	539	760	1,043	지배주주귀속 순이익	-819	63	222	283
기타자본항목	-245	-401	-401	-401	기타포괄이익	17	-6	-6	-6
비지배주주지분	1,082	1,134	1,213	1,307	총포괄이익	-843	110	294	370
자본총계	3,103	3,067	3,367	3,744	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	237	1,302	1,164	1,545	주당지표(원)				
당기순이익	-860	116	300	377	EPS	-3,948	305	1,068	1,364
유형자산감가상각비	172	141	136	145	BPS	9,744	9,317	10,386	11,749
무형자산상각비	124	124	114	105	CFPS	-2,520	1,948	2,273	2,566
지분법관련손실(이익)	-38	0	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-97	615	-129	-123	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-206	524	-200	-200	PER		25.0	8.8	6.9
무형자산의 처분(취득)	-70	-	-	-	PBR	0.5	1.0	0.9	0.8
금융상품의 증감	56	141	121	126	PCR	-1.9	4.8	4.1	3.7
재무활동 현금흐름	82	33	281	331	EV/EBITDA	18.7	7.9	6.7	5.3
단기금융부채의증감	-	-463	-179	-152	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-575	-200	-232	-209	ROE	-34.0	3.2	10.8	12.3
자본의증감	-	4	-	-	EBITDA 이익률	4.5	13.2	12.3	12.6
배당금지급	-2	-2	-2	-2	부채비율	266.8	239.6	218.2	197.4
현금및현금성자산의증감	197	350	-13	448	순부채비율	163.4	132.2	108.4	75.8
기초현금및현금성자산	363	560	910	898	매출채권회전율(x)	5.8	4.9	5.4	5.1
기말현금및현금성자산	560	910	898	1,346	재고자산회전율(x)	4.4	4.0	4.8	4.5

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치센터

COMPANY BRIEF

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 간섭없이 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 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일 부터 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 2016-12-31 기준

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