

# 두산인프라코어(042670/KS)

## 기저효과로 이익개선폭은 클 것

### 중립(하향)

T.P 5,000 원(하향)

#### Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

#### Company Data

자본금	10,373 억원
발행주식수	20,746 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,977 억원
주요주주	
두산중공업(주)(외)	36.41%

외국인지분률	14.50%
배당수익률	0.00%

#### Stock Data

주가(16/02/04)	3,845 원
KOSPI	1916.26 pt
52주 Beta	1.67
52주 최고가	13,350 원
52주 최저가	3,410 원
60일 평균 거래대금	201 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.6%	-12.5%
6개월	-48.3%	-45.2%
12개월	-64.6%	-63.7%

투자의견 중립, 목표주가 5,000 원으로 하향한다. 일회성비용 해소와 구조조정에 따른 고정비 감소 등으로 이익개선은 뚜렷할 것이다. 그러나 기저효과를 넘어설만한 업황의 변화를 예상하기는 힘들다. 밥캣의 호실적이 유지되고 있지만 이익의 성장성은 둔화되고 있어 중국을 비롯한 어머징마켓의 회복이 절실한 시점이다.

#### 비용 발생 급증으로 큰 폭의 적자 시현

비용 발생이 급증하면서 큰 폭의 적자를 시현했다. 매출액은 1.67 조원으로 전년대비 15.5% 감소하였고 영업이익은 -1,966 억원으로 적자 전환했다. 대규모 인력조정과 중국 대리상 구조조정 비용이 2,157 억원 발생했다. 해외생산법인 생산설비 축소와 개발비 상각, 법인세 증가(이월결손금 공제 한도 축소 등)로 순손실은 -6,130 억원에 달했다.

#### 기저효과로 이익개선폭은 클 것

일회성비용(구조조정)해소와 인건비 절감에 따른 인건비 및 고정비 절감에 힘입어 2016 년은 영업이익의 흑자전환이 예상된다. 환율효과 등 예상치 못하는 변수만 아니면 이 자비용을 고려해도 순이익의 흑자전환이 가능할 것이다. 공작기계부문 매각을 전제한 2016 년 매출액은 6.05 조원, 영업이익은 3,994 억원이다(회사 전망치는 매출액 6.1 조원, 영업이익 5,460 억원). 금년에 만기가 도래한 회사채는 총 8,150 억원이다. 이 중에서 외화 회사채 4,200 억원은 은행보증 회사채로서 차환가능성은 높다. 차환이 쉽지 않은 원화회사채는 3,950 억원으로 보유 현금을 고려하면 상황에는 큰 문제가 없다. 그러나 내년에 도래하는 5 억달러의 영구채 상환을 위해서는 공기부문의 매각이 필요할 것으로 판단된다.

#### 투자의견 중립, 목표주가 5,000 원으로 하향

투자의견 중립, 목표주가 5,000 원으로 하향한다. 일회성비용 해소와 구조조정에 따른 고정비 감소 등으로 이익개선은 뚜렷할 것이다. 그러나 기저효과를 넘어설만한 업황의 변화를 예상하기는 힘들다. 밥캣의 호실적이 유지되고 있지만 이익의 성장성은 둔화되고 있어 중국을 비롯한 어머징마켓의 회복이 절실한 시점이다. 밥캣 상장이 가시화되기전까지는 주가의 횡보추세 연장이 예상된다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	81,584	77,368	76,886	72,130	60,533	63,560
yoy	%	-3.6	-5.2	-0.6	-6.2	-16.1	5.0
영업이익	억원	3,624	3,695	4,530	274	3,934	4,425
yoy	%	-46.7	2.0	22.6	-93.9	1,333.5	12.5
EBITDA	억원	6,093	6,436	7,408	3,823	7,070	7,505
세전이익	억원	-222	-570	-752	-6,640	588	1,289
순이익(지배주주)	억원	3,403	-1,018	420	-8,615	411	904
영업이익률%	%	4.4	4.8	5.9	0.4	6.5	7.0
EBITDA%	%	7.5	8.3	9.6	5.3	11.7	11.8
순이익률	%	4.8	-1.3	0.3	-11.9	0.7	1.5
EPS	원	2018	-596	202	-4153	198	436
PER	배	8.4	N/A	48.1	N/A	20.0	9.1
PBR	배	1.2	0.9	0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	15.7	13.3	11.2	20.5	10.3	9.5
ROE	%	15.8	-3.7	1.5	-36.1	2.1	4.3
순차입금	억원	53,758	48,364	51,840	50,615	46,347	44,916
부채비율	%	283.7	223.5	263.6	281.7	254.7	243.3

실적추정 변경내역

(단위: % 억원)

	신규추정(a)		기존추정(b)		차이(a/b)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
매출액	72,130	60,533	75,089	76,966	-3.9	-21.4
영업이익	274	3,934	2,971	4,374	-90.8	-10.1
영업이익률	0.4	6.5	4.0	5.7	-3.6	0.8
세전이익	-6,640	588	-221	995	2,905.8	-40.9
세전이익률	-9.2	1.0	-0.3	1.3	-8.9	-0.3
지배주주순이익	-8,615	411	-832	602	935.9	-31.7
지배주주순이익률	-11.9	0.7	-1.1	0.8	-10.8	-0.1
EPS(원)	<b>-4,153</b>	<b>198</b>	<b>-401</b>	<b>290</b>	<b>935.9</b>	<b>-31.7</b>

자료: SK 증권 추정

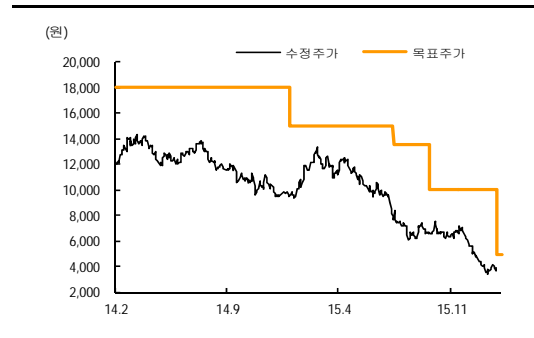
분기실적추이

(단위: 억원)

12월결산 (억원)	2015P				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	18,337	19,796	17,298	16,699	14,225	16,647	14,407	15,254
영업이익	755	1,285	200	-1,966	811	1,276	936	910
조정영업이익	755	1,285	200	-1,966	811	1,276	936	910
세전계속사업이익	-232	581	-1,871	-5,117	248	348	9	-17
순이익	-450	65	-2,111	-6,120	172	230	14	-5
YoY (%)								
매출액	1.4	-6.3	-3.4	-15.5	-22.4	-15.9	-16.7	-8.7
영업이익	-23.6	-11.7	-80.0	적전	7.4	-0.7	367.4	흑전
세전계속사업이익	적전	34.4	적지	적지	흑전	-40.0	흑전	적지
순이익	적전	-88.0	적전	적지	흑전	164.7	흑전	적지
QoQ (%)								
매출액	-7.2	8.0	-12.6	-3.5	-14.8	17.0	-13.5	5.9
영업이익	-30.2	70.1	-84.4	적전	흑전	57.3	-26.6	-2.8
세전계속사업이익	적지	흑전	적전	적지	흑전	40.1	-97.5	적전
순이익	적지	흑전	적전	적지	흑전	40.1	-97.5	적전

자료: SK 증권 추정

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.02.11	중립	5,000원
	2015.10.12	매수	10,000원
	2015.10.01	매수	10,000원
	2015.07.27	매수	13,500원
	2015.04.17	매수	15,000원
	2015.01.08	매수	15,000원
	2014.06.26	매수	18,000원
	2014.02.13	매수	18,000원



**Compliance Notice**

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 11일 기준)**

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	37,062	40,195	40,823	36,384	37,481
현금및현금성자산	2,878	3,630	7,386	7,619	7,496
매출채권및기타채권	13,250	12,307	11,546	9,689	10,174
재고자산	14,895	17,051	15,996	13,424	14,096
<b>비유동자산</b>	77,753	79,379	79,788	78,429	77,997
장기금융자산	136	914	1,544	1,544	1,544
유형자산	22,566	22,826	23,538	22,558	22,344
무형자산	47,399	46,326	46,754	46,468	46,201
<b>자산총계</b>	114,815	119,574	120,611	114,814	115,478
<b>유동부채</b>	27,537	32,945	35,947	24,748	25,400
단기금융부채	12,433	16,373	20,400	11,700	11,700
매입채무 및 기타채무	9,447	10,450	9,804	8,228	8,639
단기충당부채	1,485	1,767	1,658	1,391	1,461
<b>비유동부채</b>	51,788	53,746	53,066	57,700	56,436
장기금융부채	44,025	44,689	41,980	46,646	45,092
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	56	34	29	27	28
<b>부채총계</b>	79,325	86,691	89,013	82,448	81,836
<b>지배주주지분</b>	29,869	27,991	19,738	20,476	21,708
자본금	10,373	10,373	10,373	10,373	10,373
자본잉여금	2,374	2,402	2,432	2,432	2,432
기타자본구성요소	-264	-313	-219	-219	-219
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	13,135	12,958	4,233	4,645	5,549
비지배주주지분	5,622	4,892	11,861	11,890	11,935
<b>자본총계</b>	35,490	32,883	31,598	32,366	33,642
<b>부채외자본총계</b>	114,815	119,574	120,611	114,814	115,478

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	7,451	4,986	7,853	8,960	6,648
당기순이익(손실)	-1,010	240	-8,595	426	934
비현금성항목등	7,374	6,316	13,009	6,643	6,571
유형자산감가상각비	1,777	1,764	2,330	2,032	1,996
무형자산상각비	964	1,115	1,219	1,104	1,084
기타	3,923	3,090	7,619	511	511
운전자본감소(증가)	1,240	-1,004	5,394	2,052	-503
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-724	470	3,747	1,856	-484
재고자산감소(증가)	1,488	-2,722	361	2,572	-671
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	776	1,221	-741	-1,576	411
기타	-301	27	2,028	-800	241
법인세납부	-154	-566	-1,955	-162	-354
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,730	-4,082	-2,592	-1,596	-2,321
금융자산감소(증가)	-2,303	-1,412	537	0	0
유형자산감소(증가)	-2,367	-2,071	-3,411	-1,052	-1,782
무형자산감소(증가)	-933	-817	-817	-817	-817
기타	-127	218	1,098	273	279
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,656	-15	-1,547	-7,130	-4,449
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	-8,700	0
장기금융부채증가(감소)	-4,760	3,145	-5,470	4,666	-1,554
자본의증가(감소)	4,136	0	7,055	0	0
배당금의 지급	-179	-284	0	0	0
기타	-2,854	-2,876	-3,042	-3,096	-2,896
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,747	751	3,756	233	-123
기초현금	4,625	2,878	3,630	7,386	7,619
기말현금	2,878	3,630	7,386	7,619	7,496
FCF	8,781	-1,234	-485	6,170	3,186

자료 : 두산인프라코어, SK증권

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	77,368	76,886	72,130	60,533	63,560
<b>매출원가</b>	60,893	59,760	58,315	45,702	48,115
<b>매출총이익</b>	16,475	17,126	13,816	14,831	15,445
매출총이익률 (%)	21.3	22.3	19.2	24.5	24.3
<b>판매비와관리비</b>	12,780	12,596	13,541	10,897	11,020
영업이익	3,695	4,530	274	3,934	4,425
영업이익률 (%)	4.8	5.9	0.4	6.5	7.0
비영업손익	-4,265	-5,282	-6,914	-3,346	-3,136
<b>순금융비용</b>	2,930	2,715	2,816	2,823	2,617
외환관련손익	149	-406	150	-12	-8
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-270	-347	-378	0	0
세전계속사업이익	-570	-752	-6,640	588	1,289
세전계속사업이익률 (%)	-0.7	-1.0	-9.2	1.0	2.0
계속사업법인세	440	-992	1,955	162	354
<b>계속사업이익</b>	-1,010	240	-8,595	426	934
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,010	240	-8,595	426	934
<b>순이익률 (%)</b>	-1.3	0.3	-11.9	0.7	1.5
지배주주	-1,018	420	-8,615	411	904
<b>지배주주귀속 순이익률 (%)</b>	-1.32	0.55	-11.94	0.68	1.42
비지배주주	8	-180	20	15	30
<b>총포괄이익</b>	1,379	-2,296	-8,254	768	1,276
<b>지배주주</b>	1,220	-1,684	-8,288	738	1,232
<b>비지배주주</b>	159	-612	35	30	45
EBITDA	6,436	7,408	3,823	7,070	7,505

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-5.2	-0.6	-6.2	-16.1	5.0
영업이익	2.0	22.6	-93.9	1,333.5	12.5
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	119.3
EBITDA	5.6	15.1	-48.4	84.9	6.2
EPS(계속사업)	적전	흑전	적전	흑전	120.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-3.7	1.5	-36.1	2.1	4.3
ROA	-0.9	0.2	-7.2	0.4	0.8
EBITDA마진	8.3	9.6	5.3	11.7	11.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	134.6	122.0	113.6	147.0	147.6
부채비율	223.5	263.6	281.7	254.7	243.3
순차입금/자기자본	136.3	157.7	160.2	143.2	133.5
EBITDA/이자비용(배)	2.1	2.5	1.3	2.3	2.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-596	202	-4,153	198	436
BPS	14,398	13,493	9,514	9,870	10,464
CFPS	1,010	1,590	-2,442	1,710	1,921
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	70.9	N/A	22.4	10.2
PER(최저)	N/A	46.7	N/A	17.2	7.8
PBR(최고)	1.2	1.1	1.4	0.5	0.4
PBR(최저)	0.7	0.7	0.5	0.4	0.3
PCR	12.5	6.1	-1.9	2.3	2.1
EV/EBITDA(최고)	13.9	12.5	25.2	10.4	9.6
EV/EBITDA(최저)	12.0	11.1	20.5	10.1	9.3