

# 두산인프라코어(042670)

BUY / TP 22,000원

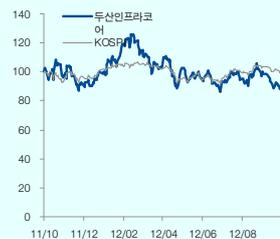
## 부진한 실적은 이미 주가에 기반영

### Analyst 명동은

02) 3787-2411  
yde1217@hmcib.com

현재주가 (10/25)	17,000원
상승여력	29.4%
시가총액	2,867십억원
발행주식수	168,658천주
자본금/액면가	843십억원 / 5,000원
52주 최고가/최저가	24,300원/16,600원
일평균 거래대금 (60일)	27십억원
외국인지분율	10.93%
주요주주	두산중공업 외 6인 44.83%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-10.5 1.8 -14.6
상대주가(%p)	-7.4 -6.4 -12.9
당사추정 EPS	1,678원
컨센서스 EPS	1,789원
컨센서스 목표주가	24,325원
※ K-IFRS 연결 기준	

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 12년 3분기 매출 1조 8,593억원, 영업이익 314억원으로 부진
- 그럼에도 불구하고 목표주가 22,000원, 투자의견 매수 유지
- 단기적인 macro 우려는 존재하나 2013년 불확실성 해소에 따른 re-rating 예상

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	7,954	455	32	949	189	-110.2	148.1	-1.5	10.7	2.5
2011	8,463	709	298	930	1,769	835.8	10.1	-0.9	9.3	18.9
2012F	8,397	479	283	689	1,678	-5.2	10.2	-1.0	12.6	14.2
2013F	9,292	727	222	905	1,314	-21.7	13.0	-1.1	9.7	9.9
2014F	10,373	912	348	1,089	2,065	57.1	8.3	-1.3	8.0	13.8

\* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2013F은 K-IFRS 연결 기준

### 12년 3분기 매출 1조 8,593억원, 영업이익 314억원으로 부진

두산인프라코어 3분기 실적은 연결기준 매출 1조 8,593억원(yoy -4.5%, qoq -20.3%), 영업이익 314억원(yoy -79.1%, qoq -79.8%)으로 부진하였다. HMC 추정치인 영업이익 490억원을 35.8% 하회하였고, 컨센서스 추정치 1,070억원을 70.5% 하회하였다.

- 1) 건설기계 부문 영업이익은 46억원으로 영업마진은 0.3%로 나타났다. 3분기 실적 Preview에서 언급하였듯이 DII의 영업이익률이 2분기 6.9%에서 3분기 3.7%로 하락하였다. 유럽 건설기계 업황부진과 미국 하계휴가로 인한 조업일수 감소가 주원인이었다. 또한 HMC추정에 의하면 중국법인은 매출대비 6~8%의 영업적자를 보인 것으로 판단된다. 전세계 경기 불확실성이 건설기계 발주에 영향을 주고 있다.
- 2) 공작기계 부문 영업이익은 328억원으로 영업마진은 9.8%로 하락하였다. 미국업황 호조는 지속되고 있음에도 불구하고, 중국, 유럽 등에서의 매출감소와 미국에서의 발주지연이 마진하락의 주된 원인이다.
- 3) 엔진부문은 60억원 적자를 나타냈다. 기존 엔진공장 설비교체와 소형엔진 투자에 따른 부문이 반영된 것으로 보이며, 2013년에도 투자로 인한 감가상각비 부담이 존재할 것으로 예상되나, 2014년에는 소형엔진 양산체제 본격가동으로 인한 턴어라운드가 예상된다.
- 4) 영업외 부문에서는 환율 하락으로 인한 외환이익 623억원이 발생하였다.

### 목표주가 및 투자의견 매수 유지, 2013년 macro 우려 해소에 따른 re-rating 예상

목표주가는 Preview에서 제시한 22,000원을 유지하고, 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2012~13년 EPS 평균 1,496원에 목표 PE 15.0배를 적용하여 산출하였다. 부진한 3분기 실적에도 불구하고 투자의견 매수를 유지하는 이유는 2013년 상반기를 기점으로 미국 재정적자 불확실성 감소, 유럽 재정위기 완화, 중국 인프라 투자 본격화 등 macro 우려 해소 이후 투자사이클을 기대할 수 있기 때문이다. 또한, 2012년 실적부진은 이미 주가에 반영되어 있다고 판단한다. macro 우려로 인한 단기 불확실성이 존재하나, 이것이 해소되는 시점에서 주가는 re-rating할 예정이다.

〈표1〉 2012년 3분기 두산인프라코어 실적 (IFRS연결기준)

	발표치		YoY		QoQ		이전 추정치		컨센서스	
	3Q12F	3Q11	% chg.	2Q12	% chg.	3Q12F	Diff.	3Q12F	Diff.	
매출액	1,859	1,947	-4.5	2,333	-20.3	1,918	-3.1	2,067	-10.1	
영업이익	31	150	-79.1	156	-79.8	49	-35.8	107	-70.5	
세전이익	-1	-11	-89.9	7	-116.3	-46	-97.5	38	-103.0	
연결순이익	24	5	361.1	205	-88.3	-36	-166.8	32	-24.7	
영업이익률 (%)	1.7	7.7	-6.0	6.7	-5.0	6.1	-4.4	5.2	-3.5	
순이익률 (%)	1.3	0.3	1.0	8.8	-7.5	-1.9	3.2	1.5	-0.3	

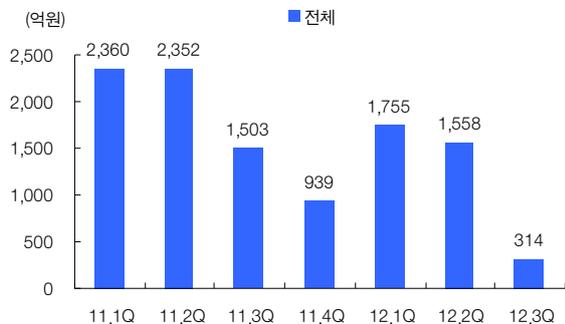
자료: 두산인프라코어, Quantwise, HMC투자증권

〈표2〉 두산인프라코어 수익추정 변경 (IFRS연결기준)

(십억원)	FY12 New	FY12 Old	Chg (%)	FY13 New	FY13 Old	Chg (%)
매출액	8,397	8,478	-1.0	9,292	9,348	-0.6
영업이익	478	505	-5.3	727	728	-0.1
세전이익	147	109	34.7	320	320	0.1
연결순이익	312	259	20.5	250	249	0.4
지배주주순이익	283	236	19.9	222	221	0.3
지배주주EPS	1,678	1,402	19.7	1,314	1,311	0.3
영업이익률(%)	5.7	6.0	-0.3	7.8	7.8	0.0
연결순이익률(%)	3.7	3.1	0.7	2.7	2.7	0.0

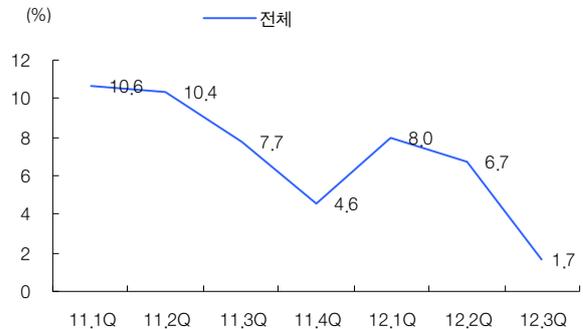
자료: 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림1〉 전체 영업이익



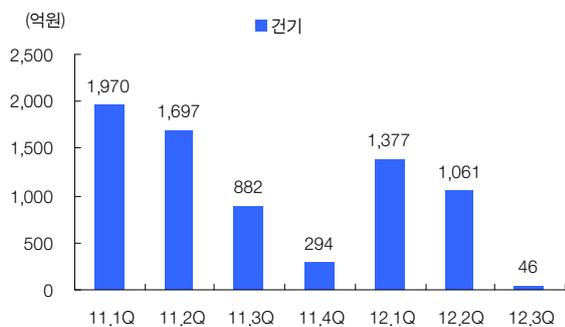
자료: 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림2〉 전체 영업이익률



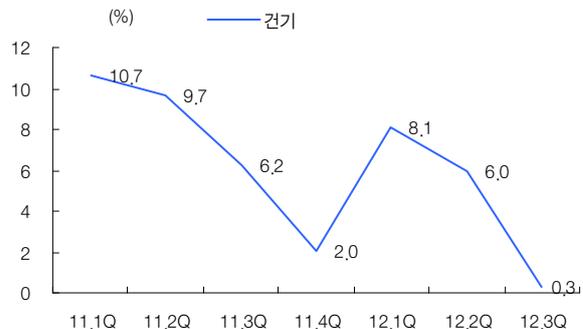
자료: 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림3〉 건기 영업이익



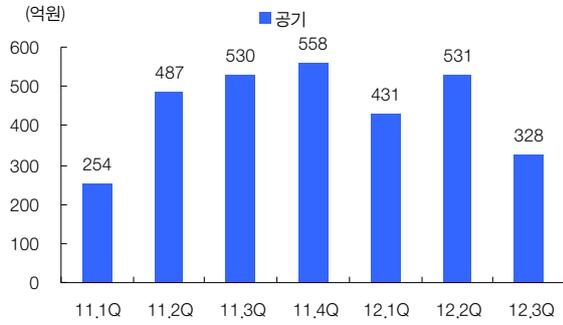
자료: 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림4〉 건기 영업이익률



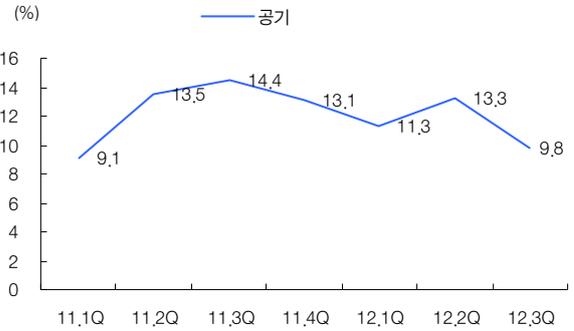
자료: 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림5〉 공기 영업이익



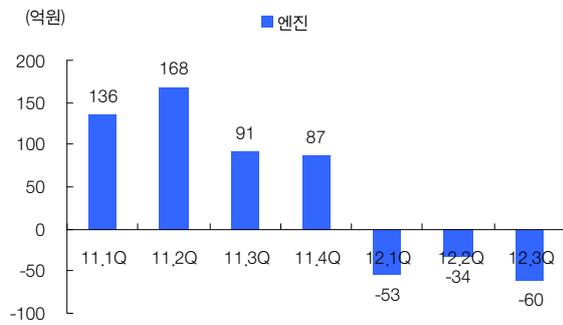
자료 : 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림6〉 공기 영업이익률



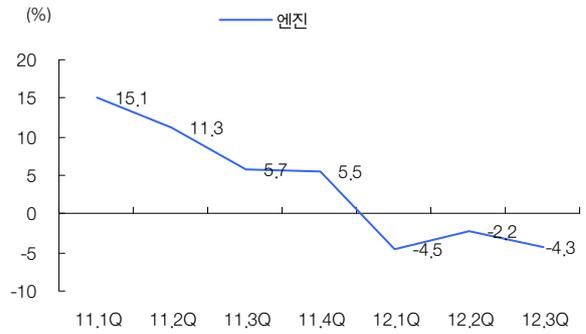
자료 : 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림7〉 엔진 영업이익



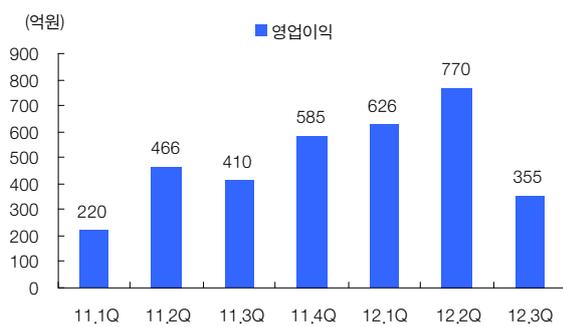
자료 : 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림8〉 엔진 영업이익률



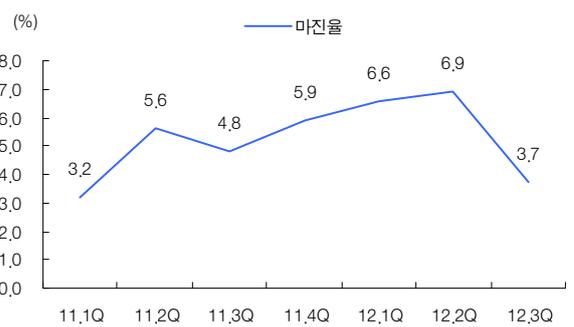
자료 : 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림9〉 D/E 영업이익



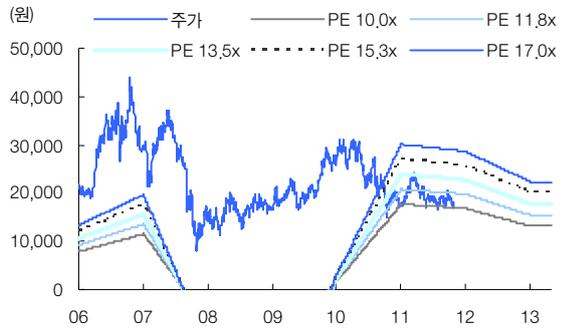
자료 : 두산인프라코어, HMC투자증권

〈그림10〉 D/E 영업이익률



자료 : 두산인프라코어, HMC투자증권

<그림11> PE밴드



자료 : Quantwise, HMC투자증권

<그림12> PB밴드



자료 : Quantwise, HMC투자증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>매출액</b>	7,954	8,463	8,397	9,292	10,373
증가율 (%)	43.6	6.4	-0.8	10.7	11.6
<b>매출원가</b>	5,958	6,616	6,698	7,244	7,986
매출원가율 (%)	74.9	78.2	79.8	78.0	77.0
<b>매출총이익</b>	1,996	1,847	1,699	2,048	2,387
매출이익률 (%)	25.1	21.8	20.2	22.0	23.0
증가율 (%)	99.7	-7.5	-8.0	20.5	16.5
판매관리비	1,542	1,168	1,202	1,321	1,475
<b>조정영업이익 (GP-SG&amp;A)</b>	455	679	498	727	912
조정영업이익률 (%)	5.7	8.0	5.9	7.8	8.8
증가율 (%)	흑전	49.4	-26.7	46.2	25.4
기타영업손익	0	29	-19	0	0
<b>EBITDA</b>	949	930	689	905	1,089
EBITDA 이익률 (%)	11.9	11.0	8.2	9.7	10.5
증가율 (%)	614.6	-2.0	-25.9	31.3	20.4
<b>영업이익</b>	455	709	479	727	912
영업이익률 (%)	5.7	8.4	5.7	7.8	8.8
증가율 (%)	흑전	55.9	-32.5	52.0	25.4
금융손익	-379	-426	-333	-407	-409
기타영업외손익	-45	0	0	0	0
증속/관계기업관련손익	-16	3	2	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	15	285	147	320	503
세전계속사업이익률 (%)	0.2	3.4	1.7	3.4	4.9
증가율 (%)	흑전	1,854.1	-48.5	118.3	57.1
법인세비용	108	78	-165	71	111
계속사업이익	-93	207	312	250	393
<b>당기순이익</b>	-93	311	312	250	393
당기순이익률 (%)	-1.2	3.7	3.7	2.7	3.8
증가율 (%)	작지	흑전	0.4	-19.9	57.1
지배주주지분 순이익	32	298	283	222	348
비지배주주지분 순이익	-125	13	29	28	44
기타포괄이익	0	-98	9	0	0
총포괄이익	0	213	321	250	393

(단위:십억원)					
현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	1,168	117	196	228	430
<b>당기순이익</b>	-93	311	312	250	393
유형자산 상각비	185	150	156	149	149
무형자산 상각비	310	72	55	28	28
외환손익	34	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	316	-431	-167	-200	-140
기타	417	16	-161	0	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-429	-290	-313	-289	-289
투자자산의 감소(증가)	197	13	2	-19	-19
유형자산의 감소	57	62	22	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-322	-426	-309	-269	-269
기타	-361	60	-29	0	0
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-658	329	1,138	0	0
차입금의 증가(감소)	-132	-817	-24	0	0
사채의 증가(감소)	39	889	850	0	0
자본의 증가	4	4	2	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-569	252	310	0	0
<b>기타현금흐름</b>	-4	-8	-21	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	77	147	1,000	-61	142
기초현금	400	477	624	1,624	1,563
기말현금	477	624	1,624	1,563	1,705

\* 2009~2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2013F은 K-IFRS 연결 기준

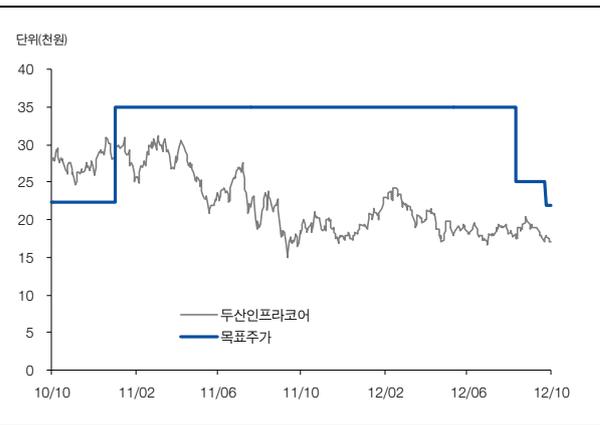
(단위:십억원)					
재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>유동자산</b>	3,731	4,233	5,281	5,669	6,199
현금성자산	477	624	1,624	1,563	1,705
단기투자자산	230	205	200	200	200
매출채권	1,373	1,422	1,465	1,700	1,878
재고자산	1,417	1,782	1,786	2,002	2,211
기타유동자산	235	200	205	205	205
<b>비유동자산</b>	6,646	7,471	7,690	7,801	7,912
유형자산	1,831	1,907	1,976	2,096	2,216
무형자산	4,556	5,038	4,998	4,970	4,942
투자자산	175	167	165	184	203
기타비유동자산	83	359	551	551	551
<b>기타금융융자자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	10,377	11,704	12,970	13,470	14,111
<b>유동부채</b>	3,149	4,473	4,611	4,756	4,900
단기차입금	465	617	813	813	813
매입채무	1,178	961	1,063	1,189	1,313
유동성장기부채	601	1,382	1,516	1,516	1,516
기타유동부채	905	1,514	1,218	1,238	1,258
<b>비유동부채</b>	4,824	4,945	5,760	5,865	5,969
사채	706	1,595	2,445	2,445	2,445
장기차입금	3,265	2,451	2,427	2,427	2,427
장기금융부채 (리스포함)	4	0	1	1	1
기타비유동부채	850	899	887	992	1,096
<b>기타금융융자부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	7,973	9,419	10,371	10,621	10,869
<b>지배주주지분</b>	1,306	1,845	2,136	2,357	2,706
자본금	842	843	843	843	843
자본잉여금	5	8	10	10	10
자본조정 등	-29	94	84	84	84
기타포괄이익누계액	472	-43	-62	-62	-62
이익잉여금	16	942	1,261	1,482	1,831
<b>비지배주주지분</b>	1,097	440	463	492	536
<b>자본총계</b>	2,403	2,285	2,599	2,849	3,242

(단위: 원,%)					
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	-554	1,844	1,850	1,482	2,328
EPS(지배순이익 기준)	189	1,769	1,678	1,314	2,065
BPS(자본총계 기준)	-12,780	-16,332	-14,223	-12,574	-10,080
BPS(지배자본 기준)	-19,292	-18,943	-16,971	-15,489	-13,258
DPS	0	0	0	0	0
PER(당기순이익 기준)	-50.5	9.7	9.2	11.5	7.3
PER(지배순이익 기준)	148.1	10.1	10.2	13.0	8.3
PBR(자본총계 기준)	-2.2	-1.1	-1.2	-1.4	-1.7
PBR(지배자본 기준)	-1.5	-0.9	-1.0	-1.1	-1.3
EV/EBITDA(Reported)	10.7	9.3	12.6	9.7	8.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	-85.6	-433.1	0.3	-19.9	57.1
EPS(지배순이익 기준)	-110.2	835.8	-5.2	-21.7	57.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	-3.8	13.3	12.8	9.2	12.9
ROE(지배순이익 기준)	2.5	18.9	14.2	9.9	13.8
ROA	-0.9	2.8	2.5	1.9	2.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	331.8	412.2	399.0	372.8	335.3
순차입금비율	181.0	229.3	206.9	190.9	163.4
이자보상배율	1.7	2.0	1.2	1.6	2.0

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/01/26	BUY	35,000			
11/02/28	BUY	35,000			
12/09/04	BUY	25,000			
12/09/19	BUY	25,000			
12/10/18	BUY	22,000			
12/10/26	BUY	22,000			

▶ 최근 2년간 두산인프라코어 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 영동은의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이하
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

• 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.  
 • 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.  
 • 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.