

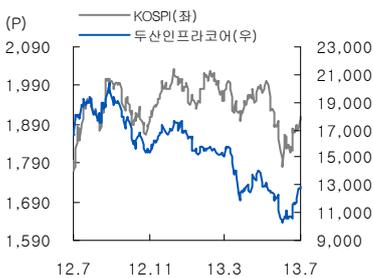
두산인프라코어 (042670)

매수 (유지)

목표주가	17,000원
현재가 (7/24)	12,900원
KOSPI (7/24)	1,912.08pt
시가총액	2,176십억원
발행주식수	168,658천주
액면가	5,000원
52주 최고가	20,450원
최저가	10,300원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분을	8.9%
배당수익률 (12.12월)	0.0%

주주구성			
두산중공업 외 8인			
44.85%			
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	24%	-22%	-22%
절대기준	17%	-20%	-27%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	17,000	24,000	▼
EPS(13)	-190	1,155	▼
EPS(14)	1,413	1,686	▼

두산인프라코어 주가추이



홍진호

02 6915 5723
siggy00@ibks.com

이제 바닥을 논할 시점이 되었을까?

분명 좋지는 않은 2분기 실적

두산인프라코어 2분기 실적이 발표되었다. 매출액은 전년대비 6.5% 감소한 2.2조원, 영업이익은 27.5% 감소한 1,212억원(OPM 5.6%)을 기록하였다. 세전이익은 금융비용 및 외환손실을 반영해도 약 300억원 흑자가 나왔으나 순이익은 밥캣(DII)관련 법인세비용 영향으로 194억원 적자를 기록하였다. 전년대비로는 분명 악화된 실적이었으나 1분기 대비로는 영업이익이 2배 이상 증가하는 등 긍정적으로 해석할 여지도 생겼다고 판단된다.

건설기계, 이제 바닥을 논할 시점이 되었을까?

두산인프라코어의 핵심사업부인 건설기계 사업부는 금융위기 이후 중국 정부의 강력한 경기부양책에 힘입어 2011년 상반기까지 놀라운 실적 호조를 기록하였다. 그러나 2011년 하반기부터 경기부양 효과가 사라지며 중국 굴삭기 시장은 침체를 보였고 동사의 실적 역시 하락세를 보였다. 같은 기간 공작기계와 밥캣(DII)은 호실적을 기록하였으나 중국 침체의 골은 너무나 컸다. 중국 건설기계 침체가 만 2년이 지난 현재, 2분기 중국 관련 데이터는 업황 반전의 신호를 보내고 있다. 4~6월 중국 굴삭기 판매량이 전년대비 감소세를 벗어났고, 국내 건설기계 중국 수출금액 역시 5~6월 플러스로 반전했기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가는 17,000원으로 하향

두산인프라코어에 대해 투자의견은 매수를 유지하나 목표주가는 17,000원으로 약 30% 하향조정 한다. 목표주가 하향 배경은 2013년 예상이익이 당초 전망대비 대폭 하향됐기 때문이다. 연초 대비 주가가 많이 하락한 현 시점에서는 올해의 실적악화 보다는 턴어라운드 가능성을 고민해볼 시점이라 판단된다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	8,463	8,158	7,749	8,112	8,881
영업이익	680	362	343	592	648
세전이익	285	-20	-34	323	375
지배주주순이익	311	404	-38	246	285
EPS(원)	1,770	2,075	-190	1,413	1,656
증가율(%)	835.8	17.2	직전	흑전	17.2
영업이익률(%)	8.0	4.4	4.4	7.3	7.3
순이익률(%)	3.7	5.0	-0.5	3.0	3.2
ROE(%)	18.9	16.3	-1.3	9.2	9.8
PER	10.1	8.2	-67.9	9.1	7.8
PBR	1.6	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.8	15.0	14.5	10.4	10.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2분기 실적, 전년대비는 악화 vs 전분기대비는 개선

13.2Q 실적은 매출액 2.2조원(-6.5%, yoy), 영업이익 1,212억원(-27.5%, yoy) 기록

중국 건기시장 침체로 전년대비 실적 악화

공작기계 역시 매출액, 영업이익 감소. 엔진사업부는 매출 확대도 흑자전환

두산인프라코어 2분기 실적이 발표되었다. 매출액은 전년대비 6.5% 감소한 2.2조원, 영업이익은 27.5% 감소한 1,212억원(OPM 5.6%)을 기록하였다. 세전이익은 금융비용 및 외환손실을 반영해도 약 300억원 흑자가 나왔으나 순이익은 밥캣(DII)관련 법인세비용 영향으로 194억원 적자를 기록하였다. 전년대비로는 분명 악화된 실적이었으나 1분기 대비로는 영업이익이 2배 이상 증가하는 등 긍정적으로 해석할 여지도 생겼다고 판단된다.

사업부별로 살펴보면, 건설기계 사업부는 매출액은 전년대비 6.6% 감소에 그쳤으나 영업이익은 29.3% 급감하였다. 수익성 높은 중국시장 매출 감소가 가장 큰 배경으로 작용하였으며, 중국 건기사업 구조조정 과정에서 총당금 설정 역시 영향을 미쳤다. 밥캣(DII) 2분기 매출/영업이익 역시 전년대비 10% 이상 감소하였으나, 2012년 상반기 미국 건설기계 시장이 매우 좋았다는 점을 감안하면 크게 우려할 사항은 아니라고 판단된다.

공작기계 사업부도 매출액 감소폭 보다 영업이익 감소폭이 컸는데, 이는 매출액 감소 및 엔화약세에 대응하기 위한 판매가격 인하 영향으로 수익성이 하락했기 때문이다. 반면, 엔진사업부는 대형발전기 엔진 수요 호조세에 따른 매출확대로 전년대비 흑자전환을 기록하였다.

표 1. 두산인프라코어 분기별 실적 현황

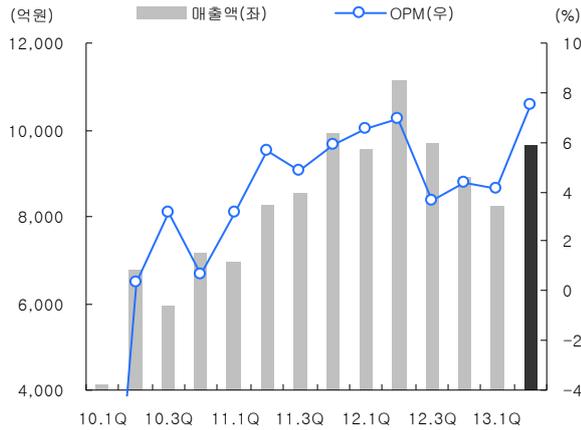
	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q(P)	yoy
매출액	21,903	23,327	18,594	17,760	17,893	21,816	-6.5%
건설기계	16,919	17,798	13,880	12,726	13,678	16,609	-6.7%
-밥캣(DII)	9,556	11,146	9,712	8,915	8,222	9,660	-13.3%
공작기계	3,804	4,001	3,334	3,588	2,742	3,504	-12.4%
엔진	1,179	1,528	1,380	1,446	1,473	1,703	11.5%
영업이익(억원)	1,841	1,671	365	-253	572	1,212	-27.5%
건설기계	1,464	1,174	100	-377	457	804	-31.5%
-밥캣(DII)	642	847	355	392	340	725	-14.5%
공작기계	430	531	328	227	159	362	-31.8%
엔진	-53	-34	-60	-104	-44	46	흑전
영업이익률(%)	8.4	7.2	2.0	-1.4	3.2	5.6	-1.6%p
건설기계	8.7	6.6	0.7	-3.0	3.3	4.8	-1.8%p
-밥캣(DII)	6.7	7.6	3.7	4.4	4.1	7.5	-0.1%p
공작기계	11.3	13.3	9.8	6.3	5.8	10.3	-2.9%p
엔진	-4.5	-2.2	-4.3	-7.2	-3.0	2.7	+4.9%p
-금융손익	-872	-951	-913	-869	-731	-733	
-외환손익	363	-548	623	357	-278	-182	
세전이익	1,228	70	-13	-1,483	-437	297	
순이익	705	1,941	241	1,046	-770	-194	적전

주: IFRS 연결기준
자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

미국 비중이 큰 밥캣,
공작기계 사업부는
전분기대비 큰 폭 개선

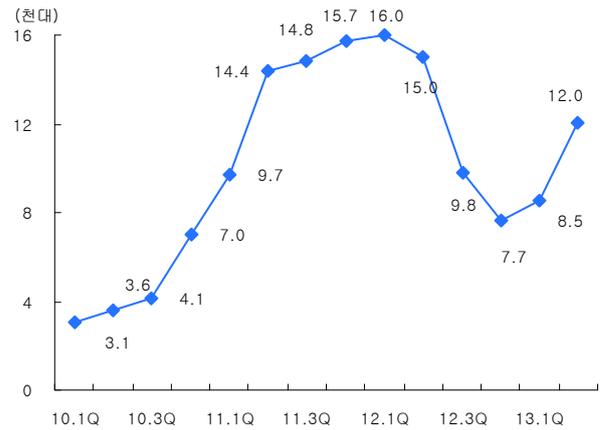
2분기 실적에서 가장 긍정적으로 평가할 수 있는 곳은 밥캣(DII)과 공작기계 사업부이다. 두 부문 모두 전년대비 매출액과 이익이 감소하긴 했으나 분기별로는 1분기를 저점으로 회복세가 상대적으로 크게 나타났다. 두 사업부 모두 미국 비중이 큰 편인데, 미국 경기 회복세가 지속되고 있기 때문이다. 현재 밥캣과 공작기계 수주현황이 양호하기 때문에 하반기에도 두산인프라코어 실적을 견인할 곳은 밥캣과 공작기계 사업부가 될 것으로 예상된다.

그림 1. 분기별 밥캣(DII) 실적 추이



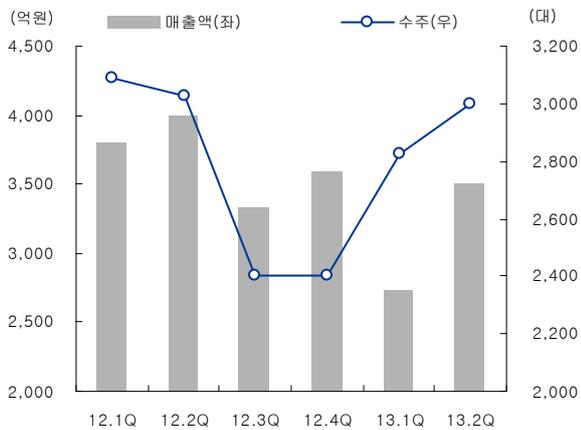
자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

그림 2. 분기별 밥캣(DII) backlog 추이



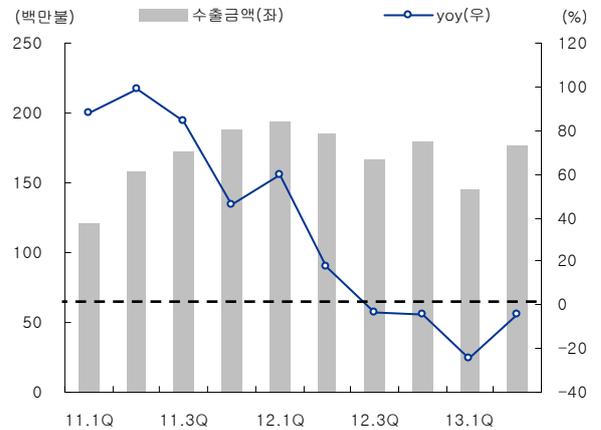
자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

그림 3. 분기별 공작기계 매출 및 수주 현황



자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

그림 4. 분기별 공작기계 수출현황(추정치)



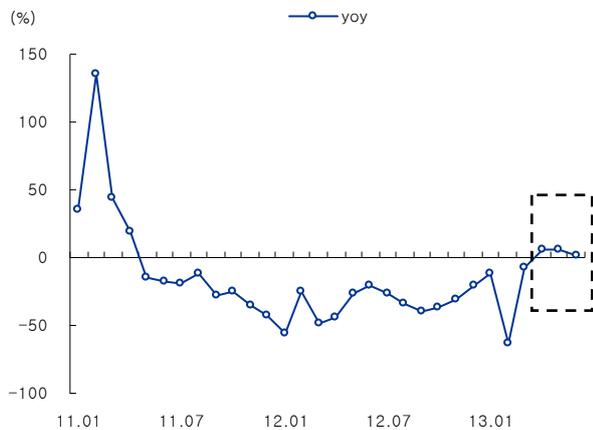
자료: 관세청, IBK투자증권

건설기계, 이제 바닥을 논할 시점이 되었을까?

만 2년간 침체를 겪은
건설기계, 바닥탈출 신호가
감지된다

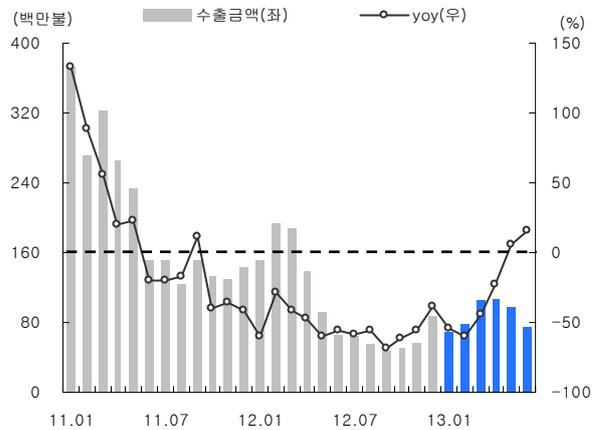
두산인프라코어의 핵심사업부인 건설기계 사업부는 금융위기 이후 중국정부의 강력한 경기 부양책에 힘입어 2011년 상반기까지 놀라운 실적 호조를 기록하였다. 그러나 2011년 하반기부터 경기부양 효과가 사라지며 중국 굴삭기 시장은 침체를 보였고 동사의 실적 역시 하락세를 보였다. 같은 기간 공작기계와 밥캣(DII)은 호실적을 기록하였으나 중국 침체의 골은 너무나 컸다. 중국 건설기계 침체가 만 2년이 지난 현재, 2분기 중국 관련 데이터는 업황 반전의 신호를 보내고 있다. 4~6월 중국 굴삭기 판매량이 전년대비 감소세를 벗어났고, 국내 건설기계 중국 수출금액 역시 5~6월 플러스로 반전했기 때문이다. 중국 수출물량의 경우 반제품 형태인 CKD 수출이 많다는 점을 감안하면 현지 공장 가동률이 서서히 회복국면에 있다고 판단된다.

그림 5. 월별 중국 굴삭기 판매 yoy 추이



자료: 중국공정기계공업협회, IBK투자증권

그림 6. 월별 국내 건설기계 중국 수출현황



자료: 관세청, IBK투자증권

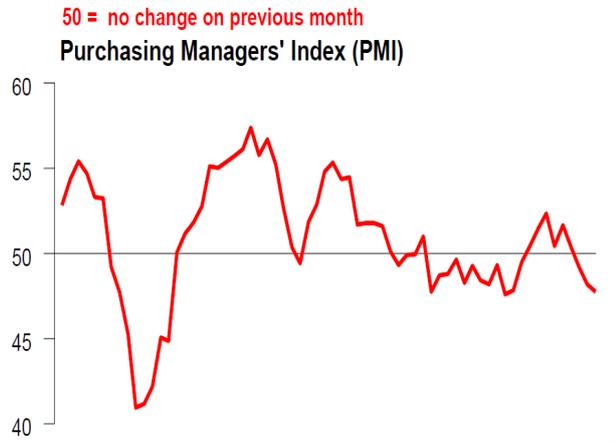
업황 침체 여파로 고강도의 구조조정 단행

두산인프라코어는 건설기계 업황 침체 여파로 올 상반기 구조조정을 단행하였다. 국내외 인력을 감원하고, 특히 중국 소주공장을 부품센터로 전환하는 초 강수를 단행하였다. 당초 중국 소주공장은 기존 연태공장과 더불어 중국판매 확대를 위한 전략기지였음을 감안하면 사실상의 shut down을 단행한 이번 결정은 쉽지 않은 결정이었을 것이다. 중국 내 Top maker 중 하나인 두산이 이 정도의 구조조정을 단행할 정도면 현지의 중소형 로컬업체들의 어려움은 더욱 심할 것이다.

업계는 한계상황까지 왔고, 중국 고용지표는 심각한 상황. 업황 바닥에 대한 고민이 필요한 시점

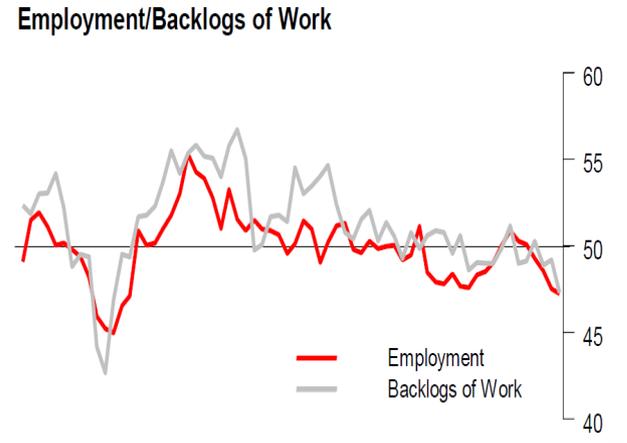
이번 구조조정은 분명 좋지 않은 소식이지만, 역으로 그 만큼 업계 상황이 한계상황까지 왔음을 반증하는 것이라 판단된다. 전일 발표된 중국 Flash 제조업 PMI 지표는 47.7을 기록하며 11개월 내 최저치를 기록하였는데, 주목할 점은 고용지표가 금융위기 이후 최저치를 기록했다는 점이다. 소비중심의 경제구조 전환을 꾀하는 중국정부 입장에서 고용악화는 분명 심각성을 느낄 만한 상황이며, 고용시장 개선을 위해서라도 일정부분의 경기부양은 필요할 것으로 판단된다.

그림 7. Flash 중국 제조업 PMI(7월 속보치)



자료: markit

그림 8. Flash 중국 제조업 PMI 중 고용부분(7월 속보치)



자료: markit

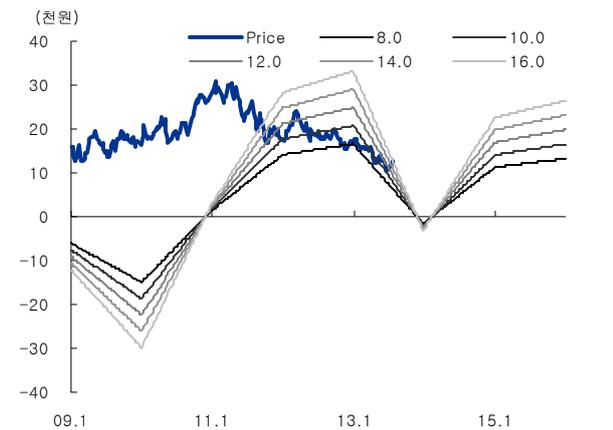
투자의견 매수, 목표주가는 17,000원으로 하향

투자의견 매수, 목표주가는 17,000원으로 하향. 목표주가 하향하였으나 턴어라운드 가능성 고민해볼 시점

두산인프라코어에 대해 투자의견은 매수를 유지하나 목표주가는 17,000원으로 약 30% 하향조정 한다. 목표주가 하향 배경은 2013년 예상이익이 당초 전망대비 대폭 하향됐기 때문이다. 목표주가 17,000원은 12개월 FWD BPS 기준, Target PBR 1.1배를 적용하여 산출하였다.

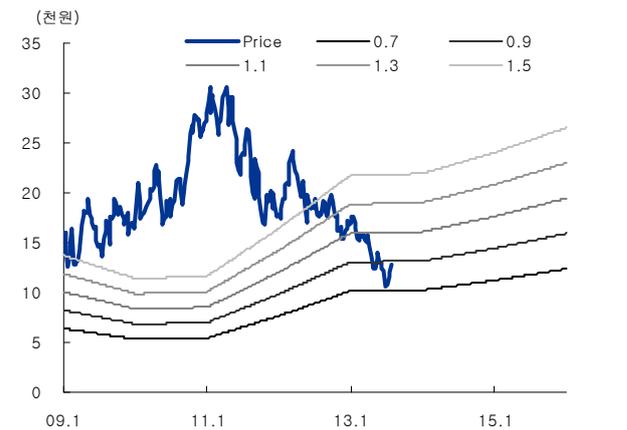
2분기 중국 건설기계 관련지표가 반등에 성공했고, 연초 대비 주가가 많이 하락한 현 시점에서는 올해의 실적악화 보다는 턴어라운드 가능성을 고민해볼 시점이라 판단된다.

그림 9. 두산인프라코어 PER band chart(지배순이익 기준)



자료: Wsiefn, IBK투자증권

그림 10. 두산인프라코어 PBR band chart(지배지분 기준)



자료: Wsiefn, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	8,463	8,158	7,749	8,112	8,881
증가율(%)	6.4	-3.6	-5.0	4.7	9.5
매출원가	6,616	6,478	6,029	6,287	6,883
매출총이익	1,847	1,680	1,720	1,825	1,998
매출총이익률 (%)	21.8	20.6	22.2	22.5	22.5
판매비	1,168	1,318	1,377	1,233	1,350
판매비율(%)	13.8	16.2	17.8	15.2	15.2
영업이익	680	362	343	592	648
증가율(%)	49.5	-46.7	-5.3	72.5	9.5
영업이익률(%)	8.0	4.4	4.4	7.3	7.3
순금융손익	-426	-321	-368	-269	-273
이자손익	-320	-361	-294	-289	-291
기타	-106	40	-74	20	18
기타영업외손익	29	-44	-10	0	0
중속/관계기업손익	3	-18	1	0	0
세전이익	285	-20	-34	323	375
법인세	78	-424	4	78	90
법인세율	27.5	2,146.5	-12.9	24.0	24.0
계속사업이익	207	404	-38	246	285
중단사업손익	104	0	0	0	0
당기순이익	311	404	-38	246	285
증가율(%)	흑전	30.0	적전	흑전	16.0
당기순이익률 (%)	3.7	5.0	-0.5	3.0	3.2
지배주주당순이익	298	350	-32	238	279
기타포괄이익	-98	-178	55	0	0
총포괄이익	213	226	17	246	285
EBITDA	901	609	579	805	840
증가율(%)	-5.0	-32.4	-4.9	38.9	4.4
EBITDA마진율(%)	10.7	7.5	7.5	9.9	9.5

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	1,770	2,075	-190	1,413	1,656
BPS	10,946	14,506	14,618	16,031	17,687
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	10.1	8.2	-67.9	9.1	7.8
PBR	1.6	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.8	15.0	14.5	10.4	10.0
성장성지표(%)					
매출증가율	6.4	-3.6	-5.0	4.7	9.5
EPS증가율	835.8	17.2	적전	흑전	17.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	18.9	16.3	-1.3	9.2	9.8
ROA	2.8	3.5	-0.3	2.0	2.2
ROIC	4.0	4.9	-0.5	2.9	3.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	412.2	285.5	302.9	286.3	274.6
순차입금 비율(%)	237.2	190.1	187.6	171.0	158.9
이자보상배율(배)	2.0	0.9	1.1	1.9	2.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.1	6.2	5.7	5.2	5.2
재고자산회전율	5.3	4.7	4.4	4.3	4.4
총자산회전율	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	4,233	3,862	4,482	4,862	5,308
현금및현금성자산	624	462	658	810	872
유가증권	1	0	0	0	0
매출채권	1,422	1,200	1,503	1,622	1,776
재고자산	1,782	1,662	1,851	1,937	2,121
비유동자산	7,471	7,691	7,710	7,777	8,017
유형자산	1,907	2,024	1,927	2,039	2,276
무형자산	5,038	4,755	4,838	4,756	4,680
투자자산	167	163	163	164	165
자산총계	11,704	11,553	12,193	12,639	13,325
유동부채	4,473	3,539	3,873	4,037	4,355
매입채무및기타채무	961	583	942	986	1,080
단기차입금	617	1,325	1,210	1,267	1,387
유동성장기부채	1,382	740	841	863	880
비유동부채	4,945	5,017	5,294	5,330	5,413
사채	1,595	1,586	1,713	1,691	1,691
장기차입금	2,451	2,508	2,572	2,583	2,566
부채총계	9,418	8,556	9,166	9,367	9,768
지배주주지분	1,845	2,447	2,465	2,704	2,983
자본금	843	843	843	843	843
자본잉여금	8	523	523	523	523
자본조정등	94	-30	-31	-31	-31
기타포괄이익누계액	-42	-177	-137	-137	-137
이익잉여금	942	1,288	1,268	1,506	1,785
비지배주주지분	440	550	561	568	574
자본총계	2,285	2,997	3,026	3,272	3,557
비이자부채	3,374	2,397	2,831	2,964	3,244
총차입금	6,045	6,159	6,336	6,404	6,524
순차입금	5,421	5,697	5,678	5,594	5,652

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	117	-433	203	315	296
당기순이익	311	404	-38	246	285
비현금성 비용 및 수익	647	235	589	481	465
유형자산감가상각비	150	159	149	131	115
무형자산감가상각비	72	87	87	82	76
운전자본변동	-431	-183	-53	-123	-162
매출채권등의감소	-49	203	-279	-119	-154
재고자산의감소	-464	120	-185	-87	-184
매입채무등의증가	-100	-311	379	44	93
기타 영업현금흐름	-410	-889	-295	-289	-291
투자활동 현금흐름	-290	-545	-165	-278	-452
유형자산의 증가(CAPEX)	-426	-460	-50	-242	-353
유형자산의 감소	62	91	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-66	-95	-20	0	0
투자자산의 감소(증가)	-47	-14	27	-1	-1
기타	187	-66	-125	-35	-98
재무활동 현금흐름	329	811	91	-128	108
차입금의증가(감소)	-673	15	-152	11	-17
자본의 증가	0	531	0	0	0
기타	1,001	265	242	-139	125
기타 및 조정	-8	5	67	0	0
현금의 증가	147	-162	196	-91	-49
기초현금	477	624	462	658	567
기말현금	624	462	658	567	519

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

