

기계

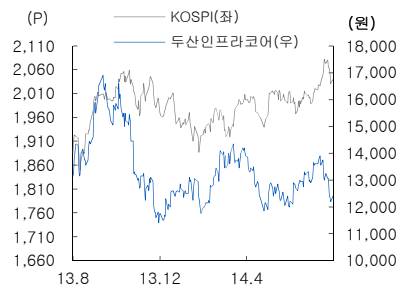
중립 (하향)

TOP PICK

두산인프라코어 (042670)

투자의견	매수 (유지)
목표주가	17,000원
현재가 (8/11)	12,400원

두산인프라코어 주가추이



어두운 분위기 속에서 차별화된 기업 찾기

기계업종 전반적으로는 아직 무거운 분위기가 지속

국내 기계업종 전반적인 분위기는 여전히 무겁다. 국내 기계 3대 품목인 건설기계, 공작기계, 플랜트 기자재(피팅) 중 공작기계를 제외한 나머지는 모두 2분기 수출이 전년 대비 감소세를 보였다. 건설기계는 1분기 반전을 보였던 중국수출이 재차 침체에 빠졌고, 피팅수출은 4개분기 연속 감소세를 지속 중이다. 공작기계는 0.5% 증가를 기록 했으나 주력인 절삭기계 수출은 9.4% 감소를 보였다.

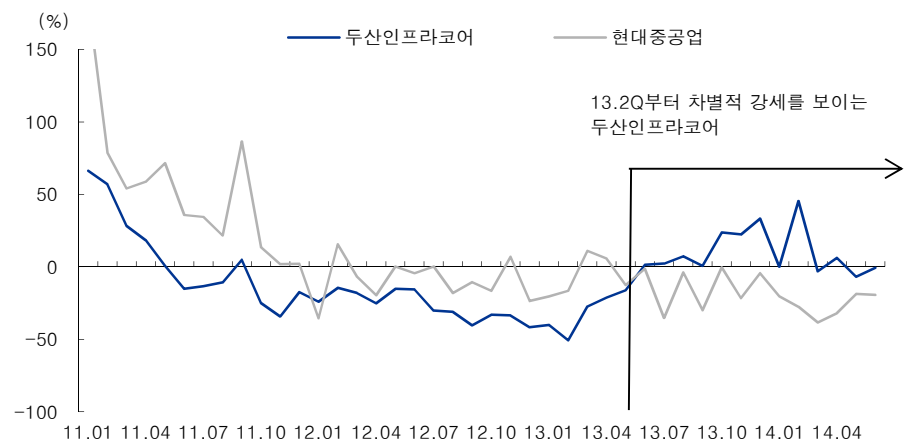
다만 업체별로는 차별화가 뚜렷하게 진행 중

업종 전반적인 분위기가 어두운 것은 사실이나 업체별 차별화는 뚜렷하게 진행되고 있다. 우선 건설기계 내에서는 두산인프라코어가 비교적 양호한 상황인 반면 현대중공업은 큰 폭의 감소를 지속하고 있다. 공작기계 내에서는 대기업인 두산인프라코어의 수출은 감소한 반면 중소기업인 화천기공의 수출은 눈에 띄는 성장을 기록한 것으로 파악된다. 다만 피팅은 고가의 SUS제품 수출이 크게 감소하며 4개분기 연속 침체를 지속 중이다.

업종의견 중립으로 하향. 최선희주 두산인프라코어, 관심종목 화천기공

전반적인 분위기를 반영하여 기계업종 투자의견을 중립으로 하향한다. 다만 건설기계 및 공작기계는 중국경제 성장을 개선이 나타나거나 제조업 설비투자가 활발해 진다면 비교적 빠른 개선을 보일 수도 있다. 선진국 Capex회복의 수혜를 누리고 있는 두산인프라코어를 업종 내 탑픽으로 제시하며, 돋보이는 수출 성장세를 보이면서 Valuation매력이 높은 화천기공을 관심종목으로 추천한다.

월별 두산인프라코어 vs 현대중공업 건설기계 수출금액 yoy 추이 (지게차 제외)



주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정함 자료: 관세청, IBK투자증권

홍진호

02 6915 5723
siggy00@ibks.com

www.ibks.com

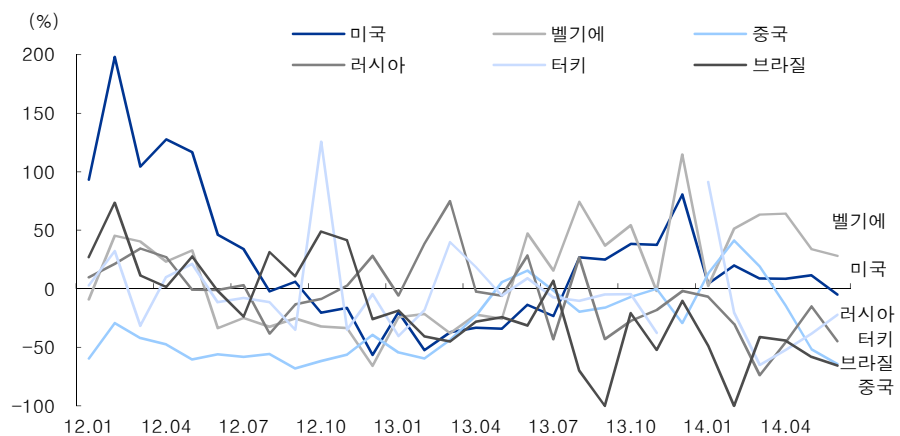
본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 최종 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

건설기계: 엇갈림이 심화되는 선진국 vs 중국/이머징

선진국과 이머징의 극명한
차별을 보이는 건설기계
수출

2014년 2분기 국내 건설기계 총 수출금액은 전년대비 8.6% 감소한 18억불을 기록하였다. 지게차를 제외한 건설기계 수출금액은 전년대비 6.9% 감소한 17억불에 그쳤다. 1분기 수출 금액이 0.4% 감소에 머물렀음을 감안하면 감소폭이 더욱 확대된 것이다. 2분기 수출 부진의 가장 큰 배경은 러시아, 터키, 브라질 등 신흥국 수출부진이 지속되는 상황에서 1분기 반짝 상승을 보였던 중국수출이 재차 침체에 빠졌기 때문이다. 반면 미국, 벨기에(유럽) 등 선진국 수출은 견조한 성장세를 지속하며 중국을 비롯한 신흥국 수출과 차별화되는 모습을 보이고 있다.

그림 1. 월별/국가별 건설기계 수출 yoy 추이



자료: 관세청, IBK투자증권

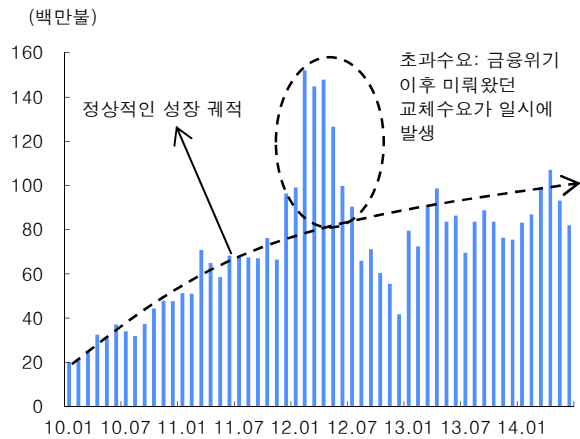
2분기 미국 수출은 yoy
5.2% 증가하며 꾸준한
회복세 지속

2분기 국가별 건설기계 수출현황을 자세히 살펴보면, 우선 미국 수출금액은 전년대비 5.2% 증가한 2.8억불을 기록하였다. 국내 건설기계 미국 수출금액은 2010년부터 꾸준히 상승했는데, 2012년 상반기에 초과수요가 있었다. 당시 미국 렌탈업체들이 금융위기 이후 미뤄왔던 장비교체를 일시에 진행하였기 때문이다(그림 2).

가장 고무적인 회복세를
보이는 유럽수출

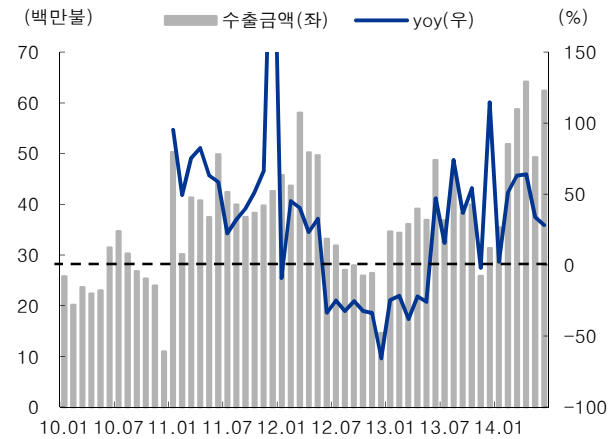
가장 고무적인 수출회복을 보이는 지역은 유럽이다. 당사는 유럽시장 업황을 가늠하는 방법으로 벨기에 수출지표를 참고하는데, 그 이유는 두산인프라코어/현대중공업 모두 벨기에에 조립센터가 있기 때문이다. 국내 건설기계 벨기에 수출금액은 2012년 3분기부터 침체에 빠지며 부진했으나 2013년 3분기 이후에는 빠르게 회복세를 보이고 있다. 서유럽/북유럽 국가 중심으로 정부지출이 확대되고 있고 현지 경기상황도 호전되고 있기 때문으로 풀이된다. 2분기 벨기에 수출금액은 전년대비 41.1% 급증한 1.8억불을 기록하였다.

그림 2. 월별 국내 건설기계 미국 수출금액 추이



자료: 관세청, IBK투자증권

그림 3. 월별 국내 건설기계 벨기에(유럽) 수출금액 추이

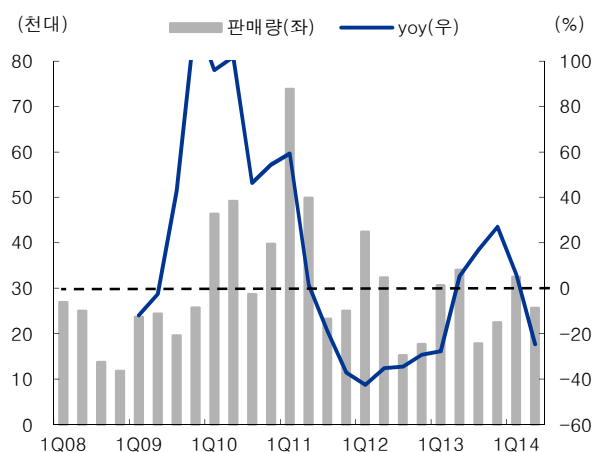


자료: 관세청, IBK투자증권

불안한 지역은 또 다시 중국, 그러나 더 이상 나빠지기도 어려움

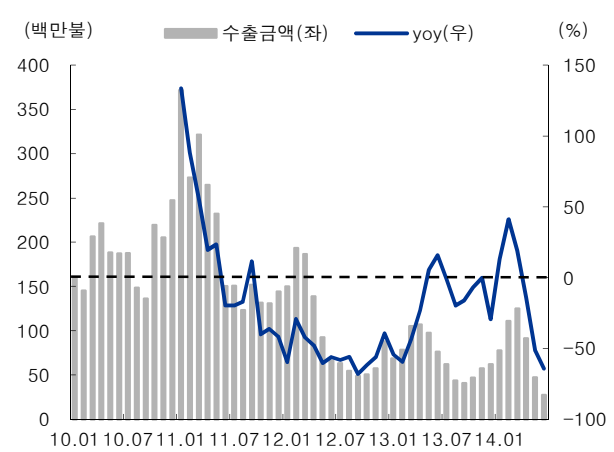
반면 불안한 지역은 또 다시 중국이다. 중국 수출금액은 2014년 1분기 증가세로 반전하며 본격 회복할 것으로 기대됐으나 2분기에 재차 감소세로 전환하였다. 2분기 중국 굴삭기 전체 판매량이 전년동월대비 24.6% 감소한 영향으로 두산인프라코어/현대중공업 등 국내 업체들의 판매량도 각각 26.9%, 50.3% 감소했기 때문이다. 중국 굴삭기 시장이 2분기에는 불안한 흐름을 보였으나 하반기에는 재차 안정될 것으로 예상된다. 중국경기가 경착륙에만 빠지지 않는다면 지난해 기록한 연간 10만대 규모의 굴삭기 시장은 유지 가능하다. 2000년 이후 중국에 판매된 굴삭기가 100만대를 넘어선 상황에서 교체수요 10년만 감안해도 최소 연간 10만대 수준의 시장규모는 형성 가능하기 때문이다. 이럴 경우 2014년 상반기 누적 판매량이 전년대비 10.2% 감소했기 때문에 하반기에는 18.6%의 증가를 기대할 수 있다.

그림 4. 분기별 중국 굴삭기 판매량



자료: 중국공정기계협회, IBK투자증권

그림 5. 월별 국내 건설기계 중국 수출금액 추이



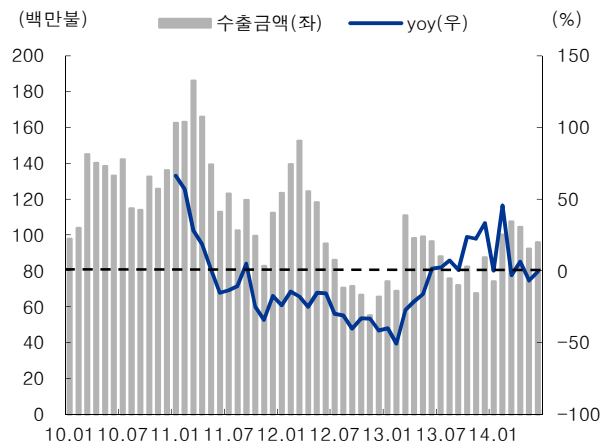
자료: 관세청, IBK투자증권

업체별로는 두산 선방 vs
현대 침체로 요약됨

한편, 업체별 수출현황을 살펴보면 [두산인프라코어 선방 vs 현대중공업 침체 지속]으로 요약된다. 2분기 두산인프라코어의 건설기계 수출금액(지게차 제외)은 전년동월대비 0.4% 감소한 2.9억불을 기록한 것으로 추정된다. 지난 1분기 11.0% 증가한 것에 비하면 부진한 모습이지만 다른 업체와 비교하면 양호한 성적이다.

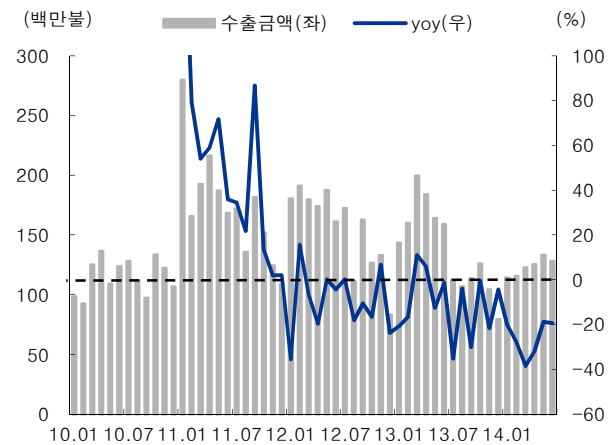
현대중공업의 2분기 수출금액(지게차 제외)은 23.7% 감소한 3.9억불로 추정된다. 현대중공업의 수출 감소는 2년 넘게 지속되고 있는데, 2014년 들어서는 그 폭이 20~30%대를 기록할 만큼 더욱 확대되었다. 현대중공업의 수출이 부진한 이유는 중국수출이 여전히 침체된 상황에서 기존 주력시장 이었던 러시아 수출이 소치 올림픽 이후 급감하고 있고, 미국/벨기에 등 선진국 수출마저도 감소세를 이어가기 때문이다.

그림 6. 월별 두산인프라코어 건설기계 수출금액(지게차 제외)



주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정한 것임 자료: 관세청, IBK투자증권

그림 7. 월별 현대중공업 건설기계 수출금액(지게차 제외)



주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정한 것임 자료: 관세청, IBK투자증권

공작기계: 눈에 띄는 성장을 기록 중인 화천기공

공작기계는 크게
절삭기계와 성형기계로
나뉜다

공작기계는 절삭기계(CNC선반, 머시닝센터 등)와 성형기계(Press기기) 등 크게 2가지로 분류된다. 통상 공작기계라 하면 절삭기계를 의미하는데, 시장규모가 크고 관련 업체도 많기 때문이다. 국내 대표적인 절삭기계 업체는 두산인프라코어, 현대위아, 화천기공 등이 있다. 성형기계는 현대위아, SIMPAC 등 두 업체가 국내 대부분을 점유하고 있는데, 주로 자동차, 대형 가전 등 부피가 큰 제품을 제작하는 곳에서 수요가 발생한다.

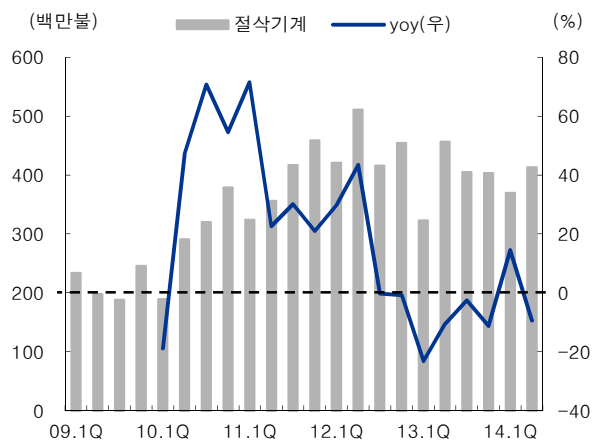
품목별로 혼조세를 보이고
있는 공작기계 수출

공작기계 수출은 2012년 하반기부터 감소세를 시작하여 2013년 내내 부진한 모습을 보였다. 2014년 들어서는 미미하지만 회복의 조짐이 나타나고 있는데, 1분기에는 절삭기계 수출이 전년대비 14.5% 증가했으나 성형기계가 38.3% 감소하며 전체 수출성장을 제한시켰다. 2분기에는 반대로 절삭기계 수출은 9.4% 감소한 반면 성형기계는 1.2% 증가하며 전체 수출금액은 8개 분기만에 처음으로 증가세로 반전하였다(+0.5%, yoy).

2014년 공작기계 수출은
주요국 제조업체들의
설비투자 확대에 개선될 듯

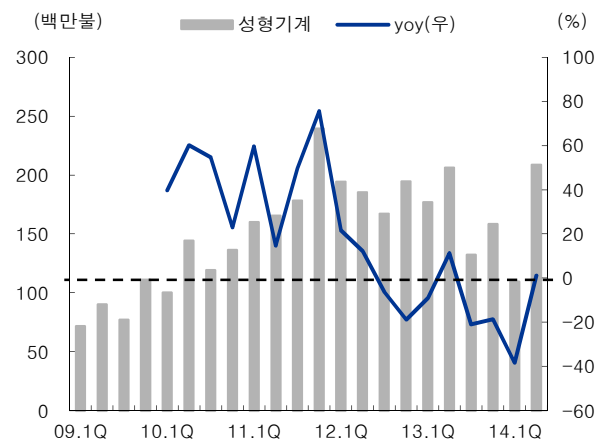
2014년 공작기계 수출은 전년대비 개선될 것으로 예상된다. 공작기계는 제조업, 특히 자동차 산업의 설비투자와 흐름을 같이 하는데, 미국과 일본, 유럽 자동차 업체들이 지난해까지 큰 폭의 실적개선을 바탕으로 설비투자를 재개하는 움직임이 나타나기 때문이다. 한편, 내수 수요 역시 긍정적인데, 현대/기아차의 신차 싸이클이 올해를 기점으로 본격 시작됐기 때문이다. 차량모델이 변경되면 부품업체들이 노후화된 기계를 교체하는 경향이 높기 때문이다.

그림 8. 분기별 절삭기계 수출금액 추이



자료: 관세청, IBK투자증권

그림 9. 분기별 성형기계 수출금액 추이



자료: 관세청, IBK투자증권

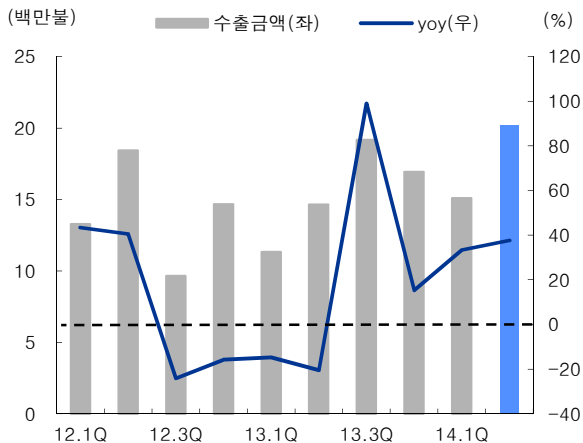
업체별로는 화천기공의
수출 성장세가 가장 돋보임

업체별로는 중견기업인 화천기공의 수출 성장세가 두드러지게 나타나고 있다. 화천기공 역시 2012년 하반기부터 수출감소세가 나타났으나 2013년 3분기부터 큰 폭의 개선세를 보이더니 2014년 들어서도 전년대비 30% 이상의 수출성장을 지속 중인 것으로 파악된다(그림 10). 국가별로는 미국, 독일 등 선진국 수출회복이 전체 외형을 이끌고 있는데, 6월에는 전에 없던 멕시코 수출이 시작된 것으로 추정된다(그림 11). 멕시코는 글로벌 완성차 업체들이 중국과 함께 가장 투자를 많이 하는 지역인데, 국내 기아자동차 역시 멕시코에 공장 건립을 추진하고 있다.

2분기 두산의 공작기계
수출은 전년대비 감소,
다만 내수가 좋았음

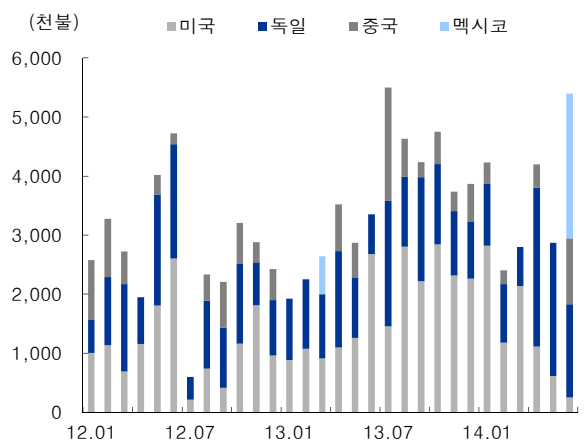
한편, 국내 대표 공작기계 업체인 두산인프라코어의 2분기 공작기계 수출금액은 전년동월 대비 9.8% 감소한 것으로 추정된다. 독일/이탈리아 등 유럽수출은 호조세를 보였으나 최대 수출지역인 미국 수출이 감소한 영향이 크게 나타났다. 수출은 부진했으나 내수 주문이 크게 개선되며 2분기 두산의 공작기계 실적은 크게 개선되었다.

그림 10. 분기별 화천기공 공작기계 수출금액 추이



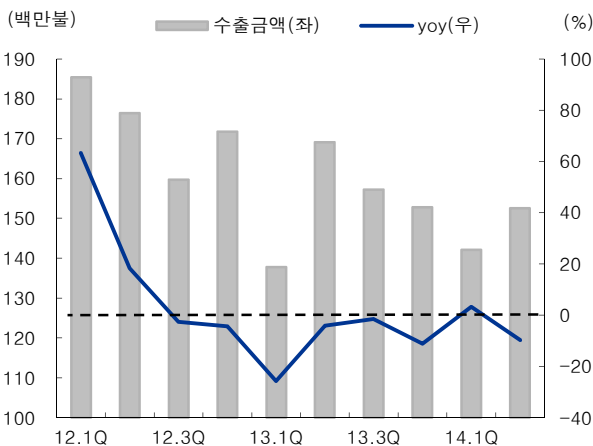
주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정한 것임 자료: 관세청, IBK투자증권

그림 11. 월별 화천기공 공작기계 주요국 수출 추이



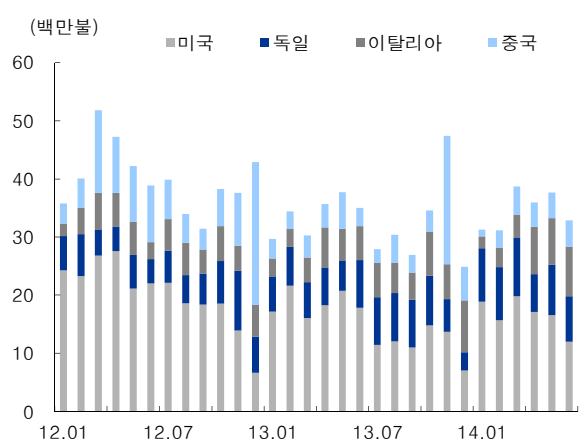
주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정한 것임 자료: 관세청, IBK투자증권

그림 12. 분기별 두산인프라코어 공작기계 수출금액 추이



주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정한 것임 자료: 관세청, IBK투자증권

그림 13. 월별 두산인프라코어 공작기계 주요국 수출 추이



주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정한 것임 자료: 관세청, IBK투자증권

피팅(Fitting): 어려운 상황 지속

2013년 상반기까지 양호한 실적을 기록했던 피팅

석유/화학플랜트에 들어가는 대표적인 기자재 중 하나인 피팅(Fitting; 관이음새) 수출은 2013년 3분기부터 감소하기 시작했다. 2013년 초 GS건설로 촉발된 해외 플랜트 침체 우려가 피팅업체까지 확대됐으나 2013년 상반기까지 성광벤드/태광은 비교적 양호한 실적을 기록하며 시장의 우려를 불식시켰다. 특히 성광벤드는 2013년 2분기 26.6%라는 놀라운 영업이익률을 기록하며 시장에 서프라이즈를 보여주었고 주가도 2010년 초 이후 재차 3만원을 넘어서기도 하였다.

13.3Q 이후 피팅 수출은 급격히 감소하기 시작

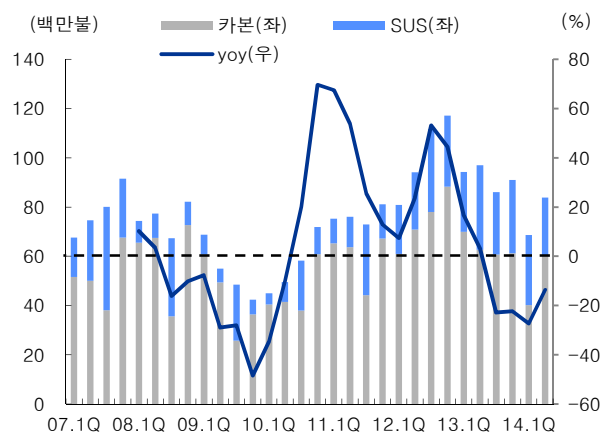
그러나 2013년 5월부터 불안한 조짐이 나타나기 시작하였다. 피팅 업체들 수출의 약 2/3를 차지하는 카본제품 수출이 급격히 감소하기 시작한 것이다. 다행히 해양플랜트에 들어가는 고가의 SUS제품 수출이 크게 확대되어 2013년 2분기 실적에는 큰 영향을 주지 않았다. 문제는 3분기부터 시작되었다. 카본제품 수출이 지속적으로 감소하는 가운데 SUS제품마저 수출 감소가 나타난 것이다. GS건설로 촉발된 시장의 우려가 2개분기 뒤에 현실화 된 것이다.

[참고] 피팅제품은 재질에 따라 카본제품과 SUS(스테인리스)제품으로 나뉘는데, 카본제품은 주로 석유/화학플랜트(육상플랜트)에 쓰이며 피팅 업체들 매출액의 2/3 정도를 차지하는 주력제품이다. SUS제품은 주로 해양플랜트에 쓰이며 카본제품 대비 단가가 3배 정도 높은 정도로 고가의 고 수익성 아이템이다.

고가의 SUS제품 수출마저 감소세를 보이며 어려움 지속 중

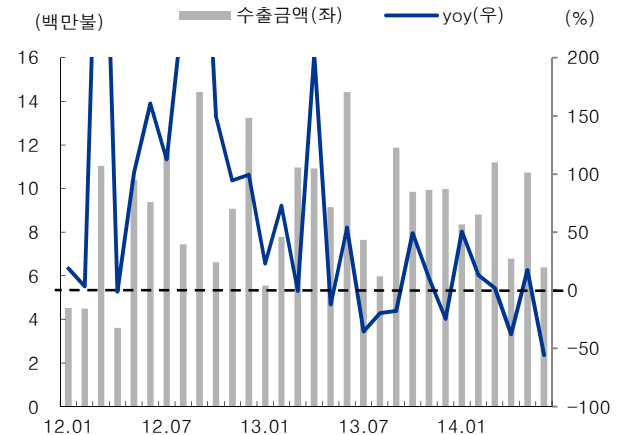
[그림 14]에서 보는 것처럼 성광벤드/태광이 위치한 부산지역 피팅 수출금액은 2013년 3분기부터 감소세를 시작하여 1년째 지속되고 있다. 그나마 감소폭을 막아주던 SUS제품 수출마저 2014년 2분기에는 전년대비 30.6%나 감소하며 전체 피팅 수출의 부진을 더욱 확대시키고 있다.

그림 14. 분기별 부산지역 피팅 수출금액 추이



자료: 관세청, IBK투자증권

그림 15. 월별 부산지역 SUS제품 수출금액 추이



자료: 관세청, IBK투자증권

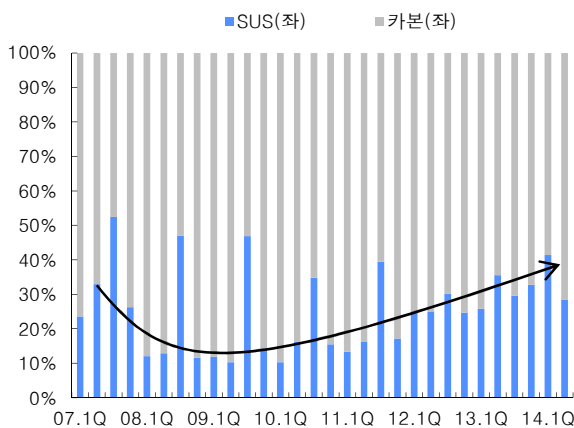
수출단가 상승은
긍정적이나 환율하락이
부담

다만 고가의 SUS제품 수출비중 확대로 수출단가가 상승하고 있다는 점은 긍정적이나 최근의 원화강세 기조(원/달러 환율 하락)가 부담이다. 수출비중이 높기 때문에 피팅업체들은 일정부분 환헛지를 하고는 있으나 환율하락이 영업이익률에 가하는 압박은 비교적 크게 나타난다. 더욱이 2분기에는 SUS비중 감소로 수출단가가 전분기대비 6.6% 하락했기 때문에 2분기 관련 업체들의 수익성은 악화됐을 것으로 예상된다.

2분기까지 피팅업체
실적은 전년대비 부진할 듯

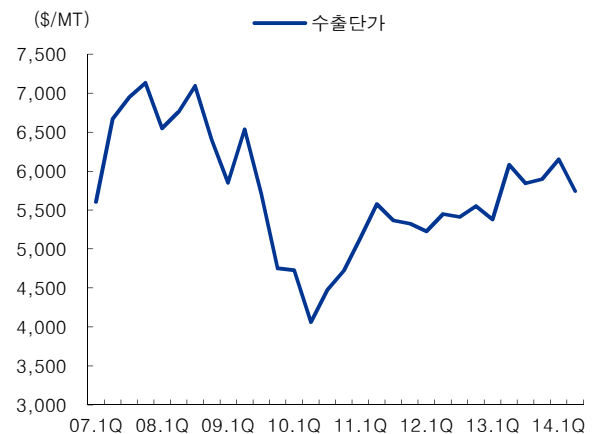
성광벤드/태광의 실적은 2분기까지는 전년대비 부진할 것으로 전망되나 하반기부터는 소폭의 회복세를 보일 것으로 예상된다. 다만 유념할 부분은 피팅 수요의 최종 전방업체인 글로벌 석유/화학 업체들의 설비투자 감소이다. Exxon Mobil, Total, Royal Dutch Shell 등 글로벌 메이저 업체들 대부분이 설비투자 감소를 계획하고 있기 때문에 과거 호황기 때 보여줬던 피팅 업체들의 고 성장은 기대하기 어려울 것으로 판단된다. 따라서 하반기 이후 실적개선이 나타난다 해도 이 부분이 관련 업체들의 Valuation논란을 불러올 가능성은 높아 보인다.

그림 16. 분기별/재질별 수출비중 추이(부산지역 기준)



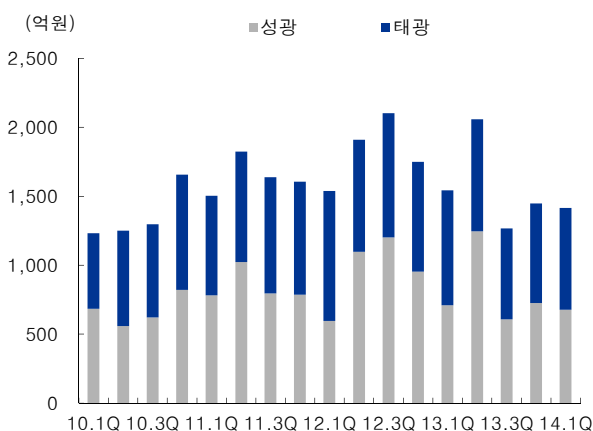
자료: 관세청, IBK투자증권

그림 17. 분기별 피팅 수출단가 추이(부산지역 기준)



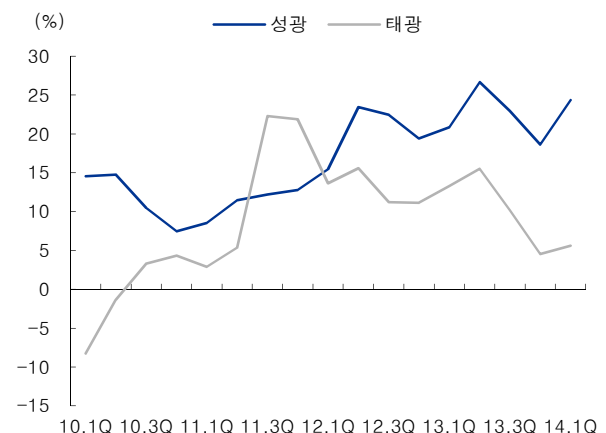
자료: 관세청, IBK투자증권

그림 18. 분기별 성광/태광 신규수주 추이



자료: 각 사, IBK투자증권

그림 19. 분기별 성광/태광 영업이익률 추이

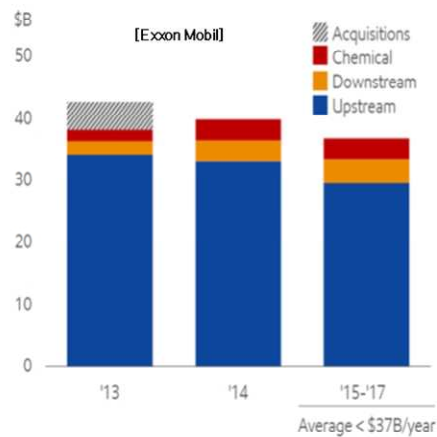


자료: 각 사, IBK투자증권

그림 20. Exxon Mobil, Total, Royal Dutch Shell의 향후 CAPEX 계획

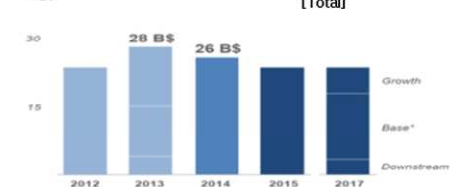
[Exxon Mobil의 Capex 계획]

Capex by Business Line



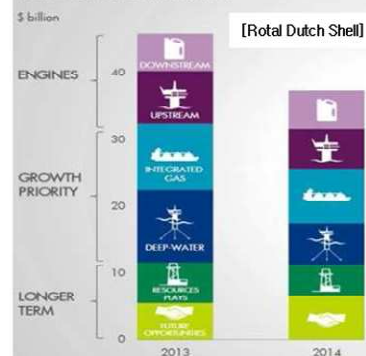
[Total의 Capex 계획]

Group organic Capex



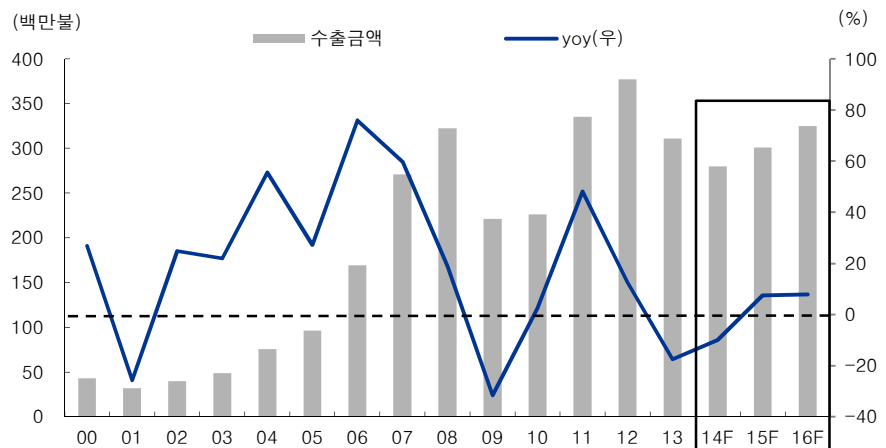
[Royal Dutch Shell의 Capex 계획]

TOTAL CAPITAL INVESTMENT



자료: 각 사 IR자료, IBK투자증권

그림 21. 연도별 피팅 수출금액 추이 및 전망



자료: 성광벤드, 태광, 관세청, IBK투자증권

업종의견 중립으로 하향. 최신후주 두산인프라코어, 관심종목 화천기공

국내 기계업종 전반적인 분위기는 여전히 어두움

국내 기계업종 전반적인 분위기는 여전히 무겁다. 국내 기계 3대 품목인 건설기계, 공작기계, 플랜트 기자재(피팅) 중 공작기계를 제외한 나머지는 모두 2분기 수출이 전년대비 감소세를 보였다. 건설기계는 1분기 반전을 보였던 중국수출이 재차 침체에 빠졌고, 피팅수출은 4개분기 연속 감소세를 지속 중이다. 공작기계는 0.5% 증가를 기록했으나 주력인 절삭기계 수출은 9.4% 감소를 보였다.

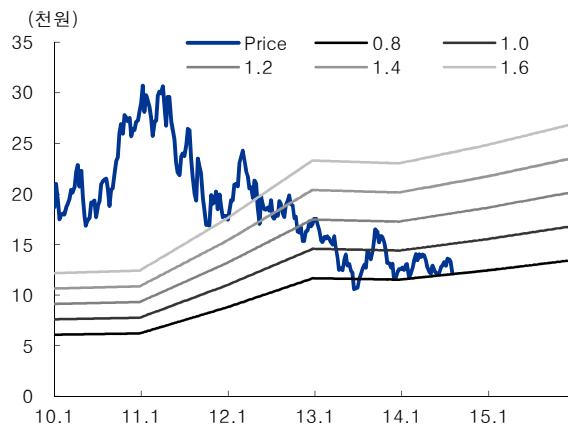
업체별로는 두산인프라코어, 화천기공이 가장 긍정적

업종 전반적인 분위기가 어두운 것은 사실이나 업체별 차별화는 뚜렷하게 진행되고 있다. 우선 건설기계 내에서는 두산인프라코어가 비교적 양호한 상황인 반면 현대중공업은 큰 폭의 감소를 지속하고 있다. 공작기계 내에서는 대기업인 두산인프라코어의 수출은 감소한 반면 중소기업인 화천기공의 수출은 눈에 띄는 성장을 기록한 것으로 파악된다. 다만 피팅은 고가의 SUS제품 수출이 크게 감소하며 4개분기 연속 침체를 지속 중이다.

업종의견 중립으로 하향, 탐픽 두산인프라코어, 관심종목 화천기공

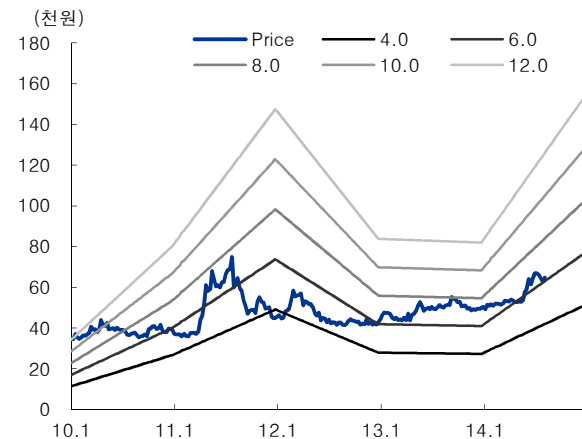
전반적인 분위기를 반영하여 기계업종 투자의견을 중립으로 하향한다. 다만 건설기계 및 공작기계는 중국경제 성장률 개선이 나타나거나 제조업 설비투자가 활발해 진다면 비교적 빠른 개선을 보일 수도 있다. 선진국 Capex회복의 수혜를 누리고 있는 두산인프라코어를 업종 내 탐픽으로 제시하며, 돋보이는 수출 성장세를 보이면서 Valuation매력이 높은 화천기공을 관심종목으로 추천한다.

그림 22. 두산인프라코어 PBR band chart



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 23. 화천기공 PER band chart



자료: Wisefn, IBK투자증권

매수 (유지)

목표주가 17,000원
현재가 (8/11) 12,400원

KOSPI (8/11)	2,039.37pt
시가총액	2,531십억원
발행주식수	207,455천주
액면가	5,000원
52주 최고가	16,900원
최저가	11,400원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	22.2%
배당수익률 (13.12월)	0.0%

주주구성	
두산중공업 외 8인	36.47%
국민연금기금	5.06%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	3%	-2%
절대기준	-6%	-2%	-10%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	17,000	17,000	-
EPS(14)	1,083	1,107	▼
EPS(15)	1,306	1,431	▼

두산인프라코어 상대주가 (%)



두산인프라코어 (042670)

이젠 선진국을 빼고 두산을 논할 수 없다

14년 상반기 중국 매출비중 13%에 불과

2014년 상반기 두산인프라코어의 중국 매출비중은 전체의 13%인 약 5천억원에 불과하다. 또한 중국 매출이 없는 밥캣이 영업이익에서 차지하는 비중은 53%로 절반을 상회한다. 중국비중이 적은 공작기계까지 합하면 영업이익의 80% 이상이 중국과 직접적인 연관성이 없다. 그럼에도 두산인프라코어는 여전히 시장에서 중국관련주로 인식이 되고 있다. 이제 고정관념을 버리고 새로 바라볼 시점이다.

상반기 영업이익의 80% 이상이 밥캣과 공작기계

2014년 상반기 두산인프라코어가 기록한 영업이익 2,444억원 중 밥캣(1,290억원)과 공작기계(735억원)가 차지하는 비중은 83%에 이른다. 밥캣은 매출액의 100%가 미국과 유럽에서 발생하고, 공작기계는 내수와 미주, 유럽 매출액이 전체의 80%를 상회한다. 또한 구조적인 변화를 보이고 있는 엔진 사업부 역시 G2엔진이 밥캣에 탑재되며 이익개선이 나타나는 것이기 때문에 중국과는 연관이 적다. 중국경기가 개선되어 동사의 실적에 기여를 한다면 금상첨화겠지만, 그렇지 않다고 해서 폄하할 것도 아니라는 것이다.

산업재 기업 중 몇 안되는 선진국 관련주, 업종 내 탑픽 유지

두산인프라코어를 기계업종 내 탑픽으로 제시하며 투자의견, 목표주가는 종전대로 유지한다. 2014~15년 실적추정을 하향조정 했으나 당사는 2014F BPS에 Target PBR 1.1배로 목표주가를 산출했으며, 목표주가를 하향할 정도의 BPS 변동폭이 발생하지는 않았다.

(단위: 십억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	8,158	7,737	7,932	8,881	9,227
영업이익	362	370	508	590	627
세전이익	-22	-57	265	336	371
지배주주순이익	340	-102	225	271	299
EPS(원)	2,018	-596	1,083	1,306	1,439
증가율(%)	14.1	적전	흑전	20.6	10.2
영업이익률(%)	4.4	4.8	6.4	6.6	6.8
순이익률(%)	4.8	-1.3	2.7	2.9	3.1
ROE(%)	15.8	-3.7	7.3	8.1	8.2
PER	8.4	-21.1	11.3	9.3	8.5
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	14.6	12.5	10.1	9.1	8.7

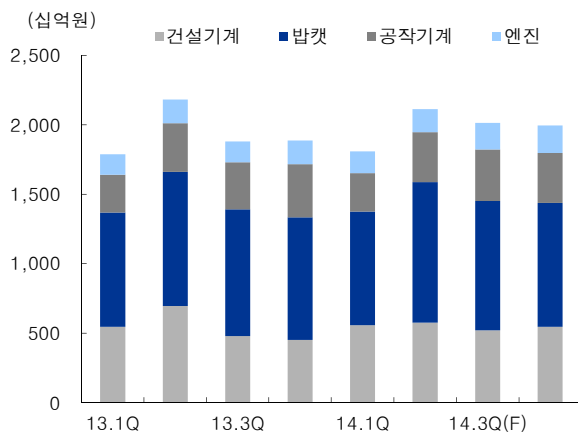
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 두산인프라코어 실적추정 변경 및 목표주가 산출 내역

(십억원)	2013	신규		기존		조정폭	조정폭
		2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
매출액	7,737	7,932	8,881	8,112	8,881	-2.2%	0.0%
영업이익	370	508	590	576	643	-11.8%	-8.2%
지배주주순이익	-102	225	271	230	297	-2.2%	-8.8%
[주당 지표 및 목표주가 산출 내역]							
1) EPS(원)	-596	1,083	1,306	1,107	1,431	-2.2%	-8.7%
2) BPS(원)	14,398	15,481	16,787	15,584	16,807	-0.7%	-0.1%
3) Target PBR		1.1		1.1			
4) 2)X3)		17,029		17,142		-0.7%	
5) 목표주가(원)		17,000		17,000		0.0%	

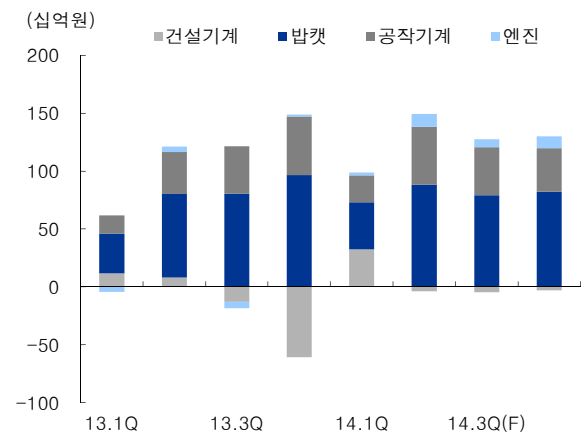
자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

그림 24. 분기별/부문별 두산인프라코어 매출액 추이



자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

그림 25. 분기별/부문별 두산인프라코어 영업이익 추이



자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	8,158	7,737	7,932	8,881	9,227
증가율(%)	-3.6	-5.2	2.5	12.0	3.9
매출원가	6,478	6,089	6,124	6,838	7,086
매출총이익	1,680	1,647	1,808	2,043	2,141
매출총이익률(%)	20.6	21.3	22.8	23.0	23.2
판매비	1,318	1,278	1,301	1,453	1,514
판매비율(%)	16.2	16.5	16.4	16.4	16.4
영업이익	362	370	508	590	627
증가율(%)	-46.7	2.0	37.4	16.2	6.2
영업이익률(%)	4.4	4.8	6.4	6.6	6.8
순금융손익	-321	-359	-243	-253	-256
이자손익	-361	-293	-264	-256	-258
기타	40	-66	21	3	2
기타영업외손익	-46	-41	0	0	0
종속/관계기업손익	-18	-27	0	0	0
세전이익	-22	-57	265	336	371
법인세	-416	44	53	81	89
법인세율	1,875.0	-77.2	20.0	24.0	24.0
계속사업이익	393	-101	212	256	282
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	393	-101	212	256	282
증가율(%)	26.6	적전	흑전	20.6	10.2
당기순이익률(%)	4.8	-1.3	2.7	2.9	3.1
지배주주당순이익	340	-102	225	271	299
기타포괄이익	-180	239	0	0	0
총포괄이익	214	138	212	256	282
EBITDA	609	644	779	864	906
증가율(%)	-32.4	5.6	21.1	10.9	4.9
EBITDA마진율(%)	7.5	8.3	9.8	9.7	9.8

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	2,018	-596	1,083	1,306	1,439
BPS	14,569	14,398	15,481	16,787	18,226
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	8.4	-21.1	11.3	9.3	8.5
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	14.6	12.5	10.1	9.1	8.7
성장성지표(%)					
매출증가율	-3.6	-5.2	2.5	12.0	3.9
EPS증가율	14.1	적전	흑전	20.6	10.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	15.8	-3.7	7.3	8.1	8.2
ROA	3.4	-0.9	1.8	2.2	2.3
ROIC	4.8	-1.2	2.5	2.9	3.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	283.7	223.5	206.0	203.0	191.2
순차입금 비율(%)	181.9	137.5	127.2	120.2	112.0
이자보상배율(배)	0.9	1.2	1.8	2.2	2.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.2	6.4	6.3	6.4	6.1
재고자산회전율	4.7	4.9	5.3	5.5	5.3
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	3,862	3,706	3,675	4,128	4,284
현금및현금성자산	462	288	198	243	311
유가증권	222	477	489	547	569
매출채권	1,200	1,233	1,293	1,465	1,559
재고자산	1,662	1,489	1,523	1,696	1,762
비유동자산	7,683	7,775	7,833	8,042	8,232
유형자산	2,024	2,257	2,418	2,637	2,878
무형자산	4,755	4,740	4,650	4,566	4,489
투자자산	163	168	168	170	170
자산총계	11,545	11,481	11,508	12,169	12,515
유동부채	3,539	2,754	2,610	2,890	2,941
매입채무및기타채무	583	687	705	789	820
단기차입금	1,325	730	635	773	784
유동성장기부채	740	512	426	383	354
비유동부채	4,997	5,179	5,137	5,262	5,276
사채	1,586	1,765	1,742	1,819	1,871
장기차입금	2,508	2,638	2,615	2,570	2,507
부채총계	8,536	7,932	7,747	8,153	8,217
자배주주지분	2,457	2,987	3,212	3,483	3,781
자본금	843	1,037	1,037	1,037	1,037
자본잉여금	14	237	237	237	237
자본조정등	478	482	482	482	482
기타포괄이익누계액	-178	-83	-83	-83	-83
이익잉여금	1,300	1,313	1,538	1,809	2,108
비자배주주지분	552	562	549	534	517
자본총계	3,009	3,549	3,761	4,017	4,298
비이자부채	2,377	2,288	2,330	2,609	2,701
총차입금	6,159	5,645	5,417	5,544	5,516
순차입금	5,474	4,880	4,783	4,829	4,815

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	-450	482	385	334	446
당기순이익	393	-101	212	256	282
비현금성 비용 및 수익	245	737	514	528	536
유형자산감가상각비	159	178	182	191	202
무형자산감가상각비	87	96	90	84	78
운전자본변동	-200	124	-78	-193	-114
매출채권등의감소	203	-72	-60	-172	-94
재고자산의감소	102	149	-33	-173	-66
매입채무등의증가	-311	78	17	84	31
기타 영업현금흐름	-889	-279	-264	-256	-258
투자활동 현금흐름	-527	-595	-326	-565	-499
유형자산의 증가(CAPEX)	-407	-239	-343	-410	-443
유형자산의 감소	55	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-95	-93	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	24	-11	28	-2	-1
기타	-104	-254	-11	-154	-55
재무활동 현금흐름	811	-80	-545	186	-15
차입금의증가(감소)	15	-616	-23	-45	-63
자본의 증가	0	414	0	0	0
기타	796	123	-522	231	48
기타 및 조정	5	19	0	0	0
현금의 증가	-162	-175	-90	45	68
기초현금	624	462	288	198	243
기말현금	462	288	198	243	311

Not Rated

목표주가

현재가 (8/11) 63,300원

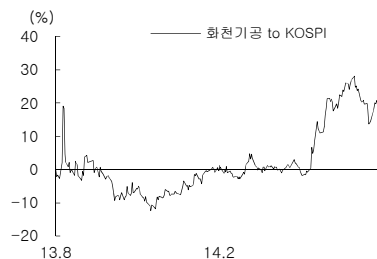
KOSPI (8/11)	2,039.37pt
시가총액	143십억원
발행주식수	2,200천주
액면가	5,000원
52주 최고가	67,500원
최저가	48,000원
60일 일평균거래대금	0십억원
외국인 지분율	13.3%
배당수익률 (13.12월)	3.1%

주주구성

권영렬 외 7인	48.83%
신영자산운용 외 2인	15.32%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	23%	26%
절대기준	-8%	16%	16%

화천기공 상대주가 (%)



화천기공 (000850)

자산 및 배당주가 어닝 모멘텀을 만나면?

1분기에 이어 2분기에도 어닝 서프라이즈 이어질 듯

화천기공의 1분기 영업이익은 전년대비 2배이상 급증한 68억원을 기록하였다. 주력사업인 공작기계 내수매출은 전년수준에 그쳤지만 수출이 20% 이상 증가했다. 또한 주물 매출확대로 인한 주물부문 흑자전환, 엔화약세로 인한 공작기계 제조원가 하락으로 영업이익률이 13.1Q 5.8%에서 14.1Q 10.7%로 크게 개선됐다. 이러한 추세가 2분기에도 재현될 전망이다. 2분기에도 공작기계 수출이 20%이상 증가하고 주물매출도 1분기와 유사한 것으로 추정되기 때문이다. 2분기 영업이익 역시 전년대비 2배정도 증가한 80~90억원 수준이 예상된다.

올해 예상 영업이익 310억원, 반면 영업가치 500억원??

화천기공의 대표적인 비영업용자산은 한국화낙 지분 6.0%(장부가 733억원)와 순현금 약 180억원 등 총 913억원 수준이다. 반면 현재 시가총액은 1,425억원으로 현재 시장에서 평가받고 있는 동사의 영업가치가 500억원 남짓 된다는 뜻이다. 올해 예상 영업이익이 310억원임을 감안하면 매우 저평가 상태인 것으로 판단된다.

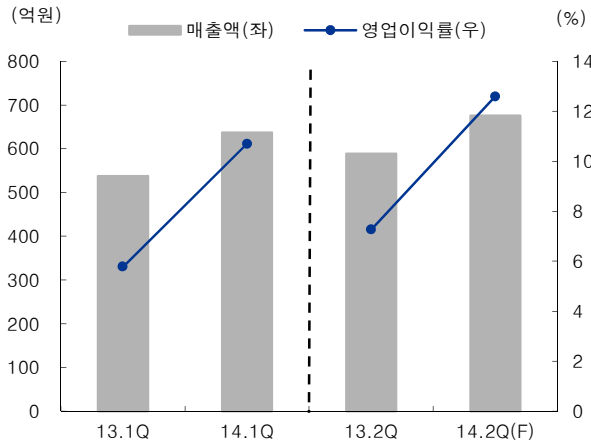
저평가 기업이 어닝 모멘텀을 만나다

화천기공의 현 주가는 2014F PER 5.1배, PBR 0.6배 수준이다. 20%대의 꾸준한 배당성향을 감안하면 2014F DPS는 2,000원, 배당수익률은 3.16% 수준이다. Valuation, 배당수익률, 자산가치 등 여러 측면에서 하방경직성은 충분한 상황에서 올해 큰 폭의 이익개선이 나타날 것으로 예상된다. 기계업종 내 중소형 중목 군에서 가장 관심을 둘 만한 기업이라는 판단이다.

(단위:십억원,배)	2010	2011	2012	2013	2014F
매출액	304	252	240	220	250
영업이익	25	23	11	13	31
세전이익	28	34	19	19	35
지배주주순이익	15	27	15	15	28
EPS(원)	6,683	12,286	6,978	6,826	12,782
증가율(%)	140.0	83.8	-43.2	-2.2	87.3
영업이익률(%)	8.2	9.0	4.4	6.1	12.3
순이익률(%)	7.8	10.7	6.4	6.8	11.3
ROE(%)	10.5	14.2	7.1	6.6	11.6
PER	5.9	3.7	6.2	7.3	5.1
PBR	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
EV/EBITDA	3.7	3.7	6.0	5.1	3.4

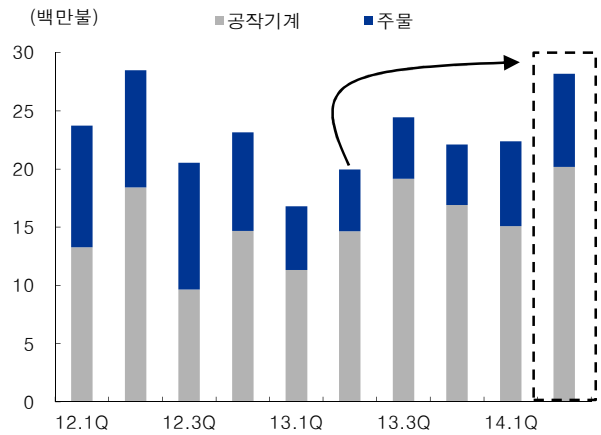
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 26. 연도별 1~2분기 매출액/영업이익률 추이



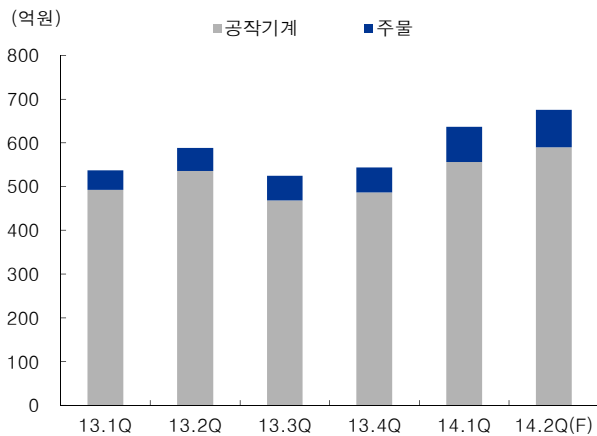
주: IFRS연결기준 자료: 화천기공, IBK투자증권

그림 27. 분기별 화천기공 공작기계/주물 수출금액 추이



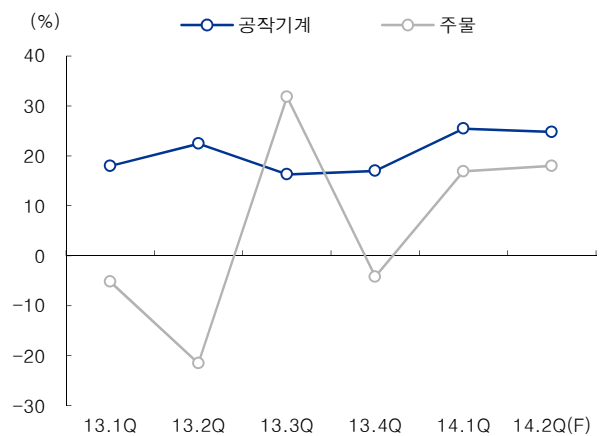
주: 관세청 자료를 바탕으로 당사에서 추정한 것임 자료: 관세청, IBK투자증권

그림 28. 분기별 화천기공 매출액 추이



주: IFRS연결기준 자료: 화천기공, IBK투자증권

그림 29. 분기별/부문별 화천기공 매출총이익률 추이



주: IFRS연결기준 자료: 화천기공, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2010	2011	2012	2013	2014F
매출액	304	252	240	220	250
증가율(%)	51.8	-17.0	-4.6	-8.7	13.7
매출원가	245	208	205	181	193
매출총이익	59	45	35	38	56
매출총이익률(%)	19.4	17.7	14.5	17.4	22.6
판매비	34	22	24	25	26
판매비율(%)	11.3	8.7	10.1	11.4	10.3
영업이익	25	23	11	13	31
증가율(%)	381.2	-8.9	-52.8	24.6	131.1
영업이익률(%)	8.2	9.0	4.4	6.1	12.3
순금융손익	2	0	0	0	1
이자손익	1	0	0	0	1
기타	1	0	0	0	0
기타영업외손익	0	3	2	1	0
종속/관계기업손익	0	8	6	4	4
세전이익	28	34	19	19	35
법인세	4	7	3	4	7
법인세율	14.5	20.3	18.0	20.1	20.1
계속사업이익	24	27	15	15	28
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	24	27	15	15	28
증가율(%)	127.2	14.8	-43.2	-2.2	87.3
당기순이익률(%)	7.8	10.7	6.4	6.8	11.3
지배주주당순이익	15	27	15	15	28
기타포괄이익	0	12	1	-5	0
총포괄이익	0	39	16	10	28
EBITDA	33	26	14	17	34
증가율(%)	137.8	-21.6	-44.9	20.6	102.2
EBITDA마진율(%)	10.8	10.2	5.9	7.8	13.8

투자지표

(12월 결산)	2010	2011	2012	2013	2014F
주당지표(원)					
EPS	6,683	12,286	6,978	6,826	12,782
BPS	77,512	95,097	101,117	104,493	115,774
DPS	1,000	1,250	1,000	1,500	2,000
밸류에이션(배)					
PER	5.9	3.7	6.2	7.3	5.1
PBR	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
EV/EBITDA	3.7	3.7	6.0	5.1	3.4
성장성지표(%)					
매출증가율	51.8	-17.0	-4.6	-8.7	13.7
EPS증가율	140.0	83.8	-43.2	-2.2	87.3
수익성지표(%)					
배당수익률	2.5	2.8	2.3	3.0	3.1
ROE	10.5	14.2	7.1	6.6	11.6
ROA	7.8	8.2	5.0	4.8	8.4
ROIC	15.8	22.0	15.7	15.0	25.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	40.0	49.5	37.9	37.5	38.5
순차입금 비율(%)	-18.4	-2.2	-4.5	-9.6	-9.3
이자보상배율(배)	28.3	25.8	14.1	22.0	49.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.7	4.7	4.9	5.1	5.3
재고자산회전율	5.9	4.8	5.3	4.9	5.0
총자산회전율	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2010	2011	2012	2013	2014F
유동자산	168	137	118	134	151
현금및현금성자산	17	6	5	7	7
유가증권	41	22	23	32	37
매출채권	49	57	42	44	50
재고자산	57	47	44	47	53
비유동자산	181	175	189	182	202
유형자산	103	37	41	43	49
무형자산	1	2	2	2	2
투자자산	72	136	146	137	151
자산총계	350	313	307	316	353
유동부채	73	72	48	55	62
매입채무및기타채무	44	38	27	27	31
단기차입금	1	21	14	17	19
유동성장기부채	6	1	1	1	1
비유동부채	27	32	36	31	36
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	3	4	0	0
부채총계	100	103	84	86	98
자배주주지분	171	209	222	230	255
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	19	4	4	4	4
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	59	73	74	68	68
이익잉여금	81	122	134	147	171
비자배주주지분	79	0	0	0	0
자본총계	250	209	222	230	255
비이자부채	88	80	66	69	78
총차입금	12	24	19	17	20
순차입금	-46	-5	-10	-22	-24

현금흐름표

(십억원)	2010	2011	2012	2013	2014F
영업활동 현금흐름	31	9	19	13	19
당기순이익	24	27	15	15	28
비현금성 비용 및 수익	13	1	-3	0	-1
유형자산감가상각비	8	3	3	4	4
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-6	-20	5	-8	-9
매출채권등의감소	9	-13	31	16	-6
재고자산의감소	-17	-12	4	-5	-6
매입채무등의증가	4	6	-27	-19	4
기타 영업현금흐름	0	1	2	6	1
투자활동 현금흐름	-17	-13	-12	-8	-24
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-5	-8	-4	-9
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-9	-7	-3	-2	-11
기타	1	0	-1	-1	-5
재무활동 현금흐름	-10	5	-8	-3	1
차입금의증가(감소)	1	2	2	-4	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-11	3	-10	0	1
기타 및 조정	-1	0	0	0	0
현금의 증가	2	1	-1	2	-4
기초현금	15	6	6	5	7
기말현금	17	6	5	7	3

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.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

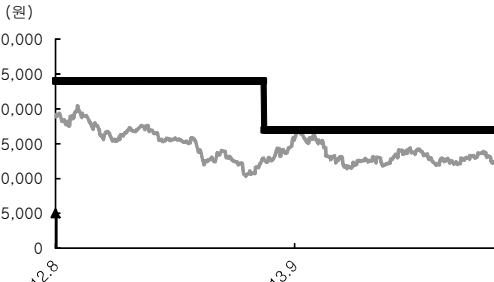
종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

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

두산인프라코어 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2013.07.25	매수	17,000원			
	2014.08.11	매수	17,000원			