

# 두산인프라코어 (042670)

이재윤  
769,3429  
leejyun0829@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

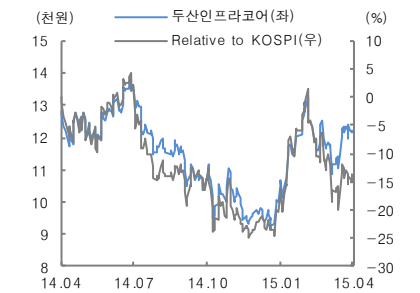
목표주가 **15,000**  
유지

현재주가 **12,350**  
(15.04.28)

가계업종

KOSPI	2147.67
시가총액	2,562십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	1,037십억원
52주 최고/최저	13,900원 / 9,350원
120일 평균거래대금	138억원
외국인지분율	23.96%
주요주주	두산중공업 외 7 인 36.43% 국민연금 5.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	14.4	14.9	-4.6
상대수익률	-2.8	4.4	3.0	-12.6



## 구조조정 마무리, 이제 그 효과를 즐기자

### 15.1Q: 매출액, 영업이익 당사 추정치에 부합하는 실적

- 매출액 1,83조원(YoY +1%), 영업이익 76십억원(YoY -24%, OPM 4.1%), 순이익 -45십억원(적전)
- 실적 특이사항
  1. 본사 구조조정 비용 30십억원 영업이익에 반영 구조조정효과 제거 시, 영업이익 106십억원(YoY +7%)로 전년대비 소폭 성장
  2. 중국건기 매출액 YoY -63% 하락했음에도 불구하고 DIBH의 실적호조가 중국 실적부진을 만회
  3. 유로약세 달러강세가 맞물리면서 외환수지 -43십억원 발생, 밥캣의 이익 증가에 따른 법인세증가로 순이익은 적자전환

### DIBH 실적호조 배경

- DIBH 매출액 941십억원(YoY +15%), 영업이익 92십억원(YoY +127%, OPM 9.8%) 기록하며 놀라운 성장을 보여줌
- 실적호조 배경은 1) 원/달러 환율 상승 (14.1Q 평균환율 1,069원→ 15.1Q 1,100원) 2) 본격적인 Tier4 엔진 도입에 따른 ASP 증가와 판매량 회복 3) 고부가가치의 CTL 판매 증가 (CTL 매출액 비중 50%까지 증가)

### 2분기부터 구조조정 효과 본격적으로 반영. 지금이 매수 적기!

- 당사는 2014년 유럽 벨기에 공장 구조조정, 2015.1분기 본사와 일부 중국법인 구조조정을 통해 매출원가 개선에 많은 노력을 함
- 2015년 2분기부터는 벨기에 공장, 본사 구조조정 효과로 약 15십억원의 비용절감 효과가 반영되어 건기사업부 영업이익의 전년대비 40% 가량 증가한 102십억원 예상
- DIBH 올해 연간 판매량 증가 약 20%가능할 것으로 보고있고 환율도 우호적인 환경이기 때문에 1분기 실적을 저점으로 성장하는 모습 보일 것
- 아쉬운 점이 동사의 과도한 부채로인한 높은 영업외실적 변동성인데 현재 활발히 진행되고 있는 것으로 알려진 Pre-IPO를 통한 자금으로 차입금을 상환하면서 점차적으로 영업외 변동성을 줄여나갈 것으로 기대됨

(단위: 십억원 %)

구분	1Q14	4Q14	1Q15				2Q15			
			Consensus	직전추정	집중치	YoY	QoQ	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,809	1,975	1,859	1,840	1,834	1.4	-7.2	2,189	3.6	19.4
영업이익	99	108	86	75	76	-23.7	-30.3	154	5.6	103.6
순이익	4	-65	1	1	-45	적전	적지	34	-59.7	흑전

구분	2013	2014	2015(F)				Growth	
			Consensus	직전추정	당사추정	조정비율	2014	2015(F)
매출액	7,737	7,689	8,044	7,979	7,955	-0.3	-0.6	3.5
영업이익	370	453	514	504	495	-1.8	22.6	9.2
순이익	-102	42	137	135	63	-53.2	흑전	50.7

자료: 두산인프라코어, WSEn, 대신증권 리서치센터

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	7,737	7,689	7,955	8,212	8,458
영업이익	370	453	495	567	613
세전순이익	-57	-75	104	185	244
총당기순이익	-101	24	63	120	158
지배지분순이익	-102	42	63	120	154
EPS	-596	202	305	578	741
PER	NA	48.1	40.5	21.4	16.7
BPS	14,398	13,493	13,798	14,376	15,117
PBR	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8
ROE	-3.7	1.5	2.2	4.1	5.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 두산인프라코어, 대신증권 리서치센터

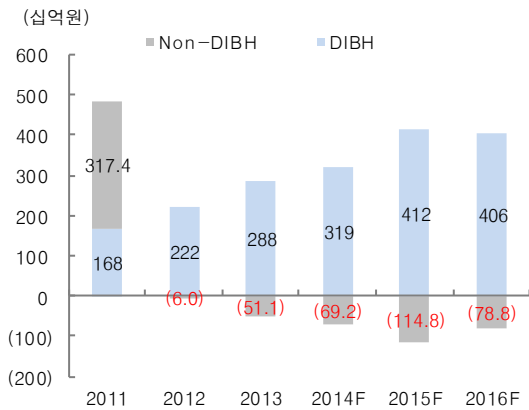
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
매출액	7,979	8,265	7,955	8,212	-0.3	-0.6
영업이익	504	544	495	567	-1.8	4.2
세전순이익	206	260	104	185	-49.5	-28.8
지배지분순이익	135	169	63	120	-53.3	-29.0
EPS(지배지분순이익)	653	815	305	578	-53.3	-29.1

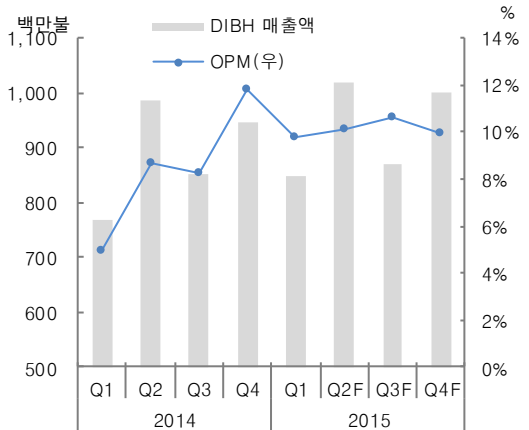
주: 당사 기존 추정치보다 외환수지 변동성 확대되었고 밥캣의 실적회조로 법인세 납부금 증가한 것을 반영하여 순이익은 큰폭으로 조정  
자료: 두산인프라코어, 대신증권 리서치센터

그림 1. 연간 DIBH vs Nin-DIBH 실적추이



자료: 두산인프라코어, 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기별 DIBH 실적추이



자료: 두산인프라코어, 대신증권 리서치센터

표 1. 두산인프라코어 사업부별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

		2014				2015				2014	2015F
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
건기	매출액	1,377	1,588	1,318	1,423	1,380	1,620	1,421	1,398	5,706	5,819
	영업이익	73	85	51	42	49	102	77	69	251	297
	%	5.3%	5.3%	3.9%	2.9%	3.5%	6.3%	5.5%	4.9%	4.4%	5.1%
공기	매출액	275	360	321	368	304	371	331	379	1,324	1,385
	영업이익	24	50	40	43	23	37	33	38	157	131
	%	8.5%	13.9%	12.6%	11.8%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%	11.9%	9.4%
엔진	매출액	157	166	152	184	150	199	182	221	658	752
	영업이익	2	11	9	23	4	19	20	24	45	67
	%	1.5%	6.6%	5.7%	12.7%	2.8%	9.5%	11.0%	10.8%	6.9%	8.9%
공통부분	순매출액	1,809	2,113	1,791	1,976	1,834	2,189	1,934	1,998	7,689	7,955
	영업이익	99	146	100	108	76	158	131	131	453	495
	%	5.5%	6.9%	5.6%	5.5%	4.1%	7.2%	6.8%	6.5%	5.9%	6.2%
지배주주 순이익		4	84	20	-65	-45	36	20	52	42	63
%		0.2%	4.0%	1.1%	-3.3%	-2.4%	1.7%	1.0%	2.6%	0.6%	0.8%

자료: 두산인프라코어, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	7,737	7,689	7,955	8,212	8,458
매출원가	6,089	5,976	6,160	6,326	6,498
매출총이익	1,647	1,713	1,796	1,886	1,960
판매비와관리비	1,278	1,260	1,301	1,319	1,347
영업이익	370	453	495	567	613
영업외수익	48	59	62	69	73
EBITDA	644	741	757	828	873
영업외손익	-426	-528	-391	-383	-370
관계기업손익	-27	-35	-10	-10	0
금융수익	174	151	141	140	139
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-532	-580	-541	-522	-518
외환평가손실	136	155	146	146	146
기타	-41	-64	19	10	10
법인세비용차감전순이익	-57	-75	104	185	244
법인세비용	-44	99	-42	-65	-85
계속사업순이익	-101	24	63	120	158
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-101	24	63	120	158
당기순이익	-1.3	0.3	0.8	1.5	1.9
비재계분순이익	1	-18	-1	0	5
재계분순이익	-102	42	63	120	154
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	24	-25	-13	-6	-3
포괄순이익	138	-230	-64	57	127
비재계분포괄이익	16	-61	1	0	4
재계분포괄이익	122	-168	-65	57	123

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	-596	202	305	578	741
PER	NA	48.1	40.5	21.4	16.7
BPS	14,398	13,493	13,798	14,376	15,117
PBR	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	3,769	3,571	3,649	3,991	4,207
EV/EBITDA	12.4	10.4	10.2	9.0	8.1
SPS	45,302	37,061	38,348	39,584	40,772
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	3,727	3,160	5,435	5,749	6,028
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증/감	-5.2	-0.6	3.5	3.2	3.0
영업이익 증/감	2.0	22.6	9.2	14.6	8.1
순이익 증/감	작전	흑전	161.2	91.6	32.1
수익성					
ROIC	7.5	-1.7	3.5	4.3	4.7
ROA	3.2	3.9	4.2	4.8	5.1
ROE	-3.7	1.5	2.2	4.1	5.0
안정성					
부채비율	223.5	263.6	253.0	241.1	228.8
순차입금비율	136.2	157.0	139.2	124.5	108.0
이자보상배율	1.2	1.6	1.6	2.0	2.1

자료: 두산인프라코어, 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	3,706	4,020	3,996	4,140	4,355
현금및현금성자산	288	363	506	564	695
매출채권 및 기타채권	1,330	1,236	1,273	1,311	1,348
재고자산	1,489	1,705	1,501	1,549	1,586
기타유동자산	599	716	716	716	716
비유동자산	7,775	7,938	7,873	7,809	7,757
유형자산	2,257	2,283	2,327	2,366	2,401
관계기업투자지분	154	121	111	101	101
기타비유동자산	5,365	5,534	5,434	5,341	5,254
자산총계	11,481	11,957	11,869	11,950	12,112
유동부채	2,754	3,295	3,104	2,992	2,892
매입채무 및 기타채무	1,119	1,219	1,245	1,271	1,295
차입금	730	1,154	981	883	794
유동상채무	512	463	419	380	344
기타유동부채	392	459	459	459	459
비유동부채	5,179	5,375	5,402	5,454	5,536
차입금	4,402	4,468	4,345	4,221	4,097
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	776	906	1,057	1,233	1,439
부채총계	7,932	8,669	8,506	8,446	8,428
자본계분	2,987	2,799	2,862	2,962	3,136
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037
지분잉여금	237	240	240	240	240
이익잉여금	1,313	1,296	1,359	1,479	1,633
기타지분변동	399	226	226	226	226
비자본계분	562	489	500	521	548
자본총계	3,549	3,288	3,363	3,504	3,684
순차입금	4,835	5,163	4,680	4,360	3,981

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	482	231	1,002	804	843
당기순이익	-101	24	63	120	158
비현금항목의 가감	737	632	1,065	1,073	1,092
감가상각비	274	288	262	261	259
외환손익	0	0	41	41	41
외환평가손익	0	0	0	0	0
기타	463	344	762	771	792
자산부채의 증감	124	-100	196	-59	-56
기타현금흐름	-279	-324	-321	-330	-351
투자활동 현금흐름	-595	-429	-195	-195	-205
투자자산	-11	-89	10	10	0
유형자산	-237	-207	-207	-207	-207
기타	-348	-132	2	2	2
재무활동 현금흐름	-80	281	-345	-266	-253
단기차입금	0	0	-173	-98	-88
사채	140	-242	18	18	18
장기차입금	-616	557	-142	-142	-142
유상증자	414	0	0	0	0
현금배당	-18	-28	0	0	0
기타	0	-5	-49	-45	-41
현금의 증감	-175	75	143	58	132
기초 현금	462	288	363	506	564
기말 현금	288	363	506	564	695
NOPLAT	655	-144	297	369	399
FCF	596	-155	344	415	443

[Compliance Notice]

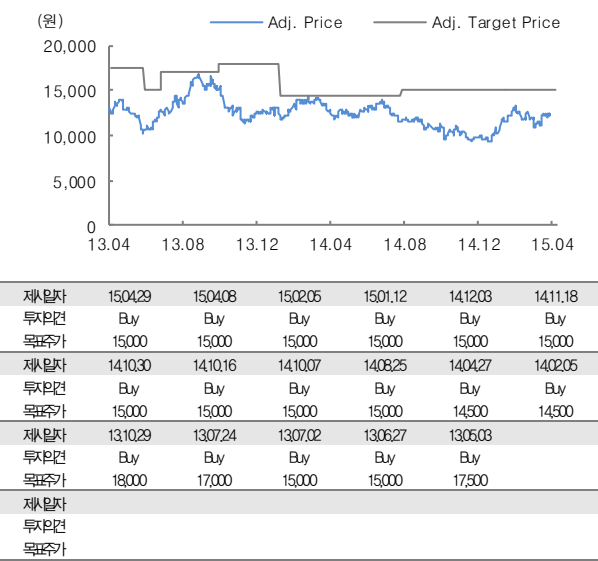
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당시의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당시의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재윤)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산인프라코어(042670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자등급관련사항

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
    - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)
    - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweight(비중축소)
    - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
    - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률):
    - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)
    - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상