IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 이 상 현
02) 6915-5662
coolcat.auto@ibks.com

두산인프라코어 (042670)

두산밥캣 IPO 영향 점검

중립 (유지)

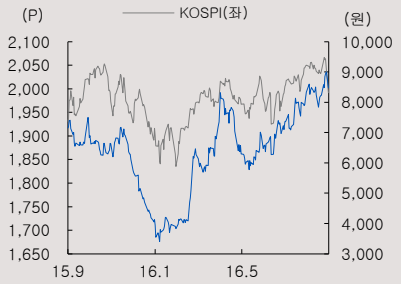
목표주가	–원
현재가 (9/12)	8,480원

KOSPI (9/12)	1,991.48pt
시가총액	1,759십억원
발행주식수	207,455천주
액면가	5,000원
52주 최고가	9,000원
최저가	3,410원
60일 일평균거래대금	28십억원
외국인 지분율	11.5%
배당수익률 (2016F)	0.0%
주주구성	
두산중공업 외 7 인	36.41%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	34%	17%
절대기준	2%	35%	20%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	중립	–
목표주가	–	–	–
EPS(16)	1,484	1,178	▲
EPS(17)	669	608	▲

두산인프라코어 주가추이



두산밥캣 상장으로 두산인프라코어 순차입금 부담 축소 전망

두산밥캣 IPO 일정이 막바지에 이르렀다. 10월 6일~7일 수요예측과 10월 12~13일 청약을 거쳐 10월 21일 상장예정이다. 두산인프라코어 등 최대주주의 재무구조 개선 목적이 크기 때문에 거의 전량 구주매출로 이뤄질 예정이다. 희망공모가 밴드로 볼 때 두산인프라코어/두산엔진의 자금유입은 각각 1조원/0.2조원 내외로 예상된다. 2015년말 기준 두산인프라코어의 순차입금은 5.1조원에 달했으나 2016년 상반기 기준으로는 공기사업부 매각 등으로 4.1조원으로 낮아졌고, 두산밥캣 상장이후엔 순차입금은 3조원대로 낮아질 전망이다.

확정공모가 수준에 따라 두기업간 재정거래 가능할 것으로 예상

두산밥캣의 증권신고서에 의하면 공모가 산출을 위해 캐터필라와 코마쯔를 벤치마크로 PER 25.31배를 적용했다. 두산밥캣의 주당 가액은 54,171원이며, 희망공모가로는 41,000~50,000원으로 각각 24.3%~7.7% 할인한 가격밴드를 제시하고 있다. 희망공모가 기준 밸류에이션 수준은 PER로는 19.1~23.3배 수준이며, PBR로는 1.7~2.1배 수준이다. 확정공모가액 수준에 따라 두산인프라코어와 두산밥캣간 재정거래가 가능할 것으로 예상된다. 확정공모가액이 밴드하단 이하로 설정될 경우 밸류에이션에 대한 부담이 경감되며 두산밥캣에 대한 선호도가 높아질 것이고, 반대로 밴드상단으로 설정될 경우 두산밥캣의 상승여력이 제한되면서 두산밥캣 상장으로 수급상 우려되었던 두산인프라코어에 대한 선호도가 높아질 것으로 보이기 때문이다.

중립(Hold)의견 유지하나 재정거래 감안 Trading buy 관점 접근 필요

결론적으로 두산인프라코어 투자의견 중립을 유지하지만 두산밥캣의 희망공모가 수준이 예상보다 높게 책정되어 있음을 감안할 때 추후 확정공모가 수준에 따라 재정거래가 가능하므로 Trading buy 관점에서 접근할 필요성이 있다는 판단이다.

(단위:십억원,배)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	7,689	7,213	6,239	6,596	6,994
영업이익	453	27	559	558	613
세전이익	–75	–664	351	354	408
지배주주순이익	42	–819	308	139	161
EPS(원)	202	–3,948	1,484	669	776
증가율(%)	흑전	적전	흑전	–54.9	15.9
영업이익률(%)	5.9	0.4	9.0	8.5	8.8
순이익률(%)	0.3	–11.9	6.3	3.0	3.3
ROE(%)	1.5	–34.0	15.9	7.2	7.8
PER	48.1	–1.2	5.7	12.7	10.9
PBR	0.7	0.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.4	22.0	9.0	9.0	8.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

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 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

두산밥캣 IPO 영향 점검

두산밥캣 IPO로 그룹 재무구조 개선 전망

두산밥캣 10/21(금) 상장예정

두산밥캣 IPO 일정이 막바지에 이르렀다. 10월 6일~7일 수요예측과 10월 12~13일 청약을 거쳐 10월 21일 상장예정이다.

거의 전량 구주매출, 최대주주 등의 재무구조 개선 목적이 크기 때문

이번 기업공개는 실질적으로 전량 구주매출로 이뤄진다. 상장규정상 주간사대상으로 제 3자 배정 일부 소규모 신주매출이 있을 수 있으나 지분율은 0.1%에 불과하다. 거의 전량 구주매출로만 기업공개가 이뤄지는 이유는 두산밥캣의 자금소요 보다는 두산인프라코어와 두산엔진 등 최대주주의 재무구조 개선 목적이 더 크기 때문이다.

희망공모가 밴드로 볼 때 두산인프라코어/두산엔진의 자금유입은 각각 1조원/0.2조원 내외

희망공모가 하단 41,000원과 상단 50,000원일 때 두산인프라코어에 들어오는 공모자금은 각각 9,524억원, 1조 1,614억원, 두산엔진에 들어오는 공모자금은 1,694억원, 2,066억원에 달한다.

그 동안 주지하다시피 두산그룹내 두산인프라코어의 순차입금 비중이 절반가까이 차지하는 상황에서 실적이 악화되면서 재무리스크가 부각되었다. 대규모 구조조정 등으로 사업체질을 강화하는 가운데 매각과 상장 등 구조조정 일정이 지연될 때 마다 리스크가 부각되며 주가에 부정적인 영향을 미쳤었다.

두산밥캣 상장으로 두산인프라코어 순차입금 축소 예상

그러나 2016년 1분기에 공기사업부 매각에 이어 두산밥캣의 10월 국내상장으로 두산인프라코어의 재무구조, 나아가 두산그룹의 재무구조가 크게 개선될 것으로 예상된다. 2015년말 기준 두산인프라코어의 순차입금은 5.1조원에 달했으나 2016년 상반기 기준으로는 공기사업부 매각 등으로 4.1조원으로 낮아졌고, 두산밥캣 상장이후엔 순차입금은 3조원대로 낮아질 전망이다.

신주매출 거의 없어 주당가치희석이 미미하고, 오버행 이슈도 거의 없을 전망

두산인프라코어와 두산엔진 등 최대주주가 51%만 남기고 구주매출을 했기 때문에 경영권 방어를 위해서는 추후 물량이 나올 가능성이 없고, 재무적투자자(FI)들도 상장을 앞두고 모두 보통주로 전환함에 따라 상장 후 락업이 걸린 잔여물량이 없다. 또한 우리사주 배정물량의 경우에도 실질적으로 홀딩스 직원수가 많지 않아 락업이 걸린 물량은 크지 않을 것으로 예상된다. 따라서 앞서 설명한 대로 신주매출이 거의 없어 주당가치 희석이 미미하고, 수급적으로는 오버행 이슈가 거의 없다는 측면에서 두산밥캣의 주가에는 긍정적 요인으로 작용할 전망이다.

표 1. 두산밥캣 주요 공모 일정

구 분	일 자
기업 IR	2016년 09월 26일(월) ~ 10월 07일(금)
수요예측일	**2016년 10월 06일(목) ~ 07일(금)**
청약기일	**2016년 10월 12일(수)~13(목)**
배정 및 환불	2016년 10월 17일(월)
납입기일	2016년 10월 17일(월)
상장예정일	**2016년 10월 21일(금)**

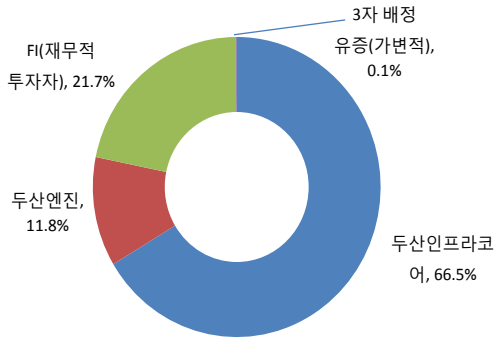
자료: 두산밥캣, IBK투자증권

표 2. 두산밥캣 공모전후 주식수와 보유비중: 전량 구주매출(상장규정에 의거 소량 신주매출 가능성 있음)

		매출전 보유주식수	매출주식수	매출후 보유주식수
구주매출	**두산인프라코어**	**66,613,750**	**23,228,585**	**43,385,165**
	두산엔진	**11,847,500**	**4,131,290**	**7,716,210**
	FI(재무적 투자자)	21,743,201	21,743,201	–
신주매출	3자 배정 유증(가변적)	121,951	121,951	–
	계	**100,204,451**	**49,103,076**	**51,101,375**
		매출전 보유비중	매출 비중	매출후 보유비중
구주매출	**두산인프라코어**	**66.5%**	**23.2%**	**43.3%**
	두산엔진	**11.8%**	**4.1%**	**7.7%**
	FI(재무적 투자자)	21.7%	21.7%	–
신주매출	3자 배정 유증(가변적)	0.1%	0.1%	–
	계	**100.0%**	**49.0%**	**51.0%**

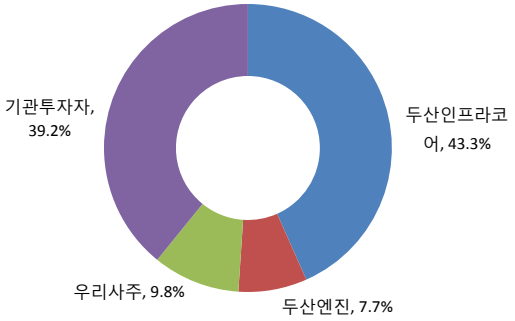
주: 전량 구주매출로 예정되어 있으나 상장규정에 의해 신주매출 관련 제 3자 배정 유상증자(121,951주, 지분율 0.1%) 결정만 된 상태로 가변적임. 유가증권시장상장규정 제13조 제3항 제1호에 의해 상장주선인이(본 건의 제3자배정 대상자) 상장을 위해 매집 · 매출하는 주권총수의 100분의 5(취득금액이 50억원을 초과하는 경우에는 50억원에 해당하는 수량)에 해당하는 수량을 당해 모집 및 매출하는 가격과 동일한 가격으로 취득하여야 하여 실시하는 것. 모집(매출)하는 물량 중 청약 미달이 100분의 5 (취득금액이 50억원을 초과하는 경우에는 50억원에 해당하는 수량) 이상 발생하여 상장주선인이 이를 인수할 경우 상장주선인이 추가로 취득하게 되는 주식이 없을 수 있음
자료: 두산밥캣, IBK투자증권

그림 1. 공모 전 지분구조



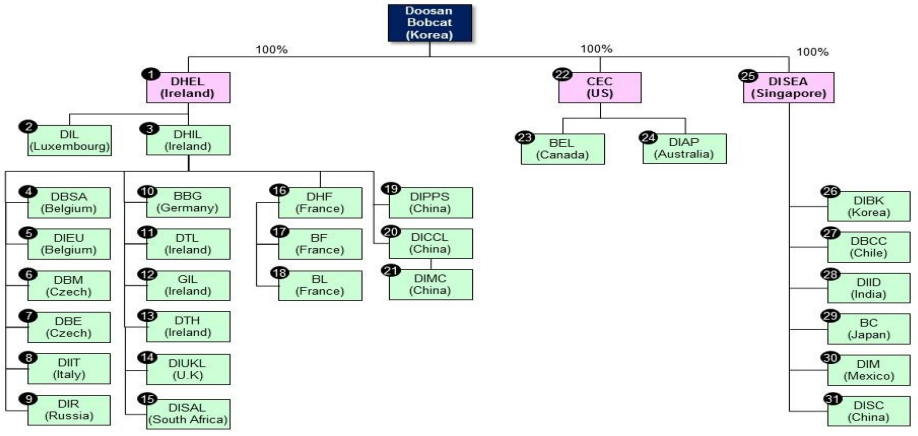
자료: 두산밥캣, IBK투자증권

그림 2. 공모 후 지분구조 예상



주: 우리사주 실권여부 또는 주간사 제 3자 배정 등에 따라 변화 가능성 있음
자료: 두산밥캣, IBK투자증권

그림 3. 두산밥캣 종속회사 현황



자료: 두산밥캣, IBK투자증권

두산인프라코어와 두산밥캣간 재정거래 관점에서 접근할 필요

캐터필라와 코마쯔를 벤치마크로 적용 PER 25.31배 산출됨

두산밥캣이 상장을 앞두고 제출한 증권신고서에 의하면 적용 PER 배수 산출을 위한 벤치마크 기업으로 캐터필라와 코마쯔 두기업을 대상으로 삼고 있다. 캐터필라와 코마쯔는 각각 올해 반기기준 연환산 PER 29.16배와 21.46배를 기록하고 있으며, 두기업 평균 PER은 25.31배로 산출되었다.

희망공모가 기준 PER은 19.1~23.3배, PBR은 1.7~2.1배 수준

PER 25.31배 적용시 두산밥캣의 주당 가액은 54,171원이며, 희망공모가로는 41,000~50,000원으로 각각 24.3%~7.7% 할인한 가격밴드를 제시하고 있다. 희망공모가 기준 밸류에이션 수준은 PER로는 19.1~23.3배 수준이며, PBR로는 1.7~2.1배 수준이다.

수요예측과 총액인수 변수에 따라 공모가 결정

희망공모가 밴드의 밸류에이션 배수 수준이 낮은 편은 아니어서 수요예측에서 확정공모가액이 낮아질 개연성도 배제할 수 없지만 주간사 총액인수인 점을 고려하면 희망공모가 밴드에서 크게 벗어나지는 않을 것으로 예상된다.

확정공모가에 따라 재정거래 가능할 듯

결국 확정공모가액 수준에 따라 두산인프라코어와 두산밥캣간 재정거래(Arbitrage)가 가능할 것으로 예상된다. 확정공모가액이 밴드하단 이하로 설정될 경우 밸류에이션에 대한 부담이 경감되며 두산밥캣에 대한 선호도가 높아질 것이고, 반대로 밴드상단으로 설정될 경우 두산밥캣의 상승여력이 제한되면서 두산밥캣 상장으로 수급상 우려되었던 두산인프라코어에 대한 선호도가 높아질 것으로 보이기 때문이다.

과거 현대로템 상장(2013.10월) 사례에서 보면 상장 이후 3년만에 공모가 수준에 도달했는데 확정공모가(희망공모가 17,000~23,000원 중 밴드상단인 23,000원으로 결정) 수준이 높게 설정된 상황에서 이후 실적이 뒷받침되지 못했기 때문이다. 미국의 신규주택 착공건수가 고점대비 여전히 상승여력이 남아있으므로 두산밥캣의 실적은 성장궤도에 있는 것으로 보이지만 확정공모가 수준에 따라 두산인프라코어와 두산밥캣간 재정거래 가능성은 높아질 것으로 예상된다.

투자의견 중립 유지하지만 두산밥캣으로의 스위칭 우려는 완화

결론적으로 두산인프라코어 투자의견 중립을 유지하는 이유는 1)공기부문 매각, 두산밥캣 상장 등의 재무구조 개선 노력이 주가에 반영되면서 과거 3개년 평균 PBR 0.9배 수준을 넘어섰고, 2)밥캣 구주매출로 지배지분순이익이 줄어들 가능성이 있으며, 3)공기부문 매각, 밥캣 IPO 등으로 실질적으로 밥캣 이외에 자체적으로 성장할 수 있는 사업부는 건기부문과 엔진부문인데 비중이 30% 전후에 불과하고, 특히 중국 등 건기부문 구조조정으로 BEP 수준을 낮춰놓았지만 여전히 과거 절대수준대비 규모가 축소된 점을 감안할 때 성장동력이 두산밥캣에 의존할 수 밖에 없는 구조이기 때문이다.

다만 두산밥캣의 희망공모가 수준이 예상보다 높게 책정되어 있음을 감안할 때 추후 확정공모가 수준에 따라 재정거래가 가능하므로 Trading buy 관점에서 접근할 필요성이 있다는 판단이다.

표 3. 증권신고서상 적용 PER 배수 산출 (단위: 백만달러, 백만엔, 주, 배수)

구분	Caterpillar	Komatsu
상장시장	NYSE	TSE
결산월	12	3
2016년 반기	2016.01~06	2016.01~06
반기 순이익	821	49,272
연환산 순이익	1,642	98,544
발행주식총수	584,231,000	971,967,700
기준 주가(단위: 달러, 엔)	81.95	2,175.32
시가총액	47,878	2,114,339
PER 배수	29.16	21.46
회사 적용 PER 배수	**25.31**	

자료: 두산밥캣, IBK투자증권

표 4. 증권신고서상 PER 배수를 적용한 상대가치 산출 결과 (단위: 천달러, 백만원, 주, 배수)

구분	두산밥캣	비고
반기 순이익	95,883	A
적용 순이익	191,767	B=A*2
회사 적용 PER 배수	**25.31**	C
시가총액(백만달러 기준)	4,853	D = B * C
적용 환율(단위: 원)	1,118.50	E
시가총액(백만원 기준)	**5,428,127**	F = D * E
적용주식수	100,204,451	G
평가 주당 가액(단위: 원)	**54,171**	H = F / G

자료: 두산밥캣, IBK투자증권

표 5. PER 평가방법 적용 결과 및 희망공모가액의 결정

구 분	두산밥캣		비 고
비교가치 주당평가가액(원)	54,171		–
희망공모가 밴드(원)	**41,000**	**50,000**	
할인율(%)	**–24.3%**	**–7.7%**	
확정공모가	미정		수요예측 결과 반영하여 결정 예정

자료: 두산밥캣, IBK투자증권

표 6. 두산밥캣 희망공모가 기준 밸류에이션 수준

희망공모가액 기준(원)	41,000	50,000	비고
시총(백만원)	4,103,383	5,004,125	
PER(배)	**19.1**	**23.3**	반기 순이익 연환산 기준
PBR(배)	**1.7**	**2.1**	반기 BPS 23,519원 기준

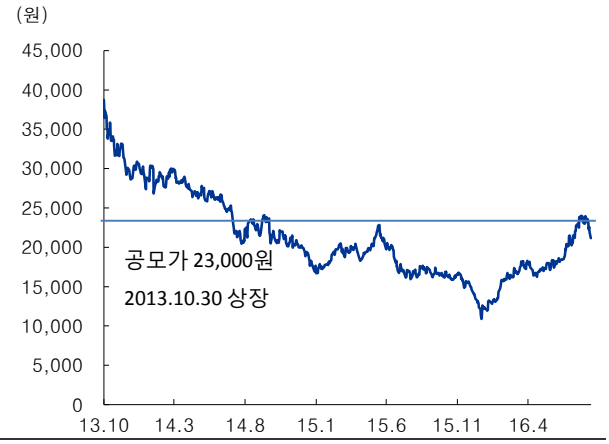
자료: 두산밥캣, IBK투자증권

표 7. Global Peer Valuation Multiple (단위: 배)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	3개년 평균	2016E
PER(고)												
두산인프라코어	26.0	36.0	-49.0	-10.6	24.6	17.9	12.1	-30.6	71.4	-3.4	12.5	5.8
CATERPILLAR INC	15.1	15.7	14.6	41.7	22.1	15.1	13.3	16.9	18.6	26.0	20.5	23.9
DEERE & CO	13.5	23.0	19.9	27.3	19.2	14.8	11.5	10.4	10.9	16.8	12.7	20.5
KOMATSU LTD	23.2	24.3	17.6	26.7	81.0	19.8	13.9	17.9	14.5	15.2	15.9	23.2
MANITOU BF	16.9	20.8	281.4	-3.6	-38.9	26.3	16.9	755.1	18.8	23.4	265.8	15.2
KUBOTA CORP	22.1	21.1	18.8	25.8	28.8	21.8	18.7	23.1	16.8	17.1	19.0	14.5
TAKEUCHI MFG CO LTD	14.5	18.2	10.4	-12.3	-115.0	-14.1	39.6	10.1	17.2	15.3	14.2	12.9
TEREX CORP	16.7	15.7	102.5	-6.2	9.4	93.4	29.3	20.7	15.4	21.2	19.1	24.9
평균	16.5	19.6	27.3	-34.9	23.2	18.7	13.8	16.6	15.2	26.1	19.3	18.8
PER(저)												
두산인프라코어	15.0	15.0	-7.4	-4.6	12.1	7.9	7.8	-16.4	44.7	-1.1	9.1	2.0
CATERPILLAR INC	10.8	10.5	5.6	15.3	11.9	9.2	9.1	13.7	14.4	18.0	15.4	16.4
DEERE & CO	9.4	11.2	6.0	12.0	11.1	9.2	9.1	8.8	9.2	12.5	10.2	16.7
KOMATSU LTD	15.0	13.3	4.5	12.4	46.9	10.4	8.6	12.1	11.6	9.8	11.2	14.0
MANITOU BF	13.1	13.6	62.6	-0.9	-20.7	10.1	9.5	470.0	13.2	15.2	166.1	12.1
KUBOTA CORP	14.0	12.8	7.8	12.2	20.9	14.6	13.2	14.7	12.0	12.9	13.2	10.7
TAKEUCHI MFG CO LTD	7.2	10.9	1.6	-6.1	-54.5	-6.2	17.2	5.7	8.1	8.3	7.4	6.6
TEREX CORP	7.7	9.4	12.8	-2.0	5.2	23.4	14.7	12.8	8.8	12.4	11.3	14.3
평균	10.5	11.3	7.0	-13.7	12.9	10.0	9.4	12.4	11.3	17.6	13.7	13.1
PER(평균)												
두산인프라코어	19.6	24.3	-32.3	-8.2	17.4	13.6	9.4	-23.4	60.3	-2.3	11.5	3.9
CATERPILLAR INC	12.8	13.1	11.1	29.0	16.2	12.7	10.8	14.8	16.8	22.3	18.0	21.0
DEERE & CO	11.2	15.8	14.2	20.3	14.7	12.3	10.5	9.4	10.1	14.8	11.4	18.7
KOMATSU LTD	18.2	19.0	12.0	19.6	58.7	15.6	11.0	14.9	13.2	12.7	13.6	17.8
MANITOU BF	14.7	17.5	173.9	-2.5	-27.9	18.9	12.2	602.3	16.2	18.8	212.4	13.9
KUBOTA CORP	16.7	16.8	14.0	19.4	24.5	17.7	15.6	19.3	13.7	15.5	16.1	12.9
TAKEUCHI MFG CO LTD	10.7	14.2	5.2	-9.3	-82.0	-10.6	24.4	8.1	12.3	12.0	10.8	9.4
TEREX CORP	11.3	12.4	64.2	-4.0	6.8	59.1	22.4	16.0	12.7	17.1	15.3	22.0
평균	13.1	15.1	18.6	-25.0	17.2	14.8	11.4	14.1	13.4	22.1	16.6	16.3
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	3개년 평균	2016E
PBR(고)												
두산인프라코어	3.2	6.3	4.6	2.5	3.5	3.0	1.6	1.2	1.1	1.5	1.3	0.8
CATERPILLAR INC	7.6	6.1	8.4	4.3	5.6	5.8	4.3	3.0	4.0	3.6	3.6	3.0
DEERE & CO	3.0	5.7	6.1	5.0	5.7	5.9	5.0	3.5	3.6	4.6	3.9	3.8
KOMATSU LTD	4.4	5.2	3.6	2.5	3.3	3.1	2.4	2.2	1.7	1.7	1.9	1.5
MANITOU BF	2.8	3.2	2.6	1.4	1.9	2.6	1.7	1.4	1.4	1.6	1.4	1.2
KUBOTA CORP	3.1	2.4	1.7	2.1	2.0	1.8	1.8	2.6	2.4	2.4	2.5	1.6
TAKEUCHI MFG CO LTD	2.6	4.2	1.9	0.6	0.8	0.7	0.7	1.2	2.2	2.8	2.1	1.7
TEREX CORP	3.8	4.0	4.1	1.6	1.6	2.2	1.5	2.1	2.4	1.7	2.0	1.4
평균	3.8	4.6	4.3	2.6	3.3	3.6	2.8	2.4	2.7	2.7	2.6	2.2
PBR(저)												
두산인프라코어	1.9	2.6	0.7	1.1	1.7	1.3	1.0	0.7	0.7	0.5	0.6	0.3
CATERPILLAR INC	5.4	4.1	3.2	1.6	3.0	3.5	3.0	2.5	3.1	2.5	2.7	2.0
DEERE & CO	2.1	2.8	1.9	2.2	3.3	3.7	4.0	2.9	3.1	3.4	3.1	3.1
KOMATSU LTD	2.9	2.8	0.9	1.2	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4	1.1	1.3	0.9
MANITOU BF	2.2	2.1	0.6	0.3	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
KUBOTA CORP	1.9	1.5	0.7	1.0	1.4	1.2	1.3	1.7	1.7	1.8	1.7	1.2
TAKEUCHI MFG CO LTD	1.3	2.5	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.7	1.0	1.5	1.1	0.8
TEREX CORP	1.8	2.4	0.5	0.5	0.9	0.5	0.8	1.3	1.3	1.0	1.2	0.8
평균	2.4	2.7	1.1	1.0	1.9	1.9	1.9	1.8	2.0	1.8	1.9	1.5
PBR(평균)												
두산인프라코어	2.4	4.2	3.0	2.0	2.4	2.3	1.2	0.9	0.9	1.0	0.9	0.6
CATERPILLAR INC	6.5	5.1	6.4	3.0	4.1	4.9	3.5	2.7	3.6	3.1	3.1	2.6
DEERE & CO	2.5	3.9	4.4	3.7	4.3	4.9	4.6	3.1	3.3	4.0	3.5	3.5
KOMATSU LTD	3.5	4.1	2.5	1.8	2.4	2.5	1.9	1.8	1.6	1.4	1.6	1.1
MANITOU BF	2.5	2.7	1.6	0.9	1.4	1.9	1.2	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1
KUBOTA CORP	2.3	2.0	1.3	1.6	1.7	1.5	1.5	2.2	2.0	2.1	2.1	1.4
TAKEUCHI MFG CO LTD	1.9	3.3	0.9	0.5	0.6	0.5	0.4	1.0	1.6	2.2	1.6	1.2
TEREX CORP	2.6	3.2	2.6	1.0	1.2	1.4	1.2	1.6	1.9	1.3	1.6	1.3
평균	3.0	3.6	3.0	1.9	2.5	2.9	2.3	2.1	2.4	2.3	2.2	1.9

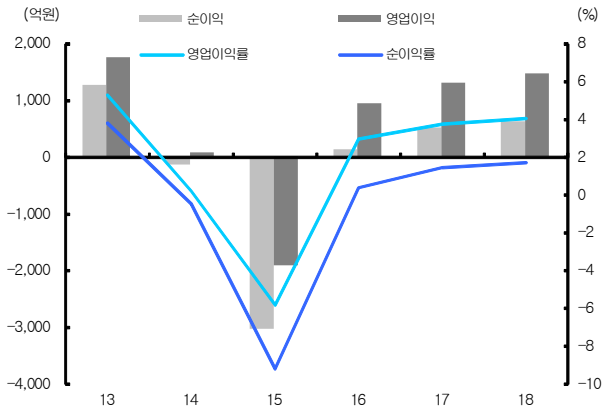
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 현대로템 상장 사례: 상장 3년만에 공모가 도달



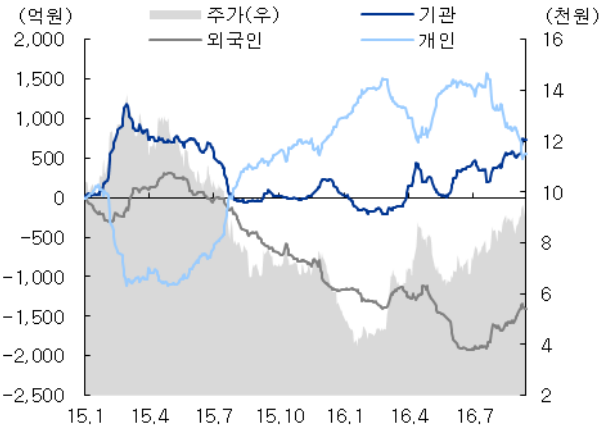
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 5. 현대로템 실적 추이 및 전망: 16년 턴어라운드 중



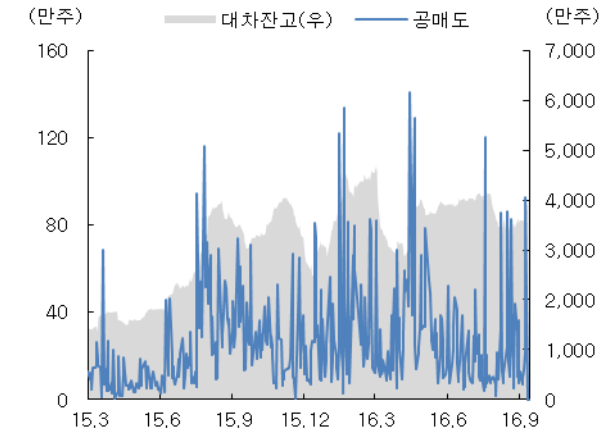
자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 6. 두산인프라코어 투자주체별 매매동향



자료: Wisefn, IBK투자증권

그림 7. 두산인프라코어 대차잔고와 공매도 추이



자료: Wisefn, IBK투자증권

표 8. 두산인프라코어 부문별 실적 추정

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016F	2017F
원$ 평균 환율(원)	1,100	1,097	1,170	1,158	1,201	1,163	1,127	1,155	1,053	1,131	1,162	1,219
생산대수(대)	38,385	40,478	34,100	34,127	36,777	39,133	34,305	39,152	153,452	147,090	147,609	148,223
건설기계	18,674	17,493	15,256	14,513	17,436	18,336	16,404	17,072	67,645	65,936	69,248	69,094
DIBH	13,939	14,480	13,054	12,628	14,349	15,093	13,452	13,878	48,516	54,101	56,773	58,064
Non DIBH	4,735	3,013	2,202	1,885	3,087	3,243	2,952	3,194	19,129	11,835	12,475	11,030
공작기계	1,999	1,957	1,275	1,971					7,832	7,202		
엔진	17,712	21,028	17,569	17,643	17,583	20,797	17,901	22,080	77,975	73,952	78,361	79,129
매출액	1,834	1,980	1,730	1,670	1,434	1,618	1,525	1,662	7,689	7,213	6,239	6,596
건설기계	1,378	1,466	1,297	1,235	1,340	1,486	1,413	1,520	5,699	5,375	5,759	6,045
DIBH	941	1,080	1,024	995	970	1,114	1,027	1,102	3,739	4,041	4,213	4,604
Non DIBH	437	386	272	240	370	372	386	417	1,960	1,335	1,546	1,441
공작기계	304	357	299	287					1,323	1,247		
엔진	150	154	130	144	97	132	111	142	660	578	483	551
매출총이익	422	455	355	314	327	384	373	407	1,713	1,545	1,492	1,496
판관비	346	327	334	511	216	211	238	267	1,260	1,518	933	938
영업이익	76	128	20	-197	111	173	135	140	453	27	559	558
건설기계	48	81	-9	-175	120	168	106	107	254	-56	439	463
DIBH	92	131	90	72	86	149	89	92	322	386	362	391
Non DIBH	-44	-51	-99	-248	35	19	17	15	-68	-441	77	71
공작기계	22	42	19	-12					158	72		
엔진	4	4	7	-12	7	21	8	9	46	2	34	41
금융손익	-84	-84	-139	-51	-45	-82	-55	-53	-429	-358	-235	-204
기타손익	-12	16	-34	-264	30	-3	0	0	-64	-296	27	0
관계기업투자손익	-2	-2	-34	0	0	0	0	0	-35	-38	0	0
세전이익	-23	58	-187	-512	96	89	79	87	-75	-664	351	354
지배지분순이익	-45	7	-211	-570	47	200	29	32	42	-819	308	139
(증감률, % y-y)												
매출액	1.4	-6.3	-3.4	-15.5	-21.8	-18.2	-11.9	-0.5	-0.6	-6.2	-13.5	5.7
건설기계	0.2	-7.6	-1.9	-12.7	-2.8	1.4	9.0	23.1	-0.9	-5.7	7.1	5.0
DIBH	14.7	6.5	12.7	0.0	3.1	3.1	0.2	10.8	4.4	8.1	4.3	9.3
Non DIBH	-21.3	-32.7	-34.1	-42.7	-15.4	-3.5	42.0	74.1	-9.7	-31.9	15.8	-6.8
공작기계	10.5	-0.7	-6.9	-21.7	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0	-1.8	-5.7	-100.0	#DIV/0!
엔진	-4.4	-7.0	-9.0	-26.1	-35.3	-14.0	-14.4	-1.1	3.6	-12.5	-16.4	14.1
영업이익	-23.6	-11.7	-80.0	적전	47.2	35.0	573.6	흑전	22.6	-93.9	1,938.4	-0.2
건설기계	-35.7	-5.4	적전	적전	150.2	108.3	흑전	흑전	10.7	적전	흑전	5.4
DIBH	126.6	48.5	17.2	-37.7	-6.8	13.6	-0.6	27.6	13.4	19.8	-6.2	8.2
Non DIBH	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	-7.7
공작기계	-7.7	-15.4	-51.6	적전					10.1	-54.5		
엔진	87.7	-67.6	-19.3	적전	79.5	471.6	14.6	흑전	흑전	-94.8	1,307.8	19.8
세전이익	적전	34.4	적지	적지	흑전	53.6	흑전	흑전	적지	적지	흑전	0.6
지배지분순이익	적전	-92.2	적전	적지	흑전	2,954.1	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-54.9
(이익률, %)												
매출총이익률	23.0	23.0	20.5	18.8	22.8	23.8	24.5	24.5	22.3	21.4	23.9	22.7
영업이익률	4.1	6.5	1.2	-11.8	7.8	10.7	8.8	8.4	5.9	0.4	9.0	8.5
건설기계	3.5	5.5	-0.7	-14.2	9.0	11.3	7.5	7.1	4.5	-1.0	7.6	7.7
DIBH	9.8	12.2	8.8	7.3	8.8	13.4	8.7	8.4	8.6	9.5	8.6	8.5
Non DIBH	-10.0	-13.2	-36.4	-103.3	9.4	5.0	4.3	3.6	-3.5	-33.1	5.0	5.0
공작기계	7.4	11.8	6.5	-4.2					11.9	5.8		
엔진	2.8	2.4	5.0	-8.4	7.7	16.1	6.8	6.6	6.9	0.4	7.0	7.4
세전이익률	-1.3	2.9	-10.8	-30.6	6.7	5.5	5.2	5.2	-1.0	-9.2	5.6	5.4
지배지분순이익률	-2.5	0.3	-12.2	-34.1	3.3	12.3	1.9	1.9	0.5	-11.4	4.9	2.1

자료: 두산인프라코어, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	7,689	7,213	6,239	6,596	6,994
증가율(%)	-0.6	-6.2	-13.5	5.7	6.0
매출원가	5,976	5,668	4,747	5,099	5,409
매출총이익	1,713	1,545	1,492	1,496	1,585
매출총이익률 (%)	22.3	21.4	23.9	22.7	22.7
판관비	1,260	1,518	933	938	972
판관비율(%)	16.4	21.0	14.9	14.2	13.9
영업이익	453	27	559	558	613
증가율(%)	22.6	-93.9	1,938.4	-0.2	9.9
영업이익률(%)	5.9	0.4	9.0	8.5	8.8
순금융손익	-429	-358	-235	-204	-205
이자손익	-272	-267	-228	-204	-205
기타	-158	-91	-7	0	0
기타영업외손익	-64	-296	27	0	0
종속/관계기업손익	-35	-38	0	0	0
세전이익	-75	-664	351	354	408
법인세	-99	195	147	156	179
법인세율	131.9	-29.4	41.8	44.2	43.9
계속사업이익	24	-860	205	197	229
중단사업손익	0	0	190	0	0
당기순이익	24	-860	395	197	229
증가율(%)	흑전	적전	흑전	-50.0	15.9
당기순이익률 (%)	0.3	-11.9	6.3	3.0	3.3
지배주주당기순이익	42	-819	308	139	161
기타포괄이익	-254	17	43	0	0
총포괄이익	-230	-843	438	197	229
EBITDA	741	324	813	806	867
증가율(%)	15.1	-56.3	151.1	-0.8	7.6
EBITDA마진율(%)	9.6	4.5	13.0	12.2	12.4

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,020	3,876	3,020	3,296	3,596
현금및현금성자산	363	560	87	249	429
유가증권	536	382	217	226	235
매출채권	1,150	1,130	1,133	1,178	1,224
재고자산	1,705	1,556	1,267	1,316	1,368
비유동자산	7,938	7,507	6,973	7,016	7,071
유형자산	2,283	2,254	1,880	1,943	2,006
무형자산	4,633	4,424	4,416	4,372	4,339
투자자산	213	157	134	138	142
자산총계	11,957	11,383	9,993	10,312	10,667
유동부채	3,295	3,961	3,650	3,743	3,839
매입채무및기타채무	763	556	645	670	696
단기차입금	1,154	1,257	845	878	912
유동성장기부채	463	1,129	1,277	1,277	1,277
비유동부채	5,375	4,319	3,446	3,475	3,505
사채	1,900	1,115	589	589	589
장기차입금	2,569	2,521	2,124	2,124	2,124
부채총계	8,669	8,280	7,096	7,218	7,344
지배주주지분	2,799	2,021	1,850	1,989	2,150
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037
자본잉여금	240	245	247	247	247
자본조정등	477	471	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	-251	-208	-233	-233	-233
이익잉여금	1,296	476	819	958	1,119
비지배주주지분	489	1,082	1,047	1,106	1,174
자본총계	3,288	3,103	2,897	3,094	3,323
비이자부채	2,584	2,258	2,261	2,350	2,441
총차입금	6,085	6,022	4,835	4,868	4,902
순차입금	5,186	5,080	4,530	4,393	4,239

투자지표

(12월 결산)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	202	-3,948	1,484	669	776
BPS	13,493	9,744	8,917	9,586	10,361
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	48.1	-1.2	5.7	12.7	10.9
PBR	0.7	0.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.4	22.0	9.0	9.0	8.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.6	-6.2	-13.5	5.7	6.0
EPS증가율	흑전	적전	흑전	-54.9	15.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.5	-34.0	15.9	7.2	7.8
ROA	0.2	-7.4	3.7	1.9	2.2
ROIC	0.3	-10.5	5.1	2.6	3.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	263.6	266.8	245.0	233.3	221.0
순차입금 비율(%)	157.7	163.7	156.4	142.0	127.5
이자보상배율(배)	1.6	0.1	2.3	2.7	2.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.5	6.3	5.5	5.7	5.8
재고자산회전율	4.8	4.4	4.4	5.1	5.2
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	231	237	368	401	436
당기순이익	24	-860	395	197	229
비현금성 비용 및 수익	632	1,197	401	453	459
유형자산감가상각비	176	172	145	147	156
무형자산상각비	111	124	108	101	98
운전자본변동	-100	200	-162	-45	-47
매출채권등의 감소	47	217	-163	-44	-46
재고자산의 감소	-272	-138	-40	-50	-51
매입채무등의 증가	122	-119	228	25	26
기타 영업현금흐름	-324	-301	-265	-204	-205
투자활동 현금흐름	-429	-97	679	-312	-332
유형자산의 증가(CAPEX)	-215	-215	-207	-210	-220
유형자산의 감소	8	9	30	0	0
무형자산의 감소(증가)	-82	-70	-49	-57	-65
투자자산의 감소(증가)	-88	70	25	-4	-4
기타	-52	109	880	-41	-42
재무활동 현금흐름	281	82	-1,675	73	75
차입금의 증가(감소)	557	-500	-922	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-276	582	-753	73	75
기타 및 조정	-9	-25	156	0	0
현금의 증가	75	197	-473	161	180
기초현금	288	363	560	87	249
기말현금	363	560	87	249	429

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 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 지분율 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)

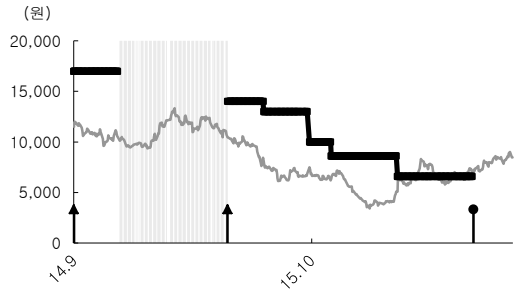
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2015.07.01~2016.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	120	93.8
중립	8	6.3
매도	0	0.0

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

두산인프라코어 주가 및 목표주가 추이



과거 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
2015.05.29	담당자변경				
2015.05.29	매수	14,000원			
2015.07.28	매수	13,000원			
2015.10.12	매수	10,000원			
2015.11.17	매수	8,600원			
2016.03.06	매수	6,600원			
2016.07.10	중립	-			
2016.09.13	중립	-			