Analyst 최진명 · 02)6923-7337 · insightjm@capefn.com

두산인프라코어 (042670KS | Buy 유지 | TP 13,000원 유지)

3Q17 Review: 날개 돋친 듯 팔렸으니, 실적에도 날개가 돋쳤다

두산인프라코어의 2017년 3분기 매출 및 영업이익은 컨센서스에 부합되면서 예측 그대로 "무서운 성장"을 이어가고 있습니다. 특히 중국 지역의 매출은 YoY 143.0%의 성장세를 보이고 있으며, 북미 및 유럽지역에서도 두자릿수의 성장률을 보였습니다. 이 추세는 2018년에도 이어질 것으로 전망됩니다.

2017년 3분기 매출 1조 5,845억원, 영업이익 1,439억원 달성하면서 컨센서스에 부합

- 중국에서의 매출 YoY 143% 성장하며 실적을 주도함. 북미에서도 YoY 16.5%, 유럽에서도 YoY 12.3% 성장에 성공
- 3분기 영업이익률(9.1%)도 글로벌 건설장비업계 평균(8.5%)을 상회, 가격경쟁력 및 구조조정효과 꾸준히 확인됨
- 전 지역에서 성장을 달성했다는 점에서 성장동력에 관한 확신을 심어주고 있음. 이 추세는 2018년까지 지속될 예정

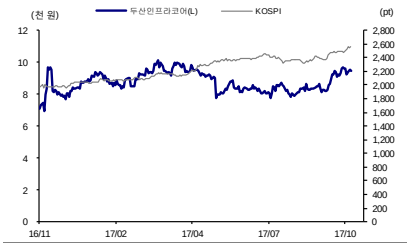
중대형 제품군의 수요 확대, 하위 Tier 기업의 경쟁 탈락, 재무구조 개선 등 경영환경 개선 지속

- 중국 시장은 중대형 제품 위주로 수요가 확대 중이며, 하위기업의 시장 퇴출로 경쟁강도가 완화됨(M/S 7.4%->8.6%)
- 영구채 상환을 위한 재원이 마련되었으며, 향후 금융비용에 의한 부담을 해소할 수 있는 발판이 마련됨
- 두산밥캣이 저성장의 늪을 탈출하고 있는 것으로 판단됨. 지속적으로 꾸준한 성장으로 실적을 받쳐줄 것으로 기대

투자의견 BUY 유지, 목표주가 13,000원 유지하고 기계종목 최선호주로 계속 추천

- 현 주가수준은 PER 9.6배에 불과한 저평가 상태. 적정 주가수준으로 PER 12.6배를 제시하고 매수를 권장
- 보유중인 두산 밥캣 지분가치가 2.2조원이 넘어간다는 사실을 감안하면, 하방리스크 크지 않다고 판단
- 국내 증시에서 가장 대표적인 중국 건설경기 테마주이며, THAAD 이슈의 영향을 받지 않는다는 점도 매력적

Stock Data



주가(11/3)			9,440원
액면가			5,000원
시가총액			1,959십억원
52주 최고/최저가			10,150원/ 6,960원
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.0	-0.9	30.4
상대주가(%)	7.6	-14.0	1.1

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	5,965	5,730	6,417	6,802	7,074
영업이익	(십억원)	-95	491	615	667	701
영업이익률	(%)	-1.6	8.6	9.6	9.8	9.9
순이익	(십억원)	-819	63	215	232	254
EPS	(원)	-3,948	305	1,034	1,116	1,223
증감률	(%)	-2,051.8	-107.7	239.7	7.9	9.6
PER	(배)	-1.2	29.0	9.1	8.5	7.7
PBR	(배)	0.5	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE	(%)	-26.9	3.5	7.8	7.5	7.5
EV/EBITDA	(배)	35.6	9.3	7.8	7.1	6.5
순차입금	(십억원)	5,096	3,729	3,032	2,716	2,396
부채비율	(%)	266.8	190.8	166.6	150.9	135.3

CAPE

3Q17 실적 Review 및 전망

매출/영업이익: 예측 그대로 강세!

3분기 매출은 당사 추정 및 시장 기대와 차이이 없이 순항하고 있다. 중국에서 폭발적인 성장이 진행되었으며 아시아 및 기타 신흥국에서도 매출이 성장하고 있다. 북미 및 유럽 지역도 하반기부터 성장세로 전환되면서 전사적으로 성장했고, 영업이익도 매출의 성장과 함께 개선되고 있다. 순이익은 투자증권 처분이익(250억원) 등으로 예상보다 높으나, 일회성 요인으로 전체적 기업전망에 차이를 만들지 않는다.

실적전망: Go Go Upside! 밥캣도 성장세 전환, 중국/북미시장의 강세분위기는 여전!

4분기는 비수기에 속하므로 3분기보다 우수한 실적을 기대하긴 어렵지만, 전년도와 비교해서는 성장한 모습을 기대할 수 있을 것으로 기대된다. 특히나 역성장하던 두산밥캣이 하반기부터 성장세로 전환되었으니, 매출 성장은 가속될 것이다. 중국 일대일로는 이제 시작되는 분위기며, 북미와 유럽의 경기 호조는 여전하다. 현재로선 굴삭기 판매가 위축될 수 있다는 어떠한 신호도 포착되지 않고 있다.

표1. 3Q17 실적 Review (단위: 십억 원, %)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17P(a)	YoY	QoQ	컨센서스	케이프(b)	차이(a/b)
매출	1,302	1,376	1,562	1,773	1,585	21.7	-10.6	1.532	1,579	+0.4
영업이익	106	100	148	215	144	36.1	-33.0	137	135	+6.5
세전이익	74	-230	133	151	128	73.5	-15.1	75	80	+59.7
순이익	36	-227	74	84	77	116.0	-7.6	39	65	+18.4
영업이익률(%)	8.1	7.3	9.5	12.2	9.1				8.6	
세전이익률(%)	5.7	-16.7	8.5	8.5	8.1				5.1	
순이익률(%)	2.7	-16.5	4.8	4.7	4.9				4.1	

자료: 케이프투자증권, WISEfn

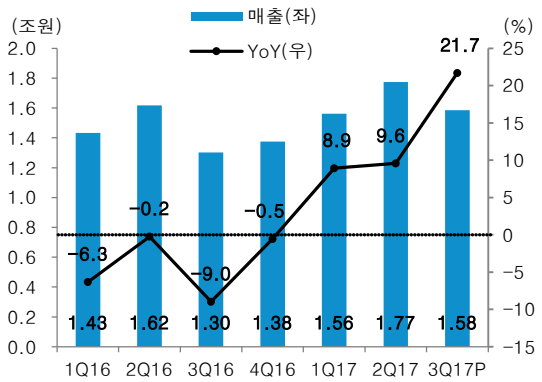
표2. 두산인프라코어 실적 세부추정

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P
지역 별 굴삭기 매출 (십억원)	NAO	683	731	710	684	662	757	588	600	633	699	685
	EMEA	224	293	253	260	255	307	244	255	246	316	274
	China	99	114	64	62	136	116	72	109	221	258	176
	APEM	340	276	222	184	234	261	230	193	310	300	258
	Etc.	35	55	51	49	52	51	48	61	49	59	53
엔진 및 기타부문 매출		150	154	130	145	93	127	121	150	94	127	120
매출 총액(십억원)		**1,530**	**1,622**	**1,430**	**1,383**	**14,34**	**1,618**	**1,302**	**1,376**	**1,562**	**1,773**	**1,585**
-YoY(%)						-6.3	-0.2	-9.0	-0.5	8.9	9.6	21.7
부문 별 매출(십억원)	Heavy	438	390	286	246	367	373	304	303	531	561	434
	Bobcat	942	1,078	1,014	993	970	1,114	879	916	927	1,074	1,012
	Engine	150	154	130	144	97	132	119	156	103	138	139
부문 별 영업이익(십억원)	Heavy	-58	-60	-78	-137	17	6	-13	7	47	53	23
	-OPM(%)	-13.2	-15.5	-27.3	-55.5	4.6	1.5	-4.1	2.3	8.8	9.4	5.3
	Bobcat	95	131	90	72	86	149	109	76	93	136	101
	-OPM(%)	10.1	12.2	8.9	7.3	8.8	13.4	12.4	8.3	10.1	12.7	10.0
	Engine	1	6	6	-11	9	19	9	17	8	26	20
	-OPM(%)	0.5	3.7	5.0	-7.3	8.9	14.1	7.5	11.0	8.0	18.8	14.3
영업이익 총액(십억원)		**38**	**76**	**18**	**-75**	**111**	**174**	**106**	**100**	**148**	**215**	**144**
-OPM(%)		2.5	4.7	1.3	-5.4	7.8	10.7	8.1	7.3	9.5	12.1	9.1
세전이익(십억원)						**170**	**270**	**74**	**-230**	**133**	**151**	**128**
순이익(십억원)						**80**	**228**	**36**	**-227**	**74**	**84**	**77**

자료: 케이프투자증권, 두산인프라코어

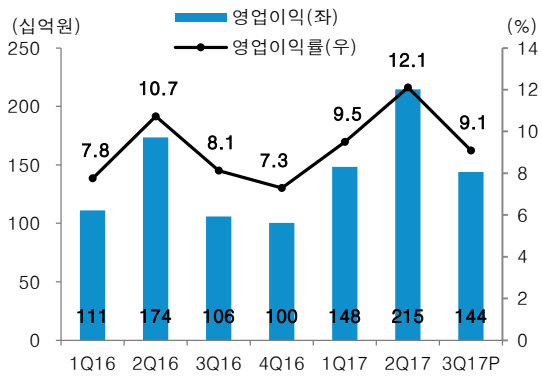
NOTE: 2015년 실적의 경우 공작기계 사업부문을 제거한 수치로, 이에 따라 영업외 손익 및 세전, 세후 이익에 대해서는 가정하지 않습니다.

그림1. 두산인프라코어 분기 별 매출 추이



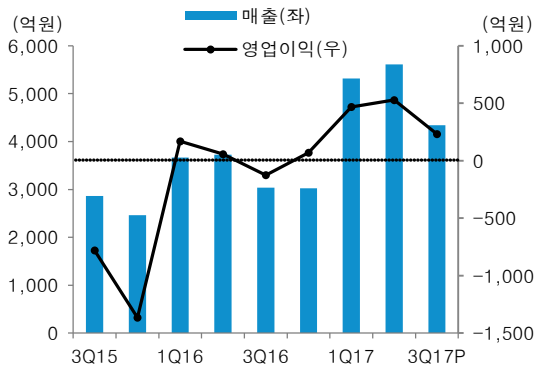
자료: 케이프투자증권, WISEfn

그림2. 두산인프라코어 분기 별 영업이익 추이



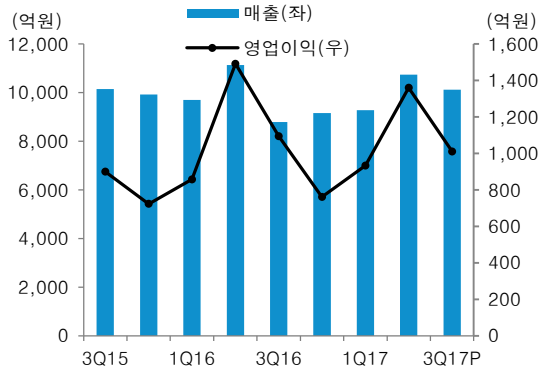
자료: 케이프투자증권, WISEfn

그림5. Heavy부문 분기 별 매출



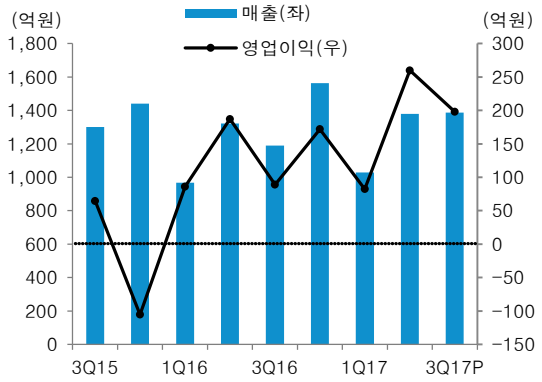
자료: 케이프투자증권, 두산인프라코어

그림6. Bobcat부문 분기 별 매출



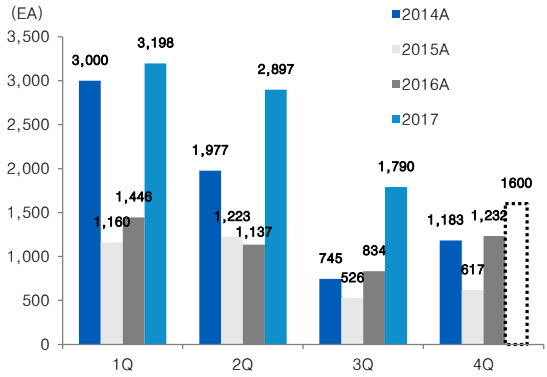
자료: 케이프투자증권, 두산인프라코어

그림7. Engine부문 분기 별 매출



자료: 케이프투자증권, 두산인프라코어

그림8. 두산인프라코어 중국 굴삭기 판매량 추정



자료: 케이프투자증권, 두산인프라코어, 중국공정기계협회

CAPE

Valuation 및 투자의견

총평: 중국 일대일로 대표주 예상 그대로 정주행

굴삭기 판매량 및 시장 동향이 예측대로 순항하고 있다. 중국은 일대일로 사업의 착수 및 신도시 건설 등으로 내년까지 올해 수준 이상의 판매량을 만들어줄 것이다. 북미 및 유럽시장에서도 하반기부터 두산밥캣이 성장세이며, 엔진부문도 턴어라운드가 끝났다.

투자의견: BUY 유지 TP 13,000원 유지

결론적으로 투자의견 BUY를 유지하고 기계종목 최선호주로 계속 추천한다. 영구채 및 부채 관련 부담도 강한 실적 앞에서는 부각될 수 없다. 수익이 나는 기업, 그것도 매출과 이익이 빠르게 불어나고 있는 종목치고는 밸류에이션이 고작 PER 9.1배에 불과하다. 두산인프라코어가 지닌 두산밥캣 지분가격(2017년 11월 3일 종가기준, 2.17조원)과 비교해도 배보다 배꼽이 큰 상황, 매수하기 좋은 환경이라고 판단된다.

표2. 실적추정 변동사항 (단위: 십억 원, %)

	신규 추정		기존 추정		GAP	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출	6417	6802	6,417	6,802	0.0	0.0
영업이익	615	667	615	667	-0.	0.0
영업이익률	9.6	9.8	9.6	9.8		
세전이익	452	488	427	481	+5.9	+1.4
세전이익률	7.0	7.2	6.7	7.1		
순이익	294	317	278	313	+5.9	+1.3
순이익률	4.6	4.7	4.3	4.6		
EPS(원)	1,034	1,116	9,77	1,101	+5.9	+1.3

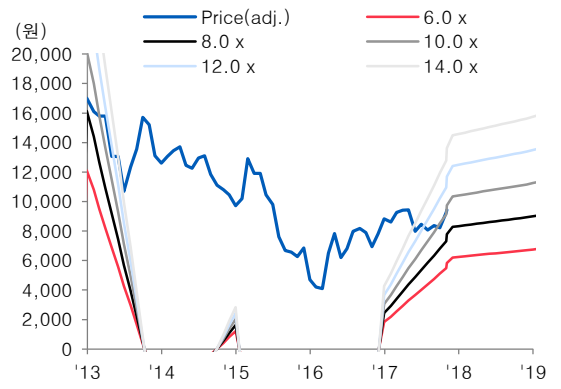
자료: 케이프투자증권

표3. Valuation 변경 추이

	PER			PBR			목표주가(원)	주가(원)	Upside(%)	비고
	목표	FY1	FY0	목표	FY1	FY0				
전회 보고서(2017/10/19)	13.5	9.6	30.7		0.75	0.94	13,000	9,360	38.9	
금회 보고서(2017/11/06)	12.6	9.1	31.0		0.75	0.95	13,000	9,440	37.7	
증감	-0.9	-0.5	0.3			0.01		80	-1.2	

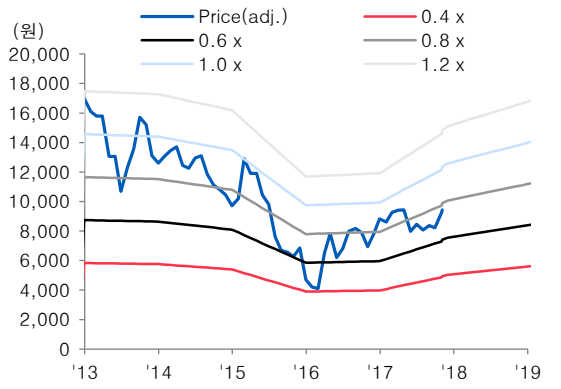
자료: 케이프투자증권

그림1. Trailing PER Band 추이



자료: 케이프투자증권, WISEfn

그림2. Trailing PBR Band 추이



자료: 케이프투자증권, WISEfn

재무상태표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,050	3,812	3,997	4,142
현금및현금성자산	539	999	1,016	1,044
매출채권 및 기타채권	1,030	1,154	1,223	1,270
재고자산	1,177	1,318	1,397	1,453
비유동자산	6,977	7,059	7,118	7,182
투자자산	179	201	213	221
유형자산	1,823	1,855	1,913	1,954
무형자산	4,441	4,483	4,516	4,529
자산총계	10,027	10,870	11,115	11,323
유동부채	3,653	4,061	4,020	3,919
매입채무 및 기타채무	1,042	1,354	1,463	1,521
단기차입금	952	1,405	1,362	1,305
유동성장기부채	1,305	905	775	655
비유동부채	2,925	2,731	2,664	2,593
사채 및 장기차입금	2,166	1,896	1,779	1,672
부채총계	6,578	6,792	6,685	6,511
지배기업소유지분	2,060	2,611	2,878	3,165
자본금	1,037	1,349	1,349	1,349
자본잉여금	249	430	431	432
이익잉여금	578	793	1,024	1,278
기타자본	195	39	73	106
비지배지분	1,388	1,467	1,553	1,647
자본총계	3,448	4,078	4,430	4,812
총차입금	4,425	4,208	3,918	3,634
순차입금	3,729	3,032	2,716	2,396

포괄손익계산서

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	5,730	6,417	6,802	7,074
증가율(%)	-3.9	12.0	6.0	4.0
매출원가	4,404	4,911	5,196	5,398
매출총이익	1,325	1,506	1,606	1,676
매출총이익률(%)	23.1	23.5	23.6	23.7
판매비와 관리비	834	892	940	975
영업이익	491	615	667	701
영업이익률(%)	8.6	9.6	9.8	9.9
EBITDA	748	823	883	922
EBITDA M%	13.1	12.8	13.0	13.0
영업외손익	-409	-162	-179	-166
지분법관련손익	0	1	2	1
금융손익	-251	-191	-175	-166
기타영업외손익	-157	28	-6	-1
세전이익	82	452	488	535
법인세비용	169	158	171	187
당기순이익	116	294	317	348
지배주주순이익	63	215	232	254
지배주주순이익률(%)	2.0	4.6	4.7	4.9
비지배주주순이익	53	79	86	94
기타포괄이익	25	44	34	33
총포괄이익	141	338	351	380
EPS 증가율(%, 지배)	-107.7	239.7	7.9	9.6
이자손익	-218	-181	-159	-152
총외화관련손익	-31	-19	-17	-18

현금흐름표

(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	513	669	575	589
영업에서 창출된 현금흐름	789	1,008	905	928
이자의 수취	13	14	24	18
이자의 지급	-228	-194	-183	-170
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-62	-158	-171	-187
투자활동 현금흐름	910	-284	-270	-278
유동자산의 감소(증가)	234	-19	-11	-7
투자자산의 감소(증가)	-22	-21	-12	-9
유형자산 감소(증가)	-124	-201	-234	-223
무형자산 감소(증가)	-127	-81	-73	-53
재무활동 현금흐름	-1,454	75	-288	-283
사채및차입금증가(감소)	-1,623	-217	-290	-284
자본금및자본잉여금 증감	4	492	1	1
배당금 지급	-18	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	10	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-21	461	16	28
기초현금	560	539	999	1,016
기말현금	539	999	1,016	1,044
FCF	339	468	341	366

주요지표

	2016A	2017E	2018E	2019E
총발행주식수(천주)	207,455	207,496	207,496	207,496
시가총액(십억원)	1,830	1,959	1,959	1,959
주가(원)	8,820	9,440	9,440	9,440
EPS(원)	305	1,034	1,116	1,223
BPS(원)	9,932	12,581	13,868	15,253
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	29.0	9.1	8.5	7.7
PBR(X)	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(X)	9.3	7.8	7.1	6.5
ROE(%)	3.5	7.8	7.5	7.5
ROA(%)	1.1	2.8	2.9	3.1
ROIC(%)	3.5	5.5	5.9	6.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	190.8	166.6	150.9	135.3
순차입금/자기자본(%)	108.1	74.4	61.3	49.8
유동비율(%)	83.5	93.9	99.4	105.7
이자보상배율(X)	2.1	3.2	3.6	4.1
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	5.1	5.9	5.7	5.7
재고자산 회전율	4.2	5.1	5.0	5.0
매입채무 회전율	4.2	4.1	3.7	3.6

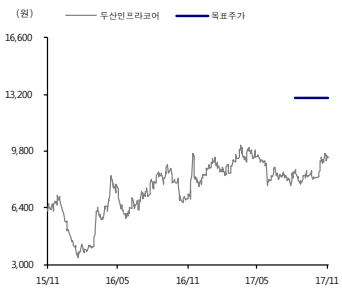
자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

두산인프라코어(042670)

제시일자	2017-08-09	2017-10-19	2017-11-06			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	13,000원	13,000원	13,000원			
괴리율(%)_평균	-35.73	-33.81				
괴리율(%)_최고	-27.15	-25.62				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(%)_평균						
괴리율(%)_최고						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(%)_평균						
괴리율(%)_최고						

주가 및 목표주가 추이



Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비율]	12개월	매수(90.00%) · 매도(1.25%) · 중립(8.75%)	* 기준일 2017.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.