

두산인프라코어 (042670)

군살 빼니 예뻐 보이네

기계

Earnings Result
2016.7.19

(Maintain) **중립**

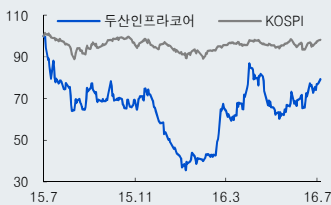
목표주가(원, 12M) —

현재주가(16/07/18, 원) **7,600**

상승여력 —

영업이익(16F,십억원)	491
Consensus 영업이익(16F,십억원)	450
EPS 성장률(16F,%)	-
MKT EPS 성장률(16F,%)	18.6
P/E(16F,x)	4.4
MKT P/E(16F,x)	10.8
KOSPI	2,021.11
시가총액(십억원)	1,577
발행주식수(백만주)	207
유동주식비율(%)	63.6
외국인 보유비중(%)	9.8
베타(12M) 일간수익률	2.62
52주 최저가(원)	3,410
52주 최고가(원)	9,040

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.8	106.0	-15.9
상대주가	11.0	91.4	-13.6



[조선,기계]

성기종

02-768-3263
kijong.sung@dwsec.com

이호승

02-768-4176
hoseung.lee@dwsec.com

2Q Review: 구조조정 효과로 실적 서프라이즈

두산인프라코어의 2분기 연결실적은 매출액이 YoY -0.2% 1조 6,183억원, 영업이익은 YoY 126.8% 1,735억원으로 발표하였다. 영업이익률은 10.7%로 YoY +6.0%p 개선되었다. 이는 동사 및 시장 컨센서스대비 매우 양호한 실적이다. 지배주주순이익은 영업이익 개선, 공작기계 사업부 매각 차익 발생, 순금융비용 감소 등으로 큰 폭의 증가세를 보였다.

① 동사는 2015년 대규모 구조조정을 통해 전년 동기 대비 약 2,268억원의 비용 절감을 이끌어냈다고 발표했다. (인건비 764억원, 경비 1,504억원)

② 건설기계: 매출액은 YoY -4.5% 3,726억원이다. 신형시장 부진으로 매출은 감소세를 이어가고 있다. 반면 구조조정 효과로 57억원 흑자전환을 기록했다. 중국은 100억원 영업이익을 기록하였고 유럽은 미실현손실 80억원이 반영되어 50억원의 적자를 기록했다.

③ 두산밥캣: 미국 시장의 호전과 제품 믹스 개선으로 매우 양호한 영업실적을 기록하였다. 매출액은 YoY 3.3% 11,135억원, 영업이익은 YoY 13.6% 1,491억원을 달성하였다. 영업이익률도 13.4%로 사상 최고치를 기록하였다.

④ 엔진: 매출액은 YoY -14.1% 1,322억원으로 감소하였으나 영업이익은 YoY 229.3% 187억원으로 크게 증가하였다. 밥캣용 G2엔진 효과에 힘입어 영업이익률은 14.1%로 급상승하였다.

수익성 및 재무안정성 크게 개선 전망

글로벌 건설기계 시장의 둔화로 동사의 매출액은 감소하였다. 하지만 두산밥캣의 제품 믹스 개선과 본사의 자구안 노력으로 수익성은 크게 개선되었다. 또한 동사는 공작기계 매각으로 약 1조원 유입 → 차입금 상환, 하반기 두산밥캣의 IPO로 대규모 자금유입 → 차입금 상환, 유동성 확대로 동사는 재무적으로 크게 안정될 전망이다. 단 영업 환경 악화로 동사의 개별 영업상 현금흐름은 아직 정상화되지 못하였다.

영업 환경 개선 없이는 투자의견 상향 어려워

동사는 영업실적 개선 효과와 재무안정성이 높아지며 단기에 주가가 급등하였다. 또한 동사는 대규모 자구안을 통해 재무적으로 안정을 찾은 것으로 보인다. 하지만 공작기계사업 매각으로 사업규모가 축소되고 중국을 비롯한 세계 건설경기가 침체 국면으로 본사의 영업상 현금흐름은 여전히 마이너스 상태이다. 영업환경 개선 없이 기업가치 상승은 제한적일 전망이다. 불투명한 영업상황과 시장대비 높은 투가지표는 아직 부담스럽다. 이에 동사에 대한 투자의견은 기존 중립을 유지한다.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	7,737	7,689	7,213	5,965	6,114	6,267
영업이익 (십억원)	370	453	27	491	501	520
영업이익률 (%)	4.8	5.9	0.4	8.2	8.2	8.3
순이익 (십억원)	-102	42	-819	357	159	192
EPS (원)	-596	202	-3,948	1,723	767	926
ROE (%)	-3.7	1.5	-34.0	16.2	6.5	7.3
P/E (배)	-	48.1	-	4.4	9.9	8.2
P/B (배)	0.9	0.7	0.5	0.7	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 2Q16 Review

(십억원, %)

	2Q15	1Q16	2Q16P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,622	1,434	1,618	1,535	1,854	-0.2	12.9
영업이익	76	111	173	127	85	126.9	56.0
영업이익률	4.7	7.8	10.7	8.3	5.2	6.0	3.0
세전이익	5	96	85	61	12	1,544.7	-11.3
순이익	7	47	197	31	8	2,909.9	318.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익, 2Q15 실적에는 공작기계 사업부 매출 제외
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 두산인프라코어의 수익예상 변경표

(십억원, 원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률		변경사유
	16F	17F	16F	17F	16F	17F	
매출액	5,805	5,950	5,965	6,114	2.8	2.8	- 밥캣 실적 호조, 원달러 환율 상승
영업이익	364	387	491	501	34.9	29.6	- 대규모 구조조정 효과(비용절감)
세전이익	117	141	245	263	110.4	86.5	- 이자비용 감소, 환관련 이익 발생
순이익 (지배)	56	63	357	159	535.6	152.9	
영업이익률	6.3	6.5	8.2	8.2	2.0	1.7	
순이익률 (지배)	1.0	1.1	6.0	2.6	5.0	1.5	

주: K-IFRS 연결 기준
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 두산인프라코어의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2015				2016F				2Q16P 증가율		2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QF	4QF	YoY	QoQ			
매출액	1,834	1,980	1,730	1,670	1,434	1,618	1,473	1,440	-0.2	12.9	7,213	5,965	6,114
영업이익	76	128	20	-197	111	174	109	97	126.9	56.0	27	491	501
세전이익	-23	58	-187	-512	96	85	45	20	1,544.7	-11.3	-664	245	263
순이익 (지배)	-45	7	-211	-570	47	197	50	64	2,909.9	318.0	-819	357	159
영업이익률	4.1	6.5	1.2	-11.8	7.8	10.7	7.4	6.7	-	-	0.4	8.2	8.2
순이익률 (지배)	-2.4	0.5	-12.3	-36.7	5.6	13.8	3.8	3.2	-	-	-11.4	6.0	2.6

주 1) 2015년 실적은 공작기계사업부 매각을 고려하지 않은 자료임.

주 2) K-IFRS 연결 기준,

자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 두산인프라코어 사업부문별 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16F	4Q16F	2015	2016F
매출	1,834	1,980	1,730	1,670	1,434	1,618	1,473	1,440	7,213	5,965
건기(본사+DICC(중국))	439	388	275	243	367	373	271	240	1,344	1,250
DII(밥캣)	941	1,080	1,024	995	970	1,114	1,052	1,045	4,041	4,181
공기	304	358	300	288	-	-	-	-	1,249	-
엔진	150	154	131	144	97	132	150	155	579	534
영업이익	76	129	20	-197	111	174	110	97	27	491
건기(본사+DICC(중국))	-43	-49	-104	-245	17	6	-10	-10	-441	3
DII(밥캣)	92	131	90	72	86	149	105	92	386	432
공기	23	43	27	-12	-	-	-	-	80	-
엔진	4	4	7	-12	9	19	15	15	3	57
영업이익률	4.1	6.5	1.2	-11.8	7.8	10.7	7.4	6.7	0.4	8.2
건기(본사+DICC(중국))	-9.8	-12.7	-37.8	-101.0	4.6	1.5	-3.7	-4.2	-32.8	-13.6
DII(밥캣)	9.8	12.2	8.8	7.3	8.8	13.4	10.0	8.8	9.5	9.3
공기	7.4	11.9	9.0	-4.2	-	-	-	-	6.4	-
엔진	2.8	2.5	5.4	-8.3	8.9	14.1	9.7	9.7	0.5	3.7

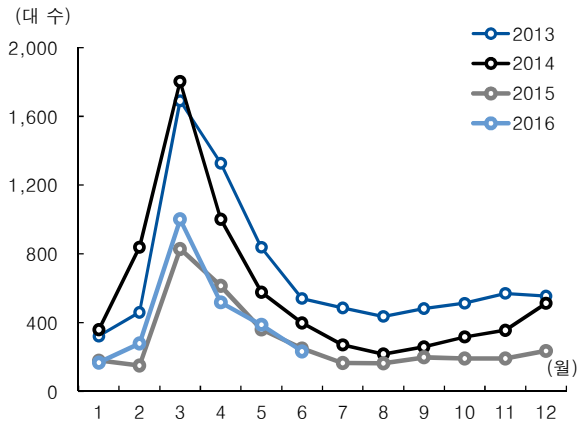
주: 1) DICC(중국 자회사) 실적은 건기부문에 포함하였으며DII(밥캣)의 실적은 분리하였음.

주 2) 2015년 실적은 공작기계사업부 매각을 고려하지 않은 자료임.

주 3) K-IFRS 연결 기준,

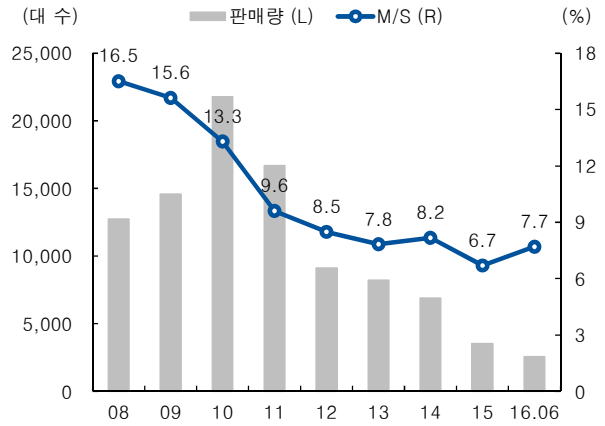
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 중국 굴삭기 월별 판매 추이



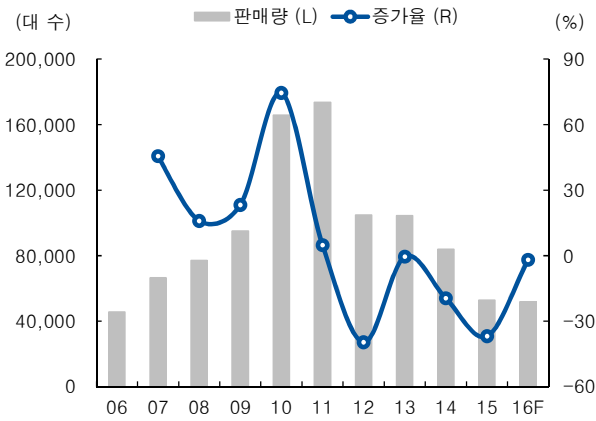
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 동사의 굴삭기 판매량 및 M/S 추이



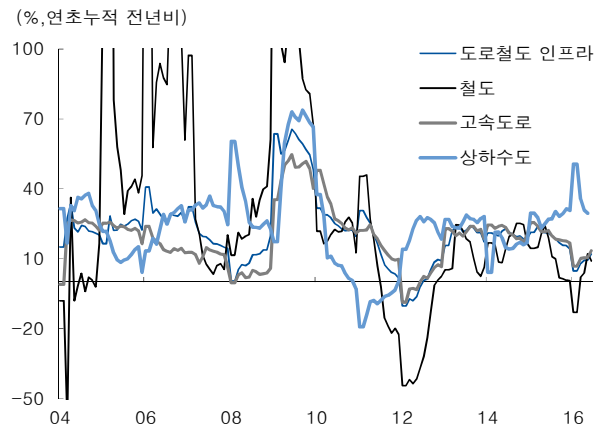
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 중국 굴삭기 시장 추이 및 전망



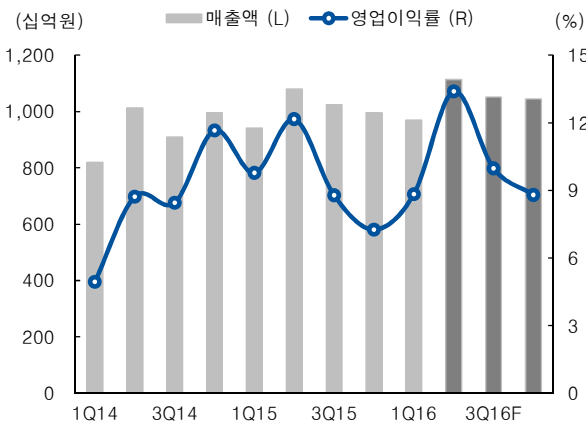
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 중국 주요 산업별 건설투자 증가율 추이



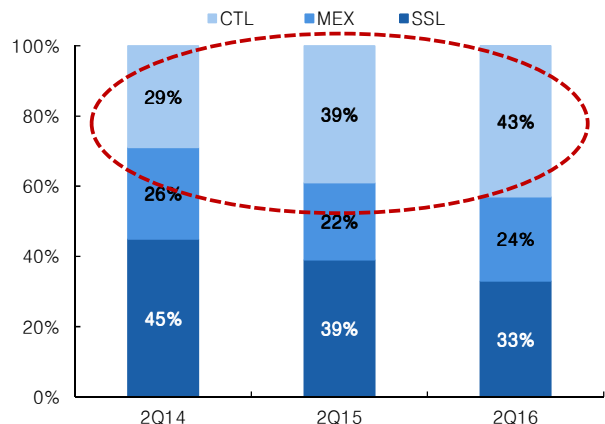
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 뱃캣(DIBH)의 분기 영업실적 추이



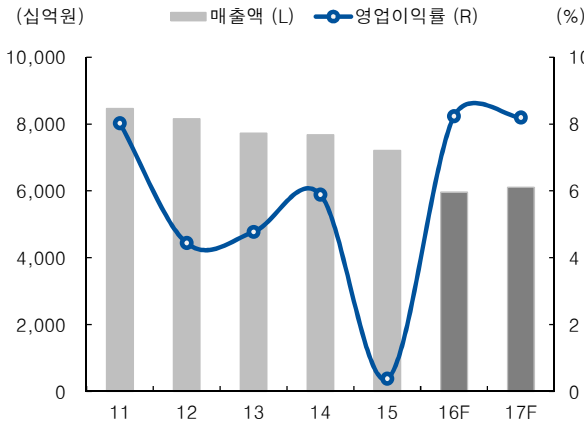
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 뱃캣(DIBH)의 제품믹스 추이 (CTL > MEX > SSL 고마진순)



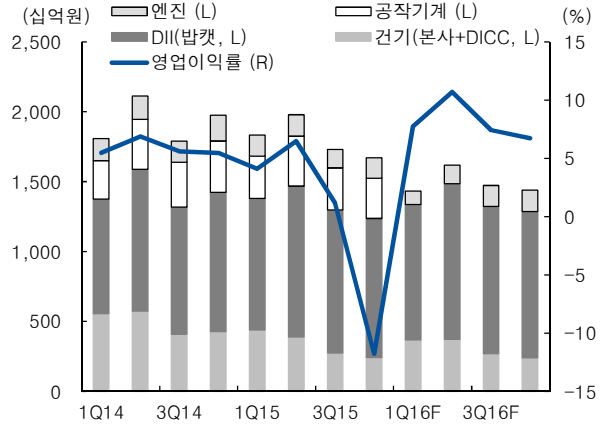
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 두산인프라코어의 영업실적 추이 (연간)



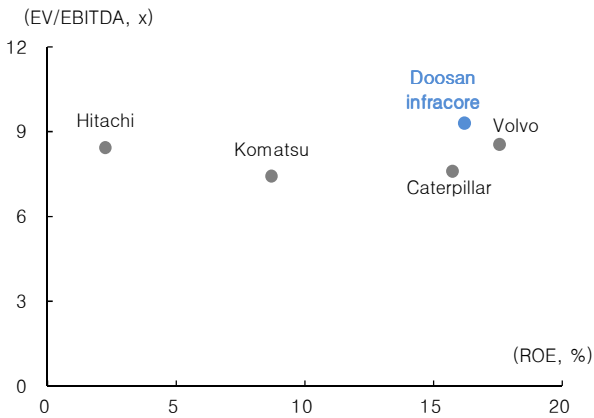
주: 2015년 이전 실적은 공작기계사업부 매각을 고려하지 않은 자료임.
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 두산인프라코어의 연결 사업부문별 영업실적 추이 및 전망



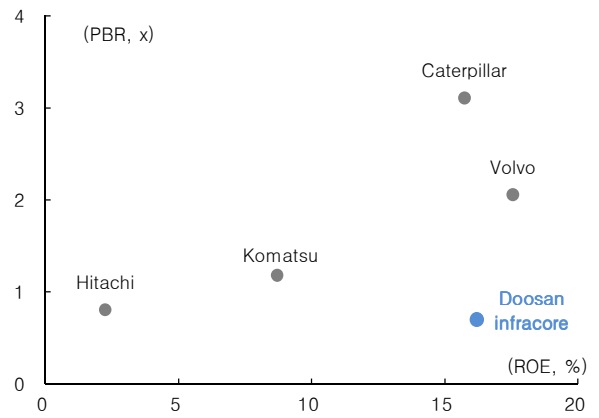
자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 글로벌 주요 건설기계 업체들 EV/EBITDA-ROE (2016F) 비교



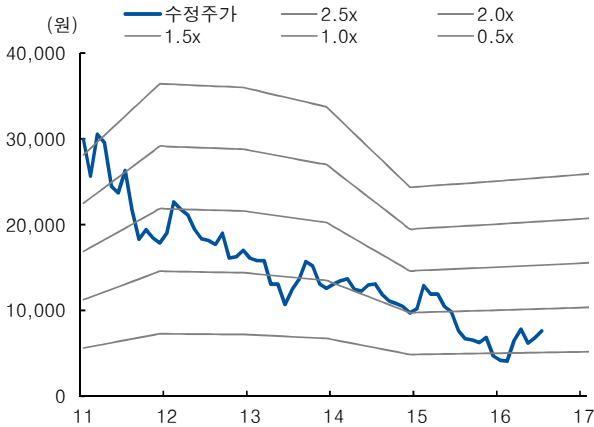
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 글로벌 주요 건설기계 업체들 PBR-ROE (2016F) 비교



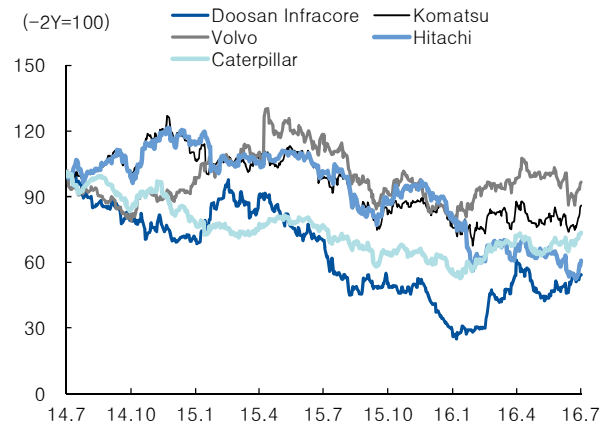
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 두산인프라코어의 PBR 차트 (12M FWD)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 글로벌 건설기계관련 업체들 주가 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

두산인프라코어 (042670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	7,213	5,965	6,114	6,267
매출원가	5,668	4,507	4,622	4,731
매출총이익	1,545	1,458	1,492	1,536
판매비와관리비	1,518	967	991	1,016
조정영업이익	27	491	501	520
영업이익	27	491	501	520
비영업손익	-691	-246	-238	-202
금융손익	-267	-236	-198	-182
관계기업등 투자손익	-38	0	0	0
세전계속사업손익	-664	245	263	318
계속사업법인세비용	195	64	65	78
계속사업이익	-860	182	199	240
중단사업이익	0	225	0	0
당기순이익	-860	407	199	240
지배주주	-819	357	159	192
비지배주주	-40	49	40	48
총포괄이익	-843	407	199	240
지배주주	-758	366	179	216
비지배주주	-85	41	20	24
EBITDA	324	717	711	713
FCF	22	698	365	369
EBITDA 마진율 (%)	4.5	12.0	11.6	11.4
영업이익률 (%)	0.4	8.2	8.2	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.4	6.0	2.6	3.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	3,876	3,313	3,326	3,554
현금 및 현금성자산	560	397	345	501
매출채권 및 기타채권	1,225	1,020	1,045	1,071
재고자산	1,556	1,356	1,390	1,424
기타유동자산	535	540	546	558
비유동자산	7,507	6,879	6,702	6,552
관계기업투자등	1	1	1	1
유형자산	2,254	1,728	1,650	1,591
무형자산	4,424	4,318	4,216	4,122
자산총계	11,383	10,191	10,027	10,106
유동부채	3,961	3,159	3,180	3,201
매입채무 및 기타채무	852	690	707	725
단기금융부채	2,411	1,907	1,907	0
기타유동부채	698	562	566	2,476
비유동부채	4,319	3,522	3,139	2,957
장기금융부채	3,636	2,836	2,436	0
기타비유동부채	683	686	703	2,957
부채총계	8,280	6,682	6,319	6,158
지배주주지분	2,021	2,378	2,537	2,729
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037
자본잉여금	245	245	245	245
이익잉여금	476	833	992	1,184
비지배주주지분	1,082	1,131	1,171	1,219
자본총계	3,103	3,509	3,708	3,948

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	237	723	395	409
당기순이익	-860	407	199	240
비현금수익비용가감	1,197	504	480	451
유형자산감가상각비	172	121	108	99
무형자산상각비	124	106	102	95
기타	901	277	270	257
영업활동으로인한자산및부채의변동	200	110	-24	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	217	183	-24	-24
재고자산 감소(증가)	-138	200	-34	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-119	-79	12	12
법인세납부	-43	-64	-65	-78
투자활동으로 인한 현금흐름	-97	429	-37	-54
유형자산처분(취득)	-206	405	-30	-40
무형자산감소(증가)	-70	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	104	-6	-7	-14
기타투자활동	75	30	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	82	-1,304	-399	-199
장단기금융부채의 증가(감소)	-59	-1,304	-399	-199
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	-35	0	0	0
기타재무활동	171	0	0	0
현금의 증가	197	-163	-52	156
기초현금	363	560	397	345
기말현금	560	397	345	501

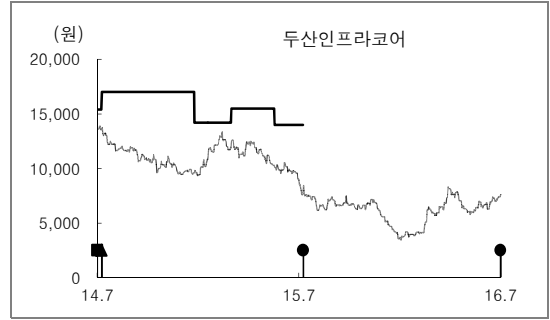
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	-	4.4	9.9	8.2
P/CF (x)	2.9	1.7	2.3	2.3
P/B (x)	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	22.1	9.3	8.9	8.5
EPS (원)	-3,948	1,723	767	926
CFPS (원)	1,627	4,388	3,273	3,332
BPS (원)	9,744	11,466	12,233	13,158
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-6.2	-17.3	2.5	2.5
EBITDA증가율 (%)	-56.3	121.3	-0.8	0.3
조정영업이익증가율 (%)	-94.0	1,718.5	2.0	3.8
EPS증가율 (%)	-	-	-55.5	20.7
매출채권 회전을 (회)	6.3	5.7	6.4	6.4
재고자산 회전을 (회)	4.4	4.1	4.5	4.5
매입채무 회전을 (회)	8.6	8.7	9.6	9.6
ROA (%)	-7.4	3.8	2.0	2.4
ROE (%)	-34.0	16.2	6.5	7.3
ROIC (%)	0.4	4.6	5.0	5.3
부채비율 (%)	266.8	190.4	170.4	156.0
유동비율 (%)	97.9	104.9	104.6	111.0
순차입금/자기자본 (%)	164.2	112.6	97.1	81.9
조정영업이익/금융비용 (x)	0.1	1.9	2.3	2.6

자료: 두산인프라코어, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
두산인프라코어(042670)	2015.07.27	중립	-
	2015.06.05	매수	14,000원
	2015.03.19	매수	15,500원
	2015.01.11	매수	14,200원
	2014.07.27	매수	17,000원
	2014.07.10	Trading Buy	15,400원



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(→), 목표주가(←), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
70.73%	17.56%	11.71%	0.00%

* 2016년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.