

두산인프라코어 (042670)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	11,000 원(유지)
증가(2021/03/15)	8,090 원
상승여력	36.0 %

Stock Indicator	
자본금	1,041 십억원
발행주식수	21,656만주
시가총액	1,752 십억원
외국인지분율	6.4%
52 주 주가	2,535~9,490 원
60 일평균거래량	3,826,247 주
60 일평균거래대금	32.3 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.9	-1.8	1.8	157.6
상대수익률	-1.7	-12.3	-22.9	85.7



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	8,186	7,934	8,523	8,934
영업이익(십억원)	840	659	767	834
순이익(십억원)	240	149	249	295
EPS(원)	1,153	707	1,155	1,366
BPS(원)	10,677	11,652	12,821	14,204
PER(배)	4.7	11.4	7.0	5.9
PBR(배)	0.5	0.7	0.6	0.6
ROE(%)	11.6	6.3	9.6	10.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	3.8	5.3	4.2	3.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계] 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

중국 피크아웃 걱정 말자

4Q20 중국은 내년에도 괜찮을 거야

4 분기 실적은 밥캣이 좋아 영업이익은 컨센에 부합했지만 격려금 199 억원을 감안하면 서프라이즈인셈이다. 지배주주순이익은 저조했는데, 엔진 BG 가 발전 엔진 침체로 큰폭 적자를 시현했기 때문이다.

2021 년 가이드스: 밥캣 제외 매출 4.3 조원, 영업이익 0.3 조원

현대중공업지주로의 동사 매각이 결정되어 밥캣을 제외한 가이드스만 추려보면, 매출은 헤비 3.7 조원(YoY +15%), 엔진 0.6 조원(+29%)에서 4.3 조원에 영업이익 0.3 조원(+13%, OPM 7%)의 성장이 목표이다. 이미 중국시장이 2 월까지 누적 YoY +177%, 동사가 201% 성장하고 있어, 하반기 전년동기대비 성장폭이 둔화되더라도 중국에서의 23% 성장 목표의 달성 가능성이 높아지고 있다.

중국시장은 2019 년 21 만대에서 2020 년 무려 29 만대로 또 성장했기에, 2011 년과 같은 피크아웃 사태를 떠올리며 걱정하기도 한다. 그러나 2011 년과는 달리 동사는 1) 장비 가동률을 체크하며, 2) 보수적인 판매정책과 3) 고객 정보 관리를 통해 매출채권 건전성을 유지하고 있다. 또한 4) 중국의 Tier4 엔진 규제가 2022 년 12 월로 결정되어서 2022 년 가을까지도 선주문 수요가 꾸준할 것으로 예상한다. 피크아웃 걱정은 1 년반 후에나 하자고 제안 드린다.

한지붕 두가족의 공통 시너지 + 엔진 BG 의 캡티브 확보

현대중공업 그룹으로의 매각 시너지에 대해서는 ① 개발비 절감 1%p, ② 통합구매 원가 절감 2%p 이상, ③ 엔진 부문의 2 배 이익 성장 등을, 산업 부문에 짚었다. 판매 시너지는 주로 2023 년 실적부터 반영되었고, 향후 사측의 기업결합 이후 가이드스에 따라 조정을 할 수도 있다. 좋아지는 속도와 기술기의 문제일 뿐이다.

지금 사면 두산인프라코어 + 두산중공업: 풍력도 주가 편안해졌다

곧 두산인프라코어는 두산밥캣 지분 51.1%를 보유한 투자회사와 헤비 BG 와 엔진 BG 의 사업회사로 분할되고, 두산인프라코어 투자회사는 두산중공업과 합병된다. 즉, 지금 두산인프라코어 주주는 향후 두산인프라코어 주식과 두산중공업 주식을 3:7~4:6(추정)으로 가지게 된다는 점이, 깨끗이 건설기계에 투자하고 싶은 투자자들을 망설이게 하고 있다. 그러나 그만큼 할인 중이어서 분할 상장되어 거래되는 순간 동사(사업회사)는 갭상승을 하고, 풍력의 두산중공업도 2020 년의 흥분을 가라앉히며 주가가 조정 받아 큰 피해는 없을 것이다. 거래정지 전에 사자.

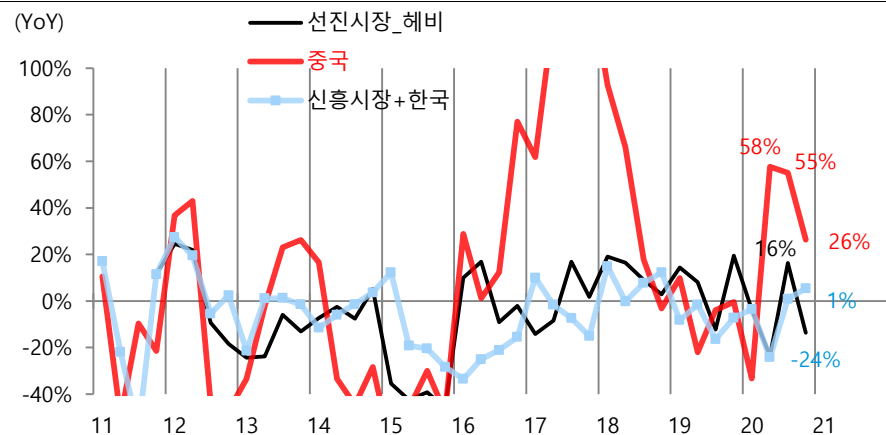
4Q20 Review: 격려금 빼면 서프라이즈

표1. 4Q20 리뷰: 두산밥캣의 실적 호조가 동사의 영업이익 방어, 그러나 지배주주순이익 부진했는데 이는, 199억원의 격려금 일회성과 엔진 BG 적자폭 확대 때문

(십억원)										
두산인프라코어	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20③	y-y %	q-q %	컨센서스⑥ 2월1일	당사 차이(③/⑥)
매출액	1,856.7	1,946.6	2,009.3	1,975.7	1,928.4	2,020.8	4%	5%	2,056.5	2,132.7
영업이익	154.6	138.6	181.0	154.3	176.1	147.2	6%	-16%	148.3	128.7
영업외	-58.1	-68.2	-55.2	-47.8	-49.4	-57.9			-42.1	-45.8
세전이익	96.5	70.4	125.8	106.5	126.8	89.2	27%	-30%	106.2	82.9
순이익	53.3	38.9	74.6	78.1	82.1	50.2	29%	-39%	60.5	58.0
지배주주 순이익	18.8	15.2	53.3	50.0	43.3	2.2	-85%	-95%	30.0	30.1
영업이익률	8.3%	7.1%	9.0%	7.8%	9.1%	7.3%	0.2%p	-1.9%p	7.2%	6.0%
세전이익률	5.2%	3.6%	6.3%	5.4%	6.6%	4.4%	0.8%p	-2.2%p	5.2%	3.9%
순이익률	2.9%	2.0%	3.7%	4.0%	4.3%	2.5%	0.5%p	-1.8%p	2.9%	2.7%
지배주주순이익률	1.0%	0.8%	2.7%	2.5%	2.2%	0.1%	-0.7%p	-2.1%p	1.5%	1.4%
헤비										당사와의 차이
매출액	601.4	676.8	826.5	934.1	740.8	728.4	7.6%	-1.7%		809.5
영업이익	20.6	29.4	73.9	96.1	66.4	26.1	-11.2%	-60.7%		43.7
영업이익률	3.4%	4.3%	8.9%	10.3%	9.0%	3.6%	-0.8%p	-5.4%p		5.4%
밥캣(컴팩+PP)										
매출액	1,128	1,129	1,064	964	1,085	1,169	3.6%	7.8%		1,132
영업이익	110	96	87	64	111	132	36.7%	18.2%		84.6
영업이익률	9.8%	8.5%	8.2%	6.7%	10.3%	11.3%	2.7%p	1.0%p		7.5%
엔진										
매출액	148	155	130	90	114	133	-14.4%	16.4%		191
영업이익	23.6	13.0	20.2	-6.1	-1.5	-10.5	적전	적지		0.4
영업이익률	15.9%	8.4%	15.5%	-6.8%	-1.3%	-7.9%	-16.3%p	-6.6%p		0.2%
두산인프라코어	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20				
지역별YoY										
건기 헤비 YoY	-11.4%	2.1%	-17.4%	7.5%	23.2%	7.6%				
중국	-3.8%	-0.4%	-33.3%	57.7%	55.1%	26.3%				
신흥+한국	-16.4%	-7.3%	-3.5%	-24.2%	0.9%	5.4%				
선진	-12.3%	19.5%	-3.6%	-23.7%	16.3%	-13.6%				

자료: 리서치본부

표2. 두산인프라코어의 지역별 판매: 중국 성장세 지속, 선진시장 부진했지만, 한국의 강세로 APEM 플러스 반전



자료:리서치본부

2021 년 가이던스

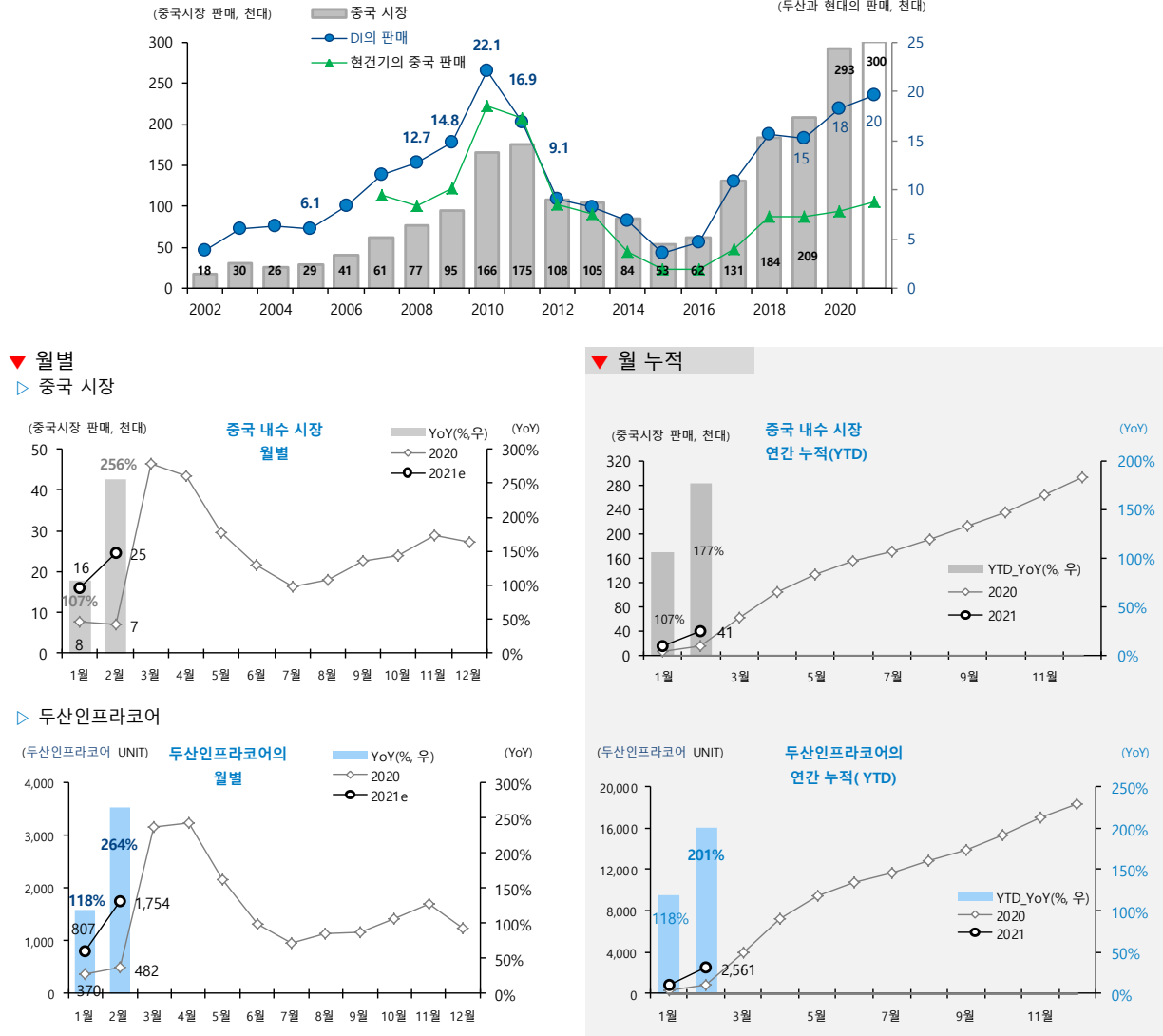
표3. 두산인프라코어 실적: 두산밥캣을 제외한 가이던스는 매출 4.3조원에 영업이익 0.3조원
당사는 2021 년에 중국의 기대 이상 선전에 수익성을 조금 더 높게 예상

(십억원)													
계정	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2018	2019	2020	2021 가이던스	2021
매출액	2,009	1,976	1,928	2,021	2,380	2,226	1,883	2,035	7,730	8,186	7,934	9,020	8,523
y-y	-8%	-10%	4%	4%	18%	13%	-2%	1%	18%	6%	-3%	14%	7%
영업이익	181	154	176	147	249	208	151	159	848	840	659	762	767
금융/기타영업외	-55	-47	-49	-58	-31	-49	-48	-47	-227	-230	-209		-176
세전사업이익	126	106	127	89	218	159	102	112	616	603	448		592
순이익	75	78	82	50	139	101	65	71	394	396	285		376
지배주주지분 순이익	53	50	43	2	99	68	38	44	246	240	149		249
영업이익률	9.0%	7.8%	9.1%	7.3%	10.5%	9.4%	8.0%	7.8%	11.0%	10.3%	8.3%	8.5%	9.0%
지배주주순이익률	2.7%	2.5%	2.2%	0.1%	4.2%	3.0%	2.0%	2.2%	3.2%	2.9%	1.9%		2.9%
헤비													
중국 판매 대수	4,003	6,725	3,220	4,338	6,843	6,195	2,826	3,768	15,630	15,270	18,286		19,632
y-y	-30%	70%	51%	27%	71%	-8%	-12%	-13%	44%	-2%	20%		7%
매출액	827	934	741	728	1,158	990	717	779	3,253	3,148	3,230	3,700	3,644
y-y	-17%	7%	23%	8%	40%	6%	-3%	7%	21%	-3%	3%	15% 성장	13%
영업이익	74	96	66	26	140	97	39	50	283	281	262		326
영업이익률	8.9%	10.3%	9.0%	3.6%	12.1%	9.8%	5.4%	6.4%	8.7%	8.9%	8.1%		8.9%
엔진													
매출액	130	90	114	133	138	140	130	148	535	578	466	600	556
영업이익	20	-6	-2	-11	5	5	10	11	106	83	2	29% 성장	31
영업이익률	15.5%	-6.8%	-1.3%	-7.9%	3.5%	3.6%	8.0%	7.3%	19.8%	14.3%	0.5%		5.6%
밥캣													
매출액(건기)	1,064	964	1,085	1,169	1,084	1,096	1,036	1,107	3,971	4,510	4,282	4,543	4,324
y-y	0%	-19%	-4%	4%	2%	14%	-4%	-5%	18%	14%	-5%	6% 성장	1%
영업이익(전체)	87	64	111	132	105	107	101	98	459	477	394		411
영업이익률	8.2%	6.7%	10.3%	11.3%	9.7%	9.7%	9.8%	8.8%	11.6%	10.6%	9.2%		9.5%
현대인프라코어(가칭)													
매출액	957	1,024	855	861	1,296	1,130	847	927	3,788	3,726	3,696	4,300	4,200
y-y	-15%	1%	14%	4%	35%	10%	-1%	8%	35%	-2%	-1%	16% 성장	14%
영업이익	94	90	65	16	145	102	49	61	389	363	265	300	357
영업이익률	9.8%	8.8%	7.6%	1.8%	11.2%	9.0%	5.8%	6.6%	10.3%	9.7%	7.2%	7.0%	8.5%

자료: 리서치본부

지금 중국 시장: 초강세 지속

표4. 2021년 중국시장은 2월까지 누적으로 YoY+177%, 그리고 동사의 판매는 +201%로 2020년의 M/S 6.3%를 기록 중



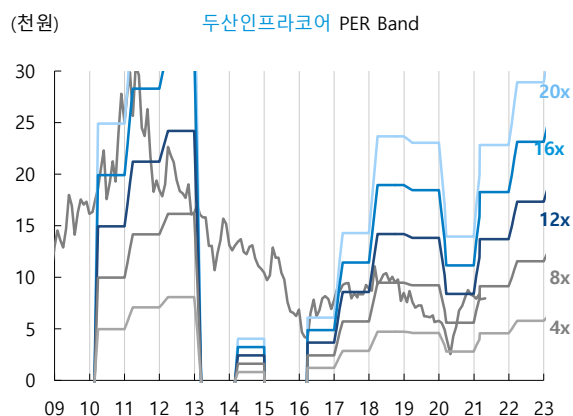
자료: 리서치본부

표5. 두산인프라코어(사업부분)에 타겟 PER 12 배 + 밥켓 30% 할인으로 목표주가 11,000 원 유지 중
향후 분할비용 결정되고 현대인프라코어가 될 때 타겟 PER을 15 배로 상향 예정

SOTP VALUATION = BW 모두 행사 가정									
계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
현대인프라코어=두산인프라코어-두산밥켓									
매출액(십억원)	3,950	1,924	2,442	3,179	3,759	3,676	3,652	4,200	4,410
영업이익	133	-480	78	266	389	363	265	357	400
순이익(별도)	-10	-956	-37	-14	100	101	23	103	140
타겟 PER				12	15	15	12	12	12
① 별도의 EV(십억원)				-170	1,500	1,510	270	1,230	1,740
주당가치(원)					7,200	7,300	1,300	5,800	8,200
두산밥켓 시가총액			3,400	3,600	3,400	3,400	3,400	3,509	3,500
지분율			59.4%	59.4%	55.3%	55.3%	51.1%	51.1%	51.1%
두산밥켓 보유지분가치			2,020	2,138	1,882	1,882	1,736	1,791	1,790
할인율			30%	30%	30%	30%	30%	30%	20%
② 두산밥켓 보유지분 가치를 또 할인(십억원)			1,410	1,500	1,320	1,320	1,210	1,250	1,430
주당가치(원)					6,300	6,300	5,700	5,900	6,700
③ 잠재리스크: DICC 3심 패소 시(십억원)					-708	-708	-708		
주당가치(원)					-3,400	-3,400	-3,300		
주식수(백만주)	207	207	207	208	208	208	213	213	213
적정 가치(십억원) = ① + ② + ③				1,330	2,112	2,122	772	2,480	3,110
주당 적정가치				6,400	10,100	10,200	3,600	11,600	14,900
Weight								100%	0%
주당 적정가치2								11,600	11,600
목표주가								11,000	
증가(3.15)								8,090	
상승여력								36%	

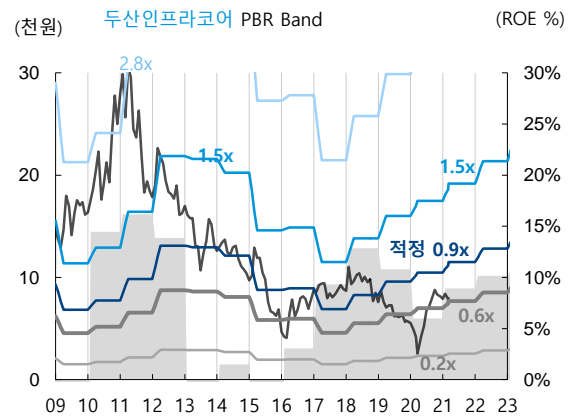
자료: 리서치본부

표6. 두산인프라코어 PER 밴드



자료: 리서치본부

표7. 두산인프라코어의 타겟 PBR 0.9 배



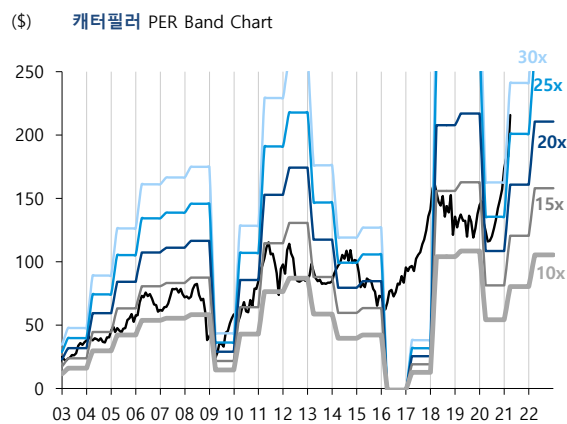
자료: 리서치본부

표8. 두산인프라코어 Valuation 크로스체크 적정 PBR 0.9 배에서 목표주가 11,000 원

(원, 배수)								
BW 모두 전환을 가정한 Valuation(연결)								
계정	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
주식수(백만주)	207	207	208	208	208	213	213	213
EPS	-3,948	305	714	1,184	1,153	698	1,170	1,383
BPS	9,744	9,932	7,662	9,209	10,677	11,652	12,821	14,204
PBR(고)	1.39	1.02	1.09	1.89	0.97	0.99	0.82	
PBR	0.93	0.69	1.59	1.38	0.70	0.61	0.72	
PBR(저)	0.48	0.33	0.70	0.85	0.54	0.24	0.71	
ROE	-40.5%	3.1%	9.3%	12.9%	10.8%	6.0%	9.1%	9.7%
COE(고)	2.2%	6.1%	8.6%	6.8%	11.1%	6.1%	11.1%	
COE(평)	3.3%	9.0%	5.9%	9.3%	15.5%	9.8%	12.7%	
COE(저)	6.4%	18.5%	13.4%	15.1%	20.1%	24.7%	12.8%	
적용COE = TRL 참조	'19년~'20년 AVG(고점, 평균) →					10.0%	10.0%	10.0%
Target PBR	주당 적정가치 목표주가 증가(3.15) 상승여력					0.6 6,390	0.9 10,550 11,000 8,090 36.0%	1.0 12,280

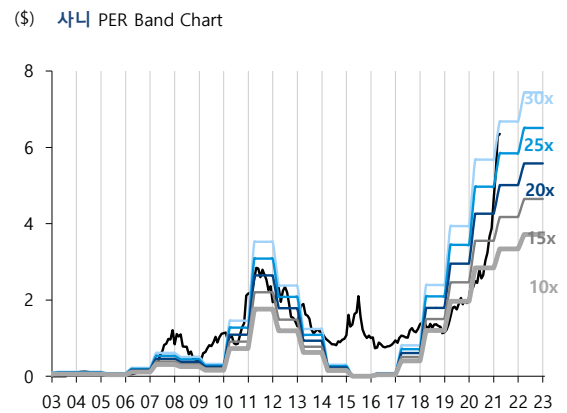
자료: 리서치본부

표9. CAT PER 30 배를 향해



자료: 리서치본부

표10. SANY PER 30 배



자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	4,305	3,887	4,170	4,542
현금 및 현금성자산	756	951	1,113	1,358
단기금융자산	154	156	158	159
매출채권	1,373	935	930	969
재고자산	1,786	1,604	1,724	1,807
비유동자산	7,034	8,003	8,034	8,058
유형자산	1,871	2,890	2,946	2,995
무형자산	4,562	4,478	4,399	4,324
자산총계	11,339	11,891	12,204	12,601
유동부채	4,484	4,632	4,792	4,998
매입채무	954	977	1,135	1,339
단기차입금	591	502	427	363
유동성장기부채	1,687	1,887	1,887	1,887
비유동부채	2,587	2,592	2,370	2,140
사채	902	1,002	802	602
장기차입금	751	676	608	547
부채총계	7,071	7,224	7,162	7,138
자배주지분	2,223	2,485	2,734	3,029
자본금	1,041	1,066	1,066	1,066
자본잉여금	154	163	163	163
이익잉여금	1,258	1,407	1,656	1,951
기타자본항목	-230	-151	-151	-151
비자배주지분	2,045	2,181	2,308	2,434
자본총계	4,268	4,666	5,042	5,463

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,186	7,934	8,523	8,934
증가율(%)	5.9	-3.1	7.4	4.8
매출원가	6,273	6,257	6,689	6,995
매출총이익	1,913	1,677	1,834	1,939
판매비와관리비	1,072	1,018	1,067	1,106
연구개발비	190	184	198	208
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	840	659	767	834
증가율(%)	-0.9	-21.6	16.5	8.7
영업이익률(%)	10.3	8.3	9.0	9.3
이자수익	20	18	11	13
이자비용	192	180	174	159
지분법이익(손실)	-8	-1	-	-
기타영업외손익	-50	-82	-40	-40
세전계속사업이익	603	448	592	661
법인세비용	207	163	215	241
세전계속이익률(%)	7.4	5.6	6.9	7.4
당기순이익	396	285	376	421
순이익률(%)	4.8	3.6	4.4	4.7
지배주주귀속 순이익	240	149	249	295
기타포괄이익	105	115	115	115
총포괄이익	501	401	492	536
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

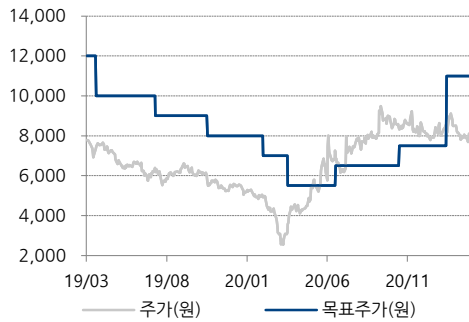
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	567	1,353	1,001	1,061
당기순이익	396	285	376	421
유형자산감가상각비	172	139	144	152
무형자산상각비	77	84	79	75
지분법관련손실(이익)	-8	-1	-	-
투자활동 현금흐름	-339	-1,288	-335	-334
유형자산의 처분(취득)	-226	-1,158	-200	-200
무형자산의 처분(취득)	-180	-	-	-
금융상품의 증감	33	-40	-46	-44
재무활동 현금흐름	-550	149	-364	-346
단기금융부채의증감	-	111	-75	-64
장기금융부채의증감	-474	25	-268	-261
자본의증감	-	34	-	-
배당금지급	-13	-13	-13	-13
현금및현금성자산의증감	-297	195	162	245
기초현금및현금성자산	1,053	756	951	1,113
기말현금및현금성자산	756	951	1,113	1,358

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	1,153	707	1,155	1,366
BPS	10,677	11,652	12,821	14,204
CFPS	2,348	1,769	2,189	2,415
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	4.7	11.4	7.0	5.9
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6
PCR	2.3	4.6	3.7	3.3
EV/EBITDA	3.8	5.3	4.2	3.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.6	6.3	9.6	10.2
EBITDA 이익률	13.3	11.1	11.6	11.9
부채비율	165.7	154.8	142.0	130.7
순부채비율	70.8	63.4	48.7	34.5
매출채권회전율(x)	6.0	6.9	9.1	9.4
재고자산회전율(x)	4.9	4.7	5.1	5.1

자료 : 두산인프라코어, 하이투자증권 리서치본부

두산인프라코어
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-04-02	Buy	10,000	1년	-32.9%	-23.5%
2019-07-24	Buy	9,000	1년	-32.0%	-26.6%
2019-10-31	Buy	8,000	1년	-33.2%	-27.6%
2020-02-14	Buy	7,000	1년	-46.6%	-29.0%
2020-04-01	Buy	5,500	1년	-1.4%	45.6%
2020-07-01	Hold	6,500	1년	20.3%	46.0%
2020-10-30	Hold	7,500	1년	11.1%	23.1%
2021-01-28	Buy	11,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2020-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.9%	8.1%	-