



2017/11/03

두산밥캣(241560)

프로모션 악영향은 4Q에 약해져, 성장만 따라가자

■ 3Q17: 매출 터업 확인, 그러나 프로모션으로 2.8%p 작은 이익

동사는 3분기 매출 1조 134억원(YoY +15%, QoQ -6%)로 드디어 매출 터어라운드를 확인했다. 달러로는 전년동기대비 +13% 성장했고, 컴팩트는 +12%, 지역별로는 NAO가 +15%(2Q -5%), EMEA가 +7%(2Q -10%)로 2분기 공장 증설에 따른 생산차질에서 벗어났다<표1>.

그러나 영업이익은 1,010억원(YoY -8%, QoQ -26%), OPM은 10.0%(QoQ -2.6%)로 부진했는데, Kubota에서 시발된 북미 시장에서의 경쟁 심화와 동사의 프로모션 집행에 따름이다. 사측은 프로모션이 없었을 경우 2분기 수준의 12.8%를 기록했을 것이라는 설명이다. 그렇다면 앞으로도...?

■ 프로모션에 따른 주가 영향: 반영되었고 4Q는 양호할 것

프로모션 영향을 실적 추정에 반영해 영업이익을 2018년 -2% 하향 조정한다. 그러나 프로모션의 주가와 실적에 대한 영향은 모두 약해질 것으로 예상된다. ① 3분기 동사 주가 약세는 동사가 알린 프로모션으로 이익 추정이 불확실했기 때문이었다. 이러한 우려 및 불확실성은 주가에 반영되었다. 또한 ② 3분기의 287억원(OPM -2.8%)은 딜러에 공급된, 즉 기매출 인식한 장비들에 대해 한꺼번에 모두 반영한 것이기 때문에, 4Q17에 추가로 프로모션이 더 강화되지 않는다면, 이익에 미치는 영향은 작아질 전망이다.

■ 시장 터업, 타이트한 딜러재고=양호

미국/유럽 시장은 2분기부터 성장을 시작했고, 2분기 캐파를 확충한 동사는 3분기에 이를 따라잡았고, 신공장 안정화에 따라 4분기 추가 가동률 상승을 기대할 수 있다.

한번 올라선 미국/유럽 시장은 최소 2018년까지는 계속 좋을 것이고, 몇 년을 계속 좋을지 모를 정도다. 이는 ① 북미 건설기계의 출하-재고 싸이클은 연초 플러스(+) 반전 후 더 강해지고 있다<그림1>. ② 2분기 2x개월이었던 딜러 재고도 2분기보다 오히려 더 줄었다는 안내이다. 시장이 터업해서 잘 팔리고 있기 때문에, 2018년 상반기까지 딜러망 재고를 정상수준으로 확충하는 것만으로도 공장은 바빠야 한다.

동사의 목표주가 47,000원과 투자의견 BUY를 유지한다.

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

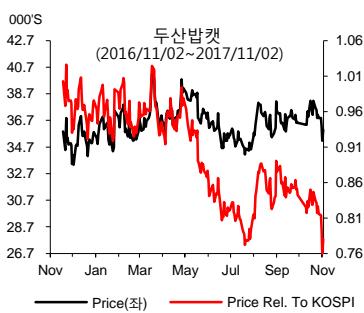
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	47,000원
종가(2017/11/02)	36,000원

Stock Indicator

자본금	52십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,609십억원
외국인지분율	24.6%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	2,062원
BPS(2017E)	34,961원
ROE(2017E)	6.0%
52주 주가	33,400~40,200원
60일평균거래량	177,068주
60일평균거래대금	6.5십억원

Price Trend



3Q17 Review: 탑라인 성장 확인 & 프로모션으로 이익단 저조

<표 1> 두산밥캣 3Q17 Review: 매출 13% 성장, 프로모션이 없었다면 15% 이상 성장했을 것으로 추정

프로모션이 없었다면 OPM 12.8%로 2Q 수준으로 견조했을 것

드디어 IPO 이후 5 개 분기만에, YoY 성장했는데 북미에서 +15%, 유럽에서 +7% 성장

두산밥캣(연결)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17@	y-y	q-q	(십억원)		
								컨센서스 10월30일	당사(B)	차이(@/B)
달러 매출(백만\$)	792	794	806	950	895	13%	-6%			
Compact	595	599	614	706	666	12%	-6%			
Heavy	143	137	136	174	167	17%	-4%			
PP	54	58	56	70	62	14%	-11%			
NAO	527	519	614	706	605	15%	-14%			
EMEA	227	221	136	174	242	7%	39%			
Asia/LA	37	54	56	70	48	31%	-31%			
매출액	879.3	920.5	929.9	1,075.3	1,013.4	15%	-6%	1,010	990	2%
영업이익	109.4	69.8	93.3	136.0	101.0	-8%	-26%	108	117	-14%
영업외/기타	-26.3	-67.0	-14.5	-39.6	-12.3			-25	-15	-21%
세전이익	83.1	2.8	78.8	96.4	88.7	7%	-8%	83	102	-13%
지배주주순이익	47.8	7.7	41.8	49.2	55.2	15%	12%	54	66	-17%
영업이익률	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	10.0%	-2.5%p	-2.7%p	10.7%	11.8%	-1.9%p
지배주주순이익률	5.4%	0.8%	4.5%	4.6%	5.4%	0.0%p	0.9%p	5.3%	6.7%	-1.3%p
컴팩트 매출액	664	695	709	806	754	14%	-6%		749	
해비 매출액	152	159	157	199	189	24%	-5%		168	
PP 매출액	63	67	65	80	70	11%	-12%		74	

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 2018년부터 북미/유럽 해비 판매사업을 두산인프라코어에 양도: 매출액의 성장폭 말고 아래 컴팩트의 성장폭을 참고하시길

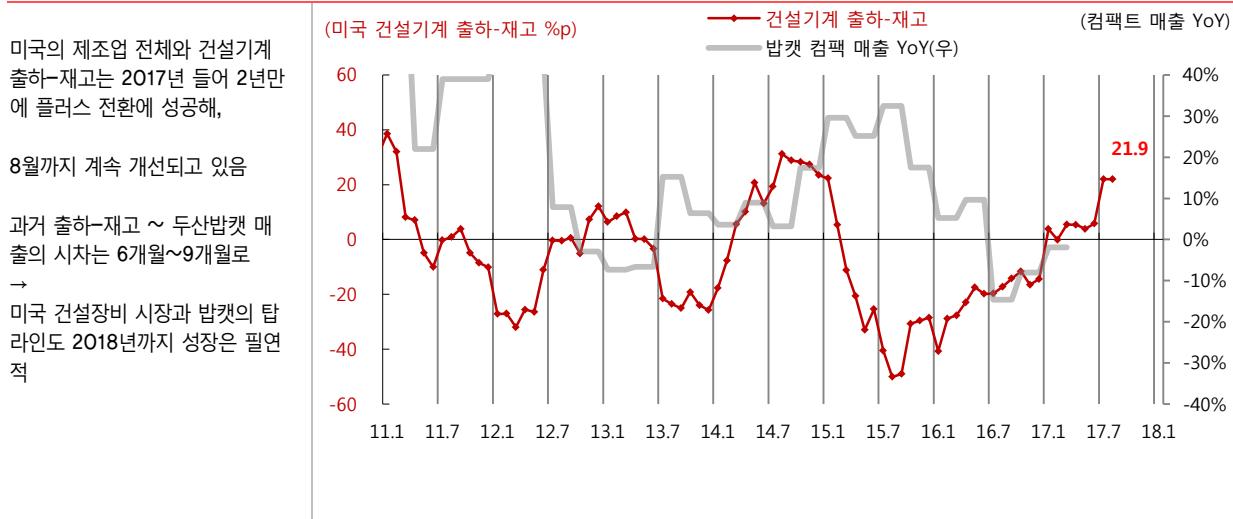
두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	(십억원)			
									2015	2016	2017	2018
매출액 YoY	930 -3%	1,075 -10%	1,013 15%	1,040 13%	841 해비 양도해, YoY 비교 의미 없음	995 8.1%	891 -2.2%	933 2.8%	4,041 -9.8%	3,950 -2.2%	4,059 2.8%	3,661 -9.8%
영업이익	93	136	101	108	113	131	116	111	386	414	439	471
금융/기타영업외	-15	-40	-12	-17	-12	-11	-11	-10	-93	-129	-83	-43
이자순익	-20	-17	-17	-17	-17	-16	-16	-15	-91	-86	-71	-63
세전사업이익	79	96	89	92	101	120	106	101	293	286	355	427
법인세율									49%	38%	43%	35%
순이익 YoY	42	49	55	57	66	78	69	66	148 187%	176 19%	203 15%	278 37%
영업이익률 순이익률	10.0% 4.5%	12.6% 4.6%	10.0% 5.4%	10.4% 5.5%	13.4%	13.1%	13.0%	11.9%	9.5% 3.4%	10.5% 4.3%	10.8% 5.0%	12.9% 7.6%
EPS(원)	417	491	551	566	775	684	655		1,779	2,024	2,770	
BPS(원)	30,914	33,417	33,967	34,923	37,038	36,993			33,435	34,923	36,993	
컴팩트 매출액 YoY	709 -2%	806 -10%	754 14%	786 13%	766 8%	906 12%	811 8%	850 8%	3,038 25.9%	2,979 -2.0%	3,055 2.6%	3,332 9.1%

자료: 하이투자증권 리서치

주석: 과거의 사업부별 분기 매출액과 매출총이익률은 당사 추정치입니다

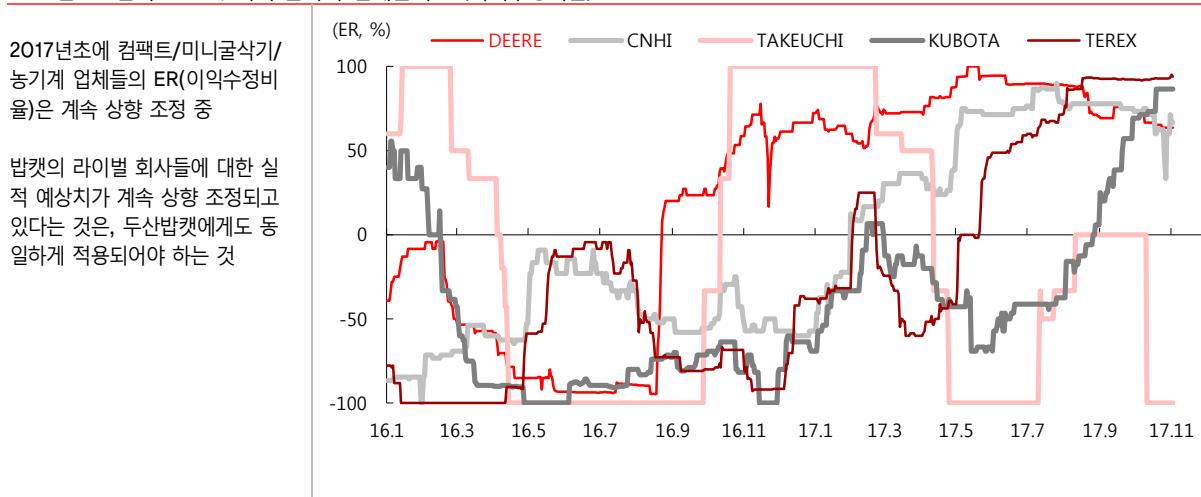
업황: 북미 출하-재고 싸이클 초강세, ER도 계속 올라가기만

<그림1> 미국 건설기계 출하-재고 8월까지 초강세 → 2018년도 성장할 북미 시장



자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 컴팩트 로드, 미니 굴삭기 업체들의 ER(이익수정비율)



자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 목표주가 47,000원 유지

<표 3> 두산밥캣 목표주가를 이익 추정치 상향 & PER 20 배에서 목표주가 47,000 원으로 상향: 기존 PER 17.5 배에서 38,000 원

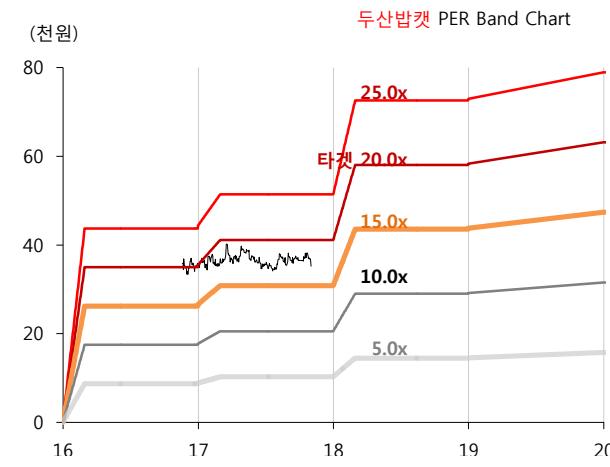
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS YoY			1,779	2,024	2,770	3,049
PER(고)			25.4	17.9		
PER(평)			20.2	18.2		
PER(저)			0.0	9.8		
타겟PER			20.0	20.0	20.0	
적정주가			40,000	55,000	61,000	
가중치 →			50%	50%		
목표주가			47,000			
종가(11.03)			36,000	36,900	36,900	
			31%	-100%	-100%	

PBR Cross-Check

두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
BPS			33,435	34,923	36,993	39,342
EPS			1,779	2,024	2,770	3,049
PER			21	18.2	13.3	12.1
PBR(고)			1.2	1.3		
PBR(저)			1.0	1.0		
ROE	1.9%	5.1%	5.5%	5.9%	7.7%	8.0%
COE(고)			4.8%	4.5%		
COE(저)			5.9%	6.8%		
적용ROE			5.5%	5.9%	7.7%	
적용COE = TRL 참조			5.0%	5.0%	6.0%	
Target PBR			1.1	1.2	1.3	
당해 BPS			33,435	34,923	36,993	
적정주가			37,000	41,000	47,000	
종가(11.03)			30,000	36,900		
상승여력					11.1%	

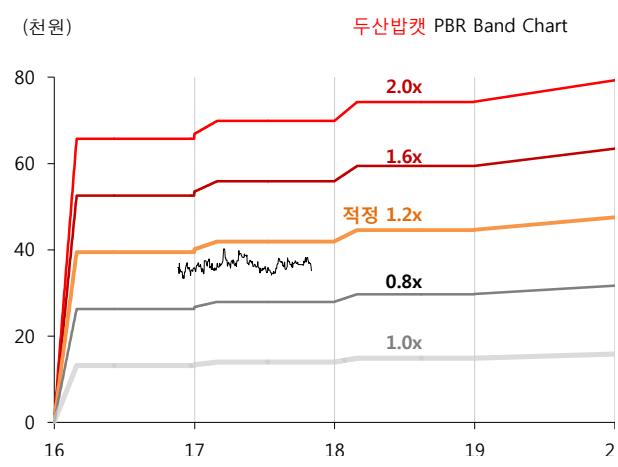
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 두산밥캣 PER 밴드: 타겟 20 배로 상향



자료: 하이투자증권

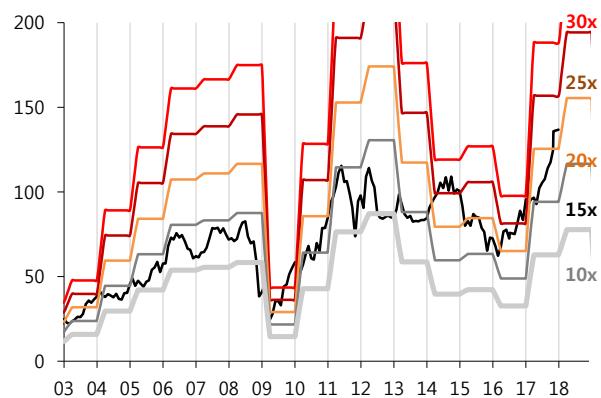
<그림 4> 두산밥캣 PBR 밴드: 아래 그림의 주가는 월주가여서 매일, 매주의 변동성이 나타나지 않음



자료: 하이투자증권

<그림 5> CAT PER25 배 이상에서 거래: 2018년 EPS Growth로 2018년 20 배~25 배

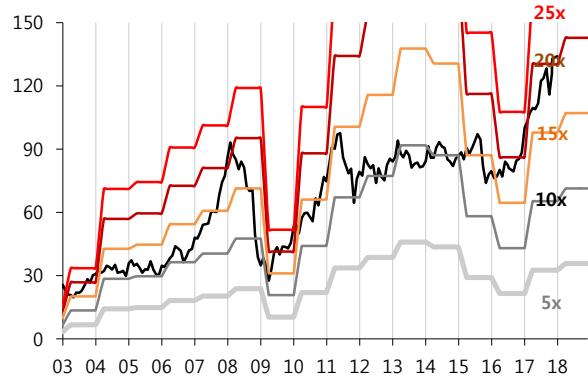
(\\$) 캐터필러 PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 6> Deere 2017년 실적 상향 조정 중 & PER 20 배

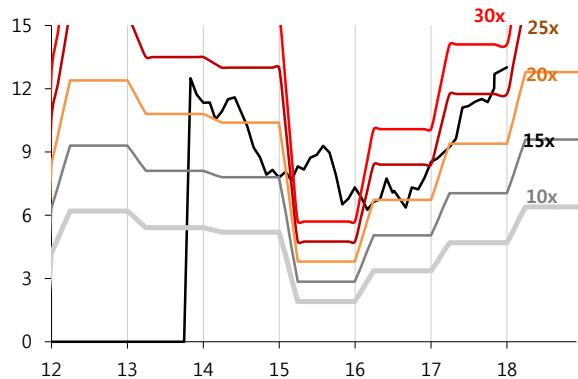
(\\$) 디어 PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 7> 라이벌 CNHI PER 25 배~30 배

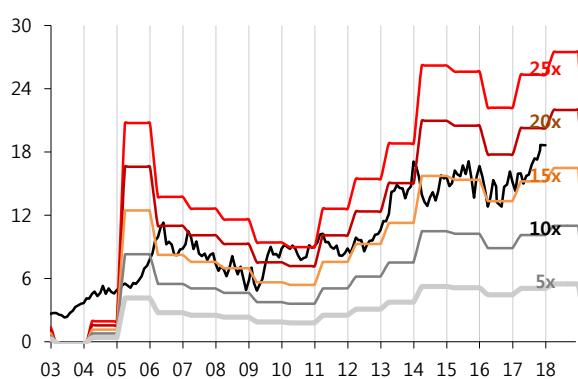
(\\$) CNHI PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 8> Kubota PER 15 배~20 배

(\\$) 쿠보타 PER Band Chart



자료: 하이투자증권

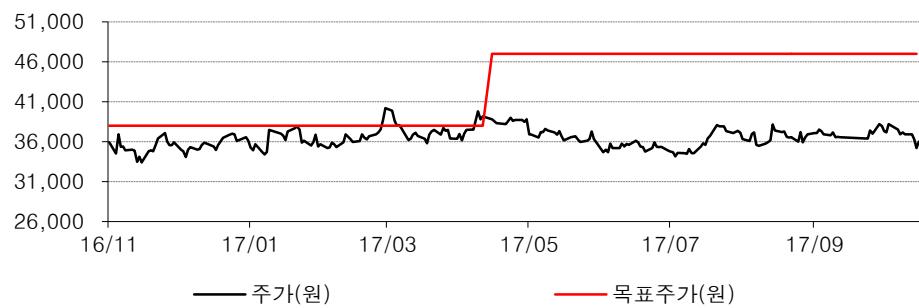
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,529	1,630	1,611	1,774	매출액	3,950	4,059	3,661	3,808
현금 및 현금성자산	364	402	512	642	증가율(%)	-2.2	2.8	-9.8	4.0
단기금융자산	4	4	4	4	매출원가	3,070	3,133	2,741	2,810
매출채권	416	412	359	362	매출총이익	880	926	920	998
재고자산	701	763	688	716	판매비와관리비	466	487	449	484
비유동자산	4,797	4,808	4,796	4,781	연구개발비	63	64	58	60
유형자산	447	508	545	576	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	4,230	4,181	4,134	4,089	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,326	6,437	6,407	6,555	영업이익	414	439	471	514
유동부채	738	845	807	828	증가율(%)	7.4	6.0	7.2	9.2
매입채무	310	400	371	374	영업이익률(%)	10.5	10.8	12.9	13.5
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	3	3	4	4
유동성장기부채	16	16	16	16	이자비용	90	74	67	60
비유동부채	2,236	2,092	1,891	1,783	지분법이익(손실)	-	0	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-21	-6	20	-
장기차입금	1,596	1,437	1,293	1,164	세전계속사업이익	286	356	427	458
부채총계	2,974	2,936	2,698	2,611	법인세비용	105	153	150	152
지배주주지분	3,352	3,501	3,709	3,944	세전계속이익률(%)	7.2	8.8	11.7	12.0
자본금	52	49	49	49	당기순이익	180	203	278	306
자본잉여금	3,367	3,175	3,175	3,175	순이익률(%)	4.6	5.0	7.6	8.0
이익잉여금	655	788	995	1,231	지배주주귀속 순이익	169	203	278	306
기타자본항목	-722	-511	-511	-511	기타포괄이익	-56	0	0	0
비지배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	125	203	278	306
자본총계	3,352	3,501	3,709	3,944	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	327	469	625	589	주당지표(원)				
당기순이익	180	203	278	306	EPS	1,779	2,025	2,770	3,049
유형자산감가상각비	64	59	83	89	BPS	33,435	34,924	36,994	39,343
무형자산상각비	48	49	47	45	CFPS	2,963	3,100	4,069	4,390
지분법관련손실(이익)	-	0	-	-	DPS	700	700	700	700
투자활동 현금흐름	-90	-119	-119	-119	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-51	-120	-120	-120	PER	20.2	17.8	13.0	11.8
무형자산의 처분(취득)	-39	-	-	-	PBR	1.1	1.0	1.0	0.9
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	12.1	11.6	8.8	8.2
재무활동 현금흐름	-303	-425	-214	-200	EV/EBITDA	9.2	8.5	7.3	6.4
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-306	-160	-144	-129	ROE	5.5	5.9	7.7	8.0
자본의증감	4	-195	-	-	EBITDA 이익률	13.3	13.5	16.4	17.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	88.7	83.9	72.8	66.2
현금및현금성자산의증감	-70	38	110	130	순부채비율	37.1	29.9	21.4	13.5
기초현금및현금성자산	434	364	402	512	매출채권회전율(x)	9.7	9.8	9.5	10.6
기말현금및현금성자산	364	402	512	642	재고자산회전율(x)	5.3	5.5	5.0	5.4

자료 : 두산밥캣 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산밥캣)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-11-08	Buy	38,000	6개월	-6.7%	-1.4%
2017-01-31	Hold	38,000	6개월	-2.7%	5.8%
2017-05-02	Buy	47,000	6개월	-23.1%	-17.0%
2017-08-07	Buy	47,000	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 돋기 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) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- 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 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-