



2018/02/08

두산밥캣(241560)

컴팩트 4Q YoY +23%, 그리고 프로모션 더 강화

■ 4Q17: 더 강해진 탑라인 성장 확인, 그러나 일회성...

달러 기준 4Q17 매출은 전년동기대비 20% 성장했는데, 컴팩트는 3Q의 YoY+12%보다 더 좋은 +23% 성장을 기록했다<표1>.

원화로는 매출액 1조 497억원(YoY +14%, QoQ +4%), 영업이익 893억원(YoY +28%, QoQ -12%)에 OPM도 8.5%(QoQ -1.5%p)로 부진했는데, 프로모션 강화와 일회성 비용 때문이라는 설명이다.

순이익단은 북미의 법인세 인하 결정에 따라 이연법인세 환입 64백만\$이 발생해 1,275억원으로 서프라이즈를 시현했다.

호조의 북미 시장과 회복세 유럽 시장에, 3개월의 얇은 딜러망 재고, 더 강화된 프로모션으로 매출 성장 지속이 기대되지만, 수익성이 아쉬운 대목이다. 영업이익 예상치는 낮추지만 EPS는 5% 안팎 상향 조정한다.

■ 2018년 가이던스: 환율 가정 불확실, 당사는 보수적 예상치 제시

동사는 올해 달러 기준 13.5% 매출(컴팩트+PP) 성장 목표를 제시해 매출액 3.4십억\$, 영업이익 400백만\$를 제시했다<표2>. ① 하반기 매출 성장폭이 전년동기간대비 17%에 달했고, ② 더 공격적인 리스 판매 확대, ③ 북미 건설기계 출하-재고 싸이클 호조로 달성가능한 목표로 평가한다.

그러나 당사는 사측 목표를 할인해 달러 기준 10% 성장으로 깎고, 사측의 환율 가정 1,140원/달러 보다 보수적인 1,050원/달러로, 당사는 전년동기대비 3.3% 성장하는 3.5조원 매출 예상치를 제시한다.

■ 주가 상승을 위한 트리거: 프로모션 효과, 오버행 해소

주가가 박스권에 갇혀 있는 이유를 크게 두가지로 판단한다.

1) 하반기 드디어 매출이 성장했고 법인세 인하 모멘텀도 있었지만, 프로모션에 따른 수익성 하강이 모두 덮어버렸다. 그러나, 더 강력한 프로모션이 작동해 당사 예상을 상회하는 매출과 고정비효과 등으로, 가이던스 수준의 이익성장을 보여준다면, 만회할 수 있다<그림1>.

2) 두산그룹에서 66%를 보유 중인 두산밥캣 주식의 매각에 대한 부담이 계속 남아있다. 향후 주가 지분 매각 및 확정적 시장 소통이 필요하다.

조선/기계 최광식

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

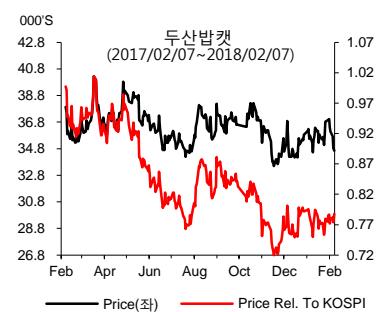
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	49,000원
종가(2018/02/07)	34,600원

Stock Indicator

자본금	52십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,469십억원
외국인지분율	27.4%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	원
BPS(2017E)	36,653원
ROE(2017E)	7.8%
52주 주가	33,450~40,200원
60일평균거래량	285,478주
60일평균거래대금	10.0십억원

Price Trend



4Q17 Review: 탑라인 성장은 가속화 & 이익단은 부진

<표 1> 두산밥캣 4Q17 Review: 달러 매출 전년동기대비 20% 성장해 상반기 역성장, 하반기 가파른 성장세로 전환
이익단은 프로모션 지속, 각종 일회성으로 OPM 8.5%로 부진
순이익단은 미국 법인세 인하에 따라 이연법인세 환입 \$64m 으로 서프라이즈 시현

두산밥캣(연결)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17@	y-y	q-q	컨센서스 02월7일	당사(B)	(십억원) 차이 (@/B)
달러 매출(백만\$)	794	806	950	895	947	19%	6%			
Compact	599	614	706	666	739	23%	11%			
Heavy	137	136	174	167	147	7%	-12%			
PP	58	56	70	62	61	5%	-2%			
NAO	519	614	706	605	635	22%	5%			
EMEA	221	136	174	242	249	13%	3%			
Asia/LA	54	56	70	48	63	17%	31%			
매출액	920.5	929.9	1,075.3	1,013.4	1,049.7	14%	4%	1,030	1,040	1%
영업이익	69.8	93.3	136.0	101.0	89.3	28%	-12%	107	108	-18%
영업외/기타	-67.0	-14.5	-39.6	-12.2	-14.1			-20	-17	-16%
세전이익	2.8	78.8	96.4	88.7	75.2	2586%	-15%	87	92	-18%
지배주주순이익	7.7	41.8	49.2	55.3	127.5	1556%	130%	58	57	125%
영업이익률	7.6%	10.0%	12.6%	10.0%	8.5%	0.9%p	-1.5%p	10.4%	10.4%	-1.9%p
지배주주순이익률	0.8%	4.5%	4.6%	5.5%	12.1%	11.3%p	6.7%p	5.6%	5.5%	6.7%p
컴팩트 매출액	695	709	806	754	819	18%	9%	749	9%	
해비 매출액	159	157	199	189	163	2%	-14%		168	-3%
PP 매출액	67	65	80	70	68	0%	-4%		74	-8%

자료: 하이투자증권 리서치

가이던스와 당사 예상: 당사 환과 그로쓰 일단 더 낮게 잡고

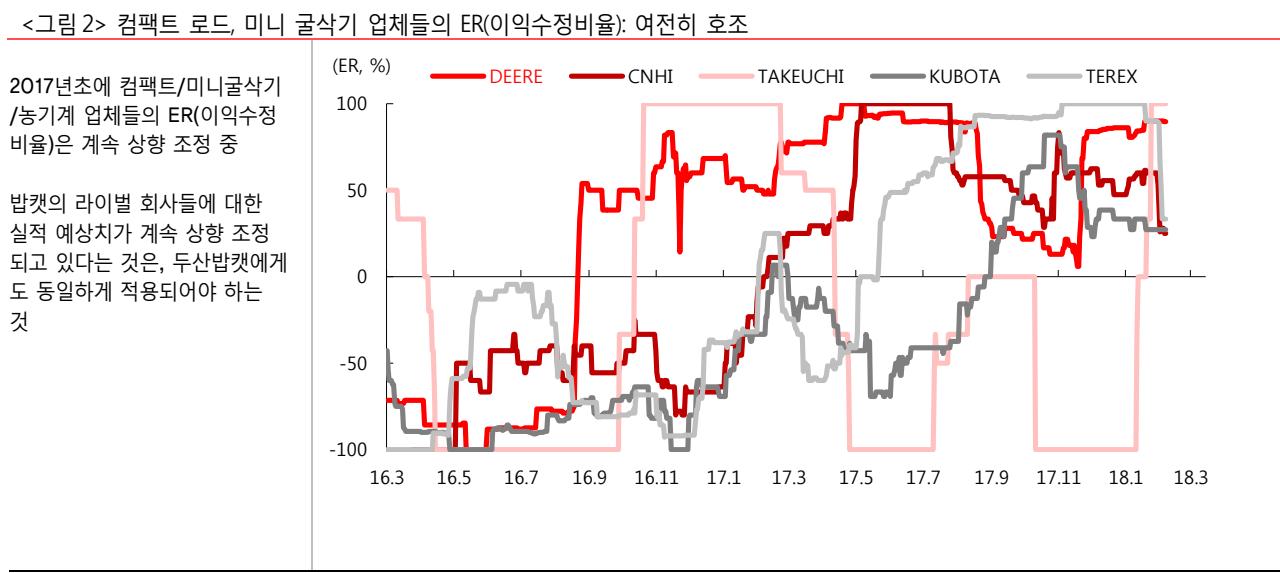
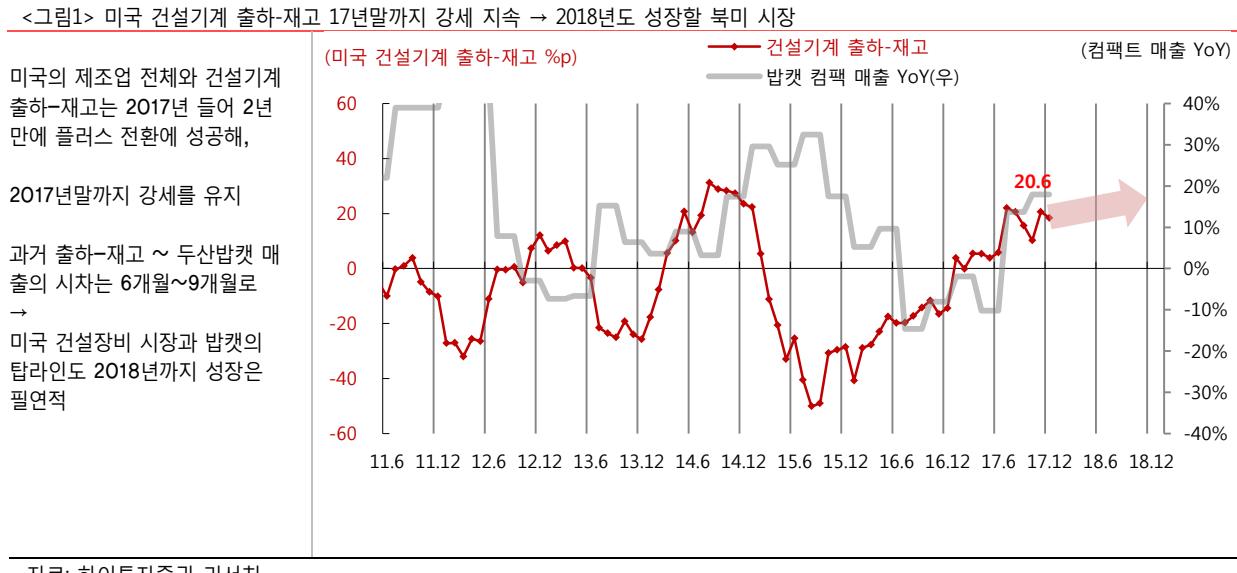
<표 2> 2018년부터 북미/유럽 해비 판매사업을 두산인프라코어에 양도: 아래 컴팩트의 성장폭을 참고하시길
사측은 달러로 13.5% 성장한 가이던스를 제시하지만 환율 가정이 1,140 원/달러로 당사와의 환율 가정 차이로
당사는 3.5 조원 매출액 예상치 제시

두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018 가이던스	2018
매출액	930	1,075	1,013	1,050	792	909	850	934	3,950	4,068	3,876	3,485
YoY	-5%	-9%	15%	14%	해비 양도: YoY 비교 의미 없음				-2.2%	3.0%	\$ 13.5% ▲	해비 양도 ↑
영업이익	93	136	101	89	100	112	104	111	414	420	456	427
금융/기타영업외	-15	-40	-12	-14	-17	-16	-16	-15	-129	-80		-64
이자순익	-20	-17	-15	-15	-16	-15	-15	-14	-86	-68		-60
세전사업이익	79	96	89	75	83	96	88	95	286	339		363
순이익	42	49	55	128	54	70	65	70	177	274		258
YoY									19%	55%		-6%
영업이익률	10.0%	12.6%	10.0%	8.5%	12.6%	12.3%	12.3%	11.8%	10.5%	10.3%	11.8%	12.3%
순이익률	4.5%	4.6%	5.5%	12.1%					4.3%	6.7%		7.4%
EPS(원)	417	491	552	1,272	699	644	694		1,779	2,731		2,575
BPS(원)	30,914	33,417	35,038	36,653	38,534	38,528	38,528		33,435	36,653		38,528
컴팩트												
매출액	709	806	754	819	725	830	779	860	2,979	3,088		3,194
YoY	-2%	-10%	14%	18%	2%	3%	3%	5%	-2.0%	3.7%		3.4%
												달러로는 10% 성장↑

자료: 하이투자증권 리서치

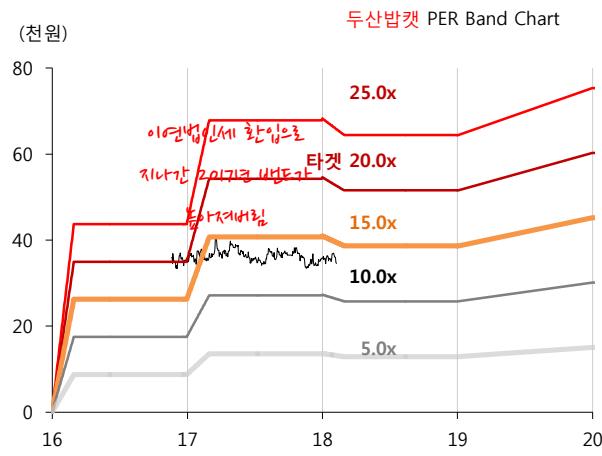
주석: 과거의 사업부별 분기 매출액과 매출총이익률은 당사 추정치입니다

업황: 북미 출하-재고 싸이클 초강세, ER도 플러스(+) 지속

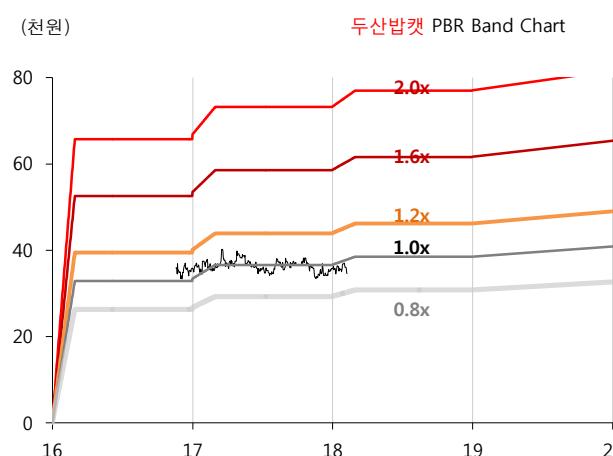


부러운 Peer Group: 2018년 실적 성장에 PER 20배~25배

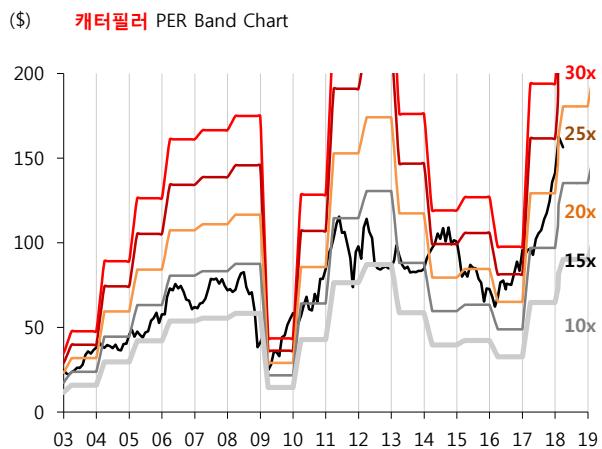
<그림 3> 두산밥캣 PER 밴드



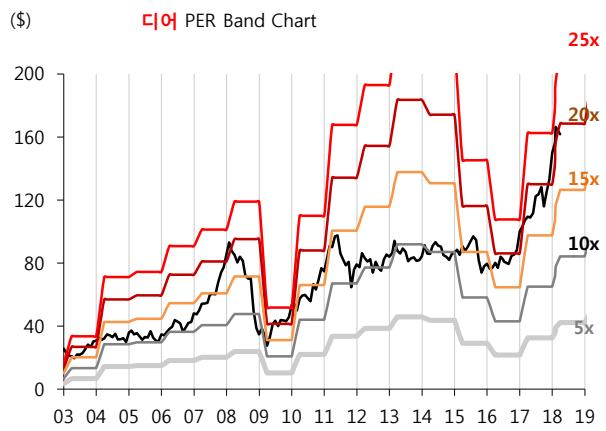
<그림 4> 두산밥캣 PBR 밴드: 박스권에 갖힘



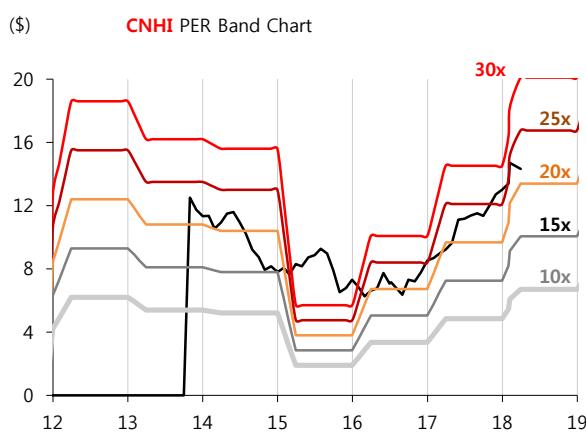
<그림 5> CAT PER25 배 이상에서 거래: 2018 년 EPS Growth 로 2018 년 25 배 터치



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

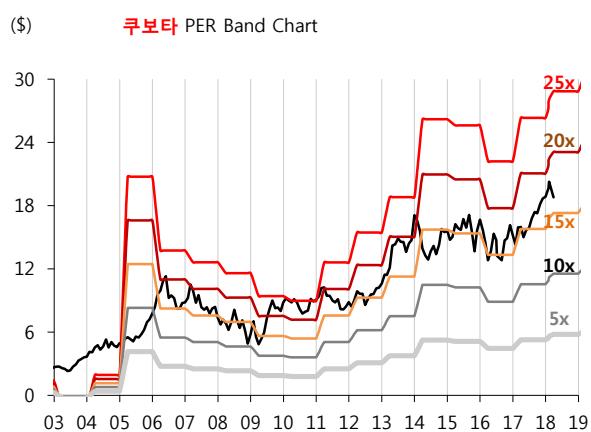


<그림 7> 라이벌 CNHI PER 25 배~30 배



자료: 하이투자증권

<그림 8> Kubota PER 15 배~20 배



자료: 하이투자증권

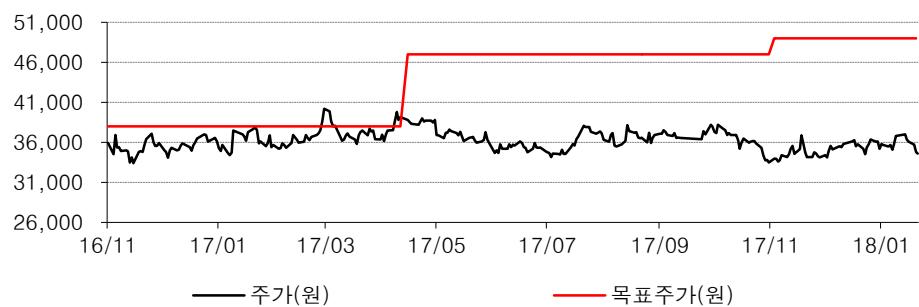
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2016	2017	2018E	2019E			2016	2017	2018E	2019E
유동자산		1,529	1,811	1,739	1,888	매출액		3,950	4,068	3,485	3,619
현금 및 현금성자산		364	545	645	776	증가율(%)		-2.2	3.0	-14.3	3.8
단기금융자산		4	4	4	4	매출원가		3,070	3,164	2,633	2,694
매출채권		416	450	387	377	매출총이익		880	905	852	925
재고자산		701	765	655	681	판매비와관리비		466	485	425	457
비유동자산		4,797	4,808	4,795	4,780	연구개발비		63	64	55	57
유형자산		447	508	545	576	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		4,230	4,181	4,134	4,089	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		6,326	6,619	6,534	6,668	영업이익		414	420	427	468
유동부채		738	852	806	818	증가율(%)		7.4	1.3	1.8	9.7
매입채무		310	407	379	373	영업이익률(%)		10.5	10.3	12.3	12.9
단기차입금		-	-	-	-	이자수익		3	3	3	4
유동성장기부채		16	16	16	16	이자비용		90	71	64	57
비유동부채		2,236	2,093	1,866	1,756	지분법이익(손실)		-	0	-	-
사채		-	-	-	-	기타영업외손익		-21	-7	-4	-4
장기차입금		1,596	1,437	1,293	1,164	세전계속사업이익		286	339	363	411
부채총계		2,974	2,945	2,672	2,574	법인세비용		105	65	105	109
지배주주지분		3,352	3,674	3,862	4,094	세전계속이익률(%)		7.2	8.3	10.4	11.4
자본금		52	49	49	49	당기순이익		180	274	258	302
자본잉여금		3,367	3,195	3,195	3,195	순이익률(%)		4.6	6.7	7.4	8.3
이익잉여금		655	858	1,046	1,278	지배주주귀속 순이익		169	274	258	302
기타자본항목		-722	-428	-428	-428	기타포괄이익		-56	0	0	0
비지배주주지분		-	0	0	0	총포괄이익		125	274	259	303
자본총계		3,352	3,674	3,862	4,094	지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2016	2017	2018E	2019E			2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		327	545	640	579	주당지표(원)					
당기순이익		180	274	258	302	EPS		1,779	2,731	2,575	3,014
유형자산감가상각비		64	59	83	89	BPS		33,435	36,653	38,528	40,842
무형자산상각비		48	49	47	45	CFPS		2,963		3,874	4,354
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	11.5	13.4	11.5
무형자산의 처분(취득)		-39	-	-	-	PBR		1.1	0.9	0.9	0.8
금융상품의 증감		0	-	-	-	PCR		12.1		8.9	7.9
재무활동 현금흐름		-303	-405	-214	-200	EV/EBITDA		9.2	8.3	7.4	6.4
단기금융부채의증감		-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		-306	-160	-144	-129	ROE		5.5	7.8	6.9	7.6
자본의증감		4	-175	-	-	EBITDA 이익률		13.3	13.0	16.0	16.7
배당금지급		-	-	-	-	부채비율		88.7	80.1	69.2	62.9
현금및현금성자산의증감		-70	181	101	130	순부채비율		37.1	24.6	17.1	9.8
기초현금및현금성자산		434	364	545	645	매출채권회전율(x)		9.7	9.4	8.3	9.5
기말현금및현금성자산		364	545	645	776	재고자산회전율(x)		5.3	5.6	4.9	5.4

자료 : 두산밥캣, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(두산밥캣)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리를 평균주가대비	
				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	-22.3%	-17.0%
2017-08-07	Buy	47,000	1년	-22.1%	-18.7%
2017-11-20	Buy	49,000	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 간접 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 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-