

2018/04/27

두산밥캣(241560)

주가가 발목 잡힌 이유를, 해소해야만...

■ 1Q18 달러 기준 YoY +21% 성장: 시장 여전히 좋다

동사의 1분기 달러 매출은 전년동기대비 21%나 성장했는데, 이는 북미 시장의 +13% 성장(시장 +5% 추산), 그리고 유로화 강세 및 유럽 채널 구축 효과에 따른 +46% 성장에 기인한다<표1>.

원화로는 1Q18 매출 8,703억원(헤비를 제외한 기준 YoY +12%), 영업이익 943억원(YoY +11%), OPM +10.8%로 컨센서스에 부합하는 실적을 시현했다. 작년 하반기부터 시작된 프로모션은 1분기 타이트한 딜러망 재고로 크지 않았고, CTL 비중 증가에 따른 MIX 효과도 계속되었다.

영업단의 11% 증익보다, 세전이익, 순이익이 각각 YoY +24%, +49%로 더 크게 성장했는데, 1) 2017년 5월과 11월, 그리고 올해 3월에 성공한 리파이낸싱으로 연간 이자비용이 \$24m 감소했기 때문이며, 2) 트럼프 세제개편으로 법인세율도 기존 37%에서 25%로 12%p 개선되었기 때문이다<그림1>.

■ 주가 상승을 위해 필요한 두 가지 조건: ①오버행 해소, ②성장

Kubota에서 비롯된 프로모션의 악재도 있었지만, 북미/유로 시장은 NHAB, EU 건설업 신뢰지수가 계속 상승 중이고, 출하-재고 사이클과 ER(이익수정비율)도 플러스를 계속 유지하고 있어, 2018년말까지 걱정 없다<그림 5, 6>. 그럼에도 불구하고 동사 주가가 박스권에 갇힌 이유로 시장도 동사도 ①**밥캣 오버행** 이슈와, ②**추가 성장 동력 부재**를 꼽는다. 이를 해소해야 한다.

■ 글로벌 피어에 맞춰 타겟 PER 15배, 목표주가 38,000원으로 하향

당사는 글로벌 탭티어 컴팩트 업체인 동사에 타겟 PER 20배를 제시해왔지만, 위의 ①, ②의 사유로 목표주가에 못 미쳤고, 2017년의 주가 고점에서 PER은 15배였다. ①과 ②가 해소되기 전까지는, 동사의 타겟 PER을 2017년의 고점 이하, 한국 건설기계 메이커들에게 적용하고 있는 타겟 PER 15배로 하향해, 동사 목표주가를 기존 49,000원에서 38,000원으로 내린다<표3>. 글로벌 컴팩트/농기계 업체들의 PE도 실적 성장과 주가 정체 때문에 15배로 낮아졌다.

①에 대해서는 당장 매각 계획은 없다고 밝혔지만 여전히 불확실성이 남아있는 셈이고, ②는 2019년부터의 CWL/SAL 출시, 인수 완료한 인도 공장에서 2019년 하반기 출시되는 백호로드를 통해, 돌파할 수 있기를 기대한다.

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

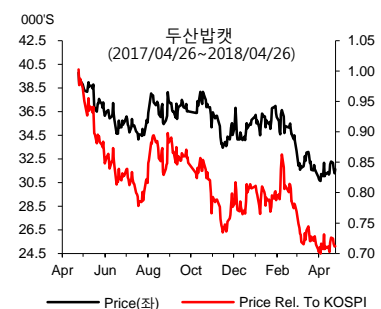
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	38,000원
종가(2018/04/26)	31,650원

Stock Indicator

자본금	46십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,173십억원
외국인지분율	26.7%
배당금(2017)	800원
EPS(2018E)	2,552원
BPS(2018E)	35,942원
ROE(2018E)	7.3%
52주 주가	30,650~39,800원
60일평균거래량	178,524주
60일평균거래대금	5.9십억원

Price Trend



1Q18 Review: 탑라인, 영업단 성장보다 이자비용 감소, 세제 개 편 효과로 바텀라인 성장 아주 좋았음

<표 1> 두산밥캣 1Q18 Review: 달러 매출 전년동기대비 21%나 성장
원화로는 매출과 영업이익 11%~12% 성장했고,
세전이익은 리파이낸싱을 통한 이자비용 감소로 무려 +24%, 순이익단은 트럼프의 세제개편효과로 +49%나 성장

(십억원, 백만\$)										
두산밥캣(연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18@	YoY	QoQ	컨센서스 04월26일	당사(⑤)	차이 (⑤/⑥)
2017년에서 Heavy를 제거한 실적										
매출액	778.6	886.8	835.9	887.9	870.3	12%	-2%	826	792	10%
영업이익	84.8	125.4	84.5	99.8	94.3	11%	-6%	97	100	-6%
영업외/기타	-15.2	-39.3	-11.3	-13.9	-7.8			-15	-17	-53%
세전이익	69.6	86.1	73.2	85.9	86.5	24%	1%	82	83	4%
순이익	41.8	49.2	55.3	127.5	62.3	49%	-51%	61	54	15%
지배주주순이익	41.8	49.2	55.3	127.5	62.3	49%	-51%	62	54	15%
영업이익률	10.9%	14.1%	10.1%	11.2%	10.8%	-0.1%p	-0.4%p	11.7%	12.6%	-1.8%p
지배주주순이익률	5.4%	5.5%	6.6%	14.4%	7.2%	1.8%p	-7.2%p	7.4%	6.8%	0.3%p
달러 매출(백만\$)	670	776	728	800	812	21%	1%			
Compact	614	706	666	739	737	20%	0%			
Heavy	136	174	167	147						
PP	56	70	62	61	75	34%	23%			
NAO	614	706	605	635	562					
EMEA	136	174	242	249	193					
Asia/LA	56	70	48	63	57					

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 영업외 수치 개선 사유

순이익 증가 기여 내역		세전이익 효과	순이익효과
1 재무 개선	가산금리 축소 : 1.81%p (L+3.81% → L+2.0%)		
	- 2017년 5월 리파이낸싱 (L3.81% → L+2.75%)	\$15M	
	- 2017년 11월 신용등급 상향 (L+2.75% → L+2.5%)	\$3M	
	- 2018년 3월 리프라이싱 (L+2.5% → L+2.0%)	\$6M	
		\$24M	\$15M
2 Trump Tax 효과	유효세율 하락		
	- 종전 37% → 35%로 12%p 인하		\$40~45M

자료: 하이투자증권 리서치

주석: 과거의 사업부별 분기 매출액과 매출총이익률은 당사 추정치입니다

실적 & 성장의 단초

<표 2> 두산밥캣 실적 예상치 제시

(십억원)												
두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018 가이드	2019
매출액	930	1,085	1,013	1,050	870	910	860	945	3,287	4,079	3,876	3,585
YoY	-5%	-8%	15%	307%	↑ 헤비 양도: YoY 비교 의미 없음				-18.6%	24.1%	\$ 13.5% ▲	헤비 양도 ↑
영업이익	93	136	101	90	94	104	100	106	414	420	456	404
금융/기타영업외	-15	-40	-12	-39	-8	-15	-14	-14	-127	-105		-51
이자손익	-20	-17	-15	-15	-14	-14	-14	-14	-86	-68		-55
세전사업이익	79	96	89	51	86	90	85	91	286	315		353
순이익	42	49	55	110	62	65	62	67	177	256		256
YoY									19%	45%		0%
영업이익률	10.0%	12.5%	10.0%	8.6%	10.8%	11.5%	11.6%	11.2%	12.6%	10.3%	11.8%	11.3%
순이익률	4.5%	4.5%	5.5%	12.1%					5.1%	6.7%		7.1%
EPS(원)	417	491	552	1,272	621	645	622	664	1,779	2,731		2,552
BPS(원)	30,914	33,417	35,038	34,190	34,811	35,456	36,078	35,942	33,435	34,190		35,942
컴팩트												
매출액	709	806	754	819	790	830	788	870	2,979	3,088		3,279
YoY	-2%	-10%	14%	18%	11%	3%	5%	6%	-2.0%	3.7%		6.2%

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 2> 두산밥캣의 마켓 커버리지 확대 전략: 2019년 CWL, SAL 출시 & 인도시장에 BHL 출시



자료: 하이투자증권 리서치

Valuation: 타겟 PER 20배에서 15배로 내리고 목표주가 하향

<표 3> 타겟 PER 기존 20 배에서 15 배로 하향해 목표주가 38,000 원으로 하향,
PBR Valuation 에서 ROE 7.3%, 적정 PBR 1.04 배에서 37,000 원으로 도출

▼ PER

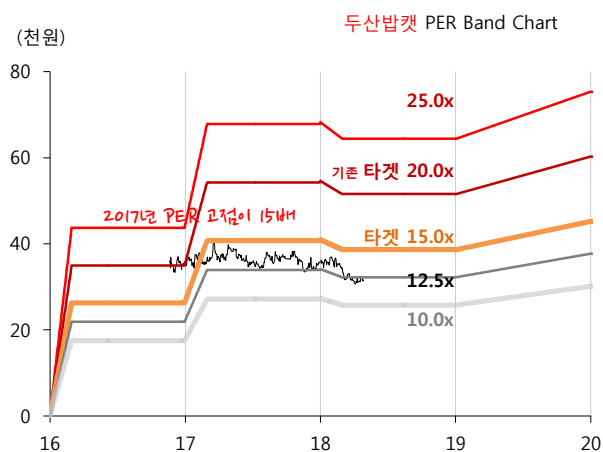
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS			1,779	2,731	2,552	2,882
YoY				54%	-7%	13%
PER(고)			25.4	14.9	14.8	
PER(평)			20.2	13.0	12.4	
PER(저)			0.0	10.9	0.0	
타겟PER				15.0	15.0	15.0
적정주가				41,000	38,000	43,000
목표주가					38,000	43,000
증가(04.26)					31,650 20%	

▼ PBR Cross-Check

두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
BPS			33,435	34,190	35,942	38,024
EPS			1,779	2,731	2,552	2,882
PER			18	11.6	12.4	11.0
PBR(고)			1.2	1.3	1.1	
PBR(저)			1.0	1.0	0.9	
ROE	1.9%	5.1%	5.5%	8.1%	7.3%	7.8%
COE(고)			4.8%	6.1%	6.7%	
COE(저)			7.0%	7.8%	8.9%	
적용COE = TRL 참조				6.5%	7.0%	←AVG(17년 평균)
Target PBR				1.2	1.04	
당해 BPS				34,190	35,942	
적정주가				42,000	37,000	

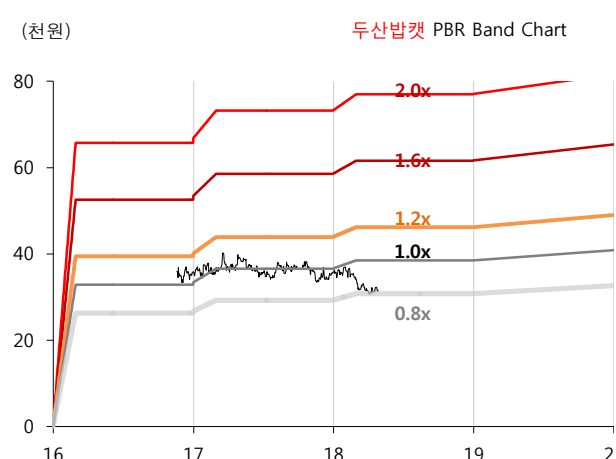
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 두산밥캣 PER 밴드



자료: 하이투자증권

<그림 4> 두산밥캣 PBR 밴드: 박스권 낮아짐



자료: 하이투자증권

<표 2> 글로벌 피어그룹들의 2018 년 PER 도 컴팩트/농기계들의 경우 15 배 안팎으로 낮아짐: 실적 성장 및 주가 상승 정체로

회사	시가총액 (백만\$)	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
건설장비													
한국													
두산인프라코어	1,811	13.9	7.7	6.8	7.43	7.18	6.77	1.1	1.0	0.9	8.0	13.7	14.2
두산밥캣	2,946	14.8	11.3	10.5	9.45	7.55	7.15	1.1	0.9	0.8	8.2	7.7	8.0
중화													
SANY HEAVY INDUSTRY	10,527	33.2	18.2	14.0	13.53	10.22	8.50	2.7	2.4	2.1	8.3	13.4	15.3
XCMG	4,464		17.8	14.4		14.16			1.3	1.2		6.9	8.0
일본													
KOMATSU LTD	33,449	24.1	18.7	14.4	11.12	11.64	9.06	1.7	2.0	1.9	7.5	11.4	13.9
HITACHI CON. MACHINE	8,399	73.6	17.3	14.9	14.31	9.25	8.19	1.5	2.1	1.9	2.3	12.0	13.2
TAKEUCHI MFG CO LTD	1,151	13.9	13.0	12.5	5.60	6.68	6.65	1.8	1.8	1.6	13.5	14.7	13.1
KUBOTA CORP	20,867	20.0	15.1	14.0	13.99	11.16	10.52	2.1	1.6	1.5	10.5	11.2	11.1
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	86,810	22.9	14.1	12.8	13.02	8.18	7.52	6.9	4.8	3.3	30.7	37.2	32.0
DEERE & CO	43,948	21.4	14.4	12.0	7.03	9.79	8.64	4.5	3.8	3.0	25.1	24.4	25.9
TEREX CORP	2,834	36.0	14.9	11.4	17.60	8.42	7.02	3.2	2.3	2.0	9.4	15.6	19.1
CNH INDUSTRY	16,255	28.1	17.8	14.4	5.15	6.46	5.61	4.2	3.0	2.7	14.7	18.7	19.3
SANDVIK AB	22,407	13.6	16.4	15.1	8.33	9.41	9.23	3.7	3.4	3.0	24.0	23.1	21.4
VOLVO AB-A SHS	37,565	14.8	12.3	11.8	8.44	8.01	7.80	2.9	2.5	2.3	21.5	22.1	21.0
UNITED RENTALS INC	12,983	18.3	10.3	9.2	8.17	5.89	5.55	4.7	3.7	2.8	33.8	38.8	32.6
Heavy 평균													
		33.7	13.5	13.7									
로더 평균													
		23.9	15.0	12.8									

자료: 하이투자증권 리서치

주석: 과거의 사업부별 분기 매출액과 매출총이익률은 당사 추정치입니다

업황: 북미 출하-재고 사이클 초강세, ER도 플러스(+) 지속

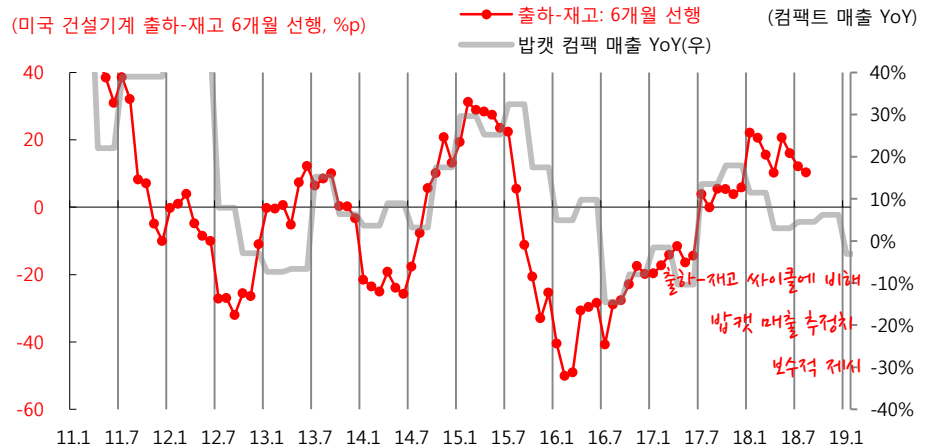
<그림5> 미국 건설기계 출하-재고 1Q18까지 플러스 및 강세 지속 → 2018년 연간 걱정없는 북미 시장

미국의 제조업 전체와 건설기계 출하-재고는 2017년 들어 2년만에 플러스 전환에 성공해,

2018년 현재까지 강세를 유지

과거 출하-재고 ~ 두산밥캣 매출의 시차는 6개월~9개월로

→ 미국 건설장비 시장과 밥캣의 타 라인도 2018년 성장에 대해서는 걱정 없음



자료: 하이투자증권 리서치

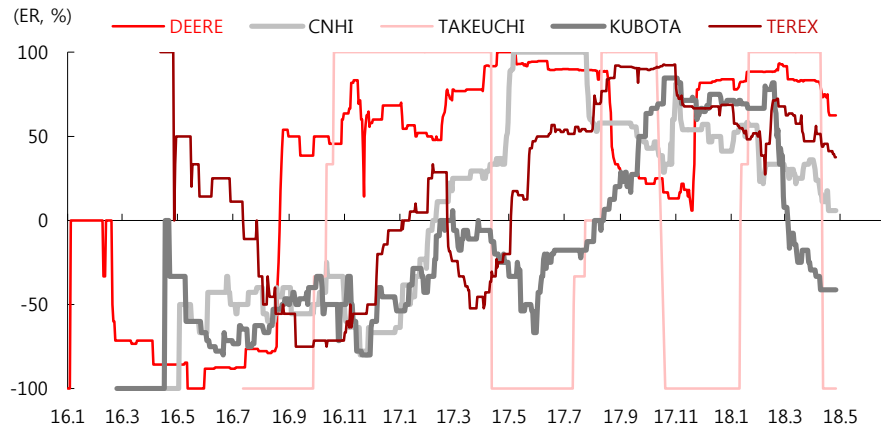
<그림 6> 컴팩트 로드, 미니 굴삭기 업체들의 ER(이익수정비율): 다소 꺾였지만, 여전히 플러스 권

2017년초에 컴팩트/미니굴삭기/농기계 업체들의 ER(이익수정비율)은 계속 상향 조정 중

밥캣의 라이벌 회사들에 대한 실적 예상치가 계속 상향 조정되고 있다는 것은, 두산밥캣에게도 동일하게 적용되어야 하는 것

상승세가 다소 꺾이긴 했지만, 여전히 (+) 플러스를 지속하고 있음

Kubota의 어닝이 하향조정되고 있다는 점은 좋은 것일까?



자료: 하이투자증권 리서치

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,651	1,661	1,765	1,860
현금 및 현금성자산	417	333	424	521
단기금융자산	2	2	2	2
매출채권	378	343	333	324
재고자산	524	648	662	664
비유동자산	4,533	4,559	4,577	4,594
유형자산	408	445	476	502
무형자산	3,983	3,941	3,901	3,861
자산총계	6,184	6,220	6,342	6,455
유동부채	854	818	839	852
매입채무	350	286	288	287
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	20	20	20	20
비유동부채	1,903	1,799	1,691	1,586
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,318	1,187	1,068	961
부채총계	2,756	2,617	2,530	2,438
지배주주지분	3,428	3,603	3,812	4,016
자본금	46	46	46	46
자본잉여금	2,985	2,985	2,985	2,985
이익잉여금	770	945	1,154	1,358
기타자본항목	-373	-373	-373	-373
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	3,428	3,603	3,812	4,016

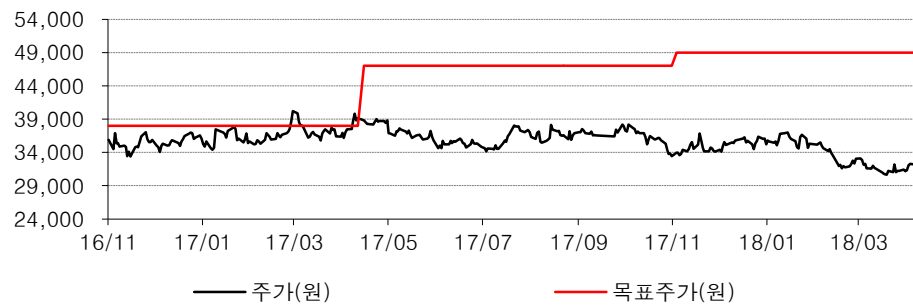
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,389	3,585	3,662	3,675
증가율(%)	3.1	5.8	2.1	0.4
매출원가	2,581	2,783	2,793	2,799
매출총이익	808	801	869	876
판매비와관리비	414	398	423	439
연구개발비	55	58	59	59
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	395	404	446	437
증가율(%)	-0.9	2.4	10.5	-2.1
영업이익률(%)	11.6	11.3	12.2	11.9
이자수익	3	3	4	5
이자비용	71	58	55	49
지분법이익(손실)	0	-	-	-
기타영업외손익	-11	4	-4	-4
세전계속사업이익	315	353	393	390
법인세비용	59	97	104	105
세전계속이익률(%)	9.3	9.8	10.7	10.6
당기순이익	274	256	289	285
순이익률(%)	8.1	7.1	7.9	7.7
지배주주귀속 순이익	274	256	289	285
기타포괄이익	279	-1	-1	-1
총포괄이익	552	255	288	284
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	377	206	502	507
당기순이익	274	256	289	285
유형자산감가상각비	60	83	89	94
무형자산상각비	46	42	41	39
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-
투자활동 현금흐름	-115	-145	-145	-145
유형자산의 처분(취득)	-46	-120	-120	-120
무형자산의 처분(취득)	-40	-	-	-
금융상품의 증감	-35	-29	-29	-29
재무활동 현금흐름	-179	-212	-199	-187
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-112	-132	-119	-107
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	94	-84	91	97
기초현금및현금성자산	322	417	333	424
기말현금및현금성자산	417	333	424	521

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,731	2,552	2,882	2,840
BPS	34,190	35,942	38,024	40,065
CFPS	3,780	3,803	4,177	4,171
DPS	800	800	800	800
Valuation(배)				
PER	13.1	12.4	11.0	11.1
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8
PCR	9.5	8.3	7.6	7.6
EV/EBITDA	9.0	7.6	6.7	6.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.1	7.3	7.8	7.3
EBITDA 이익률	14.7	14.8	15.7	15.5
부채비율	80.4	72.6	66.4	60.7
순부채비율	26.8	24.2	17.4	11.4
매출채권회전율(x)	8.5	9.9	10.8	11.2
재고자산회전율(x)	5.5	6.1	5.6	5.5

자료 : 두산발켓 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	-22.3%	-17.0%
2017-08-07	Buy	47,000	1년	-22.1%	-18.7%
2017-11-20	Buy	49,000	1년	-30.7%	-24.5%
2018-04-27	Buy	38,000	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-mail등을 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 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

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

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

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-