

두산밥캣(241560)

2Q18 Preview: 양호한 2분기, 부담 적은 주가

2분기 실적은 컨센서스 부합할 것

2분기 실적은 컨센서스에 부합할 것이다. 추정 실적은 매출액 1조 400억원, 영업이익 1,250억원(영업이익률 12%)이다. 전년동기대비 매출액은 18.4% 증가하는 것이다. 미국 신규 주택 건설 업황이 양호하고, 2분기가 소성수기이며, 미국 공장 재정비도 안정화된 것으로 파악된다. 다만 영업이익은 지난해 2분기까지 마케팅비용 집행이 적어 기저가 높아 전년과 유사하다. 북미/유럽에서 실제 사업이 이뤄지므로 업황을 대변하는 달러기준 매출액은 전년대비 24% 늘어나는 것이다.

인도 백호로더 시장 진출은 장기적 관점의 투자

6월에 인도 백호로더(backhoe loader) 공장을 개소했다. 인도는 미국, 중국에 이어 세계에서 세번째로 큰 소형건설기계 시장이다. 이 중 80%는 백호로더가 차지하고 있고 연 시장규모는 1조원이다. 협력업체의 유통망을 확장하는 방법을 택했고 내년 하반기에 제품을 출시할 전망이다. 단기에 의미 있는 매출을 기대하기 어렵지만 선진국 중심의 제품 라인업에서 신흥국(중국, 인도)으로도 시장 침투를 준비 중이다. 회사가 창출하는 EBITDA 규모(18년 5,570억원)를 고려하면 현재의 순차입금 수준(8,400억원)은 부담스럽지 않다. 풍부한 자금력을 활용한 판매제품 다변화(연구개발 및 M&A를 통한 제품 라인업 강화) 노력은 지속될 것이다.

현 주가 수준에서 오버행 가능성도 낮음

오버행 리스크는 단기에 불거질 가능성은 낮다. 주가가(지난 16년 12월 공모가 30,000원(시초가 36,000원)) 낮고, 대주주(두산인프라코어 55.3%, 두산중공업 10.6%)의 자금 조달 상황을 고려해도 단기에 대량 출회 가능성은 낮다. 특히 두산인프라코어는 5년 만에 회사채를 발행 중이고, 두산중공업도 사모 사채를 발행하며 만기 도래 사채들에 대한 차환 자금을 마련했다. 또한 양사가 보유한 두산밥캣 지분 66% 중 55%가 담보대출 중이어서 지분 매각 실현 가능성도 크지 않다. 따라서 현 주가 수준에서 오버행 이슈는 큰 고려사항은 아니다. 투자의견 매수와 목표주가 45,000원을 유지한다. 18년 예상 PER은 10.4배로 valuation 부담도 적다.

매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

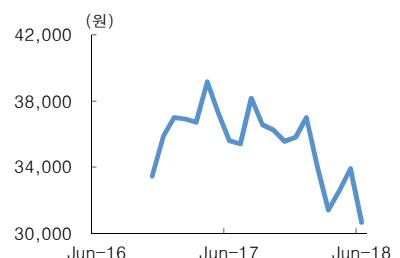
Stock Data

KOSPI(6/19)	2,340
주가(6/19)	30,650
시가총액(십억원)	3,073
발행주식수(백만)	100
52주 최고/최저가(원)	38,200/30,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,101
유동주식비율/외국인지분율(%)	34.1/25.9
주요주주(%)	두산인프라코어 외 3 인 BlackRock Institutional Trust Company, N.A. 외 12 인
	65.9 10.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.7)	(10.1)	(11.5)
KOSPI 대비(%)	(2.8)	(4.5)	(10.2)

주가추이



자료: WISEfn

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	3,287	398	169	2,089	41.6	510	17.2	9.5	1.1	5.5	2.0
2017A	3,389	395	274	2,725	30.4	500	13.1	9.0	1.0	8.1	2.2
2018F	3,876	453	301	3,003	10.2	557	10.4	6.7	0.9	8.5	2.9
2019F	4,247	510	345	3,440	14.6	615	9.1	5.7	0.8	9.2	3.2
2020F	4,654	558	384	3,833	11.4	666	8.1	5.0	0.7	9.5	3.2

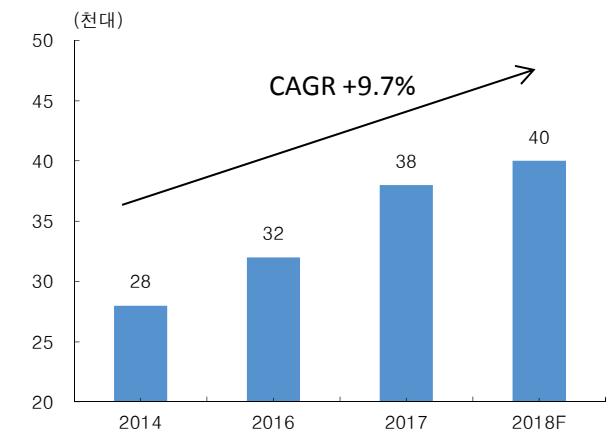
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] 백호로더 – 전방 로더, 후방 굴삭기



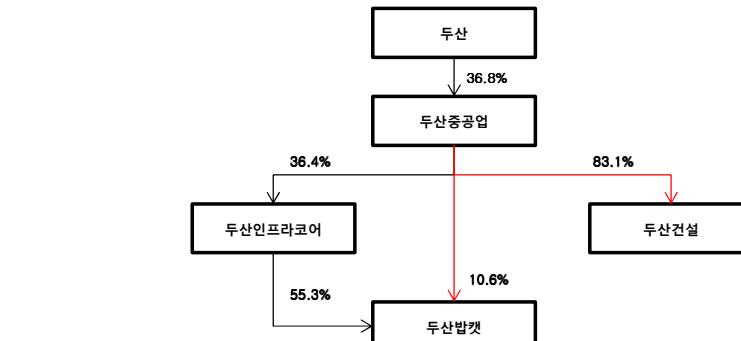
자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 2] 인도 백호로더 시장 규모 추이



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 3] 두산그룹 구조도



자료: 한국투자증권

<표 1> 두산밥캣 원화 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	779	887	836	888	870	1,040	931	1,035	3,389	3,876	4,247
Compact					790	953	850	957	3,107	3,550	3,905
Portable Power					80	87	81	77	283	325	342
% YoY					11.8	17.3	11.4	16.5	3.1	14.4	9.6
영업이익	85	125	85	100	94	125	107	127	395	453	510
영업이익률	10.9	14.1	10.1	11.2	10.8	12.0	11.5	12.3	11.6	11.7	12.0

자료: 한국투자증권

<표 2> 두산밥캣 달러 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	675	784	738	800	812	970	846	941	2,997	3,569	3,911
Compact					737	889	773	870	2,747	3,269	3,596
Portable Power					75	81	74	70	250	300	315
% YoY					20.3	23.7	14.7	17.6	5.8	19.1	9.6
영업이익	73	111	75	90	88	116	97	116	349	418	469
영업이익률	10.9	14.1	10.1	11.3	10.8	12.0	11.5	12.3	11.6	11.7	12.0

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

두산밥캣은 북미와 유럽을 주무대로 하는 compact 건설장비 생산업체로, 주요 제품에는 SSL(Skid Steer Loader), CTL(Compact Track Loader), MEX(mini excavator)가 있다. 특히 미국내 해당 제품들의 시장 점유율은 1위를 차지하고 있다.

- 백호로더: 앞에는 로더, 뒤에는 굴삭기 형태의 소형 건설기계

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,529	1,651	1,816	2,033	2,367
현금성자산	364	417	465	552	745
매출채권및기타채권	411	376	426	467	512
재고자산	701	524	543	595	652
비유동자산	4,797	4,533	4,646	4,675	4,674
투자자산	0	35	36	35	39
유형자산	447	408	419	430	441
무형자산	4,230	3,983	4,070	4,077	4,049
자산총계	6,326	6,184	6,462	6,708	7,040
유동부채	738	854	1,083	1,165	1,139
매입채무및기타채무	535	539	581	637	698
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	16	20	5	0	0
비유동부채	2,236	1,903	1,741	1,660	1,734
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,596	1,323	1,078	934	939
부채총계	2,974	2,756	2,824	2,825	2,873
지배주주지분	3,352	3,428	3,638	3,883	4,167
자본금	52	46	46	46	46
자본잉여금	3,367	2,985	2,985	2,985	2,985
기타자본	(216)	(191)	(191)	(191)	(191)
이익잉여금	655	770	980	1,225	1,509
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,352	3,428	3,638	3,883	4,167

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,287	3,389	3,876	4,247	4,654
매출원가	2,479	2,581	2,946	3,228	3,537
매출총이익	808	808	930	1,019	1,117
판매관리비	410	414	477	510	558
영업이익	398	395	453	510	558
금융수익	42	128	27	4	5
이자수익	3	3	4	4	5
금융비용	146	196	73	48	44
이자비용	90	71	57	48	44
기타영업외손익	(7)	(11)	0	0	0
관계기업관련손익	0	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	286	315	407	466	519
법인세비용	101	59	106	121	135
연결당기순이익	180	274	301	345	384
지배주주지분순이익	169	274	301	345	384
기타포괄이익	(56)	279	0	0	0
총포괄이익	125	552	301	345	384
지배주주지분포괄이익	104	552	301	345	384
EBITDA	510	500	557	615	666

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	327	377	596	457	377
당기순이익	180	274	301	345	384
유형자산감가상각비	64	60	58	61	63
무형자산상각비	48	46	45	45	45
자산부채변동	(135)	(35)	127	(43)	(168)
기타	170	32	65	49	53
투자활동현금흐름	(90)	(115)	(200)	(122)	(92)
유형자산투자	(52)	(47)	(70)	(72)	(75)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	0	(29)	(1)	1	(3)
무형자산순증	(39)	(40)	(131)	(53)	(17)
기타	0	0	1	1	2
재무활동현금흐름	(303)	(179)	(348)	(248)	(93)
자본의증가	5	0	0	0	0
차입금의순증	(306)	(112)	(257)	(148)	8
배당금지급	0	(67)	(80)	(90)	(100)
기타	(2)	0	(11)	(10)	(1)
기타현금흐름	(4)	12	0	0	0
현금의증가	(70)	94	48	87	192

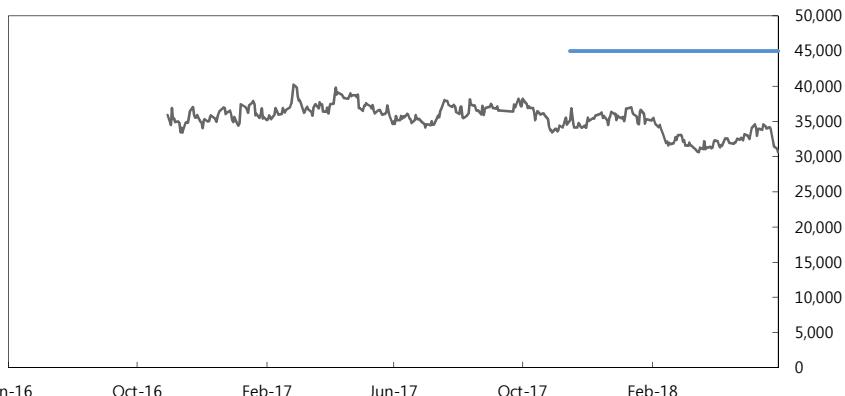
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,089	2,725	3,003	3,440	3,833
BPS	33,435	34,190	36,293	38,733	41,566
DPS	700	800	900	1,000	1,000
성장성(%), YoY					
매출증가율	(18.6)	3.1	14.4	9.6	9.6
영업이익증가율	3.2	(0.9)	14.9	12.4	9.6
순이익증가율	23.5	62.1	10.0	14.6	11.4
EPS증가율	41.6	30.4	10.2	14.6	11.4
EBITDA증가율	3.4	(2.1)	11.4	10.5	8.3
수익성(%)					
영업이익률	12.1	11.6	11.7	12.0	12.0
순이익률	5.1	8.1	7.8	8.1	8.3
EBITDA Margin	15.5	14.7	14.4	14.5	14.3
ROA	2.8	4.4	4.8	5.2	5.6
ROE	5.5	8.1	8.5	9.2	9.5
배당수익률	2.0	2.2	2.9	3.2	3.2
배당성향	41.5	29.3	30.0	29.1	26.1
안정성					
순차입금(십억원)	1,245	928	622	387	202
차입금/자본총계비율(%)	48.1	39.3	29.9	24.2	22.8
Valuation(X)					
PER	17.2	13.1	10.4	9.1	8.1
PBR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.5	9.0	6.7	5.7	5.0

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
두산밥캣(241560)	2017.06.28	NR	—	—	—
	2017.12.04	매수	45,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 19일 현재 두산밥캣 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 유용투자분석서와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산밥캣 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.