

2018/07/26

# 두산밥캣(241560)

## 호실적, 당분간 계속 성장할 시장, 그러나 오버행

### ■ 2Q18 컨센서스를 크게 상회하는 호실적

동사는 2분기 매출 \$963m(YoY +24%, QoQ +19%), 컴팩트 매출이 전년동기 대비 25% 성장해 시장 기대를 상회했다. 원화로는 매출액 1조 385억원(QoQ +19%), 영업이익 1,389억원(+47.2%), OPM +13.4%로 당사 예상보다 이익단 이 20%~30% 좋았다<표1>.

이는 1분기 수준의 프로모션이 지속되고, 재료비 등이 올랐지만 1) 가격인상 을 일부 시작했고, 2) 판매 증가에 따른 고정비 개선 효과 때문이다. 동사는 7 월에도 차입금을 1.5억\$를 상환했는데, 작년부터 진행한 리파이낸싱의 결과 로 연간 \$41m 이자비용이 준다<그림1>. 2Q 세전이익은 YoY 32.5%로 더 성 장했다.

미국 주택시장의 호조, 예상보다 가파른 시장 성장에 따라 여전히 평균보다 낮은 딜러 재고, 미국의 재고-출하 플러스 지속<그림5>, 유럽의 건설업 신뢰 지수 상승세 등으로 하반기에도 실적은 양호할 전망이다<표2>.

### ■ 2019년 하반기 시작해, 2020년 마켓 커버리지 확대

동사는, 대동공업과 협업을 통해 Compact Tractor 신제품 출시해 2019년 하 반기부터 북미시장을 먼저 공략한다. 5년간 CAGR로 6% 성장해온 17만대 시 장에서 M/S 5%, 2천억원 매출을 달성하는 계획이다. 같은 시기 인도의 백호 로더 양산도 시작된다.

이후에도 2020년에는 CWL(Compact Wheel Loader), SAL(Small Articulated Loader)를 통해 마켓 커버리지를 지속 확대할 계획이다. 신규 제품 출시 및 시장진입으로 이익률은 떨어져보이겠지만, 탑라인 성장과 증익을 도모한다< 그림2>.

### ■ 오버행 이슈가 안타까울 뿐

미국과 유럽 시장 호조는 당분간 지속될 전망이며, 신제품 출시를 통한 신시 장 개척의 성장 드라이브도 걸고 있다. 그러나 주가는 어닝의 방향성, 미래 성장동력에 대한 기대감을 전혀 반영해주지 않고 있다. 두산그룹사 보유 65.89%에서 발생가능한 잠재 오버행 때문이다. 이를 해소할 돌파구가 필요하 다.

조선/기계 최광식

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

Buy(Maintain)

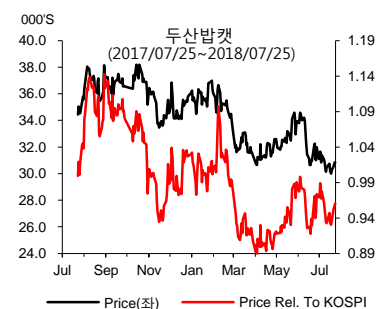
목표주가(12M) 38,000원

종가(2018/07/25) 30,850원

#### Stock Indicator

자본금	46십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,093십억원
외국인지분율	25.5%
배당금(2017)	800원
EPS(2018E)	2,555원
BPS(2018E)	36,373원
ROE(2018E)	7.2%
52주 주가	30,000~38,200원
60일평균거래량	208,559주
60일평균거래대금	6.7십억원

#### Price Trend



## 2Q18 Review: 당사 예상 및 컨센서스 상회

<표 1> 두산밥캣 2Q18 Review: 달러 매출 전년동기대비 24%로 전분기보다 성장폭 더 높아짐  
 원화로는 매출과 영업이익이 각각 +17%, 11% 성장했고  
 세전이익은 리파이낸싱을 통한 이자비용 감소로 무려 33%, 순이익단도 +55.8%나 성장

(십억원, 백만\$)									
두산밥캣(연결)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18@	YoY	QoQ	컨센서스 07월24일	차이 (@/B)
2017년에는 헤비가 포함									
매출액	1,085.0	1,013.2	1,050.1	870.3	1,038.5		19%	994	14%
영업이익	136.0	101.0	36.0	94.3	138.9		47%	124	33%
영업외/기타	-39.6	-12.2	15.0	-7.8	-24.7			-11	70%
세전이익	96.4	88.7	51.0	86.5	114.2		32%	113	27%
순이익	49.2	55.3	110.0	62.3	76.7		23%	84	19%
지배주주순이익	49.2	55.3	127.5	62.3	76.7		23%	81	19%
영업이익률	12.5%	10.0%	3.4%	10.8%	13.4%	0.8%p	2.5%p	12.5%	1.9%p
지배주주순이익률	4.5%	5.5%	12.1%	7.2%	7.4%	2.9%p	0.2%p	8.2%	0.3%p
달러 매출(백만\$)	776	728	800	812	963	24%	19%		
Compact	706	666	739	737	880	25%	19%		
PP	70	62	61	75	83	19%	11%		
NAO	706	605	635	562	701	-1%	25%		
EMEA	174	242	249	193	202	16%	5%		
Asia/LA	70	48	63	57	60	-14%	5%		

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 리파이낸싱, 차입금 조기상환으로 연간 \$41M 이자비용 감축

순이익 증가 기여 내역			세전이익 효과	순이익효과
1 재무 개선	가산금리 축소 : 1.81%p (L+3.81% → L+2.0%)			
	- 2017년 5월 Refinancing (L3.81% → L+2.75%)	\$15M	➔	\$15M
	- 2017년 11월 신용등급 상향 (L+2.75% → L+2.5%)	\$3M		
	- 2018년 3월 Repricing (L+2.5% → L+2.0%)	\$6M		
		\$24M		
	차입금 조기 상환			
	- 2018년 5월 : \$1억	\$5M	➔	\$8M
	- 2018년 7월 : \$1억 5천만	\$7M		
		\$12M		
	Cash management 개선(1H18)			
	- Global Banking Platform 통합 등	\$5M	➔	\$4M
리파이낸싱을 통한 총 재무개선효과			\$41M ▲	
2 Trump Tax 효과	유효세율 하락			
	- 종전 37% → 25%로 12%p 인하			\$40~45M
			총 \$67~72M	

자료: 하이투자증권 리서치

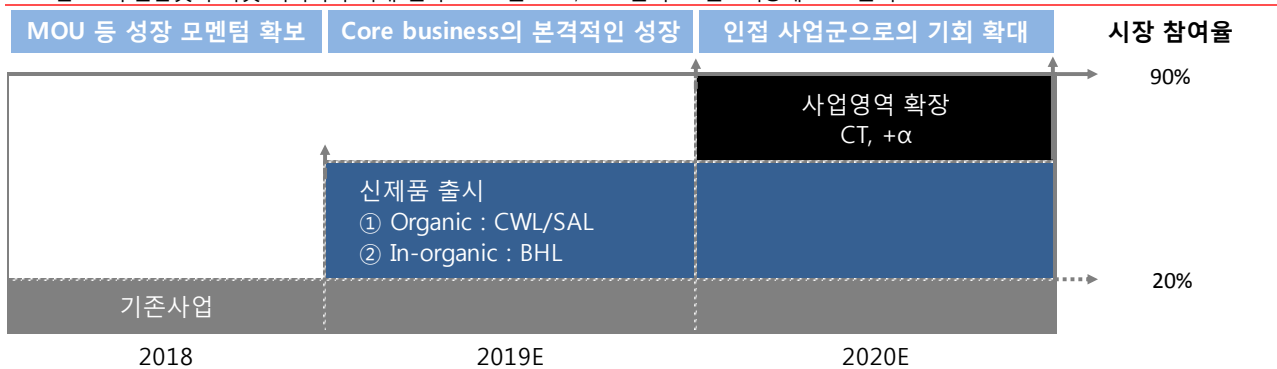
## 실적 & 마켓 커버리지 확대 전략

<표 2> 두산밥캣 실적 예상치: 2019 년도 성장

											(십억원)		
두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018 가이드	2018	2019
매출액 YoY	930	1,085	1,013	1,050	870	1,039	925	944	3,287	4,079	3,876	3,777	3,803
	-5%	-8%	15%	307%	↑ 헤비 양도: YoY 비교 의미 없음				-18.6%	24.1%	\$ 13.5% ▲	헤비 양도 ↑	
영업이익	93	136	101	36	94	139	90	95	414	366	456	419	433
금융/기타영업외	-15	-40	-12	15	-7	-25	-13	-12	-127	-51		-57	-46
이자손익	-20	-17	-15	-15	-14	-14	-13	-13	-86	-67		-54	-49
세전사업이익	79	96	89	51	87	114	77	83	286	315		361	387
순이익 YoY	42	49	55	110	62	77	56	61	177	256		256	284
									19%	45%		0%	11%
영업이익률	10.0%	12.5%	10.0%	3.4%	10.8%	13.4%	9.7%	10.1%	12.6%	9.0%	11.8%	11.1%	11.4%
순이익률	4.5%	4.5%	5.5%	12.1%					5.1%	6.7%		6.8%	7.5%
EPS(원)	417	491	552	1,272	622	765	563	604	1,779	2,731		2,554	2,830
BPS(원)	30,914	33,417	35,038	34,190	34,393	35,158	35,722	36,372	33,435	34,190		36,372	38,403
컴팩트													
매출액 YoY	709	806	754	819	790	949	845	868	2,979	3,088		3,452	3,468
	-2%	-10%	14%	18%	11%	18%	12%	6%	-2.0%	3.7%		11.8%	0.5%

자료: 하이투자증권 리서치

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



자료: 하이투자증권 리서치

## Valuation: 타겟 PER 15배와 목표주가 38,000원 유지

<표 3> 타겟 PER 15 배와 목표주가 38,000 원 유지  
PBR Valuation 에서 ROE 7.2%, 적정 PBR 1.03 배에서 37,600 원으로 도출

## ▼ PER

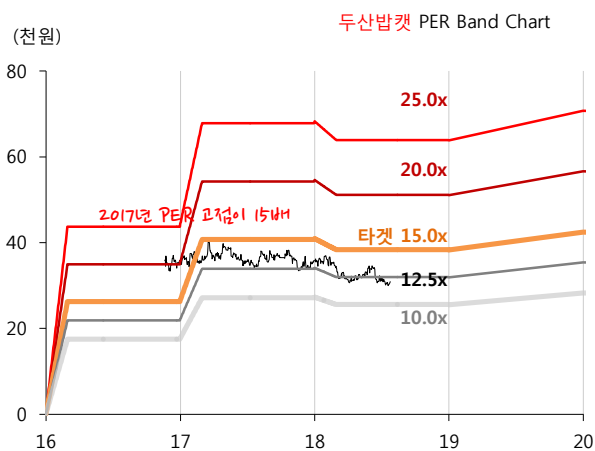
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS			1,779	2,731	2,554	2,830
YoY				54%	-6%	11%
PER(고)			25.4	14.9	14.8	
PER(평)			20.2	13.1	12.1	
PER(저)			0.0	10.3	0.0	
타겟PER				15.0	15.0	15.0
현재PER					12.1	10.9
적정주가				41,000	38,000	42,000
목표주가					38,000	42,000
증가(07.25)					30,850 23%	

## ▼ PBR Cross-Check

두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
BPS			33,435	34,190	36,372	38,403
EPS			1,779	2,731	2,554	2,830
PER			17	11.3	12.1	10.9
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%	7.2%	7.6%
COE(고)			4.8%	6.1%	6.6%	
COE(저)			7.0%	7.9%	8.6%	
적용COE = TRL 참조				6.5%	7.0% ←AVG(17년 평균)	
타겟 PBR					1.03	
현재 PBR					0.85	0.80
당해말 BPS					36,372	
적정주가					38,000	

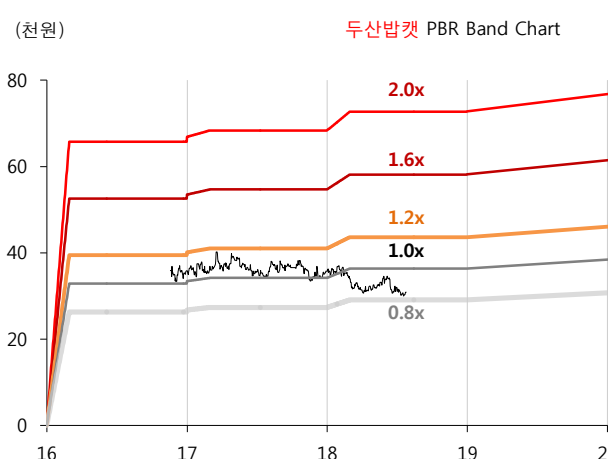
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 3> 두산밥캣 PER 밴드: 목표 15 배, 현재 12.1 배



자료: 하이투자증권

<그림 4> 두산밥캣 PBR 밴드: 적정 1.0 배, 현재 0.85 배



자료: 하이투자증권

<표 5> 건설기계업종 글로벌 피어그룹의 VALUATION Table: 2018 년 PER 이 어닝 성장 & 주가 하락으로 낮아졌음  
그러나 농기계 및 로더 업체들의 PER 은 15 배 안팎에서 거래

회사	시가총액 (백만\$)	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
건설장비													
한국													
두산인프라코어	1,783	13.9	6.5	6.0	7.43	6.43	6.20	1.1	1.1	0.9	8.0	16.9	15.7
두산밥캣	2,739	14.8	11.1	10.2	9.45	7.40	6.99	1.1	0.9	0.8	8.2	7.9	8.1
현대건설기계	1,041		8.7	7.8		6.17	5.76	2.8	0.9	0.8		10.3	11.0
중화													
SANY HEAVY INDUSTRY (	10,159	33.2	17.3	13.4	13.53	10.20	8.81	2.7	2.4	2.1	8.3	14.6	16.5
XCMG CONSTRUCTION M	4,290	33.1	15.9	13.6	21.69	13.99	12.32	1.5	1.2	1.1	4.9	7.4	8.4
일본													
KOMATSU LTD	29,205	24.1	16.6	12.8	11.12	10.55	7.83	1.7	1.8	1.7	7.5	11.4	14.2
HITACHI CONSTRUCTION	7,360	73.6	15.4	12.6	14.31	8.48	7.33	1.5	1.8	1.7	2.3	12.0	13.6
TAKEUCHI MFG CO LTD	1,155	13.9	13.2	12.2	5.60	6.40	6.33	1.8	1.8	1.6	13.5	14.7	14.0
KUBOTA CORP	20,545	20.0	15.3	14.3	13.99	11.22	10.58	2.1	1.6	1.5	10.5	11.0	11.0
미국/유럽													
CATERPILLAR INC	81,489	22.9	12.6	11.4	13.02	7.43	6.76	6.9	4.8	3.3	30.7	40.3	33.8
DEERE & CO	43,950	21.4	14.3	11.6	7.03	8.96	7.63	4.5	3.9	3.1	25.1	28.6	28.3
TEREX CORP	3,272	36.0	14.8	11.6	17.60	9.20	7.90	3.2	2.7	2.3	9.4	18.1	20.9
CNH INDUSTRY	13,725	28.1	14.7	12.3	5.15	6.48	5.88	4.2	2.6	2.2	14.7	19.6	19.8
SANDVIK AB	22,410	13.6	15.3	14.4	8.33	9.15	9.04	3.7	3.4	3.0	24.0	24.9	22.0
VOLVO AB-A SHS	37,262	14.8	11.8	11.5	8.44	7.81	7.80	2.9	2.5	2.3	21.5	23.4	21.2
UNITED RENTALS INC	12,356	18.3	9.5	8.4	8.17	5.67	5.30	4.7	3.6	2.8	33.8	40.8	33.4
Update: 2018-07-24													
Heavy 평균		33.6	12.4	12.5									
로더 평균		23.9	14.5	12.4									

자료: 하이투자증권 리서치

## 업황: 북미 출하-재고, ER도 강세는 꺾였지만 플러스(+) 지속

<그림5> 미국 건설기계 출하-재고의 6개월 선행 그림: 출하-재고 플러스권에서 조금 내려옴 - 하반기 밥캣 매출 성장률 조금 위축될 수도

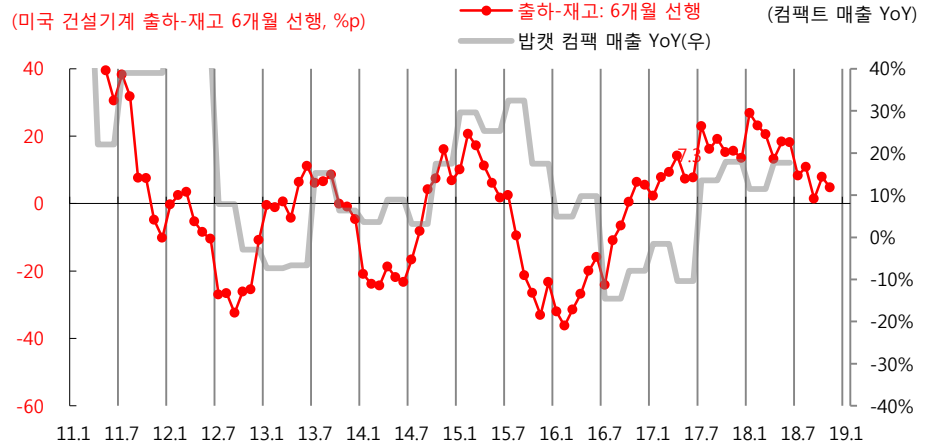
미국의 제조업 전체와 건설기계 출하-재고는 2017년 들어 2년만에 플러스 전환에 성공해,

2018년 현재까지 강세를 유지

과거 출하-재고 ~ 두산밥캣 매출의 시차는 6개월~9개월로

→

최근 6개월간 출하-재고 사이클이 플러스권이지만 조금 내려와 하반기가파른 매출 성장폭이 다소 둔화될 수 있지만, 성장세 지속은 확실시



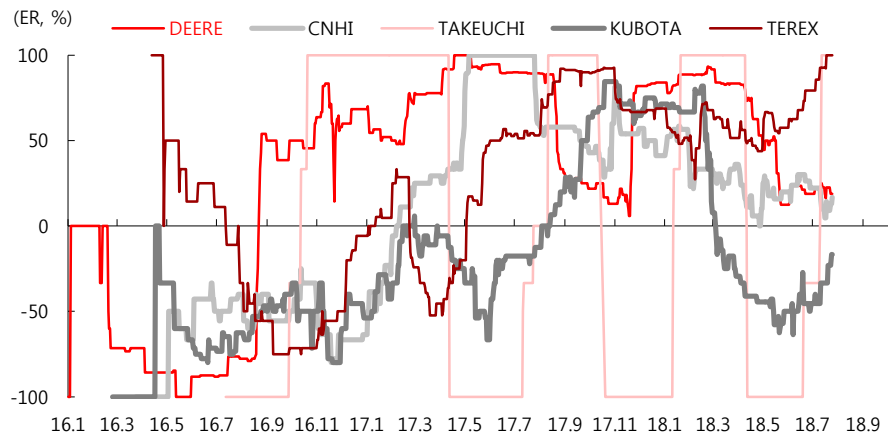
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 6> 컴팩트 로드, 미니 굴삭기 업체들의 ER(이익수정비율)은 아직도 플러스권에서 강세

2017년초부터 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



자료: 하이투자증권 리서치

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,651	1,869	2,010	2,117
현금 및 현금성자산	417	233	371	488
단기금융자산	2	2	2	2
매출채권	378	619	607	590
재고자산	524	682	687	690
비유동자산	4,533	4,563	4,579	4,598
유형자산	408	445	476	502
무형자산	3,983	3,941	3,901	3,861
자산총계	6,184	6,432	6,589	6,715
유동부채	854	960	1,028	1,059
매입채무	350	410	464	480
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	20	20	20	20
비유동부채	1,903	1,826	1,711	1,607
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,318	1,187	1,068	961
부채총계	2,756	2,786	2,740	2,665
지배주주지분	3,428	3,646	3,850	4,049
자본금	46	46	46	46
자본잉여금	2,985	2,971	2,971	2,971
이익잉여금	770	945	1,149	1,348
기타자본항목	-373	-316	-316	-316
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	3,428	3,646	3,850	4,049

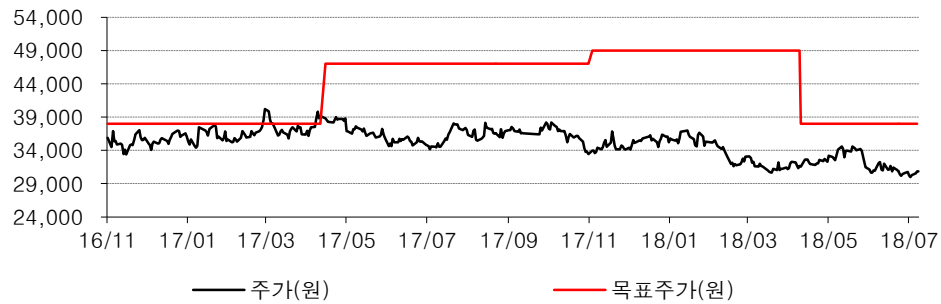
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,389	3,777	3,803	3,818
증가율(%)	3.1	11.4	0.7	0.4
매출원가	2,581	2,915	2,901	2,907
매출총이익	808	862	902	910
판매비와관리비	414	444	469	487
연구개발비	55	61	61	61
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	395	419	433	423
증가율(%)	-0.9	6.2	3.3	-2.3
영업이익률(%)	11.6	11.1	11.4	11.1
이자수익	3	2	2	3
이자비용	71	56	51	46
지분법이익(손실)	0	-1	-	-
기타영업외손익	-11	-10	-4	-4
세전계속사업이익	315	361	387	383
법인세비용	59	105	103	103
세전계속이익률(%)	9.3	9.6	10.2	10.0
당기순이익	274	256	284	280
순이익률(%)	8.1	6.8	7.5	7.3
지배주주귀속 순이익	274	256	284	280
기타포괄이익	279	279	279	279
총포괄이익	552	535	563	559
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	377	215	569	541
당기순이익	274	256	284	280
유형자산감가상각비	60	83	89	94
무형자산상각비	46	42	41	39
지분법관련손실(이익)	0	-1	-	-
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	-226	-199	-187
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-112	-132	-119	-107
자본의증감	-	-14	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	94	-183	138	117
기초현금및현금성자산	322	417	233	371
기말현금및현금성자산	417	233	371	488

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	2,731	2,555	2,830	2,789
BPS	34,190	36,373	38,403	40,392
CFPS	3,780	3,806	4,126	4,119
DPS	800	800	800	800
Valuation(배)				
PER	13.1	12.1	10.9	11.1
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8
PCR	9.5	8.1	7.5	7.5
EV/EBITDA	9.0	7.5	6.8	6.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.1	7.2	7.6	7.1
EBITDA 이익률	14.7	14.4	14.8	14.6
부채비율	80.4	76.4	71.2	65.8
순부채비율	26.8	26.6	18.6	12.1
매출채권회전율(x)	8.5	7.6	6.2	6.4
재고자산회전율(x)	5.5	6.3	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. [\(작성자 :\)](#)

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) 종목투자조건은 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자조건 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-