

2018. 10. 31



▲ **조선/기계**
 Analyst **김현**
 02. 6098-6699
 hyun.kim@meritz.co.kr
 RA **박진한**
 02. 6098-6675
 jinhan_park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 46,000 원

현재주가 (10/30) 34,750 원

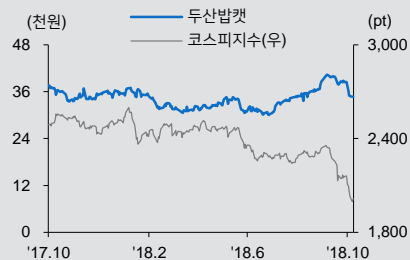
상승여력 32.4%

KOSPI	2,014.69pt
시가총액	34,837억원
발행주식수	10,025만주
유동주식비율	44.62%
외국인비중	26.24%
52주 최고/최저가	40,400원/30,000원
평균거래대금	149.9억원

주요주주(%)		
두산인프라코어 외 2인		55.35
BlackRock Institutional Trust		9.60

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.0	6.6	-5.8
상대주가	0.0	33.1	16.9

주가그래프



두산밥캣 241560

두 마리 토끼를 모두 잡다

- ✓ 3Q18 매출액 1조 353억원(+23.9% YoY), 영업이익 1,229억원(+45.4% YoY), OPM 11.9%의 예상을 상회한 호실적 달성
- ✓ 주력인 미국과 유럽시장의 호조 지속, 시장 성장률을 상회하는 판매 증가는 긍정적
- ✓ 2.5억달러의 차입금을 조기 상환, 예상 순차입금 비율 24.7%의 우량 재무구조 확보
- ✓ 투자이견 Buy 유지, 적정주가 46,000원으로 9.5% 상향

매출액, 영업이익, 순이익 모두 전년대비 20% 이상 고성장

3분기 매출액 1조 353억원(+23.9% YoY), 영업이익 1,229억원(+45.4% YoY), 당기순이익 753억원(+36.1% YoY)으로 예상치를 상회한 실적을 달성했다. 17년 3분기에 중 단사업손익이 1천만달러 반영되었음을 감안하면, 외형성장과 수익성을 모두 손에 쥔 셈이다. 매출의 91%를 차지한 Compact 부문이 전년대비 24.4% 성장했고, 지역 별로 북미 +32.4%, EMEA (유럽, 중동, 아프리카) +9.1%의 성장세를 기록했다.

재무 건전성 + 배당 매력 + 주력시장의 Peak-out No Risk

두산밥캣의 2019년 예상 ROE는 8.3%, 순차입금비율은 17.4%, 예상 배당액은 주당 1천원이다. 매출의 71% 수준을 차지하는 미국은 중국과 달리 건설기계 업황의 부침이 작고, 2019년에도 안정적인 성장이 예상된다. 철강가격 인상에 따른 비용 증가는 19년 평가 인상을 통해 상쇄할 수 있을 전망이다. 18년 유럽 지역 이익 개선 효과는 5% 전후로 추정된다. 이는 매출 증가에 따른 이익개선과 유럽 본사를 벨기에에서 체코로 이전하면서 법인세 효과와 비용 절감에 기인한다.

건설기계 업종 내 최선호주, 적정주가 46,000 원 상향

건설기계 단일 최대시장인 중국의 Peak-out 우려가 연초부터 제기된 상황에서, 미국과 유럽이라는 차별화된 주력 시장을 확보한 점은 의미가 있다. 4분기에도 영업이익은 전년대비 13.2% 성장이 기대된다. 건설기계 업종 내 최선호주로 제시하며, 적정주가는 2018~19년 예상 (ROE-g)/(COE-g)의 평균값 1.2배를 적용한 46,000원으로 9.5% 상향 조정한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,287.3	398.0	168.9	2,094	23.0	33,435	17.1	1.1	9.5	5.5	88.7
2017	3,389.2	394.5	273.8	2,731	22.1	34,190	13.1	1.0	9.0	8.1	80.4
2018E	3,945.5	463.3	287.2	2,864	4.9	36,155	12.1	1.0	8.2	8.1	77.8
2019E	4,125.7	485.6	308.7	3,079	7.5	38,234	11.3	0.9	7.5	8.3	73.7
2020E	4,298.6	498.8	320.2	3,194	3.7	40,428	10.9	0.9	7.0	8.1	69.9

표1 두산밥캣 3Q18 Review

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,035.3	835.9	23.9	1,038.5	-0.3	966.7	7.1
영업이익	122.9	84.5	45.4	138.9	-11.5	112.6	9.2
세전이익	112.3	73.2	53.4	114.2	-1.6	96.7	16.1
당기순이익	75.3	55.3	36.1	76.7	-1.8	75.6	-0.4

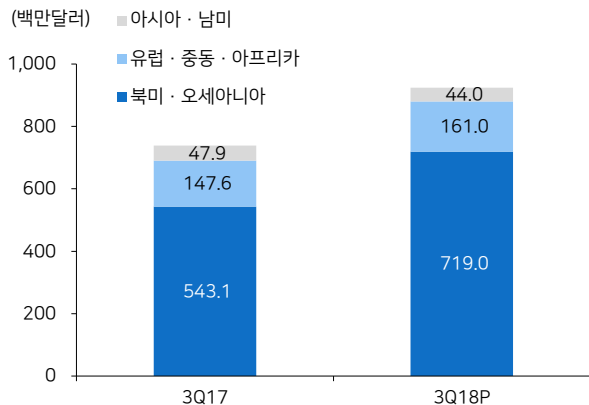
주: 2017년 3분기 실적은 Heavy 사업부 매각 후 실적 / 자료: 메리츠증권리서치센터

표2 두산밥캣의 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	
매출액	778.6	886.8	835.9	887.9	870.3	1,038.5	1,035.3	1,001.5	969.9	1,161.5	1,042.3	952.0	3,389.2	3,945.5	4,125.7	
영업이익	84.8	125.4	84.5	99.8	94.3	138.9	122.9	107.2	108.2	146.5	118.0	112.9	394.5	463.3	485.6	
세전이익	69.6	86.1	73.2	85.9	86.5	114.2	112.3	97.3	96.1	133.9	104.2	106.7	314.8	410.2	441.0	
순이익	41.8	49.2	55.3	127.5	62.3	76.7	75.3	72.9	67.3	93.7	73.0	74.7	273.8	287.2	308.7	
매출액증가율	YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	11.8	17.1	23.9	12.8	11.5	11.8	0.7	-4.9	16.4	4.6	
	QoQ	N/A	13.9	-5.7	6.2	-2.0	19.3	-0.3	-3.3	-3.2	19.8	-10.3	-8.7			
영업이익증가율	YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	11.2	10.7	45.4	7.5	14.7	5.5	-4.0	5.3	17.4	4.8	
	QoQ	N/A	47.9	-32.6	18.1	-5.5	47.2	-11.5	-12.7	0.9	35.4	-19.4	-4.4			
영업이익률		10.9	14.1	10.1	11.2	10.8	13.4	11.9	10.7	11.2	12.6	11.3	11.9	11.6	11.7	11.8
순이익률		5.4	5.5	6.6	14.4	7.2	7.4	7.3	7.3	6.9	8.1	7.0	7.8	8.1	7.3	7.5

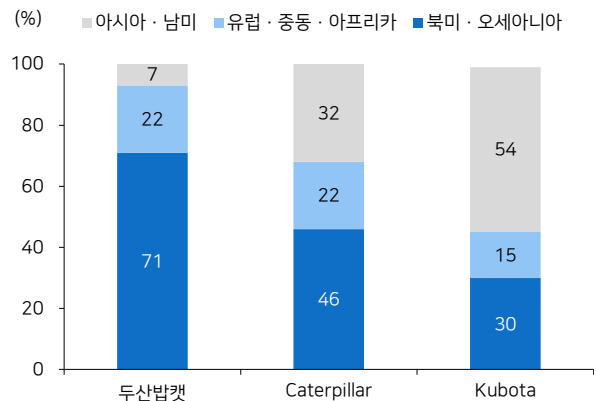
주: 2017년 분기 실적은 Heavy 사업부 매각 후 실적 / 자료: 메리츠증권리서치센터

그림1 두산밥캣 지역별 매출액 추이



자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 주요 경쟁사 지역별 매출액 비중 현황



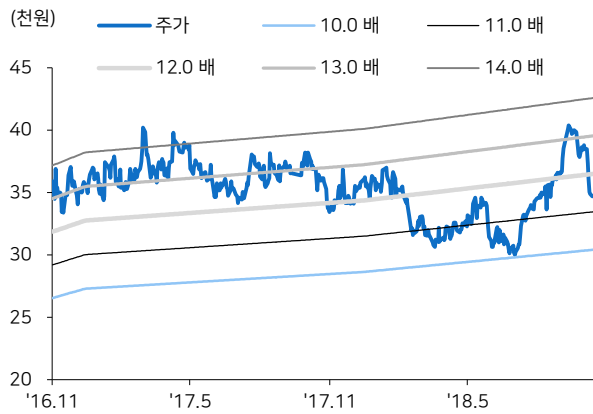
주: 2018년 상반기 매출 기준, 두산밥캣은 북미에 오세아니아를 포함
자료: 메리츠증권리서치센터

표1 두산밥캣 Implied PBR Valuation – 적정주가 46,000원

	'14	'15	'16	'17	'18E	'19E
COE(%)	8.0	7.8	7.8	7.2	7.2	7.2
Rf	2.0	1.8	1.8	1.5	1.5	1.5
Risk Premium	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ROE(%)	2.2	5.1	5.5	8.1	8.2	8.2
Net Margin(%)	1.9	3.7	5.5	8.1	7.3	7.5
Asset Turnover	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
Leverage	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
BPS(원)	30,319	31,085	33,435	34,190	36,155	38,234
(ROE-g)/(COE-g)	0.2	0.4	0.5	1.2	1.5	1.1
TARGET PBR(배)					1.2	
적정주가(원)					46,000	

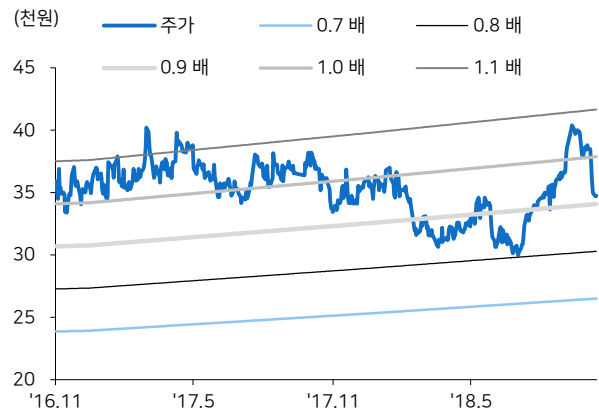
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 두산밥캣 PER Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 두산밥캣 PBR Band(Forward 기준)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

두산밥캣 (241560)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,287.3	3,389.2	3,945.5	4,125.7	4,298.6
매출액증가율 (%)	-18.6	3.1	16.4	4.6	4.2
매출원가	2,479.4	2,581.0	3,048.2	3,186.2	3,327.0
매출총이익	807.9	808.2	897.3	939.5	971.6
판매관리비	409.9	413.7	434.0	453.8	472.9
영업이익	398.0	394.5	463.3	485.6	498.8
영업이익률	12.1	11.6	11.7	11.8	11.6
금융손익	-104.2	-67.9	-50.3	-42.5	-39.8
중속/관계기업손익	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-7.4	-11.5	-2.8	-2.2	-1.6
세전계속사업이익	286.5	314.8	410.2	441.0	457.4
법인세비용	101.1	58.6	123.1	132.3	137.2
당기순이익	180.3	273.8	287.2	308.7	320.2
지배주주지분 손이익	168.9	273.8	287.2	308.7	320.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	326.9	376.6	388.1	362.6	378.3
당기순이익(손실)	180.3	273.8	287.2	308.7	320.2
유형자산상각비	64.3	59.7	53.6	53.1	46.2
무형자산상각비	48.2	45.5	13.9	13.7	13.6
운전자본의 증감	-135.0	-35.4	27.5	-14.8	-4.9
투자활동 현금흐름	-90.1	-114.7	-275.2	-43.1	-43.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-52.4	-46.9	-40.0	-39.2	-38.4
투자자산의 감소(증가)	0.0	-35.2	-5.7	-1.9	-1.8
재무활동 현금흐름	-302.8	-179.0	-185.4	-140.1	-150.1
차입금의 증감	-242.0	-266.1	-105.2	-49.9	-49.9
자본의 증가	724.4	-387.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-69.9	94.4	-72.5	179.4	184.6
기초현금	433.5	322.4	416.8	344.3	523.7
기말현금	363.7	416.8	344.3	523.7	708.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,528.9	1,651.2	1,709.6	1,951.3	2,195.8
현금및현금성자산	363.7	416.8	344.3	523.7	708.3
매출채권	400.0	243.0	282.8	295.7	308.1
재고자산	700.8	524.0	610.0	637.8	664.6
비유동자산	4,797.1	4,532.6	4,734.0	4,708.3	4,688.7
유형자산	447.2	408.4	394.8	380.9	373.1
무형자산	4,230.2	3,983.4	4,019.6	4,005.9	3,992.3
투자자산	0.1	35.0	40.7	42.6	44.3
자산총계	6,326.1	6,183.8	6,443.6	6,659.6	6,884.5
유동부채	738.4	853.7	913.3	950.4	986.1
매입채무	309.8	349.9	407.3	426.0	443.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	15.7	20.1	20.1	20.1	20.1
비유동부채	2,235.9	1,902.6	1,905.8	1,876.2	1,845.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1,596.4	1,318.4	1,218.4	1,168.4	1,118.4
부채총계	2,974.2	2,756.3	2,819.1	2,826.7	2,831.7
자본금	52.1	46.2	46.2	46.2	46.2
자본잉여금	3,366.9	2,984.9	2,984.9	2,984.9	2,984.9
기타포괄이익누계액	-506.3	-181.9	-181.9	-181.9	-181.9
이익잉여금	654.7	769.5	966.4	1,174.9	1,394.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,351.8	3,427.5	3,624.5	3,832.9	4,052.8

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	40,753	33,808	39,357	41,154	42,879
EPS(지배주주)	2,094	2,731	2,864	3,079	3,194
CFPS	7,008	5,257	5,200	5,429	5,501
EBITDAPS	6,328	4,985	5,295	5,511	5,571
BPS	33,435	34,190	36,155	38,234	40,428
DPS	700	800	900	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.0	2.2	2.6	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	17.1	13.1	12.1	11.3	10.9
PCR	5.1	6.8	6.7	6.4	6.3
PSR	0.9	1.1	0.9	0.8	0.8
PBR	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EBITDA	510.5	499.7	530.8	552.4	558.5
EV/EBITDA	9.5	9.0	8.2	7.5	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	8.1	8.1	8.3	8.1
EBITDA 이익률	15.5	14.7	13.5	13.4	13.0
부채비율	88.7	80.4	77.8	73.7	69.9
금융비용부담률	2.7	2.1	1.0	0.9	0.9
이자보상배율(x)	4.4	5.6	11.2	12.5	13.4
매출채권회전율(x)	8.4	10.5	15.0	14.3	14.2
재고자산회전율(x)	4.4	5.5	7.0	6.6	6.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현,박진한)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산밥캣 (241560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.25	산업분석	Buy	43,000	김현	-15.0	-6.5	
2017.05.26	산업분석	Buy	46,000	김현	-21.5	-17.0	
2017.11.27	산업분석	Buy	46,000	김현	-24.0	-17.0	
2018.05.26	1년 경과				-26.3	-24.8	
2018.05.31	산업브리프	Buy	42,000	김현	-18.8	-17.6	
2018.06.11	산업분석	Buy	42,000	김현	-18.2	-3.8	
2018.10.31	기업브리프	Buy	46,000	김현	-	-	