

두산밥캣(241560)

4Q18 Preview: 4분기는 무난, 내년은 이익 비슷할 것

4분기 실적은 컨센 부합 수준

4분기 예상 실적은 매출액 1조 332억원, 영업이익 1,093억원이다. 매출액은 전년 대비 16.4% 늘어나는 것이고, 영업이익은 9.5% 증가하는 것이다. 실제 영업 기준인 달러 기준으로는 매출액과 영업이익이 각각 15.3%, 8.4% 증가할 것으로 예상된다. Compact(소형건설기계부문) 사업부에서는 CTL(소형트랙로더)과 SSL(소형바퀴로더), MEX(미니굴삭기)이 고른 성장을 보이고 있고, PP(포터블파워)사업부도 인프라 공사가 점진적으로 늘면서 매출액이 늘어나고 있다.

외형 성장 위해 내년 영업이익률은 소폭 하락

두산밥캣이 영위하는 소형건설기계 사업은 경기순환적인 성격이 있어 추가적인 외형 성장을 위해서는 신모델 출시, 신시장 개척 등이 필요하다. 특히 매년 EBITDA(올해 5,680억원, 지난해 5,000억원)가 빠르게 늘고 있고, 이를 활용해 차입금을 상환하고 있는 등 훌륭한 재무구조를 갖추고 있기 때문에 외형 성장을 위해서 지속적인 투자를 아끼지 않고 있다. 따라서 내년에도 달러 기준 매출액은 8.2% 증가할 것으로 예상되나, 영업이익률 10.8%로 전년 11.7% 대비 다소 하락해 영업이익 규모는 올해와 비슷할 것으로 예상된다. 내년부터는 미국에 신규 농기계를 론칭할 예정이고, 신흥시장에서도 백호로더 등 제품 라인업 강화를 위한 마케팅 비용을 쓰는 등 지속 가능한 외형 성장을 위해 노력 중이다.

오버행 이슈 해결이 구조적인 주가 상승 전제조건

매수 의견은 유지하나, 2019년 영업이익 추정치 하향조정, 낮아진 peer 멀티플 등을 반영해(표 1) 목표주가를 40,000원으로 11% 하향한다. 영업이익은 올해 대비 내년 증가하기 쉽지 않지만, 차입금이 급격하게 줄고 있어 기업의 재무건전성이 좋아지고 있다. 다만 두산중공업이 보유 지분 전량(10.6%)을 증권사에 매각(PRS, price return swap 방식)했지만 아직 해당 물량이 시장에 출회하는 되지 않고 있어 단기에 구조적인 주가 상승을 기대하기는 어렵다.

	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	3,977	465	293	2,921	7.2	568	11.3	7.0	0.9	8.3	2.7
2019F	4,319	466	296	2,950	1.0	572	11.2	6.5	0.9	7.9	3.0
2020F	4,691	507	327	3,260	10.5	614	10.1	5.9	0.8	8.3	3.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 40,000원(하향)

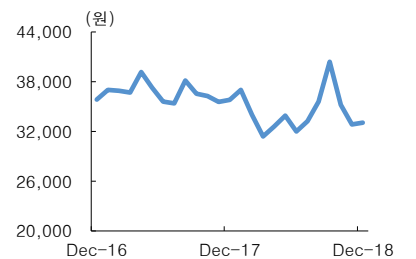
Stock Data

KOSPI(12/18)	2,062
주가(12/18)	33,050
시가총액(십억원)	3,313
발행주식수(백만)	100
52주 최고/최저가(원)	40,400/30,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,017
유동주식비율/외국인지분율(%)	48.9/27.9
주요주주(%)	두산인프라코어 외 2 인 51.1
	BlackRock Institutional Trust Company, N.A. 외 13 인 8.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.7)	6.1	(3.9)
KOSPI 대비(%p)	(9.2)	19.3	13.0

주가추이



자료: FnGuide

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

〈표 1〉 Valuation

(단위: 십억원, %)

	2018F	2019F
영업이익	472	473
유무형 상각비	104	106
EBITDA	576	579
EV/EBITDA 배수	7.4	7.7
사업가치	4,259	4,455
순차입금	683	413
적정가치	3,576	4,042
주식수	100.2	100.2
주당 적정가	35,674	40,315
현재가	33,050	33,050
상승여력	8%	22%

주: 12월 18일 종가 기준
자료: 한국투자증권

〈표 2〉 수익 예상 변경

(단위: 십억원, 원, %)

	변경전			변경후		변경률	
	2017	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	3,389	4,033	4,379	3,977	4,319	(1.4)	(1.4)
영업이익	395	472	512	465	466	(1.4)	(8.9)
세전이익	315	425	468	418	422	(1.5)	(9.8)
순이익	274	297	328	293	296	(1.5)	(9.8)
EPS	2,725	2,966	3,269	2,921	2,950	(1.5)	(9.8)

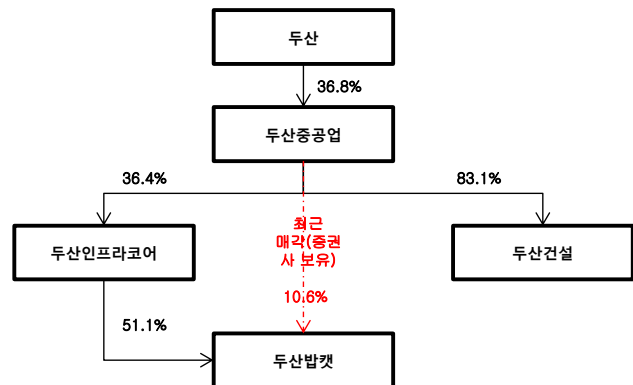
자료: 한국투자증권

[그림 1] 백호로더 – 전방 로더, 후방 굴삭기



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 2] 두산밥캣 지분 구조



주: 12월 18일 기준
자료: 한국투자증권

〈표 3〉 두산밥캣 원화 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	779	887	836	888	870	1,038	1,035	1,033	3,389	3,977	4,319
Compact					790	949	942	939	3,107	3,620	3,925
Portable Power					80	90	93	94	283	357	394
% YoY					11.8	17.1	23.9	16.4	3.1	17.4	8.6
영업이익	84.8	125.4	84.5	99.8	94	139	123	109	395	465	466
영업이익률	10.9	14.1	10.1	11.2	10.8	13.4	11.9	10.6	11.6	11.7	10.8

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 두산밥캣 달러 기준 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	675	784	738	800	812	963	924	922	2,997	3,621	3,918
Compact					737	880	841	839	2,747	3,297	3,560
Portable Power					75	83	83	84	250	325	357
% YoY					20.3	22.8	25.2	15.3	5.8	20.8	8.2
영업이익	73.5	110.8	74.6	90.0	88	129	110	98	349	424	425
영업이익률	10.9	14.1	10.1	11.3	10.8	13.4	11.9	10.6	11.6	11.7	10.8

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 글로벌 peer valuation 비교

(단위: x, %)

	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE		
	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
KUBOTA CORP	20.0	14.4	13.3	2.1	1.5	1.4	14.0	10.8	10.1	10.9	11.0	11.0
CATERPILLAR INC	22.9	10.7	9.7	6.9	4.6	3.0	13.0	6.6	6.1	5.6	44.7	36.9
DEERE & CO	21.4	14.2	12.7	4.5	3.8	3.6	7.0	6.4	9.2	26.9	22.7	29.9
CNH INDUSTRIAL NV	28.1	12.4	10.7	4.2	2.4	2.0	5.1	5.8	5.3	6.7	20.7	21.0
평균	23.1	12.9	11.6	4.4	3.1	2.5	9.8	7.4	7.7	12.5	24.8	24.7

주: 12월 17일 종가 기준

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 있음. 특히 미국 내 해당 제품들의 시장 점유율은 1위를 차지하고 있음.

- 백호로더: 앞에는 로더, 뒤에는 굴삭기 형태의 소형 건설기계

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,529	1,651	1,784	2,024	2,292
현금성자산	364	417	398	518	657
매출채권및기타채권	411	376	437	475	516
재고자산	701	524	557	605	657
비유동자산	4,797	4,533	4,637	4,618	4,613
투자자산	0	35	37	36	39
유형자산	447	408	419	430	441
무형자산	4,230	3,983	4,057	4,017	3,987
자산총계	6,326	6,184	6,421	6,642	6,905
유동부채	738	854	1,033	1,144	1,112
매입채무및기타채무	535	539	597	648	704
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	16	20	5	0	0
비유동부채	2,236	1,903	1,758	1,672	1,741
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,596	1,323	1,078	934	939
부채총계	2,974	2,756	2,791	2,816	2,853
지배주주지분	3,352	3,428	3,630	3,826	4,052
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	972	1,168	1,394
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,352	3,428	3,630	3,826	4,052

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	327	377	516	442	321
당기순이익	180	274	293	296	327
유형자산감가상각비	64	60	58	61	63
무형자산상각비	48	46	45	45	44
자산부채변동	(135)	(35)	43	(4)	(162)
기타	170	32	77	44	49
투자활동현금흐름	(90)	(115)	(187)	(74)	(90)
유형자산투자	(52)	(47)	(70)	(72)	(75)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	0	(29)	(2)	1	(3)
무형자산순증	(39)	(40)	(118)	(5)	(14)
기타	0	0	2	1	1
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	(19)	121	138

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

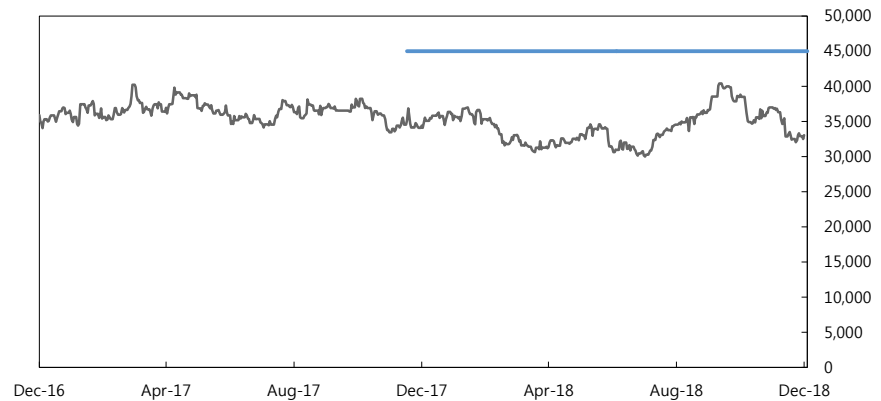
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,287	3,389	3,977	4,319	4,691
매출원가	2,479	2,581	3,003	3,283	3,565
매출총이익	808	808	974	1,037	1,126
판매관리비	410	414	509	570	619
영업이익	398	395	465	466	507
금융수익	42	128	26	4	5
이자수익	3	3	3	4	5
금융비용	146	196	73	48	44
이자비용	90	71	57	48	44
기타영업외손익	(7)	(11)	0	0	0
관계기업관련손익	0	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	286	315	418	422	467
법인세비용	101	59	126	127	140
연결당기순이익	180	274	293	296	327
지배주주지분순이익	169	274	293	296	327
기타포괄이익	(56)	279	0	0	0
총포괄이익	125	552	293	296	327
지배주주지분포괄이익	104	552	293	296	327
EBITDA	510	500	568	572	614

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,089	2,725	2,921	2,950	3,260
BPS	33,435	34,190	36,212	38,162	40,422
DPS	700	800	900	1,000	1,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(18.6)	3.1	17.4	8.6	8.6
영업이익증가율	3.2	(0.9)	18.0	0.2	8.6
순이익증가율	23.5	62.1	7.0	1.0	10.5
EPS증가율	41.6	30.4	7.2	1.0	10.5
EBITDA증가율	3.4	(2.1)	13.7	0.5	7.4
수익성(%)					
영업이익률	12.1	11.6	11.7	10.8	10.8
순이익률	5.1	8.1	7.4	6.8	7.0
EBITDA Margin	15.5	14.7	14.3	13.2	13.1
ROA	2.8	4.4	4.6	4.5	4.8
ROE	5.5	8.1	8.3	7.9	8.3
배당수익률	2.0	2.2	2.7	3.0	3.0
배당성향	41.5	29.3	30.8	33.9	30.7
안정성					
순차입금(십억원)	1,245	928	689	420	289
차입금/자본총계비율(%)	48.1	39.3	30.0	24.6	23.4
Valuation(X)					
PER	17.2	13.1	11.3	11.2	10.1
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.5	9.0	7.0	6.5	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
두산밥캣 (241560)	2017.06.28	NR	—	—	—
	2017.12.04	매수	45,000원	-24.1	-10.2
	2018.12.04	1년경과		—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 18일 현재 두산밥캣 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산밥캣 발행주식의 유가증권 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 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 돕기 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.