

두산밥캣 (241560)

무난한 4분기. 성장을 준비하는 2019년

투자자의견 BUY, 목표주가 40,000원으로 하향 조정

두산밥캣에 대해 투자자의견 BUY를 유지하나 목표주가를 기존 42,000원에서 40,000원으로 소폭 하향 조정한다. 목표주가 조정 이유는 2019년 이익 추정치 수정에 기인하며, 목표주가 40,000원은 2019년 EPS 3,101원에 Target P/E 13배 (글로벌 Peer 평균)를 적용하여 산출하였다.

4Q18 : 매출액 및 영업이익 전년 대비 16%, 3% 성장

2019년 4분기 잠정실적을 발표했다. 매출액 1조 267억원 (YoY, +15.6%), 영업이익 1,027억원 (YoY, +2.9%)을 기록했다. 하나금융투자 추정치(매출액 1조 546억원 / 영업이익 1,181억원) 및 컨센서스(매출액 1조 426억원 / 영업이익 1,125억원)를 부합한 실적이다. 4분기는 성과급 및 연구개발비 관련 비용이 발생하는 시기로 수익성이 소폭 둔화(3Q18 OPM : 11.9% → 4Q18 : 10.0%)되었다. 또한 시장 점유율 확대 및 유지를 위한 판매촉진비용이 발생한 점도 수익성 둔화의 주 요인이라는 판단이다.

지역별로는 NAO(북미/오세아니아)지역이 비주거용 건설 부문의 성장으로 매출이 전년 대비 19% 성장했으며, EMEA(유럽/중동/아프리카)는 유럽 커버리지 지역 확대로 인해 매출이 12% 성장했다. ASIA/LA(아시아/라틴아메리카)는 달러 강세에 따른 구매력 축소로 인해 매출이 5% 역성장하였다.

신규장비 출시를 위한 일시적 수익악화. 장기 방향성은 좋다.

2019년 두산밥캣 실적은 매출액 4조 3,475억원 (YoY, +9.6%), 영업이익 4,823억원 (YoY, +5.2%)을 전망한다. 2019년 하반기 인도 백호로더 장비 양산이 계획되어 있어 아시아지역 매출 성장의 발판을 마련할 것으로 기대된다. 다만 인도 백호로더 장비의 낮은 판매단가 및 수익성과 초기 프로모션 비용을 고려 시 2019년 전사 영업이익률은 2018년 대비 0.5%p 낮아진 11.1%를 기록할 것으로 예상된다.

두산밥캣은 백호로더 장비 외에도 CT(Compact Tractor), SAL(Small Articulated Loader), CWL(Compact Wheel Loader) 등의 신규장비 출시를 준비하고 있다. 신규장비 준비를 통한 단기간의 수익성 악화가 예상되지만, 이는 장기적 성장을 위한 올바른 투자라는 판단이다.

Update

BUY

TP(12M): 40,000원 | CP(2월 12일): 34,550원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,190.47
52주 최고/최저(원)	40,400/30,000
시가총액(십억원)	3,463.6
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	100,249.2
60일 평균 거래량(천주)	340.3
60일 평균 거래대금(십억원)	11.3
18년 배당금(예상, 원)	900
18년 배당수익률(예상, %)	2.86
외국인지분율(%)	27.58
주요주주 지분율(%)	
두산인프라코어 외 2인	51.06
BlackRock Institutional Trust Company, N.A. 외 13인	7.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.7 2.4 (4.3)
상대	0.1 6.7 4.2

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	3,976.7	4,270.8
영업이익(십억원)	469.9	485.3
순이익(십억원)	279.0	305.6
EPS(원)	2,787	3,049
BPS(원)	36,501	38,585

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	3,287.3	3,389.2	3,968.3	4,347.5	4,611.8
영업이익	십억원	398.0	394.5	459.0	482.3	531.4
세전이익	십억원	286.4	314.8	403.5	431.7	503.4
순이익	십억원	168.9	273.8	264.5	310.8	362.4
EPS	원	1,779	2,731	2,638	3,101	3,615
증감률	%	15.5	53.5	(3.4)	17.6	16.6
PER	배	20.15	13.11	11.94	11.14	9.56
PBR	배	1.07	1.05	0.87	0.90	0.85
EV/EBITDA	배	9.48	9.04	6.78	6.55	5.53
ROE	%	5.54	8.08	7.51	8.35	9.14
BPS	원	33,435	34,190	36,029	38,229	40,844
DPS	원	700	800	900	1,000	1,100



Analyst 강준구
02-3771-7736
jungukang@hanafn.com

표 1. 두산밥캣 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18P	19F
매출액	870.7	1,035.6	1,035.3	1,026.7	1,009.4	1,202.6	1,149.3	986.1	3,402.7	3,968.3	4,347.5
YoY	11.7%	15.7%	23.2%	15.6%	15.9%	16.1%	11.0%	-3.9%	-13.9%	16.6%	9.6%
QoQ	-2.0%	18.9%	0.0%	-0.8%	-1.7%	19.1%	-4.4%	-14.2%	-	-	-
NAO(미국/캐나다/오세아니아)	602.6	753.9	805.6	758.2	742.7	879.6	871.9	720.0	2,471.0	2,920.3	3,214.1
YoY	4.5%	18.1%	30.3%	18.9%	23.3%	16.7%	8.2%	-5.0%	-5.3%	18.2%	10.1%
QoQ	-5.5%	25.1%	6.9%	-5.9%	-2.0%	18.4%	-0.9%	-17.4%	-	-	-
EMEA(유럽/중동/아프리카)	207.0	217.2	180.4	202.0	203.2	255.8	212.9	196.9	696.1	806.5	868.8
YoY	36.0%	10.9%	7.8%	11.7%	-1.8%	17.8%	18.0%	-2.5%	-38.1%	15.9%	7.7%
QoQ	14.5%	5.0%	-17.0%	12.0%	0.6%	25.9%	-16.8%	-7.5%	-	-	-
ASIA/LA(아시아/중남미)	61.1	64.5	49.3	66.6	63.4	67.2	64.6	69.3	235.6	241.5	264.6
YoY	21.1%	6.4%	-9.8%	-4.7%	3.8%	4.2%	31.0%	4.1%	10.1%	2.5%	9.6%
QoQ	-12.5%	5.6%	-23.6%	35.0%	-4.7%	6.0%	-3.9%	7.3%	-	-	-
영업이익	94.4	138.7	122.9	102.7	112.0	139.5	132.2	98.6	396.3	459.0	482.3
YoY	11.3%	9.8%	43.9%	2.9%	18.7%	0.6%	7.5%	-3.9%	-4.1%	15.7%	5.2%
QoQ	-5.4%	47.0%	-11.4%	-16.5%	9.1%	24.5%	-5.3%	-25.4%	-	-	-
영업이익률	10.8%	13.4%	11.9%	10.0%	11.1%	11.6%	11.5%	10.0%	11.6%	11.6%	11.1%
당기순이익	62.3	76.7	75.3	50.0	71.4	91.1	86.4	62.0	273.8	264.5	310.8
YoY	49.0%	55.9%	36.2%	-60.8%	14.6%	18.8%	14.6%	23.9%	51.8%	-3.5%	17.6%
QoQ	-51.1%	23.1%	-1.8%	-33.6%	42.8%	27.6%	-5.2%	-28.3%	-	-	-
당기순이익률	7.2%	7.4%	7.3%	4.9%	7.1%	7.6%	7.5%	6.3%	8.0%	6.7%	7.1%

자료:두산밥캣, 하나금융투자

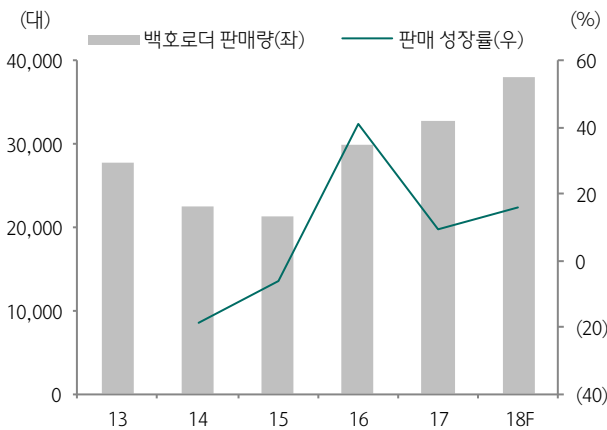
백호로더 공장 인수를 통한
신흥국 비중 확대 기대

인도 백호로더 시장 진출. 선진국에 이어 신흥국까지!

두산밥캣은 2018년 2분기 기 설치된 '백호로더' 공장 인수를 통해 인도시장에 진출하였다. 인도 백호로더 시장은 연간 약 35,000대 규모의 시장으로 파악된다. 본격적 양산이 시작되는 시기는 2019년 하반기로 예상된다. 생산 Capa는 연간 8,000대 수준이다. 인도는 굴삭기 보다는 '백호로더' 수요가 높은 시장으로 향후 잠재적인 성장 가능성이 높다는 판단이다. 백호로더는 전방에 로더, 후방에 굴삭기를 장착한 다목적 건설장비로 인도/중동/중남미 등지에서 수요가 많은 Compact 장비의 일종이다.

인도 백호로더 공장 인수는 성장 잠재력이 높은 인도 건설기계 시장 진출 차원에서 의미가 있다는 판단이다. 또한 선진국에 집중된 지역 포트폴리오를 다각화 하는 점과 향후 인도공장에서 생산한 물량을 주변 신흥국으로 수출할 수 있다는 점을 종합적으로 고려시 긍정적이라는 판단이다.

그림 1. 인도 백호로더 판매량 추이 및 전망



자료: Off-Highway Research, 하나금융투자

그림 2. 두산밥캣의 백호로더 'B700' 모델

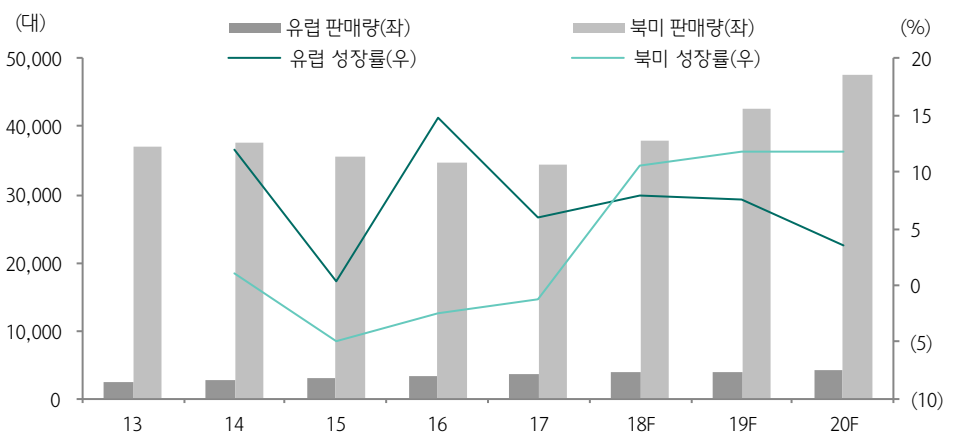


자료: 두산밥캣, 하나금융투자

Skid Steer Loaders의 전방시장은
중장비 대비 변동성이 작은 것이
특징.

안정적 매출 실현 가능

그림 3. 북미/유럽 지역 Skid Steer Loaders 판매량/성장률 추이 및 전망



자료: Off-Highway Research, 하나금융투자

추정 재무제표

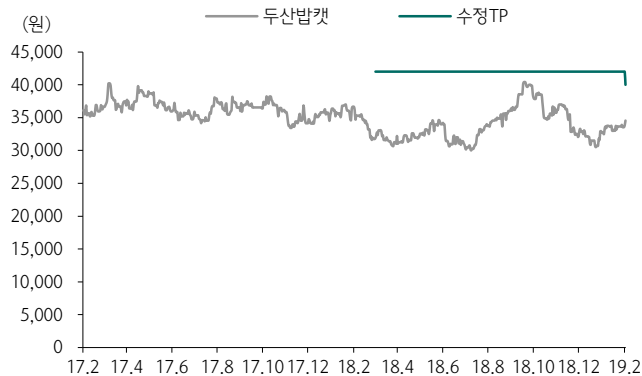
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	3,287.3	3,389.2	3,968.3	4,347.5	4,611.8
매출원가	2,479.4	2,581.0	3,086.1	3,398.4	3,601.2
매출총이익	807.9	808.2	882.2	949.1	1,010.6
판관비	409.9	413.7	423.2	466.8	479.1
영업이익	398.0	394.5	459.0	482.3	531.4
금융손익	(104.2)	(67.9)	(46.6)	(25.9)	(23.0)
중속/관계기업손익	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.4)	(11.5)	(8.9)	(24.7)	(5.1)
세전이익	286.4	314.8	403.5	431.7	503.4
법인세	101.1	58.6	139.0	120.9	140.9
계속사업이익	185.4	256.2	264.5	310.8	362.4
중단사업이익	(5.0)	17.5	0.0	0.0	0.0
당기순이익	180.3	273.8	264.5	310.8	362.4
비지배주주지분	11.4	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	168.9	273.8	264.5	310.8	362.4
지배주주순이익	168.9	273.8	264.5	310.8	362.4
지배주주지분포괄이익	103.8	552.4	264.5	310.8	362.4
NOPAT	257.6	321.1	300.8	347.3	382.6
EBITDA	510.5	499.7	561.1	578.8	624.9
성장성(%)					
매출액증가율	(18.6)	3.1	17.1	9.6	6.1
NOPAT증가율	32.0	24.7	(6.3)	15.5	10.2
EBITDA증가율	3.4	(2.1)	12.3	3.2	8.0
영업이익증가율	3.2	(0.9)	16.3	5.1	10.2
(지배주주)순이익증가율	23.5	62.1	(3.4)	17.5	16.6
EPS증가율	15.5	53.5	(3.4)	17.6	16.6
수익성(%)					
매출총이익률	24.6	23.8	22.2	21.8	21.9
EBITDA이익률	15.5	14.7	14.1	13.3	13.6
영업이익률	12.1	11.6	11.6	11.1	11.5
계속사업이익률	5.6	7.6	6.7	7.1	7.9
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,779	2,731	2,638	3,101	3,615
BPS	33,435	34,190	36,029	38,229	40,844
CFPS	5,953	5,257	5,509	5,527	6,183
EBITDAPS	5,376	4,985	5,597	5,773	6,234
SPS	34,618	33,808	39,584	43,367	46,003
DPS	700	800	900	1,000	1,100
주가지표(배)					
PER	20.2	13.1	11.9	11.1	9.6
PBR	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
PCR	6.0	6.8	5.7	6.3	5.6
EV/EBITDA	9.5	9.0	6.8	6.5	5.5
PSR	1.0	1.1	0.8	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	5.5	8.1	7.5	8.4	9.1
ROA	2.7	4.4	4.3	5.0	5.6
ROIC	5.0	6.4	6.3	7.3	8.1
부채비율	88.7	80.4	71.7	65.5	59.1
순부채비율	37.1	27.1	17.8	8.5	(0.2)
이자보상배율(배)	4.4	5.6	8.3	11.9	17.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,528.9	1,651.2	1,713.8	1,919.6	2,136.9
금융자산	367.9	419.0	317.6	415.9	558.4
현금성자산	363.6	416.8	315.0	413.1	555.4
매출채권 등	411.0	376.3	440.6	482.7	512.0
재고자산	700.8	524.0	613.5	672.1	713.0
기타유동자산	49.2	331.9	342.1	348.9	353.5
비유동자산	4,797.1	4,532.6	4,486.5	4,423.9	4,377.6
투자자산	0.1	35.0	40.9	44.8	47.6
금융자산	0.1	4.5	5.3	5.8	6.1
유형자산	447.1	408.4	400.1	375.9	367.5
무형자산	4,230.2	3,983.4	3,939.6	3,897.4	3,856.7
기타비유동자산	119.7	105.8	105.9	105.8	105.8
자산총계	6,326.1	6,183.8	6,200.3	6,343.5	6,514.5
유동부채	738.4	853.7	987.0	1,044.7	1,108.5
금융부채	16.1	22.9	37.9	18.2	28.1
매입채무 등	535.1	539.3	631.4	691.7	733.8
기타유동부채	187.2	291.5	317.7	334.8	346.6
비유동부채	2,235.9	1,902.6	1,601.5	1,466.3	1,311.5
금융부채	1,596.4	1,323.6	923.6	723.6	523.6
기타비유동부채	639.5	579.0	677.9	742.7	787.9
부채총계	2,974.2	2,756.3	2,588.5	2,511.1	2,420.0
지배주주지분	3,351.8	3,427.5	3,611.8	3,832.4	4,094.6
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
자본조정	(215.6)	(191.1)	(191.1)	(191.1)	(191.1)
기타포괄이익누계액	(506.3)	(181.9)	(181.9)	(181.9)	(181.9)
이익잉여금	654.7	769.5	953.8	1,174.4	1,436.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,351.8	3,427.5	3,611.8	3,832.4	4,094.6
순금융부채	1,244.7	927.5	644.0	326.0	(6.7)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	326.9	376.6	414.2	430.3	476.1
당기순이익	180.3	273.8	264.5	310.8	362.4
조정	281.6	138.2	96.6	84.7	89.5
감가상각비	112.4	105.2	102.1	96.5	93.5
외환거래손익	0.0	0.0	(5.5)	(11.8)	(4.0)
지분법손익	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	169.2	32.7	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(135.0)	(35.4)	53.1	34.8	24.2
투자활동 현금흐름	(90.1)	(114.7)	(50.8)	(22.4)	(43.3)
투자자산감소(증가)	(0.0)	(34.5)	(6.0)	(3.9)	(2.7)
유형자산감소(증가)	(51.3)	(46.0)	(50.0)	(30.0)	(44.4)
기타	(38.8)	(34.2)	5.2	11.5	3.8
재무활동 현금흐름	(302.8)	(179.0)	(465.1)	(309.9)	(290.4)
금융부채증가(감소)	(242.0)	(266.1)	(384.9)	(219.7)	(190.2)
자본증가(감소)	724.3	(387.9)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(785.1)	542.4	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(67.4)	(80.2)	(90.2)	(100.2)
현금의 증감	(69.9)	94.4	(101.7)	98.0	142.4
Unlevered CFO	565.3	527.0	552.3	554.1	619.8
Free Cash Flow	274.5	329.8	364.2	400.3	431.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산밥캣



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.13	BUY	40,000		
18.3.13	BUY	42,000	-19.90%	-3.81%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(강준구)는 2019년 02월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.