

## 두산밥캣

BUY(유지)

241560 기업분석 | 기계

목표주가(유지)	45,000원	현재주가(12/13)	34,300원	Up/Downside	+31.2%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 12. 16

## 체코 탐방기: 성장의 중심축으로 부상!

## Comment

**밥캣의 EMEA 본부인 체코 도브리스 사업장 방문을 통해 유럽에서 성장 가능성을 확인:** 지난 12월 둘째 주에 체코 도브리스 사업장 내의 밥캣 Innovation 센터와 Training 센터 그리고 생산현장을 방문하였다. 95년에 도브리스에 설립된 공장은 07년에 새롭게 확충되었으며, 낮은 인건비와 법인세 혜택 등으로 밥캣의 EMEA 본부로 육성되었다. 도브리스에서 제품 개발을 하는 Innovation 센터는 14년에 설립되었고, 새로운 EMEA Headquarter는 올해 10월에 건물이 완공되었다.

**새로운 CWL 출시와 공장 효율화 그리고 법인 간소화 및 딜러망 강화가 성장의 Key Points!** 도브리스 사업장의 개발 및 생산 현장을 둘러보면서 가시적인 미래 성장의 중심축임을 확신하였다. 도브리스 공장은 컴팩트 장비를 18년 18,400대 생산에서, 19년에는 약 21,100대를 생산이 무난할 전망이다. 생산 케파는 크게 시설투자 없이 연간 2.6만대까지 생산 가능하고, 새 제품인 CWL은 20년 하반기 출시로 준비되고 있었다. EMEA 지역에 17년말까지 15개의 법인체가 있었으나 현재는 8개로 간소화하였다. EMEA 전체 딜러 217개 중에 밥캣 제품만 판매하는 딜러가 176개이다.

## Action

**중기적으로 EMEA지역을 중심축으로 성장시키는 기업가치 증대를 주목하면서 비중확대!** 밥캣은 미국의 경기 호전을 기반으로 실적 개선을 이어가면서 이제 고 배당주로까지 분류되고 있다. 회사는 추가적인 성장을 가져가기 위해 최근 제로턴모어 사업을 인수하였다. 건설장비 시장대비 상대적으로 업황 변동성이 낮은 농경분야로까지 라인업 확대를 구축하고 있다. CWL, SAL과 같은 신규 제품 출시도 성장에 기여할 전망이다. 특히, 밥캣 EMEA에서 매출 성장 및 수익성 개선을 통해 기여도를 높여가는 모습이 고무적이다. BUY!

## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	3,389	3,971	4,391	4,456	4,546
(증가율)	3.1	17.2	10.6	1.5	2.0
영업이익	395	459	487	489	507
(증가율)	-0.9	16.4	6.0	0.4	3.7
순이익	274	264	290	306	314
EPS	2,731	2,638	2,891	3,056	3,130
PER (H/L)	14.9/12.1	15.7/11.2	11.9	11.2	11.0
PBR (H/L)	1.2/1.0	1.1/0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (H/L)	9.9/8.6	8.3/6.4	7.0	6.9	6.3
영업이익률	11.6	11.6	11.1	11.0	11.1
ROE	8.1	7.4	7.6	7.7	7.5

## Stock Data

52주 최저/최고	30,150/37,100원
KOSDAQ /KOSPI	643/2,170pt
시가총액	34,385억원
60일-평균거래량	154,870
외국인지분율	26.3%
60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p
주요주주	두산인프라코어 외 2인 51.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	7.9	-6.7	3.0
상대기준	5.5	-11.9	-0.5

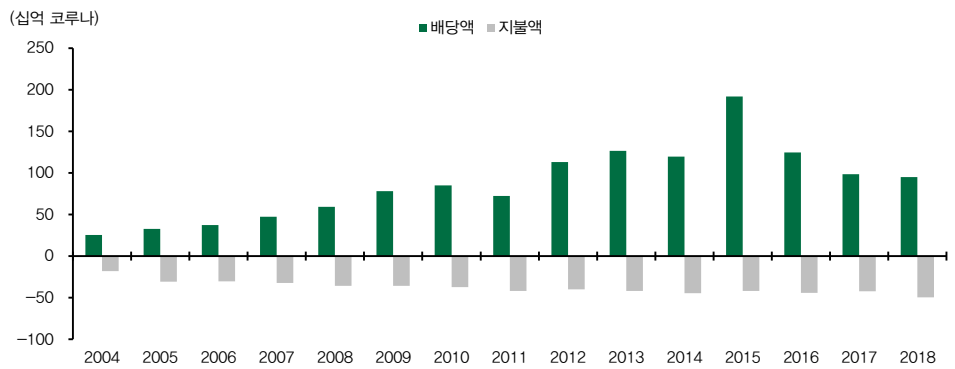
## 밥캣 유럽 본사가 소재한 체코는 유럽 내 최저실업률 기록 중

체코는 2004년 EU 가입 이래 수출 및 투자 성장으로 EU 내에서 평균 이상의 경제성장을 달성

EU가입 이후  
외국인 투자  
활성화

체코는 04년 5월 1일에 EU에 가입해 올해로 EU 가입 15주년을 맞았으며, EU 가입으로 상당한 경제 성장을 이룩할 수 있었다. EU 가입 이래로 총 7,413억 코루나(약 281억 유로)의 재정지원을 받은 것으로 나타났다. EU 가입 이후 체코를 거점으로 EU 시장으로 진출하고자 하는 외국인 투자유치 또한 활성화됐으며, EU 펀드 유입으로 전체 공공투자의 40%가 2014년 이후 창출되었다.

도표 1. 체코의 EU 기금 수혜 및 기여 현황

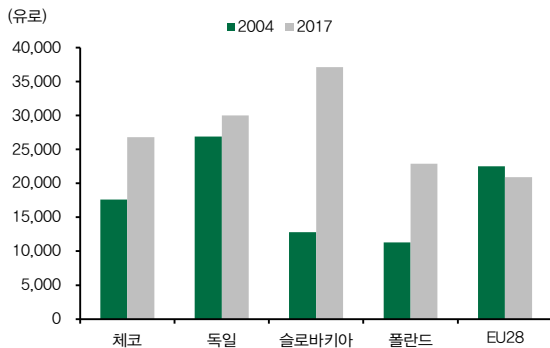


자료: 체코 재무부, E15, DB금융투자

체코 1인당 GDP  
EU 평균 90%  
수준

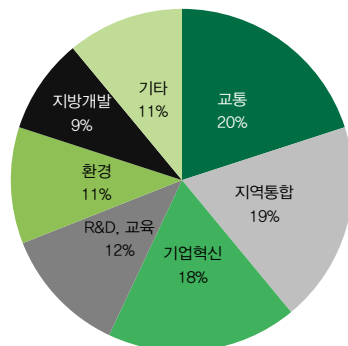
EU 가입 전 체코의 1인당 GDP는 EU 전체 평균의 78%였으나 19년 6월 기준 90%까지 성장하였다. 체코는 EU 펀드의 높은 집행과 투자증가로 경제성장률이 17년에 4.3%로 EU 평균 경제성장률을 크게 상회하였다. EU 펀드가 가장 많이 유입된 분야는 교통인프라 분야이며 이어서 기업지원, 환경, 연구개발 그리고 교육 분야로 나타난다. 체코는 19년 10월 기준 2.2% 실업률로 현재 유럽 최저 실업률 보이고, 낮은 국가 부채율 등 안정적인 경제상황을 유지하고 있다.

도표 2. 구매력평가기준 1인당 GDP 변화



자료: Eurostat, Hospodarske noviny, DB금융투자

도표 3. 2014~2020년 EU펀드 운용 프로그램 현황



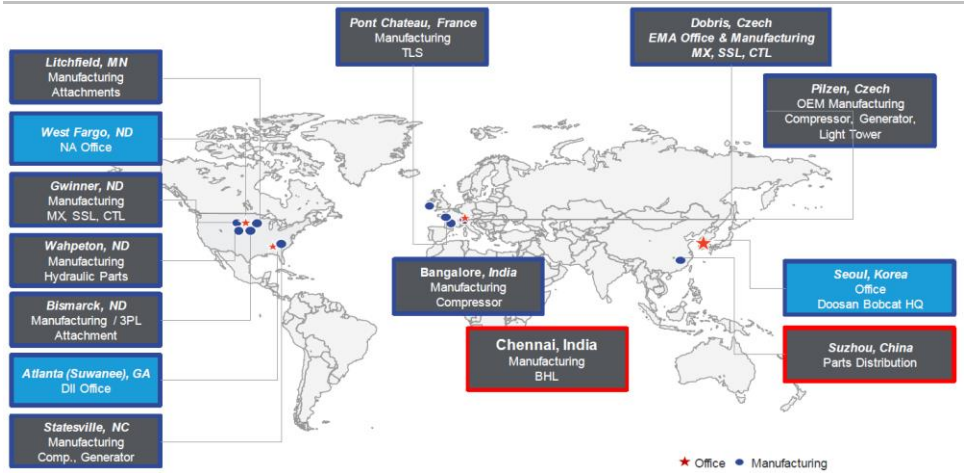
자료: DolaceEU, DB금융투자

두산밥캣은 체코 도브리스에 EMEA(유럽, 중동, 아프리카) 지역의 본부를 육성

EMEA 지역에  
법인체 간소화로  
실적 개선

두산밥캣은 본사를 한국 서울에 두고 있다. 현재 밥캣 매출의 70% 이상은 북미에서 창출되며, 미국 노스다코다주에 R&D센터와 공장 등 주요 시설들이 포진되어있다. 유럽과 중동 그리고 아프리카 지역을 총괄하는 EMEA 본부는 체코 도브리스에 소재하고 있다. EMEA 지역에 17년 말까지 15개의 법인체가 있었으나 현재는 8개로 간소화하였다. 두산이 밥캣을 인수한 이후 중국 수조와 인도 첸나이 등지에 새롭게 공장을 운영하고 있다.

도표 4. 두산밥캣의 글로벌 비즈니스 현황

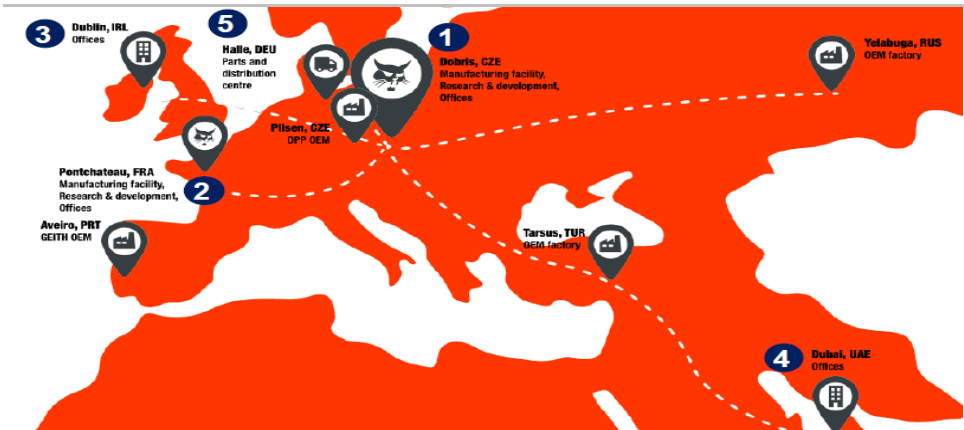


자료: Bobcat, DB금융투자

EMEA에서 연간  
약 2.3만대 생산

밥캣 EMEA의 핵심 생산설비는 체코 도브리스 공장으로 MEX, SSL, CTL 등을 연간 총 2만대 이상 생산한다. 프랑스 Pont Chateau공장에서는 TLS를 연간 2,200대 생산할 수 있다. 기타 아일랜드와 UAE, 독일 등지에 사업장을 두고 있다.

도표 5.



자료: Bobcat, DB금융투자

## 체코 도브리스 사업장 방문을 통해 유럽에서 성장 가능성을 확인

### 밥캣 EMEA 본부를 체코 도브리스에 두고 공장과 R&D센터 그리고 교육장까지 완비

19년 10월에  
밥캣 EMEA 본부  
건물 완공

12월 둘째 주에 체코 도브리스 사업장 내의 밥캣 Innovation 센터와 Training 센터 그리고 생산현장을 방문하였다. 두산이 07년 밥캣을 인수하기 훨씬 이전인 95년에 도브리스에 공장은 설립되었다. 두산이 밥캣을 인수하던 07년에 새로운 공장 시설이 갖추어졌고 교육장도 만들어졌다. 제품 개발을 하는 Innovation 센터가 14년에 설립되었다. 새로운 EMEA Headquarter는 올해 10월에 건물이 완공되었다.

도표 6. 밥캣의 연혁

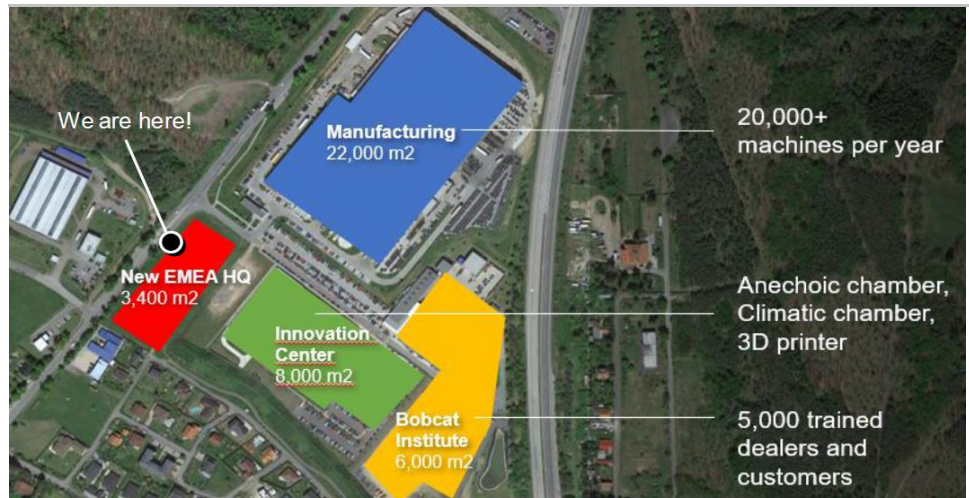
시점	내용
1947	Melroe Manufacturing Company 설립(Gwinner, North Dakota)
1957	Keller형제 현대식 소형 로더(skid-steer loader)의 전신 모델 개발
1958	Melroe사 Keller형제로부터 소유권 구매 및 고용 계약 체결
1960	세계 최초 4륜구동 skid-steer loader "M400" 제작 및 생산
1962	제품 브랜드 네임 "Bobcat" 출시
1969	미시건 Clark Equipment Company의 Melroe사 인수
1995	Ingersoll-Rand사의 Clark Equipment Company 인수
2007	두산인프라코어 Ingersoll-Rand로부터 Bobcat 사업부 인수
2014	Bobcat 로더(Loader) 100만대 생산 돌파
2016	두산밥캣 한국증권거래소 상장
2019	새로운 두산밥캣 EMEA 본부 건물 완공

자료: Bobcat, 동부 리서치

도브리스 공장  
07년에 두산  
인수 이전 확충

밥캣이 체코에 EMEA 본부를 두고 공장을 운영하는 배경에는 잉거솔랜드가 07년에 도브리스에 공장을 신축하였기 때문이다. 또한 이 지역의 인건비 한국대비 과거 1/3로 낮았고 현재도 1/2수준이다. 95년부터 공장이 가동되면서 숙련된 로열티 높은 인력들도 보유하고 있다.

도표 7. 체코 도브리스에 있는 밥캣 주요 시설들



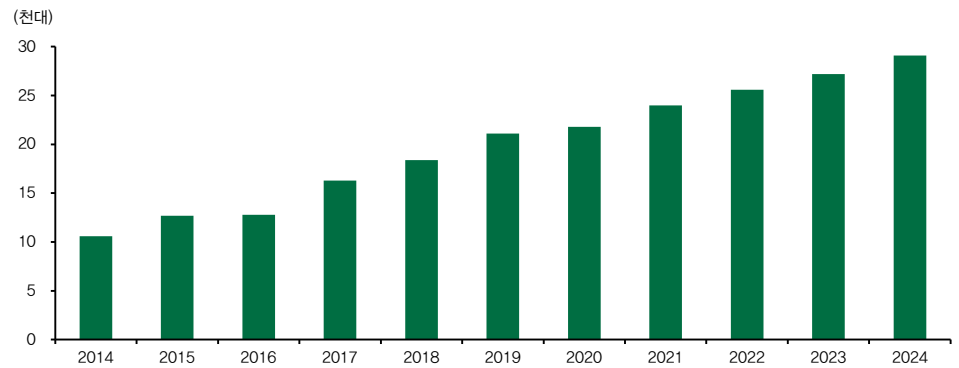
자료: Bobcat, DB금융투자

### 잘 갖춰진 딜러 네트워크와 신제품 개발을 통해 EMEA에서도 성장세 뚜렷

도브리스 공장  
생산 2.2만대 →  
2.9만대로 확대

도브리스 공장은 18년에 약 18,400대의 컴팩트 장비를 생산하였다. 19년에는 약 21,100대를 생산할 계획이고 12월 현재 달성이 무난할 전망이다. 19년에 도브리스 공장에서 생산하는 제품 비중은 MEX가 57%로 가장 높고 다음으로 SSL 35.5%, CTL 7.5% 순이다. 도브리스 공장은 현재 연간 2.2만대 생산이 가능한 상황이나, 큰 시설투자 없이도 2.6만대까지는 생산량을 늘릴 수 있는 환경으로 파악되었다. 인근에 과거 공장으로 쓰였던 장소를 제품 및 자재 창고로 활용하면서 생산능력이 추가로 확보될 수 있다. 방문 당시 공장투어에서도 설명을 들을 수 있었는데, 새롭게 20년 하반기부터 출시할 계획인 CWL 제품의 경우 도브리스 공장 내에 생산을 가져가기 위한 준비가 진행되고 있었다.

도표 8. 체코 도브리스 공장에서 연간 생산되는 컴팩트 제품 실적 및 전망



자료: Bobcat, DB금융투자

EMEA에 현재  
217개 딜러 보유

현재 밥캣이 구축하고 있는 딜러 네트워크가 북미에 755개 있고 EMEA는 217개가 존재한다. 추가로 중남미 68개, 중국 15개 동남아시아 12개 딜러가 있다. EMEA 딜러 중에서 밥캣 제품만을 전문적으로 판매하는 곳은 176개이다.

도표 9. 두산밥캣의 글로벌 딜러망

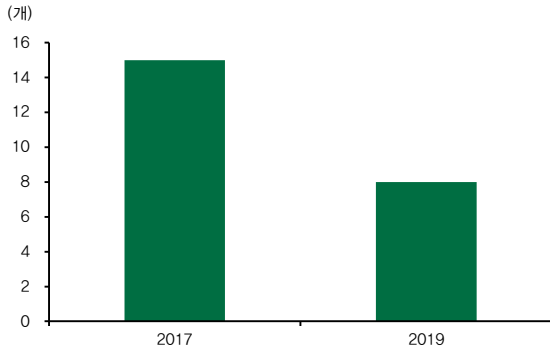


자료: Bobcat, DB금융투자



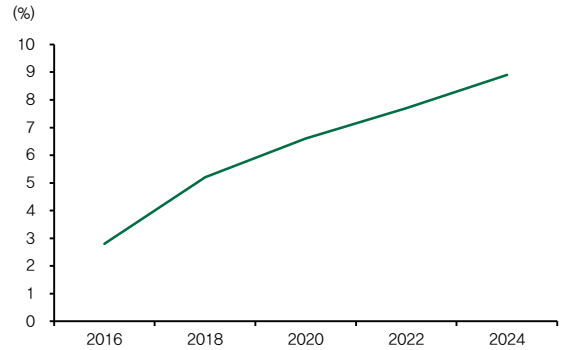
두산밥캣 EMEA 본부 주요 경쟁력 강화 노력을 통해 수익성 개선이 이어질 전망

도표 10. 밥캣 EMEA 내 법인체 운영 간소화 실적



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 11. 밥캣 EMEA의 EBIT를 개선 전망



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 12. Innovation 센터 내 소음 측정 테스트 설비



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 13. Innovation 센터 내 혹한기 테스트 설비



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 14. 밥캣 교육장 내 제품 테스트 장소



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 15. 밥캣 교육장에서 실제 제품 기동 모습



자료: Bobcat, DB금융투자

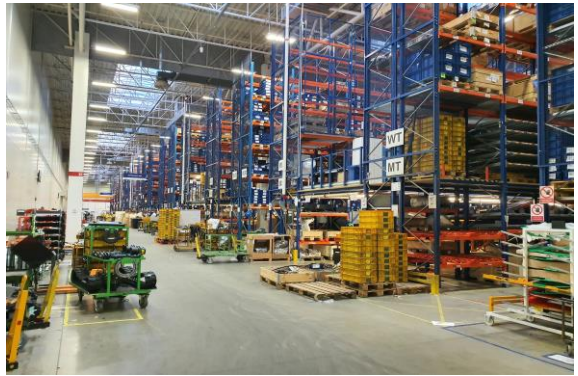
각각의 제품 생산라인별로 구분 및 목표 달성이 선명하게 드러나는 제작 현장

도표 16. 2019년 10월 완공된 밥캣 EMEA 본부



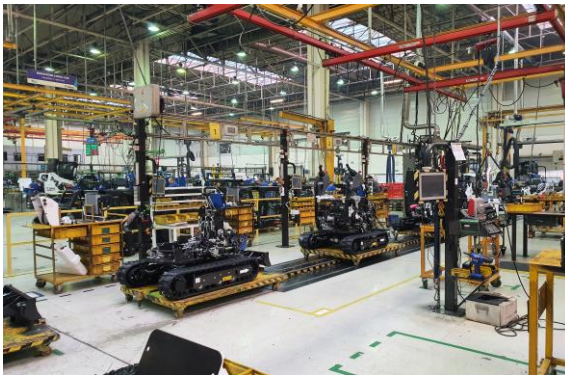
자료: Bobcat, DB금융투자

도표 17. 도브리스 공장 내 자재 창고



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 18. 최소형 굴삭기 제작 과정



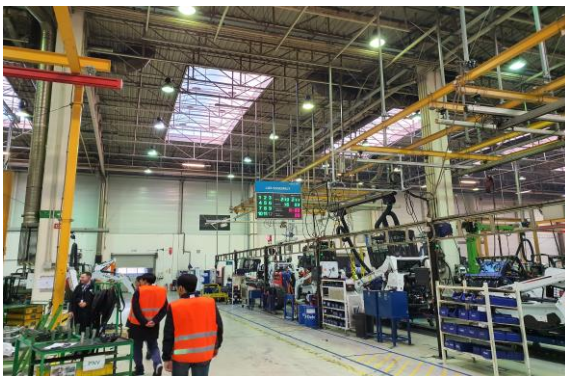
자료: Bobcat, DB금융투자

도표 19. 로더 조립을 위한 사전 작업 모습



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 20. 로더 조립 생산라인



자료: Bobcat, DB금융투자

도표 21. 미니굴삭기 조립라인 상부에 설치된 작업 현황



자료: Bobcat, DB금융투자



## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,651	1,684	1,758	1,837	2,010
현금및현금성자산	417	547	368	242	375
매출채권및기타채권	376	448	562	628	659
재고자산	524	619	757	891	909
비유동자산	4,533	4,763	5,015	4,999	4,988
유형자산	408	431	463	475	490
무형자산	3,983	4,156	4,258	4,231	4,205
투자자산	35	23	23	23	23
자산총계	6,184	6,446	6,773	6,835	6,998
유동부채	854	963	1,112	1,089	1,158
매입채무및기타채무	539	754	883	860	929
단기차입금및단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	20	21	21	21	21
비유동부채	1,903	1,743	1,751	1,651	1,551
사채및장기차입금	1,318	1,078	978	878	778
부채총계	2,756	2,707	2,864	2,740	2,709
자본금	46	48	48	48	48
자본잉여금	2,985	3,115	3,115	3,115	3,115
이익잉여금	770	999	1,169	1,355	1,548
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,428	3,740	3,909	4,095	4,289

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	377	617	377	228	498
당기순이익	274	264	290	306	314
현금유출이없는비용및수익	253	319	279	277	294
유형및무형자산상각비	105	97	104	109	115
영업관련자산부채변동	-35	66	-62	-224	37
매출채권및기타채권의감소	0	-21	-115	-66	-31
재고자산의감소	-100	-76	-138	-134	-18
매입채무및기타채무의증가	96	99	129	-24	69
투자활동현금흐름	-115	-68	-289	-91	-108
CAPEX	-47	-75	-99	-83	-94
투자자산의순증	-35	12	0	0	0
재무활동현금흐름	-179	-422	-204	-263	-258
사채및장기차입금의 증가	-266	-247	-45	-100	-100
자본금및자본잉여금의증가	-388	132	0	0	0
배당금지급	-67	-124	-110	-120	-120
기타현금흐름	12	-14	-63	0	0
현금의증가	94	112	-179	-126	132
기초현금	322	435	547	368	242
기말현금	417	547	368	242	375

자료: 두산베팅 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,389	3,971	4,391	4,456	4,546
매출원가	2,581	3,089	3,417	3,482	3,545
매출총이익	808	881	974	975	1,001
판매비	414	422	487	486	494
영업이익	395	459	487	489	507
EBITDA	500	556	590	598	622
영업외손익	-79	-55	-67	-51	-46
금융손익	-68	-46	-53	-37	-32
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-11	-9	-14	-14	-14
세전이익	315	404	420	438	460
당기순이익	274	264	290	306	314
지배주주지분순이익	274	264	290	306	314
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	552	283	290	306	314
증감률(%YoY)					
매출액	3.1	17.2	10.6	1.5	2.0
영업이익	-0.9	16.4	6.0	0.4	3.7
EPS	30.4	-3.4	9.6	5.7	2.4

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	2,731	2,638	2,891	3,056	3,130
BPS	34,190	37,303	38,994	40,851	42,780
DPS	800	900	1,200	1,200	1,200
Multiple(배)					
P/E	13.1	11.9	11.9	11.2	11.0
P/B	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.0	6.7	7.0	6.9	6.3
수익성(%)					
영업이익률	11.6	11.6	11.1	11.0	11.1
EBITDA마진	14.7	14.0	13.4	13.4	13.7
순이익률	8.1	6.7	6.6	6.9	6.9
ROE	8.1	7.4	7.6	7.7	7.5
ROA	4.4	4.2	4.4	4.5	4.5
ROIC	6.4	6.2	6.7	6.5	6.5
안정성및기타					
부채비율(%)	80.4	72.4	73.3	66.9	63.2
이자보상배율(배)	5.6	8.8	10.0	11.6	13.3
배당성향(배)	29.3	34.1	41.5	39.3	38.3

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자자의견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 두산베팅 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/12/22	Buy	45,000	-	-	-	-	-

주: \*표는 답당자 변경