

2021. 4. 28



▲ 조선/기계

Analyst 김현  
02. 6454-4861  
hyun.kim@meritz.co.kr

RA 배기연  
02. 6454-4879  
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 55,000 원

현재주가 (4.27) 49,150 원

상승여력 11.9%

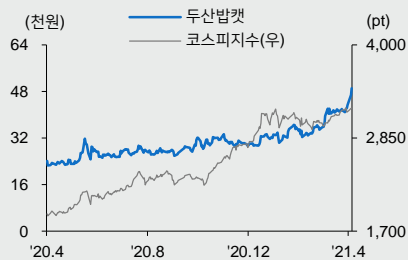
KOSPI	3,215.42pt
시가총액	49,272억원
발행주식수	10,025만주
유동주식비율	48.91%
외국인비중	24.37%
52주 최고/최저가	49,150원 / 22,750원
평균거래대금	162.4억원

주요주주(%)

두산인프라코어 외 2인	51.06
국민연금공단	9.14
BlackRock 외	5.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.3	68.6	116.0
상대주가	17.5	22.2	29.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,509.6	477.0	272.1	2,714	2.9	39,692	12.7	0.9	6.9	7.1	68.5
2020	4,282.1	393.9	247.5	2,468	-9.1	40,637	12.0	0.7	6.2	6.1	70.9
2021E	4,588.4	581.1	383.4	3,824	54.9	44,960	12.9	1.1	6.6	8.9	64.7
2022E	4,773.8	559.3	366.3	3,654	-4.4	49,211	13.5	1.0	6.2	7.8	59.9
2023E	4,795.0	541.0	358.8	3,579	-2.1	53,388	13.7	0.9	5.7	7.0	52.4

# 두산밥캣 241560

## 의심의 여지가 없다

- ✓ 1분기 실적은 컨센서스를 상회하는 Earning Surprise - 영업이익률 14.0%
- ✓ 북미 수요 회복은 확인, 하반기 인프라 투자가 현실화되면 추가적인 Level-up 기대
- ✓ 유럽의 회복이 더딤에도 매출액은 성장(+9.4% YoY), COVID-19 안정화 시 유럽 시장의 매출 회복 기대. 8월 중 PRS 계약이 Roll-over되면 오버행 우려는 완화
- ✓ 투자조건 Buy, 적정주가 55,000원으로 상향 - 12M FWD PBR 1.2배, PER 15배 수준

### 어닝 서프라이즈 - 1분기 영업이익 +97.3% YoY, 순이익 +244.3% YoY

1분기 매출액 1조 2,248억원(+15.1% YoY), 영업이익 1,713억원(+97.3% YoY), 순이익은 1,154억원(+244.3% YoY)을 기록했다. 컨센서스 대비 영업이익은 +42.4%, 순이익은 +53.7% 상회한 어닝 서프라이즈다. 경기 회복에 따른 전세계 수요회복과 Product-Mix 개선, 시장 호조에 따른 마케팅 비용 감소가 실적 호조를 견인했다.

### 북미/아시아/신흥국 시장 성장세 견조, 연간 EBITDA는 35.8% Level-up

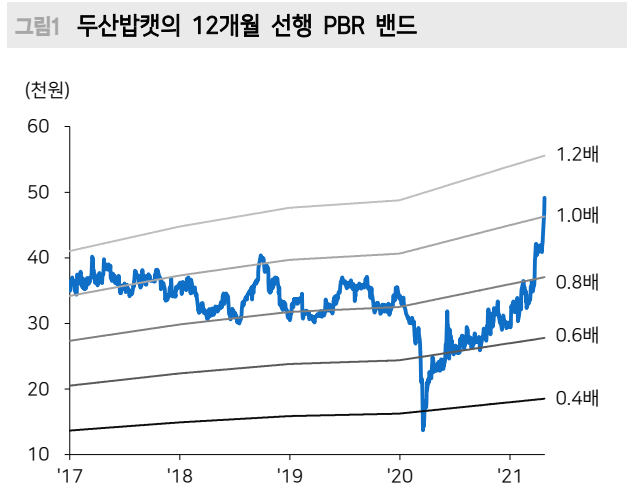
1분기 북미지역 매출은 8.17억달러로 전년 동기 대비 +25.5% 성장했으며, ALAO (Asia/LA/Oceania)지역은 중국·호주를 중심으로 수요 회복하며 0.82억달러(+42.5% YoY)를 기록했다. 3월 북미 신규 주택 착공 건수는 2007년 이후 최대치를 경신할 정도로 수요가 급증, 하반기 인프라 투자 진행 시 실적과 주가의 Level-up을 예상한다. 어닝 서프라이즈에 따른 기저효과(Base-effect)로 분기 실적 모멘텀이 약화된다는 우려는 기우다. 연간 EBITDA는 2020년 5,239억원에서 2021~23년 평균 7,116억원으로 35.8% 증가할 전망이다, 2021년말에는 순현금 재무상태가 확실하다.

### PRS 계약 연장, 오버행 우려 완화 - 본업만으로 재평가 받을 만 하다

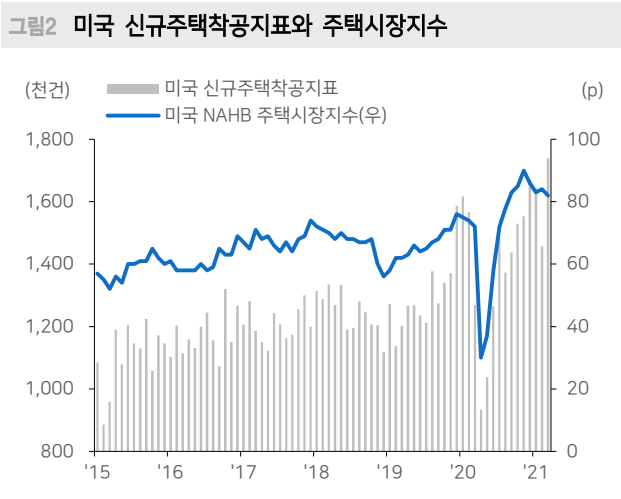
두산중공업은 3분기에 보유중인 두산밥캣 지분(舊두산엔진 보유지분)의 PRS(Price Return Swap)계약에 대한 연장 의지를 표명, 두산밥캣의 Overhang 우려가 단기로 해소됨을 의미한다. 현재 두산밥캣의 대주주인 두산인프라코어의 분할·매각이 마무리되면 본업 이외의 리스크는 없다. 실적 호조와 Peer Group의 밸류에이션 상향을 반영, 두산밥캣의 적정주가를 55,000원으로 상향한다. 이는 12개월 선행 기준 PBR 1.2배, PER 15.0배 수준으로, 유럽시장 회복 시 추가적인 Level-up도 가능하다.

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	
매출액	1,064.2	963.8	1,084.9	1,169.1	<b>1,224.8</b>	1,102.5	1,085.5	1,175.6	1,166.6	1,181.4	1,129.3	1,296.3	4,282.1	<b>4,588.4</b>	<b>4,773.8</b>	
영업이익	86.8	64.3	111.2	131.5	<b>171.3</b>	112.7	108.6	110.0	141.3	140.4	101.8	175.8	393.9	<b>502.6</b>	<b>559.3</b>	
세전계속사업이익	65.3	55.1	105.7	129.6	<b>163.1</b>	104.7	101.9	102.3	133.2	131.8	94.5	167.3	355.8	<b>472.0</b>	<b>526.7</b>	
당기순이익(지배)	33.5	41.2	69.0	103.8	<b>115.4</b>	67.5	65.7	134.8	92.6	91.6	65.7	116.4	247.5	<b>383.4</b>	<b>366.3</b>	
매출액 증가율	YoY	0.2	-19.1	-3.8	3.6	<b>15.1</b>	14.4	0.1	0.6	-4.7	7.2	4.0	10.3	0.0	<b>7.2</b>	<b>4.0</b>
	QoQ	-5.7	-9.4	12.6	7.8	<b>4.8</b>	-10.0	-1.5	8.3	-0.8	1.3	-4.4	14.8			
영업이익 증가율	YoY	-23.4	-59.1	0.8	36.7	<b>97.3</b>	75.3	-2.4	-16.3	-17.5	24.6	-6.2	59.8	0.0	<b>27.6</b>	<b>11.3</b>
	QoQ	-9.8	-26.0	73.0	18.2	<b>30.2</b>	-34.2	-3.7	1.4	28.4	-0.6	-27.5	72.8			
영업이익률		8.2	6.7	10.3	11.2	<b>14.0</b>	10.2	10.0	9.4	12.1	11.9	9.0	13.6	9.2	<b>11.0</b>	<b>11.7</b>
순이익률		3.2	4.3	6.4	8.9	<b>9.4</b>	6.1	6.0	11.5	7.9	7.8	5.8	9.0	5.8	<b>8.4</b>	<b>7.7</b>

자료: WiseFn, 두산밥캣, 메리츠증권 리서치센터 추정



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 1Q21 Conference Call Q&amp;A

**Q1** 향후 법인세율에 대한 가이드는?

**A1** 1Q20 당시 배당에 대한 기대치로 세율을 높게 설정했으나 2021년은 그와 같은 기대치를 반영하지 않으면서 세율은 하향 조정. 그렇다고 2021년 배당이 없다는 뜻은 아님. 6월 중간 배당 가능성에 대해서는 두산인프라코어 딜 클로징 기한 감안하면 확답이 어려운 상황

**Q2** 향후 일회성 요인 발생 가능성은? 판촉비용에 대한 디테일은?

**A2** Pension de-risking 등은 일회성으로 추가 이슈는 없을 전망. 앞으로도 판촉비용이 낮아지는 기조라면, 기존에 설정했던 충당금 추가 환입도 가능함. 1분기 일회성 요인을 제외하면 영업이익률은 +12.6% 수준임. Global Inflation과 반도체 등 부품 수급 이슈를 감안하고 유럽지역 물류 인프라 어려움으로 추가 비용 발생가능하여 2분기부터 영업이익률은 약 1%p 하락할 개연성 있음.

**Q3** 산업차량 사업부는 언제부터 연결로 인식되는지? 원재료인 철강가격 상승 영향은?

**A3** 산업차량은 7월 초 Deal-Closing 예상함. 철강 가격의 경우, 북미지역은 보통 반년 단위로 계약하며 당초 계약한 고정 가격으로 인식됨. 2019년 예외적으로 2년 치 가격협상을 진행한 바 있어 2021년 말까지는 고정 가격으로 반영. 다만 추가 구매해야되는 부분에 대해서는 스팟 가격으로 사오기 때문에 일부 원가 반영 예상

**Q4** A.M이 좋아진 이유는?

**A4** A.M(After Market)의 경우 최근 Global 부품 수급에 대한 우려로 부품에 대한 선구매 수요가 발생. 별개로 A.M은 당사가 건설장비를 전세계 배치할수록 수요는 증가하는 구조임.

**Q5** 1분기 순차입금이 크게 줄어든 이유는?

**A5** Global 수요가 증가하여 현재 공급이 수요를 못 따라가는 상황임. 매출액이 증가했음에도 운전자본이 이를 못따라가는 상황임. 산업차량부문을 7,500억원에 인수했고, M&A 계획도 고려 중이기 때문에 운전자본은 넉넉하게 확보할 계획임.

**Q6** C.T(Compact Tractor) OEM인 대동공업의 공급 우려는 있는지?

**A6** 현재까지는 문제 없으나, 2021년 연간 기준으로 봤을 때 공급 차질이 빚어질 가능성도 있음.

**Q7** 1분기 매출액의 성장이 당초 계획을 Out-Perform 한건지?

**A7** 당초 계획 대비 +10% 초과 달성함.

**Q8** 총당금 환입 등 일회성 수익 1,500억원은 영업이익에 그대로 적용 되는지?

**A8** 영업이익에 그대로 적용 됨. 1분기 일회성 요인이 과대 했으며 2021년 잔여기간을 고려해도 1분기를 상회하는 일회성 요인은 없을 전망

**Q9** (두산중공업 실적 발표회 중) P.R.S 계획에 대한 디테일은?

**A9** 두산중공업은 2020년 8월 말 P.R.S(Price Return Swap)계약에 대해 롤오버했으며, 2021년 8월에도 추가 연장을 계획 중임. 현재 두산그룹 내 사업구조 개편 이슈로 인해 두산밥캣 지분을 팔기에는 제약이 많은 상황임. 지난 롤오버 당시 주가 대비 현재 주가를 감안하면 추가 Cash-In 예상함

두산밥캣(241560)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>4,509.6</b>	<b>4,282.1</b>	<b>4,588.4</b>	<b>4,773.8</b>	<b>4,795.0</b>
매출액증가율 (%)	13.6	-5.0	7.2	4.0	0.4
매출원가	3,529.4	3,392.2	3,475.9	3,661.5	3,698.6
매출총이익	980.1	889.9	1,112.5	1,112.3	1,096.4
판매비와관리비	503.1	496.0	531.5	552.9	555.4
<b>영업이익</b>	<b>477.0</b>	<b>393.9</b>	<b>581.1</b>	<b>559.3</b>	<b>541.0</b>
영업이익률 (%)	10.6	9.2	12.7	11.7	11.3
금융수익	-52.8	-28.6	-31.3	-25.9	-19.1
중속/관계기업관련손익	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-19.2	-9.4	1.5	-6.7	-6.0
세전계속사업이익	404.9	355.8	551.3	526.7	515.9
법인세비용	132.8	108.4	167.9	160.4	157.1
<b>당기순이익</b>	<b>272.1</b>	<b>247.5</b>	<b>383.4</b>	<b>366.3</b>	<b>358.8</b>
지배주주지분 순이익	272.1	247.5	383.4	366.3	358.8

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,519.6</b>	<b>1,862.0</b>	<b>2,309.6</b>	<b>2,790.6</b>	<b>3,083.7</b>
현금및현금성자산	212.4	782.2	1,060.6	1,414.8	1,650.1
매출채권	281.0	238.8	273.0	295.1	297.7
재고자산	809.0	659.8	754.2	815.1	822.4
<b>비유동자산</b>	<b>5,184.6</b>	<b>5,098.6</b>	<b>5,114.7</b>	<b>5,097.7</b>	<b>5,074.6</b>
유형자산	529.1	553.8	547.1	541.2	532.4
무형자산	4,366.0	4,271.1	4,266.0	4,257.2	4,245.2
투자자산	30.3	36.2	35.5	34.8	34.1
<b>자산총계</b>	<b>6,704.2</b>	<b>6,960.6</b>	<b>7,424.4</b>	<b>7,888.3</b>	<b>8,158.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,139.1</b>	<b>1,011.8</b>	<b>1,110.8</b>	<b>1,149.4</b>	<b>1,144.4</b>
매입채무	522.8	411.6	455.8	474.2	476.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	21.9	25.3	30.3	25.3	15.3
<b>비유동부채</b>	<b>1,586.0</b>	<b>1,875.1</b>	<b>1,806.3</b>	<b>1,805.6</b>	<b>1,661.7</b>
사채	0.0	321.1	321.1	321.1	221.1
장기차입금	749.0	696.0	596.0	576.0	526.0
<b>부채총계</b>	<b>2,725.2</b>	<b>2,886.8</b>	<b>2,917.1</b>	<b>2,955.1</b>	<b>2,806.2</b>
자본금	49.9	46.9	46.9	46.9	46.9
자본잉여금	3,009.0	2,827.6	2,827.6	2,827.6	2,827.6
기타포괄이익누계액	-262.8	-67.5	112.9	302.9	503.2
이익잉여금	1,389.6	1,461.0	1,714.0	1,950.0	2,168.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>3,979.1</b>	<b>4,073.8</b>	<b>4,507.2</b>	<b>4,933.3</b>	<b>5,352.1</b>

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>485.7</b>	<b>565.3</b>	<b>437.7</b>	<b>478.3</b>	<b>494.1</b>
당기순이익(손실)	272.1	247.5	383.4	366.3	358.8
유형자산감가상각비	77.8	90.0	108.7	105.0	105.3
무형자산상각비	34.6	40.0	45.1	44.8	44.4
운전자본의 증감	-2.8	117.3	-97.6	-36.0	-12.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-345.9</b>	<b>-238.9</b>	<b>-3.2</b>	<b>32.8</b>	<b>33.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-132.0	-117.5	-102.0	-99.2	-96.5
투자자산의 감소(증가)	-7.4	-5.9	0.7	0.7	0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-493.1</b>	<b>242.4</b>	<b>-151.1</b>	<b>-152.3</b>	<b>-287.9</b>
차입금증감	-269.2	272.1	-90.9	-22.0	-157.6
자본의증가	-104.3	-184.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-354.3	582.6	278.4	354.2	235.3
기초현금	566.7	199.6	782.2	1,060.6	1,414.8
기말현금	212.4	782.2	1,060.6	1,414.8	1,650.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	44,983	42,714	45,770	47,619	47,831
EPS(지배주주)	2,714	2,468	3,824	3,654	3,579
CFPS	5,906	5,334	7,399	7,055	6,873
EBITDAPS	5,880	5,226	7,331	7,074	6,890
BPS	39,692	40,637	44,960	49,211	53,388
DPS	1,200	0	1,300	1,300	1,400
배당수익률(%)	3.5	0.0	2.6	2.6	2.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.7	12.0	12.9	13.5	13.7
PCR	5.8	5.6	6.6	7.0	7.2
PSR	0.8	0.7	1.1	1.0	1.0
PBR	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
EBITDA	589.5	523.9	734.9	709.2	690.7
EV/EBITDA	6.9	6.2	6.6	6.2	5.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.1	6.1	8.9	7.8	7.0
EBITDA 이익률	13.1	12.2	16.0	14.9	14.4
부채비율	68.5	70.9	64.7	59.9	52.4
금융비용부담률	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	10.1	8.9	12.0	12.2	13.0
매출채권회전율(x)	16.4	16.5	17.9	16.8	16.2
재고자산회전율(x)	6.3	5.8	6.5	6.1	5.9

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**두산밥캣 (241560) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

