

2017/05/02

두산밥캣(241560)

좋아질게 많아서 목표주가를 올린다

■ 1Q17: 외형은 FLAT, 그러나 이익률 개선 지속

동사는 1Q에 매출액 9,299억원, 영업이익 933억원, 영업이익률 10.0%, 순이익 418억원을 기록해, 시장 기대치에 부합했다<표1>. 판매는 달러 기준으로 \$806m으로 전년동기대비 -0.7%, 전분기대비 +1.5%로 FLAT했다. 그러나 영업이익률이 YoY 1.7%p, QoQ 1.7%p 개선되는 모습을 보였는데, 시장의 CTL, MEX 비중확대 경향 때문이다. 지난 하반기부터 외형은 정체한 가운데, 수익성은 견조했다.

■ 목표주가 47,000원, 투자의견 Buy로 상향: 타겟PE 20배

실적 예상치를 사측 가이드언스에 맞추어 이익단DMF 10% 안팎 상향 조정하고 타겟 PE를 기존 17.5배에서 20배로 올려, 동사의 목표주가를 47,000원으로 상향했다. 투자의견도 Buy로 올린다. 멀티플 상향 근거는 최근 CAT, CNH, Deere 등 글로벌 건설기계 메이커들의 주가가 시장 PER이 25배~30배까지 오르며 프리미엄을 부여받고 있기 때문이다. 또한 아랫 단락과 같이 4가지 좋아질 모멘텀이 있기 때문에 밴드를 할증 적용했다.

■ 좋아질 것: 견조한 지표, 렌탈 YoY 역성장 종료, PP의 턱업 등

① 북미, 유럽 각종 관련 지표가 모두 견조하다. 미국 주택 착공에 선행하는 NHAB 서베이 지수도 3월과 4월 각각 71p, 68p로 초강세를 띄고 있다<그림 1>. 따라서 이러한 매크로 지표 강세는 곧 판매 증가로 이어질 수 밖에 없다.

여태 지표가 좋아져 왔음에도 동사의 컴팩트 판매는 정체했는데, 이는 렌탈 업체 구매가 미국 대선 불확실성 등으로 지난해 하반기 역성장했기 때문이다. 그러나, ② 1Q17 드디어 렌탈 주문이 역성장은 끝났다는 사측 설명이며, 이에 따라 2Q17, 늦어도 하반기 컴팩트 매출 성장이 예상되기 때문이다.

1Q에도 PP는 YoY -6.3% 역성장했다. 유가 상승으로 코모디티 사이클을 기대하지만, 아직은 실무자까지 확인이 안되고 있다. 그러나 차차 오일 & 가스 투자 증가를 기대할 만한 환경으로 판단한다. ④ 유럽 법인의 통폐합 및 이전에 따른 원가 합리화 효과도 하반기에 나타난다.

장차 여러가지 좋아질 것들이 많다. 작년 하반기의 두산인프라코어를 보는 듯 하다.

조선/기계 최광식
(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

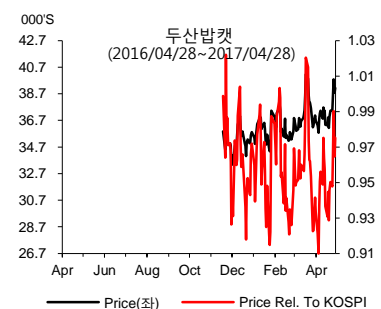
Buy(Upgrade)

목표주가(6M)	47,000원
종가(2017/04/28)	39,150원

Stock Indicator

자본금	52십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,925십억원
외국인지분율	23.3%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	2,330원
BPS(2017E)	35,065원
ROE(2017E)	6.8%
52주 주가	33,400~40,200원
60일평균거래량	360,197주
60일평균거래대금	13.3십억원

Price Trend



1Q17 Review: 정체 지속 & 컨센서스 하회

<표 1> 두산밥캣 1Q17 Review: 컨센서스 소폭 하회, 아직 렌탈/딜러 구매는 마이너스 성장을 끝냈다고 안내

(십억원)

두산밥캣(연결)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17@	y-y	q-q	컨센서스 04월27일	당사(㉮)	차이(㉮/㉮)
매출액	1,191.0	879.3	918.2	929.9	-3%	1%	945	939	-1%
영업이익	151.3	109.4	76.1	93.3	12%	23%	97	104	-11%
영업외/기타			-71.0	-12.0			-18	-14	-14%
세전이익			5.1	81.3	0%	1481%	79	90	-10%
순이익			5.1	43.1	0%	739%	49	59	-27%
영업이익률	12.7%	12.4%	8.3%	10.0%	1.3%p	1.7%p	10.3%	11.1%	-1.1%p
지배주주순이익률	5.4%	0.0%	0.8%	4.6%	4.6%p	3.8%p	4.7%	6.3%	-1.6%p
컴팩트									
매출액			662	708	-6%	7%			
헤비									
매출액			151	157	-3%	4%			
PP									
매출액			66	65	-17%	-2%			

자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 미국 주택경기의 선행 지표인 NAHB 시장지수 호조 지속: 연말까지 컴팩트 로드 시장 계속 좋을 것

당사는 미 전국 주택건설협회 시장지수는 미국 건축 착공에 6개월 선행하는 지표로 판단

3월 71, 4월 68로 강세 지속



자료: 하이투자증권 리서치

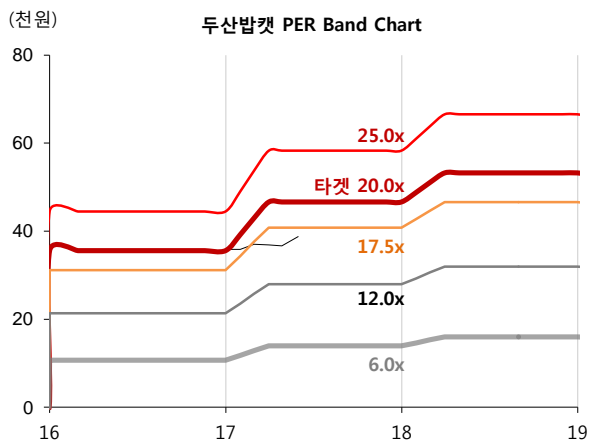
<표 2> 두산밥캣 실적 예상치: 사측 가이드는 매출 \$3,560m, EBIT \$392m(OPM 11%)에서, 당사는 올해 매출 4 조원, 영업이익 4,430 억원으로 사측 가이드에 맞춰 실적 상황 조정

(십억원)											
두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	930	1,096	966	1,012	3,933	3,583	3,739	4,041	3,950	4,004	4,066
YoY	-3%	-8%	10%	10%		-8.9%	4.4%	8.1%	-2.2%	1.4%	1.5%
매출총이익	200	249	217	227	701	706	736	858	839	894	916
영업이익	93	129	108	113	225	284	320	386	414	443	459
금융/기타영업외	-12	-23	-18	-18	-147	-106	-191	-93	-129	-71	-45
이자손익	-20	-19	-19	-18				-91	-87	-76	-68
순이익	43	69	58	63	464	87	52	148	180	233	266
YoY								187%	22%	29%	14%
지배주주순이익	43	69	58	63	464	87	52	137	169	234	267
매출총이익률	21.5%	22.7%	22.4%	22.4%	17.8%	19.7%	19.7%	21.2%	21.2%	22.3%	22.5%
영업이익률	10.0%	11.8%	11.1%	11.2%	5.7%	7.9%	8.6%	9.5%	10.5%	11.1%	11.3%
순이익률	4.6%	6.3%	6.0%	6.2%	11.8%	2.4%	1.4%	3.4%	4.3%	5.8%	6.6%
EPS(원)	431	688	582	631					1,779	2,331	2,662
BPS(원)	33,865	34,553	35,134	35,065					33,435	35,065	37,025
컴팩트											
매출액	708	829	730	765	2,271	2,228	2,414	3,038	2,979	3,032	3,064
YoY	-2%	-8%	10%	10%		-1.9%	8.3%	25.9%	-2.0%	1.8%	1.1%
매출총이익	176	220	190	199	509	567	607	741	762	784	803
GPM	24.8%	26.5%	26.0%	26.0%	22.4%	25.5%	25.1%	24.4%	25.6%	25.9%	26.2%
헤비											
매출액	157	186	164	172	1,454	1,165	1,130	666	693	678	668
매출총이익	16	19	17	18	83	66	62	64	71	70	69
GPM	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	5.7%	5.6%	5.5%	9.7%	10.2%	10.3%	10.3%
PP											
매출액	65	82	72	75	208	189	195	337	278	294	332
매출총이익	8	11	10	11	108	73	67	52	40	40	44
GPM	13.0%	13.0%	14.0%	14.0%	51.9%	38.7%	34.6%	15.5%	14.2%	13.5%	13.3%

자료: 하이투자증권 리서치

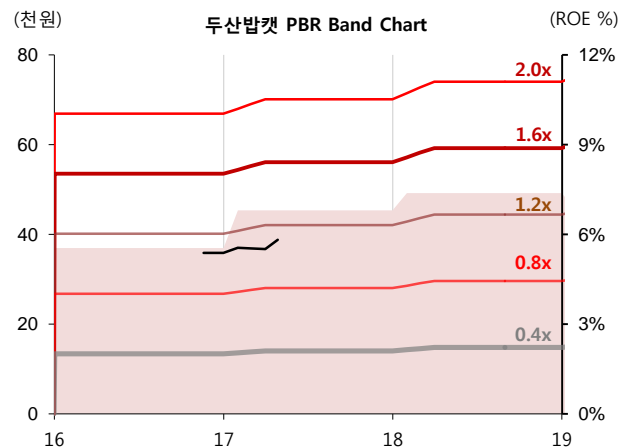
주석: 과거의 사업부별 분기 매출액과 매출총이익률은 당사 추정치입니다

<그림 2> 두산밥캣 PER 밴드: 타겟 20 배로 상향



자료: 하이투자증권

<그림 3> 두산밥캣 PBR 밴드: 아래 그림의 주가는 월주가여서 매일, 매주의 변동성이 나타나지 않음



자료: 하이투자증권

VALUATION: 목표주가 47,000원으로 상향

<표 3> 두산밥캣 목표주가를 이익 추정치 상향 & PER 20 배에서 목표주가 47,000 원으로 상향: 기존 PER 17.5 배에서 38,000 원

두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS			1,779	2,332	2,662	2,602
YoY				31%	14%	-2%
PER(고)			21.9	17.5		
PER(평)			20.2	16.8		
PER(저)			0.0	13.2		
타겟PER				20.0	20.0	20.0
적정주가				47,000	53,000	52,000
				20%	35%	33%
목표주가				47,000		
증가(04.28)				39,150	39,150	39,150
				20%	35%	33%

자료: 하이투자증권 리서치

<표 4> PBR Valuation 크로스체크: ROE 7%, COE 5%에서 적정 PBR 1.4 배와 적정 주가 4.8 만원 도출되어, 위의 PER Valuation 과 유사

참고로 두산인프라코어도 밥캣 지분 가치 + 별도 영업가치에서 PER 20 배 적용

두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
BPS			33,435	35,065	37,025	38,926
EPS			1,779	2,332	2,662	2,602
PER			22	16.8	14.7	15.0
PBR(고)			1.2	1.3		
PBR(평)			1.1	1.1		
PBR(저)			1.0	1.0		
ROE	1.9%	5.1%	5.5%	6.8%	7.4%	6.8%
FWD 1Y ROE	1.9%	5.1%	5.5%	6.8%	7.4%	6.8%
△ FWD	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y	+0Y
COE(고)			4.8%	5.3%		
COE(저)			6.3%	7.1%		
적용ROE = FWD 2Y			5.5%	6.8%	7.4%	
적용COE = TRL 참조			5.0%	5.0%	5.2%	
Target PBR			1.1	1.4	1.4	
당해 BPS			33,435	35,065	37,025	
적정주가			37,000	48,000	53,000	
증가(04.28)			30,000	39,150	30,000	
상승여력			-5%	22.6%	35%	

자료: 하이투자증권 리서치

<표 5> 두산밥캣 실적(이익) 예상치 10% 안팎 상향 조정

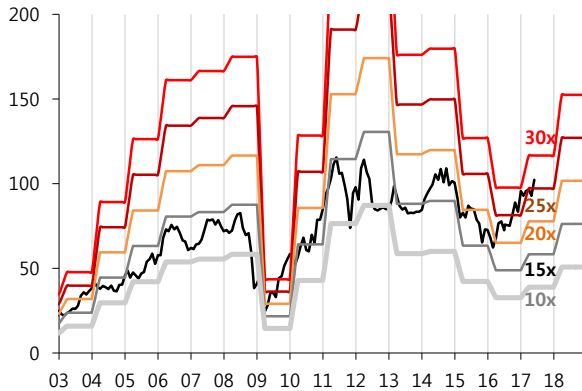
	신규추정			기존추정			차이		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	4,004	4,066	4,151	4,014	4,191	4,151	0%	-3%	0%
영업이익	443	459	463	414	438	443	7%	5%	5%
영업외	-71	-45	-58	-91	-67	-87			
세전이익	372	414	405	232	371	356	60%	12%	14%
지배순이익	234	267	261	211	242	232	11%	10%	12%
영업이익률	11.1%	11.3%	11.2%	10.8%	10.8%	10.7%	0.2%p	0.5%p	0.5%p
세전이익률	9.3%	10.2%	9.8%	8.7%	9.2%	8.6%	0.6%p	1.0%p	1.2%p
순이익률	5.8%	6.6%	6.3%	5.7%	6.0%	5.6%	0.2%p	0.6%p	0.7%p

자료: 하이투자증권 리서치

PEER GROUP: PER 25배~30배

<그림 4> CAT 2017 년 EPS 예상치 상향 조정으로 반전 & PER25 배 이상에서 거래

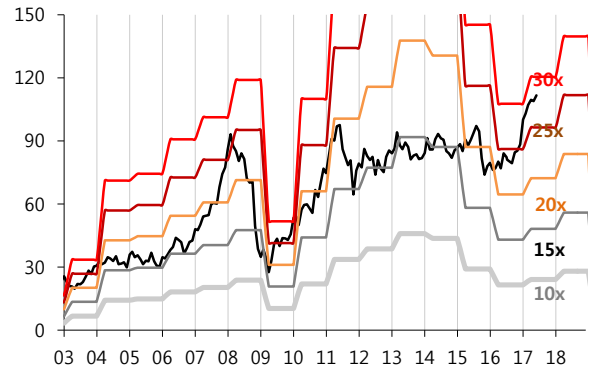
(\$) **캐터필러** PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 5> Deere 2017 년 실적 플랫폼에서 성장으로 상향 조정 중 & PER 25 배~30 배

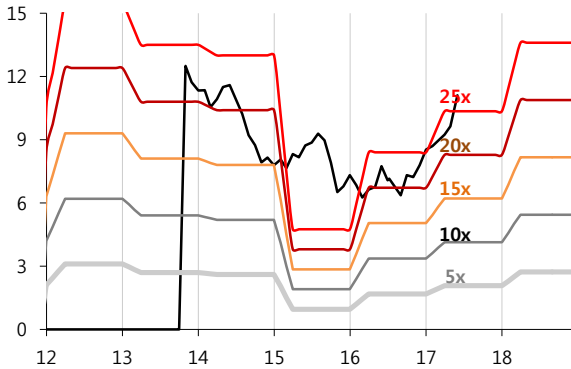
(\$) **디어** PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 6> CNHI PER 25 배 시장 인정

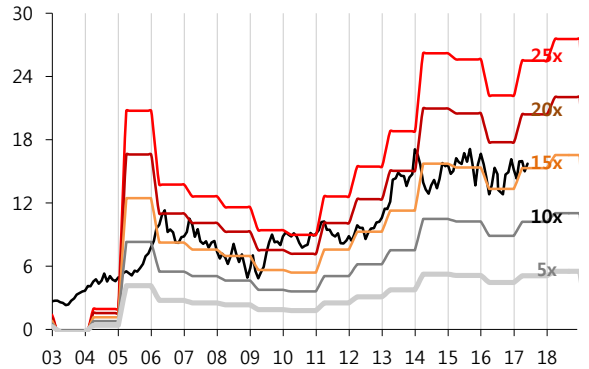
(\$) **CNHI** PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 7> Kubota PER 15 배에서 거래

(\$) **쿠보타** PER Band Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,529	1,612	1,696	1,802
현금 및 현금성자산	364	415	492	584
단기금융자산	4	4	4	4
매출채권	416	392	387	383
재고자산	701	753	765	781
비유동자산	4,797	4,794	4,788	4,775
유형자산	447	494	533	566
무형자산	4,230	4,182	4,136	4,091
자산총계	6,326	6,406	6,484	6,577
유동부채	738	807	825	845
매입채무	310	366	369	374
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	16	16	16	16
비유동부채	2,236	2,084	1,949	1,832
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,596	1,437	1,293	1,164
부채총계	2,974	2,891	2,774	2,677
지배주주지분	3,352	3,515	3,712	3,902
자본금	52	52	52	52
자본잉여금	3,367	3,367	3,367	3,367
이익잉여금	655	818	1,015	1,205
기타자본항목	-722	-722	-722	-722
비지배주주지분	-	-1	-1	-2
자본총계	3,352	3,515	3,711	3,901

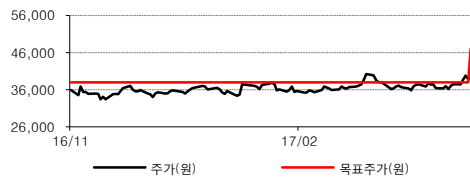
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,950	4,004	4,066	4,151
증가율(%)	-2.2	1.4	1.5	2.1
매출원가	3,070	3,111	3,150	3,221
매출총이익	880	894	916	930
판매비와관리비	466	450	457	467
연구개발비	63	63	64	66
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	414	443	459	463
증가율(%)	7.4	7.0	3.6	0.8
영업이익률(%)	10.5	11.1	11.3	11.2
이자수익	3	3	3	4
이자비용	90	79	71	64
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-21	-2	20	-
세전계속사업이익	286	372	414	405
법인세비용	105	139	148	145
세전계속이익률(%)	7.2	9.3	10.2	9.8
당기순이익	180	233	266	260
순이익률(%)	4.6	5.8	6.5	6.3
지배주주귀속 순이익	169	234	267	261
기타포괄이익	-56	0	0	0
총포괄이익	125	233	266	261
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	327	489	558	554
당기순이익	180	233	266	260
유형자산감가상각비	64	73	81	87
무형자산상각비	48	48	46	45
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-90	-119	-119	-119
유형자산의 처분(취득)	-51	-120	-120	-120
무형자산의 처분(취득)	-39	-	-	-
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	-303	-230	-214	-200
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-306	-160	-144	-129
자본의증감	4	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-70	52	77	92
기초현금및현금성자산	434	364	415	492
기말현금및현금성자산	364	415	492	584

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	1,779	2,330	2,660	2,600
BPS	33,435	35,065	37,025	38,925
CFPS	2,963	3,543	3,930	3,916
DPS	700	700	700	700
Valuation(배)				
PER	20.2	16.8	14.7	15.1
PBR	1.1	1.1	1.1	1.0
PCR	12.1	11.1	10.0	10.0
EV/EBITDA	9.2	8.8	8.1	7.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.5	6.8	7.4	6.8
EBITDA 이익률	13.3	14.1	14.4	14.3
부채비율	88.7	82.3	74.8	68.6
순부채비율	37.1	29.4	21.9	15.2
매출채권회전율(x)	9.7	9.9	10.4	10.8
재고자산회전율(x)	5.3	5.5	5.4	5.4

자료 : 두산밥캣 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-05-02	Buy	47,000
2017-01-31	Hold	38,000
2016-11-08	Buy	38,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:최광식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-