

두산밥캣(241560)

하반기는 밥캣의 진격!

■ 상장 이후 지금까지는 부진했지만

2016년11월 상장 이후 동사의 영업실적은 계속 부진했다. 2009년을 바닥으로 2016년 상반기까지 실적은 성장했고 트럼프의 인프라투자 공약 등도 동사에 대한 기대감을 고조시켰지만, 최근 3개 분기 실적은 실망스러웠다.

여태 실적 부진 사유는, 4Q16은 대선 불확실성에 따른 딜러 판매 위축, 1Q17에는 렌탈 업체들의 상반기 발주가 다소 지연되었다는 이유를 들었다. 2Q17은 시장이 북미가 10%, 유럽이 5% 성장했지만, MEX 공장 이전 및 생산재개가 느렸고, 사업계획이 보수적이어서 자재 조달이 늦어졌다고 변명한다.

■ 하반기 (상장 이후 처음으로) 실적이 성장한다!

하반기 동사의 실적 성장을 예상한다. ① 동사의 딜러 재고가 최저 수준으로 내려와 정상 재고 수준으로 복귀하는 것만으로, 아마도 3분기부터 매출 성장이 가능할 전망이다. 공장 이전에 따른 가동률이 정상화된다면, 시장 성장폭 이상을 보여줄 수 있을 것으로 기대된다(당사 하반기 +13% 성장 가정).

② 미국 건설기계 출하-재고 사이클이 2017년초부터 플러스 반전했다. 중국 건설장비 시장의 턴어라운드 시발점은 2016년 중국 출하-재고 사이클 반전부터였다. 중국의 화려한 2017년이 미국/유럽 선진시장에서는 2018년에 본격화될 수 있는 시차이다. 올해 하반기를 주목한다. ②-2 미국 주택 관련 지표는 여전히 좋다. NAHB 서베이 지수로 판단할 때 하반기는 계속 좋다.

③ 계절성에 있어서 편안하다. YoY로 강력하게 턴어라운드 중인 헤비 건설기계는 하반기 YoY 성장은 이어가지만 판매 및 매출 감소가 필연이다. 반면에 동사는 과거 계절성이 상~하반기 차이가 없다. 하반기 실적이 꺾이는 중대형 건설장비 메이커 대비 매력적이다.

■ 타겟 PER 20배, 목표주가 4.7만원 유지, 건설기계 최선후주

동사 적정주가는 타겟 PER 20배에서 4.5만원, 2018년에 5.5만원이다. 기존 목표주가 4.7만원에서 큰 차이 없어 목표주가를 유지한다. 라이벌 CAT, CNHI, DEERE, KUBOTA가 PER 15~25배에 거래되고 있다. 동사는 컴팩트 시장을 선도하는 1등 업체이다. 20배는 과정이다. PBR Valuation으로 크로스_체크해보면, ROE 6.6%/COE 5%에서 적정 PB 1.3배 적정주가 4.6만원이 도출된다.

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

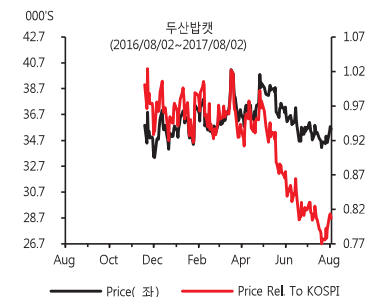
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	47,000원
증가(2017/08/04)	36,750원

Stock Indicator

자본금	52십억원
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,569십억원
외국인지분율	23.9%
배당금(2016)	700원
EPS(2017E)	2,247원
BPS(2017E)	34,982원
ROE(2017E)	6.6%
52주 주가	33,400~40,200원
60일평균거래량	351,838주
60일평균거래대금	12.8십억원

Price Trend



실적: 2Q17 역성장... 그러나 하반기 턴업 & 가이드스 달성 의견 유지

〈표1〉 두산밥캣 2Q17 Review: 북미시장 +10%, 유럽 +5% 성장했지만, 우리는 공장 이전, 보수적 사업계획으로 역성장

(십억원)

두산밥캣(연결)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17(a)	y-y	q-q	컨센서스 07월27일	당사(b)	차이(a/b)
매출액	879.3	920.5	929.9	1,075.3	-9%	16%	1,101	1,096	-2%
영업이익	109.4	69.8	93.3	136.0	-9%	46%	130	129	5%
영업외/기타	-26.3	-67.0	-7.4	-39.6			-23	-23	69%
세전이익	83.1	2.8	85.9	96.4	-16%	12%	107	106	-9%
지배주주순이익	47.8	7.7	45.5	49.2	-22%	8%	69	69	-29%
영업이익률	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	-0.1%p	2.6%p	11.8%	11.8%	0.9%p
지배주주순이익률	5.4%	0.8%	4.9%	4.6%	-0.8%p	-0.3%p	6.3%	6.3%	-1.7%p

자료: 하이투자증권 리서치

〈표2〉 2017년 경영목표는 매출 \$3,560m, EBIT \$392m(OPM 11%),
원화로 매출 4조 940억원, 영업이익 4,485억원으로 전년대비 3.6%, 8.3% 성장으로 제시
상반기까지의 부진에도 사측은 가이드스 유지하겠다고 밝힘: 하반기에 대한 자신감

(십억원)

두산밥캣	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2015	2016	2017	2018
매출액	975	1,175	879	921	930	1,075	990	1,040	4,041	3,950	4,036	4,180
YoY	4%	9%	-14%	-8%	-5%	-9%	13%	13%	8.1%	-2.2%	2.2%	3.6%
영업이익	85	150	109	70	93	136	117	113	386	414	459	481
금융/기타영업외 이자손익	0	-35	-26	-67	-7	-40	-15	-16	-93	-129	-78	-40
순이익	-23	-23	-20	-20	-20	-17	-17	-16	-91	-86	-70	-63
YoY	59	66	45	7	46	49	66	64	148	177	225	276
지배주주순이익	50	63	48	8	46	49	66	64	137	169	225	276
매출총이익률	21.5%	22.9%	20.2%	19.1%	23.0%	23.8%	24.0%	23.2%	21.2%	21.1%	23.5%	23.7%
영업이익률	8.7%	12.8%	12.4%	7.6%	10.0%	12.6%	11.8%	10.9%	9.5%	10.5%	11.4%	11.5%
순이익률					4.9%	4.6%	6.7%	6.2%	3.4%	4.3%	5.6%	6.6%
EPS(원)		6,928	478	77	455	491	662	641		1,779	2,249	2,757
BPS(원)			33,292	33,435	33,889	34,380	35,042	34,982		33,435	34,982	37,038

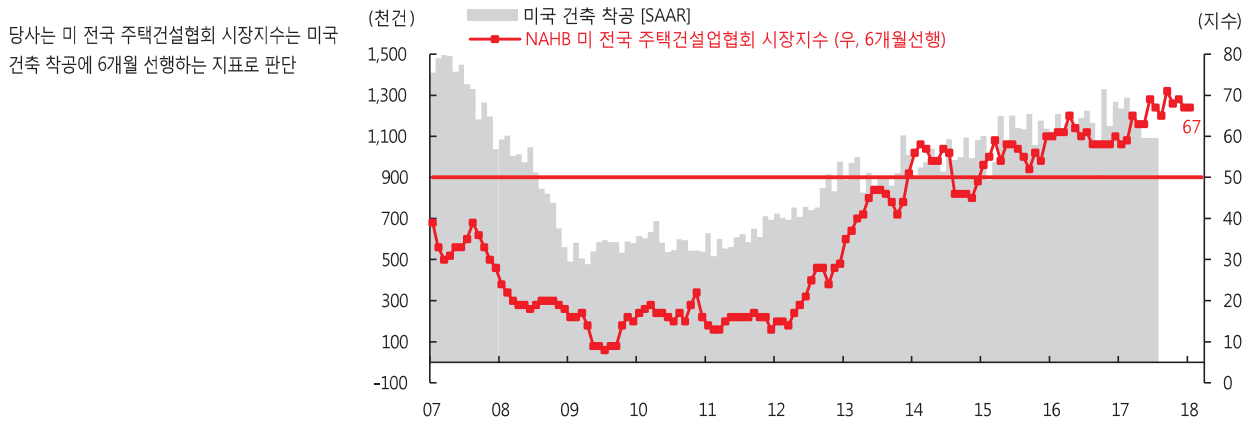
자료: 하이투자증권 리서치

주석: 과거의 사업부별 분기 매출액과 매출총이익률은 당사 추정치입니다

그러나 하반기를 좋게 보는 이유

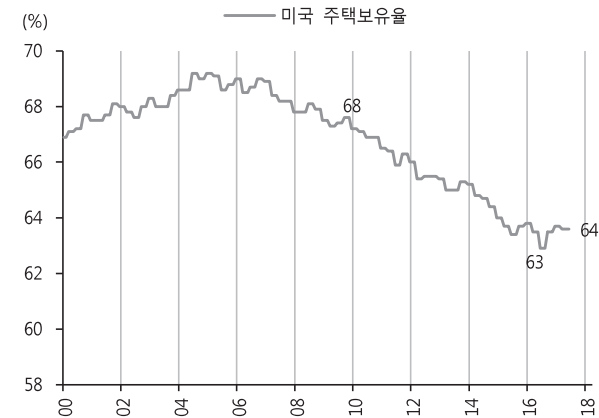
① 미국 주택경기 강세: 2Q도 성장한 북미시장, 우리만 따라가면 됨

〈그림1〉 미국 주택경기의 선행 지표인 NAHB 시장지수 호조 지속: 연말까지 컴팩트 로더 시장 계속 좋을 것



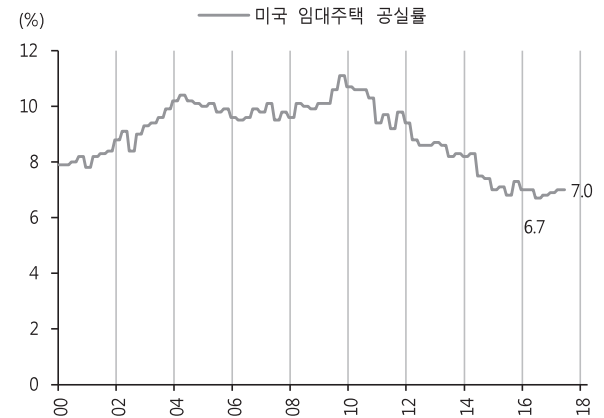
자료: 하이투자증권 리서치

〈그림2〉 미국 주택보유율: 53%에서 64%로 반등했지만 여전히 낮은 수준



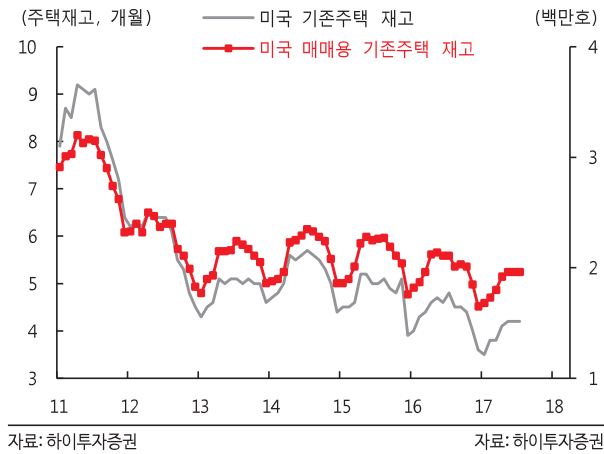
자료: 하이투자증권

〈그림3〉 미국 주택 공실률: 여전히 낮은 수준

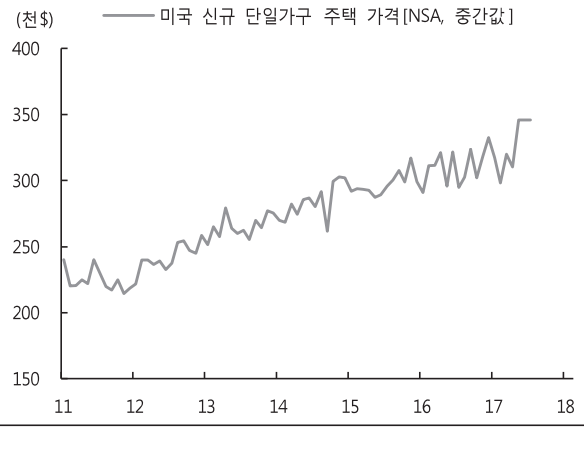


자료: 하이투자증권

〈그림4〉 미국 주택재고 여전히 타이트



〈그림5〉 미국 주택가격: 상승세 계속

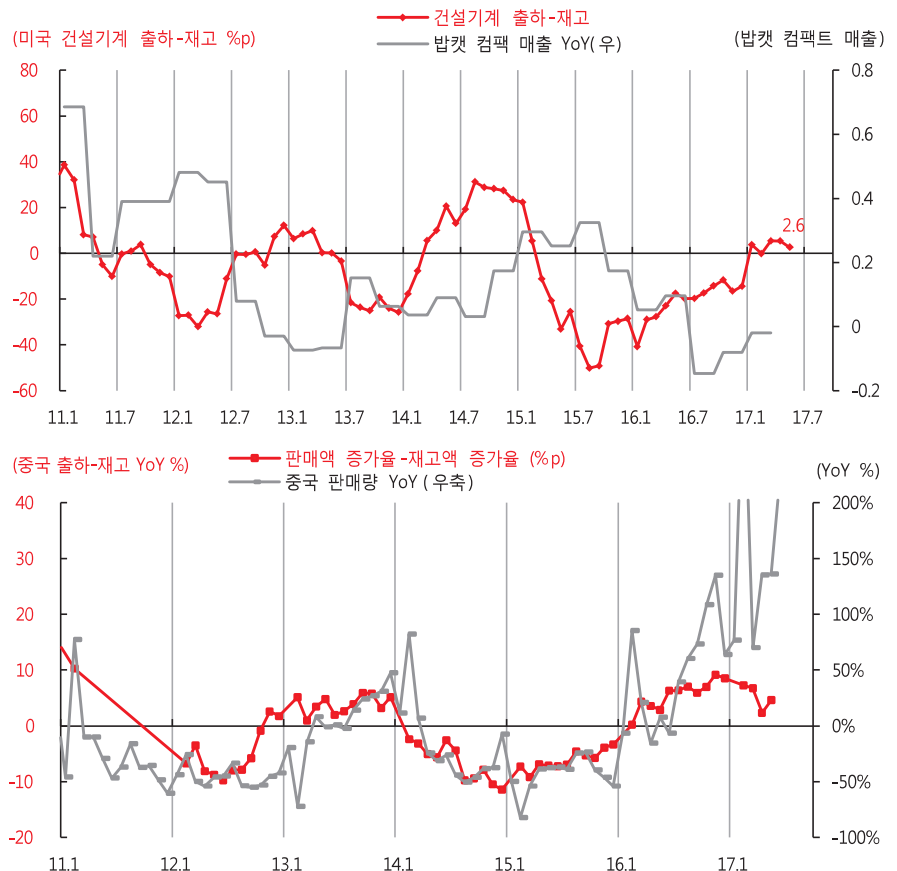


② 출하-재고 사이클 연초부터 하반기 강세를 예견

〈그림6〉 미국 건설기계 출하-재고: 하반기 매출 강세 예상케 함

중국의 출하-재고 사이클은 2016년부터 플러스 전환해 1년반째 호조
→ 중국 건설장비 판매는 2015년 5.3만대를 바탕으로 2016년 6.2만대, 그리고 2017년 11만대 수준으로 회복 중

미국의 제조업 전체와 건설기계 출하-재고는 2017년 들어 2년만에 플러스 전환에 성공
과거 출하-재고 ~ 두산밥캣 매출의 시차는 6개월~9개월로
→ 올해 하반기부터 미국 건설장비및 컴팩트 로드 시장 호조로 진입할 것으로 예상



③ 헤비에 비해 계절성이 없는 두산밥캣

〈그림7〉 상반기 vs. 하반기 계절성: 두산밥캣은 계절성 풀림이 크지 않고, 올해와 같은 성장시기에는 하반기가 더 좋을 것

현대건설기계 평균	26.6%	28.7%	23.7%	21.0%
05년~16년	상반기: 55.3%			
두산인프라코어 평균	28.2%	29.4%	21.7%	20.6%
06년~16년	상반기: 57.6%			

두산 밥캣	1Q	2Q	3Q	4Q	그해 매출 YoY	
08	25%	27%	25%	23%		
09	22%	26%	26%	26%		-43%
10	17%	28%	25%	30%		42%
11	21%	25%	25%	29%		39%
12	25%	29%	22%	23%		13%
13	23%	27%	26%	25%		-6%
14	22%	27%	24%	27%		4%
15	23%	27%	25%	25%		8%
16	24%	30%	22%	23%		-2%

평균	22.4%	27.3%	24.7%	25.6%
	상반기 49.7%			
성장기	21.6%	27.1%	24.6%	26.7%
			하반기 51.3%	

자료: 하이투자증권 리서치

VALUATION: 목표주가 47,000원 유지

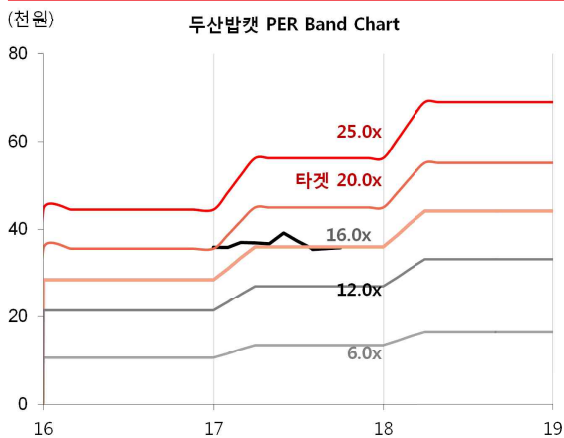
〈표3〉두산밥캣 목표주가 47,000원 유지

PER						
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
EPS			1,779	2,249	2,757	2,761
YoY				26%	23%	0%
PER(고)			23.1	18.1		
PER(평)			20.2	16.0		
PER(저)			0.0	13.5		
		타겟PER		20.0	20.0	20.0
		적정주가		45,000	55,000	55,000
				25%	53%	53%
		목표주가		47,000		
		증가(08.04)		36,750	36,750	36,750
				28%	50%	50%

PBR						
두산밥캣	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
BPS			33,435	34,982	37,038	39,097
EPS			1,779	2,249	2,757	2,761
PER			20	16.0	13.0	13.0
PBR(고)			1.2	1.3		
PBR(저)			1.0	1.0		
ROE	1.9%	5.1%	5.5%	6.6%	7.7%	7.2%
COE(고)			4.8%	5.1%		
COE(저)			6.2%	7.1%		
적용COE = TRL 참조			5.0%	5.0%	5.2%	
Target PBR			1.1	1.3	1.5	
당해 BPS			33,435	34,982	37,038	
적정주가			37,000	46,000	54,000	

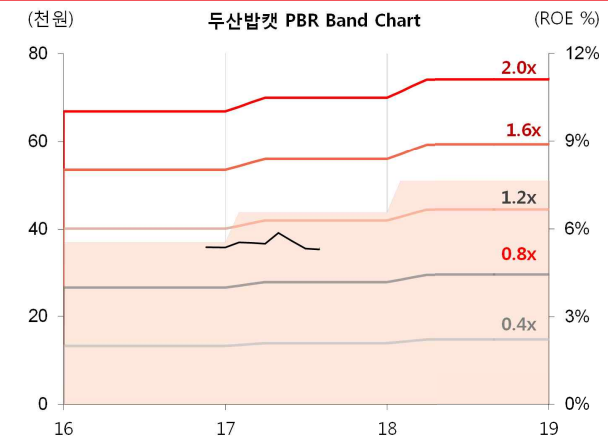
자료: 하이투자증권 리서치

〈그림8〉두산밥캣 PER 밴드



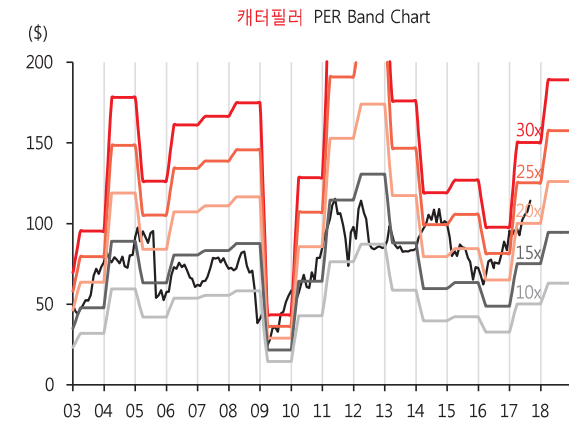
자료: 하이투자증권

〈그림9〉두산밥캣 PBR 밴드: 아래 그림의 주가는 월주가여서 매일, 매주의 변동성이 나타나지 않음



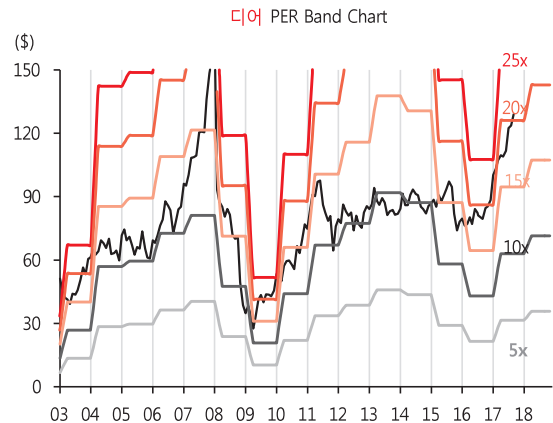
자료: 하이투자증권

〈그림10〉 CAT 2017년 EPS 예상치 상향 조정으로 반전
& PER25배 이상에서 거래



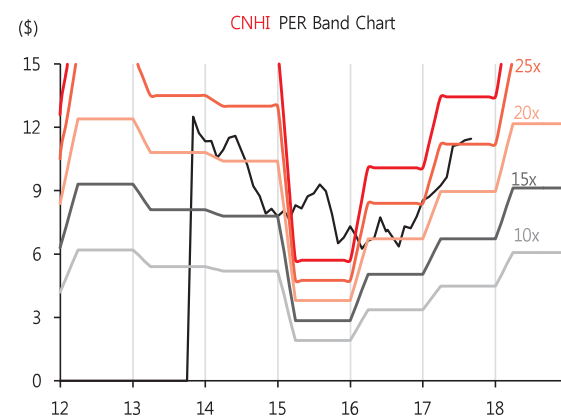
자료: 하이투자증권

〈그림11〉 Deere 2017년 실적 성장으로 상향 조정 중 & PER 20~25배



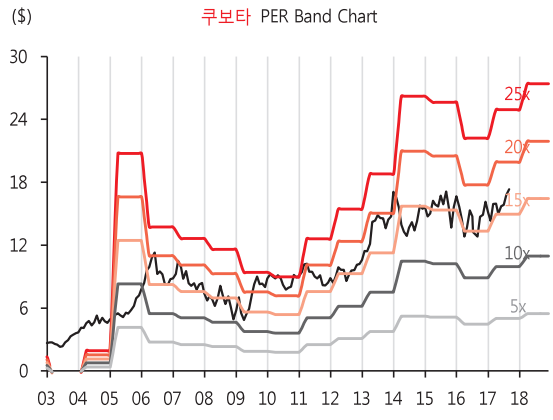
자료: 하이투자증권

〈그림12〉 CNHI PER 25배 시장 인정



자료: 하이투자증권

〈그림13〉 Kubota PER 15배~20배



자료: 하이투자증권

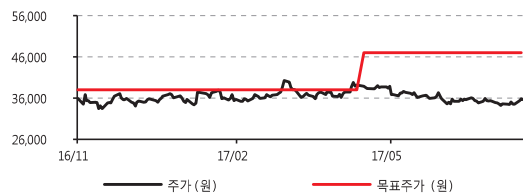
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E		
유동자산	1,529	1,621	1,736	1,861	매출액	3,950	4,036	4,180	4,270		
현금 및 현금성자산	364	405	495	605	증가율(%)	-2.2	2.2	3.6	2.1		
단기금융자산	4	4	4	4	매출원가	3,070	3,087	3,188	3,251		
매출채권	416	405	404	400	매출총이익	880	948	992	1,019		
재고자산	701	759	786	803	판매비와관리비	466	489	512	523		
비유동자산	4,797	4,793	4,788	4,775	연구개발비	63	64	66	68		
유형자산	447	494	533	566	기타영업수익	-	-	-	-		
무형자산	4,230	4,181	4,134	4,089	기타영업비용	-	-	-	-		
자산총계	6,326	6,414	6,524	6,636	영업이익	414	459	481	495		
유동부채	738	819	846	869	증가율(%)	7.4	11.0	4.6	3.1		
매입채무	310	376	385	392	영업이익률(%)	10.5	11.4	11.5	11.6		
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	3	3	3	4		
유동성장기부채	16	16	16	16	이자비용	90	73	66	59		
비유동부채	2,236	2,088	1,965	1,849	지분법이익(손실)	-	-	-	-		
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-21	-21	20	-		
장기차입금	1,596	1,437	1,293	1,164	세전계속사업이익	286	381	440	442		
부채총계	2,974	2,908	2,812	2,718	법인세비용	105	156	165	166		
지배주주지분	3,352	3,507	3,713	3,919	세전계속이익률(%)	7.2	9.4	10.5	10.4		
자본금	52	52	52	52	당기순이익	180	225	276	276		
자본잉여금	3,367	3,367	3,367	3,367	순이익률(%)	4.6	5.6	6.6	6.5		
이익잉여금	655	810	1,016	1,222	지배주주귀속 순이익	169	225	276	277		
기타자본항목	-722	-722	-722	-722	기타포괄이익	-56	0	0	0		
비지배주주지분	-	0	-1	-1	총포괄이익	125	225	276	277		
자본총계	3,352	3,507	3,712	3,918	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-		

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표		(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E		
영업활동 현금흐름	327	486	559	572	주당지표(원)						
당기순이익	180	225	276	276	EPS	1,779	2,247	2,755	2,759		
유형자산감가상각비	64	73	81	87	BPS	33,435	34,982	37,037	39,096		
무형자산상각비	48	49	47	45	CFPS	2,963	3,466	4,031	4,080		
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	700	700	700	700		
투자활동 현금흐름	-90	-119	-119	-119	Valuation(배)						
유형자산의 처분(취득)	-51	-120	-120	-120	PER	20.2	15.8	12.9	12.9		
무형자산의 처분(취득)	-39	-	-	-	PBR	1.1	1.0	1.0	0.9		
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	12.1	10.3	8.8	8.7		
재무활동 현금흐름	-303	-230	-214	-200	EV/EBITDA	9.2	7.9	7.2	6.6		
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)						
장기금융부채의증감	-306	-160	-144	-129	ROE	5.5	6.6	7.7	7.2		
자본의증감	4	-	-	-	EBITDA0이익률	13.3	14.4	14.6	14.7		
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	88.7	82.9	75.7	69.4		
현금및현금성자산의증감	-70	41	90	110	순부채비율	37.1	29.8	21.8	14.6		
기초현금및현금성자산	434	364	405	495	매출채권회전율(x)	9.7	9.8	10.3	10.6		
기말현금및현금성자산	364	405	495	605	재고자산회전율(x)	5.3	5.5	5.4	5.4		

자료 : 두산밥캣, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자의견	목표가격
2017-08-07	Buy	47,000
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 간섭없이 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 분쟁발생 시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 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 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-