

2017/02/16

두산밥캣(241560)

Global Peers Valuation과 비교하면 싼데...

■ 4Q16 첫 실적발표 컨센서스 하회

동사는 4Q16 매출 9,182억원(YoY -7.8%), 영업이익 761억원(+5.2%, OPM 8.3%), 순이익 77억원(+333%)로 전년동기대비 이익은 성장했지만, 영업이익 1,000억원 안팎을 기대했던 시장 컨센서스는 크게 하회했다<표1>. 부문별 매출은 YoY 컴팩트가 -4.4%, 헤비는 +1.5%, PP가 -19.8%로 수익성이 좋은 컴팩트와 PP의 매출이 부진했기 때문이다. 컴팩트의 소매판매는 견조했지만 미국 대선 전후 불확실성으로 달러 판매가 위축되었던 것으로 설명한다.

■ 2017년 가이드언스: 매출 4조940억원, 영업이익 4,485억원(OPM 11%)

2016년을 매출 3조9,499억원(YoY -2.2%), 영업이익 4,140억원(+7.4%), 순이익 1803억원(+21.7%)으로 마친 동사는, 2017년 경영목표를 매출 4조 940억원, 영업이익 4,485억원으로 전년대비 3.6%, 8.3% 성장으로 제시했다. 이는 컴팩트 시장 성장을 1%대로 보수적으로 잡았지만 SSL에서 고가의 CTL로 시장 MIX가 변화해 컴팩트 매출이 6%대로 성장하는 것으로 목표했기 때문이다. 트럼프 1년차에 인프라 투자, 중국 시장에 이머징 SSL 출시 등의 기대는 전혀 반영치 않았다. 동사는 2017년 매출 4조원, 영업이익 4,140억원으로 좀 더 보수적으로 잡고, 향후 서프라이즈 및 실적 상향 조정을 노린다<표2>.

■ 목표주가 38,000원 유지, 투자의견 HOLD로 유지: 1Q17 기대

동사의 2017년 실적 예상치에서 영업이익과 순이익을 11% 안팎 하향 조정해 EPS도 2,106원으로 내린다<표3>. 기존 VALUATION의 타겟 PER에 준하는 17.5배로써, 동사 목표주가 38,000원과 HOLD 의견을 유지한다.

3Q16, 4Q16에 시장 및 어닝 정체를 보여주었기 때문에, 미국의 인프라투자 증가 및 시장 성장의 기대감은 가지되, 1Q17에서 실적 및 이익 성장을 확인할 필요가 있다.

PEER Group들의 VALUATION을 비교해보면<그림 3~6>, Caterpillar, Deere는 건설기계 시장 회복 기대감에 주가는 크게 올라 PER은 각각 30배 안팎에 도달했다. 동사와 가장 유사한 CNHI도 20배~25배 밴드 사이에 있다. 쿠보타는 PER 15배를 넘었다. 한국 시장에서 두산밥캣에 대한 밸류에이션이 다소 박하지만, 실적이 관건이다. 1Q17에 성장을 보여준다면 매력적으로 보일 것이다.

조선/기계 최광식

(2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

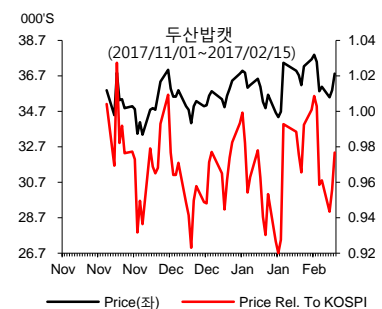
Hold(Maintain)

목표주가(6M)	38,000원
종가(2017/02/15)	36,850원

Stock Indicator

자본금	-
발행주식수	10,025만주
시가총액	3,694십억원
외국인지분율	20.7%
배당금(2015)	-
EPS(2016E)	1,661원
BPS(2016E)	33,546원
ROE(2016E)	5.4%
52주 주가	33,400~37,900원
60일평균거래량	632,416주
60일평균거래대금	22.5십억원

Price Trend



4Q16 Review: 슬로우 & 컨센서스 하회

<표 1> 두산인프라코어의 4Q16 Review: 밥캣 4Q16 첫 실적발표에서 컨센서스 크게 하회

(십억원)								
두산밥캣(연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16(a)	달러기준 y-y	컨센서스 02월09일	당사(b)	차이(a/(b))
매출액	959.2	1,191.0	881.5	918.2		999	941	-2%
영업이익	83.6	151.3	103.1	76.1		102	113	-33%
영업외/기타	0.0	-35.2	-20.1	-73.3		-37	-71	3%
세전이익	83.6	116.1	83.0	2.8		65	42	-93%
순이익	57.3	67.7	47.7	7.7		36	27	-72%
지배주주순이익	49.4	63.9	47.9	7.7		46	25	-69%
영업이익률	8.7%	12.7%	11.7%	8.3%		10.2%	12.0%	-3.8%p
지배주주순이익률	5.2%	5.4%	5.4%	0.8%		4.6%	2.6%	-1.8%p
컴팩트								
매출액				693	-8.0%		720	-4%
영업이익				187			197	-5%
영업이익률				27.0%			27.4%	-0.4%p
헤비								
매출액				158	-2.1%		190	-17%
영업이익				17			13	27%
영업이익률				2.4%			1.8%	0.6%p
PP								
매출액				67	-13.6%		31	116%
영업이익				11			11	0%
영업이익률				1.6%			1.6%	0.1%p

자료: 하이투자증권 리서치

<표 2> 두산인프라코어 실적 예상치: 2016 년 건기 BG(헤비) 흑자전환 여부 주목, 2017 년 중국 시장 등 성장으로 턴어라운드 예상치 유지

(십억원)											
두산밥캣	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	920	1,094	991	1,010	3,933	3,583	3,739	4,041	3,950	4,015	4,191
YoY	-4%	-8%	12%	10%		-8.9%	4.4%	8.1%	-2.2%	1.6%	4.4%
매출총이익	199	240	217	193	701	706	736	858	888	848	892
영업이익	99	123	108	84	225	284	320	386	414	414	438
금융/기타영업외	-23	-23	-23	-23	-147	-106	-191	-93	-128	-91	-67
이자손익	-22	-22	-22	-22				-91	-90	-90	-90
순이익	50	65	55	40	464	87	52	293	180	210	241
YoY								467%	-38%	17%	15%
지배주주순이익	50	65	56	40	464	87	52	137	169	211	242
매출총이익률	21.6%	21.9%	21.9%	19.1%	17.8%	19.7%	19.7%	21.2%	22.5%	21.1%	21.3%
영업이익률	10.8%	11.2%	10.9%	8.3%	5.7%	7.9%	8.6%	9.5%	10.5%	10.3%	10.4%
순이익률	5.4%	6.0%	5.6%	4.0%	11.8%	2.4%	1.4%	3.4%	4.3%	5.2%	5.8%
EPS(원)	498	652	555	401					1,688	2,106	2,415
BPS(원)	34,072	34,724	35,279	35,680					33,574	35,680	38,095

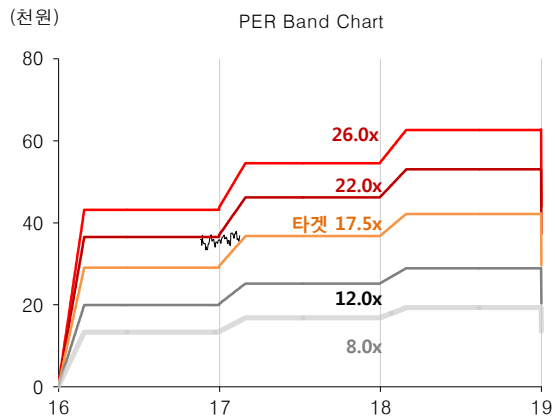
자료: 하이투자증권 리서치

<표 3> 두산인프라코어 실적 예상치: 2016 년 건기 BG(헤비) 흑자전환 여부 주목, 2017 년 중국 시장 등 성장으로 턴어라운드 예상치 유지

	신규추정			기존추정			차이		
	2016	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
매출액	3,950	4,015	4,191	3,973	4,000	4,181	-1%	0%	0%
영업이익	414	414	438	451	468	494	-8%	-11%	-11%
영업외	-128	-91	-67	-119	-67	-67			
세전이익	286	323	371	332	401	427	-14%	-19%	-13%
지배순이익	169	211	242	192	237	252	-12%	-11%	-4%
영업이익률	10.5%	10.3%	10.4%	11.4%	11.7%	11.8%	-0.9%p	-1.4%p	-1.4%p
세전이익률	7.2%	8.1%	8.8%	8.4%	10.0%	10.2%	-1.1%p	-2.0%p	-1.4%p
순이익률	4.3%	5.2%	5.8%	4.8%	5.9%	6.0%	-0.6%p	-0.7%p	-0.3%p
컴팩트									
매출액	2,642	2,790	2,929	2,779	3,033	3,184	-5%	-8%	-8%
영업이익	713	745	785	753	809	853	-5%	-8%	-8%
영업이익률	27.0%	26.7%	26.8%	27.1%	26.7%	26.8%	-0.1%p	0.0%p	0.0%p
헤비									
매출액	942	1,059	1,091	808	802	826	17%	32%	32%
영업이익	65	62	64	52	47	49	27%	32%	32%
영업이익률	7.0%	5.9%	5.9%	6.4%	5.9%	5.9%	0.6%p	0.0%p	0.0%p
PP									
매출액	183	166	171	146	166	171	25%	0%	0%
영업이익	40	41	43	40	41	43	0%	0%	0%
영업이익률	22.1%	25.0%	25.0%	27.5%	25.0%	25.0%	-5.4%p	0.0%p	0.0%p

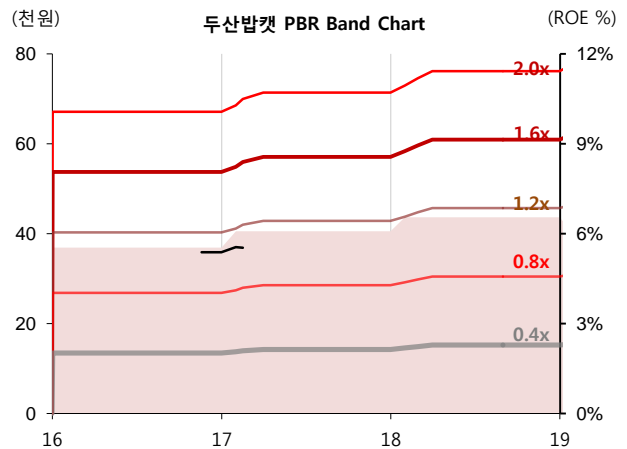
자료: 하이투자증권 리서치

<그림 1> 두산밥캣 PER 밴드: 32,650 원~38,950 원 밴드에서 머무름



자료: 하이투자증권

<그림 2> 두산밥캣 PBR 밴드: 아래 그림의 주가는 월주가여서 매일, 매주의 변동성이 나타나지 않음

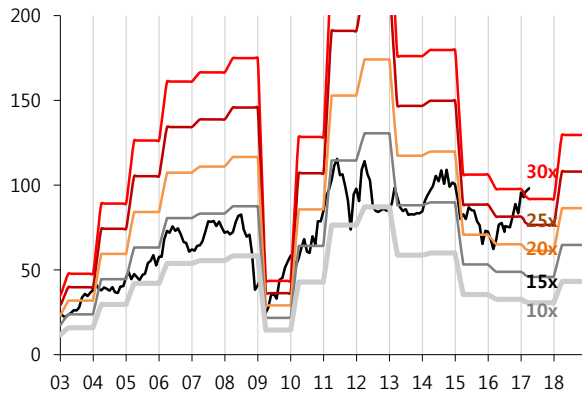


자료: 하이투자증권

PEER GROUP: PER 15배~30배

<그림 3> CAT 2017 년 EPS 예상치 하향 조정에도 주가는 치고
가서 PER 30 배에 달함 | 불황형 고 PER + 기대감 반영 중

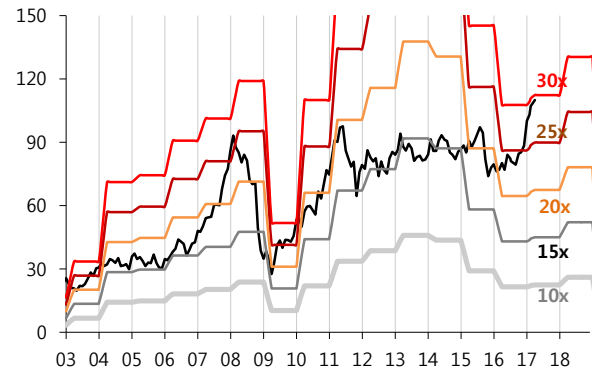
(\$) **캐터필러** PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 4> Deere 2017 년 실적 플랫 시장 예상에, 주가는 급등해
PER 30 배

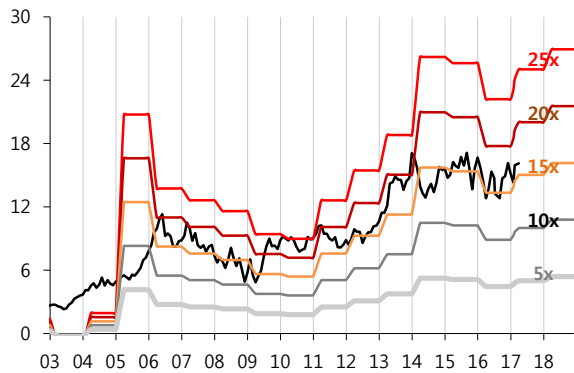
(\$) **디어** PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 5> Kubota 2017 년 실적 성장에, PER 은 15 배~20 배: 두
산밭캐와 가장 비교되는 대목 안팎

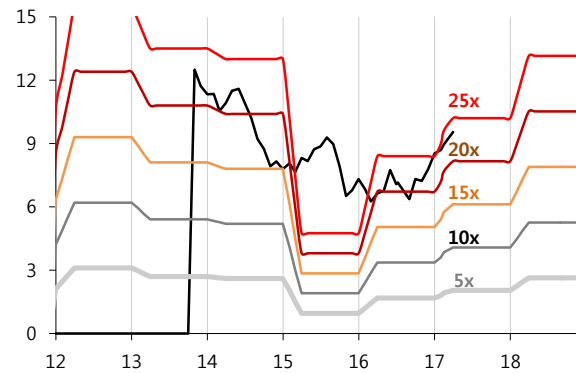
(\$) **쿠보타** PER Band Chart



자료: 하이투자증권

<그림 6> CNHI 2017 년 실적 성장 시장 예상에, 주가도 20 배~25
배 밴드로 | 두산밭캐도 20 배를 줄 수 있나 고민되는 부분

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



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,642	2,154	2,258	2,431
현금 및 현금성자산	420	964	1,043	1,188
단기금융자산	3	4	4	4
매출채권	402	381	391	386
재고자산	785	775	788	822
비유동자산	4,723	4,183	4,145	4,110
유형자산	429	-65	-56	-50
무형자산	4,159	4,112	4,066	4,022
자산총계	6,365	6,337	6,403	6,541
유동부채	836	392	400	417
매입채무	391	342	340	342
단기차입금	26	25	21	18
유동성장기부채	15	-385	-385	-385
비유동부채	2,404	2,191	2,039	1,919
사채	-	-	-	-
장기차입금	1,813	1,613	1,452	1,307
부채총계	3,239	2,583	2,438	2,336
지배주주지분	2,743	3,360	3,571	3,813
자본금	0	50	50	50
자본잉여금	2,695	3,240	3,240	3,240
이익잉여금	463	632	843	1,085
기타자본항목	-415	-562	-562	-562
비지배주주지분	383	394	393	393
자본총계	3,125	3,754	3,964	4,205

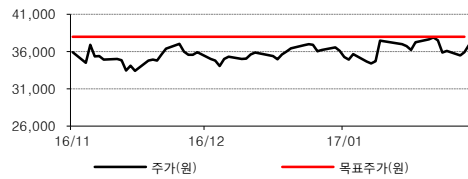
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,041	3,950	4,015	4,191
증가율(%)	37.9	-2.2	1.6	4.4
매출원가	3,183	3,098	3,166	3,299
매출총이익	858	852	848	892
판매비와관리비	473	438	434	454
연구개발비	64	62	63	66
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	386	414	414	438
증가율(%)	37.6	7.4	0.0	5.7
영업이익률(%)	9.5	10.5	10.3	10.4
이자수익	3	3	3	3
이자비용	93	92	92	92
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	10	-21	-4	20
세전계속사업이익	293	286	323	371
법인세비용	144	105	113	130
세전계속이익률(%)	7.2	7.2	8.1	8.8
당기순이익	148	180	210	241
순이익률(%)	3.7	4.6	5.2	5.7
지배주주귀속 순이익	137	169	211	242
기타포괄이익	-210	1	1	1
총포괄이익	-62	182	211	242
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	342	443	500	512
당기순이익	148	180	210	241
유형자산감가상각비	61	114	111	114
무형자산상각비	47	47	45	44
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-63	398	-102	-102
유형자산의 처분(취득)	-55	380	-120	-120
무형자산의 처분(취득)	-34	-	-	-
금융상품의 증감	1	-	-	-
재무활동 현금흐름	-12	12	-148	-131
단기금융부채의증감	-	-401	-4	-3
장기금융부채의증감	-12	-200	-161	-145
자본의증감	-	596	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	240	543	79	145
기초현금및현금성자산	181	420	964	1,043
기말현금및현금성자산	420	964	1,043	1,188

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	1,540	1,688	2,106	2,415
BPS	27,405	33,573	35,679	38,094
CFPS	2,759	3,295	3,673	3,988
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		21.8	17.5	15.3
PBR		1.1	1.0	1.0
PCR		11.2	10.0	9.2
EV/EBITDA	#VALUE!	6.9	6.5	5.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.1	5.5	6.1	6.5
EBITDA 이익률	12.2	14.6	14.2	14.2
부채비율	103.6	68.8	61.5	55.5
순부채비율	45.8	7.6	1.1	-6.0
매출채권회전율(x)	10.4	10.1	10.4	10.8
재고자산회전율(x)	5.1	5.1	5.1	5.2

자료 : 두산밥캣 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
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 기관투자자 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

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

- Buy(매 수): 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 2016-12-31 기준

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