

Not Rated

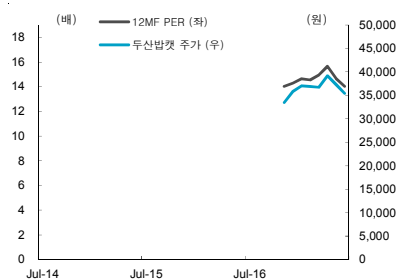
Stock Data

KOSPI(6/28)	2,383
주가(6/28)	35,400
시가총액(십억원)	3,549
발행주식수(백만)	100
52주 최고/최저가(원)	40,200/33,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	14,534
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.1/24.0
주요주주(%)	두산인프라코어 외 3인 69.9
	BlackRock Institutional Trust Company, N.A. 외 12인 10.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.3)	(0.6)	0.0
상대주가(%p)	(6.5)	(18.2)	0.0

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

두산밥캣(241560)

글로벌 no.1 소형건설장비 제조업체

최고의 소형 건설기계 제조기업

두산밥캣은 북미 및 유럽을 주무대로 하는 compact 건설기계 장비의 top-tier 업체다. 주요 판매 제품으로는 SSL(Skid Steer Loader), CTL(Compact Track Loader), MEX(mini excavator)가 있다. 특히 북미 지역에서 해당 제품들은 모두 시장점유율 1위를 차지하고 있다. 그 중에서도 SSL은 밥캣이 1960년 처음 개발한 것으로 미국에서는 해당 제품이 브랜드와 상관없이 ‘밥캣’이라고 불릴 정도로 강력한 브랜드 파워를 지니고 있다. 2016년 기준 제품별 매출액 비중은 Compact 장비 75%, Heavy 장비(중대형 건설기계, 두산인프라코어 제품을 유통/판매) 16%, PP(portable power) 8% 이다.

북미 주택시장, 올해는 다소 느리지만 안정적으로 성장 중

밥캣 compact 제품의 주요 전방 시장은 주택건설시장이다. 기능과 크기 등의 활용도에서 중대형 기계가 필요한 도로/항만 등의 인프라 건설 보다는 주택 건설 시장에 많이 쓰인다. 미국의 주택 건설 경기는 2000년대 금융위기를 겪으면서 크게 침체됐었지만, 2010년대 들어서 점진적인 회복 추세에 있다. 올해는 미국 경기가 좋아지면서 정부가 금리 인상을 단행하고 있다. 따라서 일시적으로 건설 경기 회복세가 다소 정체되어 있지만 중장기적으로는 안정적인 주택 착공 증가가 예상된다. 금융위기 이후 주택 공급이 크게 줄어 시장 재고가 넉넉하지 않은 상황에서 국민들의 구매력이 상승해 수요가 커지고 있다.

제품 믹스변화로 수익성 제고 중

지난 몇 년간 매출액이 크게 늘지 못했지만 영업이익은 꾸준히 증가했다. EBITDA 기준으로 2011년 2.5만달러에서 2016년 4.5만달러로 증가(동기간 매출은 29억달러에서 34억달러로 증가)했다. 가장 큰 요인은 Compact 제품 내에서의 매출 믹스 변화다. 미국 Loader 시장 내에서 SSL 판매는 점차 줄어드는 반면, 영업이익률이 높은 CTL의 비중은 커지고 있다. 두산밥캣의 SSL 시장 점유율이 CTL대비 높아 이러한 시장변화는 매출액 측면에서는 다소 부정적이나 영업이익 증가에는 긍정적이다. 올해 하반기부터는 매출액도 전년대비 증가할 전망이다. 전년도에는 대선 불확실성 및 금리 인상 우려에 따라 달러들의 재고조정이 이뤄져 실제 소매 판매대비 도매 장비 판매(두산밥캣 매출인식 기준)가 적었다. 따라서 하반기 달러 재고조정이 없다면 전년대비 매출액 및 영업이익이 늘어날 것이다.

조철희 3276-6189
chulhee.cho@truefriend.com정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	4,041	386	137	NA	NM	494	NM	3.7	NM	5.1	-
2016A	3,950	414	169	NA	NM	526	NM	9.2	NM	5.5	2.0
2017F	4,095	450	210	2,092	NM	568	16.9	8.1	1.0	6.1	2.0
2018F	4,299	494	242	2,412	15.3	618	14.7	7.1	1.0	6.8	2.0
2019F	4,514	519	263	2,619	8.6	649	13.5	6.4	0.9	7.0	2.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

단기 이익 증가는 유럽에서부터

두산밥캣은 올해 하반기 유럽에서 신제품 출시를 준비 중이다. 유럽은 미국과 달리 compact 제품 중에서 SSL, CTL과 같은 Loader 보다는 Mini Excavator의 판매 비중이 크다. 두산밥캣은 유럽지역 맞춤형 MEX를 출시할 예정인데 이를 바탕으로 유럽에서의 판매량 증가를 노리고 있다. 현재 또한 2분기에는 유럽지역에 집중됐던 차입금을 미국 법인으로 re-financing 하는 작업도 마무리 했다. 연결회사로 보면 차입금 규모의 변화는 없지만 re-financing을 통해 금리를 낮췄다. 이로 인해 유럽지역에서 순이익 흑자전환도 노려볼 만하다.

장기 전략은 중국/아시아 시장에서

두산밥캣은 향후에는 중국 및 이머징 시장에서 새로운 성장동력을 찾고 있다. 이미 중국 소주에서 두산인프라코어의 소형중장비 공장을 인수한 후, 중국 시장 맞춤형 제품 개발을 완료했다. 인건비를 대체하는 제품의 특성상 아직 중국의 인건비 수준이 밥캣 제품 구매를 촉진하기에는 낮기 때문에, 저가형 제품을 개발한 것이다. 올해 상반기 일부 제품을 팔기 시작했는데 아직은 실적에 보탬이 될 수준은 아닌 장기 성장 story다.

[그림 1] 두산밥캣 SSL



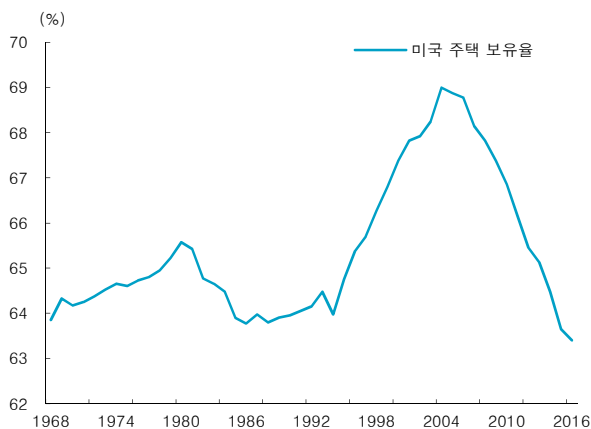
[그림 2] 두산밥캣 CTL



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

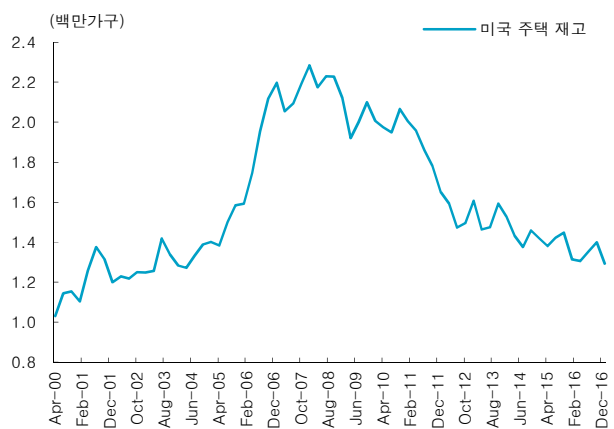
자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 3] 미국 주택 보유율



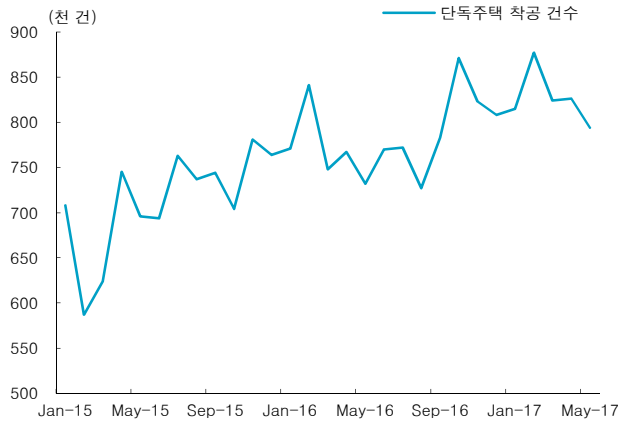
자료: US Census Bureau, 한국투자증권

[그림 4] 미국 주택 재고 물량



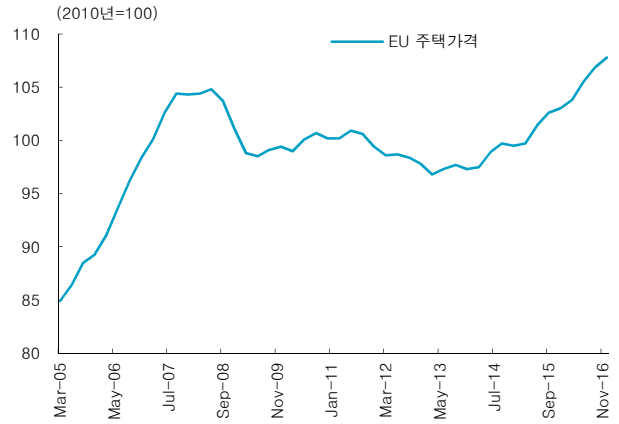
자료: US Census Bureau, 한국투자증권

[그림 5] 미국 단독주택 신규 착공 추이



자료: US Census Bureau, 한국투자증권

[그림 6] EU 주택 가격 지수



자료: Bloomberg, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

두산밥캣은 북미와 유럽을 주무대로 하는 compact 건설장비 생산업체로, 주요 제품에는 SSL(Skid Steer Loader), CTL(Compact Track Loader), MEX(mini excavator)가 있다. 특히 미국내 해당 제품들의 시장 점유율은 1위를 차지하고 있다. 2016년 기준 제품별 매출액 비중은 Compact장비 75%, Heavy 장비(중대형 건설기계, 두산인프라코어 제품을 유통/판매) 16%, PP(portable power) 8% 이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,642	1,529	1,585	1,664	1,747
현금성자산	420	364	377	396	416
매출채권및기타채권	400	411	426	447	470
재고자산	785	701	726	763	801
비유동자산	4,723	4,797	4,975	5,219	5,474
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	429	447	466	484	503
무형자산	4,159	4,230	4,385	4,604	4,835
자산총계	6,365	6,326	6,560	6,883	7,222
유동부채	836	738	1,012	1,331	1,641
매입채무및기타채무	633	535	555	582	612
단기차입금및단기사채	26	0	0	0	0
유동성장기부채	15	16	16	17	17
비유동부채	2,404	2,236	2,043	1,859	1,677
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,813	1,596	1,380	1,163	946
부채총계	3,239	2,974	3,054	3,190	3,318
지배주주지분	2,743	3,352	3,491	3,663	3,855
자본금	0	52	52	52	52
자본잉여금	2,695	3,367	3,367	3,367	3,367
기타자본	9	(216)	(216)	(216)	(216)
이익잉여금	463	655	794	966	1,158
비지배주주지분	383	0	14	30	48
자본총계	3,125	3,352	3,506	3,693	3,904

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	342	327	605	682	702
당기순이익	148	180	224	258	280
유형자산감가상각비	61	64	68	71	74
무형자산상각비	47	48	50	53	56
자산부채변동	(110)	(135)	230	257	246
기타	196	170	33	43	46
투자활동현금흐름	(63)	(90)	(291)	(361)	(378)
유형자산투자	(59)	(52)	(87)	(91)	(94)
유형자산매각	4	1	1	1	1
투자자산순증	6	0	(0)	(0)	(0)
무형자산순증	(34)	(39)	(205)	(272)	(286)
기타	20	0	0	1	1
재무활동현금흐름	(12)	(303)	(300)	(302)	(304)
자본의증가	0	5	0	0	0
차입금의순증	672	(306)	(216)	(216)	(216)
배당금지급	(17)	0	(70)	(70)	(70)
기타	(667)	(2)	(14)	(16)	(18)
기타현금흐름	(27)	(4)	0	0	0
현금의증가	240	(70)	13	19	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

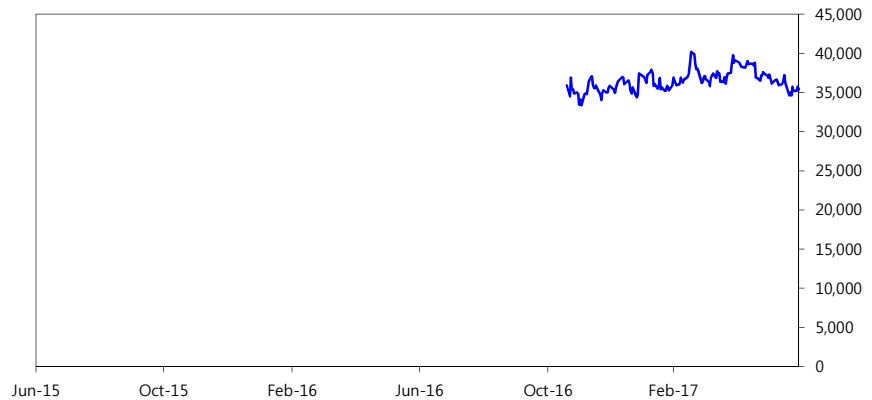
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,041	3,950	4,095	4,299	4,514
매출원가	3,183	3,070	3,161	3,298	3,463
매출총이익	858	880	933	1,002	1,052
판매관리비	473	466	483	507	533
영업이익	386	414	450	494	519
금융수익	66	41	3	3	3
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	169	148	78	67	56
이자비용	93	90	78	67	56
기타영업외손익	10	(21)	(20)	(21)	(23)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	293	286	354	409	444
법인세비용	144	105	131	151	163
연결당기순이익	148	180	224	258	280
지배주주지분순이익	137	169	210	242	263
기타포괄이익	(210)	(56)	0	0	0
총포괄이익	(62)	125	224	258	280
지배주주지분포괄이익	(21)	104	210	242	263
EBITDA	494	526	568	618	649

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	NA	NA	2,092	2,412	2,619
BPS	NA	NA	34,827	36,539	38,458
DPS	NA	700	700	700	700
성장성(%, YoY)					
매출증가율	37.9	(2.2)	3.7	5.0	5.0
영업이익증가율	37.6	7.4	8.8	9.8	5.0
순이익증가율	130.6	23.5	24.1	15.3	8.6
EPS증가율	NM	NM	NM	15.3	8.6
EBITDA증가율	38.4	6.6	8.0	8.8	5.0
수익성(%)					
영업이익률	9.5	10.5	11.0	11.5	11.5
순이익률	3.4	4.3	5.1	5.6	5.8
EBITDA Margin	12.2	13.3	13.9	14.4	14.4
ROA	2.3	2.8	3.5	3.8	4.0
ROE	5.1	5.5	6.1	6.8	7.0
배당수익률	-	2.0	2.0	2.0	2.0
배당성향	0.0	41.5	33.5	29.0	26.7
안정성					
순차입금(십억원)	1,431	1,245	1,015	780	544
차입금/자본총계비율(%)	59.3	48.1	39.8	32.0	24.7
Valuation(X)					
PER	NM	NM	16.9	14.7	13.5
PBR	NM	NM	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.7	9.2	8.1	7.1	6.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
두산밥캣(241560)	2017.06.28	NR	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 28일 현재 두산밥캣 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산밥캣 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.