

매수(신규)

목표주가: 45,000원

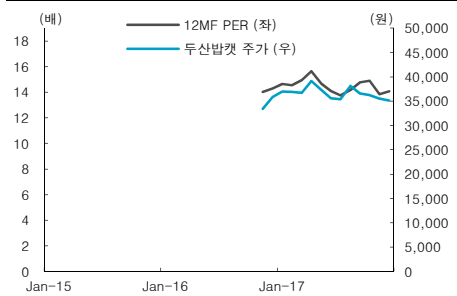
Stock Data

KOSPI(12/4)	2,502
주가(12/4)	35,150
시가총액(십억원)	3,524
발행주식수(백만)	100
52주 최고/최저가(원)	40,200/33,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,915
유동주식비율/외국인지분율(%)	30.1/24.5
주요주주(%)	두산인프라코어 외 3 인 69.9
	BlackRock Institutional Trust Company, N.A. 외 12 인 10.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.6)	(2.8)	5.2
상대주가(%p)	(1.4)	(8.2)	(21.7)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

조철희

chulhee.cho@truefriend.com

Upcycle에 올라타자

북미 주택시장은 구조적인 upcycle

글로벌 소형건설장비 점유율 1위 두산밥캣(밥캣)에 대해 목표주가 45,000원(18F EBITDA에 EV/EBITDA 9배 적용)으로 분석을 시작한다. 매출의 70%를 차지하는 북미지역에서 주택건설 호황이 지속되고 있다. 이러한 호황은 수요증가/공급 부족 때문인데 금리인상, 허리케인 피해에도 주택착공지수는 사상 최고치를 경신 중이다. 올해 상반기까지는 자체 생산 문제로 매출액이 저조했지만 3분기부터 매출액이 본격적으로 늘기 시작했고 이러한 기조는 18년에도 이어질 것이다.

유럽도 바닥 다지고 점진적 회복 중

유럽 지역 업황도 바닥을 다지고 회복의 기미가 보인다. 건설투자가 늘어나고 있고, Caterpillar의 retail 판매가 올해 하반기부터 늘어나기 시작한 것도 업황 회복의 주요 단서다. 밥캣은 지난 3년간 구조조정을 통해 생산/관리 효율화를 이룩했고, 유럽 compact 분야에서 가장 큰 시장인 MEX(소형굴삭기) 신모델을 출시 하면서 매출액 반등을 노리고 있다.

주주환원정책이 강화될 것, 미국 세제 개편 확정 시 이익 추정치도 상향

Heavy(중대형 굴삭기)사업부가 두산인프라코어에 양도될 예정이어서 18년부터 해당매출(17년 7,000억원)이 사라진다. 그럼에도 18년 영업이익은 전년대비 6.5% 증가한다. 차입금 리파이낸싱으로 이자비용도 줄어 순이익은 23% 증가할 것이다. 올해 추정 EBITDA는 5,500억원(순차입금/EBITDA 1.8배)이고 CAPEX는 1,010 억원으로 기업이 선순환 구조에 진입했다. 주주환원정책이 강화될 당위성이 생겼다. 올해 추정 DPS는 최소 800원으로 배당수익률이 2%가 넘어 산업재 내에서 실적 안정성과 배당 매력ity가 돋보인다. 마지막으로 미국 세제 개편안이 상/하원 합의로 확정되면 법인세율이 25~30%(올해 추정 43%)로 크게 낮아질 수 있다.

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액(십억원)	4,041	3,950	4,011	3,631	3,990
영업이익(십억원)	386	414	433	461	539
세전이익(십억원)	293	286	345	404	492
순이익(십억원)	137	169	197	242	295
EBITDA(십억원)	494	526	550	583	665
순차입금(십억원)	1,431	1,245	1,010	746	444
영업이익률(%)	9.5	10.5	10.8	12.7	13.5
ROE(%)	5.1	5.5	5.5	6.3	7.4
배당수익률(%)	NM	2.0	2.3	2.6	2.8
EPS(원)	-	-	1,964	2,417	2,944
(EPS 증가율, %)	-	-	-	23.0	21.8
BPS(원)	-	33,435	37,412	38,929	40,873
DPS(원)	-	700	800	900	1,000
PER(x)	-	17.2	17.9	14.5	11.9
PBR(x)	-	1.1	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	-	9.2	8.2	7.3	6.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Contents

I. Valuation 및 기업소개.....	2
II. 북미: 주택시장은 구조적 upcycle.....	4
1. 시장은 계속 좋았었다, 밥캣이 부진했을 뿐	
2. 생산문제 해결과 달러들의 re-stocking 모멘텀	
3. 허리케인 Harvey 복구사업으로 기계 수요 증가	
III. 유럽: 바닥 다진 업황, 구조조정 효과 나올 시기.....	7
1. 산업은 바닥을 다지고 반등 기회 엿보는 중	
2. 구조조정, 신제품 효과로 자체 경쟁력 제고	
IV. 안정적인 재무구조, 주주환원정책의 당위성.....	9
V. 실적점검, 내년 순이익 23% 증가.....	10
1. Heavy 매각에도 늘어나는 영업이익, 더 크게 증가하는 순이익	
2. 기회/Risk 요인 - 미국 세제 개편은 확정 시 모델에 반영할 것	
기업개요 및 용어해설.....	12

리포트 작성 목적

- 밥캣에 대해 투자의견 제시
- 북미 주택시장 분석과 회사의 경쟁력 분석
- 유럽 주택시장 분석과 회사의 경쟁력 제고 방안 분석

I. Valuation 및 기업소개

오버행 우려에도
매력적인 주가

매수의견과 목표주가 45,000원으로 분석을 시작한다. 목표주가는 2018년 추정 EBITDA에 EV/EBITDA 멀티플 9배(Peer 그룹 평균 9.7배에서 오버행 고려해 할인)를 적용했다. 선순환 사이클에 진입했다. 매출액과 영업이익이 올해 3분기부터 늘어나기 시작했고 영업 을 통해 창출된 현금으로 재무구조가 좋아지고 있다. 또한 현금이 쌓이다 보니 주주친화 적인 배당 정책을 펼칠 당위성도 커졌다. 11월 18일 IPO 보호예수가 끝나 그룹사가 보유 한 지분에 대한 오버행 우려로 주가 흐름이 부진하다. 현주가 수준에서 해당 물량이 대규 모로 나올 가능성은 적을뿐더러 이를 감안해도 매력적인 valuation 구간에 진입했다. 목표 주가 45,000원은 18년 기준 PE 18.6배, PB 1.2배에 해당한다.

〈표 1〉 Valuation

	2016	2017	2018F	2019F
영업이익(십억원)	414	433	461	539
유무형상각비(십억원)	112	117	122	127
EBITDA(십억원)	526	550	583	665
EV/EBITDA 배수(x)	9	9	9	9
사업가치(십억원)	4,738	4,949	5,245	5,988
순차입금(십억원)	1,245	1,011	741	442
적정가치(십억원)	3,493	3,938	4,504	5,546
주식수(백만주)	100.2	100.2	100.2	100.2
주당 적정가(원)	34,847	39,279	44,923	55,327
현재가(원)		35,150	35,150	35,150
상승여력(%)		12%	28%	57%

주: 12월 4일 종가 기준
자료: 한국투자증권

〈표 2〉 글로벌 peer valuation 비교

(단위: x, %)

	PE			PB			EV/EBITDA			ROE		
	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
KUBOTA CORP	17.0	17.9	16.5	2.2	2.0	1.8	12.8	12.9	11.9	13.8	11.5	11.5
CATERPILLAR INC	15.5	21.7	17.6	2.7	4.8	4.2	7.0	11.0	9.4	13.3	23.3	25.7
DEERE & CO	13.4	18.5	15.5	3.7	4.2	3.5	5.5	10.9	9.3	24.5	24.2	22.7
CNH INDUSTRIAL NV	19.4	27.1	20.2	1.9	3.8	3.1	3.8	9.0	8.2	5.2	12.1	17.0
평균	16.3	21.3	17.5	2.6	3.7	3.2	7.3	10.9	9.7	14.2	17.8	19.2

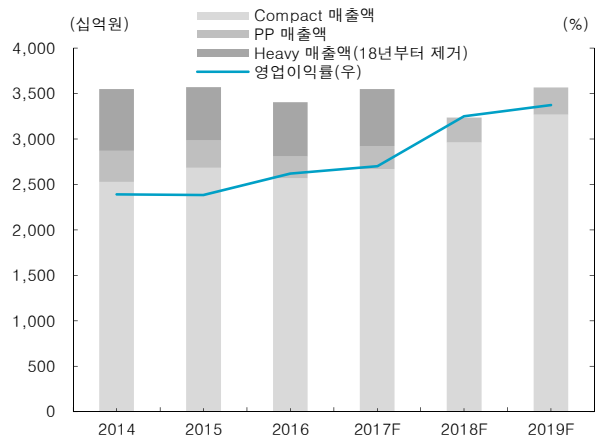
주: 12월 1일 종가 기준
자료: Bloomberg, 한국투자증권

Compact 제품 위주로
제품 포트폴리오
단순화/강화

밥캣은 북미/유럽에서 소형 건설기계(이하 compact: SSL, CTL, MEX 등, 그림 3~5) 부 문 시장점유율 1위 업체다. 17년 3분기 누적 매출 분류는 compact 75%, heavy(중대형 굴삭기) 18%, PP(portable power) 7%이다. 참고로 올해 말 heavy 사업부는 두산인프라코어 로 양도될 예정이고2, 최근 언론에 따르면 PP사업부도 외부 매각을 추진 중이다. 즉 회사 의 중장기 주력 사업은 compact 부문이다. Compact 매출액은 제품별로 CTL 40%, SSL 32%, MEX 28%이다. 두산밥캣의 제품은 기본적으로 ‘인간이 할 수 있는 일을 기계가 대 체하는’ 용도로 쓰이는 제품인데, 따라서 인건비가 높은 지역인 선진국에서 주로 팔린다.

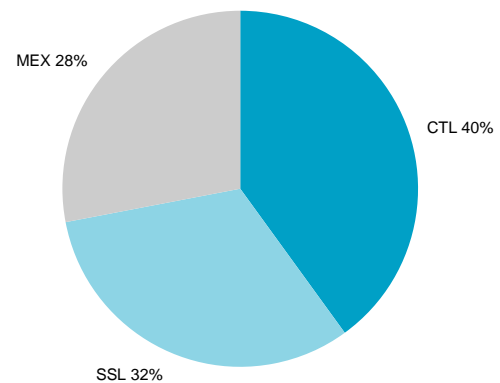
주요 전방산업은 주택건설, 농업, 인프라건설 등이다. 이 중 주택건설이 compact 제품의 최대 수요처다. 2015년 기준 compact 제품의 84%가 각 지역에 구축된 dealer들에게 판매됐고 나머지 16%는 United Rentals, Herc Rentals, SUNBELT 등 렌탈/leasing 업체들에게 팔렸다. 특히 전체 dealer 중 82%는 밥캣 제품만 취급하고 북미 지역에서 각 딜러들과 파트너십 유지 연수는 평균 29년으로 딜러 네트워크가 밥캣의 최대 강점 중 하나다.

[그림 1] 매출 비중 - 18년부터는 Heavy가 사라짐



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 2] Compact 제품 매출액 breakdown(3Q17 누적)



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 3] SSL(Skid Steer Loader)



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 4] CTL(Compact Track Loader)



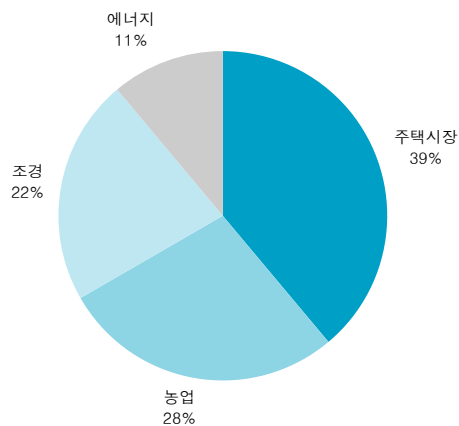
자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 5] MEX(Mini EXcavator)



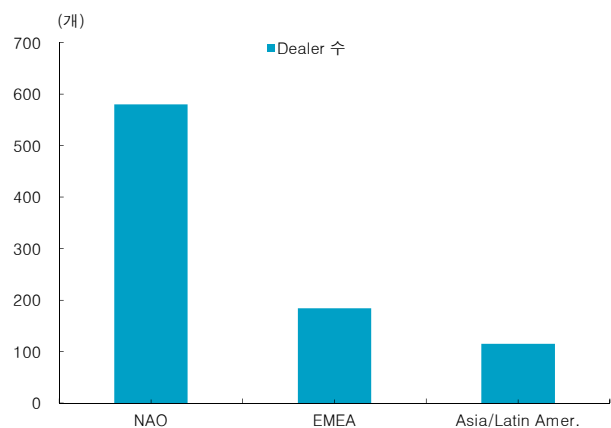
자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 6] 밥캣의 주요 전방산업 비중 추정



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 7] 밥캣 dealer 수



주: NAO - 북미, 오세아니아, EMEA - 유럽, 중동, 아프리카
 자료: 두산밥캣, 한국투자증권

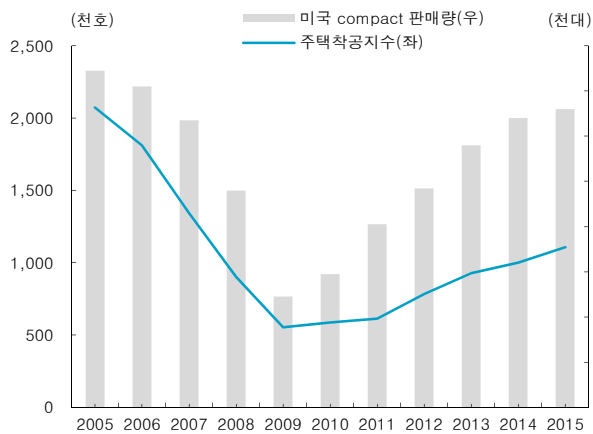
II. 북미: 주택시장은 구조적 upcycle

1. 시장은 계속 좋았었다, 밥캣이 부진했을 뿐

구매력은 좋아졌는데,
주택재고는 부족

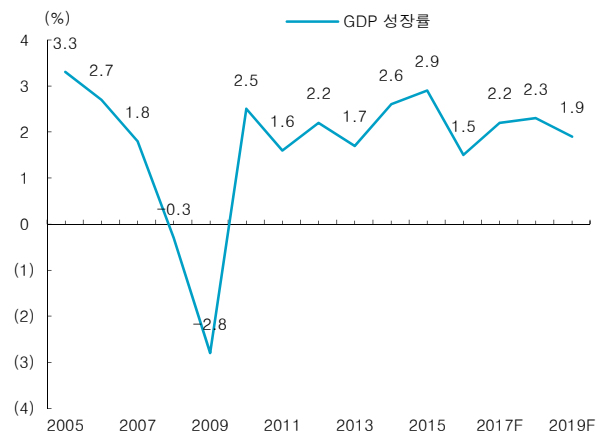
북미지역이 매출의 70%를 차지한다. 그 중에서도 가장 큰 비중을 차지하는 compact 제품의 최대 수요처는 주택건설 시장이다. 주택지표 중 compact 매출액과 가장 연관성이 높은 것이 주택착공지표(housing starts)다. 주택착공지표는 2005년 2백만호를 정점에서 줄어들어 금융위기를 거친 후 2009년 5십만호까지 줄었다. 이후 경기 회복과 함께 점진적으로 늘어나 2017년에는 백만호까지 늘어났다. 최근 몇 년간 연속으로 증가했고, 미국의 금리 인상에 따라 주택시장 침체 우려가 있지만 여전히 peak대비 절반 수준이다.

[그림 8] 주택착공지수와 compact 장비 매출 - 밀접한 상관성



자료: US Census Bureau, Yengst Association, 한국투자증권

[그림 9] 미국 GDP 성장률 및 IMF 전망 - 2% 수준의 안정적인 성장률

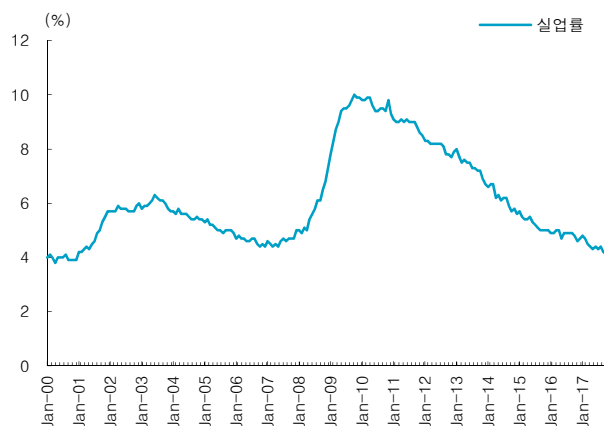


자료: IMF, 한국투자증권

주택구매욕구 큰 밀레니얼 세
대가 본격적으로 구매층으로
등장해 수요 부추길 것

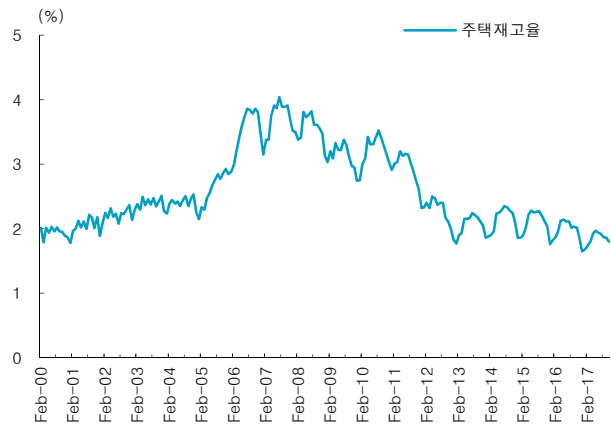
주택착공지표가 지속적으로 상승한다고 보는 근거는 주택 수급 불균형 때문이다. 미국 경기가 좋아지면서 실업률이 낮아졌고 국민들의 구매력은 높아졌다. 또한 1980~2000년대에 태어난 밀레니얼(millennial)세대 들은 어떤 그룹보다 높은 주택구매에 대한 욕구가 강하다. 이들은 주거기능 이외에도 장기 투자 대상으로써 주택을 바라본다. 현재 밀레니얼세대들이 경제적으로 본격적으로 주택구입자로 등장하기 시작해가는 상황이다. 그러나 현재 주택재고수준은 [그림 11]처럼 사상 최저다. 수요는 커지는데 공급은 충분치 않다.

[그림 10] 미국 실업률 - 실업률 낮아지고 경기 좋아지는데



자료: US Census Bureau, 한국투자증권

[그림 11] 미국 주택재고 - 미국 주택재고는 사상 최저 수준

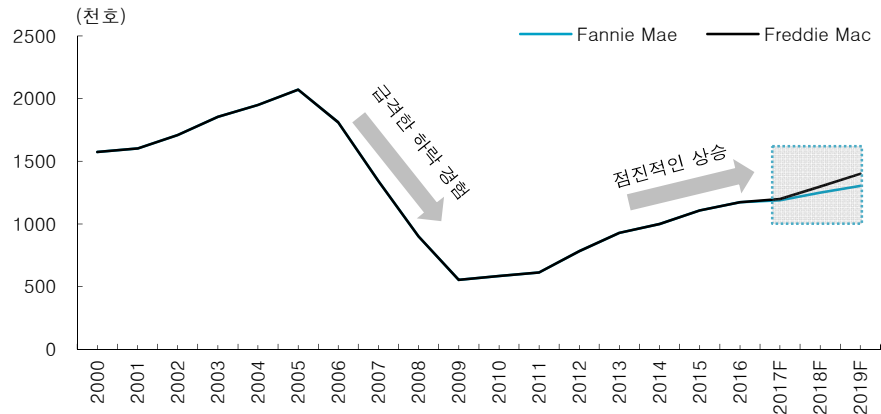


자료: US Census Bureau, 한국투자증권

미국의 양대 모기지 업체는 주택착공지수가 지속적으로 상승할 것이라고 전망

실제로 미국의 2대 모기지인 Fannie Mae, Freddie Mac이 최근 발표한 자료에 따르면 미국의 착공지수는 2018, 2019년에도 안정적으로 늘어날 전망이다. Fannie Mae의 2018년, 2019년 주택착공 추정치 평균은 각각 125만호, 130만호이고, Freddie Mac의 추정치는 각각 130만호, 140만호이다. 양 대 기관 모두 수요는 늘어나지만 주택 재고량이 넉넉하지 않아 착공이 늘어날 것으로 전망했다.

[그림 12] 미국 양대 모기지 업체들의 신규착공지수 전망 - 2019년까지 점진적인 증가



자료: Fannie Mae, Freddie Mac, 한국투자증권

2. 생산문제 해결과 딜러들의 re-stocking 모멘텀

생산 문제로 상반기 매출 차질
그러나 retail 판매는
양호했음

3분기부터 드디어 매출액이 늘어나기 시작했고 증가세는 당분간 지속될 것이다. 상기한 것처럼 시장은 지속적으로 좋았지만 밥캣의 매출액은 올해 상반기에 전년대비 감소(달러 기준 -1%, 원화기준 -7%)했다. 가장 큰 이유는 자체 생산 line 재조정 문제 때문이었다. 북미에는 그위너 공장에서 SSL, CTL, MEX를 생산하고 있었는데 생산량이 늘어나면서 과거 중단시켰던 비스마르크 공장에 MEX 라인을 이전시키면서 생산차질을 빚었다. 또한 부품 일부 부품 수급에도 차질을 빚어 시장 호황기를 누리지 못했다. 그러나 이는 밥캣이 매출로 인식하는 도매(wholesales) 관점의 문제였다. 소매(retail) 판매량은 여전히 양호해 시장점유율은 큰 변동폭이 없었다. 또한 dealer들의 적정재고 MOH(Month-On-Hand 월간재고량)은 약 4.5개월에서 3개월로 낮아져 있다.

생산문제 해결되어 가고 있음
딜러들의 줄어든 재고를
다시 쌓아주는 re-stocking
모멘텀 내년 상반기까지 기대

3분기부터 생산라인이 정상화 되어가면서 매출액이 늘어났다. 그러나 여전히 retail 수요도 강해 아직 dealer들의 재고량을 늘려주기에는 부족했다. 따라서 밥캣은 내년 1분기 retail 비수기를 틈타 dealer들의 재고량을 채우기 위한 매출까지 더해진다면 최소한 내년 상반기까지 밥캣의 매출액은 안정적으로 증가할 것이다.

3. 허리케인 Harvey 복구사업으로 기계 수요 증가

주택착공허가의 13%가 영향
단기에는 주택 착공 늦어질 것

지난 8월 발생한 허리케인 Harvey, Irma로 인해 단기 주택착공은 다소 부정적인 영향을 받았지만 장기적으로는 compact 건설기계 수요 증가세를 더욱 부추길 것이다. 올해 발생한 허리케인의 영향으로 휴스턴에서만 15,500 이상의 가구가 유실됐고 총 270,000이상의 가구가 피해를 입었다. FEMA(미국연방비상관리국)에 따르면 Harvey에 직접적인 영향을 받은 지역은 지난해 주택건축허가(Housing permit) 총량의 약 13%(Texas 4.1%, Florida 8.9%)에 해당한다. 따라서 단기적으로 해당 지역에는 주택건설 활동이 다소 늦어질 수 있다.

〈표 3〉 미국 FEMA 발표한 Harvey 관련 주택시장 영향

(단위: 호, %)

	Total units authorized in 2016	Single-family units authorized in 2016	% of 2016 US total units	% of 2016 US Single-family units
United States(전체)	1,206,642	750,796		
Texas(전체)	165,853	106,511		
Harris County(피해)	22,661	15,511	1.9	2.1
Fort Bend County(피해)	10,279	9,777	0.9	1.3
Montgomery County(피해)	5,537	4,175	0.5	0.6
Others(피해)	10,792	9,920	0.9	1.3
Sub total(피해)	49,269	39,383	4.1	5.2
Florida(전체)	116,240	75,148		
Orange County(피해)	11,952	6,156	1.0	0.8
Hillsborough County(피해)	10,662	6,308	0.9	0.8
Miami-Dade County(피해)	9,317	2,873	0.8	0.4
Duval County(피해)	5,751	2,908	0.5	0.4
Lee County(피해)	5,417	4,092	0.4	0.5
Palm Beach County(피해)	5,320	2,297	0.4	0.3
Others(피해)	59,466	44,038	4.9	5.9
Sub total(피해)	107,885	68,672	8.9	9.1
Total(피해)	157,154	108,055	13.0	14.4

자료: US Census Bureau, Building Permits Survey(17년 9월), 한국투자증권

재고량 부족으로 수급은 더욱
타이트해질 것. 피해지역 주변
착공 증가

그러나 이러한 우려는 단기에 그칠 전망이다. 주택착공 지연으로 시장의 주택재고량이 더욱 감소할 것이고 해당 지역에서 유실된 주택을 복구하기 위해 인근지역에서 주택건설이 활발해질 것이다. 실제로 Freddie Mac에 따르면 2005년 허리케인 Katrina로 인한 피해가 발생한 시기에도 인근 지역 주택건설이 활발해졌고 수요 증가로 인해 해당 지역의 단기 주택가격이 상승했던 시기가 있었다.

단기 재해복구를 위한 수요 및
attachment 판매량 증가

Compact 기계 판매량 측면에서 단기에는 중립적, 장기적으로 우호적이다. 단기적으로 피해지역 복구 작업을 위해 기계장비 수요가 늘어날뿐더러, 복구사업을 위해 compact 제품의 attachment(기기 앞에 붙이는 장비) 판매가 증가할 것이다. Attachment는 전체 매출의 약 15%를 차지하는데 영업이익률이 상대적으로 높은 제품이다. 중장기적으로도 해당 지역 주택복구사업이 활발하게 진행될 수 밖에 없어 긍정적이다.

[그림 13] 허리케인 Harvey 피해지역



자료: Wikipedia, 한국투자증권

[그림 14] 다양한 attachment



자료: 두산밥캣, 한국투자증권

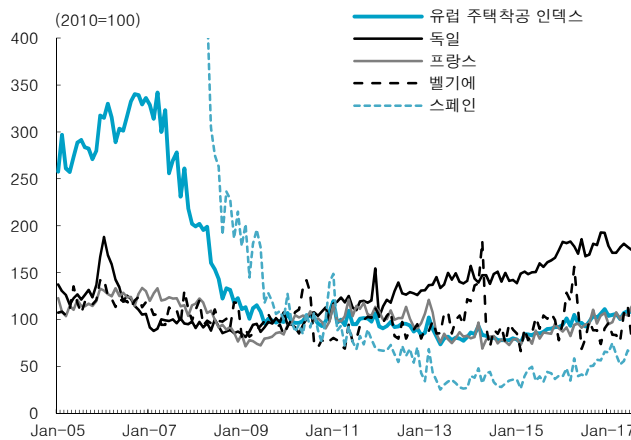
III. 유럽: 바닥 다진 업황, 구조조정 효과 나올 시기

1. 산업은 바닥을 다지고 반등 기회 엿보는 중

유럽 업황 반등할 것
Caterpillar retail 지표도
반등하기 시작

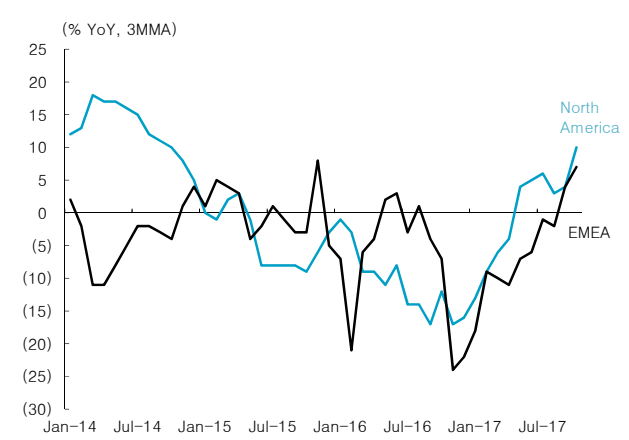
전체 매출에서 약 30%를 차지하는 유럽 판매량도 바닥을 다지고 반등의 기회를 엿보고 있다. Eurostat이 발표하는 유럽 주택착공 인덱스가 바닥을 다지고 상승하고 있다. 유로존 건설투자도 15년 들어 회복세로 전환됐고 EU 주요국인 독일, 프랑스, 영국의 주택가격지수도 상승하고 있다. 특히 Caterpillar가 발표하는 건설기계 월간 retail 판매량을 보면 유럽지역에서 올해 하반기부터 판매량(heavy, compact 합산)이 늘어나고 있다.

[그림 15] 유럽주택착공 인덱스



자료: Eurostat, 한국투자증권

[그림 16] Caterpillar가 공개하는 월간 retail 판매량 YoY 증가

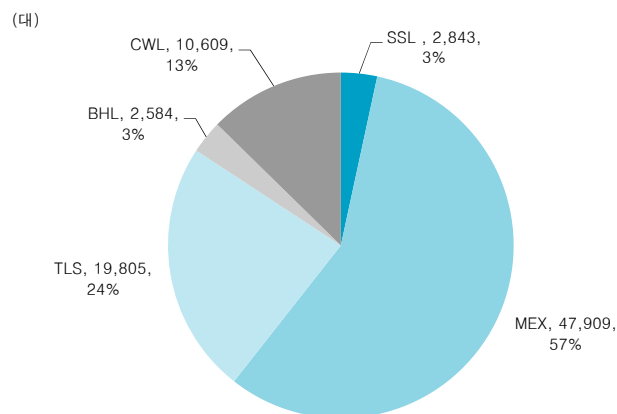


주: EAME - 유럽, 아프리카, 중동
자료: Caterpillar, 한국투자증권

유럽은 MEX 시장 위주

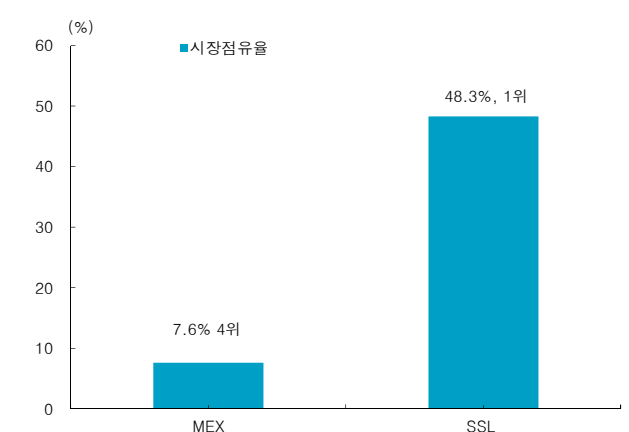
유럽시장은 북미시장과는 달리 compact 건설기계 시장에서 MEX의 시장규모가 CTL과 SSL대비 월등하게 크다. 2015년 기준 전체 compact 시장의 57%를 MEX가 차지한다. 밥캣은 북미 MEX 시장에서 시장점유율 23.7%로 1위를 기록하고 있지만 유럽시장에서는 7.6%, 4위로 부진했다. 유럽시장에서 MEX는 주택건설뿐만 아니라 인프라투자 등에도 많이 쓰여 heavy 제품 판매량 추이와 연관성이 높다. 즉 Caterpillar retail 판매량 증가로부터 MEX 판매량도 늘어나고 있음을 유추할 수 있다.

[그림 17] 유럽 compact 시장 제품별 비중(2015년) - MEX가 중요



자료: Off-Highway Research, 한국투자증권

[그림 18] 밥캣의 유럽 시장점유율(2015년) - MEX 점유율 부진



자료: 한국투자증권

지난 3년간의 유럽지역
구조조정 마무리.
이익증가 효과 시작

2. 구조조정, 신제품 효과로 자체 경쟁력 제고

밥캣은 2015년부터 지난 3년간 유럽지역 구조조정을 단행했다. 그 결과 2014년대비 2016년에는 종업원수가 1,882명으로 20% 감소했고, 생산공장 수도 7개에서 3개로 줄었다. 또한 전체 유럽지역 법인수도 29개에서 16개로 줄어드는 등 전형적인 생산효율화와 관리효율화 달성을 위해 구조조정을 단행했다. 비용구조를 단순화하고, 재고 관리 및 dealer망 구축에 힘을 쏟고 있다. 현재 대규모 구조조정은 일단락된 상황으로 추가적으로 비용이 발생하는 구조조정 계획은 없다. 2017, 2018년부터는 비용감소에 따른 영업이익 증가효과가 시작될 것이다.

〈표 4〉 두산밥캣의 유럽지역 구조조정 내용

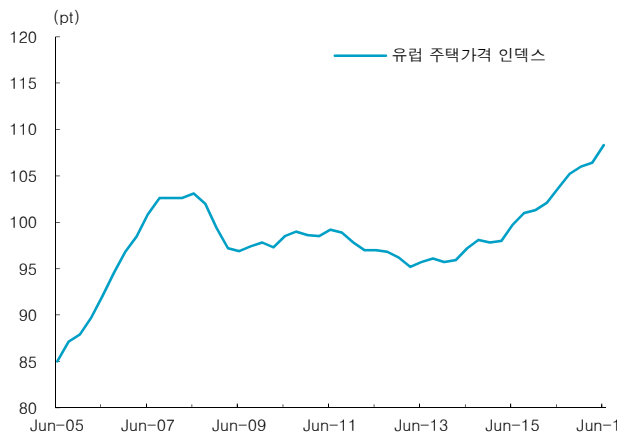
연도	내용
2013	유럽지역 HQ 구조조정
2015	EMEA heavy 공장 폐쇄 - 벨기에 공장 폐쇄
2015	EMEA 비핵심사업 매각
2015	Geith 제품 outsourcing
2016	체코로 EMEA HQ 이전
2017	북미/유럽 heavy 사업부를 두산인프라코어에 양도 결정

자료: 한국투자증권

올해 MEX 신제품 출시
점진적으로 점유율 높여갈 것

신제품 출시도 밥캣의 경쟁력을 제고시킨다. 밥캣이 유럽 MEX 시장에서 미국대비 유럽에서 부진한 이유는 북미/유럽의 쓰임새가 다소 다르기 때문이다. 유럽에서는 북미보다 MEX 제품들의 쓰임새가 인프라 등 건설현장에 쓰이는 경우가 미국대비 많다. 따라서 북미제품대비 다소 사이즈가 크다. 그러나 과거 밥캣은 기존 미국 모델을 그대로 들여와 유럽에서 출시했기 때문에 북미 시장대비 유럽에서의 시장장악력이 부족하다. 이를 만회하기 위한 전략으로 2017년부터는 유럽지역 필요도에 맞춘 유럽형 맞춤 R 시리즈(size up) 모델을 출시하면서 점유율 반등을 노리고 있다.

[그림 19] 유럽지역 주택가격 지속 상승 중



자료: Eurostat, 두산밥캣, 한국투자증권

[그림 20] 올해 새롭게 신제품 출시 - R Series 가 유럽형 제품



자료: 한국투자증권

IV. 안정적인 재무구조, 주주환원정책의 당위성

주주친화 정책 필요, 배당정책 강화될 것

주주친화정책(배당성향 확대, 자사주매입 등)의 강화가 기대된다. 특히 최근의 주가유동성을 감안하면 자사주매입보다는 배당성향 확대가 예상된다. 상장 후 처음으로 지급한 배당금은 702억원(DPS 700원, 시가배당율 2%, 배당성향 41.5%)이었다. 올해 DPS는 800원을 전망하는데 이는 시가배당율 2.3%, 배당성향 40.7%에 해당한다. 산업재 내에서 안정적인 이익 증가와 2% 넘는 시가배당율은 매력적이다.

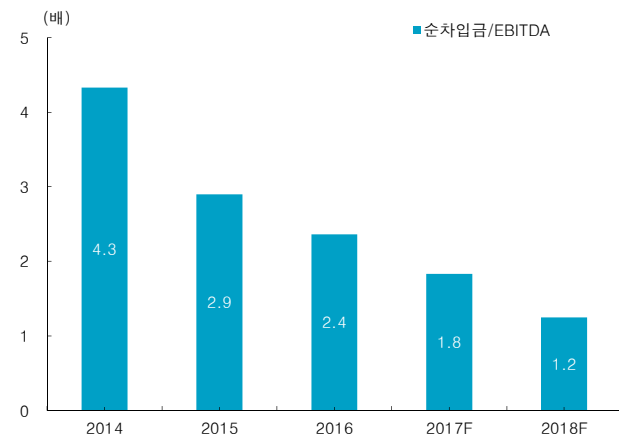
추가적인 CAPEX는 제한적이고

밥캣이 주주친화정책을 펼쳐야 하는 근거는 크게 두 가지다. 현금이 안정적으로 쌓이는 와중에 지출은 제한적이기 때문이다. 밥캣의 사업영역은 기본적으로 경기순환적(cyclical)이다. 따라서 매출이 늘어난다고 무한정 생산설비를 늘릴 수도 없어 CAPEX가 제한적이다. 이머징마켓 시장진출로 제품 개발 및 설비투자가 진행 중이나 연간 EBITDA가 5,500억원이고 CAPEX가 1,010억원임을 감안 시 부담스럽지 않다. 현재 compact 제품 중 밥캣이 생산하지 않는 제품으로의 라인업 확대를 M&A나 JV를 추진 중인데, 대규모 M&A 추진이 아니라면 현재의 배당재원/실적/현금흐름을 감안 시 DPS를 상향할 것으로 예상된다.

최대주주들의 자금 사정도 녹색하지 않음 배당성향 확대 필요

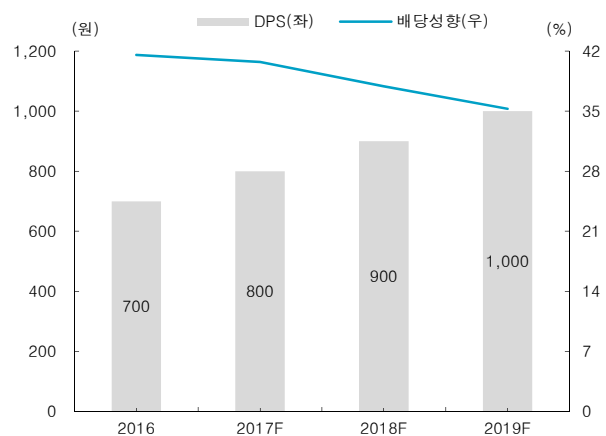
최대 주주의 자금 사정도 녹록하지 않다. 두산밥캣은 두산그룹 내에서 가장 안정적으로 이익을 잘 내는 회사다. 특히 주요주주인 두산인프라코어(지분 59.3%)와 두산엔진(10.6%) 두 회사 모두 재무구조 개선이 여전히 필요하다. 따라서 가장 합리적이고 투명한 자금 지원은 역시나 배당지급인 만큼 그룹차원의 의사결정 과정에서도 DPS 상향의 필요성이 대두될 것이다.

[그림 21] 순차입금 / EBITDA - 17년말에 2년 아래로 내려올 것



자료: 한국투자증권

[그림 22] 추정 배당금 및 배당성향 - 17년 DPS 최소 800원 이상



자료: 한국투자증권

V. 실적점검, 내년 순이익 23% 증가

1. Heavy 매각에도 늘어나는 영업이익, 더 크게 증가하는 순이익

18년 매출액 감소는 heavy
사업부 매각 때문

올해 3분기부터 매출액이 늘어나기 시작했고 이러한 증가세는 내년 상반기까지는 안정적으로 이어질 것이다. 업황이 양호할뿐더러 내년 상반기까지는 dealer들의 재고량 쌓기 노력이 예상된다. 또한 경쟁사인 KUBOTA로 인한 프로모션 경쟁도 점진적으로 완화되면서 영업이익률도 점진적으로 상승할 것이다. 그러나 재무제표상에는 18년에 매출액은 다소 줄어드는데 이는 올해말 예정된 heavy사업부 양도 때문이다. 수익성이 상대적으로 낮은 heavy사업부가 두산인프라코어로 이전되면서 매출액은 줄고 영업이익률은 상승할 것이다.

18년 영업이익 6.5% 증가 전망,
달러기준 7% 증가

18년 추정 매출액과 영업이익은 각각 3조 6,310억원(-9.5% YoY), 영업이익은 4,610억원(+6.5% YoY)이다. 또한 회사의 실제 펀더멘털과 더 연관성 높은 달러기준 18년 추정 매출액과 영업이익은 각각 32억달러(-9% YoY), 4.1억달러(+7% YoY)이다. 구매/생산/판매가 대부분 달러/유로화로 이뤄져있기 때문에 실제 회사의 영업상황 체크는 달러기준으로 파악하는 것이 더 합리적이다.

Re-financing, 순차입금
감소 등으로 순이익은 23%
늘어날 것

또한 올해 단행한 Re-financing 효과로 이자율이 절감될뿐더러, 매년 순차입금 규모가 줄어들고 있어 순이익 증가율은 영업이익 증가율보다 더 높을 것이다. 18년 추정 순이익은 2,420억원(+23.1% YoY)이다. 향후 추가적인 순이익 증가 모멘텀으로는 미국의 세계개혁안이 있으나 현재는 수익 추정에 반영하지 않았다.

〈표 5〉 실적 추이(원화기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	974	1,176	882	918	930	1,075	1,019	987	2,930	4,041	3,950	4,011	3,631
Compact	753	871	661	695	709	799	758	752	2,087	3,036	2,979	3,018	3,334
PP	72	80	59	68	65	80	71	70	281	339	279	285	298
Heavy	149	225	161	156	156	197	190	165	562	666	692	708	0
% YoY					(4.6)	(8.5)	15.6	7.5		37.9	(2.2)	1.6	(9.5)
(Heavy 제외)					(6.3)	(7.6)	15.2	7.7		42.5	(3.5)	1.4	9.9
Compact					(5.9)	(8.3)	14.8	8.2		45.5	(1.9)	1.3	10.5
PP					(9.9)	(0.1)	19.6	2.6		20.5	(17.7)	2.3	4.5
Heavy					5.1	(12.5)	17.7	5.8		18.4	3.9	2.3	(100.0)
영업이익					93.3	136.0	101.6	102.3	280.2	385.6	414.0	433.2	461.2
영업이익률					10.0	12.6	10.0	10.4	9.6	9.5	10.5	10.8	12.7
적용환율	1,201	1,167	1,112	1,159	1,154	1,132	1,139	1,100	825	1,131	1,161	1,131	1,125

자료: 한국투자증권

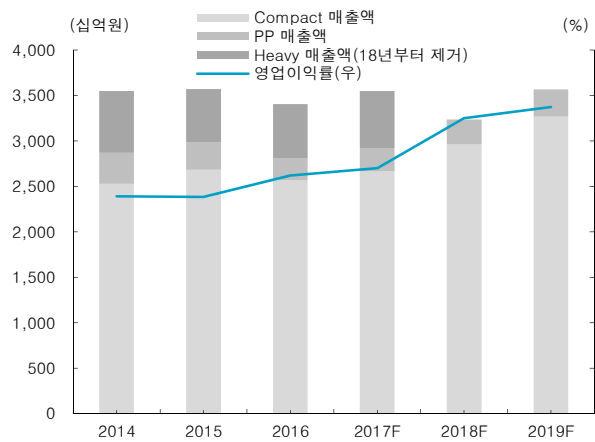
〈표 6〉 실적 추이(달러기준)

(단위: 백만달러, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2014	2015	2016	2017F	2018F
Sales	811	1,007	793	792	806	950	895	897	3,550	3,571	3,404	3,548	3,228
Compact	627	746	594	599	614	706	666	684	2,528	2,683	2,567	2,670	2,963
Portable Power	60	68	53	59	56	70	62	63	340	299	240	252	265
Heavy	124	193	145	135	135	174	167	150	681	589	597	626	0
% YoY					(0.7)	(5.7)	12.9	13.2		0.6	(4.7)	4.2	(9.0)
(Heavy 제외)					(2.5)	(4.7)	12.5	13.5		4.0	(5.9)	4.1	10.5
Compact					(2.1)	(5.4)	12.1	14.1		6.1	(4.3)	4.0	11.0
PP					(6.3)	3.0	16.8	8.1		(12.1)	(19.8)	5.0	5.0
Heavy					9.4	(9.8)	14.9	11.5		(13.6)	1.3	5.0	(100.0)
영업이익					80.8	120.2	89.3	93.0	339.5	340.8	356.7	383.2	410.0

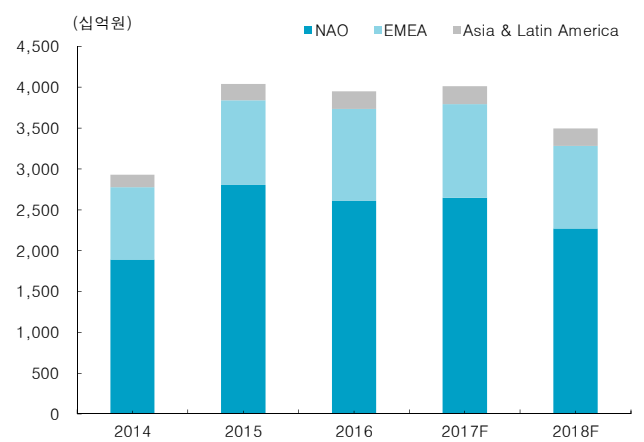
자료: 한국투자증권

[그림 23] 실적 및 전망 - 18년부터는 heavy 사업부 사라짐



자료: 한국투자증권

[그림 24] 매출액 지역별 증가 추정



자료: 한국투자증권

2. 기회/Risk 요인 - 미국 세제 개편은 확정 시 모델에 반영할 것

세제 개혁안 상/하원 합의 발표 시 호재

기회(미국 세제개편안): 공화당에서 추진중인 세제개편안이 상/하원을 통과했다. 상원과 하원의 개편안 중 법인세는 기존 35%에서 20%로 최대 15%p 낮아지는 방향으로 일치했다. 이에 따라 밥캣의 미국 법인세는 연방세 20%와 주세(5~10%)를 합해 25~30% 수준이 될 가능성이 높다. 적용 시기는 하원 2018년, 상원 2019년으로 의견이 달라 향후 합의가 필요하다. 밥캣은 2016년 기준 미국 매출 비중이 66%에 달하고, 순이익 기준으로는 절대적으로 큰 것으로 추정(유럽 순이익은 소폭 흑자 추정) 된다. 따라서 향후 법인세 인하가 확정된다면 따른 전사 이익 증가는 10% 내외가 될 것이다. 확정 시 수익추정 모델에 반영할 예정이다.

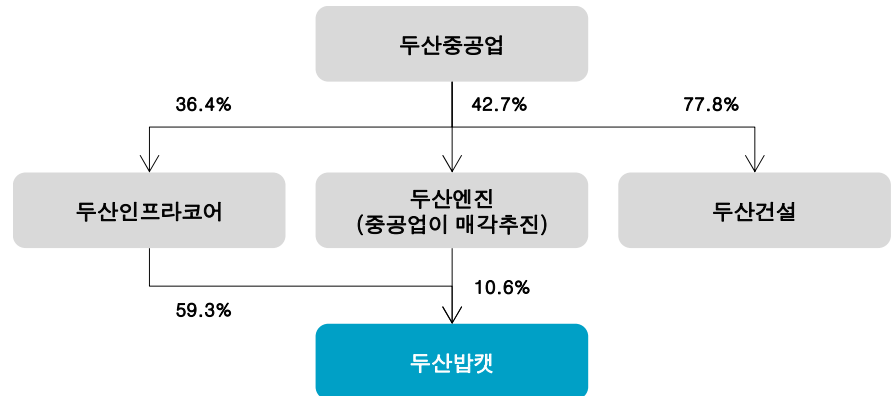
오버행 risk 존재하나, 현 가격에서 물량 출회 가능성 낮음

Risk(오버행 우려): 밥캣의 대주주는 두산인프라코어 59.3%, 두산밥캣 10.6%다. 지난해 IPO 추진 당시 두산인프라코어와 두산엔진은 양사 합산으로 밥캣 지분 27%를 매각하려 했었지만 8% 매각에 그쳤다. 따라서 지난 11월 18일 IPO보호예수기간이 지나면서 대주주 관련 대규모 물량 출회에 대한 우려가 형성됐다. 더군다나 두산중공업이 두산엔진 매각을 추진중이어서 엔진이 보유한 밥캣 지분에 대한 오버행 이슈가 불거졌다.

대량 물량 출회되더라도 시장유통주식수 공급 측면에서 긍정적

그러나 단기간에 대주주가 보유한 지분의 대량 출회 가능성은 낮다. 두산그룹이 상장 후 최저 수준인 현 주가(IPO 공모가는 30,000원)에서 두산밥캣 지분을 매각할 가능성은 낮다. 참고로 두산엔진의 시가총액은 약 3,500억원으로 두산엔진이 보유한 밥캣 지분 시장가와 유사하다. 두산인프라코어도 올해 5,000억원의 BW발행을 통해 2018년까지 도래하는 차입금 상환에 대한 자금을 마련해왔다. 단기적으로 밥캣지분 매각은 필수가 아닌 선택의 상황이다. 따라서 현 가격 수준에서 대량 물량 출회 가능성은 낮다. 혹 일부 물량 출회가 이뤄진다고 해도 오히려 거래주식수 증가 차원(현재 두산그룹 70%, Blackrock 10.6% 보유)에서 긍정적인 이슈로 해석될 수도 있다.

[그림 25] 두산밥캣 지분 구조도 - Blackrock 지분 10.6% 감안 시 거래 유동성 부족한 상황



주: 3Q17 기준
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

■ 용어해설

- CTL: 소형 로더. 하부주행이 트랙으로 이뤄짐
- SSL: 소형 로더. 하부주행이 바퀴로 이뤄짐
- MEX: 소형 굴삭기

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,642	1,529	1,565	1,647	1,849
현금성자산	420	364	381	436	519
매출채권및기타채권	400	411	417	436	479
재고자산	785	701	712	726	798
비유동자산	4,723	4,797	4,792	4,796	4,851
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	429	447	478	510	541
무형자산	4,159	4,230	4,192	4,176	4,189
자산총계	6,365	6,326	6,357	6,443	6,701
유동부채	836	738	578	784	1,009
매입채무및기타채무	633	535	543	545	598
단기차입금및단기사채	26	0	0	0	0
유동성장기부채	15	16	16	17	17
비유동부채	2,404	2,236	2,028	1,756	1,594
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,813	1,596	1,378	1,168	948
부채총계	3,239	2,974	2,606	2,540	2,603
지배주주지분	2,743	3,352	3,751	3,903	4,098
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	771	924	1,118
비지배주주지분	383	0	0	0	0
자본총계	3,125	3,352	3,751	3,903	4,098

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	342	327	142	492	573
당기순이익	148	180	197	242	295
유형자산감가상각비	61	64	68	74	79
무형자산상각비	47	48	48	48	48
자산부채변동	(110)	(135)	(179)	178	104
기타	195	169	8	(50)	47
투자활동현금흐름	(63)	(90)	172	(138)	(170)
유형자산투자	(59)	(52)	(101)	(106)	(111)
유형자산매각	4	1	1	1	1
투자자산순증	6	0	282	0	(0)
무형자산순증	(34)	(39)	(10)	(32)	(61)
기타	19	(0)	0	(1)	1
재무활동현금흐름	(12)	(303)	(297)	(299)	(319)
자본의증가	0	5	0	0	0
차입금의순증	672	(306)	(217)	(209)	(219)
배당금지급	(17)	0	(70)	(80)	(90)
기타	(667)	(1)	(10)	(10)	(10)
기타현금흐름	(27)	(4)	0	0	0
현금의증가	240	(70)	17	55	83

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

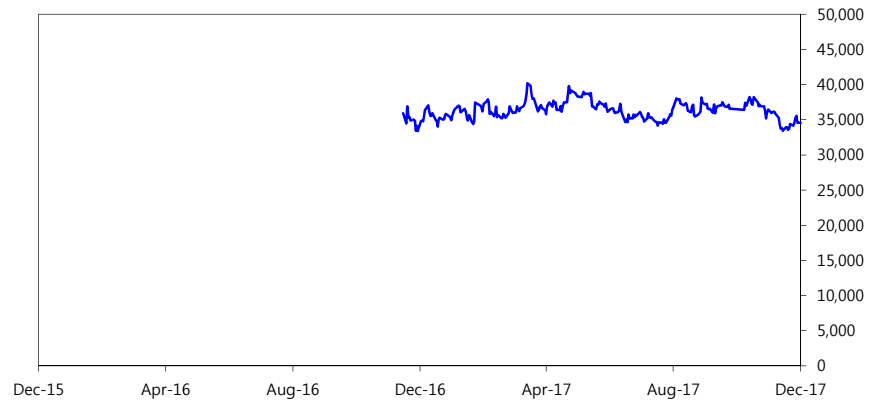
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,041	3,950	4,011	3,631	3,990
매출원가	3,183	3,070	3,117	2,760	3,012
매출총이익	858	880	895	872	977
판매관리비	473	466	461	410	439
영업이익	386	414	433	461	539
금융수익	66	41	118	3	4
이자수익	3	3	3	3	4
금융비용	169	148	178	61	50
이자비용	93	90	74	61	50
기타영업외손익	10	(21)	(28)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	293	286	345	404	492
법인세비용	144	105	149	162	197
연결당기순이익	148	180	197	242	295
지배주주지분순이익	137	169	197	242	295
기타포괄이익	(210)	(56)	282	0	0
총포괄이익	(62)	125	479	242	295
지배주주지분포괄이익	(21)	104	479	242	295
EBITDA	494	526	550	583	665

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	-	-	1,964	2,418	2,945
BPS	-	-	37,412	38,930	40,875
DPS	0	700	800	900	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	37.9	(2.2)	1.6	(9.5)	9.9
영업이익증가율	37.6	7.4	4.6	6.5	16.8
순이익증가율	130.6	23.5	16.6	23.1	21.8
EPS증가율	-	-	-	23.1	21.8
EBITDA증가율	38.4	6.6	4.5	6.0	14.2
수익성(%)					
영업이익률	9.5	10.5	10.8	12.7	13.5
순이익률	3.4	4.3	4.9	6.7	7.4
EBITDA Margin	12.2	13.3	13.7	16.0	16.7
ROA	2.3	2.8	3.1	3.8	4.5
ROE	5.1	5.5	5.5	6.3	7.4
배당수익률	-	2.0	2.3	2.6	2.9
배당성향	0.0	41.5	40.7	37.2	34.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,431	1,245	1,011	741	442
차입금/자본총계비율(%)	59.3	48.1	37.2	30.3	23.5
Valuation(X)					
PER	NM	17.2	17.6	14.3	11.7
PBR	NM	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	-	9.2	8.1	7.2	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
두산밥캣(241560)	2017.06.28	NR	-	-	-
	2017.12.04	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 12월 4일 현재 두산밥캣 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 두산밥캣 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자 의견은 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.