

Company Update

Analyst 이상현

02) 6915-5662

coolcat.auto@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 63,000원

현재가 (11/9) 44,250원

KOSPI (11/9)	2,962.46pt
시가총액	4,436십억원
발행주식수	100,249천주
액면가	500원
52주 최고가	54,800원
최저가	29,000원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	25.6%
배당수익률 (2021F)	1.6%

주주구성	
두산중공업 외 2 인	51.06%
국민연금공단	7.13%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	14%	-7%	20%
절대기준	14%	-14%	45%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	63,000	63,000	-
EPS(21)	3,460	3,834	▼
EPS(22)	4,122	3,982	▲

두산밥캣 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

두산밥캣 (241560)

수년간 기다려온 미국 인프라 투자안 통과

3분기 산업차량 편입 영향으로 수익성은 다소 낮아졌으나 산업차량 제외시 견조한 수익성 기록

산업차량을 제외한 3분기 실적은 달러기준으로 매출액 \$1,115M(+22% yoy), 영업이익 \$109M(+17% yoy), 영업이익률 9.8%(-0.4%p yoy)를 기록. NA(북미) +23%, EMEA(유럽/중동/아프리카) +17%, ALAO(아시아/라틴아메리카/오세아니아) +26% 등 주요 시장 경기회복에 따른 수요 증가로 매출이 증가했고, 반면 원가상승에도 불구하고 영업이익률 하락폭은 크지 않았음.

4분기는 공급/물류 등 외부요인 영향권, 2022년은 인프라 법안 통과 수혜 등 하반기로 갈수록 실적 개선 전망

2021년 4분기 예상실적은 3분기와 유사한 수준으로 전망. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 \$1,362M(+32% yoy), \$115M(-0.5% yoy), 영업이익률은 8.4%(-2.7%p yoy)로 전망. 매출액은 주요 시장 회복과 산업차량 편입 효과가 이어질 것으로 전망되고, 영업이익률은 원재료비 및 물류비 상승 등의 영향이 이어질 것으로 예상.

2022년 실적은 매출액 \$5,800M(+17% yoy), 영업이익 \$561M(+11% yoy), 영업이익률 9.7%(-0.5%p yoy)로 전망. 주요 시장의 이연된 경기회복 수요 반영, 미국의 인프라 투자 수혜, 낮은 재고 상황과 신제품 판매 호조, 산업차량 실적의 연간 반영과 수익성 회복 등 하반기로 갈수록 긍정적인 실적 모멘텀이 이어질 것으로 기대.

투자의견 매수, 목표주가 63,000원

매수의견과 목표주가 63,000원을 유지. 목표주가는 Forward 실적에 과거 5개년 PER, PBR, EV/EBITDA 최고 배수에 10% 할증. 목표주가의 Implied PER은 15.7배 수준. 북미 매출비중이 2020년 기준으로 73%를 기록하고 있는 가운데 전일 바이든 정부의 인프라 법안 통과에 따른 정책 수혜가 본격화 될 것으로 기대.

(단위:십억원,배)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,510	4,282	5,631	6,659	6,986
영업이익	477	394	574	644	695
세전이익	405	356	490	590	642
지배주주순이익	272	247	347	413	449
EPS(원)	2,714	2,468	3,460	4,122	4,481
증가율(%)	2.9	-9.1	40.2	19.1	8.7
영업이익률(%)	10.6	9.2	10.2	9.7	9.9
순이익률(%)	6.0	5.8	6.2	6.2	6.4
ROE(%)	7.1	6.1	8.1	8.8	9.1
PER	12.7	12.0	11.8	9.9	9.1
PBR	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.9	6.2	5.4	4.4	3.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

3분기 산업차량 편입 영향으로 수익성은 다소 낮아졌으나 산업차량 제외시 견조한 수익성 기록

2021년 3분기 실적은 달러기준으로 매출액 \$1,341M(+47% yoy), 영업이익 \$111M(+19% yoy), 영업이익률 8.3%(-1.9%p yoy)를 기록. 매출액은 글로벌 시장의 회복 및 산업차량 편입으로 큰 폭 증가했으며, 영업이익률 하락은 매출 증가와 마케팅 비용 감소에도 불구하고 원재료비, 물류비 등 원가부담이 높아졌기 때문.

(주)두산이 물적분할하여 설립된 두산산업차량(80만주, 지분율 100%, 인수금액 7,500억원)이 3분기부터 두산밥캣에 편입되었는데, 7월부터 편입된 산업차량의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 \$226M, \$2M을 기록. 한국에서 생산되어 수출되는 비중이 65%로 높기 때문에 물류비 상승이 부정적으로 작용. 평균적인 영업이익률이 미들싱글 수준으로 파악되는데 이번 3분기에는 0.9% 수준으로 낮아져 전체적인 이익률을 끌어내린 것으로 파악. 다만 물류비 등 비정상적인 요인이 컸던 만큼 이 요인은 점차 해소될 것으로 기대.

3분기 순이익은 \$45M(-21% yoy)를 기록했는데 이는 산업차량 인수과정에서 달러차입금 인턴론(5억달러)에 따른 환차손 발생에 따른 것임. 향후 기말환율 변동성이 줄어들면 이 부분도 완화될 것으로 기대.

참고로 산업차량을 제외한 3분기 실적은 달러기준으로 매출액 \$1,115M(+22% yoy), 영업이익 \$109M(+17% yoy), 영업이익률 9.8%(-0.4%p yoy)를 기록. NA(북미) +23%, EMEA(유럽/중동/아프리카) +17%, ALAO(아시아/라틴아메리카/오세아니아) +26% 등 주요 시장 경기회복에 따른 수요 증가로 매출이 증가했고, 반면 원가상승에도 불구하고 영업이익률 하락폭은 크지 않았음.

4분기는 공급/물류 등 외부요인 영향권, 2022년은 인프라 법안 통과 수혜 등 하반기로 갈수록 실적 개선 전망

2021년 4분기 예상실적은 3분기와 유사한 수준으로 전망. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 \$1,362M(+32% yoy), \$115M(-0.5% yoy), 영업이익률은 8.4%(-2.7%p yoy)로 전망. 매출액은 주요 시장 회복과 산업차량 편입 효과가 이어질 것으로 전망되고, 영업이익률은 원재료비 및 물류비 상승 등의 영향이 이어질 것으로 예상.

2022년 실적은 매출액 \$5,800M(+17% yoy), 영업이익 \$561M(+11% yoy), 영업이익률 9.7%(-0.5%p yoy)로 전망. 주요 시장의 이연된 경기회복 수요 반영, 미국의 인프라 투자 수혜, 낮은 재고 상황과 신제품 판매 호조, 산업차량 실적의 연간 반영과 수익성 회복 등 하반기로 갈수록 긍정적인 실적 모멘텀이 이어질 것으로 기대.

투자의견 매수, 목표주가 63,000원

매수의견과 목표주가 63,000원을 유지. 목표주가는 Forward 실적에 과거 5개년 PER, PBR, EV/EBITDA 최고 배수에 10% 할증. 목표주가의 Implied PER은 15.7배 수준. 북미 매출비중이 2020년 기준으로 73%를 기록하고 있는 가운데 수년간 기다려온 미국의 인프라 지출법안(1조달러)이 전일 통과함에 따라 도로, 철도 및 기타 교통 등 인프라 정책 수혜가 본격화 될 것으로 기대.

표 1. 두산밥캣 부문별 실적추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F	2020	2021F	2022F
원/\$ 평균 환율	1,194	1,220	1,188	1,116	1,115	1,121	1,158	1,157	1,180	1,138	1,148
매출액(mil. \$)	892	788	912	1,036	1,099	1,145	1,341	1,362	3,629	4,948	5,800
Compact	831	738	859	978	1,041	1,083	1,054	1,063	3,406	4,241	4,553
Portable Power	61	50	53	58	58	62	60	65	222	244	266
Industrial Vehicle							227	235		462	981
매출액	1,064	964	1,085	1,169	1,225	1,284	1,546	1,576	4,282	5,631	6,659
Compact	992	901	1,021	1,092	1,161	1,214	1,221	1,229	4,006	4,826	5,227
Portable Power	72	61	63	65	65	69	69	75	262	278	306
Industrial Vehicle										535	1,126
매출총이익	222	185	232	251	292	273	312	322	890	1,198	1,389
판매비	135	120	121	119	121	133	182	189	496	625	745
영업이익(mil. \$)	73	52	93	115	154	125	111	115	334	504	561
영업이익	87	64	111	132	171	140	130	133	394	574	644
금융손익	-14	-10	-4	-1	-19	-11	-49	-13	-29	-92	-54
기타손익	-7	1	-2	-1	-2	-1	0	0	-9	-4	0
관계기업투자손익	0	0	0	0	13	-1	0	0	0	12	0
세전이익	65	55	106	130	163	127	80	120	356	490	590
지배순이익	34	41	69	104	115	93	54	84	247	347	413
(증감률, % y-y)											
매출액	0.2	-19.1	-3.8	3.6	15.1	33.2	42.5	34.8	-5.0	31.5	18.3
Compact	2.2	-18.3	0.1	5.2	17.0	34.8	19.6	12.6	-3.0	20.5	8.3
Portable Power	-21.1	-32.0	-41.8	-28.2	-10.5	12.6	10.0	15.3	-31.3	6.3	9.9
Industrial Vehicle										#DIV/0!	110.5
매출총이익	-5.7	-33.9	-1.0	8.8	31.3	47.8	34.3	28.3	-9.2	34.7	15.9
판매비	10.7	-1.6	-2.6	-11.2	-11.0	10.5	50.7	58.5	-1.4	26.0	19.2
영업이익	-23.4	-59.1	0.8	36.7	97.3	117.9	16.5	0.9	-17.4	45.7	12.3
세전이익	-34.3	-59.4	12.4	71.8	149.7	130.0	-24.2	-7.2	-12.1	37.8	20.4
지배순이익	-51.0	-56.8	3.3	149.3	244.3	125.6	-21.1	-18.9	-9.1	40.2	19.1
(이익률, %)											
매출총이익률	20.9	19.2	21.4	21.5	23.8	21.3	20.2	20.4	20.8	21.3	20.9
영업이익률	8.2	6.7	10.3	11.2	14.0	10.9	8.4	8.4	9.2	10.2	9.7
세전이익률	6.1	5.7	9.7	11.1	13.3	9.9	5.2	7.6	8.3	8.7	8.9
지배순이익률	3.2	4.3	6.4	8.9	9.4	7.2	3.5	5.3	5.8	6.2	6.2

자료: 두산밥캣, IBK투자증권

표 2. 미국토목학회(ASCE)가 4년마다 발표하는 미국 인프라 등급(Infrastructure report card)으로 많은 개선비용을 필요로 하고 있음

	Category	1988*	1998	2001	2005	2009	2013	2017	2021
Aviation	항공	B-	C-	D	D+	D	D	D	D+
Bridges	교량	-	C-	C	C	C	C+	C+	C
Dams	댐	-	D	D	D+	D	D	D	D
Drinking Water	식수	B-	D	D	D-	D-	D	D	C-
Energy	에너지	-	-	D+	D	D+	D+	D+	C-
Hazardous Waste	유해폐기물	D	D-	D+	D	D	D	D+	D+
Inland Waterways	내륙수로	B-	-	D+	D-	D-	D-	D	D+
Levees	제방	-	-	-	-	D-	D-	D	D
Ports	항만	-	-	-	-	-	C	C+	B-
Public Parks & Recreation	공공공원	-	-	-	C-	C-	C-	D+	D+
Rail	철도	-	-	-	C-	C-	C+	B	B
Roads	도로	C+	D-	D+	D	D-	D	D	D
Schools	학교	D	F	D-	D	D	D	D+	D+
Solid Waste	고형폐기물	C-	C-	C+	C+	C+	B-	C+	C+
Transit	운송	C-	C-	C-	D+	D	D	D-	D-
Stormwater	빗물/우수								D-
Wastewater	폐수	C	D+	D	D-	D-	D	D+	D+
GPA	평점	C	D	D+	D	D	D+	D+	C-
Cost to Improve**	개선비용	-	-	\$1.3T	\$1.6T	\$2.2T	\$3.6T	\$4.59T	\$5.94T

주: 01/05/09년은 각각 5년에 걸쳐 필요한 투자, 13년은 8년에 걸쳐 필요한 투자, 17/21년은 각각 10년에 걸쳐 필요한 투자금액
 자료: 미국토목학회(ASCE), IBK투자증권

두산밥캣 (241560)

포괄손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	4,510	4,282	5,631	6,659	6,986
증가율(%)	13.6	-5.0	31.5	18.3	4.9
매출원가	3,529	3,392	4,433	5,271	5,517
매출총이익	980	890	1,198	1,389	1,469
매출총이익률 (%)	21.7	20.8	21.3	20.9	21.0
판매비	503	496	625	745	774
판매비율(%)	11.2	11.6	11.1	11.2	11.1
영업이익	477	394	574	644	695
증가율(%)	3.9	-17.4	45.7	12.3	7.9
영업이익률(%)	10.6	9.2	10.2	9.7	9.9
순금융손익	-53	-29	-92	-54	-53
이자손익	-39	-39	-44	-54	-53
기타	-14	10	-48	0	0
기타영업외손익	-19	-9	-4	0	0
중속/관계기업손익	0	0	12	0	0
세전이익	405	356	490	590	642
법인세	133	108	143	177	193
법인세율	32.8	30.3	29.2	30.0	30.1
계속사업이익	272	247	347	413	449
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	247	347	413	449
증가율(%)	2.9	-9.1	40.2	19.1	8.7
당기순이익률 (%)	6.0	5.8	6.2	6.2	6.4
지배주주당기순이익	272	247	347	413	449
기타포괄이익	-54	171	-55	0	0
총포괄이익	219	419	292	413	449
EBITDA	589	524	724	789	841
증가율(%)	6.1	-11.1	38.2	9.0	6.6
EBITDA마진율(%)	13.1	12.2	12.9	11.8	12.0

투자지표

(12월 결산)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,714	2,468	3,460	4,122	4,481
BPS	39,692	40,637	45,135	48,057	50,688
DPS	1,200	0	600	1,200	1,300
밸류에이션(배)					
PER	12.7	12.0	11.8	9.9	9.1
PBR	0.9	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.9	6.2	5.4	4.4	3.8
성장성지표(%)					
매출증가율	13.6	-5.0	31.5	18.3	4.9
EPS증가율	2.9	-9.1	40.2	19.1	8.7
수익성지표(%)					
배당수익률	3.5	0.0	1.6	3.1	3.4
ROE	7.1	6.1	8.1	8.8	9.1
ROA	4.1	3.6	4.4	4.6	4.7
ROIC	5.5	5.0	6.9	8.0	8.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	68.5	70.9	93.6	94.8	92.6
순차입금 비율(%)	15.1	7.0	-4.6	-12.3	-17.5
이자보상배율(배)	10.1	8.9	12.2	11.1	11.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.4	16.5	17.7	15.8	15.3
재고자산회전율	6.3	5.8	6.6	6.0	5.8
총자산회전율	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,520	1,862	3,611	4,223	4,612
현금및현금성자산	212	782	1,846	2,231	2,525
유가증권	0	15	27	31	32
매출채권	281	239	396	447	469
재고자산	809	660	1,039	1,173	1,229
비유동자산	5,185	5,099	5,150	5,162	5,175
유형자산	529	554	550	540	536
무형자산	4,366	4,271	4,378	4,379	4,386
투자자산	30	36	51	52	52
자산총계	6,704	6,961	8,761	9,385	9,787
유동부채	1,139	1,012	1,510	1,702	1,782
매입채무및기타채무	523	412	811	916	960
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	22	25	21	21	21
비유동부채	1,586	1,875	2,726	2,866	2,924
사채	0	321	334	334	334
장기차입금	749	696	1,241	1,241	1,241
부채총계	2,725	2,887	4,236	4,567	4,706
지배주주지분	3,979	4,074	4,525	4,818	5,081
자본금	50	47	49	49	49
자본잉여금	3,009	2,828	2,937	2,937	2,937
자본조정등	-207	-194	-202	-202	-202
기타포괄이익누계액	-263	-68	-135	-135	-135
이익잉여금	1,390	1,461	1,876	2,169	2,433
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,979	4,074	4,525	4,818	5,081
비이자부채	1912	1803	2569	2900	3039
총차입금	813	1,084	1,667	1,667	1,667
순차입금	600	287	-206	-594	-890

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	486	565	481	555	594
당기순이익	272	247	347	413	449
비현금성 비용 및 수익	320	287	334	199	199
유형자산감가상각비	78	90	102	96	94
무형자산상각비	35	40	48	50	52
운전자본변동	-3	117	-73	-3	-1
매출채권등의 감소	0	0	-74	-51	-21
재고자산의 감소	-155	93	-347	-134	-56
매입채무등의 증가	0	0	151	105	44
기타 영업현금흐름	-103	-86	-127	-54	-53
투자활동 현금흐름	-346	-239	-136	-196	-175
유형자산의 증가(CAPEX)	-132	-118	-81	-85	-90
유형자산의 감소	2	1	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-56	-51	-43	-50	-60
투자자산의 감소(증가)	-103	-58	119	0	0
기타	-57	-13	-134	-61	-25
재무활동 현금흐름	-493	242	700	55	-125
차입금의 증가(감소)	-366	-7	542	0	0
자본의 증가	0	0	0	-37	-35
기타	-127	249	158	92	-90
기타 및 조정	-1	15	-11	1	0
현금의 증가	-354	583	1,034	415	294
기초현금	567	200	782	1,816	2,231
기말현금	212	782	1,816	2,231	2,525

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

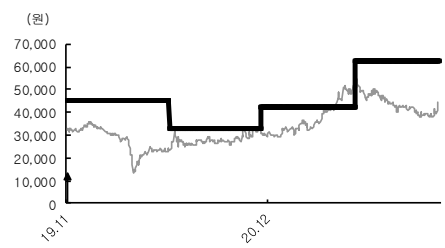
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.10.01~2021.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	94.4
중립	8	5.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

두산밥캣	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2019.08.09	매수	45,000	-33.88	-17.56					
	2020.05.29	매수	33,000	-14.91	1.06					
	2020.11.26	매수	42,000	-11.45	23.33					
	2021.05.31	매수	63,000	-30.06	-13.02					
	2021.11.10	매수	63,000							