두산밥캣 (241560)

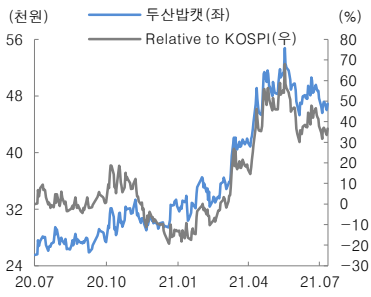
단지 기대가 살짝 높았을 뿐

이동헌 dongheon.lee@daishin.com
이태환 taehwan.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	60,000 하향
현재주가 (21.07.27)	46,900 기계업종

KOSPI	3232.53
시가총액	4,702십억원
시가총액비중	0.21%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	54,800원 / 25,900원
120일 평균거래대금	173억원
외국인지분율	26.11%
주요주주	두산중공업 외 2 인 51.06% 국민연금공단 7.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	-4.6	38.3	66.6
상대수익률	-0.1	-5.1	33.6	14.3



투자의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 60,000원으로 하향

- 목표주가를 60,000원으로 하향(기존 62,000원, -3.2%)
- 목표주가는 2021E, 22E 평균 EPS 4,022원에 타깃 PER 15배를 적용 (기존 2021E EPS 3,942원에 타깃 PER 15.7배를 적용)
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사의 평균 PER 적용
- 미주 수요 회복 및 호황 사이클 진입, 점유율 확대와 제품 다변화

2Q21 Review 단지 기대가 살짝 높았을 뿐

- 2Q21 실적은 매출액 1조 2,836억원(+33% yoy), 영업이익 1,401억원(+118%)
- 컨센서스 대비 매출액 +3% 상회, 영업이익 -6%하는 수준
- 매출액은 전년비 미주 +41%, EMEA +52%, ALAO +69%. 코로나19 기저효과로 급증. 환율이 전년비 -8% 변동하며 원화 기준 성장률에 영향
- 엔진(PP) 사업부도 매출액 62백만불(+22% yoy)로 회복
- 전 지역의 수요증가 기조 유지. 영업이익은 원재료비, 물류비 증가로 기대를 소폭 하회했으나 하반기 판가 전가를 통한 일부 회복 예상

하반기, 확실한 것과 불확실한 것

- ㈜두산 산업차량(지게차) 사업부 3Q부터 연결 반영. 하반기 매출액 5천억원, 영업이익 250억원 내외 예상. 중장기 다양한 시너지 기대. 추정치 반영 예정
- 미국 주택시장 호황, GME 수요 지속, 미국 인프라 투자 기대감이 지속되나 상반기 이상의 추가 수요는 불확실. 지역 및 제품 다변화로 중장기 성장은 확실

(단위: 십억원, %)

구분	2Q20	1Q21	2Q21					3Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	964	1,225	1,271	1,284	33.2	4.8	1,242	1,218	12.3	-5.1
영업이익	64	171	150	140	117.9	-18.2	149	144	29.7	3.0
순이익	41	115	95	93	125.8	-19.5	90	93	35.3	0.4

자료: 두산밥캣, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	4,510	4,282	4,983	5,267	5,610
영업이익	477	394	606	636	680
세전순이익	405	356	559	576	624
총당기순이익	272	247	399	407	442
지배지분순이익	272	247	399	407	442
EPS	2,714	2,468	3,980	4,065	4,408
PER	12.7	12.0	11.8	11.5	10.6
BPS	39,692	40,637	44,583	48,612	52,983
PBR	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
ROE	7.1	6.1	9.3	8.7	8.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	5,079	5,470	4,983	5,267	-1.9	-3.7
판매비와 관리비	514	573	511	560	-0.6	-2.2
영업이익	610	678	606	636	-0.5	-6.2
영업이익률	12.0	12.4	12.2	12.1	0.2	-0.3
영업외손익	-51	-61	-47	-61	적자유지	적자유지
세전순이익	558	617	559	576	0.2	-6.8
지배지분순이익	395	437	399	407	1.0	-6.8
순이익률	7.8	8.0	8.0	7.7	0.2	-0.3
EPS(지배지분순이익)	3,942	4,359	3,980	4,065	1.0	-6.8

자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

두산밥캣 연간 실적 추정

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,401	3,287	3,389	3,971	4,510	4,282	4,983	5,267
yoy(%)		*-3.3*	*3.1*	*17.2*	*13.6*	*-5.0*	*16.4*	*5.7*
매출액(백만달러)	3,006	2,833	2,997	3,609	3,869	3,629	4,440	4,718
원/달러 환율(원)	1,131	1,161	1,131	1,100	1,166	1,183	1,122	1,117
yoy(%)		*-5.8*	*5.8*	*20.4*	*7.2*	*-6.2*	*22.4*	*6.3*
NAO(백만달러)	2,210	2,053	2,176	2,659	2,880	2,676	3,277	3,518
EMEA(백만달러)	617	594	614	734	756	681	860	886
ALA(백만달러)	179	186	207	216	233	241	304	313
NAO(달러) yoy		*-7.1*	*6.0*	*22.2*	*8.3*	*-7.1*	*22.5*	*7.4*
EMEA(달러) yoy		*-3.8*	*3.4*	*19.6*	*3.0*	*-9.9*	*26.3*	*3.1*
ALA(달러) yoy		*4.1*	*11.3*	*4.0*	*8.1*	*3.3*	*26.3*	*3.1*
매출원가	2,605	2,479	2,581	3,089	3,529	3,392	3,865	4,071
원가율(%)	*76.6*	*75.4*	*76.2*	*77.8*	*78.3*	*79.2*	*77.6*	*77.3*
매출총이익	796	808	808	881	980	890	1,118	1,196
판관비	410	410	414	422	503	496	511	560
판관비율(%)	*12.1*	*12.5*	*12.2*	*10.6*	*11.2*	*11.6*	*10.3*	*10.6*
영업이익	386	398	395	459	477	394	606	636
yoy(%)		*3.0*	*-0.9*	*16.4*	*3.9*	*-17.4*	*53.9*	*5.0*
opm(%)	*11.4*	*12.1*	*11.6*	*11.6*	*10.6*	*9.2*	*12.2*	*12.1*
영업이익(백만달러)	341	343	349	417	409	333	540	570
yoy(%)		*0.5*	*1.7*	*19.6*	*-1.9*	*-18.7*	*62.3*	*5.5*

자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

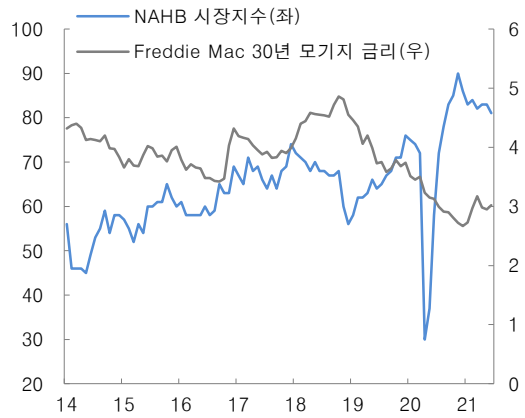
두산밥캣 분기 실적 추정

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E
매출액	1,062	1,191	1,128	1,129	1,064	964	1,085	1,169	1,225	1,284	1,218	1,256
yoy(%)	*22.1*	*14.7*	*9.0*	*9.9*	*0.2*	*-19.1*	*-3.8*	*3.6*	*15.1*	*33.2*	*12.3*	*7.4*
매출액(백만달러)	944	1,022	943	959	892	788	912	1,036	1,099	1,145	1,084	1,112
원/달러 환율(원)	1,125	1,165	1,196	1,176	1,194	1,222	1,189	1,128	1,114	1,121	1,124	1,129
yoy(%)	*16.4*	*6.1*	*2.1*	*5.4*	*-5.6*	*-22.9*	*-3.3*	*8.0*	*23.3*	*45.2*	*18.8*	*7.3*
NAO(백만달러)	709	745	711	714	651	581	693	751	817	820	795	845
EMEA(백만달러)	183	217	174	182	183	156	156	186	200	238	224	198
ALA(백만달러)	52	60	58	63	58	51	59	73	82	87	65	70
NAO(달러) yoy	*26.3*	*6.2*	*-1.0*	*5.5*	*-8.2*	*-22.0*	*-2.6*	*5.1*	*25.5*	*41.1*	*14.7*	*12.5*
EMEA(달러) yoy	*-5.0*	*7.1*	*8.1*	*2.2*	*-0.2*	*-28.0*	*-10.3*	*2.1*	*9.3*	*52.6*	*43.4*	*6.6*
ALA(달러) yoy	*-8.7*	*0.2*	*31.1*	*15.5*	*12.4*	*-15.4*	*1.9*	*15.0*	*41.4*	*70.6*	*10.5*	*-4.1*
매출원가	827	911	894	898	842	779	853	918	933	1,010	951	971
원가율(%)	*77.8*	*76.5*	*79.2*	*79.6*	*79.1*	*80.8*	*78.6*	*78.5*	*76.2*	*78.7*	*78.0*	*77.3*
매출총이익	236	280	234	231	222	185	232	251	292	273	268	285
판관비	122	122	124	134	135	120	121	119	121	133	123	134
판관비율(%)	*11.5*	*10.3*	*11.0*	*11.9*	*12.7*	*12.5*	*11.1*	*10.2*	*9.8*	*10.4*	*10.1*	*10.7*
영업이익	113	157	110	96	87	64	111	132	171	140	144	151
yoy(%)	*20.1*	*13.1*	*-10.2*	*-6.6*	*-23.4*	*-59.1*	*0.8*	*36.7*	*97.3*	*117.9*	*29.7*	*14.5*
opm(%)	*10.7*	*13.2*	*9.8*	*8.5*	*8.2*	*6.7*	*10.3*	*11.2*	*14.0*	*10.9*	*11.8*	*12.0*
영업이익(백만달러)	101	135	92	82	73	52	93	117	154	125	128	133
yoy(%)	*14.5*	*4.7*	*-15.8*	*-10.4*	*-27.7*	*-61.1*	*1.2*	*42.5*	*111.7*	*138.3*	*37.4*	*14.4*

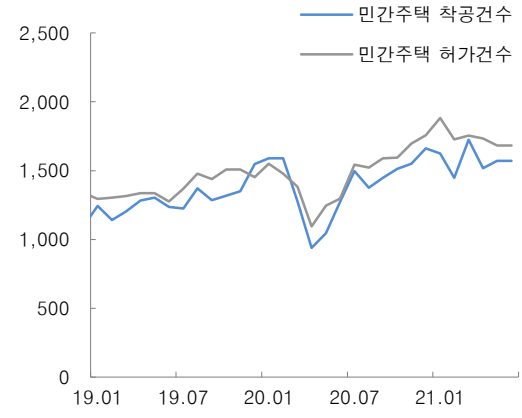
자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

그림 1. 미국 주택시장 지수 및 모기지 30년물 금리



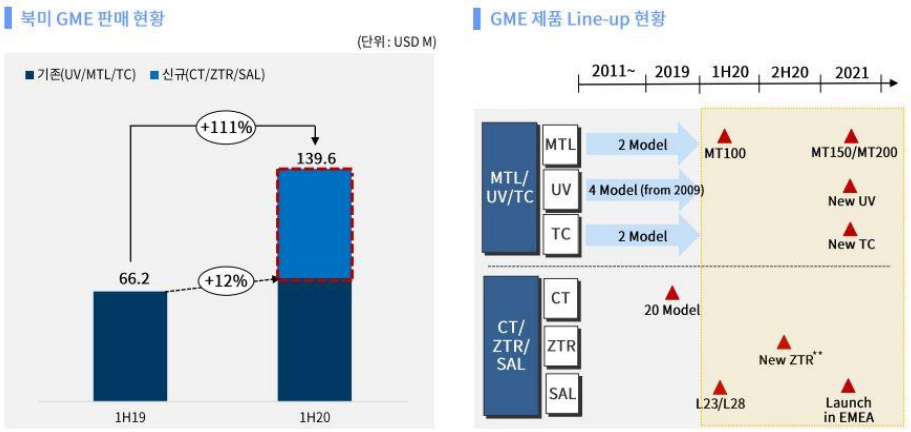
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
주 : NAHB 지수, 기준점 = 50 / 모기지 금리(30yr) : Freddie Mac

그림 2. 미국 민간주택 착공/허가건수



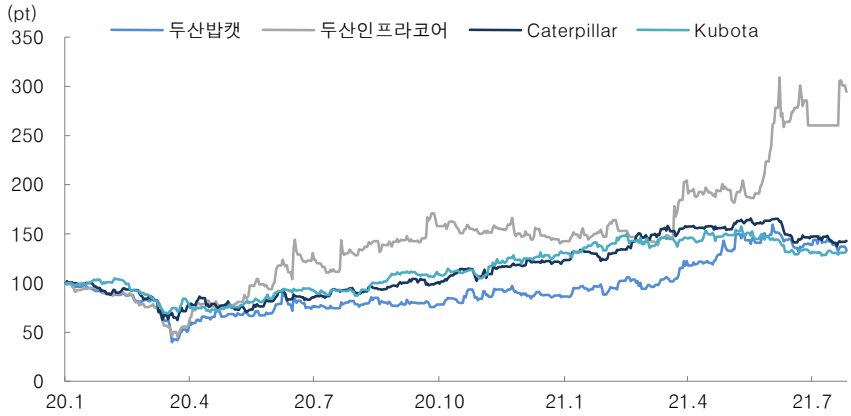
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. GME(Ground Maintenance Equipment) 시장 및 제품 라인업 현황



자료:, 두산밥캣, 대신증권 Research Center

그림 4. 2020년~2021년 주요 건설장비업체 주가지수 추이



자료:, Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: 2020.01.01 종가 = 100

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

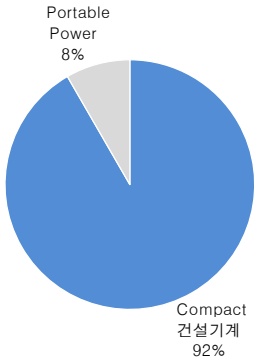
- Compact 건설기계의 생산과 판매를 주력으로 하는 건설기계 업체
- 2007년 두산인프라코어가 미국 잉거솔랜드로부터 사업부 양수. 밥캣은 소형건설장비인 SSL 의 고유명사로 통함
- 두산그룹의 두산인프라코어 매각 후 두산중공업 자회사로 편입 예정
- 자산 6조 5,910억원, 부채 2조 8,203억원, 자본 3조 7,707억원
- 발행주식 수: 100,249,166주 / 자기주식수: 0주
- 2019년 기준 배당 성향: 44.2%

주가 변동요인

- 미국 주택시장 경기흐름
- 트럼프의 공화당, 민주당의 인프라 투자 정책의 실물반영 정도
- 2019년 출시되는 신제품들의 시장 반영 여부

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2021년 3월 기준
자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

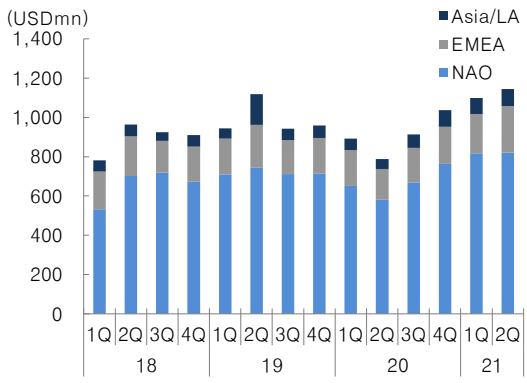
매출 비중 추이



자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

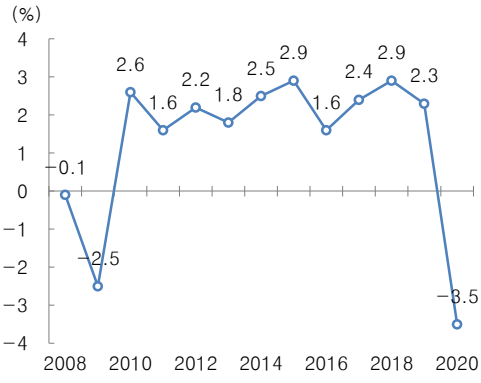
2. Earnings Driver

지역별 매출 비중 추이



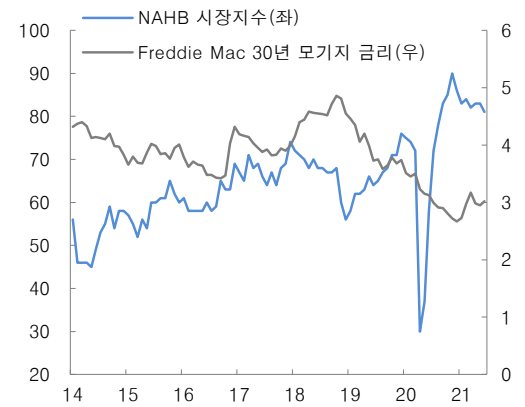
자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

미국 실질 GDP 성장률



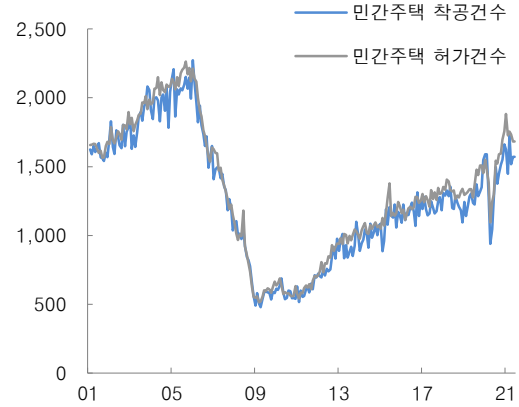
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택시장 지수 및 모기지 30년물 금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: NAHB 지수, 기준점= 50 / 모기지 금리(30yr) : Freddie Mac

미국 민간주택 착공/허가건수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	4,510	4,282	4,983	5,267	5,610
매출원가	3,529	3,392	3,865	4,071	4,344
매출총이익	980	890	1,118	1,196	1,266
판매비와관리비	503	496	511	560	586
영업이익	477	394	606	636	680
영업이익률	10.6	9.2	12.2	12.1	12.1
EBITDA	589	524	726	760	807
영업외손익	-72	-38	-47	-61	-56
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	42	78	55	68	64
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-95	-106	-88	-87	-47
외환관련손실	33	62	25	25	20
기타	-19	-9	-14	-42	-73
법인세비용차감전순손익	405	356	559	576	624
법인세비용	-133	-108	-160	-168	-182
계속사업순손익	272	247	399	407	442
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	247	399	407	442
당기순이익률	6.0	5.8	8.0	7.7	7.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	272	247	399	407	442
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-54	171	180	189	198
포괄순이익	219	419	579	596	640
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	219	419	579	596	640

재무상태표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,520	1,862	2,637	3,393	4,404
현금및현금성자산	212	782	656	1,345	2,277
매출채권 및 기타채권	422	327	370	391	415
재고자산	809	660	768	812	864
기타유동자산	77	93	843	845	848
비유동자산	5,185	5,099	5,101	5,088	5,082
유형자산	529	554	589	619	645
관계기업투자금	28	35	42	49	56
기타비유동자산	4,627	4,509	4,470	4,419	4,380
자산총계	6,704	6,961	7,738	8,481	9,486
유동부채	1,139	1,012	1,101	1,147	1,420
매입채무 및 기타채무	858	711	778	806	839
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	22	25	30	30	250
기타유동부채	259	275	293	312	331
비유동부채	1,586	1,875	2,168	2,461	2,754
차입금	749	1,017	1,288	1,559	1,829
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	837	858	880	902	925
부채총계	2,725	2,887	3,269	3,608	4,174
지배지분	3,979	4,074	4,469	4,873	5,311
자본금	50	47	47	47	47
자본잉여금	3,009	2,828	2,828	2,828	2,828
이익잉여금	1,390	1,461	1,860	2,267	2,709
기타자본변동	-469	-262	-265	-269	-272
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,979	4,074	4,469	4,873	5,311
순차입금	618	279	680	260	-182

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,714	2,468	3,980	4,065	4,408
PER	12.7	12.0	11.8	11.5	10.6
BPS	39,692	40,637	44,583	48,612	52,983
PBR	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	5,880	5,226	7,242	7,580	8,050
EV/EBITDA	6.9	6.2	7.4	6.5	5.6
SPS	44,983	42,714	49,703	52,544	55,959
PSR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
CFPS	5,906	5,334	7,739	7,892	8,050
DPS	1,200	0	0	0	0

재무비율 (단위 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	13.6	-5.0	16.4	5.7	6.5
영업이익 증가율	3.9	-17.4	53.9	5.0	6.9
순이익 증가율	2.9	-9.1	61.2	2.1	8.4
수익성					
ROIC	6.3	5.3	7.8	7.6	8.1
ROA	7.3	5.8	8.2	7.8	7.6
ROE	7.1	6.1	9.3	8.7	8.7
안정성					
부채비율	68.5	70.9	73.1	74.0	78.6
순차입금비율	15.5	6.9	15.2	5.3	-3.4
이자보상배율	10.1	8.9	15.2	18.2	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	486	565	637	705	599
당기순이익	270	228	399	407	442
비현금항목의 가감	320	287	377	384	365
감가상각비	112	130	120	124	127
외환손익	0	0	2	2	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	207	157	255	258	240
자산부채의 증감	-3	117	-66	-19	-25
기타현금흐름	-102	-67	-72	-68	-182
투자활동 현금흐름	-346	-239	-125	-125	-125
투자자산	-14	-33	-7	-7	-7
유형자산	-130	-117	-117	-117	-117
기타	-202	-90	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-493	242	428	423	643
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	321	321	321	321
장기차입금	-366	-7	-50	-50	-50
유상증자	-111	-172	0	0	0
현금배당	-110	-51	0	0	0
기타	94	153	157	153	373
현금의 증감	-354	583	-159	690	932
기초 현금	557	224	815	656	1,345
기말 현금	203	807	656	1,345	2,277
NOPLAT	321	274	433	450	481
FCF	245	236	435	457	491

자료: 두산밥캣 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

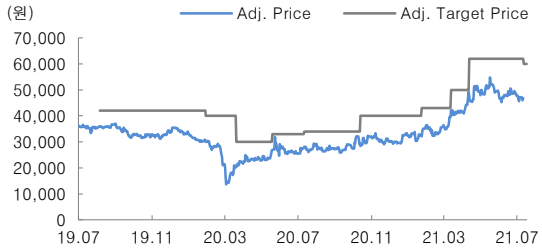
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동헌)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

두산밥캣(241560) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.07.28	21.04.28	21.03.29	21.02.08	20.10.29	20.07.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	60,000	62,000	50,000	43,000	40,000	34,000
괴리율(평균,%)		(21.18)	(15.12)	(18.03)	(21.93)	(17.97)
괴리율(최대/최소,%)		(11.61)	(1.70)	(2.09)	(15.25)	(5.44)
제시일자	20.06.04	20.04.05	20.02.14	19.08.21		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	33,000	30,000	40,000	42,000		
괴리율(평균,%)	(18.41)	(22.19)	(41.40)	(20.80)		
괴리율(최대/최소,%)	(3.48)	(10.50)	(24.13)	(11.67)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210725)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.5%	0.9%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상