

두산밥캣 (241560)

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

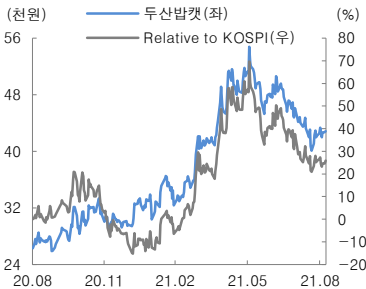
투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **58,000**
하향

현재주가 **42,850**
(21.09.07)
가계업종

KOSPI	3187.42
시가총액	4,296십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	54,800원 / 25,900원
120일 평균거래대금	165억원
외국인보유율	25.83%
주요주주	두산중공업 외 2 인 51.06% 국민연금공단 7.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.6	-17.0	30.0	50.4
상대수익률	-0.1	-15.3	23.5	12.5



미국 주택시장 호황, 중장기 성장성 확대

투자 의견 매수(BUY) 유지, 목표주가 58,000원으로 하향

- 목표주가를 58,000원으로 하향(기존 60,000원, -3.3%)
- 목표주가는 2021E, 22E 평균 EPS 3,896원에 타깃 PER 15배를 적용 (기존 2021E, 22E EPS 4,012원에 타깃 PER 15배를 적용)
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사의 평균 PER 적용
- 미주 수요 회복 및 호황 사이클 진입, 점유율 확대와 제품 다변화

3Q21 Preview 수요 대비 공급 부족, 원가 상승 부담

- 3Q21 실적은 매출액 1조 2,186억원(+12% yoy), 영업이익 1,321억원(+19%)
- 컨센서스 대비 매출액 부합, 영업이익 -8% 하회하는 수준
- 매출액은 미주 건설 수요 지속, 작년 동기 코로나19로 낮은 기저 대비 회복세
- 영업이익은 부품 공급 부족 등의 영향으로 원가 상승 부담 영향
- 3Q21부터 산업차량 연결 반영. 3Q21 매출액 2,593억원, 영업이익 127억원 예상하나 추정치에는 미반영

미국 주택시장 호황, 중장기 성장성 확대

- 미국 주택시장은 호황 지속. 1~7월 미국 민간주택 착공과 허가는 각각 1,109만호(+28% yoy), 1,200만호(+30% yoy). 6월 케이스-실러 주택가격지수는 260.8pt(+18.6% yoy)로 1988년 집계 이래 최대 상승률을 기록. 바이든 정부는 대안으로 3천억달러 예산을 반영해 200만호 증축을 발표
- 동사는 미주 매출비중이 70% 내외, 주택시장 관련이 40% 내외로 호재. 미국 인프라 투자안과 함께 중장기 성장성에 긍정적인 이슈

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21(F)				4Q21			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,085	1,284	1,218	1,219	12.3	-5.1	1,218	1,256	7.4	3.1
영업이익	111	140	144	132	18.8	-5.7	144	132	0.2	-0.2
순이익	69	93	93	85	23.9	-7.9	93	85	-17.9	-0.3

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	5,269	5,611
영업이익	477	394	575	620	654
세전순이익	405	356	531	568	606
총당기순이익	272	247	379	402	429
자배지분순이익	272	247	379	402	429
EPS	2,714	2,468	3,781	4,012	4,278
PER	12.7	12.0	11.3	10.7	10.0
BPS	39,692	40,637	44,384	48,360	52,601
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE	7.1	6.1	8.9	8.7	8.5

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	4,983	5,267	4,983	5,269	0.0	0.0
판매비와 관리비	511	560	511	560	0.0	0.0
영업이익	606	636	575	620	-5.1	-2.6
영업이익률	12.2	12.1	11.5	11.8	-0.6	-0.3
영업외손익	-47	-61	-44	-52	적자유지	적자유지
세전순이익	559	576	531	568	-5.1	-1.3
지배지분순이익	399	407	379	402	-5.0	-1.3
순이익률	8.0	7.7	7.6	7.6	-0.4	-0.1
EPS(지배지분순이익)	3,980	4,065	3,781	4,012	-5.0	-1.3

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	5,269
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	6.2
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	3,897	4,089
원가율(%)	76.6	75.4	76.2	77.8	78.3	79.2	78.2	77.6
매출총이익	796	808	808	881	980	890	1,086	1,180
판매비	410	410	414	422	503	496	511	560
판매비율(%)	12.1	12.5	12.2	10.6	11.2	11.6	10.3	10.6
영업이익	386	398	395	459	477	394	575	620
yoy(%)		3.0	-0.9	16.4	3.9	-17.4	46.0	7.7
opm(%)	11.4	12.1	11.6	11.6	10.6	9.2	11.5	11.8
영업이익(백만달러)	341	343	349	417	409	333	513	555
yoy(%)		0.5	1.7	19.6	-1.9	-18.7	54.0	8.3
산업차량								
매출액	709	686	786	870	913	807	1,036	1,106
영업이익	54	52	65	57	62	40	50	55
매출액 yoy		-3.3	14.6	10.7	4.9	-11.6	28.5	6.8
영업이익 yoy		-3.4	24.3	-12.8	9.0	-34.8	24.1	11.2
영업이익률(%)	7.6	7.6	8.2	6.5	6.8	5.0	4.8	5.0

자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

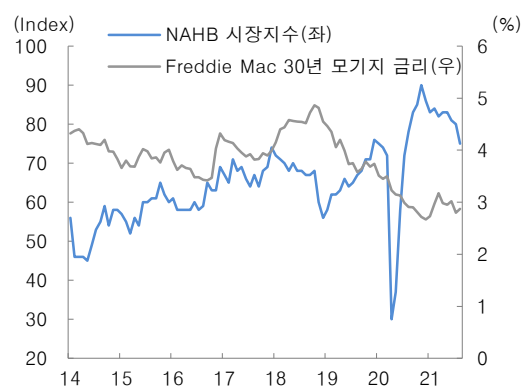
두산밥캣 분기 실적 추정

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E
매출액	1,062	1,191	1,128	1,129	1,064	964	1,085	1,169	1,225	1,284	1,219	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	963	990
원가율(%)	77.8	76.5	79.2	79.6	79.1	80.8	78.6	78.5	76.2	78.7	79.0	78.8
매출총이익	236	280	234	231	222	185	232	251	292	273	255	266
판매비	122	122	124	134	135	120	121	119	121	133	123	134
판매비/율(%)	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	132	132
yoy(%)	20.1	13.1	-10.2	-6.6	-23.4	-59.1	0.8	36.7	97.3	117.9	18.8	0.2
opm(%)	10.7	13.2	9.8	8.5	8.2	6.7	10.3	11.2	14.0	10.9	10.8	10.5
영업이익(백만달러)	101	135	92	82	73	52	93	117	154	125	117	117
yoy(%)	14.5	4.7	-15.8	-10.4	-27.7	-61.1	1.2	42.5	111.7	138.2	25.8	0.1
산업차량												
매출액	156	316	213	227	123	137	336	210	221	278	259	278
영업이익	18	3	-1	41	13	22	-6	11	11	12	13	13
매출액 yoy	-24.4	31.6	-0.6	8.8	-21.3	-56.6	57.8	-7.4	79.6	102.4	-22.9	32.5
영업이익 yoy	14.0	-84.1	-106.8	339.7	-26.4	608.8	729.3	-74.1	-14.5	-45.4	-299.7	26.5
영업이익률(%)	11.6	1.0	-0.4	18.1	10.9	16.4	-1.9	5.1	5.2	4.4	4.9	4.8

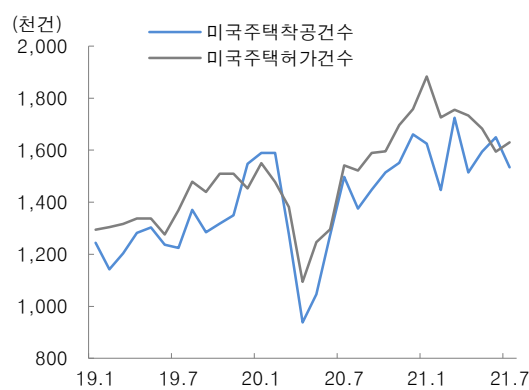
자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

그림 1. 미국 주택시장 지수 및 모기지 30년물 금리



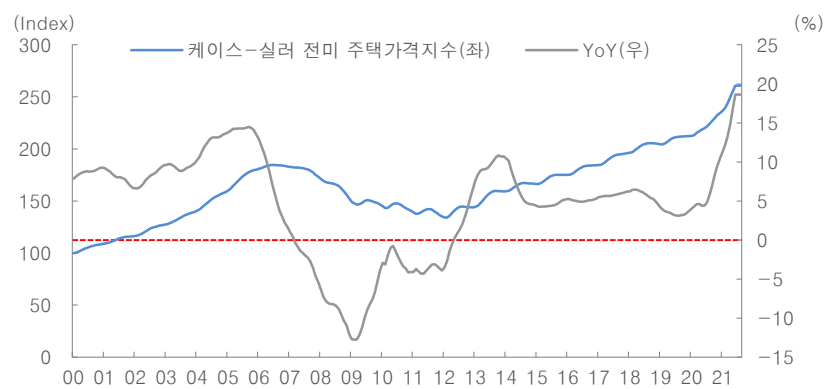
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: NAHB 지수, 기준점 = 50 / 모기지 금리(30yr): Freddie Mac

그림 2. 미국 민간주택 착공/허가건수



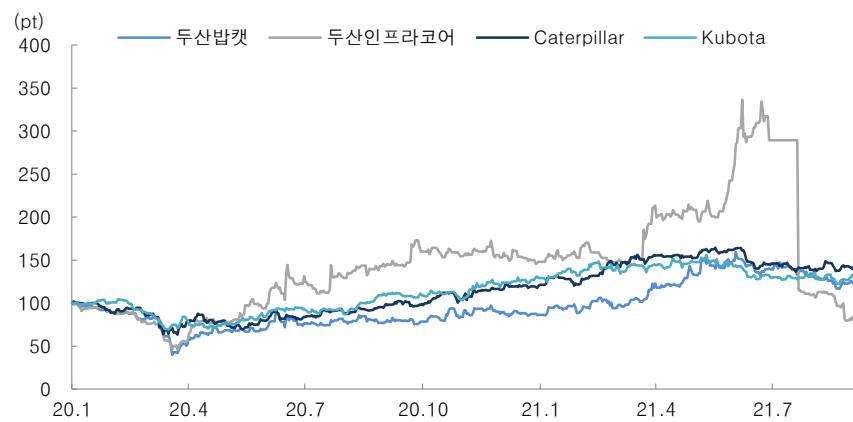
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. S&P 케이스-실러 전미 주택가격지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 2020년~2021년 주요 건설장비업체 시가총액 지수 추이



자료: Quantwise, Refinitiv, 대신증권 Research Center
주1: 2020.01.01 시가총액 = 100
주2: 7/21 두산인프라코어 분할 재상장

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- Compact 건설기계의 생산과 판매를 주력으로 하는 건설기계 업체
- 2007년 두산인프라코어가 미국 잉카슬랜드로부터 사업부 양수. 법캣은 소형건설장비인 SSL 의 고유명사로 통합
- 두산그룹의 두산인프라코어 매각 후 두산중공업 자회사로 편입 예정
- 자산 8조 1,449억원 부채 3조 7,588억원 자본 4조 3,861억원
- 발행주식 수: 100,249,166주 / 자기주식수: 0주
- 2019년 기준 배당 성향: 44.2%

주가 변동요인

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

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2021년 6월 기준
자료: 두산법캣, 대신증권 Research Center

매출 비중 추이

구분	비율
Compact 건설기계	92%
Portable Power	8%

자료: 두산법캣, 대신증권 Research Center

2. Earnings Driver

지역별 매출 비중 추이

구분	1Q 18	2Q 18	3Q 18	4Q 18	1Q 19	2Q 19	3Q 19	4Q 19	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20	1Q 21	2Q 21
NAO	500	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550
EMEA	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
Asia/LA	150	200	200	200	250	250	250	250	250	250	250	250	250	250

자료: 두산법캣, 대신증권 Research Center

미국 실질 GDP 성장률

연도	성장률 (%)
2008	0.1
2009	-2.5
2010	2.6
2011	1.6
2012	2.2
2013	1.8
2014	2.5
2015	2.9
2016	1.6
2017	2.4
2018	2.9
2019	2.3
2020	-8.5

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택시장 지수 및 모기지 30년물 금리

연도	NAHB 시장지수 (좌)	Freddie Mac 30년 모기지 금리 (%) (우)
2014	50	4.5
2015	55	4.0
2016	60	3.5
2017	65	3.5
2018	70	4.0
2019	75	3.5
2020	80	3.0
2021	85	3.0

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

미국 민간주택 착공/허가건수

연도	민간주택 착공건수 (천건)	민간주택 허가건수 (천건)
2001	1,500	1,500
2003	1,800	1,800
2005	2,000	2,000
2007	2,100	2,100
2009	500	500
2011	600	600
2013	1,000	1,000
2015	1,200	1,200
2017	1,300	1,300
2019	1,400	1,400
2021	1,500	1,500

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	4,510	4,282	4,983	5,269	5,611
매출원가	3,529	3,392	3,897	4,089	4,371
매출총이익	980	890	1,086	1,180	1,240
판매비와관리비	503	496	511	560	586
영업이익	477	394	575	620	654
영업외수익	106	92	11.5	11.8	11.7
EBITDA	589	524	695	743	781
영업외손익	-72	-38	-44	-52	-48
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	42	78	63	75	71
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-95	-106	-88	-87	-47
외환보통손실	33	62	25	25	20
기타	-19	-9	-19	-39	-72
법인세비용차감전순이익	405	356	531	568	606
법인세비용	-133	-108	-152	-166	-177
계속사업순이익	272	247	379	402	429
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	247	379	402	429
당기순이익률	6.0	5.8	7.6	7.6	7.6
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	272	247	379	402	429
매모기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-54	171	180	189	198
포괄순이익	219	419	559	591	627
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	219	419	559	591	627

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,714	2,468	3,781	4,012	4,278
PER	12.7	12.0	11.3	10.7	10.0
BPS	39,692	40,637	44,384	48,360	52,601
PBR	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	5,880	5,226	6,933	7,415	7,788
EV/EBITDA	6.9	6.2	7.2	6.2	5.3
SPS	44,983	42,714	49,708	52,554	55,970
PSR	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
CFPS	5,906	5,334	7,457	7,817	7,867
DPS	1,200	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감률	13.6	-5.0	16.4	5.7	6.5
영업이익 증/감률	3.9	-17.4	46.0	7.7	5.5
순이익 증/감률	2.9	-9.1	53.2	6.1	6.6
수익성					
ROIC	6.3	5.3	7.5	7.4	7.8
ROA	7.3	5.8	7.8	7.7	7.3
ROE	7.1	6.1	8.9	8.7	8.5
안정성					
부채비율	68.5	70.9	73.5	74.4	79.2
순차입금비율	15.5	6.9	15.7	5.9	-2.7
이자보상비율	10.1	8.9	14.4	17.7	0.0

자료: 두산밥캣 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,520	1,862	2,617	3,368	4,366
현금및현금성자산	212	782	636	1,320	2,239
매출채권 및 기타채권	422	327	370	391	415
재고자산	809	660	768	812	865
기타유동자산	77	93	843	845	848
비유동자산	5,185	5,099	5,101	5,088	5,082
유형자산	529	554	589	619	645
관계기업투자지급	28	35	42	49	56
기타비유동자산	4,627	4,509	4,470	4,419	4,380
자산총계	6,704	6,961	7,718	8,456	9,448
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
유동상채무	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
자본자본	3,979	4,074	4,449	4,848	5,273
자본금	50	47	47	47	47
자본잉여금	3,009	2,828	2,828	2,828	2,828
이익잉여금	1,390	1,461	1,840	2,242	2,671
기타자본변동	-469	-262	-265	-269	-272
비자본자본	0	0	0	0	0
자본총계	3,979	4,074	4,449	4,848	5,273
순차입금	618	279	700	286	-144

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	486	565	609	697	586
당기순이익	270	228	379	402	429
비현금성항목의 기입	320	287	369	382	360
감가상각비	112	130	120	124	127
외환손익	0	0	2	2	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	207	157	247	256	234
자산부채의 증감	-3	117	-66	-19	-25
기타현금흐름	-102	-67	-73	-68	-177
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	-179	684	919
기초 현금	557	224	815	636	1,320
기말 현금	203	807	636	1,320	2,239
NOPLAT	321	274	411	439	463
FCF	245	236	413	445	472

[Compliance Notice]

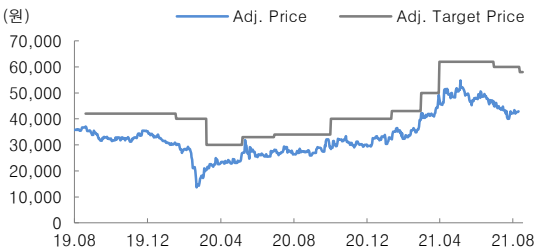
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이동현)

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	21.09.09	21.07.28	21.04.28	21.03.29	21.02.08	20.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	58,000	60,000	62,000	50,000	43,000	40,000
과다율(평균%)		(28.12)	(21.28)	(15.12)	(18.55)	(21.93)
과다율(최대/최소%)		(23.17)	(11.61)	(1.70)	(8.02)	(15.25)

제시일자	20.07.27	20.06.04	20.04.05	20.02.14	19.09.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	34,000	33,000	30,000	40,000	42,000
과다율(평균%)	(17.97)	(18.41)	(22.19)	(41.40)	(21.80)
과다율(최대/최소%)	(5.44)	(3.48)	(10.50)	(24.13)	(12.38)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210905)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.0%	7.5%	0.5%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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