

두산밥캣 (241560)

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

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 54,000
유지
현재주가 38,050
(21.10.29)
기업종

산업차량 빼도 관철은 실적, 없어서 못 판다

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 54,000원 유지

- 목표주가는 2021E, 22E 평균 EPS 3,873원에 타깃 PER 14배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사의 평균 PER 적용
- 미주 수요 회복 및 호황 사이클 진입, 점유율 확대와 제품 다변화

3Q21 Review 산업차량 빼도 관철은 실적

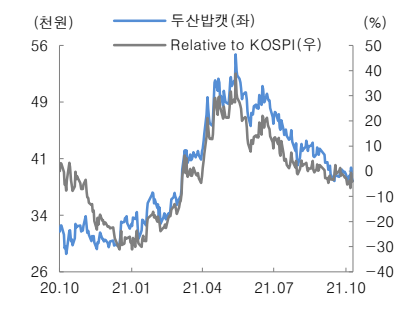
- 3Q 실적은 매출액 1조 5,463억원(+42% yoy), 영업이익 1,296억원(+17%). 3Q부터 산업차량 연결, 제외 시 매출액 1조 2,856억원(+18%), 1,257억원(+13%)
- 컨센서스 대비 매출액 -8% 하회, 영업이익 +7%% 상회하는 수준(산차 제외)
- 매출액은 전년비 미주 +19%, EMEA +32%, ALAO +44%. 코로나19 기저효과로 급증. 주요 시장의 경기회복에 따른 수요 증가로 판매 급증
- 엔진(PP) 사업부도 매출액 60백만원(+14% yoy)로 회복
- 전 지역의 수요증가 기조 유지. 산업차량만 컨테이너 대란에 따른 수익성 악화
- 영업외 산차 인수를 위한 법인 간의 자금 환영향으로 -32백만원 반영

없어서 못 판다

- 미국 주택 시장은 여전히 호조. 바이든의 200만호 주택 건축 공약으로 금리 인상에도 2022년까지 호황 지속 전망. 인프라 투자도 더해질 것. 공급망 차질로 생산 부족, 주문량은 2020년 대비 3배 증가. 낙폭과대에 따른 매수 추천

KOSPI	2970.68
시가총액	3,814십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	54,800원 / 28,350원
120일 평균거래대금	137억원
외국인지분율	25.91%
주요주주	두산중공업 외 2 인 51.06% 국민연금공단 7.13%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.3	-15.1	-17.7	34.2
상대수익률	-1.4	-7.3	-12.1	5.1



(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21					4Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,085	1,284	1,305	1,546	42.5	20.5	1,396	1,567	34.1	1.4
영업이익	111	140	117	130	16.5	-7.5	118	149	13.1	14.8
순이익	69	93	75	54	-21.2	-41.4	71	97	-6.5	78.5

자료: 두산밥캣, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	4,510	4,282	5,622	6,559	6,986
영업이익	477	394	590	652	713
세전순이익	405	356	507	600	666
총당기순이익	272	247	360	425	471
자배분순이익	272	247	360	425	471
EPS	2,714	2,468	3,589	4,239	4,700
PER	12.7	12.0	10.6	9.0	8.1
BPS	39,692	40,637	44,192	48,395	53,058
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
ROE	7.1	6.1	8.5	9.2	9.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 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	5,112	5,496	5,622	6,559	10.0	19.3
판매비와 관리비	522	583	575	646	10.2	10.9
영업이익	558	630	590	652	5.6	3.5
영업이익률	10.9	11.5	10.5	9.9	-0.4	-1.5
영업외손익	-44	-52	-82	-52	적자유지	적자유지
세전순이익	514	578	507	600	-1.3	3.8
지배지분순이익	367	410	360	425	-2.0	3.8
순이익률	7.2	7.5	6.4	6.5	-0.8	-1.0
EPS(지배지분순이익)	3,660	4,085	3,589	4,239	-2.0	3.8

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	5,622	6,559
yoy(%)		-3.3	3.1	17.2	13.6	-5.0	31.3	16.7
매출액(백만달러)	3,006	2,833	2,997	3,609	3,869	3,629	4,472	4,760
원/달러 환율(원)	1,131	1,161	1,131	1,100	1,166	1,183	1,137	1,146
yoy(%)		-5.8	5.8	20.4	7.2	-6.2	23.2	6.5
NAO(백만달러)	2,210	2,053	2,176	2,659	2,880	2,676	4,472	4,760
EMEA(백만달러)	617	594	614	734	756	681	3,305	3,545
ALA(백만달러)	179	186	207	216	233	241	842	886
NAO(달러) yoy		-7.1	6.0	22.2	8.3	-7.1	324	329
EMEA(달러) yoy		-3.8	3.4	19.6	3.0	-9.9	590	652
ALA(달러) yoy		4.1	11.3	4.0	8.1	3.3	49.7	10.5
매출원가	2,605	2,479	2,581	3,089	3,529	3,392	10.5	9.9
원가율(%)	76.6	75.4	76.2	77.8	78.3	79.2	519	569
매출총이익	796	808	808	881	980	890	55.9	9.7
판매비	410	410	414	422	503	496	5,622	6,559
판매비율(%)	12.1	12.5	12.2	10.6	11.2	11.6	31.3	16.7
영업이익	386	398	395	459	477	394	4,472	4,760
yoy(%)		3.0	-0.9	16.4	3.9	-17.4	1,137	1,146
opm(%)	11.4	12.1	11.6	11.6	10.6	9.2	23.2	6.5
영업이익(백만달러)	341	343	349	417	409	333	4,472	4,760
yoy(%)		0.5	1.7	19.6	-1.9	-18.7	3,305	3,545

자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center *3Q21부터 산업차량 합산

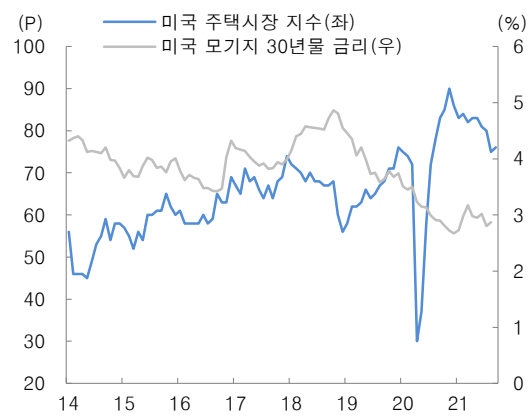
두산밥캣 분기 실적 추정

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E
매출액	1,062	1,191	1,128	1,129	1,064	964	1,085	1,169	1,225	1,284	1,546	1,567
yoy(%)	22.1	14.7	9.0	9.9	0.2	-19.1	-3.8	3.6	15.1	33.2	42.5	34.1
매출액(백만달러)	944	1,022	943	959	892	788	912	1,036	1,099	1,145	1,115	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	1,153	1,158
yoy(%)	16.4	6.1	2.1	5.4	-5.6	-22.9	-3.3	8.0	23.3	45.2	22.2	7.3
NAO(백만달러)	709	745	711	714	651	581	693	751	817	820	1,115	1,112
EMEA(백만달러)	183	217	174	182	183	156	156	186	200	238	823	845
ALA(백만달러)	52	60	58	63	58	51	59	73	82	87	206	198
NAO(달러) yoy	26.3	6.2	-1.0	5.5	-8.2	-22.0	-2.6	5.1	25.5	41.1	85	70
EMEA(달러) yoy	-5.0	7.1	8.1	2.2	-0.2	-28.0	-10.3	2.1	9.3	52.6	130	149
ALA(달러) yoy	-8.7	0.2	31.1	15.5	12.4	-15.4	1.9	15.0	41.4	70.6	16.5	13.1
매출원가	827	911	894	898	842	779	853	918	933	1,010	8.4	9.5
원가율(%)	77.8	76.5	79.2	79.6	79.1	80.8	78.6	78.5	76.2	78.7	112	128
매출총이익	236	280	234	231	222	185	232	251	292	273	20.3	10.2
판매비	122	122	124	134	135	120	121	119	121	133	1,546	1,567
판매비율(%)	11.5	10.3	11.0	11.9	12.7	12.5	11.1	10.2	9.8	10.4	42.5	34.1
영업이익	113	157	110	96	87	64	111	132	171	140	1,115	1,112
yoy(%)	20.1	13.1	-10.2	-6.6	-23.4	-59.1	0.8	36.7	97.3	117.9	1,153	1,158
opm(%)	10.7	13.2	9.8	8.5	8.2	6.7	10.3	11.2	14.0	10.9	22.2	7.3
영업이익(백만달러)	101	135	92	82	73	52	93	117	154	125	1,115	1,112
yoy(%)	14.5	4.7	-15.8	-10.4	-27.7	-61.1	1.2	42.5	111.7	138.3	823	845

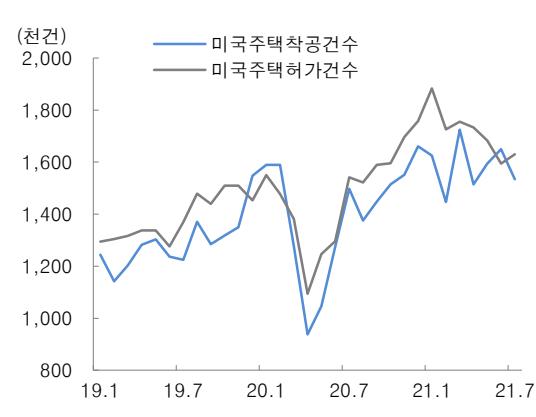
자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center *3Q21부터 산업차량 합산

그림 1. 미국 주택시장 지수 및 모기지 30년물 금리



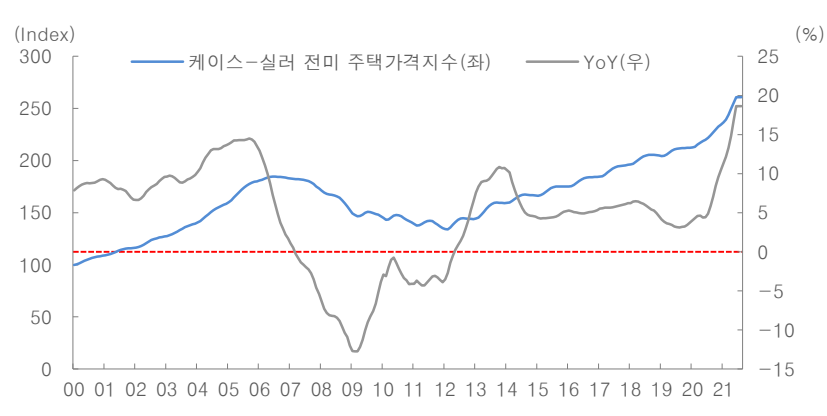
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: NAHB 지수, 기준점 = 50 / 모기지 금리(30yr): Freddie Mac

그림 2. 미국 민간주택 착공/허가건수



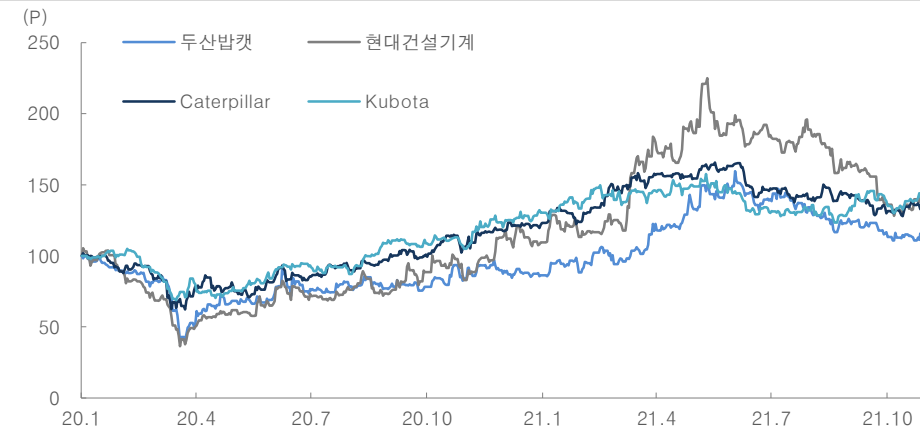
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. S&P 케이스-실러 전미 주택가격지수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



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

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

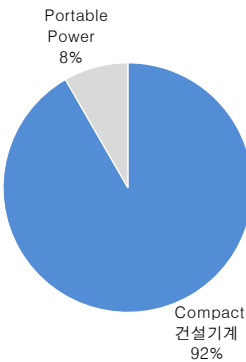
- Compact 건설기계의 생산과 판매를 주력으로 하는 건설기계 업체
- 2007년 두산인프라코어가 미국 잉카슬랜드로부터 사업부 양수, 밥캣은 소형건설장비인 SSL 의 고유명사로 통합
- 두산그룹의 두산인프라코어 매각 후 두산중공업 자회사로 편입 예정
- 자산 8조 1,449억원 부채 3조 7,588억원 자본 4조 3,861억원
- 발행주식 수: 100,249,166주 / 자기주식수: 0주
- 2019년 기준 배당 성향: 44.2%

주가 변동요인

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

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

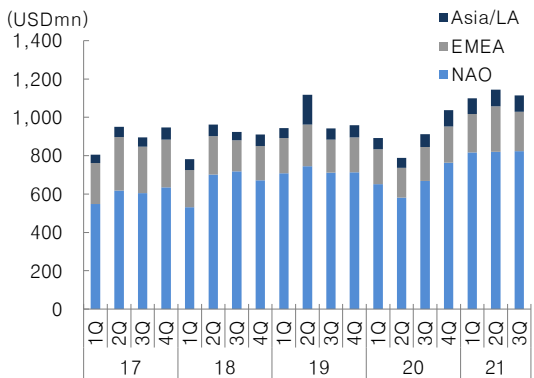
매출 비중 추이



자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

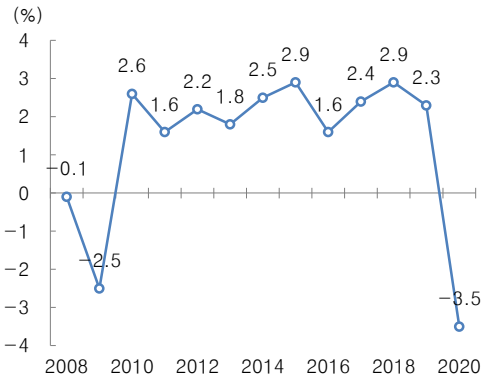
2. Earnings Driver

지역별 매출 비중 추이



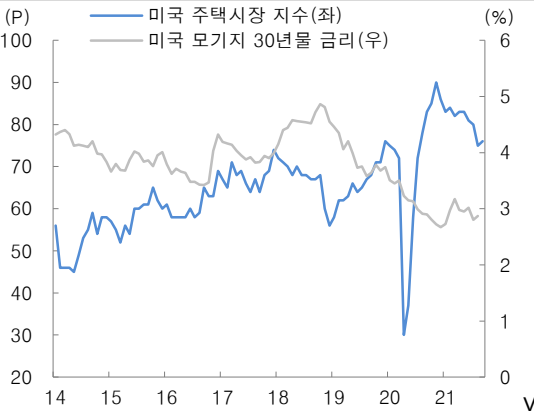
자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

미국 실질 GDP 성장률



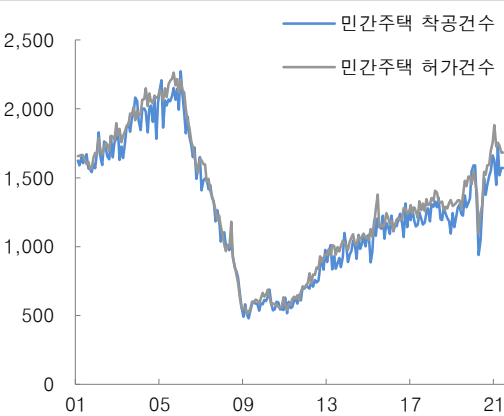
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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	5,622	6,559	6,986
매출원가	3,529	3,392	4,457	5,262	5,571
매출총이익	980	890	1,165	1,298	1,415
판매비와관리비	503	496	575	646	701
영업이익	477	394	590	652	713
영업외수익	106	92	105	99	102
EBITDA	589	524	709	776	840
영업외손익	-72	-38	-82	-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	-57	-39	-72
법인세비용차감전순이익	405	356	507	600	666
법인세비용	-133	-108	-147	-175	-194
계속사업순이익	272	247	360	425	471
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	247	360	425	471
당기순이익률	6.0	5.8	6.4	6.5	6.7
비자비자분순이익	0	0	0	0	0
자비자분순이익	272	247	360	425	471
매모기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-54	171	180	189	198
포괄순이익	219	419	539	614	669
비자비자분포괄이익	0	0	0	0	0
자비자분포괄이익	219	419	539	614	669

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,714	2,468	3,589	4,239	4,700
PER	12.7	12.0	10.6	9.0	8.1
BPS	39,692	40,637	44,192	48,395	53,058
PBR	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	5,880	5,226	7,077	7,736	8,383
EV/EBITDA	6.9	6.2	6.5	5.5	4.5
SPS	44,983	42,714	56,081	65,432	69,685
PSR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
CFPS	5,906	5,334	7,221	8,138	8,463
DPS	1,200	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감률	13.6	-5.0	31.3	16.7	6.5
영업이익 증/감률	3.9	-17.4	49.7	10.5	9.5
순이익 증/감률	2.9	-9.1	45.4	18.1	10.9
수익성					
ROIC	6.3	5.3	7.5	7.7	8.3
ROA	7.3	5.8	8.0	8.0	7.8
ROE	7.1	6.1	8.5	9.2	9.3
안정성					
부채비율	68.5	70.9	75.2	76.9	81.0
순차입금비율	15.5	6.9	17.9	8.8	-0.6
이자보상비율	10.1	8.9	14.7	18.6	0.0

자료: 두산빌렛 대손증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,520	1,862	2,659	3,496	4,544
현금및현금성자산	212	782	544	1,177	2,128
매출채권 및 기타채권	422	327	406	463	492
재고자산	809	660	866	1,011	1,076
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	7,760	8,584	9,626
유동부채	1,139	1,012	1,163	1,272	1,552
매입채무 및 기타채무	858	711	840	930	971
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	3,330	3,732	4,306
자비자분	3,979	4,074	4,430	4,852	5,319
자본금	50	47	47	47	47
자본잉여금	3,009	2,828	2,828	2,828	2,828
이익잉여금	1,390	1,461	1,821	2,246	2,717
기타자비자분	-469	-262	-265	-269	-272
비자비자분	0	0	0	0	0
자본총계	3,979	4,074	4,430	4,852	5,319
순차입금	618	279	792	429	-33

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	486	565	513	655	619
당기순이익	270	228	360	425	471
비현금성항목의기감	320	287	364	391	377
감가상각비	112	130	120	124	127
외환손익	0	0	2	2	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	207	157	242	265	252
자산부채의증감	-3	117	-139	-93	-35
기타현금흐름	-102	-67	-73	-68	-194
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
현금의증감	-354	583	-271	633	952
기초 현금	557	224	815	544	1,177
기말 현금	203	807	544	1,177	2,128
NOPLAT	321	274	418	462	505
FCF	245	236	421	468	515

[Compliance Notice]

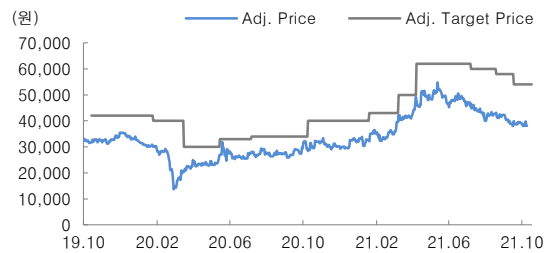
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	21.11.01	21.10.07	21.09.08	21.07.28	21.04.28	21.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	54,000	54,000	58,000	60,000	62,000	50,000
과다율(평균%)		(28.06)	(30.13)	(28.12)	(21.18)	(15.61)
과다율(최대/최소%)		(26.30)	(26.72)	(23.17)	(11.61)	(1.70)
제시일자	21.02.08	20.10.29	20.07.27	20.06.04	20.04.05	20.02.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	43,000	40,000	34,000	33,000	30,000	40,000
과다율(평균%)	(18.55)	(21.93)	(17.97)	(18.41)	(22.19)	(41.40)
과다율(최대/최소%)	(8.02)	(15.25)	(5.44)	(3.48)	(10.50)	(24.13)
제시일자	19.11.03					
투자의견	Buy					
목표주가	42,000					
과다율(평균%)	(22.49)					
과다율(최대/최소%)	(15.48)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211028)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.8%	7.8%	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