

두산밥캣 (241560)

이동현 dongheon.lee@daishin.com
이지니 jin.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

6개월 목표주가 **55,000**
유지

현재주가 **39,750**
(22.04.06)

가계업종

여전한 미국 주택시장, 호실적 예상

투자 의견 매수(BUY), 목표주가 55,000원 유지

- 목표주가는 2022E EPS 4,221원에 타깃 PER 13배를 적용
- 타깃 PER은 글로벌 소형장비/농기계 업체 4사의 평균 PER 적용
- 미주 수요 회복 및 호황 사이클 지속, 점유율 확대와 제품 다변화, 원가는 부담

1Q22 Preview 여전히 좋은 미국 주택시장

- 1Q22 실적은 매출액 1조 6,194억원(+32% yoy), 영업이익 1,491억원(-13%)
- 컨센서스 대비 매출액 +8%, 영업이익 +12% 상회하는 호실적
- [산차 제외] 매출액 1조 3,926억원(+14% yoy) 예상
- 환효과 제외시 매출액 성장률은 +22% yoy(원달러 환율 +8% yoy)
- 매출비중의 70%를 차지하는 미주시장 호조. 1~2월 미국 주택 착공과 허가는 각각 342만건(+11% yoy), 376만건(+4% yoy). 케이스실러 주택지수는 281pt(+19% yoy)로 급등. 공급망 차질이 지속되나 여전히 견조한 수요
- 유럽 체코 공장도 정상 운영. 전쟁 관련 일부 수요 이연 가능성
- 산업차량은 선적 지연 이슈가 있으나 전년대비 좋아지고 있는 상황

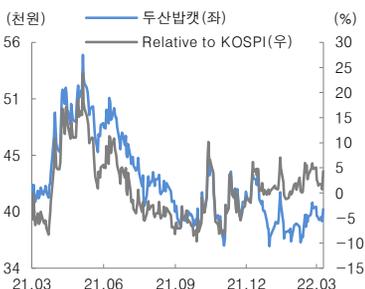
금리 인상보다 실적 성장이 중요

- 최근 금리 인상 기조로 미국 30년물 모기지 금리는 4.7%(+1.5%p yoy)까지 급등. 중장기 주택시장 수요 감소 우려로 주가 흐름은 지지부진
- 그러나 22년 좋아질 실적이 우선은 중요. 23년은 미국 인프라 투자 효과 반영
- 배당도 안정적. 21년 DPS 1,200원, 이익 성장으로 22년 DPS 최소 유지 가능
- 여전한 미국 주택 시장과 인프라 투자 기대, 연중 산업 차량도 회복세 예상

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	----------	----	---	---	---

KOSPI	2735.03
시가총액	3,985십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	51십억원
52주 최고/최저	54,800원 / 36,150원
120일 평균거래대금	87억원
외국인지분율	25.14%
주요주주	두산중공업 외 2인 51.06% 국민연금공단 7.13%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	-7.8	4.5	-2.6
상대수익률	3.1	-1.5	11.1	11.4



(단위: 십억원 %)

구분	1Q21	4Q21	1Q22(F)			2Q22				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,225	1,761	1,581	1,619	32.2	-8.1	1,503	1,713	33.5	5.8
영업이익	171	154	147	149	-12.9	-3.4	133	154	10.1	3.4
순이익	115	123	100	103	-10.5	-16.2	100	111	19.6	7.5

자료: 두산밥캣, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	4,282	5,816	7,078	7,538	8,067
영업이익	394	595	623	717	887
세전순이익	356	521	567	653	822
총당기순이익	247	386	423	487	613
자배지분순이익	247	386	423	487	613
EPS	2,468	3,849	4,221	4,856	6,117
PER	12.0	10.6	9.1	7.9	6.3
BPS	40,637	43,105	48,384	52,153	57,076
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE	6.1	9.2	9.2	9.7	11.2

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	6,929	7,379	7,078	7,538	2.1	2.1
판매비와 관리비	673	750	701	787	4.3	5.0
영업이익	616	706	623	717	1.0	1.6
영업이익률	8.9	9.6	8.8	9.5	-0.1	0.0
영업외손익	-66	-76	-55	-65	적자유지	적자유지
세전순이익	551	630	567	653	3.0	3.5
지배지분순이익	411	470	423	487	3.0	3.5
순이익률	5.9	6.4	6.0	6.5	0.1	0.1
EPS(지배지분순이익)	4,097	4,689	4,221	4,856	3.0	3.5

자료: 두산밥캣 대신증권 Research Center

두산밥캣 연간 실적 추정

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
매출액	3,287	3,389	3,971	4,510	4,282	5,816	7,078
yoy(%)	-3.3	3.1	17.2	13.6	-5.0	35.8	21.7
매출액(백만달러)	2,833	2,997	3,609	3,869	3,629	5,082	5,677
원/달러 환율(원)	1,161	1,131	1,100	1,166	1,183	1,141	1,197
yoy(%)	-5.8	5.8	20.4	7.2	-6.2	40.1	11.7
NAO(백만달러)	2,053	2,176	2,659	2,821	2,664	3,554	3,468
EMEA(백만달러)	594	614	734	756	703	1,003	886
ALA(백만달러)	186	207	216	292	261	526	398
NAO(달러) yoy	-7.1	6.0	22.2	6.1	-5.6	33.4	-2.4
EMEA(달러) yoy	-3.8	3.4	19.6	3.0	-6.9	42.5	-11.6
ALA(달러) yoy	4.1	11.3	4.0	35.6	-10.6	101.2	-24.3
매출원가	2,479	2,581	3,089	3,529	3,392	4,583	5,754
원가율(%)	75.4	76.2	77.8	78.3	79.2	78.8	81.3
매출총이익	808	808	881	980	890	1,234	1,324
판매비	410	414	422	503	496	638	701
판매비율(%)	12.5	12.2	10.6	11.2	11.6	11.0	9.9
영업이익	398	395	459	477	394	595	623
yoy(%)	3.0	-0.9	16.4	3.9	-17.4	51.2	4.6
opm(%)	12.1	11.6	11.6	10.6	9.2	10.2	8.8
영업이익(백만달러)	343	349	417	409	333	520	520
yoy(%)	0.5	1.7	19.6	-1.9	-18.7	56.3	0.0

자료: 두산밥캣 대신증권 Research Center

두산밥캣 분기 실적 추정

(단위: 십억원, 백만달러, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	1,064	964	1,085	1,169	1,225	1,284	1,546	1,761	1,619	1,713	1,746	2,000
yoy(%)	0.2	-19.1	-3.8	3.6	15.1	33.2	42.5	50.7	32.2	33.5	12.9	13.5
매출액(백만달러)	892	788	912	1,036	1,099	1,145	1,341	1,497	1,344	1,428	1,461	1,444
원/달러 환율(원)	1,194	1,222	1,189	1,128	1,114	1,121	1,153	1,177	1,205	1,200	1,195	1,190
yoy(%)	-5.6	-22.9	-3.3	8.0	23.3	45.2	47.0	44.5	22.2	24.7	9.0	-3.5
NAO(백만달러)	651	581	693	687	817	820	823	928	860	863	887	858
EMEA(백만달러)	183	156	156	186	200	238	206	240	209	237	234	207
ALA(백만달러)	58	51	59	141	82	87	85	88	87	84	84	143
NAO(달러) yoy	-8.2	-22.0	-2.6	4.9	25.5	41.1	18.8	35.0	5.3	5.3	7.8	-7.6
EMEA(달러) yoy	-0.2	-28.0	-10.3	2.1	9.3	52.6	32.1	29.2	4.5	-0.6	13.5	-13.8
ALA(달러) yoy	12.4	-15.4	1.9	15.0	41.4	70.6	43.7	-37.5	5.9	-3.8	-0.9	63.0
매출원가	842	779	853	918	933	1,010	1,235	1,404	1,322	1,401	1,411	1,620
원가율(%)	79.1	80.8	78.6	78.5	76.2	78.7	79.9	79.7	81.6	81.8	80.8	81.0
매출총이익	222	185	232	251	292	273	311	357	298	312	334	380
판매비	135	120	121	119	121	133	182	203	149	158	174	221
판매비율(%)	12.7	12.5	11.1	10.2	9.8	10.4	11.8	11.5	9.2	9.2	10.0	11.0
영업이익	87	64	111	132	171	140	130	154	149	154	160	159
yoy(%)	-23.4	-59.1	0.8	36.7	97.3	117.9	16.5	17.3	-12.9	10.1	23.3	3.3
opm(%)	8.2	6.7	10.3	11.2	14.0	10.9	8.4	8.8	9.2	9.0	9.2	8.0
영업이익(백만달러)	73	52	93	117	154	125	111	131	124	129	134	134
yoy(%)	-27.7	-61.1	1.2	42.5	111.7	138.2	19.2	12.5	-19.6	2.9	20.2	2.2

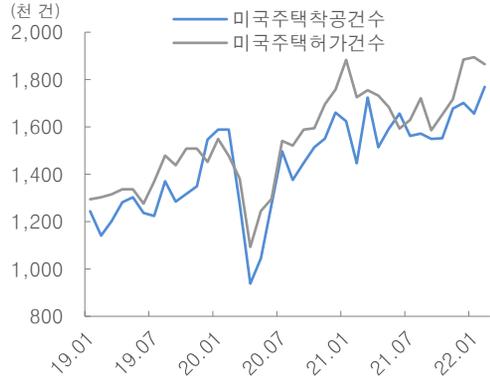
자료: 두산밥캣 대신증권 Research Center

그림 1. 미국 주택시장 지수 및 모기지 30년물 금리



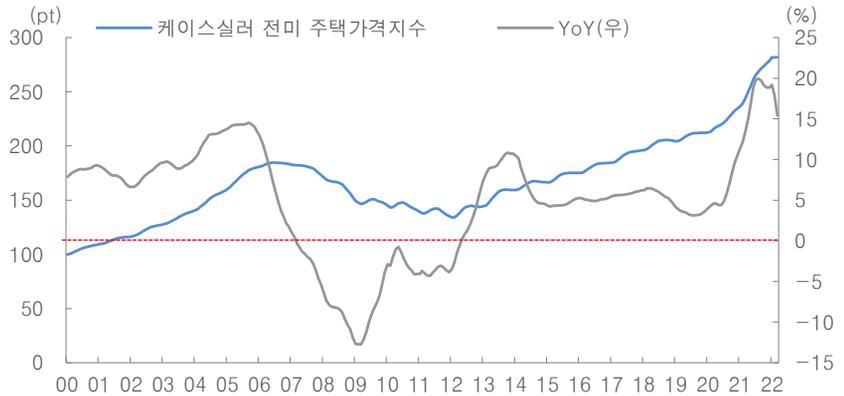
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
 주: NAHB 지수, 기준점 = 50 / 모기지 금리(30yr): Freddie Mac

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~2022년 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

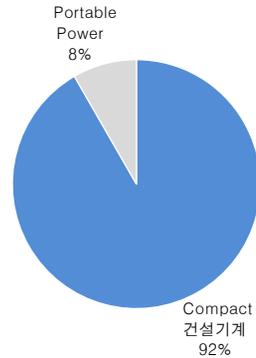
- Compact 건설기계의 생산과 판매를 주력으로 하는 건설기계 업체
- 2007년 두산인프라코어가 미국 잉글랜드로부터 사업부 양수. 밥캣은 소형건설장비인 SSL 의 고유명사로 통합
- 두산그룹의 두산인프라코어 매각 후 두산중공업 자회사로 편입 예정
- 자산 8조 1,449억원 부채 3조 7,588억원 자본 4조 3,861억원
- 발행주식 수: 100,249,166주 / 자기주식수: 0주
- 2019년 기준 배당 성향: 44.2%

주가 변동요인

- 미국 주액시장 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

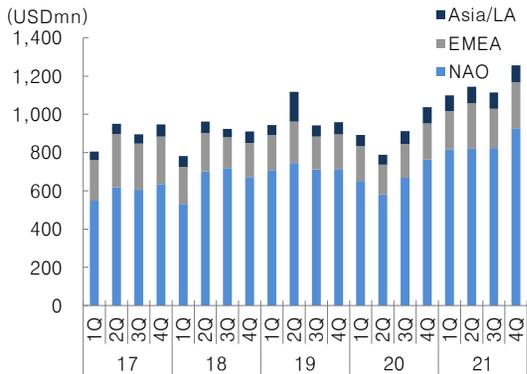
매출 비중 추이



자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

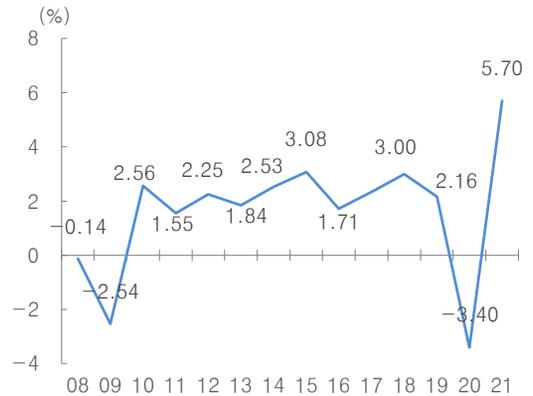
2. Earnings Driver

지역별 매출 비중 추이



자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center

미국 실질 GDP 성장률



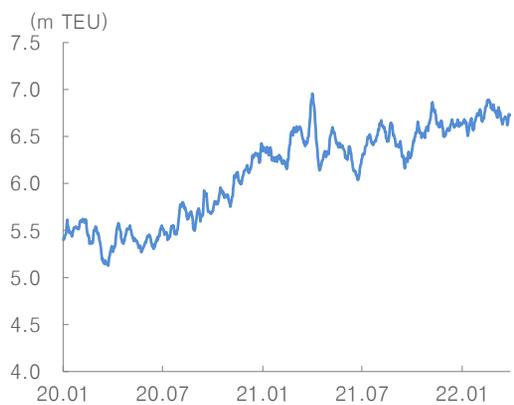
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 EU 제조업 구매자관리지수



자료: 두산밥캣, 대신증권 Research Center
 주: ISM, IHS Markit, 기준점= 50

글로벌 항만적체 지수 - Containerships in Port



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center
 주: 2022년 1월 기준

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	4,282	5,816	7,078	7,538	8,067
매출원가	3,392	4,583	5,754	6,034	6,360
매출총이익	890	1,234	1,324	1,504	1,707
판매비와관리비	496	638	701	787	820
영업이익	394	595	623	717	887
영업외수익	92	102	88	95	11.0
EBITDA	524	785	800	903	1,080
영업외손익	-38	-74	-55	-65	-65
관계기업손익	0	11	0	0	0
금융수익	78	57	70	66	66
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-106	-151	-89	-49	-49
외환관련손실	62	95	27	22	22
기타	-9	8	-37	-82	-82
법인세비용차감전순이익	356	521	567	653	822
법인세비용	-108	-135	-144	-166	-209
계속사업순이익	247	386	423	487	613
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	247	386	423	487	613
당기순이익률	5.8	6.6	6.0	6.5	7.6
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	247	386	423	487	613
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	171	-106	-5	-6	-6
포괄순이익	419	280	418	481	607
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	419	280	418	481	607

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,468	3,849	4,221	4,856	6,117
PER	12.0	10.6	9.1	7.9	6.3
BPS	40,637	43,105	48,384	52,153	57,076
PBR	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	5,226	7,830	7,980	9,009	10,769
EV/EBITDA	6.2	6.5	5.8	4.8	3.6
SPS	42,714	58,017	70,604	75,193	80,468
PSR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
CFPS	5,334	8,223	9,042	9,618	11,378
DPS	0	1,200	1,200	1,200	1,200

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증감률	-5.0	35.8	21.7	6.5	7.0
영업이익 증감률	-17.4	51.2	4.6	15.2	23.6
순이익 증감률	-9.1	55.9	9.7	15.0	26.0
수익성					
ROIC	5.1	7.1	6.6	7.3	8.9
ROA	5.8	7.7	7.0	7.6	8.9
ROE	6.1	9.2	9.2	9.7	11.2
안정성					
부채비율	70.9	98.6	88.1	86.3	79.1
순차입금비율	6.9	23.3	15.6	8.8	1.0
이자보상비율	8.9	10.7	17.8	0.0	0.0

자료: 두산빌렛 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,862	2,646	3,185	3,779	4,279
현금및현금성자산	782	952	1,154	1,623	1,979
매출채권 및 기타채권	327	428	513	546	583
재고자산	660	1,153	1,403	1,495	1,600
기타유동자산	93	113	114	116	117
비유동자산	5,099	5,935	5,939	5,959	5,971
유형자산	554	954	1,026	1,088	1,140
관계기업투자지분	35	51	51	51	51
기타비유동자산	4,509	4,930	4,862	4,820	4,780
자산총계	6,961	8,581	9,124	9,738	10,251
유동부채	1,012	1,498	1,518	1,758	1,778
매입채무 및 기타채무	711	1,079	1,079	1,079	1,079
차입금	0	21	21	21	21
유동상채무	25	28	30	250	250
기타유동부채	275	370	388	408	428
비유동부채	1,875	2,761	2,756	2,752	2,751
차입금	1,017	1,717	1,667	1,617	1,567
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	858	1,044	1,088	1,134	1,183
부채총계	2,887	4,260	4,274	4,510	4,529
자본부분	4,074	4,321	4,850	5,228	5,722
자본금	47	51	51	51	51
자본잉여금	2,828	2,673	2,673	2,673	2,673
이익잉여금	1,461	2,047	2,350	2,716	3,209
기타자본변동	-262	-450	-223	-212	-212
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	4,074	4,321	4,850	5,228	5,722
순차입금	279	1,007	759	461	56

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	565	460	457	628	744
당기순이익	228	400	423	487	613
비현금항목의 기입	287	438	483	477	527
감가상각비	130	190	177	186	193
외환손익	0	0	-10	-14	-14
자본평가손익	0	-11	0	0	0
기타	157	260	317	306	349
자산부채의 증감	117	-204	-382	-170	-188
기타현금흐름	-67	-174	-68	-166	-209
투자활동 현금흐름	-239	-862	-842	-842	-842
투자자산	-33	28	0	0	0
유형자산	-117	-198	-198	-198	-198
기타	-90	-692	-643	-643	-643
재무활동 현금흐름	242	524	-445	-227	-447
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	321	0	0	0	0
장기차입금	-7	554	-50	-50	-50
유상증자	-172	247	0	0	0
현금배당	-51	0	-120	-120	-120
기타	153	-277	-275	-57	-277
현금의 증감	568	99	202	469	356
기초 현금	224	815	952	1,154	1,623
기말 현금	807	914	1,154	1,623	1,979
NOPLAT	274	441	465	535	662
FCF	236	362	428	507	641

[Compliance Notice]

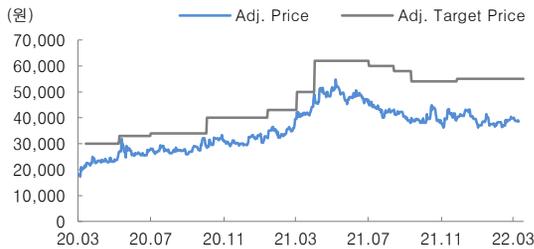
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확히 반영하였습니다.

(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	22.04.07	21.12.23	21.10.07	21.09.08	21.07.28	21.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	55,000	55,000	54,000	58,000	60,000	62,000
과다율(평균%)		(28.58)	(25.88)	(30.06)	(28.12)	(21.18)
과다율(최대/최소%)		(21.36)	(16.85)	(26.72)	(23.17)	(11.61)
제시일자	21.03.29	21.02.08	20.10.29	20.07.27	20.06.04	20.04.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	43,000	40,000	34,000	33,000	30,000
과다율(평균%)	(15.61)	(18.55)	(21.93)	(17.97)	(18.41)	(21.40)
과다율(최대/최소%)	(1.70)	(8.02)	(15.25)	(5.44)	(3.48)	(10.50)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220404)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

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

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있음 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

두산밥캣 통합 ESG 등급

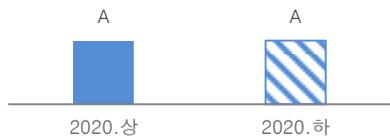
최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.30

A

- 두산밥캣은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 A, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 같습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■■■
환경관리	■	공급망관리	■■■	이사회 구성 및 운영	■■■■■
자발적인 친환경 활동	■	사회공헌	■■■■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■	인적자원 관리	■■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■	인권보호	■■■■■		
환경위험 관리	■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.