

N/R

목표주가	- 원
현재주가	44,300 원
Upside	- %
Key Data	2021년 04월 23일
산업분류	코스피 기계
KOSPI(pt)	3,186.10
시가총액 (억원)	44,410
발행주식수 (천주)	100,249
외국인 지분율 (%)	24.3
52 주 고가 (원)	44,300
저가 (원)	22,600
60 일 일평균거래대금 (십억원)	16.3
주요주주	(%)
두산인프라코어 외 2인	51.1
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	23.4 37.8 83.4
상대주가	16.4 2.1 10.2

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 오승택
stoh@leading.co.kr
+822-2009-7315

두산밥캣(241560)

선진국 건설기계 업체와 가장 유사한 Player

기업 개요

동사는 2014년 설립, 2016년 11월 거래소에 상장하여 주로 소형 건설기계를 생산 및 판매하는 사업을 영위. 지역별 매출 비중은 NA(북미) 26.6억달러 (73.4%), EMEA(유럽/중동/아프리카) 7.0억달러 (19.4%), 아시아/남미 2.6억달러 (7.2%)로 매출액 대부분이 선진 시장에 집중되어 있으며 인프라 투자, 광산 개발 등에 활용하는 대형 건설기계보다는 도심 내 재개발, 주택 공급 등에 영향을 받는 소형 건설기계 위주로 포트폴리오가 구성되어 있어, 개도국 인프라 투자보다는 선진국 건설 경기 회복에 더 큰 영향을 받음

투자 포인트

1. 빠르게 반등하는 미국 건설경기: 2020년 미국의 건설경기는 COVID-19 사태로 인한 전례없는 불황을 지나옴. 2021년은 건설기계 업황 회복에 COVID-19 기저효과 및 미국 내 바이든 정부의 경기 부양정책의 효과 또한 기대

2. 지배구조 관련, ① 최대주주 변경과 배당, ② 지게차부문 인수: 동사의 모기업인 두산인프라코어가 현대중공업 그룹에 분할 매각되며 동사의 최대주주는 두산중공업으로 변경될 예정. 현금에 대한 니즈가 더 큰 두산중공업이 최대주주로 올라서게 되며 향후의 배당정책은 오히려 적극적으로 전개될 공산이 높다는 판단

두산중공업의 지게차 부문은 2019년 9,100억원, 2020년 8,000억원 규모의 매출을 일컫는 것으로 파악. 보수적인 영업이익률 5%를 가정하더라도 인수자금을 위한 차입에 대한 비용을 만회하고도 남을 실적을 기록할 것으로 예상된다. 또한 선진 시장의 소형 건설기계 위주로 치우친 동사의 포트폴리오가 다변화되는 효과 기대

3. 최근 글로벌 건설기계 업종의 Valuation Re-rating: 최근 글로벌 건설기계 업종의 주가 추이를 보면 선진시장 Player 위주로의 Valuation Re-rating 이 나타나고 있음. 국내 건설기계 업종에서는 선진시장 Player 들과 가장 유사한 사업구조 및 제품 Portfolio 를 구축하고 있는 동사를 주목해야하는 이유

구분	2016	2017	2018	2019	2020
매출액 (억원)	32,873	33,892	39,708	45,096	42,821
영업이익 (억원)	3,980	3,945	4,590	4,770	3,939
영업이익률 (%)	12.1	11.6	11.6	10.6	9.2
지배순이익 (억원)	1,689	2,738	2,645	2,721	2,475
PER (배)	21.3	13.1	11.9	12.7	12.0
PBR (배)	1.1	1.0	0.8	0.9	0.7
ROE (%)	5.5	8.1	7.4	7.1	6.1
EPS (원)	2,094	2,731	2,638	2,714	2,468

자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

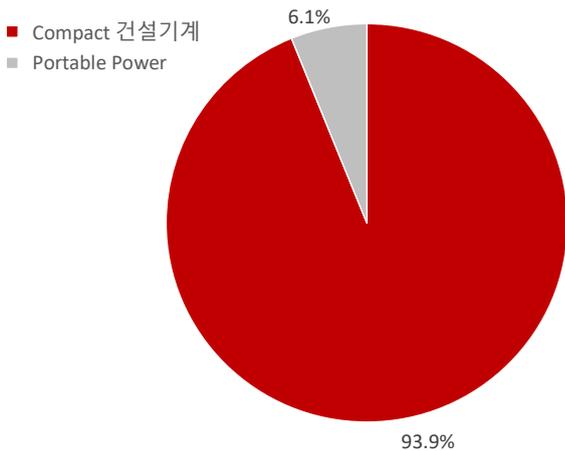
기업 개요 - 미국 소형 건설기계 Major Player

동사는 2014 년 설립, 2016 년 11 월 거래소에 상장하여 주로 소형 건설기계를 생산 및 판매하는 사업을 영위하고 있다. 2020 년 실적 기준 매출 비중은 Compact 건설기계 부문 34.1 억달러 (93.9%), Portable Power 부문 2.2 억달러 (6.1%) 이며, 지역별 매출 비중은 NA(북미) 26.6 억달러 (73.4%), EMEA(유럽/중동/아프리카) 7.0 억달러 (19.4%), 아시아/남미 2.6 억달러 (7.2%)이다.

연결 대상 법인으로는 미국, 유럽, 중국, 인도 등지에 생산 및 판매법인이 있으며, 매출액 대부분이 선진 시장에 집중되어 있다. 인프라 투자, 광산 개발 등에 활용하는 대형 건설기계보다는 도심 내 재개발, 주택 공급 등에 영향을 받는 소형 건설기계 위주로 포트폴리오가 구성되어 있어, 개도국 인프라 투자보다는 선진국 건설 경기 회복에 더 큰 영향을 받는다.

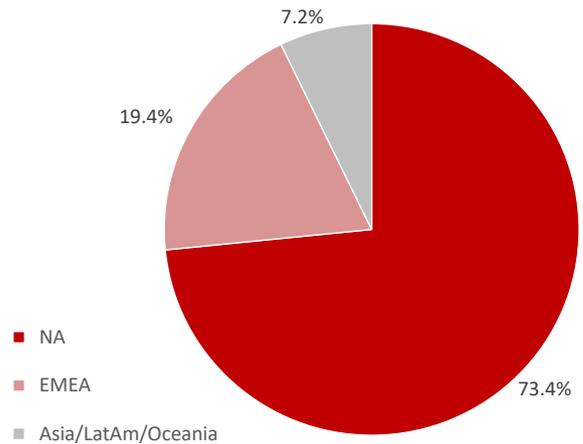
현재 동사의 최대주주는 두산인프라코어이나 두산인프라코어의 사업부문/투자부문 분할 매각 이후 두산중공업 아래 직 자회사로 편입될 예정이다.

그림 1. 2020 년 기준 매출 비중



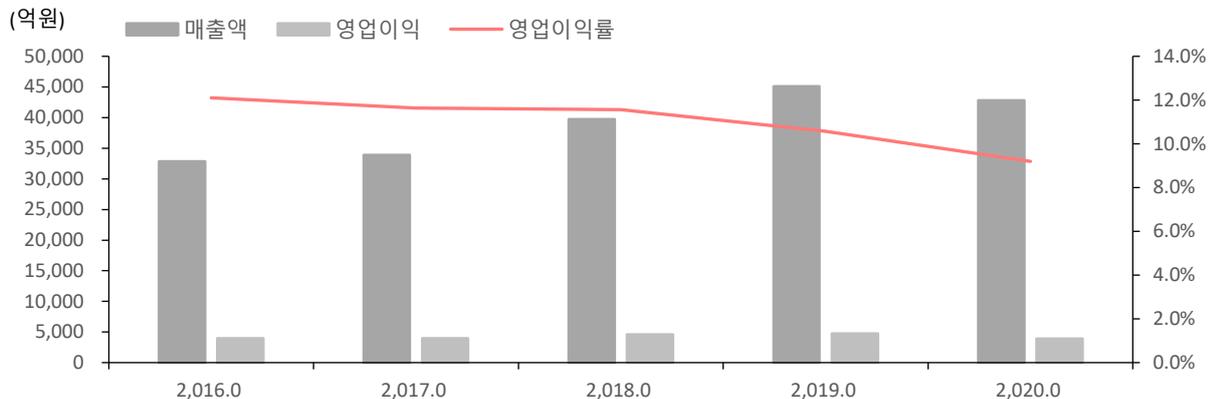
자료: 두산밥캣, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 2020 년 기준 지역별 매출 비중



자료: 두산밥캣, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 두산밥캣, 리딩투자증권 리서치센터

빠르게 반등하는 미국 건설경기

앞서 언급한 것처럼 동사의 핵심 전방산업은 미국의 건설 경기이다. 2020 년 미국의 건설경기는 COVID-19 사태로 인한 전례없는 불황을 지나왔다. 2021 년은 건설기계 업황 회복에 COVID-19 기저효과 및 미국 내 바이든 정부의 경기 부양정책의 효과 또한 기대해 볼 수 있다.

이에 대한 방증으로 NAHB 미국 주택 시장 지수는 2020 년 4~5 월 저점을 지나 V 자 반등을 보였으며 11 월에는 역대 최고치 (90pt)를 경신했다. 또한 미 Census Bureau 가 발표한 2 월 기준 신규 주택 허가는 168 만 2 천건, 신규 주택 착공 건수는 142 만 1 천건으로 회복세를 보이고 있다.

동사는 미국 시장에서 로더 27~28%, MEX 20% 수준의 시장점유율을 유지하고 있는 것으로 파악된다. 최근 언론을 통해 언급되고 있는 바이든 행정부의 3 조+α 부양책은 주로 도로·철도 등 인프라 재건 및 친환경 에너지 관련 인프라 강화 등의 내용을 다루고 있다. 인프라 투자 시 동사의 주력 제품인 Compact 기기 수혜 규모에 대한 의문이 있으나, 투자 심리 개선은 결국 현지 딜러의 건설장비 재고축적 수요로 이어질 것이다.

미국 현지 딜러들의 재고 보유량 또한 평년 대비 낮은 수준인 것으로 파악되고 있다. 2020 년 미국 대선에 따른 정책 불확실성과 팬데믹 사태로 인한 건설경기 회복 불확실성으로 딜러들의 재고자산 축적에 대한 수요가 급감한 것으로 파악된다. 미국 딜러들의 평년 재고 보유 기간 (Period of Supply)은 4.5~5.5 개월 수준이고 통상 연말은 1Q 계절적 성수기를 위해 재고를 비축해두기 때문에 6.5 개월 수준까지 올라가는 흐름을 보이나, 2020 년은 연말에는 같은 지표가 2.5 개월 수준에 머물러 있었던 것으로 파악된다.

2021 년은 이에 따른 2021 년 Compact 건설기계 부문 성장을 기대해 볼 수 있다. 또한 신규 사업인 GME(Ground Maintenance Equipment) 부문 또한 2020 년 판매 호조를 보이고 있다. 해당 제품군에는 Compact 트랙터, Mower 등의 제품이 포함되어 있고 국내 농기계 점유율 1 위 기업으로부터 OEM 방식으로 조달 받아 미국 시장에 제품을 공급하고 있다.

그림 4. 미국 내구재 수주잔고 건설기계



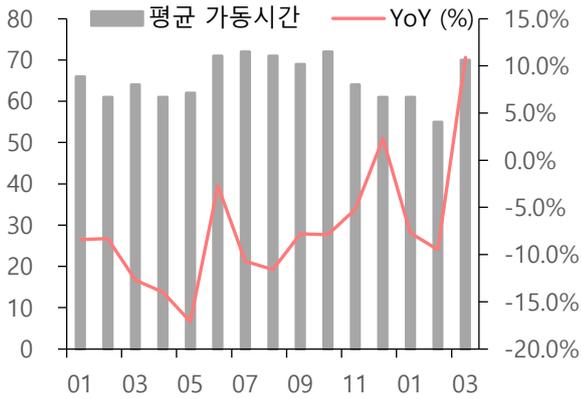
자료: Census Bureau, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 미국 내구재 재고 건설기계



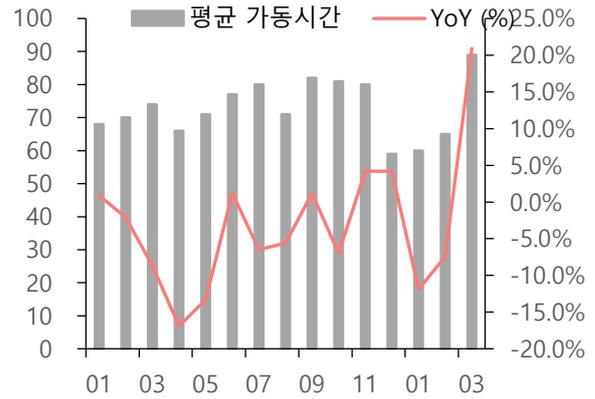
자료: Census Bureau, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. 미국 굴착기 가동시간



자료: Komatsu, 리딩투자증권 리서치센터

그림 7. 유럽 굴착기 가동시간



자료: Komatsu, 리딩투자증권 리서치센터

지배구조 관련, ① 최대주주 변경과 배당, ② 지게차부문 인수

동사의 모기업인 두산인프라코어가 현대중공업 그룹에 분할 매각되며 동사의 최대주주는 두산중공업으로 변경된다. 이와 맞물려 2020년 배당을 제공하지 않은 점 또한 투자자들의 우려를 야기하고 있다. 허나 오히려 현금에 대한 니즈가 더 큰 두산중공업이 최대주주로 올라서게 되며 향후의 배당정책은 오히려 적극적으로 전개될 공산이 높다는 판단이다.

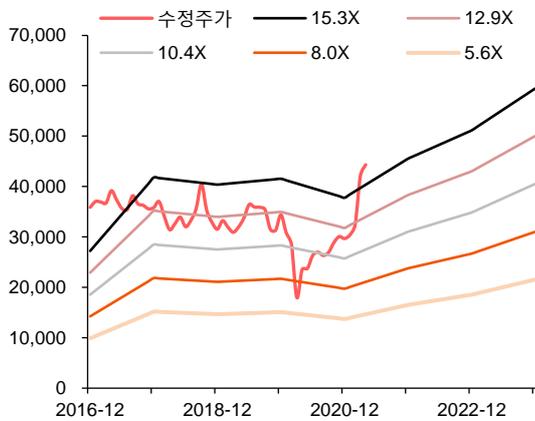
두산중공업의 지게차 부문 인수 또한 투자자들의 우려를 사고 있지만, 2019년 9,100억원, 2020년 8,000억원 규모의 매출을 일으킨 것으로 파악된다. 보수적인 영업이익률 5%를 가정하더라도 인수자금을 위한 차입에 대한 비용을 만회하고도 남은 실적을 기록할 것으로 예상된다. 또한 선진 시장의 소형 건설기계 위주로 치우친 동사의 포트폴리오가 다변화되는 효과를 기대할 수 있겠다.

최근 글로벌 건설기계 업종의 Valuation Re-rating

최근 글로벌 건설기계 업종의 주가 추이를 보면 선진시장 Player 위주로의 Valuation Re-rating 이 나타나고 있는 점을 눈여겨 볼 필요가 있다. 중국 시장 또한 굴착기 판매량이 매월 최고치를 경신하고 있으나 삼일중공(Sany Heavy Industry) 등 관련 업체의 주가는 부진한 상황이다. 반면 Caterpillar, Deere 등 선진시장 Player 의 주가는 강한 반등을 보이고 있다.

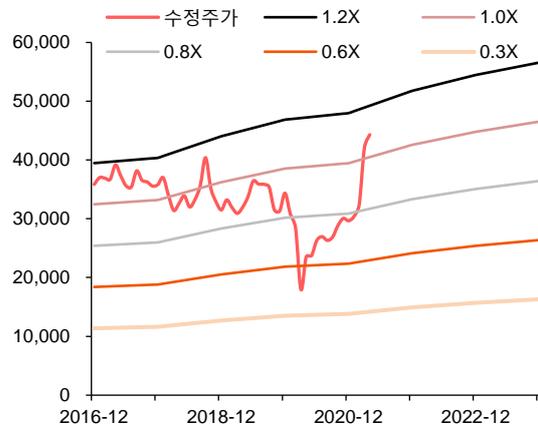
이는 시장이 최근 나타나고 있는 선진시장의 건설기계 시장 회복이 더 뚜렷해지고 있음을 내포하고 있음을 의미한다. 국내 건설기계 업종에서는 선진시장 Player 들과 가장 유사한 사업구조 및 제품 Portfolio 를 구축하고 있는 동사를 주목해야하는 이유이다.

그림 8. PER Band



자료: 두산밥캣, 리딩투자증권 리서치센터

그림 9. PBR Band



자료: 두산밥캣, 리딩투자증권 리서치센터

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
자산총계	63,261	61,838	64,463	67,042	69,606
유동자산	15,289	16,512	16,837	15,196	18,620
현금및현금성자산	3,636	4,168	5,473	2,124	7,822
단기금융자산	43	22	69	2	412
매출채권및기타채권	4,110	3,763	4,477	4,215	3,269
재고자산	7,008	5,240	6,185	8,090	6,598
비유동자산	47,971	45,326	47,627	51,846	50,986
장기금융자산	1	45	85	20	7
관계기업등투자자산	0	305	146	283	355
유형자산	4,471	4,084	4,310	5,291	5,538
무형자산	42,302	39,834	41,557	43,660	42,711
부채총계	29,742	27,563	27,067	27,252	28,868
유동부채	7,384	8,537	9,635	11,391	10,117
단기차입부채	157	201	208	395	439
기타단기금융부채	4	28	0	3	1
매입채무및기타채무	5,351	5,393	7,542	8,582	7,110
비유동부채	22,359	19,026	17,433	15,860	18,751
장기차입부채	15,964	13,184	10,784	7,908	10,587
기타장기금융부채	0	52	6	0	0
자본총계*	33,518	34,275	37,396	39,791	40,738
지배주주지분*	33,518	34,275	37,396	39,791	40,738
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	32,873	33,892	39,708	45,096	42,821
매출원가	24,794	25,810	30,894	35,294	33,922
매출총이익	8,079	8,082	8,813	9,801	8,898
판매비와관리비	4,099	4,137	4,223	5,031	4,960
영업이익	3,980	3,945	4,590	4,770	3,939
EBITDA	5,105	4,997	5,557	5,895	5,239
비영업손익	-1,116	-797	-554	-721	-381
이자수익	28	32	85	79	52
이자비용	901	707	521	472	442
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-270	441	-117	-65	100
관계기업등관련손익	0	-4	-2	-2	-1
기타비영업손익	27	-560	1	-261	-90
세전계속사업이익	2,864	3,148	4,037	4,049	3,558
법인세비용	1,011	586	1,392	1,328	1,084
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	-50	175	0	0	0
당기순이익*	1,803	2,738	2,645	2,721	2,475
지배주주순이익*	1,689	2,738	2,645	2,721	2,475
비지배주주순이익	114	0	0	0	0
기타포괄손익	-555	2,786	183	-536	1,712
총포괄손익	1,248	5,524	2,827	2,185	4,186

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	3,269	3,766	6,166	4,857	5,653
당기순이익	1,878	2,594	2,688	2,703	2,282
현금유입(유출)이없는수익	3,850	2,533	3,194	3,199	2,873
자산상각비	1,124	1,052	967	1,125	1,300
영업자산부채변동	-1,350	-354	656	-28	1,173
매출채권및기타채권	-231	3	-208	458	1,003
재고자산감소(증가)	219	-1,002	-756	-1,554	932
매입채무및기타채무	-936	957	1,898	773	-899
투자활동현금흐름	-901	-1,147	-679	-3,459	-2,389
투자활동현금유입액	20	9	598	1,629	19
유형자산	11	9	64	16	10
무형자산	0	0	0	29	0
투자활동현금유출액	920	1,156	1,277	5,088	2,408
유형자산	524	469	753	1,320	1,175
무형자산	392	396	514	589	505
재무활동현금흐름	-3,028	-1,790	-4,219	-4,931	2,424
재무활동현금유입액	49	14,604	96	95	5,694
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	14,604	96	95	5,694
재무활동현금유출액	3,077	15,720	3,077	3,923	2,757
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	3,065	15,720	3,077	3,923	2,757
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-40	115	-144	-9	138
현금변동	-699	944	1,123	-3,543	5,826
기초현금	4,335	3,224	4,350	5,667	1,996
기말현금	3,636	4,168	5,473	2,124	7,822

투자지표

(단위: 원,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
주당지표 및 주가배수					
EPS*	2,094	2,731	2,638	2,714	2,468
BPS*	41,554	34,190	37,303	39,692	40,637
CFPS	4,053	3,757	6,150	4,845	5,639
SPS	40,754	33,808	39,609	44,983	42,714
EBITDAPS	6,328	4,985	5,543	5,880	5,226
DPS (보통, 현금)	700	800	900	1,200	0
배당수익률 (보통, 현금)	2.0	2.2	2.9	3.5	0.0
배당성향 (보통, 현금)	41.5	29.3	34.1	44.2	0.0
PER*	21.3	13.1	11.9	12.7	12.0
PBR*	1.1	1.0	0.8	0.9	0.7
PCFR	11.0	9.5	5.1	7.1	5.3
PSR	1.1	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.5	9.0	6.7	6.9	6.3
재무비율					
매출액증가율	-18.6	3.1	17.2	13.6	-5.0
영업이익증가율	3.2	-0.9	16.4	3.9	-17.4
지배주주순이익증가율*	21.7	51.8	-3.4	2.9	-9.1
매출총이익률	24.6	23.8	22.2	21.7	20.8
영업이익률	12.1	11.6	11.6	10.6	9.2
EBITDA이익률	15.5	14.7	14.0	13.1	12.2
지배주주순이익률*	5.5	8.1	6.7	6.0	5.8
ROA	6.3	6.3	7.3	7.3	5.8
ROE	5.5	8.1	7.4	7.1	6.1
ROIC	5.6	7.3	7.1	7.3	6.3
부채비율	88.7	80.4	72.4	68.5	70.9
차입금비율	48.1	39.1	29.4	20.9	27.1
순차입금비율	37.2	26.9	14.8	15.5	7.5

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

두산밥캣(241560)

일자	2021-03-31	2021-04-26
투자의견	N/R	N/R
목표주가	- 원	- 원
과리율(%)		
평균주가대비		
최고(최저)주가대비		

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2021.03.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%