

두산밥캣 (241560)



2조 김혜리 김경곤 박윤진 이수연 이현주 조현우

01. 기업개요

1. 기업 설명

- 2014년 두산인프라코어밥캣홀딩스 주식회사로 설립
- 2015년 두산밥캣 주식회사로 사명을 변경.
- 소형건설기계 및 포터블 파워 장비 등을 생산 및 판매하고 있으며, 콤팩트 트랙터, 모어 등 농업 및 조경 장비 사업을 신규 사업으로 추진하고 있음.
- 2016년 기업 공개를 실시하고 유가증권시장에 상장.



01. 기업개요

[연혁 및 브랜드]



DOOSAN



- 1947. MEIroe가 미국 노스 다코타주 그위너에 공장 설립
- 1960. 세계 최초 스키드-스티어 로더 개발 및 출시
- 1962. 밥캣(Bobcat) 브랜드 출시
- Clark Equipment가 Melroe로부터 회사 인수
- Ingersoll-Rand가 Clark Equipmen를 인수
- Melroe Company의 공식 사명이 Bobcat Company로 변경



- 2007. 두산그룹, 밥캣 인수
- 2019. BOB-CAT, Steiner, Ryan Ground care 인수
- 2021. 두산산업차량 사업부문 인수

01. 기업개요

2. 주요 품목

소형장비

- 건설/농업/조경용 소형장비 제품군
- Skid Steer Loader, Compact Track Loader, Mini Excavator, Telescopic Handler, Backhoe Loader 등의 소형 건설 기계와 Compact Tractor, Mower 등 농업/조경용 소형 장비가 포함됨.



산업차량

- 지게차 제품군
- 엔진 지게차와 전동 지게차, 핸드 파렛트부터 30톤급 지게차까지 Fork로 운반하는 장비류의 Full line-up을 갖추고 있음



포터블 파워

- 이동식 전기 및 공압 생산장비 제품군
- Portable Air Compressor, Generator, Lighting System 등의 제품이 대표적



01. 기업개요

[원자재 주요 매입처]



현대두산인프라코어



Kubota



BOSCH

Bosch

01. 기업개요

3. 분석 선정 이유

1. 북미 시장 성장
가능성

2. 두산밥캣
재고자산 증가

3. 견조한 수주자산

02. 산업분석

1) 산업 개요

- Compact Equipment (소형 장비) / 78.7%
- Industrial Vehicle (산업차량) / 16.6%
- Portable Power (포터블 파워) / 4.7%



- 건설, 농업, 지상 정비, 광업 등 다양한 분야에 이용되는
4톤 이하의 기계

- 대형 장비에 대해 비교적 낮은 단가

02. 산업분석

1) 산업 개요

- Compact Equipment (소형 장비) / 78.7%
- Industrial Vehicle (산업차량) / 16.6%
- Portable Power (포터블 파워) / 4.7%



▲ Compact Equipment



▲ Heavy Equipment

02. 산업분석

1) 산업 개요

- Compact Equipment (소형 장비) / 78.7%
- Industrial Vehicle (산업차량) / 16.6%
- Portable Power (포터블 파워) / 4.7%



02. 산업분석

1) 산업 개요

- Compact Equipment (소형 장비) / 78.7%
- Industrial Vehicle (산업차량) / 16.6%
- Portable Power (포터블 파워) / 4.7%



▲ Loader (로더)



▲ Compact Excavator (미니 굴착기)

02. 산업분석

1) 산업 개요

- Compact Equipment (소형 장비) / 78.7%
- Industrial Vehicle (산업차량) / 16.6%
- Portable Power (포터블 파워) / 4.7%



▲ Compact Tractor (컴팩트 트랙터)

02. 산업분석

1) 산업 개요

- Compact Equipment (소형 장비) / 78.7%
- Industrial Vehicle (산업차량) / 16.6%
- Portable Power (포터블 파워) / 4.7%



▲ Forklift (지게차)

02. 산업분석

1) 산업 개요

- Compact Equipment (소형 장비) / 78.7%
- Industrial Vehicle (산업차량) / 16.6%
- Portable Power (포터블 파워) / 4.7%



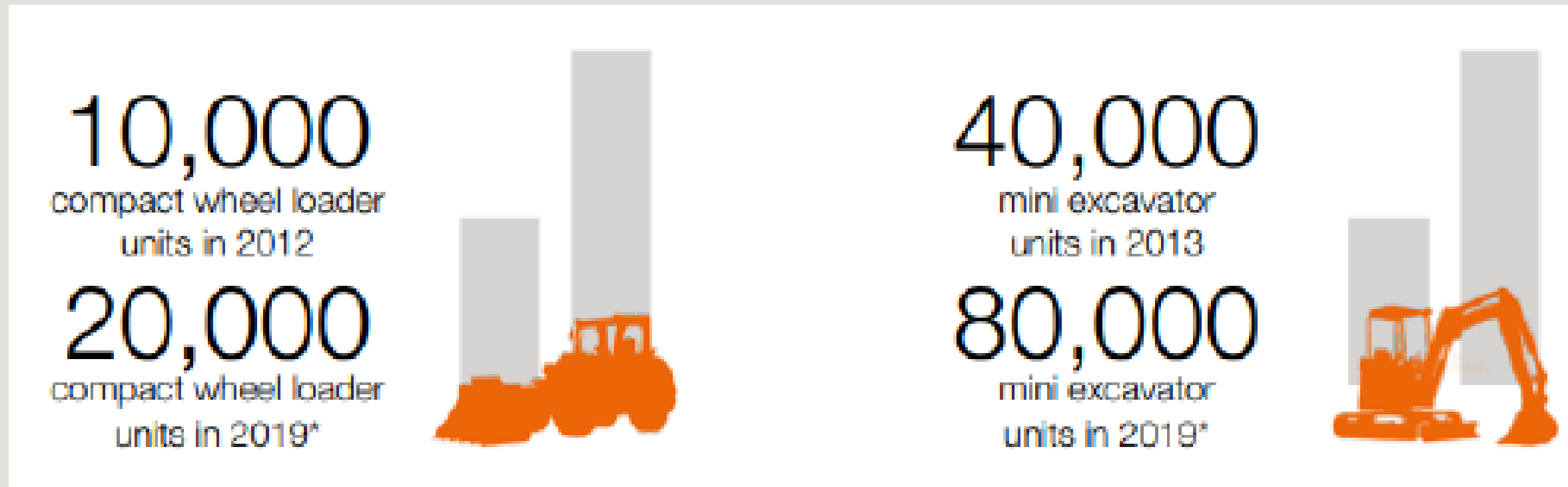
▲ 공기 압축기

▲ 발전기

02. 산업개요

2) 산업 전망

- 유럽에서 판매된 로더와 미니굴착기의 수가 2012년, 2013년 대비 2019년에 2배 증가



- 글로벌 소형 장비 시장 규모의 확대 전망
(2022년 25조 8천억 -> 2030년 55조 3천억, MarketWatch)

02. 산업개요

2) 산업 전망

- 시장 규모 확대의 근거

① 소형 장비의 전동화 (electrification)



▲ Volvo 의 전기구동 미니 굴착기



▲ 두산밥캣의 전기구동 트랙터 T7X

02. 산업개요

2) 산업 전망

- 시장 규모 확대의 근거

② 첨단 기술과의 접목 (무인화, 원격조종)



▲ 현대건설기계의 원격조종 로더



▲ 두산밥캣 원격 모니터링 앱

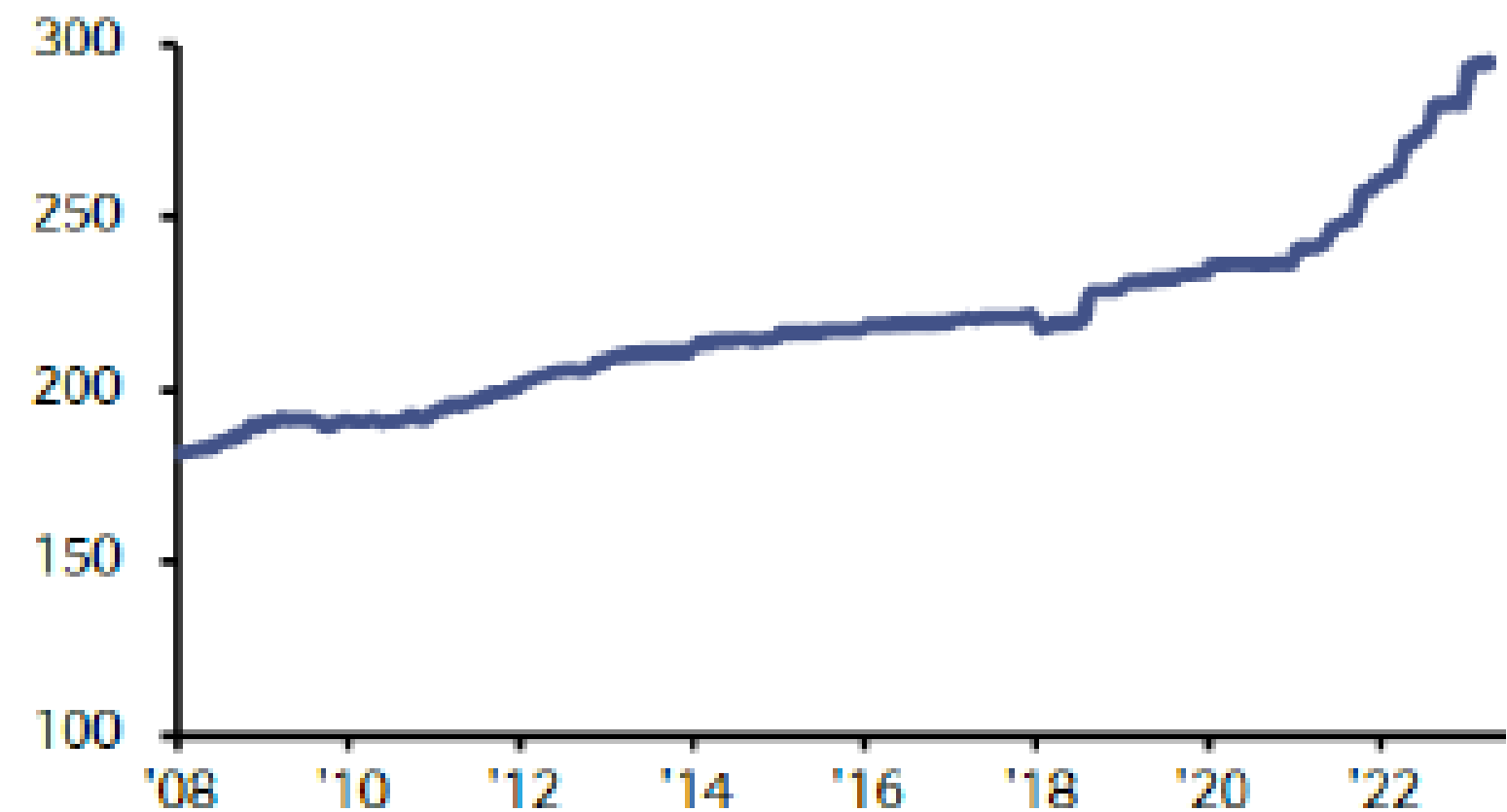
02. 산업개요

2) 산업 전망

- 미국 건설장비 소비자 물가지수(PPI) 상승
- 27개월 연속 상승
- 2022년 기점으로 급등 중

미국 건설장비 PPI 추이

('82=100)



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 신한투자증권

02. 산업개요

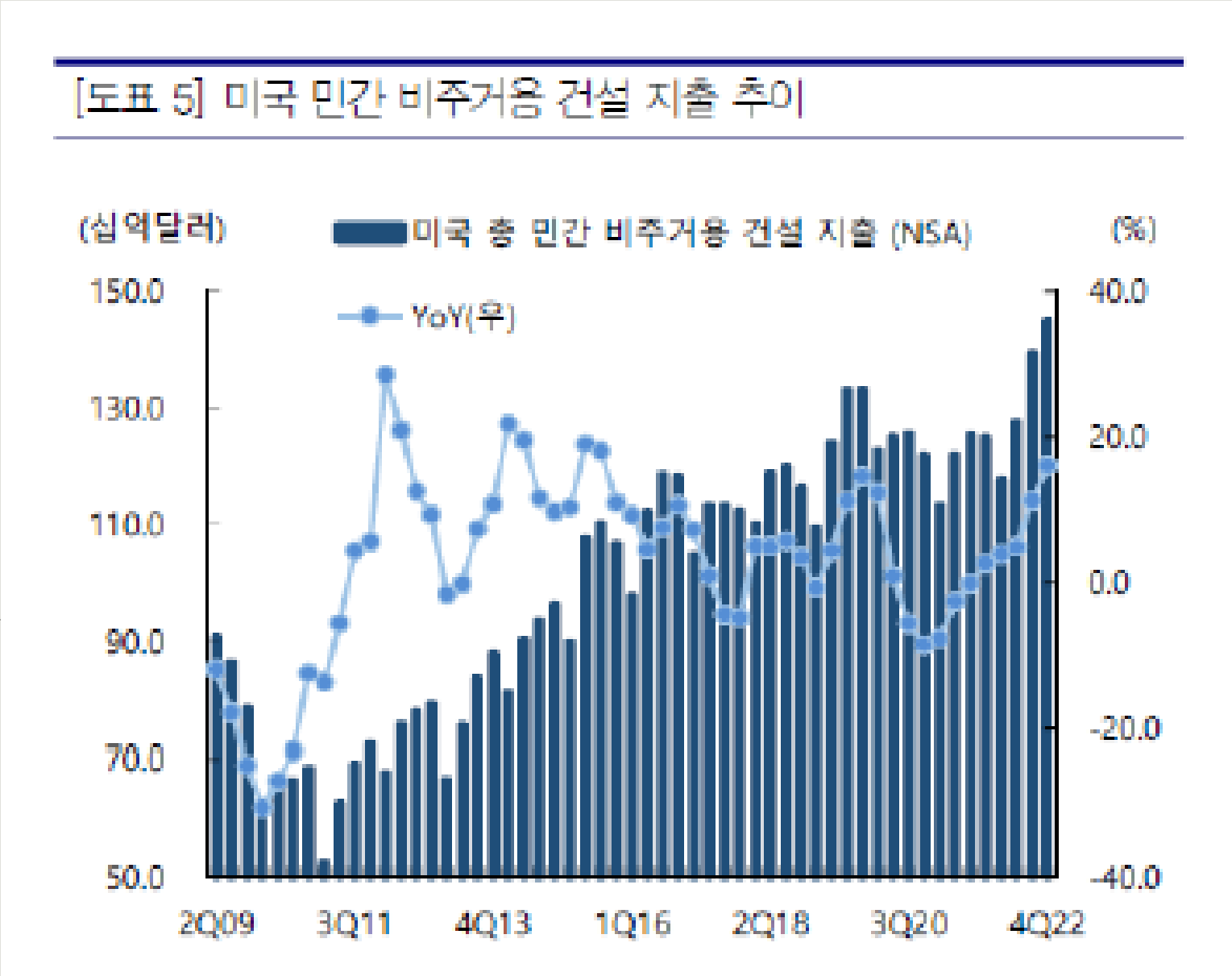
2) 산업 전망

- 미국 인프라법
(Infrastructure Investment and Jobs Act, IIJA)



BABA (Build America, Buy America) Act
→ 자국산(미국산) 물품과 서비스 우선시

- 미국 민간 비주거용 건설 지출의 상승



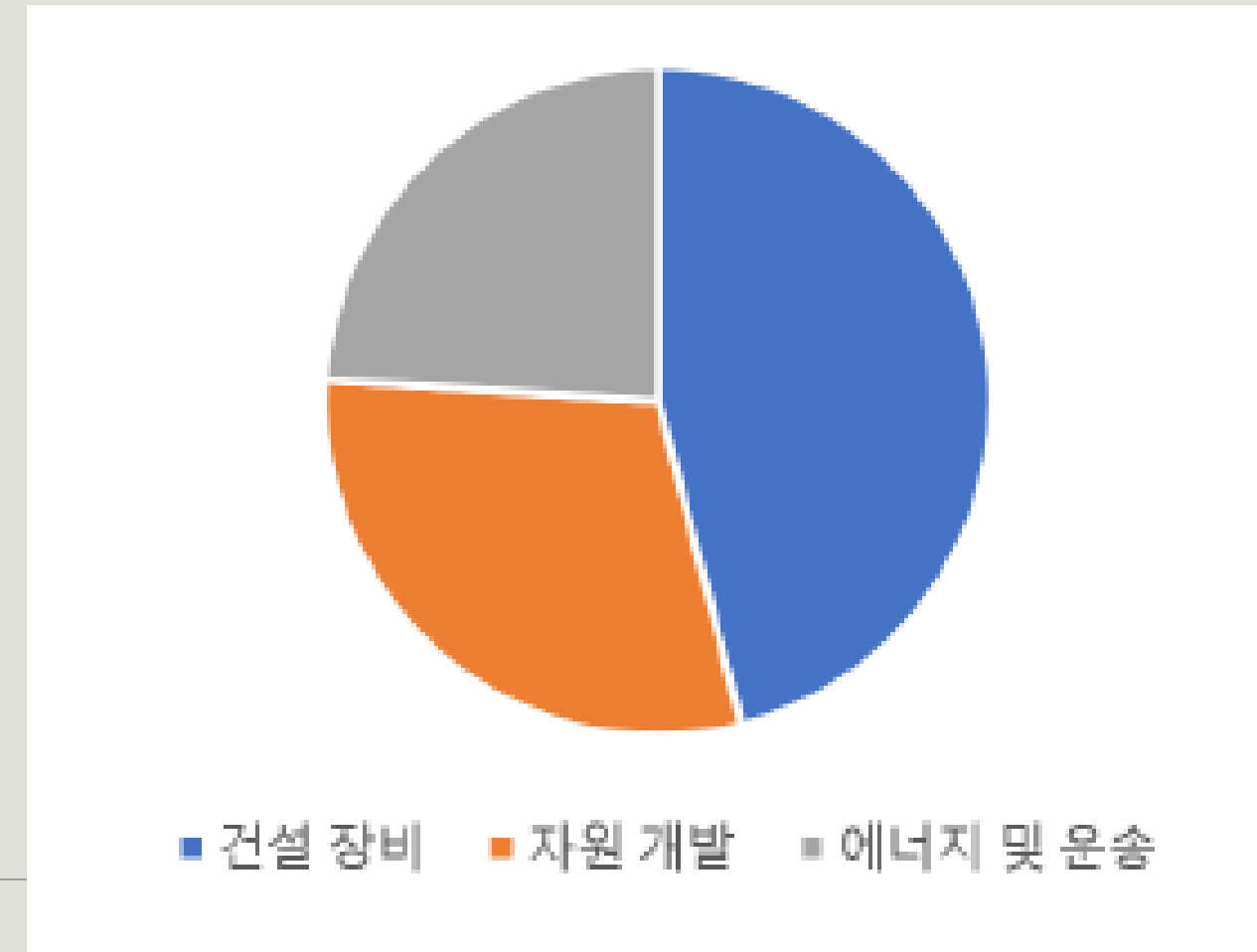
02. 산업개요

3) 경쟁 현황



① Caterpillar (캐터필러)

- 시가총액 148조
- 건설 장비 산업 점유율 42%



- 건설장비 : 46%
- 자원 개발 : 30%
- 에너지 및 운송 : 24%

02. 산업개요

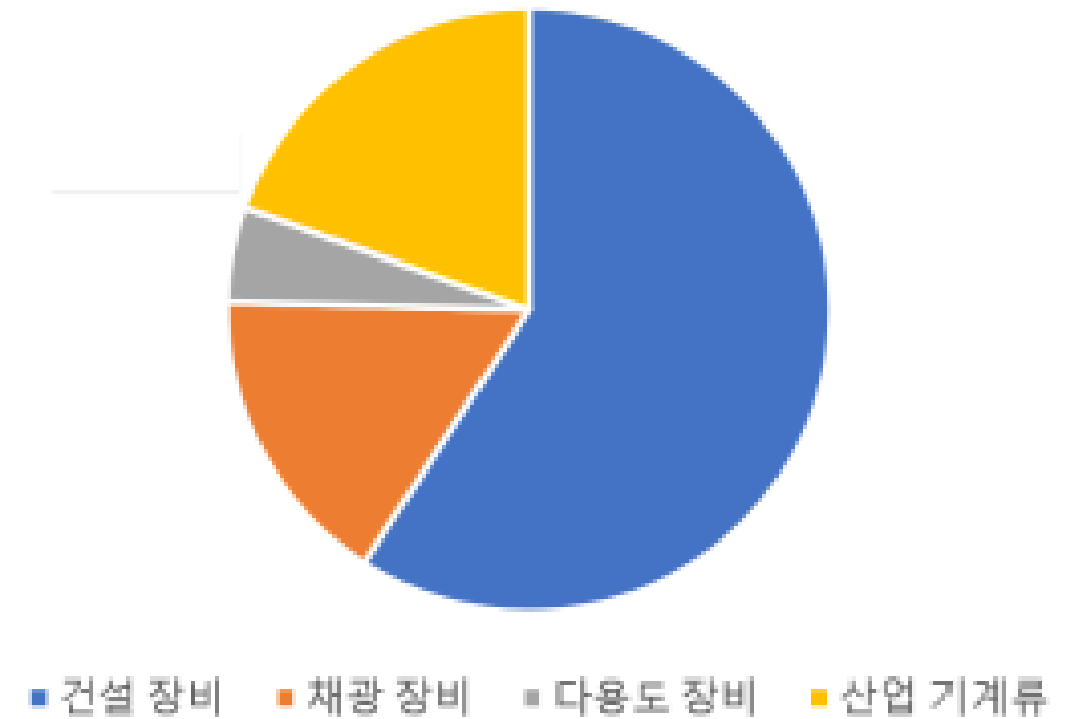
3) 경쟁 현황

② Komatsu (고마쓰 제작소)

- 시가총액 32조
- 건설장비 점유율 2위 (17%)



KOMATSU



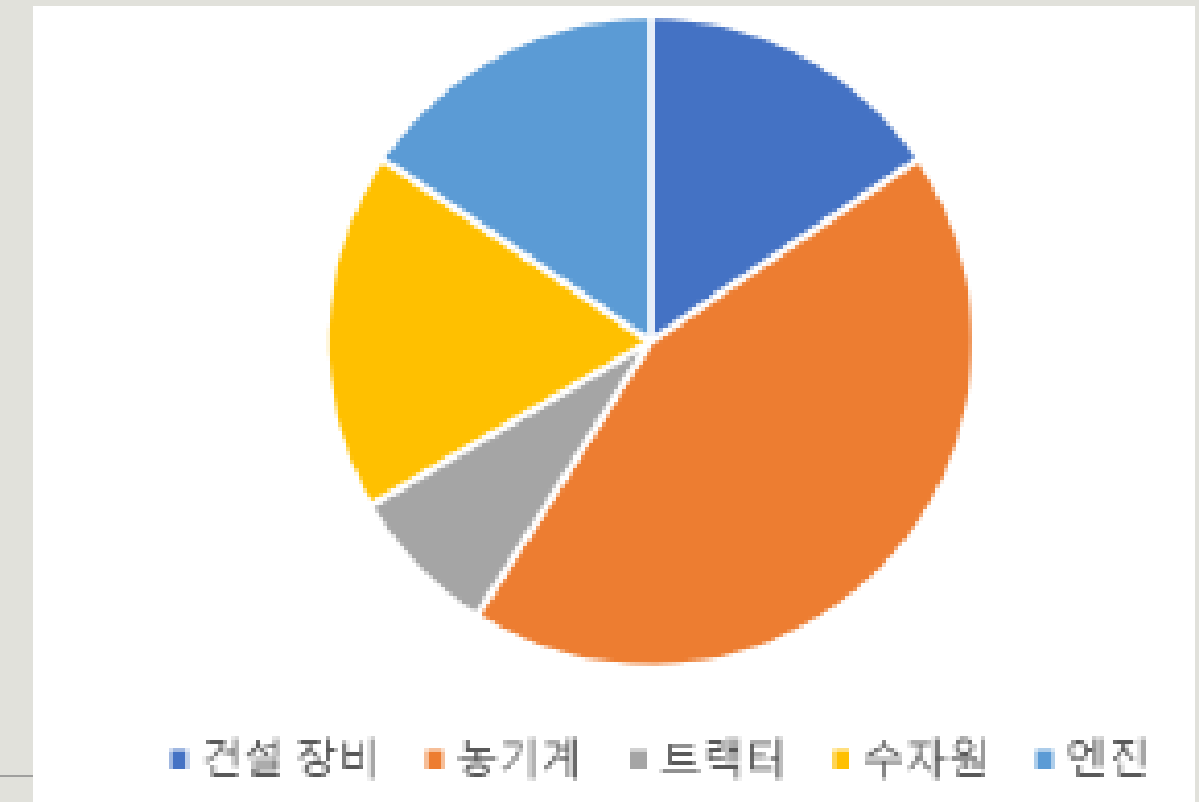
- 건설장비 : 60%
- 채광장비 : 16.2%
- 다용도 장비 : 5.1%
- 산업 기계류 : 19.5%

02. 산업개요

3) 경쟁 현황

③ Kubota (쿠보타)

- 시가총액 24조
- 소형 장비 생산 증대 계획



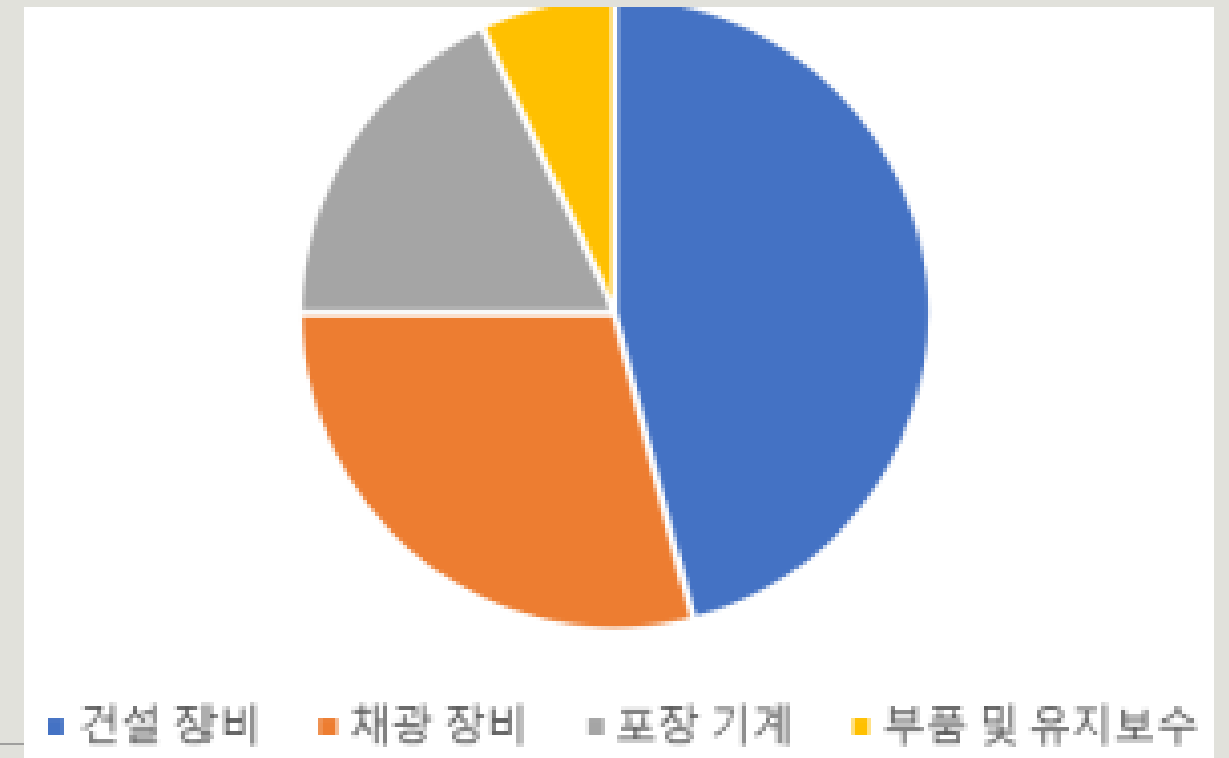
- 건설장비 : 15.5%
- 농기계 : 42.5%
- 트랙터 : 7.6%
- 수자원 개발 : 17.9%
- 엔진 : 15.5%

02. 산업개요

3) 경쟁 현황

④ HD현대건설기계

- 시가총액 1조 2천억
- 중국 의존도를 낮추고 북미, 중동, 인도, 남미 등 수출 강화



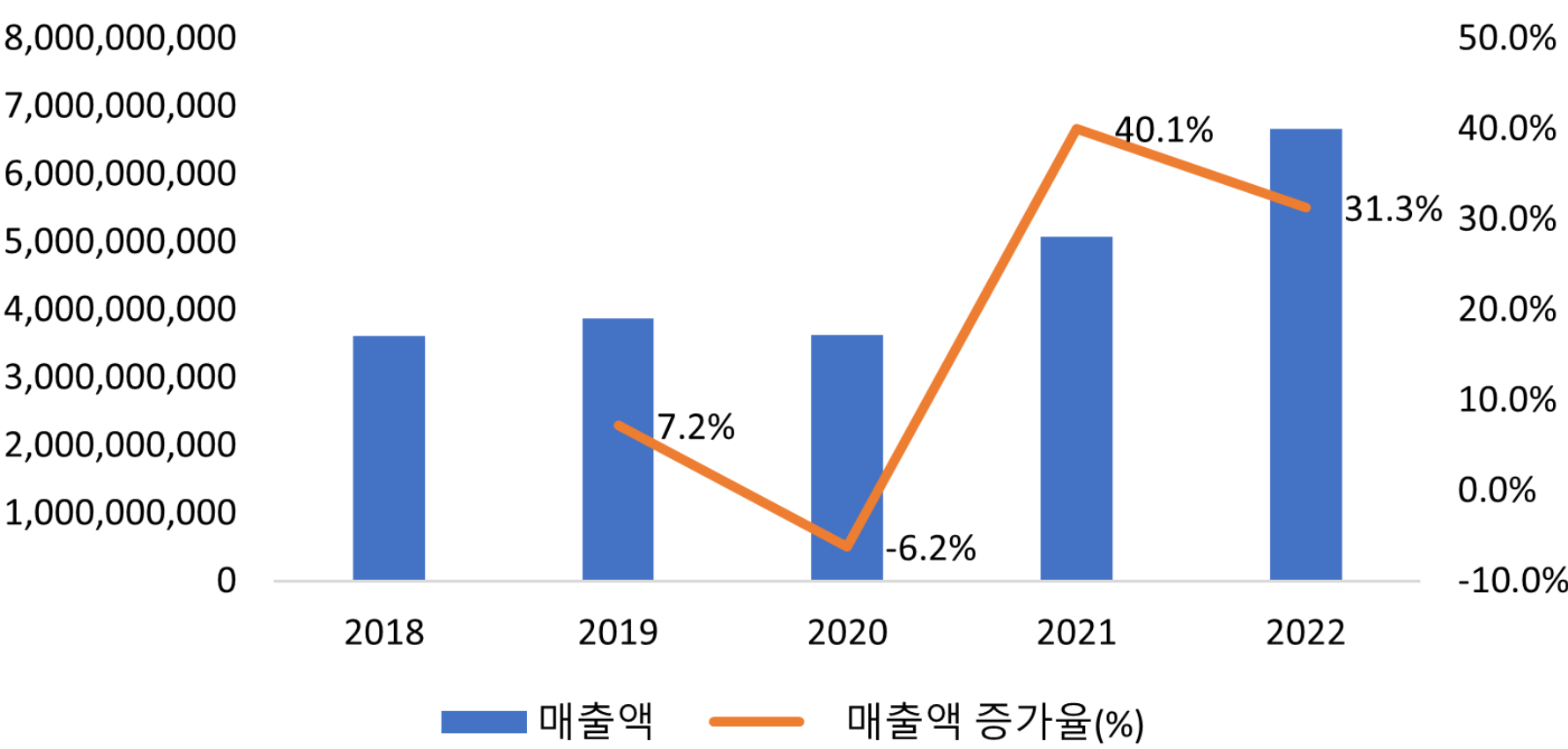
- 건설 장비 : 46%
- 채광 장비 : 29%
- 포장 기계 : 18%
- 부품 및 유지보수 : 7%

03. 기업주요사항

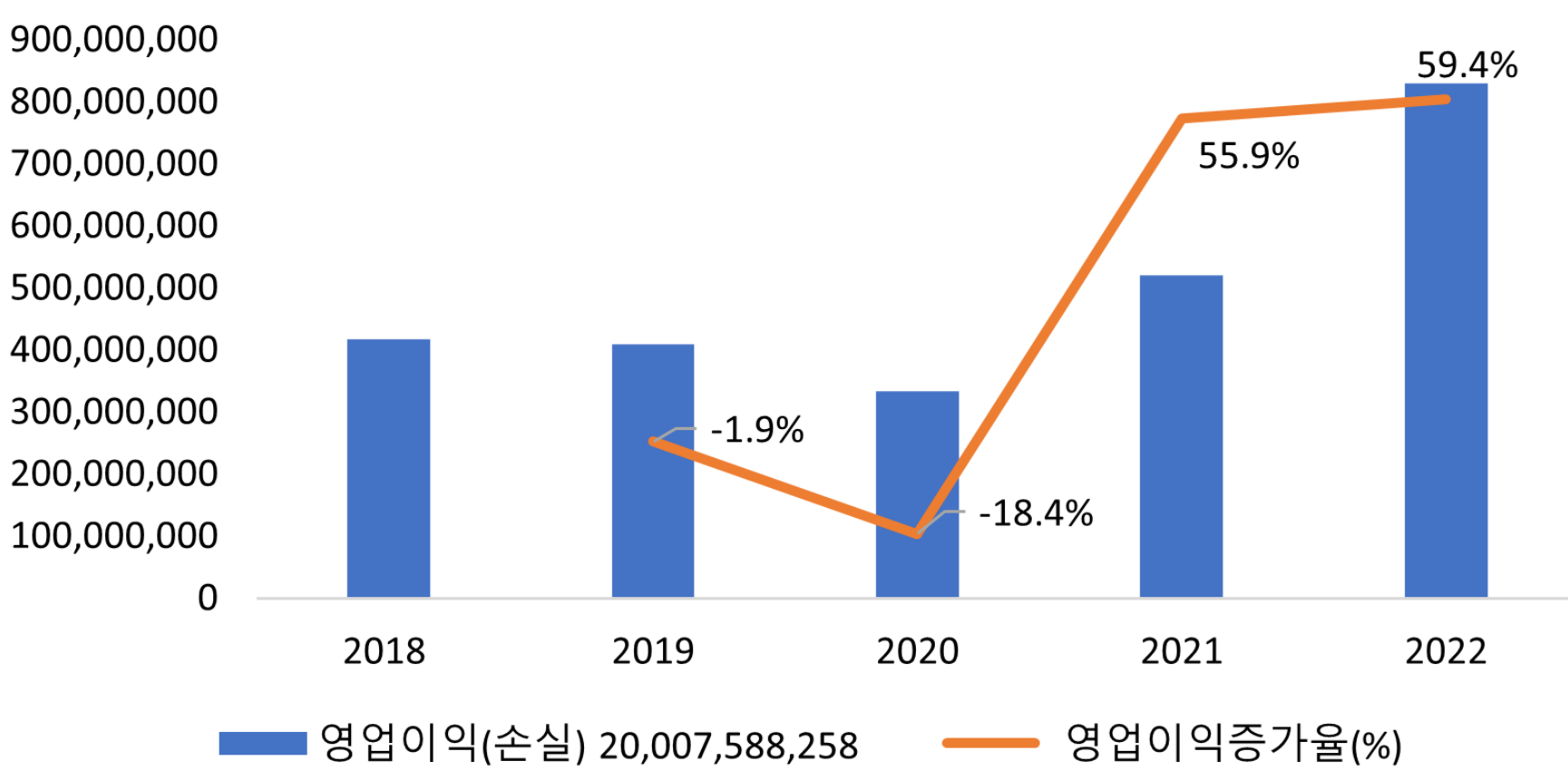
1) 실적 현황

- 코로나 19 여파로 일시적으로 미국 공장 5곳 가동을 중단하면서 실적이 주춤한 경향
- 2021년부터 가파른 실적 상승세

두산밥캣 5개년 매출 추이(단위: USD, %)



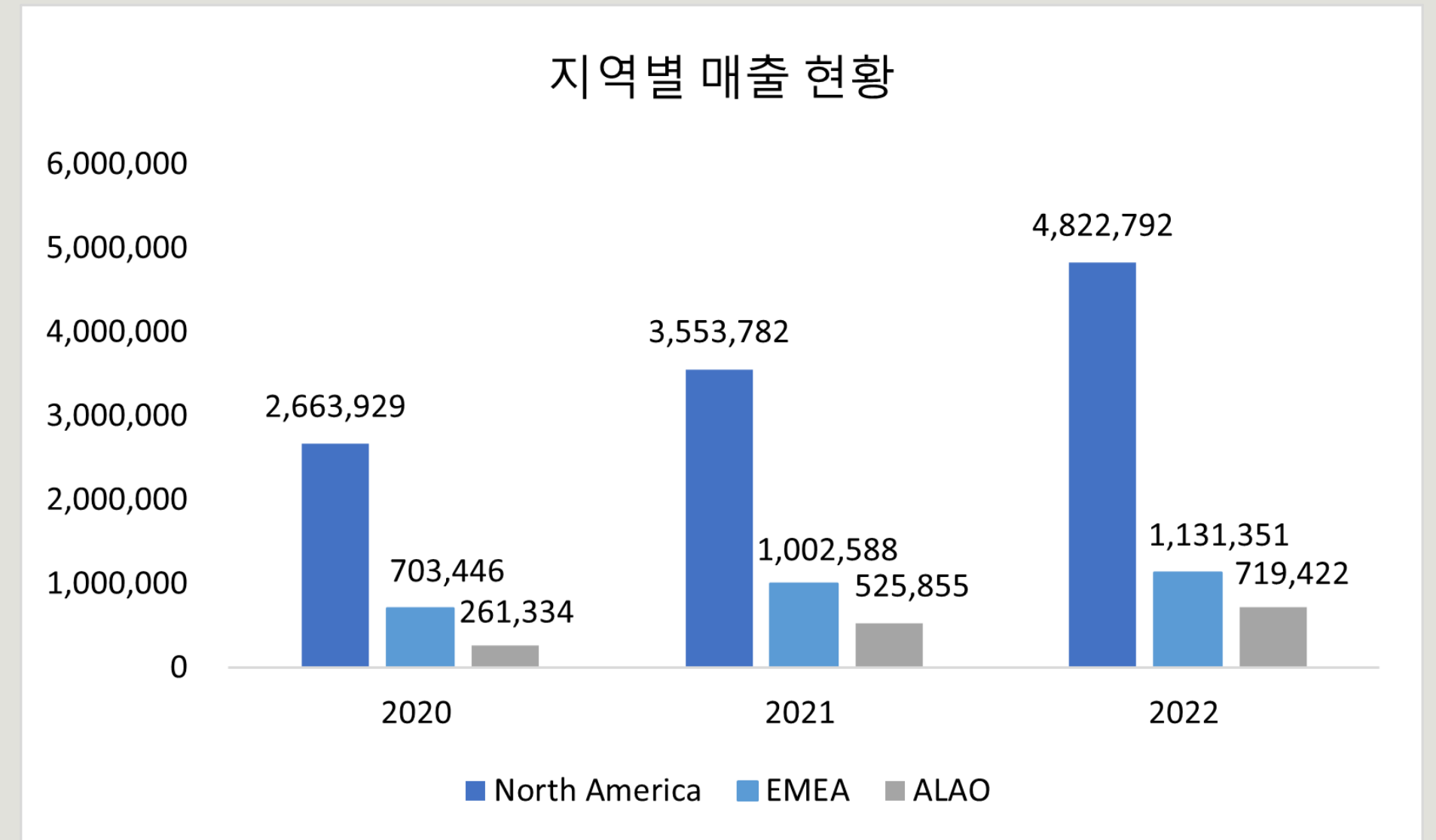
두산밥캣 영업이익 추이(단위:USD, %)



03. 기업주요사항

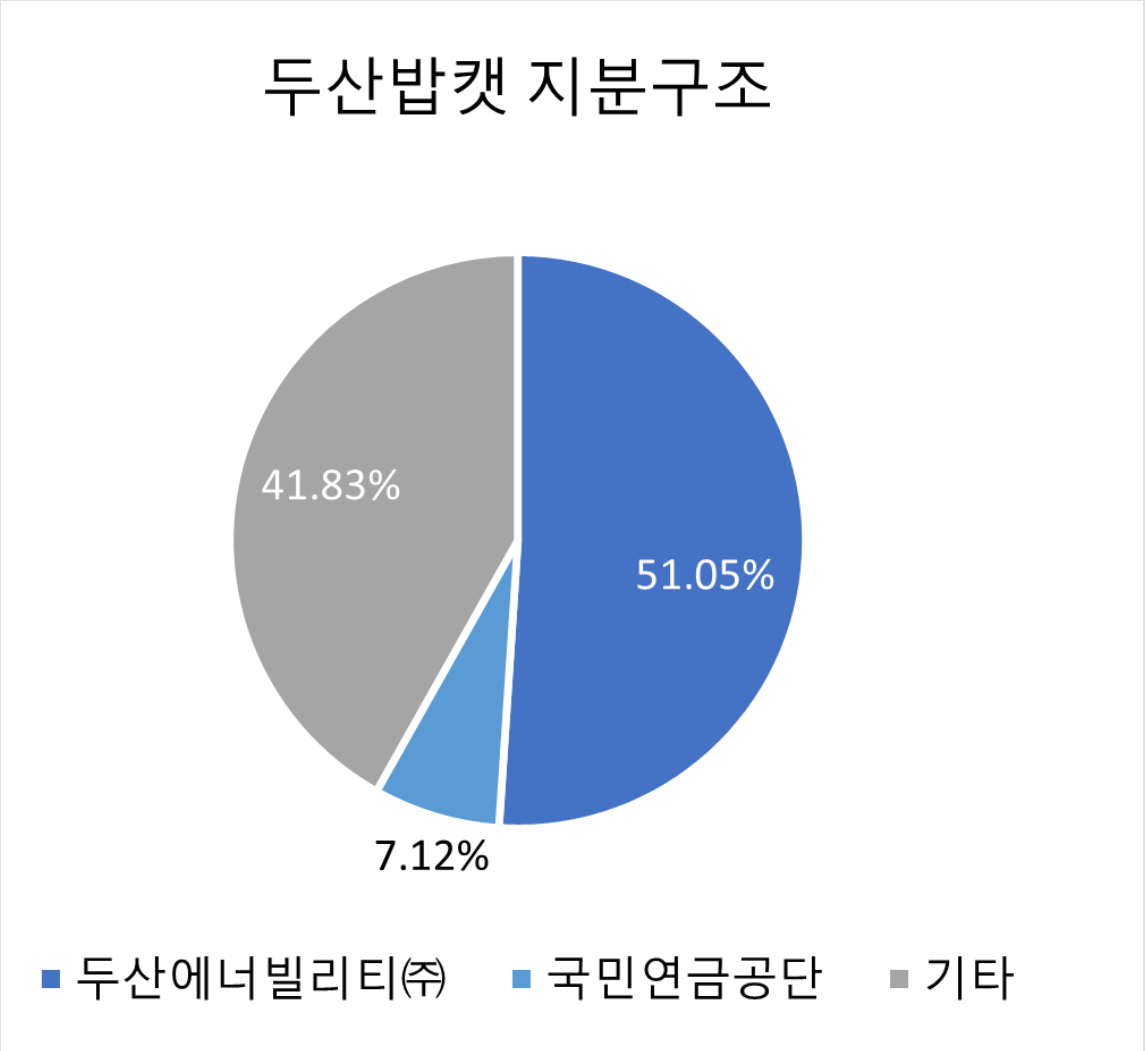
2) 매출 경로

- 전 지역 매출액은 증가하고 있으며, 특히 북미 지역은 전 제품군 판매 증가로 가파르게 성장 중
- 북미:
 - 공급자 우위 시장이 지속될 것으로 전망하며, 낮은 달러 재고 고려 시, 매출 증가세가 지속될 것으로 예상된다.
- EMEA(Europe, Middle East & Africa):
 - 유로화 약세에도 견조한 Compact 수요
- ALAO(Asia, Latin America & Oceania):
 - 금리 인상 및 일부 부품 공급 이슈에도 전년 대비 37% 성장, 향후 부품 수급 이슈 완화로 실적 개선 기대

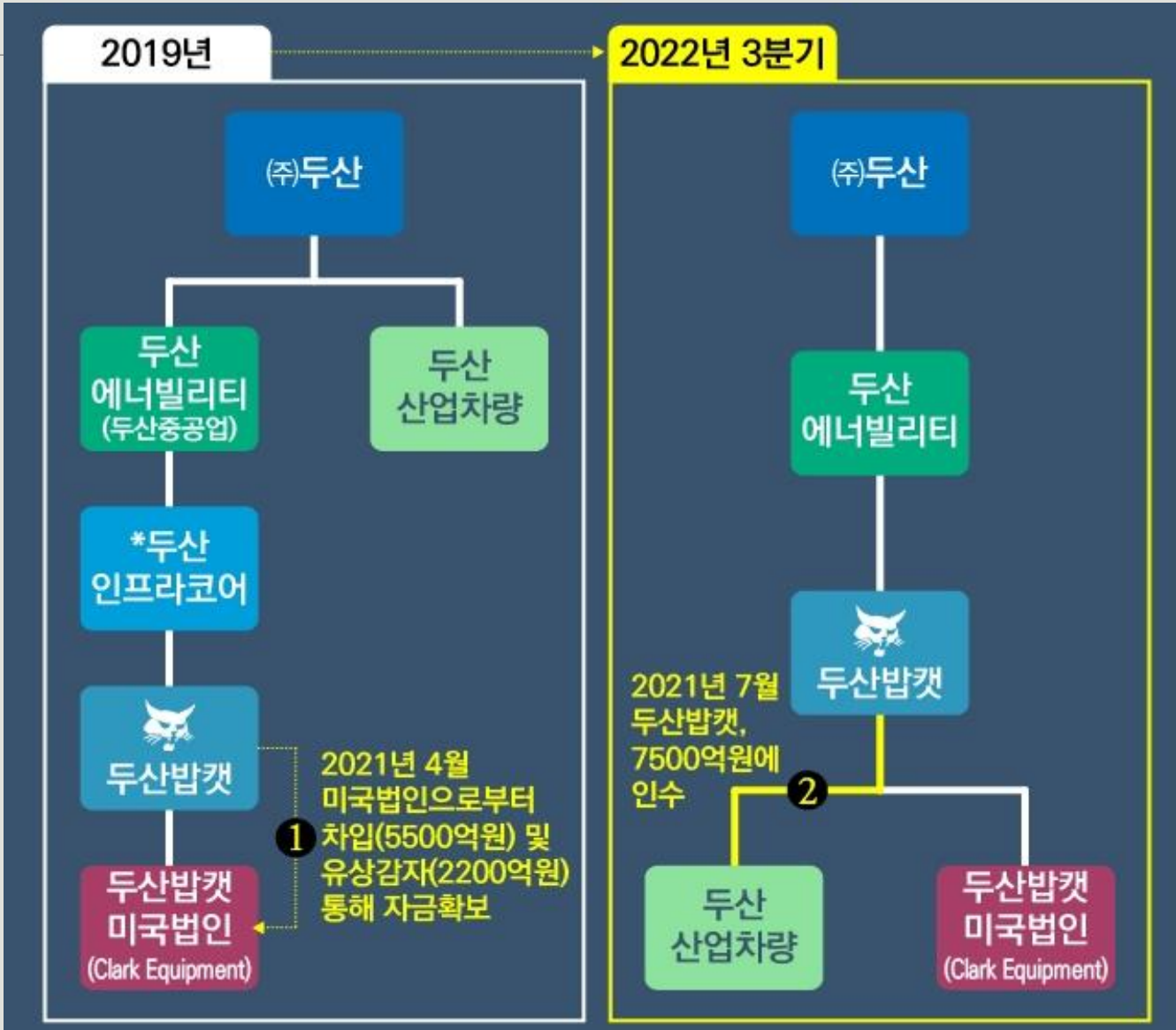


03. 기업주요사항

3) 지분 구조, 지배 구조



지주회사인 두산에너지가 약 51%로 최대주주, 국민연금공단이 7.12% 보유 중



2021년 (주)두산이 보유하던 두산산업차량 인수

03. 기업주요사항

4) 최근 이슈

블록딜(시간 외 대량 매매 이슈)

- 2022년 11월 대규모 블록딜 소식에 주가가 급락한 바 있음
- 국내 4곳(NH증권, 한국투자증권, 키움증권, 신영증권)의 증권사가 두산밥캣 지분 500만주를 블록딜 방식으로 매각하면서 다음날 두산밥캣의 주가가 전 거래일 대비 14% 하락했었음
- 해당 이슈는 동사의 펀더멘탈과는 무관한 일시적 악재로 양호한 실적 성장세를 바탕으로 현재는 블록딜 악재가 해소되어 50,000-52,000원 선에서 거래되고 있음

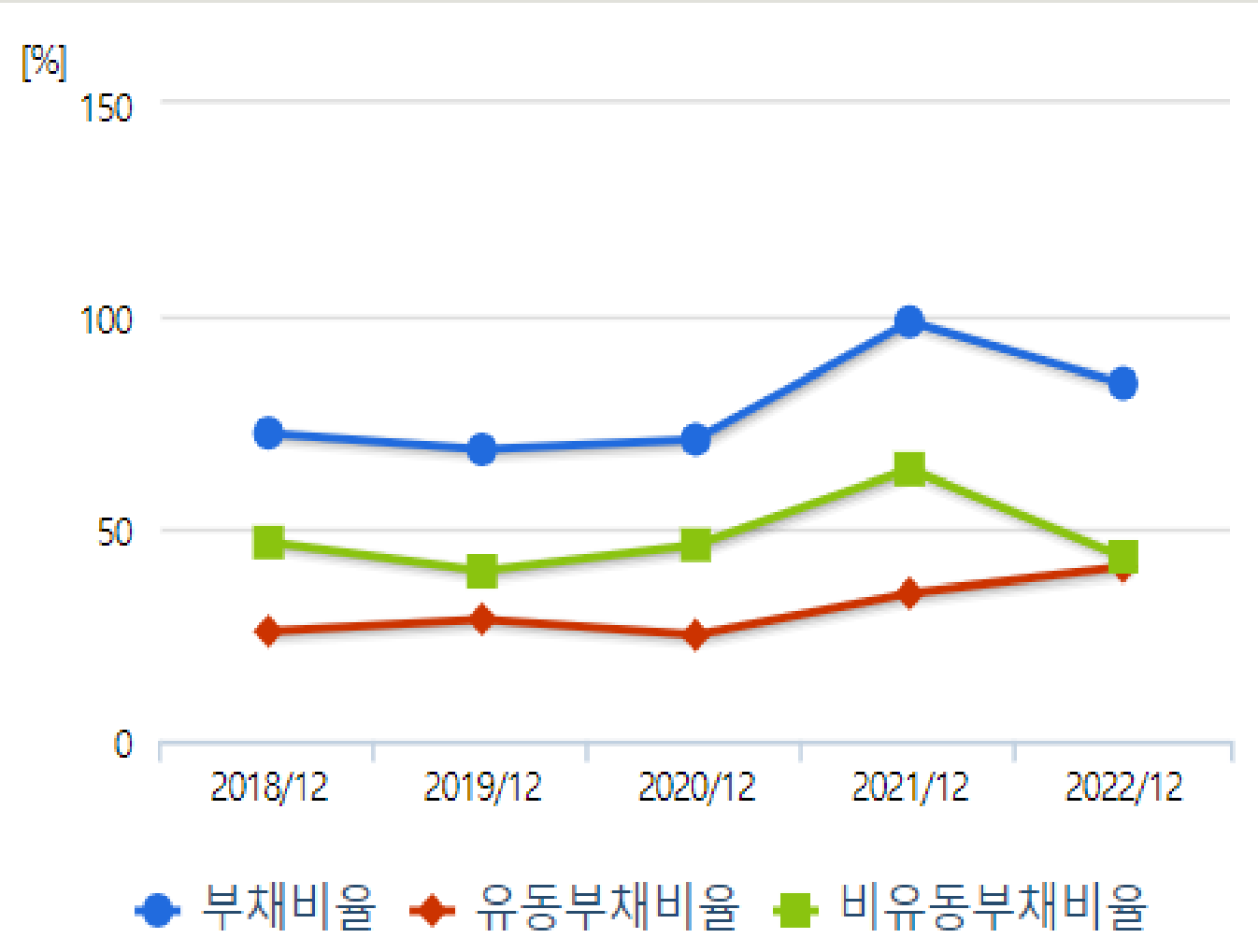
미국 노스캐롤라이나주 스테이트빌 공장 증설

- 작년 10월 미국 스테이트빌 공장 증설
- 스테이트빌 공장은 기존 포터블 파워 사업부 제품을 만들던 곳
- 두산밥캣은 2019년부터 콤팩트 트랙터, 미니 트랙 로더 등 GME 제품들을 주문자상표부착생산(OEM) 방식으로 생산하고 있었으나 증설 이후 스테이트빌 공장에서 자체 생산(In-house Production) 시작
- 공장 증설로 꾸준히 늘고 있는 GME 수요에 적극 대응 + 제품군 라인업도 확대 중

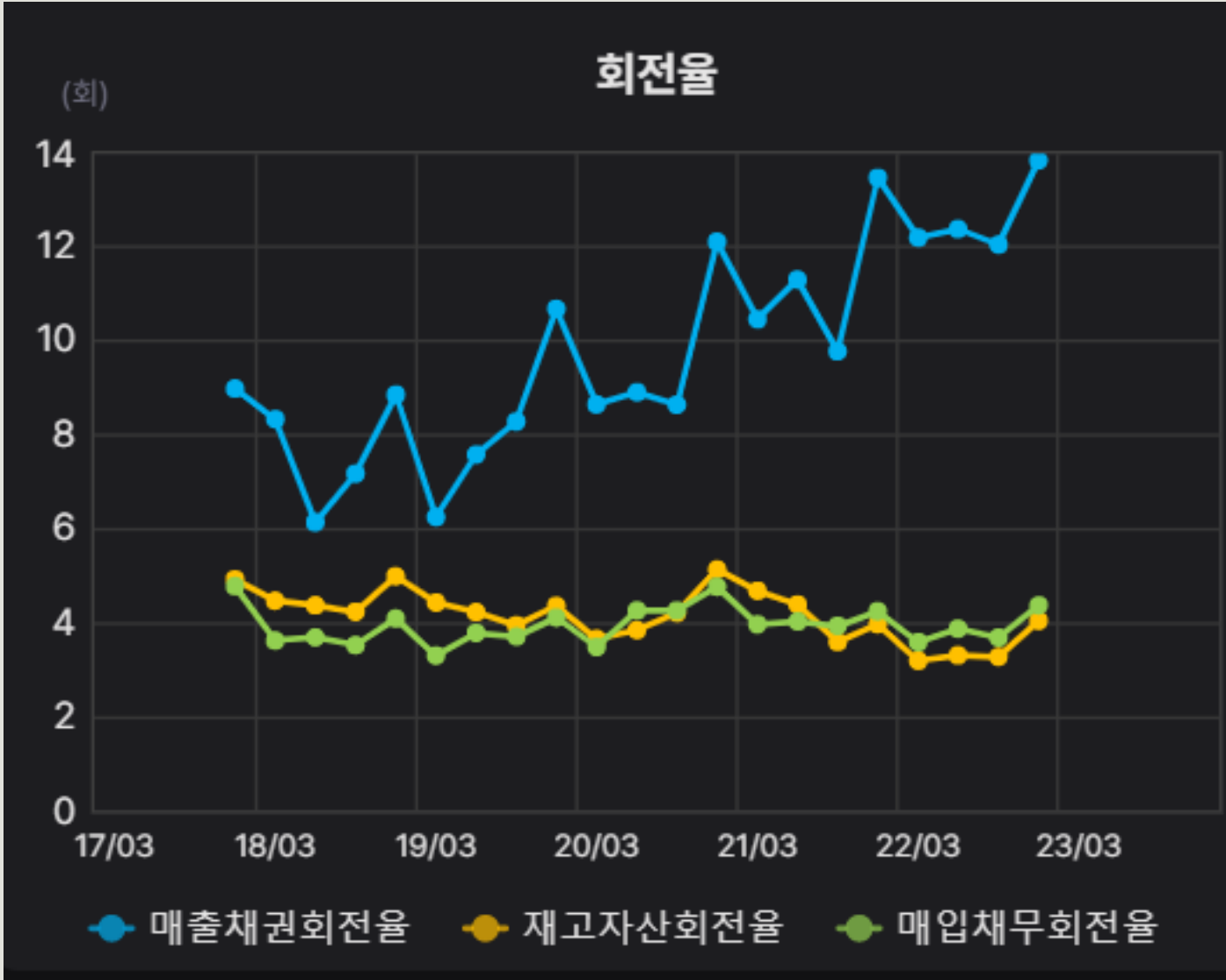
03. 기업주요사항

5) 재무 분석: 부채비율, 회전율

- 건조한 잉여현금흐름을 활용해 지난 수년 동안 차입금을 조기 상환
- 차입 감축으로 부채비율과 순차입금 비율도 소폭 감소



- 분기가 거듭될수록 매출채권회전율 증가

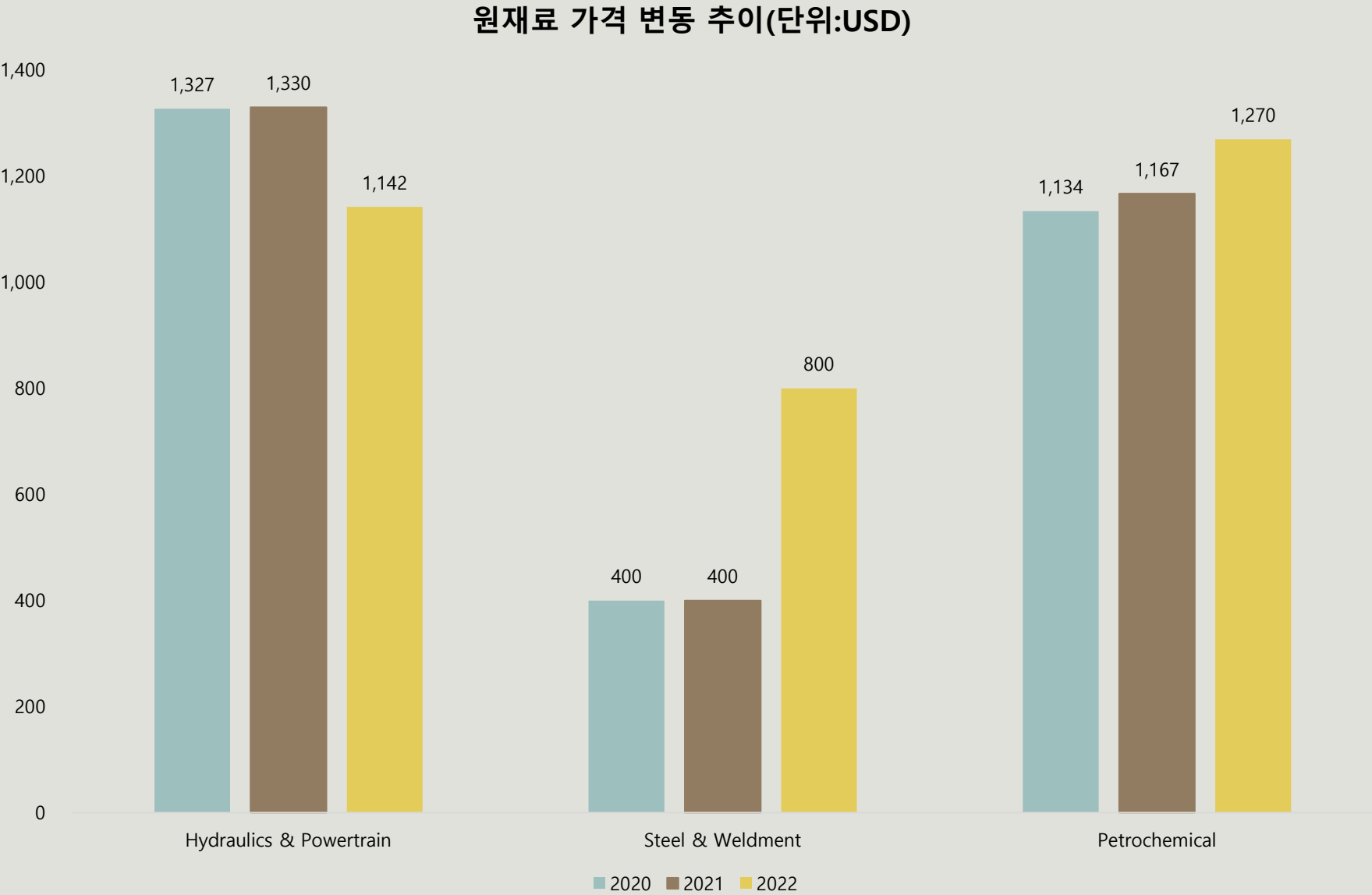


03. 기업주요사항

5) 재무 분석: 비용

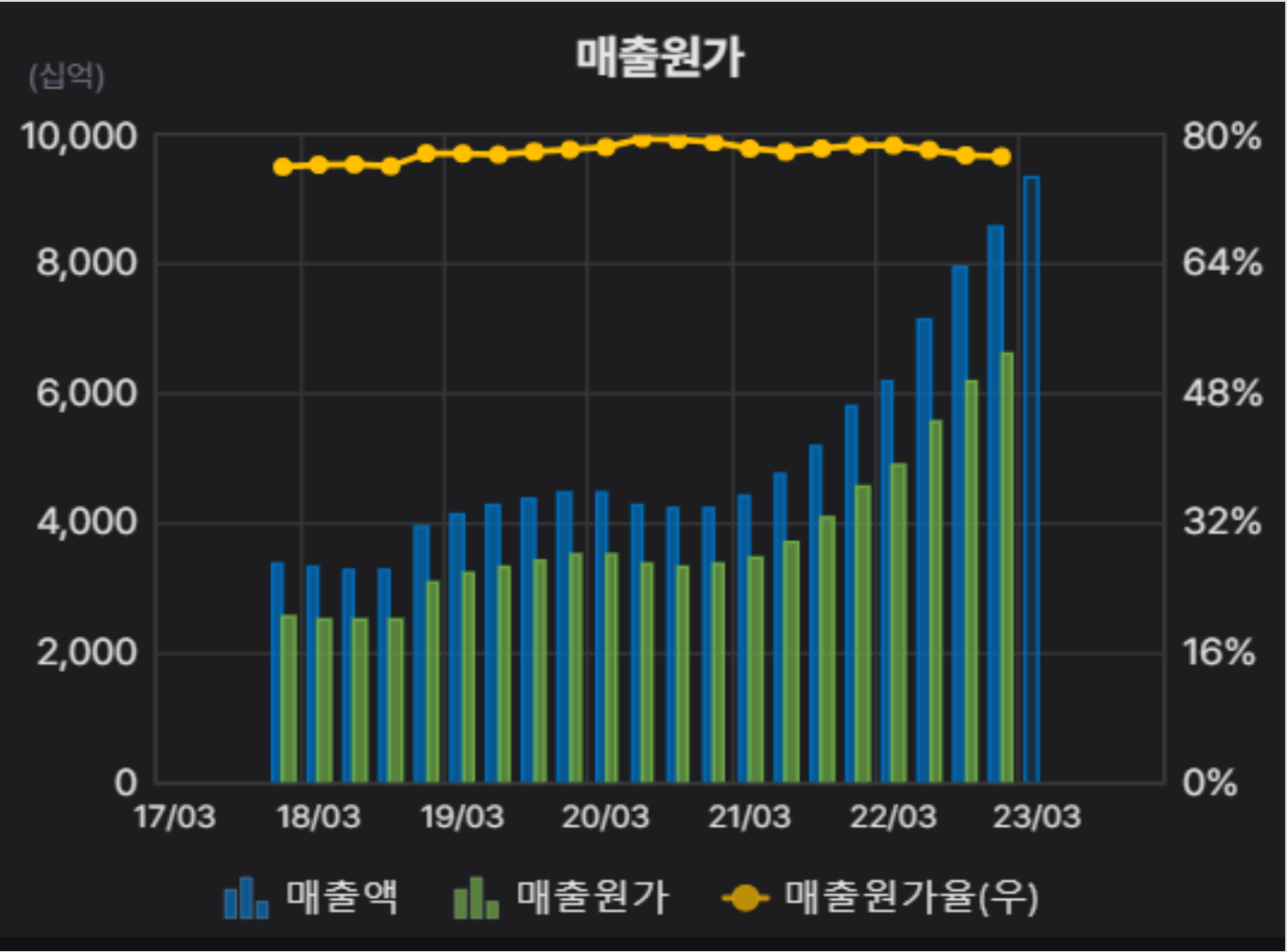
[과거 3개년 간 원재료 및 판가 인상]

- 공급망 대란으로 인해 지난 3개년 간 동사의 주요 원재료 가격은 상승세
- 물가 인상분을 반영하여 대표 품목의 가격 인상 단행



[매출원가]

- 제품당 원가율 77~78% 수준
- 제조업 특성상 높은 편이나 국내 경쟁사 2곳도 80% 내외로 비슷한 수준

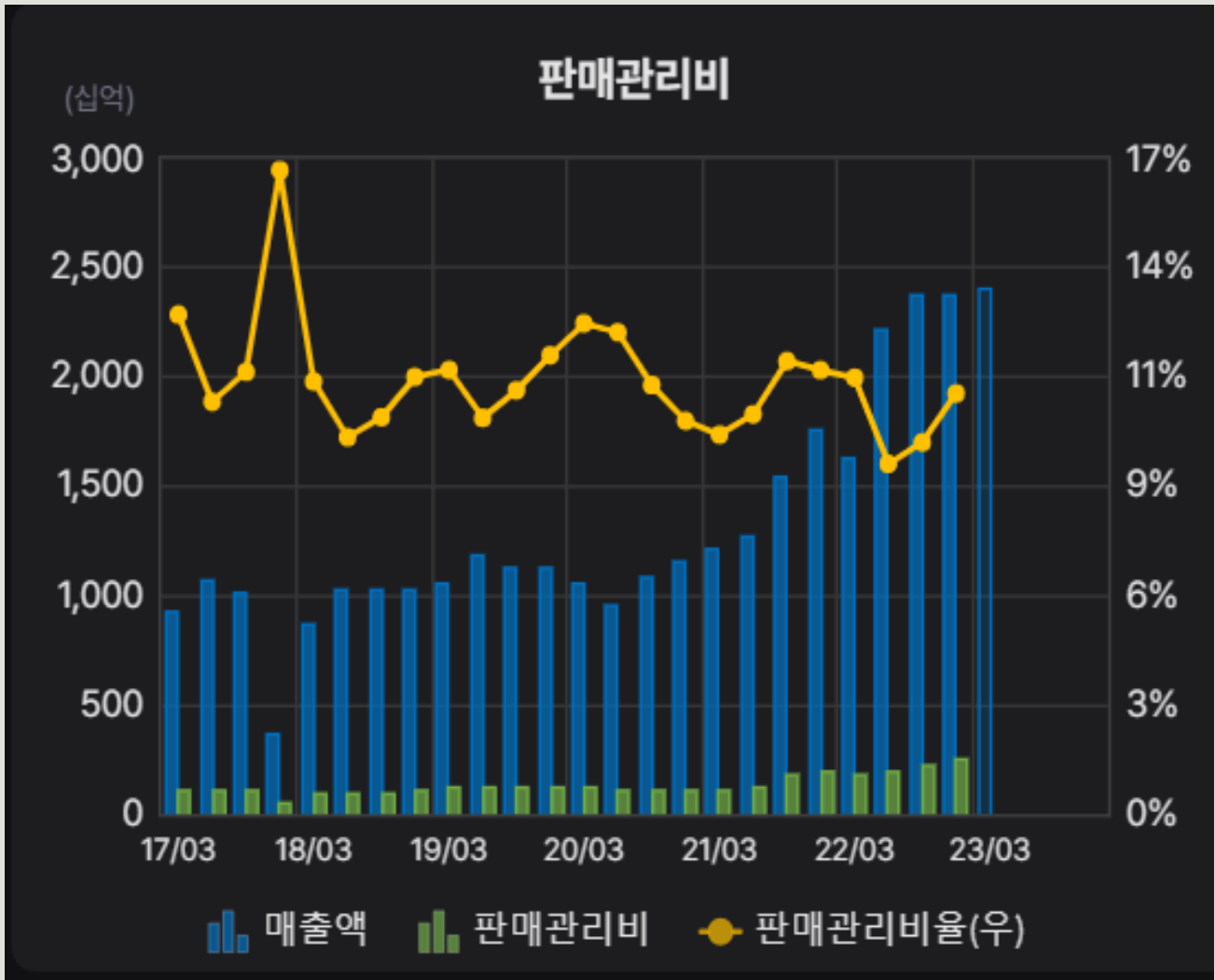


03. 기업주요사항

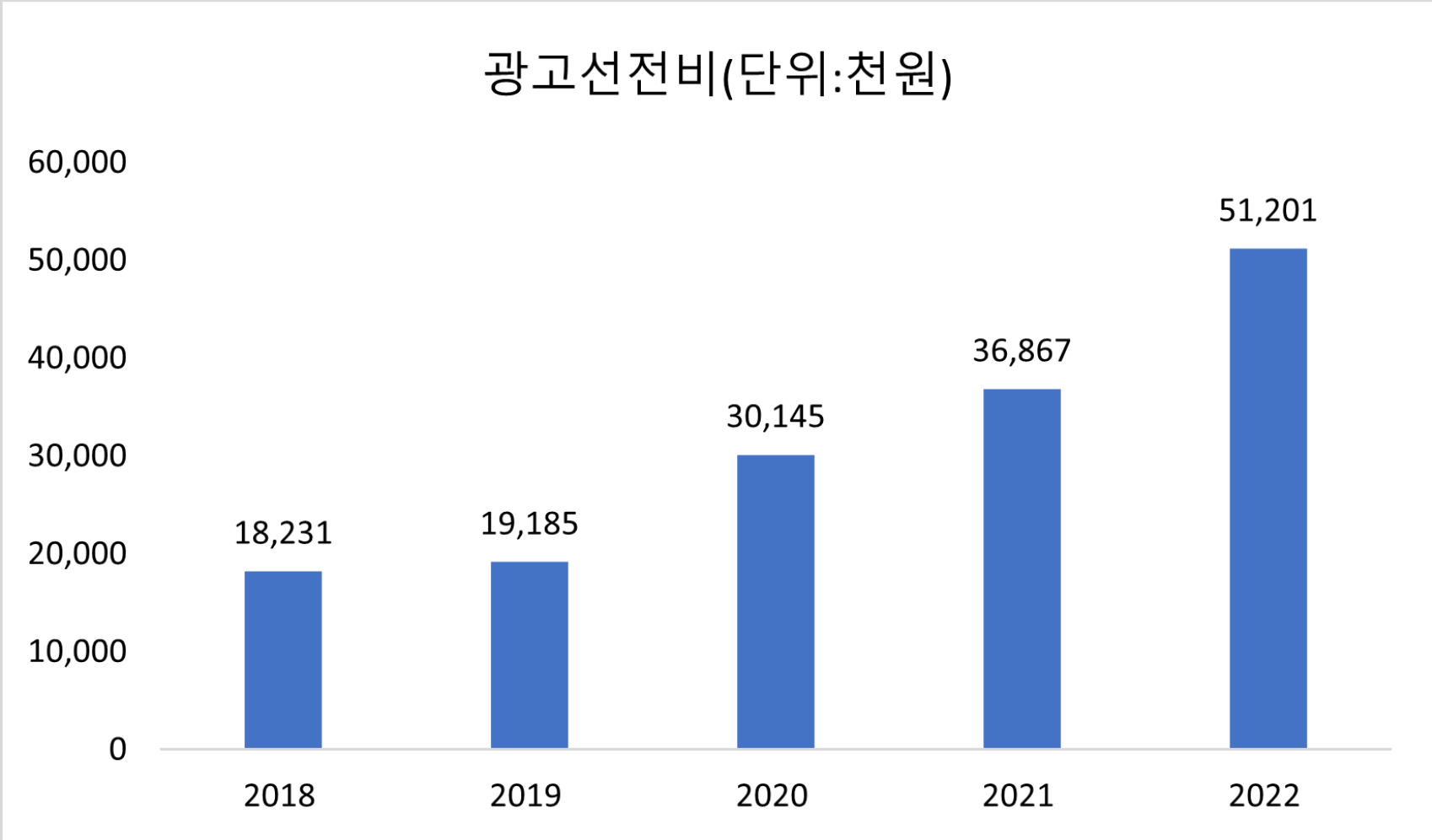
5) 재무 분석: 판관비

[매출액 대비 판관비율]

- 추세적으로 하락하고 있으며 평균적으로 10%
- 경쟁사 HD현대건설기계, 13%, HD현대두산인프라코어 14%에 비해 다소 낮은 수준



- 다만 광고선전비가 꾸준히 상승하고 있다는 점은 지켜보아야 함

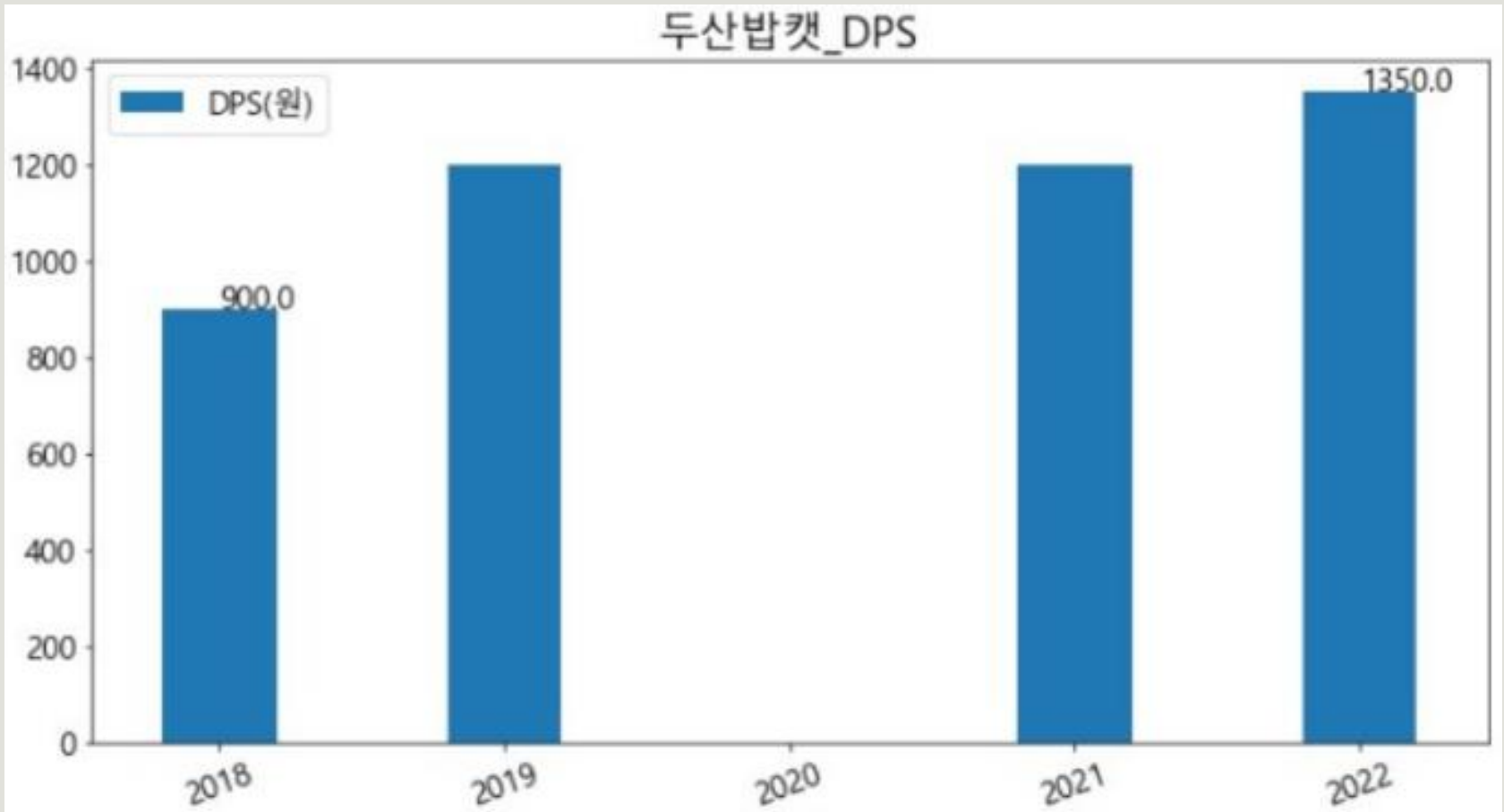


03. 기업주요사항

5) 재무 분석: 배당, 재고자산

[배당]

- 연속적으로 배당을 지급한 편이나
- 2020년은 이례적으로 지급하지 않았다.
- 코로나 19 이후 업황이 개선되면서 배당을 꾸준히 이어오고 있다.



[재고자산]

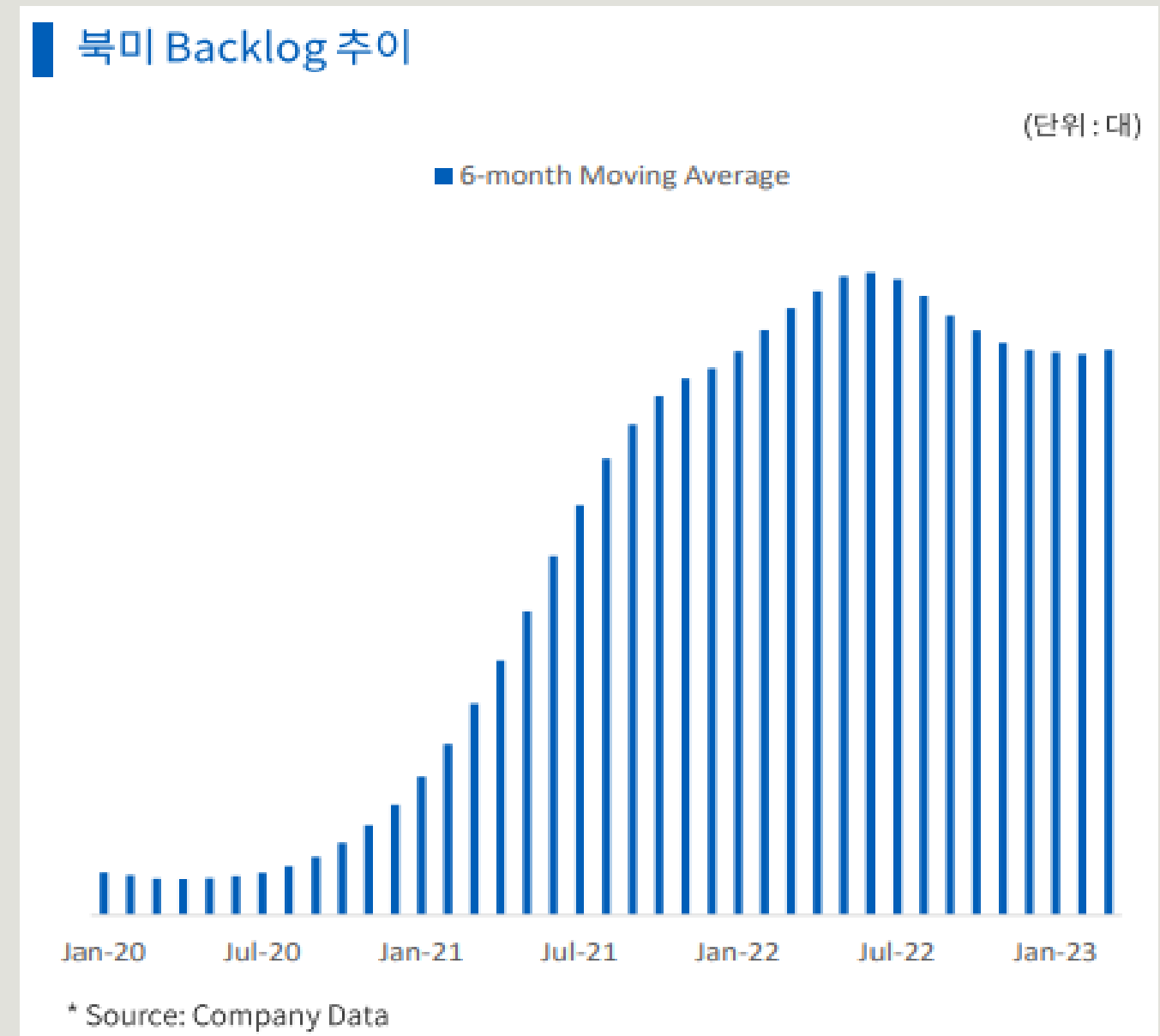
- 전년 대비 재고자산 34% 증가
- 보유 현금 감소 리스크를 안고도 향후 제품
- 수요에 대한 확신을 갖고 재고를 확충한 것으로 판단



04. 투자 포인트

1) 견고한 수주잔고 바탕으로 포트폴리오의 다각화

- 1분기 실적 컨퍼런스콜에서 현재 딜러 재고가 1.8~1.9개월 수준이라고 밝힘 (평균치는 4개월)
- 높은 Backlog 또한 당사의 수요가 탄탄하다는 점을 보여줌



04. 투자 포인트

1) 견고한 수주잔고 바탕으로 포트폴리오의 다각화

- Compact Equipment의 의존도를 낮추고 신사업(산업차량과 농업, 조경용 장비)로 다각화

(단위: USD천)

구분	매출유형	품목	제9기		제8기		제7기	
			매출액	비율	매출액	비율	매출액	비율
Compact Equipment	제품	소형 건설기계 농업/조경용 소형 장비	5,249,836	78.7%	4,361,523	85.8%	3,406,458	93.9%
Portable Power	제품	Portable Air Compressor, Generator 등	313,111	4.7%	252,692	5.0%	222,251	6.1%
산업차량	제품	지게차 등	1,110,618	16.6%	468,010	9.2%	-	-
합계			6,673,565	100.0%	5,082,225	100.0%	3,628,709	100.0%

04. 투자 포인트

1) 견고한 수주잔고 바탕으로 포트폴리오의 다각화

- 북미에서 매출액이 12.7억 달러 증가

원인1) 미국의 주택 경기 둔화 영향이 크지 않았음

원인2) 신사업 부문에서 매출 증가로 연착륙 성공

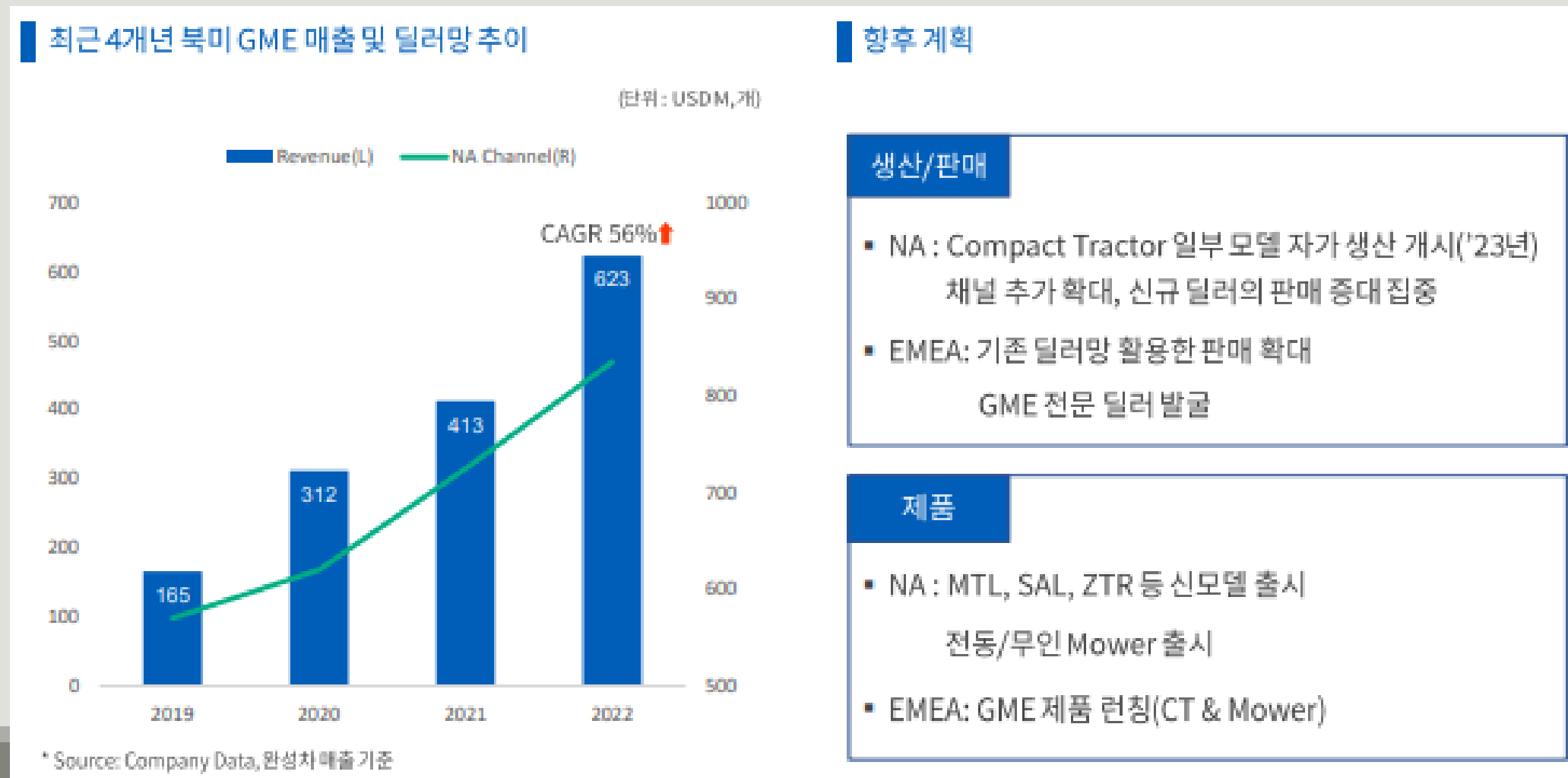
- 특히 산업차량의 경우 93.4%의 높은 가동률을 보여주며 탄탄한 수요에 부응하는 가동률을 나타냄

구분	사업소	제9기
Compact Equipment	국내	-
	해외	74.5%
Portable Power	국내	-
	해외	27.2%
산업차량	국내	94.6%
	해외	87.8%
	계	93.4%

04. 투자 포인트

2) 시장 점유율 확대를 위한 준비

- 당사의 경우 딜러 인센티브 제도와 차별화된 딜러 관리 프로그램, 다양한 딜러 대상 교육 프로그램을 도입
 - > 딜러와 장기적인 관계유지(평균 계약기간 약 29년)
- 새로 진출하는 유럽시장도 딜러 판매 방식을 이용하여 이미 존재하는 딜러망을 이용할 수 있음
- 1분기 실적 컨퍼런스콜에서 '마케팅 비용의 증가가 있다' -> 인센티브 제도의 순항과 탄탄한 수요의 반증



04. 투자 포인트

3) 제품의 다양성과 우수성

- 딜러 판매 방식에서 폭넓은 제품 라인업은 다양한 브랜드를 같이 취급하는 딜러에게 큰 장점
- 경쟁사와의 제품 비교

		BOBCAT	Caterpillar	JCB	John Deere	Hyundai
Compact Loaders	Compact Track Loaders	12	8	4	5	7
	Skid-steer Loaders	13	8	4	6	
	Compact Wheel Loaders	2	7	6	6	
	Small articulated Loaders	2	9			
	Mini Track Loaders	1				
Excavators	Compact Excavators	21	18	10	5	18
	Large Excavators	2		6		

Tractors		20	9	2	117	
Mowers	Zero-turn Mowers	17	2		23	
	Walk-behind Mowers	3			6	
	Stand-on Mowers	4			8	
Utility Vehicles		4	2			
Toolcat Utility Work Machines		2				
Telehandlers		4	7	16		5
Light Compaction	Rammers	3				
	Forward Plate Compactors	3	27		3	7
	Reversible Plate Compactors	3				
	Trench Rollers	1	22			

04. 투자 포인트

3) 제품의 다양성과 우수성

- 2019년 스마트폰을 이용한 원격 조종 기술 개발
- 2022년 세계 최초 완전 전동식 건설장비
- 자율 작업기능 탑재한 전기 굴착기 출시

완전 전동식 CTL 'T7X'



- 일반적인 배터리 장비와 달리, 유압 시스템을 완전히 제거한 세계 최초의 All-electric(완전 전동식) 건설장비

전기 굴착기 'E35e'

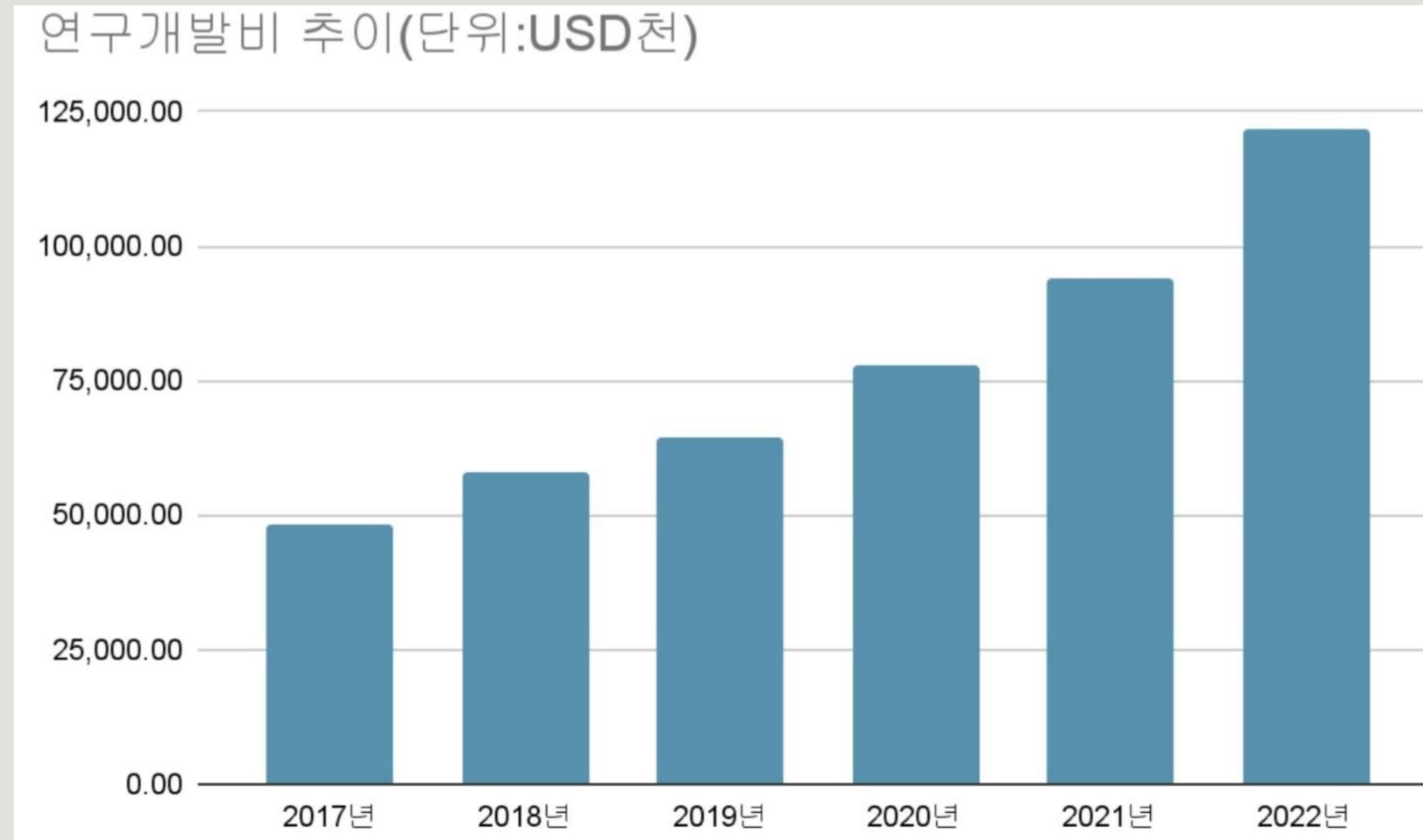


- 자율 작업기능(Autonomous Features)
: Auto-dig, auto-trench, flat-bottom dig 등 수행

04. 투자 포인트

3) 제품의 다양성과 우수성

- 북미 배기가스 규제를 맞추기 위해 수소 지게차 개발 MOU 체결
- 무인화 솔루션 개발을 위해 미국 벤처기업과의 지분투자 협약

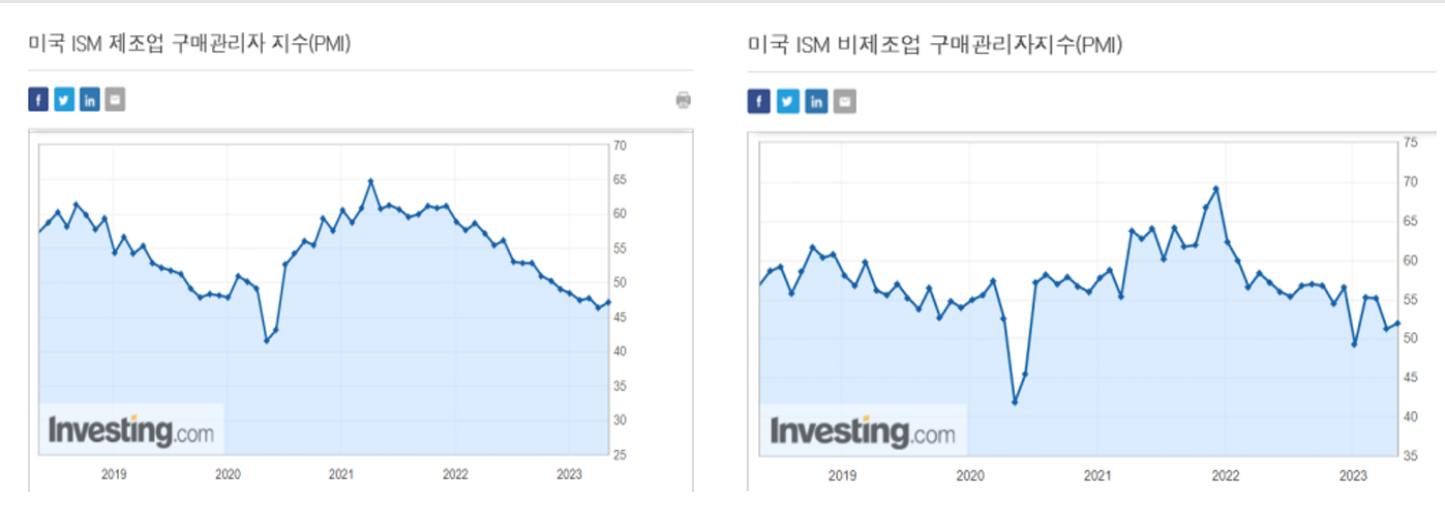


05. 리스크

1) 불확실한 시장경기

[북미시장]

- 2023년 5월 기준 ISM 제조업 구매관리자지수 47.1
- 2023년 5월 기준 ISM 비제조업 구매관리자지수 51.9



미국 ISM 제조업 구매관리자 지수(PMI)



2023년 05월 01일 (4월)	23:00	47.1
2023년 04월 03일 (3월)	23:00	46.3
2023년 03월 02일 (2월)	00:00	47.7
2023년 02월 02일 (1월)	00:00	47.4
2023년 01월 05일 (12월)	00:00	48.4
2022년 12월 02일 (11월)	00:00	49.0
2022년 11월 01일 (10월)	23:00	50.2
2022년 10월 03일 (9월)	23:00	50.9
2022년 09월 01일 (8월)	23:00	52.8
2022년 08월 01일 (7월)	23:00	52.8
2022년 07월 01일 (6월)	23:00	53.0
2022년 06월 01일 (5월)	23:00	56.1

미국 ISM 비제조업 구매관리자지수(PMI)



2023년 05월 03일 (4월)	23:00	51.9
2023년 04월 05일 (3월)	23:00	51.2
2023년 03월 04일 (2월)	00:00	55.1
2023년 02월 04일 (1월)	00:00	55.2
2023년 01월 07일 (12월)	00:00	49.6
2022년 12월 06일 (11월)	00:00	56.5
2022년 11월 03일 (10월)	23:00	54.4
2022년 10월 05일 (9월)	23:00	56.7
2022년 09월 06일 (8월)	23:00	56.9
2022년 08월 03일 (7월)	23:00	56.7
2022년 07월 06일 (6월)	23:00	55.3
2022년 06월 03일 (5월)	23:00	55.9

[유로존]

- 경제심리지표 기준선에 근접
- 건설 허가는 감소하나 건설생산은 반등하여 지표 혼조



05. 리스크

2)북미 내 시장 경쟁 심화

- 미국인프라법안통과 및중국경기둔화로, 북미시장으로의유입증가
- 현대두산인프라코어: 북미 매출액 2022년기준 전년대비 41%증가
- 대동:북미매출액 2022년기준전년 대비 34%증가

3) 산업차량 부문의 높은 가동률

- 2022년 기준 산업차량의 국내 가동률은 94.6%, 해외 가동률은 93.4%
- 2021년 기준 산업차량의 국내 가동률 93.5%, 해외 가동률 85.0%
- 2022년 10월 770억원을 투자하여 미국 스 테이츠빌 공장 증설, 안정적 생산 전망

(단위: %)

구분	사업소	제9기
Compact Equipment	국내	-
	해외	74.5%
Portable Power	국내	-
	해외	27.2%
산업차량	국내	94.6%
	해외	87.8%
	계	93.4%

주1) 가동률 = 생산실적/생산능력

(단위: %)

구 분	사업소	제8기
Compact Equipment	국내	-
	해외	70.9%
Portable Power	국내	-
	해외	23.5%
산업차량	국내	93.5%
	해외	85.0%

주1) 가동률 = 생산실적/생산능력

06. 밸류에이션

상대가치평가법

매출액	억원
2019	x
2020	42,820.60
2021	58,162.00
2022	86,219.10
2023E	98,389.20

영업이익	억원
2019	x
2020	3,938.60
2021	5,953.40
2022	10,716.10
2023E	11,807

당기순이익	억원
2019	x
2020	2474.5
2021	3,858.90
2022	6,440.60
2023E	6,887.24

추정 EPS 6,870원

06. 밸류에이션

Peer Group

- 국내
- HD현대건설기계

- 대동
- 해외
- Kubota

- Deere & Co

- CNH

- AGCO

경쟁사 P/E Multiple 가중평균

	PEER GROUP	PER	가중치	가중평균	핵심 사업
국내	HD현대건설기계	11.15	0.2	2.23	건설, 농기계
	대동	6.91	0.05	0.3455	농기계
일본	구보타	15.94	0.3	4.782	농기계, 건설
과점	디어 앤 컴퍼니	14.13	0.15	2.1195	농기계,건설,금융
	씨엔에이치	9.56	0.15	1.434	농기계,건설,트럭
	아그코	9.81	0.15	1.4715	농기계,관련부품

Target P/E	25% 디스카운트
12.3825	9.286875