



두산밥캣 (241560)

혼돈 속 실적과 밸류에 대한 고민

▶ Analyst 배성조 seongjo.bae@hanwha.com 3772-7611

Buy (유지)

목표주가(하향): 57,000원

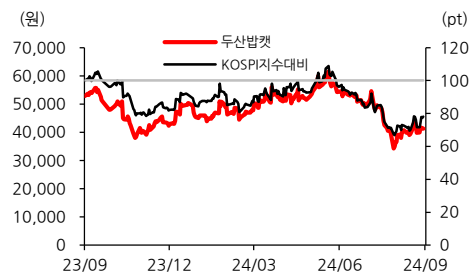
현재 주가(9/6)	41,250원
상승여력	▲38.2%
시가총액	41,353억원
발행주식수	100,249천주
52 주 최고가 / 최저가	61,500 / 34,250원
90 일 일평균 거래대금	313.49억원
외국인 지분율	36.1%
주주 구성	
두산에너지(의 2 인)	46.1%
국민연금공단	7.2%
자사주	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.0	-24.0	-14.2	-22.9
상대수익률(KOSPI)	17.1	-18.6	-10.5	-22.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	8,622	9,759	9,066	9,486
영업이익	1,072	1,390	1,006	1,109
EBITDA	1,294	1,635	1,273	1,395
지배주주순이익	644	921	666	734
EPS	6,425	9,192	6,654	7,336
순차입금	806	16	-219	-828
PER	5.4	5.5	6.2	5.6
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.3	3.1	3.1	2.4
배당수익률	3.9	3.2	4.1	4.8
ROE	13.8	16.8	10.4	10.4

주가 추이



3Q24 Preview: 생산량 감소와 딜러 리스토킹 종료

두산밥캣의 3Q24 실적은 매출액 2조 1,990억원(YoY -7.1%), 영업이익 2,155억원(YoY -27.6%, OPM 9.8%)을 기록할 것으로 추정한다. 2분기에 이어 금리 인하 대기 수요로 인해 리테일 판매가 부진할 것으로 판단한다. 수주잔고는 Core 제품 기준 3개월 수준으로 내려가고, 딜러재고는 4개월 수준으로 올라와 모두 과거 평균으로 회귀했을 것으로 추정한다. 금리나 프로모션 관련해 특별히 달라질 요인은 없어 PSD는 매출 대비 12.5% 수준으로 추정한다. 2분기 컴팩트 장비 생산량은 업황 둔화로 인해 22,400대(OEM 제외)로 YoY -18%, QoQ -11% 감소했다. 3분기도 조업일수 감소 및 리테일 둔화로 인한 생산량 감소를 예상하며, 고정비 부담 확대로 OPM도 10% 미만으로 추정한다.

포괄적 주식교환 철회, 밸류에이션은 6배 이하

8/29 동사는 두산로보틱스와 의 포괄적 주식교환 계획을 철회한다고 공시했다. 여전히 두산에너지가 두산밥캣 지분을 보유한 신설법인을 인적분할한 후 두산로보틱스가 이를 합병(밥캣 지분 46%)하는 방식의 개편은 진행되나, 밥캣 입장에서는 일단 로보틱스의 100% 완전 자회사로 된 다음 상장폐지될 가능성이 사라졌다. 동사는 계약 해제 결정 사유를 주주 및 시장의 부정적 의견이 강하기 때문이라고 설명했다. 실제로 최초 공시일 대비 주가는 20% 이상 하락했다. 현재 동사의 12MF P/E는 실적 추정치 하향 조정을 반영하더라도 5.8배로, 글로벌 Peer(표2 참고) 대비 격차가 크게 벌어졌다. 향후 업황 턴어라운드 시점 및 그룹 재편 진행 상황을 지속 모니터링할 필요가 있다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가는 57,000원으로 하향

두산밥캣에 대한 투자의견 'Buy'는 유지하나 목표주가를 57,000원으로 하향한다. 당장 하반기 실적 개선을 기대하기는 어려운 상황이나, 미 대선 이후 내년 금리 인하 대기 수요의 구매 전환과 미국 주택 착공 개선을 기대하며 현 밸류에이션이 부담스러운 수준은 아니라고 판단한다. 목표주가는 변경된 실적 추정치를 반영한 12MF EPS에 글로벌 Peer들의 12MF P/E 평균을 35% 할인한 8.0배를 Target P/E로 적용해 산출했다. 향후 그룹 차원에서 동사가 어떻게 활용될 것인지에 대한 불확실성 잔존을 고려해 할인율은 기존 30%에서 35%로 확대 적용했다.

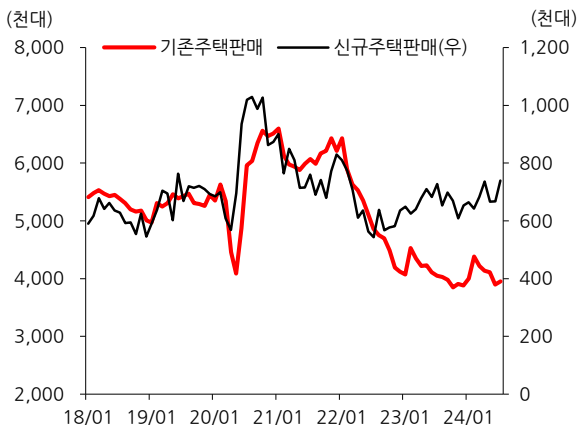
[표1] 두산밥캣 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,405	2,672	2,366	2,316	2,395	2,237	2,199	2,235	8,622	9,759	9,066	9,486
North America	1,794	2,005	1,755	1,706	1,827	1,633	1,618	1,680	6,231	7,260	6,759	7,177
Bobcat	1,563	1,719	1,519	1,493	1,643	1,452	1,440	1,494	5,567	6,294	6,029	6,397
Industrial Truck	231	286	237	213	184	180	179	186	664	966	729	780
EMEA	391	419	388	381	352	369	361	350	1,462	1,579	1,432	1,457
Bobcat	320	340	291	295	279	288	282	273	1,142	1,246	1,122	1,138
Industrial Truck	71	78	97	86	74	81	79	77	320	333	310	319
ALAO	221	249	222	228	215	235	219	205	929	920	875	852
Bobcat	118	137	128	121	125	141	132	123	485	505	521	512
Industrial Truck	102	112	94	107	90	94	88	82	445	415	353	340
Compact	1,872	2,059	1,808	1,784	1,931	1,759			6,783	7,523		
GME	237	242	214	194	230	186			805	887		
Portable Power	126	136	129	122	110	119			405	512		
Industrial Truck	407	477	430	410	354	359			1,435	1,724		
영업이익	370	467	298	256	326	240	216	225	1,072	1,390	1,006	1,109
영업이익률	15.4	17.5	12.6	11.1	13.6	10.7	9.8	10.1	12.4	14.2	11.1	11.7
순이익	208	308	189	217	217	158	137	154	644	921	666	734
순이익률	8.6	11.5	8.0	9.4	9.1	7.1	6.2	6.9	7.5	9.4	7.3	7.7
YoY 성장률												
매출액	46.6	20.5	-0.5	-2.9	-0.4	-16.3	-7.1	-3.5	48.2	13.2	-7.1	4.6
North America	64.2	20.9	-1.1	0.0	1.9	-18.6	-7.8	-1.5	53.2	16.5	-6.9	6.2
EMEA	18.5	19.6	9.8	-10.9	-9.9	-11.9	-7.0	-8.3	27.4	8.0	-9.3	1.8
ALAO	0.9	18.0	-10.9	-8.9	-2.5	-5.6	-1.4	-10.0	54.4	-1.0	-4.9	-2.5
영업이익	90.2	50.7	-6.1	2.1	-11.8	-48.7	-27.6	-12.2	80.0	29.7	-27.6	10.2
순이익	106.5	119.0	59.0	-23.6	4.5	-48.7	-27.4	-28.9	66.9	43.1	-27.7	10.2

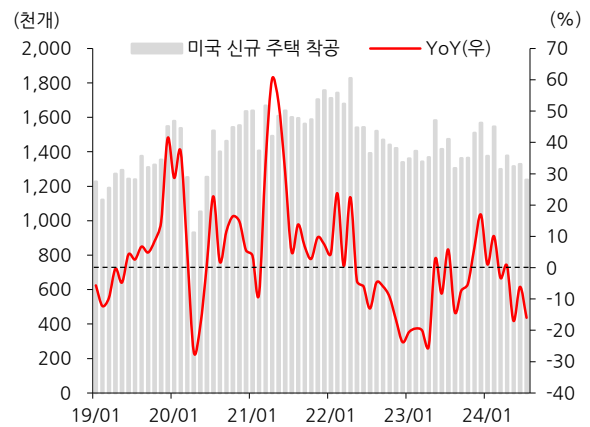
자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 미국 기준/신규 주택 판매 추이(7월 MoM +1%, 11%)



주: 계절조정 연간 환산 기준(SAAR), '24년 7월 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국 신규 주택 착공 추이 (7월 MoM -7%)



주: US New Privately Owned Housing Units Started, '24년 7월 기준
 자료: Census Bureau, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 글로벌 건설기계 업체 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	24	25	24	25	24	25	24	25
두산밥캣	KS	3.1	30.8	8.5	14.1	-17.6	-12.9	-21.9	5.8	5.5	0.6	0.6	3.0	3.0	11.3	10.9
HD 현대인프라코어	KS	1.0	5.0	-2.5	-7.1	-10.3	-14.8	-33.3	5.8	4.9	0.7	0.6	4.1	3.6	11.9	12.8
HD 현대건설기계	KS	0.7	35.0	-6.6	-9.7	-10.7	-6.4	-33.9	6.4	5.3	0.5	0.5	4.8	4.3	8.7	9.5
진성티씨	KS	0.1	5.9	-0.2	-3.5	-9.1	-9.6	-32.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
대창단조	KS	0.1	3.6	-0.6	-5.6	-18.4	-6.9	-27.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
디와이파워	KS	0.1	1.2	-4.0	-7.8	-16.7	-13.1	-30.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Caterpillar	US	159.7	329.4	-3.8	-4.2	-3.6	-7.2	-0.9	14.9	14.4	8.8	7.7	10.5	10.5	62.9	58.8
Deere&Co.	US	104.4	381.6	2.5	7.1	-0.2	-2.3	-22.1	15.3	16.7	5.0	4.7	11.0	11.6	37.4	30.9
Hitachi C.M.	JP	5.1	23.7	1.0	1.8	-12.1	-15.3	-39.5	7.5	7.5	1.0	0.9	5.7	5.6	13.5	12.2
Komatsu	JP	25.2	25.9	-3.3	-6.0	-12.6	-7.3	-25.5	9.0	8.8	1.2	1.1	6.3	6.1	14.6	12.7
Sandvic	SS	24.2	19.3	-4.6	-3.8	-6.2	-15.9	-16.9	16.3	14.5	2.6	2.4	10.5	9.3	15.5	17.9
Sany	CH	19.3	2.3	2.8	8.9	9.1	24.7	8.7	22.5	17.6	1.9	1.8	13.8	11.6	8.6	10.2
Kubota	JP	17.1	14.5	7.7	4.2	0.0	0.5	-23.1	10.5	10.0	1.0	1.0	10.7	10.2	10.2	10.0
XCMG	CH	10.3	0.9	0.2	-2.4	-7.5	5.6	3.1	11.1	8.8	1.2	1.1	9.3	8.5	11.0	12.9
Zoomlion	CH	6.7	0.8	-3.2	-5.0	-17.3	-17.4	-2.3	11.8	9.4	0.9	0.8	10.2	8.3	7.4	8.9
Oshkosh	US	6.3	97.2	-6.4	-5.9	-15.4	-19.2	-22.1	8.2	8.2	1.5	1.3	6.8	6.8	19.1	17.7
Terex	US	3.3	49.8	-9.0	-11.7	-15.9	-19.3	-32.9	6.9	7.2	1.6	1.5	5.0	5.3	27.5	22.4
Takeuchi	JP	1.4	28.9	1.4	0.0	-21.3	-19.1	-29.5	8.0	7.0	1.4	1.2	4.2	3.5	18.0	18.2
Industry Average									11.8	10.8	2.4	2.1	8.7	8.1	20.5	19.4

주: 2024.09.08 Bloomberg 컨센서스 기준. 평균값은 해외 기업들의 평균

자료: Bloomberg, WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	5,816	8,622	9,759	9,066	9,486
매출총이익	1,234	1,949	2,377	2,084	2,109
영업이익	595	1,072	1,390	1,006	1,109
EBITDA	785	1,294	1,635	1,273	1,395
순이자손익	-53	-81	-74	-52	-60
외화관련손익	-41	-56	-12	21	30
지분법손익	10	2	-1	0	0
세전계속사업손익	521	886	1,257	939	1,026
당기순이익	386	644	921	666	734
지배주주순이익	386	644	921	666	734
증가율(%)					
매출액	n/a	48.2	13.2	-7.1	4.6
영업이익	n/a	80.0	29.7	-27.6	10.2
EBITDA	n/a	64.9	26.3	-22.1	9.6
순이익	n/a	66.9	43.1	-27.7	10.2
이익률(%)					
매출총이익률	21.2	22.6	24.4	23.0	22.2
영업이익률	10.2	12.4	14.2	11.1	11.7
EBITDA 이익률	13.5	15.0	16.8	14.0	14.7
세전이익률	9.0	10.3	12.9	10.4	10.8
순이익률	6.6	7.5	9.4	7.3	7.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	460	704	1,280	835	1,225
당기순이익	400	632	910	677	734
자산상각비	190	223	245	268	287
운전자본증감	-204	-277	96	-114	204
매출채권 감소(증가)	-26	-180	42	-15	-29
재고자산 감소(증가)	-248	-420	-164	-350	-100
매입채무 증가(감소)	119	385	278	339	333
투자현금흐름	-862	-123	-249	-411	-426
유형자산처분(취득)	-198	-168	-166	-268	-291
무형자산 감소(증가)	-55	-65	-90	-109	-134
투자자산 감소(증가)	5	9	0	0	0
재무현금흐름	524	-875	-347	44	-190
차입금의 증가(감소)	518	-689	-189	204	0
자본의 증가(감소)	0	-186	-158	-156	-190
배당금의 지급	0	-184	-155	-160	-190
총현금흐름	838	1,305	1,560	1,155	1,021
(-)운전자본증가(감소)	205	215	-271	196	-204
(-)설비투자	214	172	170	271	291
(+)자산매각	-39	-61	-86	-107	-134
Free Cash Flow	380	857	1,575	582	799
(-)기타투자	613	-40	167	-48	0
잉여현금	-233	896	1,408	630	799
NOPLAT	441	779	1,019	714	793
(+) Dep	190	223	245	268	287
(-)운전자본투자	205	215	-271	196	-204
(-)Capex	214	172	170	271	291
OpFCF	212	614	1,364	515	992

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,646	3,083	3,886	5,028	5,767
현금성자산	975	706	1,407	1,954	2,563
매출채권	428	622	564	629	658
재고자산	1,153	1,651	1,814	2,302	2,402
비유동자산	5,935	6,166	6,486	7,017	7,156
투자자산	363	246	243	258	258
유형자산	954	1,111	1,259	1,418	1,485
무형자산	4,617	4,809	4,985	5,341	5,414
자산총계	8,581	9,248	10,372	12,045	12,923
유동부채	1,498	2,054	2,411	2,913	3,247
매입채무	1,079	1,526	1,789	2,264	2,596
유동성이자부채	104	168	152	254	254
비유동부채	2,761	2,170	2,006	2,315	2,315
비유동이자부채	1,879	1,344	1,271	1,480	1,480
부채총계	4,260	4,224	4,417	5,228	5,562
자본금	51	55	56	60	60
자본잉여금	2,673	2,858	1,908	2,055	2,055
이익잉여금	2,047	2,743	4,543	5,408	5,952
자본조정	-450	-631	-551	-706	-706
자기주식	0	-1	-4	-8	-8
자본총계	4,321	5,024	5,955	6,817	7,361

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,849	6,425	9,192	6,654	7,336
BPS	43,105	50,119	59,400	68,002	73,430
DPS	1,200	1,350	1,600	1,700	2,000
CFPS	8,361	13,016	15,565	11,517	10,185
ROA(%)	5.0	7.2	9.4	5.9	5.9
ROE(%)	9.2	13.8	16.8	10.4	10.4
ROIC(%)	9.2	14.0	17.3	11.4	12.1
Multiples(x, %)					
PER	10.6	5.4	5.5	6.2	5.6
PBR	0.9	0.7	0.8	0.6	0.6
PSR	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4
PCR	4.9	2.7	3.2	3.6	4.1
EV/EBITDA	6.5	3.3	3.1	3.1	2.4
배당수익률	2.9	3.9	3.2	4.1	4.8
안정성(%)					
부채비율	98.6	84.1	74.2	76.7	75.6
Net debt/Equity	23.3	16.0	0.3	-3.2	-11.2
Net debt/EBITDA	128.3	62.3	1.0	-17.2	-59.3
유동비율	176.6	150.1	161.2	172.6	177.6
이자보상배율(배)	10.7	12.8	12.4	9.0	11.1
자산구조(%)					
투하자본	79.8	85.9	78.3	74.9	69.8
현금+투자자산	20.2	14.1	21.7	25.1	30.2
자본구조(%)					
차입금	31.4	23.1	19.3	20.3	19.1
자기자본	68.6	76.9	80.7	79.7	80.9

[Compliance Notice]

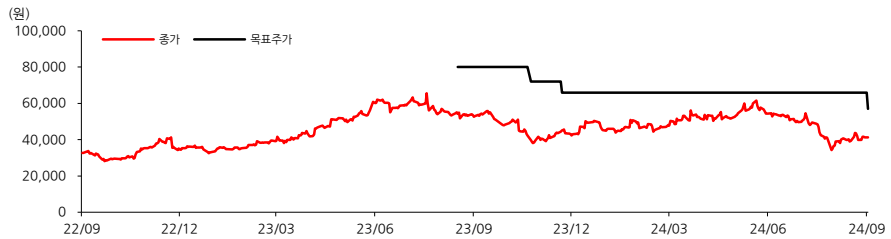
(공표일: 2024년 9월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (배성조)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[두산밥캣 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2023.08.23	2023.08.23	2023.10.12	2023.10.30	2023.11.28	2024.01.09
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	배성조	80,000	80,000	72,000	66,000	66,000
일 자	2024.02.08	2024.04.11	2024.04.30	2024.06.24	2024.09.09	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	66,000	66,000	66,000	66,000	57,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.23	Buy	80,000	-29.29	-19.39
2023.10.30	Buy	72,000	-43.12	-38.26
2023.11.28	Buy	66,000	-26.35	-6.82
2024.09.09	Buy	57,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%