

# 두산밥캣 (241560)

## 관세 우려로 인한 아쉬운 판매환경

### 1Q25 영업이익, 컨센서스 부합

1Q25 매출액 2.1조원(YoY -12%, QoQ -2%), 영업이익 2,000억원(YoY -39%, QoQ +12%)으로 매출과 영업이익 모두 컨센서스에 부합. 달러 기준 연결 매출은 북미 관세, 경기 불확실성 등으로 인해 전 지역, 전 제품군에서 수요 둔화가 지속되며 6개 분기 연속 감소했으나 전분기 대비 영업이익은 구조조정, 물류비 안정화, 가동률 상승 효과 등으로 수익성이 개선되면서 증가

### 승자 없는 전쟁

동사를 포함한 건설기계 업종은 북미 관세 우려로 인한 수요 둔화로 외형 감소가 지속 중. 2Q25 또한 미국 관세와 경기침체 우려에 대비한 딜러들의 보수적 구매로 매출액의 YoY 성장을 기대하기 어렵다고 판단. 동사의 경우, 북미 시장 판매 제품 중 약 70%를 현지 생산하는 동시에 USMCA 대상국인 멕시코에서 생산공장을 건설하며 경쟁사 대비 관세 민감도가 낮지만 엔진을 포함한 주요 부품과 산업차량 등은 역외 조달하는 특성 상 관세 현실화 시 비용 증가가 불가피할 전망. 장기적으로, 관세에 의한 전체 시장 수요 감소는 그 어떤 업체에게도 이롭지 못한 상황이 될 것이라고 판단

### 선진시장의 반등 확인 필요

전세계 최대 건설기계 시장인 선진시장에서의 판매 정상화를 가정한 '26년을 기준으로 Target 멀티플(PBR 0.94배)을 산정해 기존 투자의견과 목표주가 유지. 단기적으로는 미국 관세 우려 지속에 의한 건설기계 업종 실적 매력도가 낮은 상황이나 중장기적으로는 주요국 금리 인하, 미국 대선 불확실성 해소에 후행한 선진시장 수요의 바텀아웃 현실화 여부에 따라 업종에 대한 시각의 변화가 나타날 수 있다고 판단



장윤석 건설/기계  
yoonseok.chang@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **56,000원 (M)**

직전 목표주가 **56,000원**

현재주가 (05/02) **48,300원**

상승여력 **16%**

시가총액	46,298억원
총발행주식수	95,856,065주
60일 평균 거래대금	142억원
60일 평균 거래량	295,680주
52주 고/저	61,500원 / 34,250원
외인지분율	35.48%
배당수익률	3.82%
주요주주	두산에너지빌리티 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.0	0.5	(7.1)
상대	(1.1)	(1.1)	(2.6)
절대 (달러환산)	5.5	3.9	(9.1)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,098	-12.4	-2.1	2,162	-3.0
영업이익	200	-38.7	11.0	201	-0.6
세전계속사업이익	170	-44.7	4.6	175	-3.1
지배순이익	113	-47.8	-9.0	126	-10.2
영업이익률 (%)	9.5	-4.1 %pt	+1.1 %pt	9.3	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	-3.7 %pt	-0.4 %pt	5.8	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	9,759	8,551	8,400	8,727
영업이익	1,390	871	837	910
지배순이익	921	563	487	537
PER	5.2	8.3	9.6	8.6
PBR	0.8	0.7	0.7	0.8
EV/EBITDA	2.9	4.2	2.7	3.0
ROE	16.8	8.8	7.4	9.1

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[표-1] 1Q25 영업이익, 전체 외형축소에도 불구하고 수익성 개선 효과로 컨센서스 부합 (단위: 십억원)

	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	컨센서스	Diff(%)	유안타증권	Diff(%)
매출액	2,098	2,395	-12.4	2,142	-2.1	2,162	-3.0	2,260	-7.2
영업이익	200	326	-38.7	179	11.8	201	-0.6	231	-13.5
세전이익	170	307	-44.7	162	4.6	175	-3.1	206	-17.7
지배순이익	113	217	-47.8	124	-9.0	126	-10.2	145	-21.7
영업이익률	9.5%	13.6%		8.4%		9.3%		10.2%	
세전이익률	8.1%	12.8%		7.6%		8.1%		9.1%	
지배순이익률	5.4%	9.1%		5.8%		5.8%		6.4%	

자료: 두산밥캣, 유안타증권 리서치센터

[표-2] 두산밥캣 실적 추정치 비교 - 유안타증권 vs 컨센서스 (단위: 십억원)

	2025E			2026E		
	유안타	컨센서스	차이 (%)	유안타	컨센서스	차이 (%)
매출액	8,400	8,761	-4.1	8,727	9,050	-3.6
영업이익	837	816	2.6	910	909	0.1
세전이익	703	759	-7.4	769	878	-12.4
지배순이익	487	540	-9.9	537	632	-15.1
영업이익률	10.0%	9.3%		10.4%	10.0%	
세전이익률	8.4%	8.7%		8.8%	9.7%	
지배순이익률	5.8%	6.2%		6.2%	7.0%	

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[표-3] 두산밥캣 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	기존 추정			신규 추정			변화율(%)		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25P	2025E	2026E	1Q25P	2025E	2026E
매출액	2,260	7,932	8,445	2,098	8,400	8,727	-7.2%	5.9%	3.3%
영업이익	231	868	1,009	200	837	910	-13.5%	-3.5%	-9.9%
OPM	10.2%	10.9%	12.0%	9.5%	10.0%	10.4%	-0.7%p	-1.0%p	-1.5%p
세전이익	206	768	900	170	703	769	-17.7%	-8.5%	-14.6%
지배순이익	145	542	643	113	487	537	-21.7%	-10.2%	-16.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-4] 두산밥캣 목표주가 산정

구분		비고
목표 PBR [A = (a-f) / (b-f)]	0.94배	
'26년 예상 ROE (a)	9.1%	
COE (b = c+d x e)	9.7%	
무위험수익률 (c)	2.8%	3년 만기 국고채 최근 1년 평균 수익률
Market Risk Premium (d)	8.7%	
조정 베타 (e)	0.79	
영구 성장률 (f)	-	
두산밥캣 '26년 추정 BPS (B)	58,852원	
목표주가 (C = A x B)	56,000원	반올림 적용
현재 주가	48,300원	2025년 5월 2일 종가 기준
상승여력	16%	

자료: 유안타증권 리서치센터

[표-5] 두산밥캣 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
<b>적용 환율</b>											
원/달러	1,328.4	1,372.8	1,361.6	1,398.4	1,452.7	1,427.0	1,405.0	1,395.0	1,364.0	1,420.0	1,340.0
<b>실적 전망</b>											
<b>매출액</b>	<b>2,394.6</b>	<b>2,236.7</b>	<b>1,777.7</b>	<b>2,142.3</b>	<b>2,098.2</b>	<b>2,193.8</b>	<b>1,893.9</b>	<b>2,214.2</b>	<b>8,551.2</b>	<b>8,400.1</b>	<b>8,726.8</b>
YoY (%)	0%	-16%	-25%	-7%	-12%	-2%	7%	3%	-12%	-2%	4%
North America	1,827.3	1,631.4	1,293.6	1,580.7	1,556.0	1,599.4	1,369.5	1,667.4	6,333.1	6,192.2	6,528.9
밥캣	1,643.2	1,450.9	1,104.6	1,419.2	1,397.9	1,426.9	1,174.9	1,505.4	5,617.9	5,505.0	5,825.1
산업차량	184.1	180.6	189.0	161.6	158.0	172.5	194.6	162.0	715.2	687.2	703.8
EMEA	352.3	369.6	289.0	295.7	305.4	331.4	288.4	288.9	1,306.6	1,214.0	1,227.0
밥캣	278.5	288.7	215.8	222.0	229.6	254.4	213.0	214.2	1,005.1	911.2	915.6
산업차량	73.8	80.9	73.2	73.7	75.8	77.0	75.3	74.7	301.6	302.7	311.4
ALAO	214.9	235.7	195.1	265.8	236.9	263.1	236.1	258.0	911.5	993.9	770.3
밥캣	124.8	141.7	111.4	123.5	112.1	132.7	106.9	117.5	501.3	469.2	464.8
산업차량	90.1	94.0	83.7	97.6	73.5	80.0	79.6	91.3	365.5	324.3	305.4
매출총이익	595.8	539.2	398.2	456.5	504.6	514.7	441.3	521.0	1,989.8	1,981.6	2,051.6
YoY (%)	-1%	-17%	-29%	-19%	-15%	-5%	11%	14%	-16%	0%	4%
영업이익	326.0	239.5	125.7	178.9	199.9	206.1	190.9	240.0	870.1	836.9	909.6
YoY (%)	-12%	-49%	-58%	-30%	-39%	-14%	52%	34%	-37%	-4%	9%
세전이익	306.8	233.4	96.0	162.2	169.6	171.4	156.2	205.5	798.4	702.6	769.3
YoY (%)	-6%	-47%	-64%	-28%	-45%	-27%	63%	27%	-36%	-12%	9%
지배주주 순이익	216.8	157.9	64.3	124.4	113.2	119.1	109.3	145.4	563.4	487.0	536.8
YoY (%)	4%	-49%	-66%	-43%	-48%	-25%	70%	17%	-39%	-14%	10%
<b>이익률</b>											
매출총이익률	24.9%	24.1%	22.4%	21.3%	24.0%	23.5%	23.3%	23.5%	23.3%	23.6%	23.5%
영업이익률	13.6%	10.7%	7.1%	8.4%	9.5%	9.4%	10.1%	10.8%	10.2%	10.0%	10.4%
세전이익률	12.8%	10.4%	5.4%	7.6%	8.1%	7.8%	8.2%	9.3%	9.3%	8.4%	8.8%
지배주주 순이익률	9.1%	7.1%	3.6%	5.8%	5.4%	5.4%	5.8%	6.6%	6.6%	5.8%	6.2%

자료: 두산밥캣, 유안타증권 리서치센터

두산밥캣 (241560) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,759	8,551	8,400	8,727	8,995
매출원가	7,382	6,560	6,419	6,675	6,881
매출총이익	2,377	1,991	1,982	2,052	2,115
판매비	987	1,120	1,145	1,142	1,087
영업이익	1,390	871	837	910	1,028
EBITDA	1,635	1,165	1,777	1,621	1,487
영업외손익	-133	-73	-134	-140	-143
외환관련손익	-12	18	0	0	0
이자손익	-74	-40	-50	-52	-54
관계기업관련손익	1	0	4	0	0
기타	-47	-51	-88	-88	-88
법인세비용차감전순이익	1,257	798	703	769	885
법인세비용	336	235	216	232	266
계속사업순이익	921	563	487	537	618
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	921	563	487	537	618
지배지분순이익	921	563	487	537	618
포괄순이익	1,012	317	-532	-482	-400
지배지분포괄이익	1,012	317	-532	-482	-400

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,280	784	120	-282	-375
당기순이익	921	563	487	537	618
감가상각비	180	218	666	480	263
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-1	0	-4	0	0
자산부채의 증감	96	-94	-1,233	-1,415	-1,337
기타현금흐름	83	97	203	116	80
투자활동 현금흐름	-249	-623	-1,312	-1,317	-1,020
투자자산	-6	-4	3	-2	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-170	-296	-296	-296	0
유형자산 감소	4	5	0	0	0
기타현금흐름	-76	-328	-1,019	-1,020	-1,019
재무활동 현금흐름	-347	164	-153	-147	-160
단기차입금	34	76	2	6	3
사채 및 장기차입금	-124	557	0	0	0
자본	-949	275	0	0	0
현금배당	-155	-173	-156	-153	-163
기타현금흐름	846	-571	0	0	0
연결범위변동 등 기타	5	-64	1,336	1,689	1,474
현금의 증감	689	261	-9	-57	-81
기초 현금	711	1,596	1,857	1,848	1,791
기말 현금	1,400	1,857	1,848	1,791	1,710
NOPLAT	1,390	871	837	910	1,028
FCF	1,110	488	-176	-578	-375

자료: 유안타증권

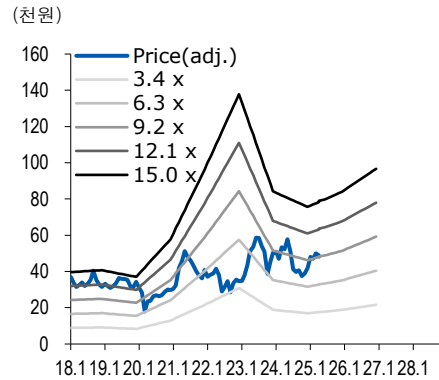
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,886	4,487	4,731	4,794	4,803
현금및현금성자산	1,400	1,857	1,848	1,791	1,710
매출채권 및 기타채권	564	526	572	619	637
재고자산	1,814	1,985	2,192	2,374	2,448
비유동자산	6,486	7,523	6,875	6,461	6,003
유형자산	1,259	1,653	1,282	1,098	835
관계기업 등 지분관련 자산	6	10	10	11	12
기타투자자산	13	16	13	14	14
자산총계	10,372	12,010	11,606	11,255	10,806
유동부채	2,411	2,467	2,723	2,934	3,019
매입채무 및 기타채무	1,789	1,733	1,971	2,134	2,200
단기차입금	62	125	125	125	125
유동성장기부채	28	51	51	51	51
비유동부채	2,006	2,648	2,677	2,749	2,778
장기차입금	1,096	1,551	1,551	1,551	1,551
사채	0	73	73	73	73
부채총계	4,417	5,115	5,399	5,683	5,797
지배지분	5,955	6,895	6,207	5,572	5,009
자본금	56	63	63	63	63
자본잉여금	1,908	2,175	2,175	2,175	2,175
이익잉여금	4,543	5,615	5,946	6,330	6,786
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,955	6,895	6,207	5,572	5,009
순차입금	16	191	202	265	348
총차입금	1,423	2,055	2,058	2,064	2,067

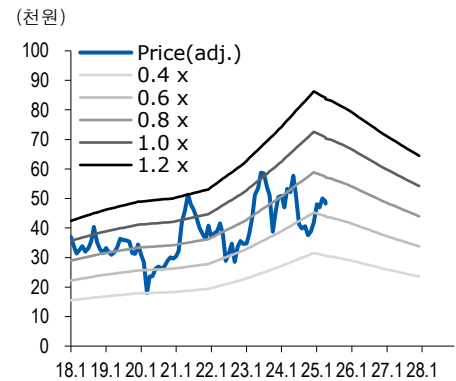
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,192	5,620	5,044	5,600	6,452
BPS	59,457	70,048	64,850	58,214	52,330
EBITDAPS	16,311	11,622	18,407	16,911	15,515
SPS	97,347	85,300	87,002	91,041	93,841
DPS	1,600	1,600	1,600	1,700	1,700
PER	5.2	8.3	9.6	8.6	7.5
PBR	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
EV/EBITDA	2.9	4.2	2.7	3.0	3.3
PSR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	13.2	-12.4	-1.8	3.9	3.1
영업이익 증가율 (%)	29.7	-37.3	-4.0	8.7	13.0
지배순이익 증가율 (%)	43.1	-38.9	-13.6	10.2	15.2
매출총이익률 (%)	24.4	23.3	23.6	23.5	23.5
영업이익률 (%)	14.2	10.2	10.0	10.4	11.4
지배순이익률 (%)	9.4	6.6	5.8	6.2	6.9
EBITDA 마진 (%)	16.8	13.6	21.2	18.6	16.5
ROIC	15.8	8.7	8.1	9.9	11.7
ROA	9.4	5.0	4.1	4.7	5.6
ROE	16.8	8.8	7.4	9.1	11.7
부채비율 (%)	74.2	74.2	87.0	102.0	115.7
순차입금/자기자본 (%)	0.3	2.8	3.3	4.7	6.9
영업이익/금융비용 (배)	12.4	8.1	7.3	7.9	8.9

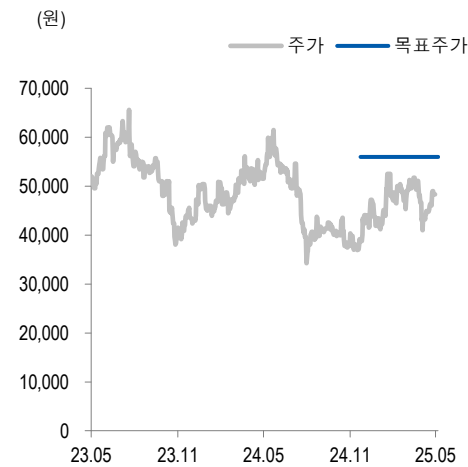
P/E band chart



P/B band chart



두산백캣 (241560) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-07	BUY	56,000	1년		
2024-11-28	BUY	56,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 장윤석)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.