



두산밥캣 (241560)

[4Q23 Review] 한 번 더 가이드스 상회할 가능성

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 66,000원

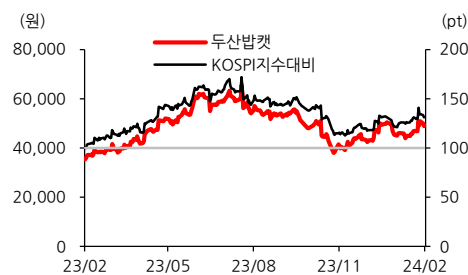
현재 주가(2/7)	49,550원
상승여력	▲33.2%
시가총액	49,673억원
발행주식수	100,249천주
52 주 최고가 / 최저가	65,600 / 35,450원
90 일 일평균 거래대금	128.03억원
외국인 지분율	40.4%
주주 구성	
두산에너지(외 3 인)	46.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.2%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.3	21.3	-10.6	39.8
상대수익률(KOSPI)	8.0	14.5	-11.7	33.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	8,622	9,759	9,843	10,314
영업이익	1,072	1,390	1,107	1,223
EBITDA	1,294	1,634	1,348	1,482
지배주주순이익	644	921	765	812
EPS	6,425	9,201	7,636	8,104
순차입금	806	-69	-199	-315
PER	5.4	4.7	6.5	6.1
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.3	2.6	3.5	3.1
배당수익률	3.9	3.7	3.2	3.2
ROE	13.8	16.6	12.0	11.6

주가 추이



4Q23 Review: 영업이익 시장 기대치 부합

두산밥캣은 4분기 매출액 2조 3,156억원(YoY -2.9%, 이하 YoY), 영업이익 2,561억원(+2.1%, OPM 11.1%), 순이익 2,169억원(-23.6%)을 시현했다. 당사 추정치 및 컨센서스 대비 매출액은 -1.1%, -4.3% 하회했으나 영업이익은 +9.8%, +0.9% 상회/부합하는 실적을 기록했다.

PSD 증가가 여전히 부담으로 작용

4분기 달러 기준 매출액은 1,752M으로 YoY -0.3% 소폭 감소했다. 작년 동기 대비 볼륨&믹스 효과가 +47M, 환 효과가 +21M 발생했으나 Pricing+PSD 부문에서 -73M의 손실이 발생한 영향이다. 3분기에 이어 PSD가 증가한 영향으로 추정한다. 영업이익은 프로모션 비용 증가에도 인플레이션 완화 및 Pricing 효과로 당사 추정치를 상회했다.

지역별 매출은 NA가 1조 7,063억원으로 YoY flat했으나, EMEA와 ALAO가 각각 -10.9%, -8.9% 감소했다. 제품별 매출은 포트블파워가 1,218억원(+12.5%)으로 선방했으나, 컴팩트가 1조 7,838억원(-3.0%; GME 1,937억원, -9.2%), 산업차량이 4,100억원(-6.0%)을 기록했다.

한 번 더 가이드스 상회할 가능성

동사는 연간 실적 가이드스로 매출액 9조 3,441억원(-4.3%), 영업이익 1조원(-28.1%, OPM 10.7%)을 제시했다. 탑라인 제품 판매량은 flat하다는 가정이다. 다만 감익 추정의 근거로 1) 고금리로 PSD +2%p 상승, 2) 1H23 \$52M 퇴직연금 조정효과 일회성 이익 감산, 3) 밥캣 브랜드 전환 비용, 4) 멕시코 공장 구축 및 R&D 비용 발생 등을 제시했다.

‘24년 영업이익은 1조 1,067억원(-20.4%, OPM 11.2%)으로 감익 추정하나 가이드스는 상회할 것으로 전망한다. 1) 견조한 북미 건설지출(인프라 투자 및 Core 제품 수요 지속), 2) 환율 가정의 room 존재(사업계획 1,280원 수준 추정), 3) 하반기 금리 부담 완화 가능성, 4) 일부 Pricing 효과 기대 및 여전히 높은 백로그(Core 7개월) 등 때문이다.

투자의견 ‘Buy’, 목표주가 66,000원 유지

투자의견 ‘Buy’와 목표주가 66,000원을 유지한다. 12MF P/E는 현재 6.4배 수준으로 여전히 타이어 Peer 대비 50% 가량 할인받고 있다.

[표1] 두산밥캣 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	2,405	2,672	2,366	2,316	2,508	2,769	2,309	2,257	8,622	9,759	9,843	10,314
North America	1,794	2,005	1,755	1,706	1,899	2,116	1,743	1,740	6,231	7,260	7,498	7,965
Bobcat	1,563	1,719	1,519	1,493	1,666	1,856	1,530	1,527	5,567	6,294	6,579	6,997
Industrial Truck	231	286	237	213	233	259	214	213	664	966	919	968
EMEA	391	419	388	381	399	419	367	326	1,462	1,579	1,510	1,527
Bobcat	320	340	291	295	309	324	284	252	1,142	1,246	1,169	1,182
Industrial Truck	71	78	97	86	90	95	83	74	320	333	342	345
ALAO	221	249	222	228	211	234	199	191	929	920	835	822
Bobcat	118	137	128	121	112	124	106	102	485	505	444	435
Industrial Truck	102	112	94	107	99	110	93	89	445	415	391	387
Compact	1,872	2,059	1,808	1,784					6,783	7,523		
GME	237	242	214	194					805	887		
Portable Power	126	136	129	122					405	512		
Industrial Truck	407	477	430	410					1,435	1,724		
영업이익	370	467	298	256	307	364	240	195	1,072	1,390	1,107	1,223
영업이익률	15.4	17.5	12.6	11.1	12.2	13.1	10.4	8.6	12.4	14.2	11.2	11.9
순이익	208	308	189	217	211	237	164	153	644	921	765	812
순이익률	8.6	11.5	8.0	9.4	8.4	8.6	7.1	6.8	7.5	9.4	7.8	7.9
YoY 성장률												
매출액	46.6	20.5	-0.5	-2.9	4.3	3.6	-2.4	-2.5	48.2	13.2	0.9	4.8
North America	64.2	20.9	-1.1	0.0	5.9	5.5	-0.7	2.0	53.2	16.5	3.3	6.2
EMEA	18.5	19.6	9.8	-10.9	2.0	0.2	-5.6	-14.6	27.4	8.0	-4.4	1.1
ALAO	0.9	18.0	-10.9	-8.9	-4.4	-6.0	-10.4	-16.2	54.4	-1.0	-9.2	-1.6
영업이익	90.2	50.7	-6.1	2.1	-16.9	-22.0	-19.2	-23.9	80.0	29.7	-20.4	10.5
순이익	106.5	119.0	59.0	-23.6	1.6	-23.0	-13.2	-29.6	66.9	43.1	-17.0	6.1

자료: 두산밥캣, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 두산밥캣 2023 년 4 분기 실적

(단위: 십억 원, %, %p)

회사잠정 (십억원)	4Q23P	당사 추정치 대비 4Q23E	차이(%)	전년 동기 대비(YoY) 4Q22	차이(%)	전분기 대비(QoQ) 3Q23	차이(%)	시장 컨센서스 대비 4Q23E	차이(%)
매출액	2,315.6	2,340.7	-1.1	2,383.9	-2.9	2,366.0	-2.1	2,419.0	-4.3
영업이익	256.1	233.2	9.8	250.8	2.1	297.6	-14.0	253.8	0.9
순이익	216.9	163.6	32.6	284.1	-23.6	189.1	14.7	176.6	22.8
이익률(%)									
영업이익	11.1	10.0	1.1%p	10.5	0.5%p	12.6	-1.5%p	10.5	0.6%p
순이익	9.4	7.0	2.4%p	11.9	-2.5%p	8.0	1.4%p	7.3	2.1%p

자료: 두산밥캣, Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	5,816	8,622	9,759	9,843	10,314
매출총이익	1,234	1,949	2,377	2,161	2,322
영업이익	595	1,072	1,390	1,107	1,223
EBITDA	785	1,294	1,634	1,348	1,482
순이자손익	-53	-81	-74	-61	-56
외화관련손익	-41	-56	-11	53	61
지분법손익	10	2	-1	0	0
세전계속사업손익	521	886	1,257	1,065	1,155
당기순이익	386	644	921	765	812
지배주주순이익	386	644	921	765	812
증가율(%)					
매출액	29.0	48.2	13.2	0.9	4.8
영업이익	24.8	80.0	29.7	-20.4	10.5
EBITDA	33.2	64.9	26.3	-17.5	9.9
순이익	41.8	66.9	43.1	-17.0	6.1
이익률(%)					
매출총이익률	21.2	22.6	24.4	22.0	22.5
영업이익률	10.2	12.4	14.2	11.2	11.9
EBITDA 이익률	13.5	15.0	16.7	13.7	14.4
세전이익률	9.0	10.3	12.9	10.8	11.2
순이익률	6.6	7.5	9.4	7.8	7.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	460	704	1,463	971	976
당기순이익	400	632	946	765	812
자산상각비	190	223	244	242	259
운전자본증감	-204	-277	178	-35	-94
매출채권 감소(증가)	-26	-180	21	-26	-27
재고자산 감소(증가)	-248	-420	-88	-35	-94
매입채무 증가(감소)	119	385	315	26	27
투자현금흐름	-862	-123	-330	-681	-700
유형자산처분(취득)	-198	-168	-215	-483	-496
무형자산 감소(증가)	-55	-65	-116	-198	-203
투자자산 감소(증가)	5	9	0	0	0
재무현금흐름	524	-875	-338	-160	-160
차입금의 증가(감소)	518	-689	-178	0	0
자본의 증가(감소)	0	-186	-154	-160	-160
배당금의 지급	0	-184	-155	-160	-160
총현금흐름	838	1,305	1,581	1,006	1,070
(-)운전자본증감(감소)	205	215	-290	35	94
(-)설비투자	214	172	218	483	496
(+)자산매각	-39	-61	-114	-198	-203
Free Cash Flow	380	857	1,540	290	277
(-)기타투자	613	-40	111	0	0
잉여현금	-233	896	1,430	290	277
NOPLAT	441	779	1,019	795	859
(+) Dep	190	223	244	242	259
(-)운전자본투자	205	215	-290	35	94
(-)Capex	214	172	218	483	496
OpFCF	212	614	1,336	518	528

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	2,646	3,083	4,066	4,257	4,495
현금성자산	975	706	1,530	1,659	1,776
매출채권	428	622	607	634	661
재고자산	1,153	1,651	1,830	1,865	1,959
비유동자산	5,935	6,166	6,644	7,084	7,525
투자자산	363	383	403	403	403
유형자산	954	974	1,109	1,421	1,734
무형자산	4,617	4,809	5,132	5,260	5,388
자산총계	8,581	9,248	10,710	11,340	12,019
유동부채	1,498	2,054	2,502	2,528	2,556
매입채무	1,079	1,526	1,939	1,965	1,992
유동성이자부채	104	168	167	167	167
비유동부채	2,761	2,170	2,123	2,123	2,123
비유동이자부채	1,879	1,344	1,294	1,294	1,294
부채총계	4,260	4,224	4,625	4,651	4,679
자본금	51	55	58	58	58
자본잉여금	2,673	2,858	1,990	1,990	1,990
이익잉여금	2,047	2,743	4,736	5,341	5,992
자본조정	-450	-631	-699	-699	-699
자기주식	0	-1	-4	-4	-4
자본총계	4,321	5,024	6,085	6,689	7,341

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,849	6,425	9,201	7,636	8,104
BPS	43,105	50,119	60,697	66,728	73,226
DPS	1,200	1,350	1,600	1,600	1,600
CFPS	8,361	13,016	15,774	10,040	10,675
ROA(%)	5.0	7.2	9.2	6.9	6.9
ROE(%)	9.2	13.8	16.6	12.0	11.6
ROIC(%)	9.2	14.0	17.2	12.7	12.7
Multiples(x, %)					
PER	10.6	5.4	4.7	6.5	6.1
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
PSR	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
PCR	4.9	2.7	2.8	4.9	4.6
EV/EBITDA	6.5	3.3	2.6	3.5	3.1
배당수익률	2.9	3.9	3.7	3.2	3.2
안정성(%)					
부채비율	98.6	84.1	76.0	69.5	63.7
Net debt/Equity	23.3	16.0	-1.1	-3.0	-4.3
Net debt/EBITDA	128.3	62.3	-4.2	-14.7	-21.3
유동비율	176.6	150.1	162.5	168.4	175.9
이자보상배율(배)	10.7	12.8	13.6	13.9	16.7
자산구조(%)					
투하자본	79.8	84.2	75.7	75.9	76.3
현금+투자자산	20.2	15.8	24.3	24.1	23.7
자본구조(%)					
차입금	31.4	23.1	19.4	17.9	16.6
자기자본	68.6	76.9	80.6	82.1	83.4

[Compliance Notice]

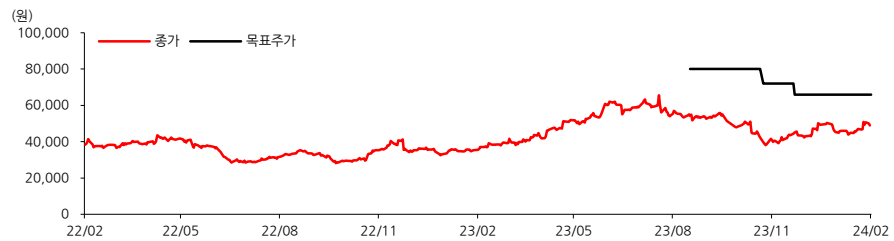
(공표일: 2024년 2월 8일)

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					
투자의견	Buy					
목표주가	66,000					

[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		

[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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.6%	100.0%