



## BUY(Maintain)

목표주가: 61,000원(하향)

주가(2/7): 49,550원

시가총액: 49,673억원



기계/방산/항공우주

Analyst 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/7)	2,609.58pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	65,600 원	35,450원
등락률	-24.5%	39.8%
수익률	절대	상대
1M	9.3%	7.9%
6M	-10.6%	-11.5%
1Y	39.8%	31.3%

## Company Data

발행주식수	100,249 천주	
일평균 거래량(3M)	281천주	
외국인 지분율	40.5%	
배당수익률(23E)	2.8%	
BPS(23E)	57,480원	
주요 주주	두산에너지빌리티 외 2인	46.1%

## 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	5,816.2	8,621.9	9,758.9	9,596.7
영업이익	595.3	1,071.6	1,390.0	1,049.3
EBITDA	785.0	1,294.3	1,621.0	1,297.9
세전이익	521.0	886.3	1,257.3	979.7
순이익	385.9	644.1	921.5	695.6
지배주주지분순이익	385.9	644.1	921.5	695.6
EPS(원)	3,849	6,425	9,192	6,939
증감률(% YoY)	55.9	66.9	43.1	-24.5
PER(배)	10.6	5.4	5.5	7.1
PBR(배)	0.95	0.69	0.88	0.79
EV/EBITDA(배)	6.5	3.3	3.2	3.4
영업이익률(%)	10.2	12.4	14.2	10.9
ROE(%)	9.2	13.8	17.1	11.6
순차입금비용(%)	23.3	16.0	1.9	-9.5

자료: 키움증권 리서치센터

## Price Trend



## 두산밥캣 (241560)

## 높아진 기저가 부담이 될 24년



4분기 영업이익은 2,561억원으로 시장 기대치에 부합하였다. 올해는 북미 지역을 제외한 대부분의 지역에서 수요가 부진할 것으로 예상되고 프로모션 비용 정상화 기조로 매출과 이익 모두 역성장이 나타날 것으로 전망한다. 다만, 하반기에 금리 인하로 미국 주택 시장이 활성화될 시 북미 시장은 성장할 가능성이 충분한 상황이다. 현재 주가는 24F PER 7.1배 수준으로 글로벌 경쟁사 대비 저평가 구간으로 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익 2,561억원, 시장 기대치 부합

4분기 매출액 2조 3,156억원(yoy -2.9%), 영업이익 2,561억원(yoy +2.1%, OPM 11.1%)으로 시장 기대치에 부합하는 실적을 달성하였다. GME는 수요가 감소하고 있지만 컴팩트 제품을 중심으로 여전히 북미 지역 수요는 견조한 상황으로 양호한 매출을 달성한 것으로 파악된다. 다만, 유럽과 신흥국의 부진이 지속되면서 북미 이외의 지역에서는 전년 동기 대비 매출이 감소하였다. 수익성 측면에서는 프로모션 비용 정상화에 따른 마케팅 비용이 증가하였지만 가격 인상 효과 등이 반영되면서 전년 동기 대비 소폭 성장하였다.

## &gt;&gt;&gt; 올해는 잠시 쉬어가는 구간

올해도 북미 지역은 주력 제품인 컴팩트에 대한 견조한 수요가 지속될 것으로 전망한다. 동사의 북미 오더 백로그는 산업차량 5개월, 컴팩트 7개월 정도를 보유 중으로 상반기까지 안정적인 실적 달성의 기반이 될 것이다. 유럽 지역은 주요 국가의 경기 침체가 지속되면서 부진할 것으로 예상된다. 신흥국은 지역별로 차별화를 보일 것으로 판단한다. 기존에 부진했던 중국의 반등과 인도, 남미 시장은 상대적으로 양호하지만 동남아와 오세아니아 지역은 둔화세가 나타날 것으로 예상한다. 수익성 역시 프로모션 비용 정상화 기조와 멕시코 공장 투자, 인력 충원 등 고정비 증가에 따라 2023년 대비 둔화될 것으로 추정되기 때문에 올해는 감익이 불가피한 상황으로 판단한다. 다만, 2025년부터 글로벌 건설기계 수요가 반등하며 성장 전환할 것으로 기대한다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 61,000원으로 하향

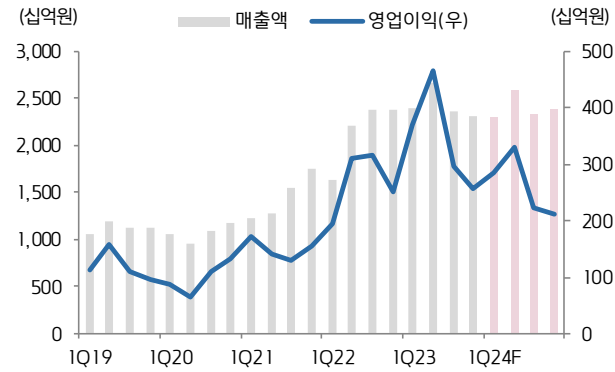
2024년 매출액 9조 5,967억원(yoy -1.7%), 영업이익 1조 493억원(yoy -24.5%, OPM 10.9%)을 전망한다. 동사는 올해 실적 가이던스로 다소 보수적인 매출 9.3조(yoy -4.3%), 영업이익 1조(yoy -28.1%, OPM 10.7%)를 제시하였다. 전반적으로 북미를 제외한 대부분 지역이 부진해 매출 볼륨 확보를 위해 프로모션 비용 증가가 예상된다. 다만, 하반기에 미국에서 금리 인하가 시작되면 주택 시장 활성화에 따른 북미 수요 증가로 동사의 가이던스를 상회할 가능성이 충분하다고 판단한다. 현재 주가는 24F PER 7.1배로 글로벌 경쟁사 대비 저평가 구간이다. 투자의견 BUY를 유지하고 실적 추정치를 하향 조정하여 목표주가는 61,000원으로 하향한다.

## 두산밥캣 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F
매출액	1,640.8	2,218.4	2,378.9	2,383.9	2,405.1	2,672.1	2,366.0	2,315.6	8,621.9	9,758.9	9,596.7
(YoY)	34.0%	72.8%	53.8%	35.3%	46.6%	20.5%	-0.5%	-2.9%	48.2%	13.2%	-1.7%
NA	1,092.4	1,660.7	1,779.4	1,704.3	1,793.6	2,004.9	1,755.3	1,706.2	6,236.8	7,259.9	7,264.0
EMEA	329.9	348.2	350.5	429.7	391.0	418.3	388.3	381.5	1,458.4	1,579.2	1,505.0
LALO	218.5	209.4	249.0	249.9	220.5	249.0	222.4	227.8	926.8	919.7	827.7
영업이익	194.4	309.5	316.9	250.8	369.7	466.5	297.6	256.1	1,071.6	1,390.0	1,049.3
(YoY)	13.5%	121.0%	144.4%	62.5%	90.2%	50.7%	-6.1%	2.1%	80.0%	29.7%	-24.5%
OPM	11.8%	14.0%	13.3%	10.5%	15.4%	17.5%	12.6%	11.1%	12.4%	14.2%	10.9%
순이익	100.5	140.6	118.9	284.1	207.5	308.0	189.1	216.9	644.1	921.5	695.6
(YoY)	-13.0%	51.5%	118.6%	130.5%	106.5%	119.0%	59.0%	-23.6%	66.9%	43.1%	-24.5%
NPM	6.1%	6.3%	5.0%	11.9%	8.6%	11.5%	8.0%	9.4%	7.5%	9.4%	7.2%

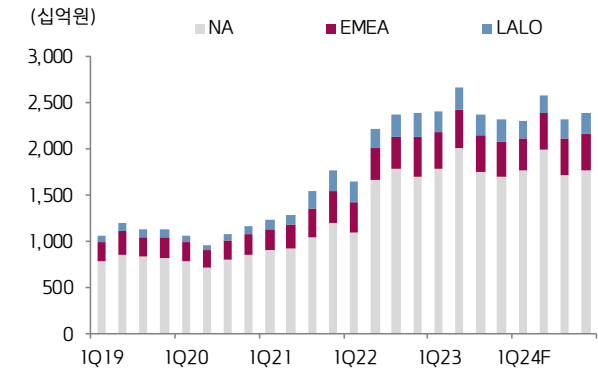
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

### 두산밥캣 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



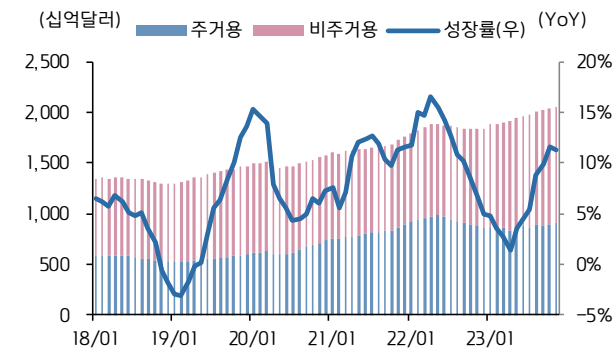
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

### 두산밥캣 부문별 매출 추이 및 전망



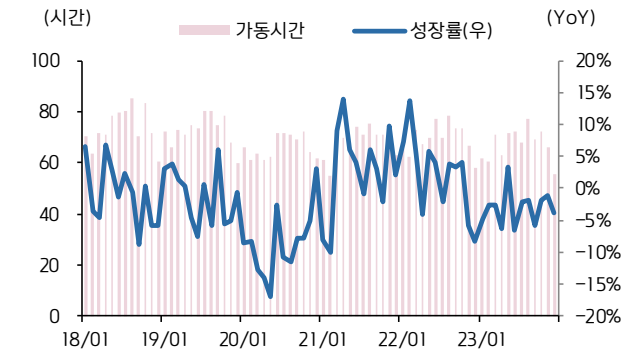
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

### 미국 건설 지출 추이



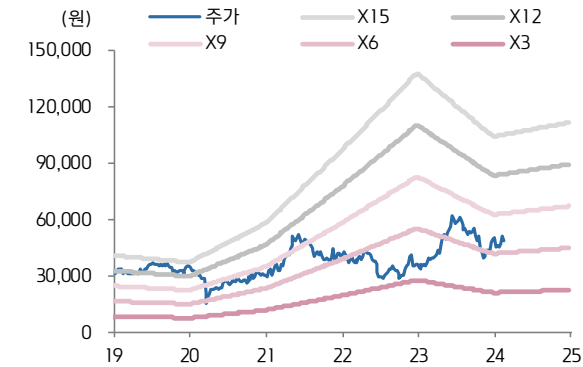
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



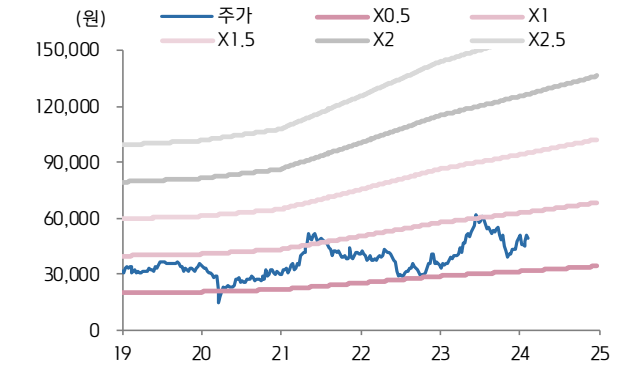
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

### 두산밥캣 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 두산밥캣 12M Forward P/B 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	5,816.2	8,621.9	9,758.9	9,596.7	10,097.8
매출원가	4,582.6	6,673.4	7,403.0	7,503.0	7,851.7
매출총이익	1,233.6	1,948.5	2,355.9	2,093.7	2,246.1
판매비	638.3	876.9	965.9	1,044.3	1,129.4
<b>영업이익</b>	595.3	1,071.6	1,390.0	1,049.3	1,116.7
<b>EBITDA</b>	785.0	1,294.3	1,621.0	1,297.9	1,385.3
영업외손익	-74.3	-185.3	-132.6	-69.6	-66.0
이자수익	2.5	3.3	6.1	9.3	13.0
이자비용	55.6	83.9	78.0	78.0	78.0
외환관련이익	54.6	116.7	77.4	77.4	77.4
외환관련손실	95.2	172.3	67.6	67.6	67.6
종속 및 관계기업손익	11.1	1.8	1.8	1.8	1.8
기타	8.3	-50.9	-72.3	-12.5	-12.6
<b>법인세차감전이익</b>	521.0	886.3	1,257.3	979.7	1,050.7
법인세비용	135.1	242.2	335.9	284.1	304.7
계속사업순이익	385.9	644.1	921.5	695.6	746.0
<b>당기순이익</b>	385.9	644.1	921.5	695.6	746.0
<b>지배주주순이익</b>	385.9	644.1	921.5	695.6	746.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	35.8	48.2	13.2	-1.7	5.2
영업이익 증감율	51.1	80.0	29.7	-24.5	6.4
EBITDA 증감율	49.8	64.9	25.2	-19.9	6.7
지배주주순이익 증감율	55.9	66.9	43.1	-24.5	7.2
EPS 증감율	55.9	66.9	43.1	-24.5	7.2
매출총이익율(%)	21.2	22.6	24.1	21.8	22.2
영업이익률(%)	10.2	12.4	14.2	10.9	11.1
EBITDA Margin(%)	13.5	15.0	16.6	13.5	13.7
지배주주순이익률(%)	6.6	7.5	9.4	7.2	7.4

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	460.0	704.0	1,368.1	1,412.3	1,499.4
당기순이익	399.7	631.8	921.5	695.6	746.0
비현금항목의 가감	438.5	673.1	851.5	814.0	851.1
유형자산감가상각비	135.3	164.0	169.4	186.1	205.1
무형자산감가상각비	54.3	58.7	61.7	62.4	63.5
지분법평가손익	-12.7	-1.7	-1.8	-1.8	-1.8
기타	261.6	452.1	622.2	567.3	584.3
영업활동자산부채증감	-204.1	-277.0	2.9	255.4	272.0
매출채권및기타채권의감소	-26.2	-179.6	-82.0	11.7	-36.1
재고자산의감소	-248.2	-419.7	-217.7	31.1	-96.0
매입채무및기타채무의증가	118.7	385.4	323.4	231.0	425.2
기타	-48.4	-63.1	-20.8	-18.4	-21.1
기타현금흐름	-174.1	-323.9	-407.8	-352.7	-369.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-862.1	-122.6	-221.8	-260.0	-267.4
유형자산의 취득	-213.7	-172.5	-239.7	-265.8	-270.5
유형자산의 처분	15.4	4.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-54.9	-65.1	-79.9	-88.6	-90.2
투자자산의감소(증가)	-8.0	43.5	41.5	41.5	41.5
단기금융자산의감소(증가)	17.8	16.2	5.0	1.5	0.5
기타	-618.7	51.3	51.3	51.4	51.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	524.2	-875.0	-302.9	-201.5	-201.5
차입금의 증가(감소)	553.9	-627.9	-106.4	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-1.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-184.5	-135.3	-140.2	-140.2
기타	-29.7	-61.2	-61.2	-61.3	-61.3
기타현금흐름	-22.7	-24.8	-247.8	-247.8	-247.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	99.5	-318.4	595.6	703.0	782.7
기초현금 및 현금성자산	852.3	1,017.4	699.0	1,294.6	1,997.6
기말현금 및 현금성자산	951.8	699.0	1,294.6	1,997.6	2,780.3

자료 : 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	2,645.9	3,082.5	3,988.7	4,665.8	5,601.3
현금 및 현금성자산	951.8	699.0	1,294.5	1,997.6	2,780.3
단기금융자산	23.4	7.2	2.2	0.7	0.2
매출채권 및 기타채권	427.5	621.6	703.5	691.8	728.0
재고자산	1,153.3	1,651.0	1,868.8	1,837.7	1,933.7
기타유동자산	89.9	103.7	119.7	138.0	159.1
<b>비유동자산</b>	5,935.0	6,165.9	6,214.6	6,280.6	6,332.9
투자자산	55.3	13.5	-26.3	-66.1	-105.9
유형자산	954.4	973.7	1,044.0	1,123.6	1,189.0
무형자산	4,617.3	4,808.8	4,827.0	4,853.1	4,879.8
기타비유동자산	308.0	369.9	369.9	370.0	370.0
<b>자산총계</b>	8,580.9	9,248.4	10,203.3	10,946.4	11,934.2
<b>유동부채</b>	1,498.2	2,053.5	2,376.9	2,607.9	3,033.1
매입채무 및 기타채무	1,078.8	1,526.0	1,849.4	2,080.4	2,505.6
단기금융부채	103.6	167.9	167.9	167.9	167.9
기타유동부채	315.8	359.6	359.6	359.6	359.6
<b>비유동부채</b>	2,761.4	2,170.5	2,064.1	2,064.1	2,064.1
장기금융부채	1,878.1	1,342.8	1,236.4	1,236.4	1,236.4
기타비유동부채	883.3	827.7	827.7	827.7	827.7
<b>부채총계</b>	4,259.6	4,224.0	4,441.0	4,672.0	5,097.2
<b>자본지분</b>	4,321.3	5,024.4	5,762.4	6,274.5	6,837.0
자본금	51.1	54.6	54.6	54.6	54.6
자본잉여금	2,673.2	2,857.6	2,857.6	2,857.6	2,857.6
기타자본	-211.5	-227.1	-227.1	-227.1	-227.1
기타포괄손익누계액	-238.2	-403.8	-447.1	-490.4	-533.6
이익잉여금	2,046.7	2,743.0	3,524.3	4,079.7	4,685.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	4,321.3	5,024.4	5,762.4	6,274.5	6,837.0

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,849	6,425	9,192	6,939	7,441
BPS	43,105	50,119	57,480	62,589	68,200
CFPS	8,223	13,138	17,686	15,059	15,931
DPS	1,200	1,350	1,400	1,400	1,400
<b>주가배수(배)</b>					
PER	10.6	5.4	5.5	7.1	6.7
PER(최고)	15.4	6.9	7.3		
PER(최저)	7.6	4.3	3.5		
PBR	0.95	0.69	0.88	0.79	0.73
PBR(최고)	1.38	0.88	1.17		
PBR(최저)	0.68	0.55	0.56		
PSR	0.70	0.40	0.52	0.52	0.49
PCFR	5.0	2.6	2.8	3.3	3.1
EV/EBITDA	6.5	3.3	3.2	3.4	2.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	31.2	21.0	15.2	20.2	18.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.9	3.9	2.8	2.8	2.8
ROA	5.0	7.2	9.5	6.6	6.5
ROE	9.2	13.8	17.1	11.6	11.4
ROIC	8.9	13.2	15.6	11.5	12.6
매출채권회전율	15.4	16.4	14.7	13.8	14.2
재고자산회전율	6.4	6.1	5.5	5.2	5.4
부채비율	98.6	84.1	77.1	74.5	74.6
순차입금비율	23.3	16.0	1.9	-9.5	-20.1
이자보상배율	10.7	12.8	17.8	13.5	14.3
<b>총차입금</b>	1,981.8	1,510.8	1,404.4	1,404.4	1,404.4
순차입금	1,006.6	804.5	107.6	-594.0	-1,376.2
NOPLAT	785.0	1,294.3	1,621.0	1,297.9	1,385.3
FCF	220.9	534.7	933.0	894.6	972.8

## Compliance Notice

- 당사는 2월 7일 현재 '두산밥캣(241560)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

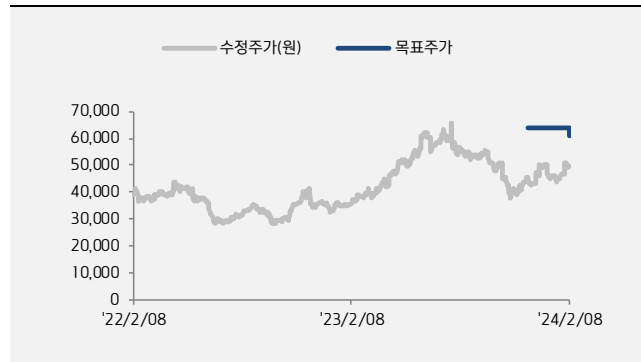
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
두산밥캣	2023-11-30	BUY(Initiate)	64,000원	6개월	-27.07	-20.47
(241560)	2024-02-08	BUY(Maintain)	61,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

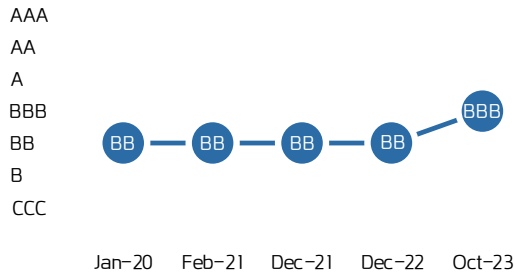
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

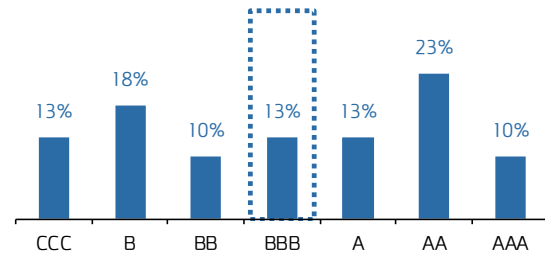
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 조선/기계 기업 39개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
환경	4.6	4.8		
친환경 기술 관련 기회	3.2	4.1	24.0%	▼0.1
유독 물질 배출과 폐기물	3.2	4.2	12.0%	▲0.2
사회	3.1	4	12.0%	▼0.5
노무 관리	6.5	5.4	35.0%	▼0.1
보건과 안전	7.6	4.6	18.0%	▼0.4
지배구조	5.4	6.3	17.0%	▲0.3
기업 지배구조	3.7	5	41.0%	▲0.3
기업 활동	4.4	5.9		▼0.6
환경	5.2	5.4		▲1.9

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 6개사 (조선/기계)	친환경 기술 관련 기회	유해 물질 배출과 폐기물	보건과 안전	노무 관리	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Doosan Bobcat Inc.	●	● ●	●	● ● ● ●	●	● ●	BBB	▲
HYUNDAI MIPO DOCKYARD CO.,LTD	●	● ● ● ●	●	● ● ●	●	● ● ●	BB	◀▶
SAMSUNG HEAVY INDUSTRIES CO.,LTD	● ● ●	● ● ●	●	● ●	● ●	●	B	▲
HD HYUNDAI HEAVY INDUSTRIES CO.,LTD.	●	● ● ● ● ●	●	● ●	●	● ●	B	◀▶
HD KOREA SHIPBUILDING & OFFSHORE ENGINEERING CO., LTD.	● ● ●	● ● ● ● ●	●	●	● ●	● ●	B	◀▶
Hanwha Ocean Co., Ltd.	● ● ●	● ●	●	● ●	● ●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치