

두산밥캣 (241560)

굿바이 바브캣, 하이 로보캣

2024년 7월 15일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	64,000 원 (유지)
✓ 상승여력	17.2%	✓ 현재주가 (7월 12일)	54,600 원

신한생각 피할 수 없다면 즐길 수 밖에

두산로보틱스 교환비율에 따른 페어트레이딩 구간. 밥캣 입장의 장기 시너지는 불투명하며 주가 변동성 확대에도 교환가치 관점의 차이거래 구간

두산로보틱스의 자회사로 주식 교환, 상장폐지 예정

7/11 이사회를 통해 두산에너지빌리티 산하에서 두산로보틱스 100% 자회사로 주식 교환 및 공개매수, 상장폐지 관련 공시를 진행. 1)두산그룹의 밥캣 지배력 강화(실질 지분율 14%에서 42%로 증가), 2)두산로보틱스와의 시너지 기대 등의 효과. 두산로보틱스는 특별배당 가능성과 밥캣을 활용한 성장 기대로 주가 급등. 밥캣 입장의 시너지보다 두산로보틱스와의 교환가치가 현재로서는 주가의 핵심

Valuation & Risk

목표주가 6.4만원 유지(해외 Peer PER 20% 할인 적용) 현재 두산로보틱스 종가의 교환 비율 가치는 6.5만원 수준. 로보틱스 주가 유지가 관건

두산밥캣의 주식매수청구권은 50,459원, 행사기간은 9/25~10/15이나 이사회 결의일인 7/11 이전 주식 보유자에 한함. 주매청 한도는 1.5조원이나 초과청구 가능성 낮음. 두산로보틱스의 주매청 가격은 80,472원, 한도 5천 억원이나 급등한 주가(7/12 종가, 105,700원)를 감안하면 저조한 반대 예상. 두산에너지빌리티의 주매청 가격은 20,890원(최근 종가, 20,900원)이며 주매청 한도는 6천억원이나 체코 원전 수주 시 주가 상승 예상

밥캣 고유의 성장을 기대한 투자자는 다소 아쉬운 결정. 주매청 이외 주주 소송 등의 가능성이 있으나 두산로보틱스 주가 상승 시 교환가치를 감안하면 문제제기가 쉽지 않을 것. 결국 로보틱스 주가와와의 페어 트레이드

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	8,621.9	1,071.6	644.1	5.4	13.8	0.7	3.3	3.9
2023	9,758.9	1,389.9	921.5	5.5	16.8	0.8	3.1	3.2
2024F	9,591.7	1,156.0	831.2	6.6	13.2	0.8	3.5	2.9
2025F	8,964.8	1,003.9	746.5	7.3	10.8	0.8	3.5	2.9
2026F	9,275.9	1,092.0	845.8	6.5	11.3	0.7	2.8	2.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[건설장비]

이동현 연구위원

✉ Idh@shinhan.com

Revision

실적추정치	유지
Valuation	하향

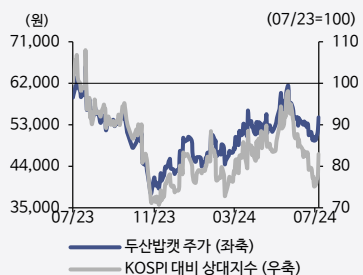
시가총액	5,473.6십억원
발행주식수(유동비율)	70.4 백만주(53.8%)
52주 최고가/최저가	65,600 원/38,050 원
일평균 거래액 (60일)	17,163백만원
외국인 지분율	40.5%

주요주주 (%)

두산에너지빌리티 외 2인	46.1
국민연금공단	7.2

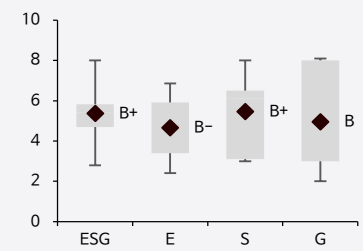
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.4	2.1	(13.7)	10.3
상대	(4.2)	(4.2)	(22.3)	3.1

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



사업구조 재편 간담회 주요 내용 정리 및 Q&A

주요 내용

사업구조 개편 관련하여, 두산 그룹은 3개의 사업 부문으로 나누어서 그룹 재편. 클린 에너지, 스마트 머신, 어드벤스드 머티리얼 총 세 가지 부문. 이 중 두산로보틱스와 두산밥캣은 스마트 머신 관련 사업으로 서로 간의 시너지가 많을 것. 먼저, 선진시장 고객 접점 및 Presence 확대 전망. 향후 가장 큰 시장은 북미와 서유럽 시장이 될 것이며 기초가 담여 있는 두산밥캣과 사업적 결합을 통한 시너지 창출. 미국과 유럽 시장에서 고객들에 대한 접점과 현지 제조 시설, 서비스 시설, 더 나아가 훌륭한 테스트베드 확보 가능. 고객들이 원하는 솔루션을 테스트하고 빠르게 시장에 진출할 수 있을 것. 두산밥캣의 네트워크 및 채널 관리 역량과 파이낸싱 프로그램 활용 가능. 두산밥캣의 파이낸싱을 활용한 RaaS(Robot as a Service) 모델 구현. 그 외에도 두산밥캣을 Test Bed로 활용, 턴키 프로젝트 수행 및 레퍼런스 축적, 건설/물류/농업 등 전문 서비스 시장 선점의 시너지 창출 가능

Q&a

Q. 두산밥캣과 두산로보틱스는 기존에도 같은 그룹 내에 있었는데, 기존에는 없던 시너지가 재편 후에 시너지가 발생하는지?

이전 두산에너지빌리티와는 실질적인 협업이 없었으나, 재편 이후 두산로보틱스와 결합이 되어 같이 오픈을 하는 구조로, 훨씬 더 빠르게 시장에 대응하고 움직일 수 있을 것

Q. 주식매수청구권 관련, 반대가 많이 나와서 주매청 금액이 넘어가면 폐지 가능성?

밥캣 기준으로 1.5조로 설정, 1.5조 정도면 충분한 규모라고 판단. 매수청구 가격 기준으로 보면 발행물량의 약 29% 정도. 그걸 넘어가게 되면 그때 다시 의사결정을 해야할 것. 주매청 한도를 늘릴지, 아니면 여기서 스톱할지 판단할 것

Q. 로봇이 건설기계의 딜러망, 판매 네트워크에서 호환이 될 수 있는지? 밥캣 공장이 전세계적으로 있는데, 로보틱스 캡티브 물량 구체적인 판매 대수 혹은 숫자들이 있는지?

밥캣의 채널에서 로봇을 팔겠다는 뜻은 아님. 서로 성격이 다르지만 겹치는 부분이 있고, 점차 시너지를 찾아갈 것. 아직 구체적인 숫자는 없음. 파이낸싱이 상당히 중요

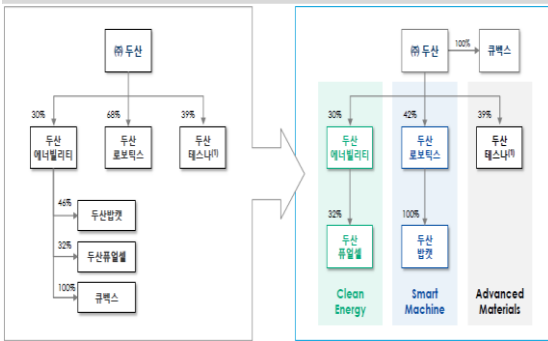
Q. 두산로보틱스의 특별배당 예정? 밥캣의 배당에 대한 영향? 두산밥캣의 M&A, 멕시코 공장 투자 등 기존 사업전략 변화?

두산밥캣 사업 전략은 변동없음. 배당 관련, 기존 밥캣 주주들이 받았던 수준의 배당을 하고자 고려 중. 정확한 금액은 추후 결정. 로보틱스는 다음 9월 주총 때 배당을 할 수 있게끔 준비할 것

Q. 두산로보틱스 이익률 상황? 차후 다른 시장 IPO 계획은?

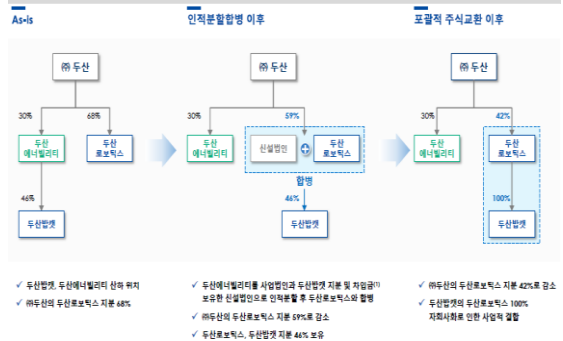
현재 다른 시장 IPO 계획은 없음. 로보틱스 매출은 현재 온트랙(On track)하고 있음. 올해 매출은 예상한 것 대비 90% 정도

두산그룹 사업 구조 개편



자료: 회사 자료, 신한투자증권

인적분할합병 및 포괄적 주식교환 구조도



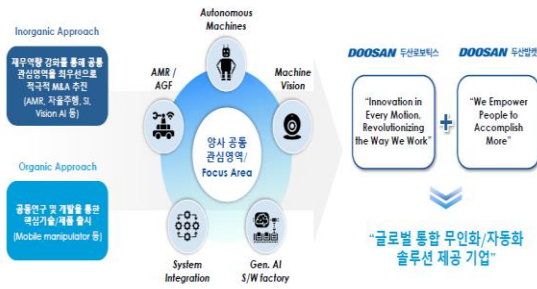
자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업 구조 개편 주요 일정



자료: 회사 자료, 신한투자증권

두산밥캣-두산로보틱스 시너지 (1)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

두산밥캣-두산로보틱스 시너지 (2)

Synergy를 통한 가치 창출:
글로벌 통합 무인화/자동화 솔루션 제공 기업으로의 성장



자료: 회사 자료, 신한투자증권

두산밥캣 Valuation - 목표주가 6.4만원 유지

	Valuation	비고
목표주가 (원)	64,000	유지
Target Multiple (%)	7.76	- 글로벌 피어(CNHI, 다케우치, 구보타) 2024년 평균 PER 9.7배를 20% 할인 적용: 미국 시장 피크아웃 우려, 견조한 실적 추이를 반영
현재주가 (원)	54,600	
상승여력 (%)	17.2	
EPS (원)	8,292	- '24년 추정 EPS, 기존과 동일

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

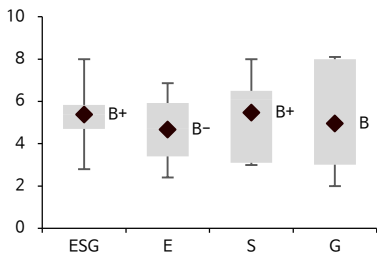
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ EHS(Environment, Health & Safety) 관리체계를 구축해 시행 중. 지속적인 대기 배출, 용수 관리를 통해 이산화탄소 발생량을 17년 1.78톤에서 19년 1.58톤으로 감축. 동기간 용수 소비 집약도는 835갤런에서 655갤런으로 감소
- ◆ 국제인권 선언을 준수하며 사업장에서 인권 보호 실천. 고충 채널을 통해 인권 문제 사전 관리
- ◆ 분할로 인해 최대주주가 두산인프라코어에서 두산에너빌리티로 변경. 코로나19 영향 2020년 제외, 꾸준히 배당 확대

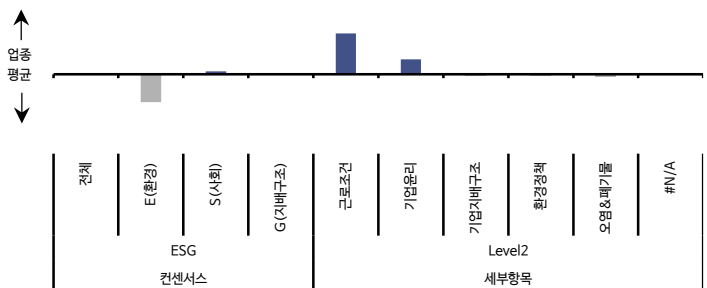
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 세부 항목별 업종 대비 점수차(컨센서스 기준)



자료: 신한투자증권

Key Chart

굴착기를 활용한 나무 심기



자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

미국법인 지역 내 학교 시설 보수



자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

성남 탄천 환경보호 활동



자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

친환경 수소지게차 개발



자료: 회사 자료, 언론보도, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	9,248.4	10,371.8	10,854.8	11,482.0	12,137.1
유동자산	3,082.5	3,885.6	4,310.6	4,880.3	5,740.8
현금및현금성자산	699.0	1,400.0	1,952.5	2,462.6	3,216.8
매출채권	595.2	529.9	502.7	515.5	538.1
재고자산	1,651.0	1,814.1	1,721.1	1,764.6	1,842.1
비유동자산	6,165.9	6,486.2	6,544.2	6,601.7	6,396.4
유형자산	1,111.3	1,259.0	1,280.1	1,299.4	1,112.8
무형자산	4,808.8	4,984.7	5,022.0	5,060.0	5,040.9
투자자산	13.5	18.9	18.5	18.7	19.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,224.0	4,416.9	4,229.1	4,270.0	4,399.9
유동부채	2,053.5	2,410.8	2,292.7	2,348.0	2,446.4
단기차입금	53.9	62.5	62.5	62.5	62.5
매출채무	1,116.2	1,154.5	1,095.3	1,122.9	1,172.3
유동성장기부채	78.3	45.6	45.6	45.6	45.6
비유동부채	2,170.5	2,006.1	1,936.4	1,922.0	1,953.5
사채	0.0	0.0	(12.0)	(24.0)	(24.0)
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,344.2	1,270.6	1,250.6	1,230.6	1,230.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,024.4	5,954.8	6,625.8	7,212.0	7,737.3
자본금	54.6	55.6	55.6	55.6	55.6
자본잉여금	2,857.6	1,907.7	1,907.7	1,907.7	1,907.7
기타자본	(227.1)	(232.4)	(232.4)	(232.4)	(232.4)
기타포괄이익누계액	(403.8)	(318.8)	(318.8)	(318.8)	(318.8)
이익잉여금	2,743.0	4,542.7	5,213.7	5,799.9	6,325.2
지배주주지분	5,024.4	5,954.8	6,625.8	7,212.0	7,737.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	1,512.1	1,422.7	1,388.5	1,357.5	1,359.4
*순차입금(순현금)	805.9	15.9	(570.5)	(1,111.7)	(1,864.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	704.0	1,279.9	1,034.3	990.6	993.3
당기순이익	644.1	921.5	831.2	746.5	845.8
유형자산상각비	164.0	179.6	210.9	212.7	186.5
무형자산상각비	58.7	65.6	18.6	19.1	19.1
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	3.0	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1.7)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(277.0)	96.5	(26.4)	12.4	(58.1)
(법인세납부)	(247.2)	(308.5)	(258.9)	(211.5)	(236.0)
기타	360.1	325.5	258.9	211.4	236.0
투자활동으로인한현금흐름	(122.6)	(248.7)	(287.3)	(289.3)	(0.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(172.5)	(170.4)	(232.0)	(232.0)	0.0
유형자산의감소	4.0	4.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증거)	(65.1)	(89.6)	(56.0)	(57.0)	0.0
투자자산의감소(증거)	41.5	1.3	0.4	(0.2)	(0.3)
기타	69.5	6.0	0.3	(0.1)	(0.3)
FCF	602.5	1,355.6	896.5	773.8	1,044.8
재무활동으로인한현금흐름	(875.0)	(347.0)	(194.5)	(191.2)	(238.5)
차입금의증가(감소)	(627.9)	(128.1)	(34.3)	(30.9)	1.9
자기주식의처분(취득)	1.4	2.5	0.0	0.0	0.0
배당금	(184.5)	(155.0)	(160.2)	(160.2)	(240.4)
기타	(64.0)	(66.4)	0.0	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(24.8)	4.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(318.4)	688.8	552.6	510.0	754.2
기초현금	1,017.4	711.2	1,400.0	1,952.6	2,462.7
기말현금	699.0	1,400.0	1,952.6	2,462.7	3,216.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,621.9	9,758.9	9,591.7	8,964.8	9,275.9
증감률 (%)	48.2	13.2	(1.7)	(6.5)	3.5
매출원가	6,673.4	7,382.4	7,475.7	7,051.0	7,244.4
매출총이익	1,948.5	2,376.5	2,116.0	1,913.8	2,031.5
매출총이익률 (%)	22.6	24.4	22.1	21.3	21.9
판매관리비	876.9	986.6	960.0	909.9	939.5
영업이익	1,071.6	1,389.9	1,156.0	1,003.9	1,092.0
증감률 (%)	80.0	29.7	(16.8)	(13.2)	8.8
영업이익률 (%)	12.4	14.2	12.1	11.2	11.8
영업외손익	(185.3)	(132.6)	(65.9)	(45.9)	(10.2)
금융손익	(164.1)	(91.7)	(18.7)	10.5	41.9
기타영업외손익	(23.0)	(41.5)	(47.2)	(56.4)	(52.1)
중속 및 관계기업관련손익	1.8	0.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	886.3	1,257.3	1,090.1	958.0	1,081.8
법인세비용	242.2	335.8	258.9	211.5	236.0
계속사업이익	644.1	921.5	831.2	746.5	845.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	644.1	921.5	831.2	746.5	845.8
증감률 (%)	66.9	43.1	(9.8)	(10.2)	13.3
순이익률 (%)	7.5	9.4	8.7	8.3	9.1
(지배주주)당기순이익	644.1	921.5	831.2	746.5	845.8
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	600.8	1,011.6	831.2	746.5	845.8
(지배주주)총포괄이익	600.8	1,011.6	831.2	746.5	845.8
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	1,294.3	1,635.1	1,385.5	1,235.6	1,297.6
증감률 (%)	64.9	26.3	(15.3)	(10.8)	5.0
EBITDA 이익률 (%)	15.0	16.8	14.4	13.8	14.0

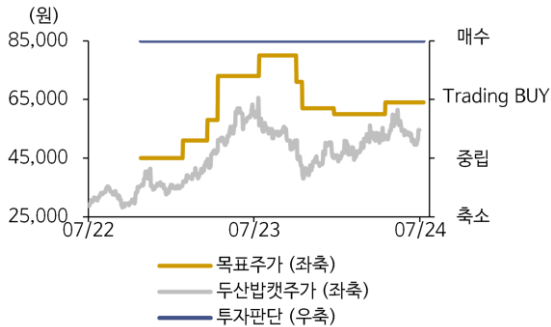
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	6,425	9,192	8,292	7,446	8,437
EPS (지배순이익, 원)	6,425	9,192	8,292	7,446	8,437
BPS (자본총계, 원)	50,119	59,400	66,093	71,941	77,181
BPS (지배지분, 원)	50,119	59,400	66,093	71,941	77,181
DPS (원)	1,350	1,600	1,600	1,600	1,600
PER (당기순이익, 배)	5.4	5.5	6.6	7.3	6.5
PER (지배순이익, 배)	5.4	5.5	6.6	7.3	6.5
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	3.3	3.1	3.5	3.5	2.8
배당성향 (%)	21.0	17.4	19.3	21.5	N/A
배당수익률 (%)	3.9	3.2	2.9	2.9	2.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.0	16.8	14.4	13.8	14.0
영업이익률 (%)	12.4	14.2	12.1	11.2	11.8
순이익률 (%)	7.5	9.4	8.7	8.3	9.1
ROA (%)	7.2	9.4	7.8	6.7	7.2
ROE (지배순이익, %)	13.8	16.8	13.2	10.8	11.3
ROIC (%)	13.2	15.4	13.1	11.9	13.2
안정성					
부채비율 (%)	84.1	74.2	63.8	59.2	56.9
순차입금비율 (%)	16.0	0.3	(8.6)	(15.4)	(24.1)
현금비율 (%)	34.0	58.1	85.2	104.9	131.5
이자보상배율 (배)	12.8	12.4	10.9	9.7	10.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	17.6	20.6	28.8	27.3	27.3
재고자산회수기간 (일)	59.4	64.8	67.3	71.0	71.0
매출채권회수기간 (일)	20.8	21.0	19.6	20.7	20.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

두산밥캣(241560)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 18일		커버리지제외	-	-
2022년 11월 08일	매수	45,000	(20.3)	(8.1)
2023년 02월 09일	매수	51,000	(22.3)	(14.3)
2023년 04월 04일	매수	58,000	(21.3)	(17.8)
2023년 04월 27일	매수	73,000	(21.8)	(10.1)
2023년 07월 27일	매수	80,000	(33.1)	(26.9)
2023년 10월 17일	매수	71,000	(36.4)	(28.2)
2023년 10월 30일	매수	62,000	(29.3)	(18.7)
2024년 01월 08일	매수	60,000	(17.7)	(6.5)
2024년 04월 30일	매수	64,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이동현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 12일 기준)

매수 (매수)	93.73%	Trading BUY (중립)	4.31%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------