



BUY(Maintain)

목표주가: 66,000원(하향)

주가(8/29): 42,050원

시가총액: 42,155억원



기계/방산/항공우주

Analyst **이한결**

gksruf9212@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/29)		2,662.28pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	61,500 원	34,250원
등락률	-31.6%	22.8%
수익률	절대	상대
1M	1.2%	5.1%
6M	-10.4%	-11.1%
1Y	-22.3%	-25.5%

Company Data

발행주식수	100,249	전주
일평균 거래량(3M)	636	천주
외국인 지분율	35.6%	
배당수익률(24E)	3.8%	
BPS(24E)	65,365원	
주요 주주	두산에너지빌리티 외 2인	46.1%

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	8,621.9	9,758.9	9,011.6	9,657.2
영업이익	1,071.6	1,389.9	1,022.2	1,133.6
EBITDA	1,294.3	1,635.1	1,289.7	1,416.1
세전이익	886.3	1,257.3	966.4	1,106.9
순이익	644.1	921.5	677.3	785.9
지배주주지분순이익	644.1	921.5	677.3	785.9
EPS(원)	6,425	9,192	6,430	7,852
증감률(% YoY)	66.9	43.1	-30.1	22.1
PER(배)	5.4	5.5	6.5	5.4
PBR(배)	0.69	0.85	0.64	0.58
EV/EBITDA(배)	3.3	3.1	2.8	1.8
영업이익률(%)	12.4	14.2	11.3	11.7
ROE(%)	13.8	16.8	10.8	11.4
순차입금비율(%)	16.0	0.2	-10.2	-23.8

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



두산밥캣 (241560)

두산밥캣-두산로보틱스 합병 철회 결정



동사는 8월 29일 두산밥캣과 두산로보틱스의 합병 철회 결정을 공시하였다. 수정된 두산 그룹의 지배구조 개편이 마무리된다면 최대주주가 두산에너지빌리티에서 두산로보틱스로 바뀌게 될 예정이다. 사업 측면에서 두산로보틱스와 시너지가 나타나기까지는 다소 시간이 필요할 것으로 판단한다. 미국의 9월 금리 인하 가능성이 높은 상황에서 하반기 완만한 회복세가 예상된다. 글로벌 매크로 환경 개선으로 25년 상반기부터 본격적인 수요 반등이 기대된다. 현재 주가는 12MF PER 5.3배 수준으로 글로벌 경쟁사 대비 저평가 구간으로 판단한다.

>>> 두산로보틱스의 두산밥캣 흡수합병 중단

동사는 8월 29일 장 마감 후 두산밥캣과 두산로보틱스의 포괄적 주식교환 방식의 합병 철회 결정을 공시하였다. 다만, 두산에너지빌리티의 인적분할 이후 두산밥캣 지분을 보유한 신설법인을 두산로보틱스가 합병하는 방식의 지배구조 개편은 그대로 진행될 것으로 안내하고 있다. 현재 두산 그룹이 추진하는 지배구조 개편이 성공적으로 마무리되기 위해서는 두산에너지빌리티의 인적분할에 대한 기존 주주들의 동의가 필요할 것으로 예상된다. 두산밥캣은 두산에너지빌리티의 핵심 자회사였기 때문에 두산에너지빌리티 주주들의 인적분할 반대 가능성도 열어둘 필요가 있다. 결과적으로 지배구조 개편이 이루어진다면 두산밥캣의 최대주주는 두산에너지빌리티에서 두산로보틱스로 바뀌게 되며 상장폐지 계획은 철회될 것으로 판단한다.

두산 그룹의 지배구조 개편으로 사업 측면에서 두산로보틱스와 두산밥캣의 시너지가 발휘되기까지 다소 시간이 필요할 것으로 판단한다. 두산밥캣의 신성장 동력 중 하나인 무인화 솔루션 개발 등에 두산로보틱스가 보유한 기술이 도움이 될 수 있지만 가시적인 성과를 확인하기 위해서는 중장기 관점의 접근이 필요하다. 중장기 건설장비의 핵심 기술이 될 무인화 및 자동화 기술력을 확보하기 위한 선제적인 투자 측면에서는 긍정적이라 판단한다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 66,000원으로 하향

2024년 매출액 9조 116억원(yoy -7.7%), 영업이익 1조 222억원(yoy -26.5%, OPM 11.3%)을 전망한다. 고금리 장기화 및 강달러 지속에 따른 불안정한 매크로 환경에 건설장비 수요 개선 속도가 더딘 상황으로 판단한다. 미국의 9월 금리 인하 가능성이 높은 상황이지만 수요 개선으로 이어지기까지 시차가 있을 것으로 판단한다. 하반기 완만한 속도의 회복세가 예상되며 25년 상반기부터 본격적인 수요 개선이 나타날 것으로 기대한다.

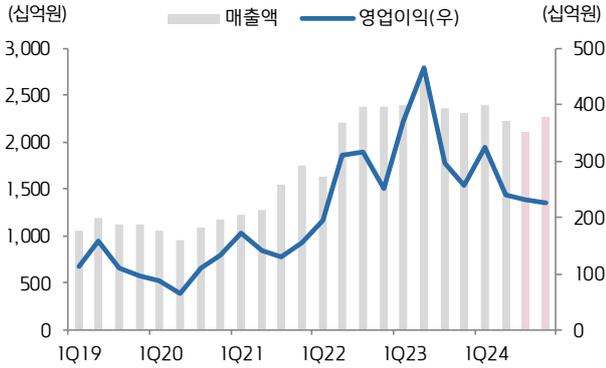
흡수합병 공시가 나온 7/11일 이후 기존 주주 가치를 훼손하는 지배구조 개편에 대한 실망감에 주가는 하락세를 이어갔다. 현재 주가는 12MF PER 5.3배 수준으로 글로벌 경쟁사 대비 저평가 구간으로 판단한다. 투자 의견 BUY를 유지하고 실적 추정치를 하향 조정하여 목표주가는 66,000원으로 하향한다.

두산밥캣 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	2,405.1	2,672.1	2,366.0	2,315.6	2,394.6	2,236.6	2,117.7	2,262.7	9,758.9	9,011.6	9,657.2
(YoY)	46.6%	20.5%	-0.5%	-2.9%	-0.4%	-16.3%	-10.5%	-2.3%	13.2%	-7.7%	7.2%
NA	1,793.6	2,004.9	1,755.3	1,706.0	1,827.4	1,631.4	1,624.4	1,828.1	7,260.0	6,911.3	7,290.5
EMEA	391.0	418.3	388.3	381.5	352.3	369.6	297.7	231.4	1,579.2	1,251.0	1,466.2
LALO	220.5	249.0	222.4	228.1	215.0	235.7	195.5	203.2	919.8	849.3	900.5
영업이익	369.7	466.5	297.6	256.1	326.0	239.5	230.9	225.8	1,389.9	1,022.2	1,133.6
(YoY)	90.2%	50.7%	-6.1%	2.1%	-11.8%	-48.7%	-22.4%	-11.8%	29.7%	-26.5%	10.9%
OPM	15.4%	17.5%	12.6%	11.1%	13.6%	10.7%	10.9%	10.0%	14.2%	11.3%	11.7%
순이익	207.5	308.0	189.1	216.9	216.8	157.9	151.7	150.9	921.5	677.3	785.9
(YoY)	106.5%	119.0%	59.0%	-23.6%	4.5%	-48.7%	-19.8%	-30.4%	43.1%	-26.5%	16.0%
NPM	8.6%	11.5%	8.0%	9.4%	9.1%	7.1%	7.2%	6.7%	9.4%	7.5%	8.1%

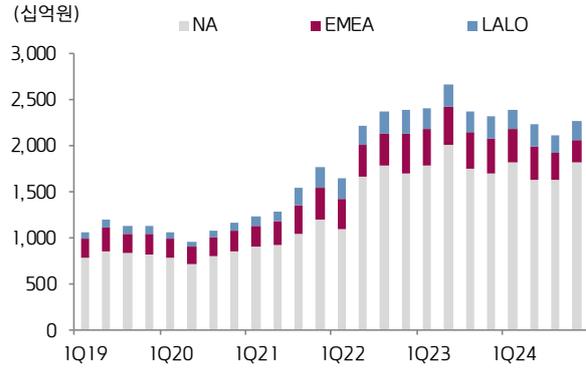
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



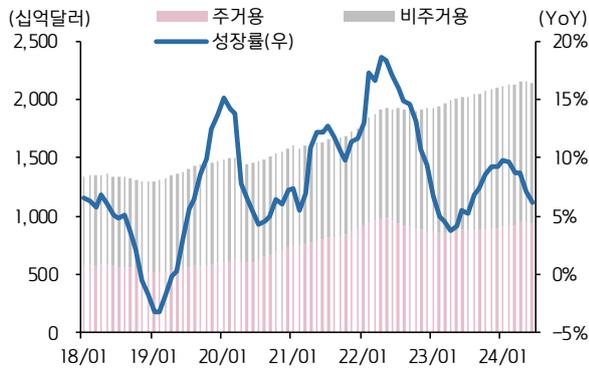
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

두산밥캣 부문별 매출 추이 및 전망



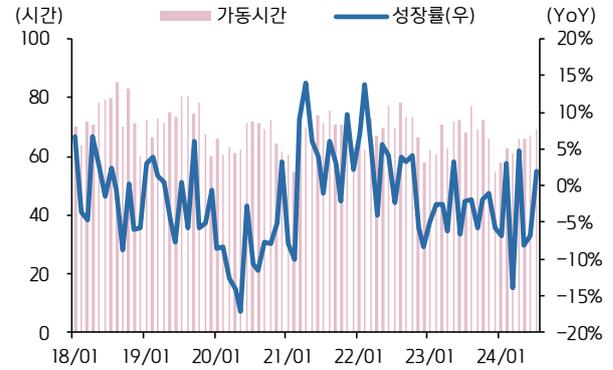
자료: 두산밥캣, 키움증권 리서치센터

미국 건설 지출 추이



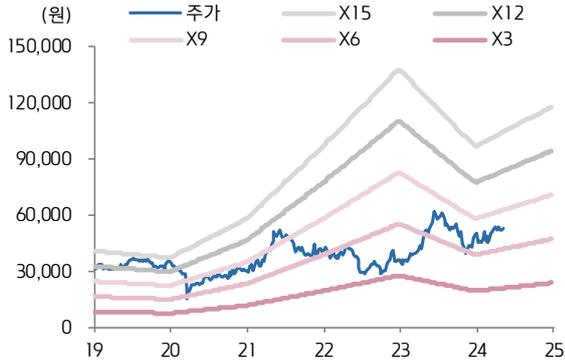
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

북미 굴삭기 월간 평균 가동시간



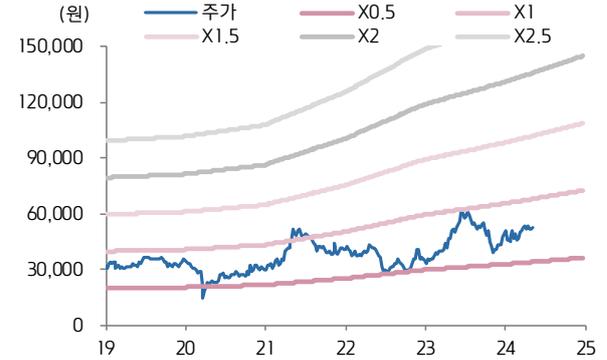
자료: Komatsu, 키움증권 리서치센터

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,621.9	9,758.9	9,011.6	9,657.2	10,163.2
매출원가	6,673.4	7,382.4	6,880.8	7,321.9	7,676.1
매출총이익	1,948.5	2,376.5	2,130.8	2,335.3	2,487.1
판매비	876.9	986.6	1,108.6	1,201.7	1,296.4
영업이익	1,071.6	1,389.9	1,022.2	1,133.6	1,190.7
EBITDA	1,294.3	1,635.1	1,289.7	1,416.1	1,486.2
영업외손익	-185.3	-132.6	-55.8	-26.7	11.6
이자수익	3.3	38.8	57.5	86.6	124.9
이자비용	83.9	112.4	112.4	112.4	112.4
외환관련이익	116.7	76.0	62.7	62.7	62.7
외환관련손실	172.3	88.4	49.2	49.2	49.2
종속 및 관계기업손익	1.8	0.5	0.5	0.5	0.5
기타	-50.9	-47.1	-14.9	-14.9	-14.9
법인세차감전이익	886.3	1,257.3	966.4	1,106.9	1,202.3
법인세비용	242.2	335.8	289.1	321.0	348.7
계속사업순이익	644.1	921.5	677.3	785.9	853.6
당기순이익	644.1	921.5	677.3	785.9	853.6
지배주주순이익	644.1	921.5	677.3	785.9	853.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	48.2	13.2	-7.7	7.2	5.2
영업이익 증감율	80.0	29.7	-26.5	10.9	5.0
EBITDA 증감율	64.9	26.3	-21.1	9.8	5.0
지배주주순이익 증감율	66.9	43.1	-26.5	16.0	8.6
EPS 증감율	66.9	43.1	-30.1	22.1	8.6
매출총이익율(%)	22.6	24.4	23.6	24.2	24.5
영업이익율(%)	12.4	14.2	11.3	11.7	11.7
EBITDA Margin(%)	15.0	16.8	14.3	14.7	14.6
지배주주순이익율(%)	7.5	9.4	7.5	8.1	8.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	704.0	1,279.9	1,198.8	1,564.5	1,959.7
당기순이익	631.8	910.2	677.3	785.9	853.6
비현금항목의 가감	673.1	650.2	684.7	702.6	705.0
유형자산감가상각비	164.0	179.6	199.0	213.2	225.3
무형자산감가상각비	58.7	65.6	68.4	69.3	70.2
지분법평가손익	-1.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	452.1	405.5	417.8	420.6	410.0
영업활동자산부채증감	-277.0	96.5	180.7	422.8	737.3
매출채권및기타채권의감소	-179.6	41.9	43.2	-37.3	-29.2
재고자산의감소	-419.7	-163.7	-107.0	-137.6	-107.9
매입채무및기타채무의증가	385.4	278.1	259.8	615.6	895.0
기타	-63.1	-59.8	-15.3	-17.9	-20.6
기타현금흐름	-323.9	-377.0	-343.9	-346.8	-336.2
투자활동 현금흐름	-122.6	-248.7	-342.4	-348.7	-411.5
유형자산의 취득	-172.5	-170.4	-265.8	-270.5	-333.2
유형자산의 처분	4.0	4.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-65.1	-89.6	-88.6	-90.2	-90.2
투자자산의감소(증가)	43.5	-4.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	16.2	0.6	0.5	0.5	0.5
기타	51.3	11.5	11.5	11.5	11.4
재무활동 현금흐름	-875.0	-347.0	-236.5	-221.2	-221.2
차입금의 증가(감소)	-627.9	-128.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-14.9	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.4	-2.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-184.5	-155.0	-160.2	-159.9	-159.9
기타	-61.2	-61.4	-61.4	-61.3	-61.3
기타현금흐름	-24.8	4.6	61.4	61.3	61.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-318.4	688.8	681.3	1,055.8	1,388.3
기초현금 및 현금성자산	1,017.4	711.2	1,400.0	2,081.3	3,137.2
기말현금 및 현금성자산	699.0	1,400.0	2,081.3	3,137.2	4,525.4

자료 : 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,082.5	3,885.6	4,645.7	5,893.8	7,439.3
현금 및 현금성자산	699.0	1,400.0	2,081.4	3,137.2	4,525.5
단기금융자산	7.2	6.6	6.1	5.6	5.1
매출채권 및 기타채권	621.6	563.8	520.7	558.0	587.2
재고자산	1,651.0	1,814.1	1,921.1	2,058.7	2,166.6
기타유동자산	103.7	101.1	116.4	134.3	154.9
비유동자산	6,165.9	6,486.2	6,573.6	6,652.4	6,780.8
투자자산	13.5	18.9	19.4	20.0	20.5
유형자산	1,111.3	1,259.0	1,325.7	1,383.0	1,491.0
무형자산	4,808.8	4,984.7	5,004.8	5,025.7	5,045.7
기타비유동자산	232.3	223.6	223.7	223.7	223.6
자산총계	9,248.4	10,371.8	11,219.3	12,546.1	14,220.1
유동부채	2,053.5	2,410.8	2,670.6	3,286.3	4,181.2
매입채무 및 기타채무	1,526.0	1,789.2	2,049.0	2,664.6	3,559.6
단기금융부채	167.9	149.8	149.8	149.8	149.8
기타유동부채	359.6	471.8	471.8	471.9	471.8
비유동부채	2,170.5	2,006.1	2,006.1	2,006.1	2,006.1
장기금융부채	1,342.8	1,270.0	1,270.0	1,270.0	1,270.0
기타비유동부채	827.7	736.1	736.1	736.1	736.1
부채총계	4,224.0	4,416.9	4,676.7	5,292.4	6,187.3
자본지분	5,024.4	5,954.8	6,542.5	7,253.8	8,032.7
자본금	54.6	55.6	55.5	55.5	55.5
자본잉여금	2,857.6	1,907.7	1,892.8	1,892.8	1,892.8
기타자본	-227.1	-232.4	-232.4	-232.4	-232.4
기타포괄손익누계액	-403.8	-318.8	-233.5	-148.3	-63.0
이익잉여금	2,743.0	4,542.7	5,060.1	5,686.1	6,379.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	5,024.4	5,954.8	6,542.5	7,253.8	8,032.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,425	9,192	6,430	7,852	8,528
BPS	50,119	59,400	65,365	72,471	80,253
CFPS	13,138	15,678	12,930	14,871	15,572
DPS	1,350	1,600	1,600	1,600	1,600
주가배수(배)					
PER	5.4	5.5	6.5	5.4	4.9
PER(최고)	6.9	7.3	9.7		
PER(최저)	4.3	3.5	5.2		
PBR	0.69	0.85	0.64	0.58	0.52
PBR(최고)	0.88	1.13	0.95		
PBR(최저)	0.55	0.54	0.51		
PSR	0.40	0.52	0.49	0.44	0.41
PCFR	2.6	3.2	3.3	2.8	2.7
EV/EBITDA	3.3	3.1	2.8	1.8	0.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.0	17.4	23.6	20.3	18.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.9	3.2	3.8	3.8	3.8
ROA	7.2	9.4	6.3	6.6	6.4
ROE	13.8	16.8	10.8	11.4	11.2
ROIC	13.2	15.5	11.1	12.9	14.6
매출채권회전율	16.4	16.5	16.6	17.9	17.7
재고자산회전율	6.1	5.6	4.8	4.9	4.8
부채비율	84.1	74.2	71.5	73.0	77.0
순차입금비율	16.0	0.2	-10.2	-23.8	-38.7
이자보상배율	12.8	12.4	9.1	10.1	10.6
총차입금	1,510.8	1,419.8	1,419.8	1,419.8	1,419.8
순차입금	804.5	13.1	-667.7	-1,723.0	-3,110.8
NOPLAT	1,294.3	1,635.1	1,289.7	1,416.1	1,486.2
FCF	534.7	1,093.9	810.2	1,149.5	1,454.8

Compliance Notice

- 당사는 8월 29일 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

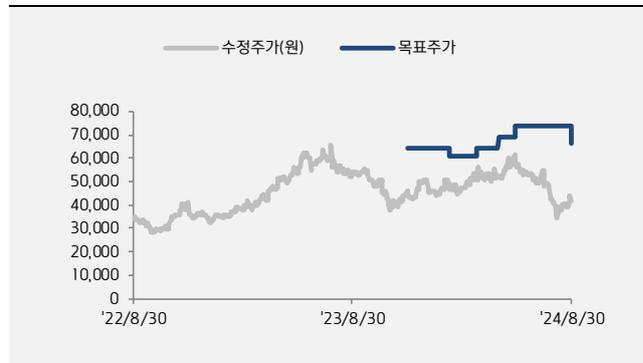
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
두산밥캣 (241560)	2023-11-30	BUY(Initiate)	64,000원	6개월	-27.07	-20.47
	2024-02-08	BUY(Maintain)	61,000원	6개월	-20.68	-12.79
	2024-03-25	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-17.85	-12.34
	2024-04-30	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-19.44	-10.87
	2024-05-29	BUY(Maintain)	74,000원	6개월	-35.58	-22.03
	2024-08-30	BUY(Maintain)	66,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

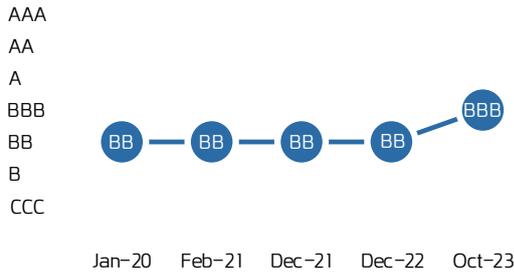
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/07/01~2024/06/30)

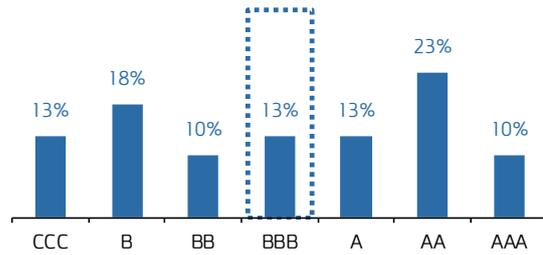
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

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

항목	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