



KB 증권



더 많은 리포트 보기

# 두산밥캣 (241560)

## 오버행 이슈에 발목 잡힌 주가

2022년 12월 5일

조선/기계 Analyst 정동익  
02-6114-2965 newday@kbf.com

목표주가 42,000원으로 상향조정,  
투자의견은 Buy 유지

두산밥캣에 대한 12개월 목표주가를 기존 37,500원에서 42,000원 (12M Fwd. BVPS X Target P/B 0.83배)으로 12.0% 상향조정한다. 3분기 어닝 서프라이즈 등을 반영한 수익추정치 상향조정, 무위험수익률과 영구성장률의 대응치로 사용하고 있는 통안채 1년물과 국고채 30년물 금리 및 베타 변화 등의 효과를 반영하였다. 목표주가 상향조정과 최근 주가하락으로 인해 22.6% (배당수익률 포함 시 26.4%)의 상승여력을 확보하여 투자의견은 기존 Buy를 유지한다.

PRS물량 블록딜에 따른 수급적 요인으로  
주가 급락

지난 11월 30일 대주주인 두산에너지빌리티와의 PRS (Price Return Swap) 계약에 따라 4개 증권사가 보유중이던 두산밥캣 지분 987만주 중 500만주가 주당 37,000원에 시간외 대량매매로 기관투자자들에게 매각되었다. 하지만 할인폭이 10.5%로 컸고, 이번 매각 이후에도 잔여물량이 487만주 남게 된다는 점이 부담으로 작용하면서 거래 당일에 14.0%, 이후에도 추가로 하락해 거래 전 대비 17.2% 급락했다.

잔여물량의 존재로 인해 오버행 이슈  
지속될 전망

투자자들이 우려해왔던 오버행 이슈가 현실화 됐지만 완전히 해소되지 못하고 발행주식수 대비 4.9%의 잔여물량이 남게 되었다. 3개월간 매각금지 조항이 단서로 붙어있지만 이번 매각가격이 일종의 가이드라인으로 작용할 수밖에 없어 오버행 이슈가 완전히 해소되기 전에는 4만원대 주가에 안착하기 쉽지 않을 전망이다. 또한 실제 매각추진 여부와 관계없이 3개월 뒤에는 이에 대한 우려가 불거질 수밖에 없다는 점도 주가상승을 제한할 전망이다.

그러나 4분기에도 양호한 실적 기대

수급적 요인과 상관없이 양호한 실적흐름은 4분기에도 이어질 전망이다. 두산밥캣의 2022년 4분기 실적 (K-IFRS 연결)은 매출액 2조 2,382억원 (+27.1% YoY), 영업이익 2,555억원 (+65.6% YoY, 영업이익률 11.4%)을 기록할 것으로 전망된다. 환율하락과 성과급을 비롯한 4분기의 각종 계절성비용들에도 불구하고 북미와 유럽에서의 견조한 수요, 제품가격 인상효과, 물류난 해소 등으로 전년동기 대비 고성장세가 유지될 것으로 추정된다.

### Buy 유지

목표주가 (상향, 원) **42,000**

Dividend yield* (%)	4.4
Total return (%)	27.0
현재가 (12/5, 원)	34,250
Consensus target price (원)	48,875
시가총액 (조원)	3.4

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

#### Trading Data

Free float (%)	48.9
거래대금 (3m, 십억원)	14.7
외국인 지분율 (%)	28.8
주요주주 지분율 (%)	두산에너지빌리티 외 2인 51.1
	국민연금공단 6.1

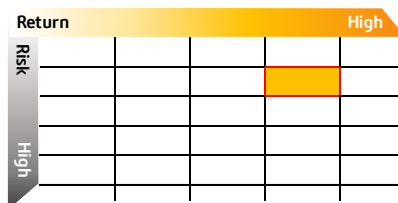
#### Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	2.2	-7.1	-8.9
시장대비 상대수익률	-5.7	1.4	2.1	9.5

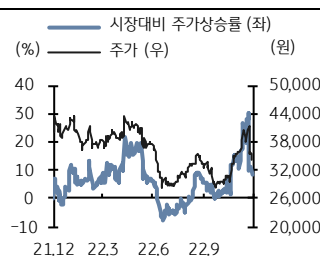
#### Earnings Forecast & Valuation

계산기말	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 (십억원)	5,816	8,476	8,745	8,691
영업이익 (십억원)	595	1,076	992	1,005
지배주주순이익 (십억원)	386	542	625	669
EPS (원)	3,849	5,402	6,238	6,678
증감률 (%)	56.0	40.3	15.5	7.1
P/E (x)	10.6	6.3	5.5	5.1
EV/EBITDA (x)	6.4	3.6	3.3	2.7
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	9.2	12.3	13.1	12.7
배당수익률 (%)	2.9	3.8	4.4	5.0

#### Risk & Total Return (annualized over three years)

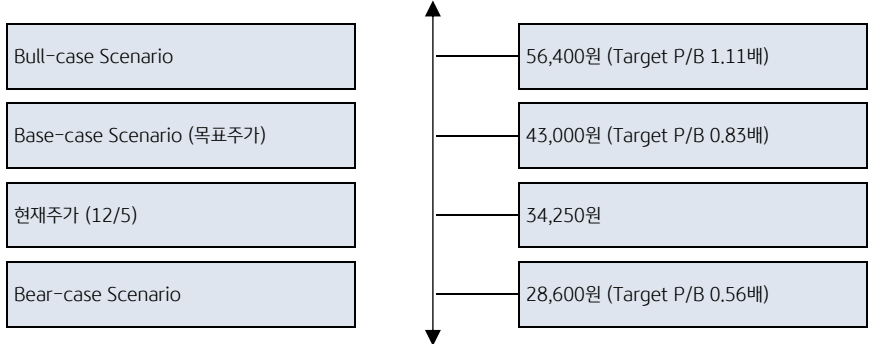


#### Stock Price & Relative Performance



자료: 두산밥캣, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 등인

- 1) 배당수익률 3.5~4.5%
- 2) 영업이익률 11.0~13.0% 유지

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 배당수익률 4.5% 상회
- 2) 영업이익률 13.0% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 배당수익률 3.5% 하회
- 2) 영업이익률 11.0% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	7,958	8,299	8,476	8,745	6.5	5.4
영업이익	970	906	1,076	992	10.9	9.6
지배주주순이익	491	534	542	625	10.2	17.1

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

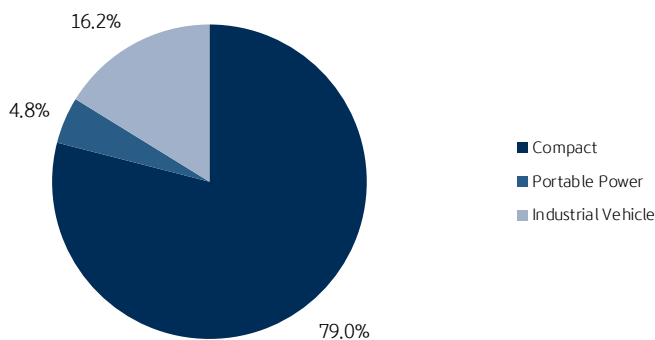
(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	8,476	8,745	8,359	8,995	1.4	-2.8
영업이익	1,076	992	1,058	1,015	1.7	-2.2
지배주주순이익	542	625	522	615	3.7	1.7

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법): P/B Valuation
- 2) 목표주가 산정: 12M Fwd. BVPS 49,967원 x multiple 0.83배
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드: 56,400원 ~ 28,600원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션: 2022E P/E 7.9배

매출액 구성 (2022E)



자료: KB증권 추정

실적민감도 분석

(% )	EPS 변동률	
	2022E	2023E
환율 1% 상승 시	-1.3	-1.1
금리 1%p 상승 시	-2.2	-0.8

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
두산밥캣	3,434	6.3	5.5	0.8	0.7	3.6	3.3	12.3	13.1	3.8	4.4
CAT (美)	159,006	17.1	15.8	8.2	7.2	12.0	11.0	49.6	51.5	2.0	2.1
KOMATSU (日)	28,696	9.7	10.0	1.2	1.1	6.9	6.9	12.5	11.2	3.8	3.9
KUBOTA (日)	22,895	13.0	12.1	1.3	1.2	12.7	11.6	10.4	10.4	2.3	2.5

자료: FnGuide 컨센서스, Bloomberg 컨센서스, KB증권

표 1. 두산밥캣 목표주가 산정

(십억원, %, 배, 원)

구분	적정가치		비고
	변경 전 (10/4)	변경 후	
자기자본비용 (COE) (A= a+(b x c))	10.79	11.00	
무위험수익률 (a)	3.10	3.60	최근 3 개월 동안채 1년 평균금리
시장위험 프리미엄 (b)	7.16	7.16	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	1.07	1.03	52 주 주간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	9.18	9.82	
영구성장률 (C)	3.35	3.86	Min(장기유보율 70% X ROE, 최근 3 개월 국고채 30년 평균금리)
Target P/B (D= (B-C) / (A-C))	0.78	0.83	
적정주가가치 (E=D X d)	3,763	4,178	
12M Fwd. 자본총계 (d)	4,802	5,009	
발행주식수 (e)	10,025	10,025	
주당주가가치 (F=E/e)	37,533	41,677	
12 개월 목표주가 (G=F)	37,500	42,000	
현재가 (H)	29,600	34,250	변경 후는 12/5 증가
상승여력 (I= G/H)	26.7	22.6	
투자 의견	Buy	Buy	

자료: 두산밥캣, KB증권 추정

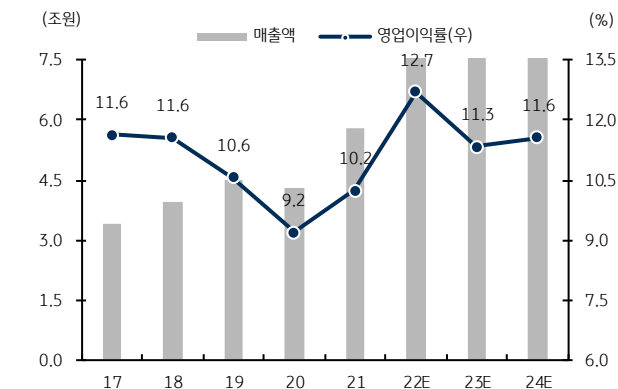
주: 시장위험프리미엄 7.16%는 WMI500 Total Return 10.61% - 동안채 1년 Total Return 3.45%

표 2. 두산밥캣 분기별 실적추이와 전망(K-IFRS 연결)

(십억원)	2021				2022				2022E	2023E	2024E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE			
매출액	1,224.8	1,283.6	1,546.3	1,761.5	1,640.8	2,218.4	2,378.9	2,238.2	8,476.3	8,745.4	8,691.2
영업이익	171.3	140.1	129.6	154.3	194.4	309.5	316.9	255.5	1,076.3	992.3	1,004.6
세전이익	163.1	126.8	80.2	150.9	148.3	219.7	231.2	234.0	833.2	893.4	956.3
순이익 (지배주주)	115.4	92.9	54.4	123.2	100.5	140.6	118.9	181.6	541.6	625.4	669.4
Margin (%)											
영업이익률	14.0	10.9	8.4	8.8	11.8	14.0	13.3	11.4	12.7	11.3	11.6
세전이익률	13.3	9.9	5.2	8.6	9.0	9.9	9.7	10.5	9.8	10.2	11.0
순이익률	9.4	7.2	3.5	7.0	6.1	6.3	5.0	8.1	6.4	7.2	7.7
YoY (%)											
매출액	15.1	33.2	42.5	50.7	34.0	72.8	53.8	27.1	45.7	3.2	-0.6
영업이익	97.3	117.9	16.5	17.3	13.5	121.0	144.4	65.6	80.8	-7.8	1.2
세전이익	149.7	130.0	-24.2	16.4	-9.1	73.2	188.3	55.0	59.9	7.2	7.0
순이익	244.3	125.6	-21.2	18.7	-13.0	51.5	118.6	47.4	40.3	15.5	7.0

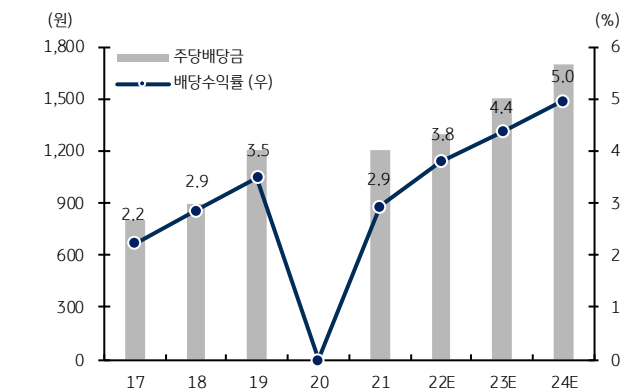
자료: 두산밥캣, FnGuide 컨센서스 (6M), KB증권 추정

그림 1. 매출액과 영업이익률 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



자료: 두산밥캣, KB증권 추정

그림 2. 배당수익률 추이와 전망



자료: 두산밥캣, KB증권 추정

주: 중간배당을 포함한 연간 현금배당 기준

포괄손익계산서					
(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	4,282	5,816	8,476	8,745	8,691
매출원가	3,392	4,583	6,552	6,857	6,839
매출총이익	890	1,234	1,924	1,889	1,852
판매비와관리비	496	638	848	896	847
영업이익	394	595	1,076	992	1,005
EBITDA	524	785	1,304	1,212	1,225
영업외손익	-38	-74	-243	-99	-48
이자수익	5	3	3	4	5
이자비용	44	56	79	71	56
지분법손익	0	11	0	0	0
기타영업외손익	1	-32	-167	-31	3
세전이익	356	521	833	893	956
법인세비용	108	135	292	268	287
당기순이익	247	386	542	625	669
지배주주순이익	247	386	542	625	669
수정순이익	247	409	663	648	668

성장성 및 수익성 비율					
(%)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액 성장률	-5.0	35.8	45.7	3.2	-0.6
영업이익 성장률	-17.4	51.2	80.8	-7.8	1.2
EBITDA 성장률	-11.1	49.8	66.1	-7.0	1.1
지배기업순이익 성장률	-9.1	56.0	40.4	15.5	7.1
매출총이익률	20.8	21.2	22.7	21.6	21.3
영업이익률	9.2	10.2	12.7	11.4	11.6
EBITDA이익률	12.2	13.5	15.4	13.9	14.1
세전이익률	8.3	9.0	9.8	10.2	11.0
지배기업순이익률	5.8	6.6	6.4	7.2	7.7

현금흐름표					
(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	565	460	536	975	1,048
당기순이익	247	386	542	625	669
유무형자산상각비	130	190	227	220	220
기타비현금손익 조정	157	249	292	268	287
운전자본증감	117	-204	-287	118	161
매출채권감소 (증가)	100	-26	-189	-8	4
재고자산감소 (증가)	93	-248	-631	119	154
매입채무증가 (감소)	-90	119	377	-3	-7
기타운전자본증감	14	-48	157	10	11
기타영업현금흐름	-87	-160	-238	-256	-289
투자활동 현금흐름	-239	-862	-503	-169	-195
유형자산투자감소 (증가)	-117	-198	-171	-125	-125
무형자산투자감소 (증가)	-51	-55	-321	-65	-65
투자자산감소 (증가)	-58	28	44	-2	-2
기타투자현금흐름	-14	-637	-54	23	-3
재무활동 현금흐름	242	524	-411	-381	-451
금융부채 증감	294	518	-145	-250	-300
자본의 증감	0	6	0	0	0
배당금 당기지급액	-51	0	-120	-130	-150
기타재무현금흐름	0	0	-148	-1	-1
기타현금흐름	14	-23	0	0	0
현금의 증가 (감소)	583	99	-377	425	403
기말현금	782	952	574	999	1,402
잉여현금흐름 (FCF)	449	262	365	850	923
순현금흐름	340	-692	-248	675	703
순현금 (순차입금)	-261	-952	-1,201	-526	177

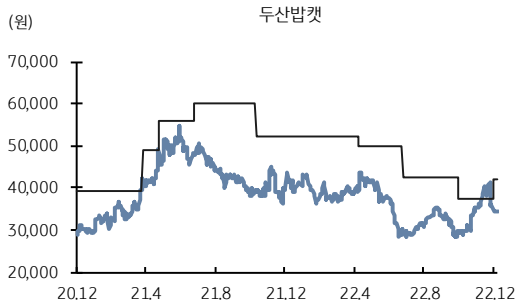
자료: 두산밥캣, KB증권 추정

재무상태표					
(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	6,961	8,581	9,306	9,572	9,794
유동자산	1,862	2,646	3,100	3,391	3,638
현금 및 현금성자산	782	952	574	999	1,402
단기금융자산	41	23	10	10	10
매출채권	239	386	575	583	579
재고자산	660	1,153	1,784	1,666	1,512
기타유동자산	140	132	157	133	135
비유동자산	5,099	5,935	6,206	6,181	6,156
투자자산	151	175	131	133	135
유형자산	554	954	961	929	897
무형자산	4,271	4,617	4,876	4,878	4,880
기타비유동자산	122	189	238	241	244
부채총계	2,887	4,260	4,782	4,563	4,275
유동부채	1,012	1,498	2,127	2,136	2,141
매입채무	412	792	1,169	1,166	1,159
단기금융부채	25	49	135	135	135
기타유동부채	575	657	822	835	847
비유동부채	1,875	2,761	2,656	2,427	2,134
장기금융부채	1,059	1,878	1,650	1,400	1,100
기타비유동부채	816	883	1,006	1,027	1,034
자본총계	4,074	4,321	4,524	5,009	5,518
자본금	47	51	51	51	51
자본잉여금	2,828	2,673	2,673	2,673	2,673
기타자본항목	-194	-212	-212	-212	-212
기타포괄손익누계액	-68	-238	-397	-397	-397
이익잉여금	1,461	2,047	2,408	2,893	3,402
지배자본 계	4,074	4,321	4,524	5,009	5,518
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표					
(X, %, 원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Multiples					
P/E	12.0	10.6	6.3	5.5	5.1
P/B	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6
P/S	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.2	6.4	3.6	3.3	2.7
EV/EBIT	8.2	8.5	4.3	4.0	3.2
배당수익률	0.0	2.9	3.8	4.4	5.0
EPS	2,468	3,849	5,402	6,238	6,678
BVPS	40,637	43,105	45,129	49,967	55,046
SPS (주당매출액)	42,714	58,017	84,552	87,237	86,696
DPS (주당배당금)	0	1,200	1,300	1,500	1,700
배당성향 (%)	0.0	31.2	24.1	24.0	25.5
수익성지표					
ROE	6.2	9.2	12.3	13.1	12.7
ROA	3.6	5.0	6.1	6.6	6.9
ROIC	5.9	7.7	9.9	10.8	10.9
안정성지표					
부채비율	70.9	98.6	105.7	91.1	77.5
순차입비율	6.4	22.0	26.5	10.5	순현금
유동비율	1.8	1.8	1.5	1.6	1.7
이자보상배율 (배)	8.9	10.7	13.6	13.9	18.1
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.8	1.0	0.9	0.9
매출채권회전율	16.5	18.6	17.7	15.1	15.0
매입채무회전율	9.2	9.7	8.6	7.5	7.5
재고자산회전율	5.8	6.4	5.8	5.1	5.5

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



두산밥캣 (241560)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과락율 (%)	
				평균	최고/최저
20-12-01	Buy	정동익	39,000	-23.21	
20-12-10	Buy	정동익	39,000	-14.96	7.95
21-03-30	Buy	정동익	49,000	-14.44	-4.39
21-04-27	Buy	정동익	56,000	-11.98	-2.14
21-06-28	Buy	정동익	60,000	-27.11	-15.67
21-10-15	Buy	정동익	52,000	-23.77	-13.65
22-04-13	Buy	정동익	50,000	-24.84	-13.00
22-06-29	Buy	정동익	42,500	-26.03	-16.82
22-10-04	Buy	정동익	37,500	-8.61	10.27
22-12-05	Buy	정동익	42,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2022. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.0	14.0	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.