두산밥캣 (241560)

상법개정의 직접적 수혜주

더 많은 리포트 보기

2025년 6월 24일

조선/기계/방산 Analyst 정동익
newday@kbfg.com

연구원 서준모
junmo.seo@kbfg.com

목표주가 75,000원으로 상향조정, 투자의견 Buy 유지

두산밥캣에 대한 12개월 목표주가를 기존 55,000원에서 75,000원 (12M Fwd. BVPS X Target P/B 1.00배)으로 상향조정한다. 지배구조의 인위적 변경 가능성에 따른 할인율을 기존 30%에서 10%로 축소한 영향이 컸고, 수익추정치 변경과 12M Fwd. 기간변화, 무위험수익률과 영구성장률의 대용치로 사용하고 있는 통안채 1년물 및 국고채 30년물 금리와 베타의 변화 등도 반영한 결과이다. 목표주가 상향조정과 최근 주가상승에도 불구하고 상승여력 21.4%를 확보해 투자의견은 기존 Buy를 유지한다.

주가는 지배구조의 인위적 개편 관련 불확실성 완화를 반영 중

두산그룹은 작년에 다수 투자자들의 요구에 반하는 인위적 지배구조 개편을 추진했었다. 투자자들의 반발과 금융당국의 노력으로 무산됐으나 투자자들은 유사한 사례가 재발할 가능성을 우려하고 있고, 이는 밸류에이션 할인으로 귀결되었다. 하지만 이사의 주주에 대한 충실의무 등을 추가한 상법개정안이 지난 6월 5일 발의되어 국회에 회부된 상태여서 두산그룹이 향후 인위적 지배구조 개편을 다시 추진하기는 어려울 것으로 판단된다.

상법개정의 직접적 수혜주

상법개정과 이를 통한 투자자보호 및 밸류에이션 저평가 해소에 대한 새정부의 의지가 매우 강하다는 것이 확인되고 있다. 따라서 두산그룹 역시 이제는 배당증액 등 통상적 절차를 통해 현금을 확보할 수 밖에 없을 것으로 판단된다. 이는 기본적으로 대주주뿐 아니라 소액주주들에게도 긍정적인 이벤트이고 이익의 추가적인 증가가 아니더라도 ROE와 P/B 상승으로 연결되어 주가상승을 이끌 수 있을 것이다.

하반기부터는 실적개선도 기대

2분기 실적은 매출액 2조 1,751억원 (-2.8% YoY), 영업이익 2,008억원 (-16.2% YoY, 영업이익률 9.2%)을 기록해 매출액과 영업이익 모두 시장예상치를 소폭 하회할 전망이다. 하지만 하반기부터는 미국의 정책 불확실성이 완화되고, 유럽도 인프라 및 방위산업 등에 대한 재정집행 효과로 수요가 회복될 것으로 예상됨에 따라 실적 역시 점진적 개선이 기대된다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	75,000
Dividend yield* (%)	3.6
Total return (%)	25.0
현재가 (6/24, 원)	61,800
Consensus target price (원)	57,786
시가총액 (조원)	5.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

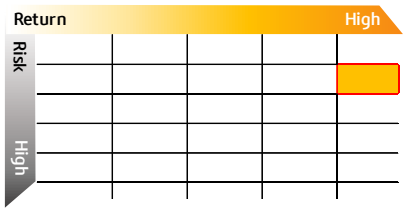
Trading Data	
Free float (%)	51.6
거래대금 (3m, 십억원)	15.6
외국인 지분율 (%)	35.6
주요주주 지분율 (%)	두산에너빌리티 외 4 인 48.2
	국민연금공단 8.4

Stock Price Performance (Total Return 기준)				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	35.5	22.9	36.9	22.8
시장대비 상대수익률	13.1	3.5	5.8	6.9

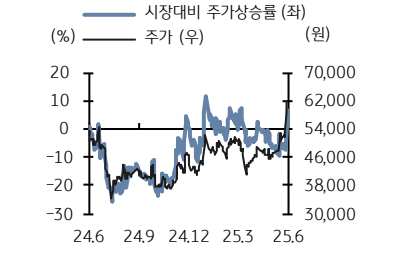
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	8,551	8,878	9,252	9,326
영업이익 (십억원)	871	848	971	1,041
지배주주순이익 (십억원)	563	549	648	711
EPS (원)	5,620	5,685	6,765	7,418
증감률 (%)	-38.9	1.2	19.0	9.7
P/E (x)	7.5	10.9	9.1	8.3
EV/EBITDA (x)	3.7	5.0	4.2	3.7
P/B (x)	0.6	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	8.8	7.9	9.0	9.4
배당수익률 (%)	3.8	3.6	4.4	4.9

Risk & Total Return (annualized over three years)

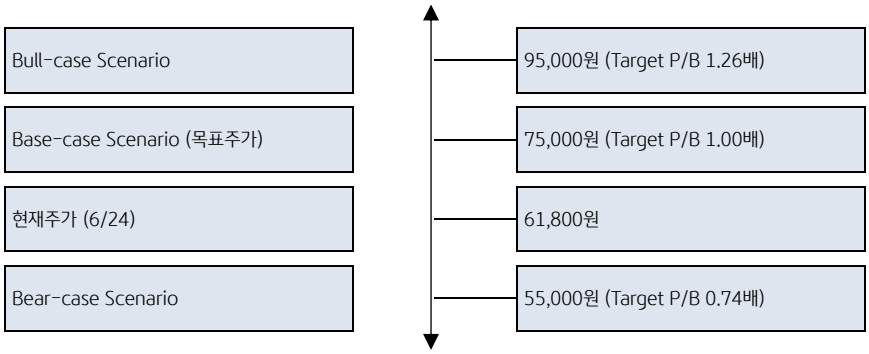


Stock Price & Relative Performance



자료: 두산밥캣, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 배당수익률 3.0~5.0%
2) 2025E 영업이익률 9.0~11.0% 유지

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 배당수익률 5.0% 상회
2) 2025E 영업이익률 11.0% 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 배당수익률 3.0% 하회
2) 2025E 영업이익률 9.0% 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	8,943	9,138	8,878	9,252	-0.7	1.2
영업이익	836	959	848	971	1.4	1.2
지배주주순이익	543	640	549	648	1.0	1.3

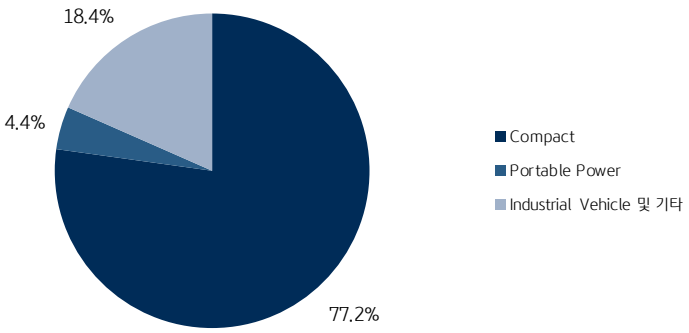
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	8,878	9,252	8,678	8,989	2.3	2.9
영업이익	848	971	810	896	4.6	8.4
지배주주순이익	549	648	527	612	4.1	5.9

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

매출액 구성 (2025E)



자료: KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B Valuation

2) 목표주가 산정:
12M Fwd. BVPS 74,983원 x multiple 1.00배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
95,000원 ~ 55,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
2025E P/E 13.2배, P/B 1.0배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	+0.3	+0.2
금리 1%p 상승 시	+0.3	+0.8

PEER 그룹 비교 (컨센서스 기준)

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
두산밥캣	5,924	10.7	9.1	0.8	0.8	4.7	4.2	7.6	8.7	3.0	3.3
HD현대인프라코어	2,538	16.8	11.8	1.2	1.1	8.4	6.5	7.6	10.1	0.7	0.9
HD현대건설기계	1,416	13.2	8.9	0.8	0.7	7.0	5.0	6.0	8.4	0.6	0.9
CAT	235,440	19.7	17.5	9.5	8.8	13.3	12.3	56.7	60.0	1.6	1.7
Kubota	17,118	10.8	10.2	0.7	0.7	10.4	9.9	6.9	6.9	3.2	3.4

자료: FnGuide 컨센서스 (3M), 블룸버그 컨센서스, KB증권

표 1. 두산밥캣 목표주가 산정

(%, 배, 십억원, 만주, 원)

구분	적정가치		비고
	변경 전 (4/15)	변경 후	
자기자본비용 (COE) (A= a+(b x c))	**7.80**	**7.63**	
무위험수익률 (a)	2.61	2.39	최근 3개월 통안채 1년 평균금리
시장위험 프리미엄 (b)	5.19	5.19	시장요구수익률 - 무위험이자율
Beta (c)	1.00	1.01	60개월 월간 Adj. 베타
Sustainable ROE (B)	8.22	8.62	
영구성장률 (C)	2.00	2.00	Min(장기 유보율 70% X ROE, OECD+G20 장기 경제성장률)
Target P/B (D= (B-C) / (A-C))	**0.75**	**1.00**	지배구조 개편 불확실성을 반영해 15% 할인 (기존 30%)
적정주주가치 (E=D X d)	**5,267**	**7,187**	
12M Fwd. 자본총계 (d)	7,015	7,188	
발행주식수 (e)	9,586	9,586	자사주 소각 반영
주당주주가치(F=E/e)	54,944	74,978	
12개월 목표주가(G≒F)	**55,000**	**75,000**	
현재가(H)	43,250	61,800	변경 후는 6/24 종가
상승여력(I= G/H)	27.2	21.4	
투자의견	**Buy**	**Buy**	

자료: 두산밥캣, OECD, KB증권 추정

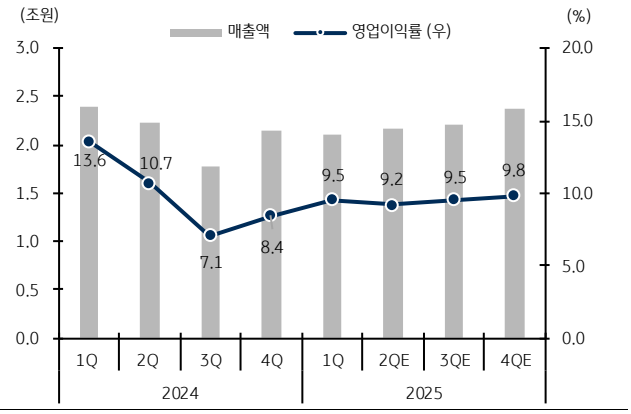
주: 시장위험프리미엄 5.19%는 WMI500 Total Return 7.82% - 통안채 1년 Total Return 2.63%

표 2. 두산밥캣 분기별 실적추이와 전망 (K-IFRS 연결)

(십억원)	2024				2025				2024	2025E	2026E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE			
매출액	2,394.6	2,236.6	1,777.7	2,142.3	2,098.2	**2,175.1**	2,219.5	2,385.2	8,551.2	8,877.9	9,251.5
영업이익	326.0	239.5	125.7	180.2	200.0	**200.8**	211.9	234.9	871.4	847.6	971.3
세전이익	306.8	233.4	96.0	162.2	169.8	**191.6**	206.1	233.7	798.4	801.3	946.6
순이익 (지배주주)	216.8	157.9	64.3	124.4	113.4	**131.1**	144.3	160.1	563.4	548.9	648.4
Margin (%)											
영업이익률	13.6	10.7	7.1	8.4	9.5	**9.2**	9.5	9.8	10.2	9.5	10.5
세전이익률	12.8	10.4	5.4	7.6	8.1	**8.8**	9.3	9.8	9.3	9.0	10.2
순이익률	9.1	7.1	3.6	5.8	5.4	**6.0**	6.5	6.7	6.6	6.2	7.0
YoY (%)											
매출액	-0.4	-16.3	-24.9	-7.5	-12.4	**-2.8**	24.9	11.3	-12.4	3.8	4.2
영업이익	-11.8	-48.7	-57.8	-29.6	-38.6	**-16.2**	68.6	30.3	-37.3	-2.7	14.6
세전이익	-5.5	-46.7	-64.3	-28.0	-44.7	**-17.9**	114.6	44.1	-36.5	0.4	18.1
순이익	4.5	-48.7	-66.0	-42.7	-47.7	**-17.0**	124.5	28.8	-38.9	-2.6	18.1

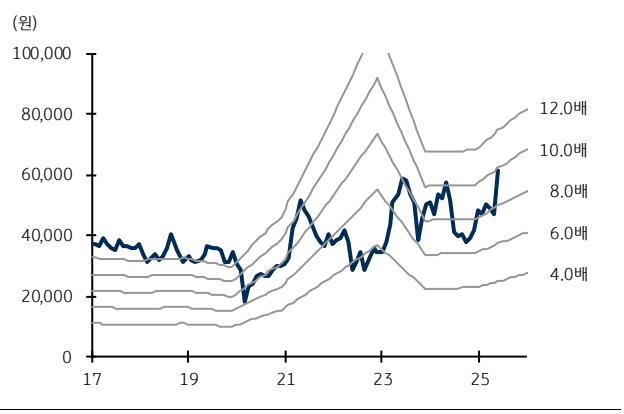
자료: 두산밥캣, FnGuide 컨센서스 (3M), KB증권 추정

그림 1. 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망 (K-IFRS 연결)



자료: 두산밥캣, KB증권 추정

그림 2. 12M Fwd. P/E Band



자료: 두산밥캣, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	9,759	8,551	8,878	9,252	9,326
매출원가	7,382	6,560	6,876	7,101	7,120
매출총이익	2,377	1,991	2,002	2,151	2,207
판매비와관리비	987	1,120	1,154	1,180	1,166
영업이익	1,390	871	848	971	1,041
EBITDA	1,635	1,165	1,147	1,273	1,343
영업외손익	-133	-73	-46	-25	-3
이자수익	39	67	69	73	79
이자비용	112	107	101	85	70
지분법손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	-60	-33	-14	-13	-12
세전이익	1,257	798	801	947	1,038
법인세비용	336	235	252	298	327
당기순이익	921	563	549	648	711
지배주주순이익	921	563	549	648	711
수정순이익	965	587	549	648	711

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	13.2	-12.4	3.8	4.2	0.8
영업이익 성장률	29.7	-37.3	-2.7	14.6	7.2
EBITDA 성장률	26.3	-28.8	-1.5	11.0	5.5
지배기업순이익 성장률	43.1	-38.9	-2.6	18.1	9.7
매출총이익률	24.4	23.3	22.6	23.3	23.7
영업이익률	14.2	10.2	9.6	10.5	11.2
EBITDA이익률	16.8	13.6	12.9	13.8	14.4
세전이익률	12.9	9.3	9.0	10.2	11.1
지배기업순이익률	9.4	6.6	6.2	7.0	7.6

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,280	784	987	904	1,008
당기순이익	921	563	549	648	711
유무형자산상각비	245	294	300	302	302
기타비현금손익 조정	405	333	252	298	327
운전자본증감	96	-94	144	-46	-5
매출채권감소 (증가)	42	204	-129	-15	5
재고자산감소 (증가)	-164	106	12	-83	-17
매입채무증가 (감소)	278	-335	201	33	-13
기타운전자본증감	-60	-69	60	19	19
기타영업현금흐름	-388	-312	-258	-298	-327
투자활동 현금흐름	-249	-623	-284	-283	-283
유형자산투자감소 (증가)	-166	-291	-201	-200	-200
무형자산투자감소 (증가)	-90	-100	-80	-80	-80
투자자산감소 (증가)	-7	-4	-2	-2	-2
기타투자현금흐름	15	-228	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-347	164	-488	-517	-580
금융부채 증감	-189	402	-54	-275	-300
자본의 증감	-2	-65	0	0	0
배당금 당기지급액	-155	-173	-159	-211	-258
기타재무현금흐름	0	0	-274	-31	-22
기타현금흐름	5	-64	0	0	0
현금의 증가 (감소)	689	261	215	104	145
기말현금	1,400	1,857	2,072	2,176	2,322
잉여현금흐름 (FCF)	1,114	493	786	704	808
순현금흐름	815	-161	272	379	445
순현금 (순차입금)	46	-115	157	536	982

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	10,372	12,010	12,322	12,507	12,647
유동자산	3,886	4,487	4,824	5,028	5,187
현금 및 현금성자산	1,400	1,857	2,072	2,176	2,322
단기금융자산	7	7	10	10	10
매출채권	530	483	612	627	622
재고자산	1,814	1,985	1,973	2,056	2,073
기타유동자산	135	154	157	159	161
비유동자산	6,486	7,523	7,498	7,479	7,460
투자자산	131	135	137	139	141
유형자산	1,259	1,653	1,633	1,610	1,587
무형자산	4,985	5,587	5,588	5,589	5,590
기타비유동자산	111	148	139	140	141
부채총계	4,417	5,115	5,334	5,120	4,836
유동부채	2,411	2,467	2,729	2,758	2,717
매입채무	1,154	945	1,146	1,179	1,166
단기금융부채	91	176	175	150	100
기타유동부채	1,166	1,346	1,408	1,429	1,451
비유동부채	2,006	2,648	2,605	2,362	2,119
장기금융부채	1,270	1,803	1,750	1,500	1,250
기타비유동부채	736	845	855	862	869
자본총계	5,955	6,895	6,988	7,387	7,811
자본금	56	63	63	63	63
자본잉여금	1,908	2,175	2,175	2,175	2,175
기타자본항목	-232	-328	-328	-328	-328
기타포괄손익누계액	-319	-631	-931	-931	-931
이익잉여금	4,543	5,615	6,008	6,408	6,832
지배지분 계	5,955	6,895	6,988	7,387	7,811
비지배지분	0	0	0	0	0

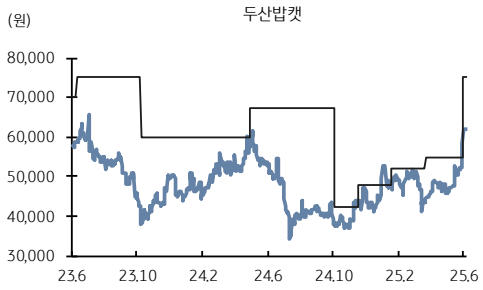
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	5.5	7.5	10.9	9.1	8.3
P/B	0.8	0.6	0.8	0.8	0.8
P/S	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.1	3.7	5.0	4.2	3.7
EV/EBIT	3.6	5.0	6.8	5.5	4.7
배당수익률	3.2	3.8	3.6	4.4	4.9
EPS	9,192	5,620	5,685	6,765	7,418
BVPS	59,400	68,774	72,899	77,067	81,490
SPS (주당매출액)	97,347	85,300	91,959	96,515	97,297
DPS (주당배당금)	1,600	1,600	2,200	2,700	3,000
배당성향 (%)	17.4	28.2	38.4	39.9	40.4
수익성지표					
ROE	16.8	8.8	7.9	9.0	9.4
ROA	9.4	5.0	4.5	5.2	5.7
ROIC	15.0	8.3	7.3	8.2	8.6
안정성지표					
부채비율	74.2	74.2	76.3	69.3	61.9
순차입비율	순현금	1.7	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9
이자보상배율 (배)	12.4	8.1	8.4	11.4	15.0
활동성지표					
총자산회전율	1.0	0.8	0.7	0.8	0.7
매출채권회전율	17.4	16.9	16.2	14.9	14.9
매입채무회전율	8.6	8.2	8.5	8.0	8.0
재고자산회전율	5.6	4.5	4.5	4.6	4.5

자료: 두산밥캣, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



두산밥캣 (241560)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-05-31	Buy	정동익	70,000	-15.71	
23-07-03	Buy	정동익	75,000	-27.97	-12.53
23-10-31	Buy	정동익	60,000	-19.81	-0.17
24-05-23	Buy	정동익	67,500	-32.40	-8.89
24-10-28	Hold	정동익	42,500	-7.73	3.76
24-12-10	Hold	정동익	48,000	-6.21	9.38
25-02-10	Hold	정동익	52,000	-7.06	-0.58
25-04-15	Buy	정동익	55,000	-12.62	5.82
25-06-24	Buy	정동익	75,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 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 (2025. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.3	13.7	-

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.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

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.