

buy

목표주가	63,800
현재주가	50,200
상승여력	27.1%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	5조 325억
발행주식수(주)	100,249,166주
52주 최고(원)	53,500원
52주 최저(원)	27,600원
주요주주지분율(%)	두산에너지빌리티 외 2인(51.06%)
22년 배당수익률(%)	2.7%

Team 2

김혜리	김경곤
박윤진	이현주
이수연	조현우

두산밥캣(241560)

Compact Equipement계의 임영웅, 두산밥캣

동사의 주요 판매 품목은 Compact Equipment(소형장비), 산업차량, 포터블 파워이다. 2023년 1분기 실적 컨퍼런스콜에 따르면 현재 딜러 재고는 1.8개월~1.9개월 수준이며, 낮은 딜러재고, 높은 Backlog로 견고한 수요의 존재가 입증되었다. 탄탄한 수요의 기반은 동사의 기술력에 있다. 2019년 스마트폰을 이용한 원격 조종 기술인 맥스 컨트롤을 출시하여 좁은 공간, 험지에서 시야와 안전을 확보한 상태로 원격작업을 할 수 있는 기술을 개발하였고 2022년 세계 최초의 완전 전동식 건설장비와 자율작업기능을 탑재한 전기 굴착기 E35e'를 출시하였다. 이를 통해 CES2022혁신상에서 세계 최초 완전 전동식 건설장비로 2개 부문 수상을 한 바 있다.

미국 인프라 법안의 수혜를 톡톡히 볼 것으로 전망

2023년 3월 미국 건설장비 PPI가 작년 3월 대비 12% 상승하였다. 이는 2022년 5월에 발효된 '인프라 투자 및 일자리법'의 영향 때문으로, 미국은 8년에 걸쳐 1조 2,000억 달러를 투입하여 도로, 철도 등의 인프라 건설에 집중하겠다는 내용을 골자로 한다. 또한 인프라 건설을 위해 미국을 생산지로 하는 물품과 서비스 우선한다는 'Build America, Buy America Act'는 두산밥캣에게 특히 유리하다. 두산밥캣은 북미 지역 매출 비중이 70%에 달하는 미국 기업이기 때문이다. 미국 민간 비거주용 건설 지출, 산업생산 등의 지표가 오르고 있는 유리한 시장 정세의 수혜를 한 몸에 받을 것으로 전망한다.

산업차량으로의 포트폴리오 다각화

동사는 주요 제품 유형별 매출 비중의 다각화를 목표로 꾸준히 산업차량의 매출 비중을 확대하고 있다. 2021년에는 9.2%의 매출 비중이던 산업 차량은 2022년 16.6%로 증가하였고, Compact Equipement가 가장 큰 매출 비중을 차지하고 있었으나, 2020년 93.9%의 매출 비중에서 2022년 78.7%의 매출 비중으로 감소하였다. 이는 Compact Equipment의 의존도를 낮추기 위해 산업차량 부문에 투자를 확대한 동사의 노력 덕분이다. 산업차량의 소형화 및 2차전지라는 트렌드에 맞추어 리튬이온 배터리를 탑재한 지게차, 콤팩트 형식의 지게차 등을 출시하여 판매 중에 있다.

CONTENTS

기업개요		3
산업분석		7
기업주요사항		15
투자포인트		22
리스크		27
밸류에이션		29

I. 기업 개요

1) 기업 설명

당사는 2014년 4월 25일에 두산인프라코어밥캣홀딩스 주식회사로 설립되어 2015년 11월에 두산밥캣 주식회사로 사명을 변경하였으며 현재의 명칭이다. 2016년 11월에 기업 공개를 실시하고 유가증권시장에 상장하였다. 지주회사로서 타회사의 주식취득을 통하여 그 회사의 실질적인 지배권을 취득하는 것을 목적으로 하고 있으며, 북미, 유럽, 중동, 아프리카, 아시아, 라틴 아메리카 지역 내 종속회사를 두고 있는 외국기업지배지주회사이다. 연결실체 기준으로 소형건설기계 및 포터블 파워 장비 등을 생산 및 판매하고 있으며, 콤팩트 트랙터, 모어 등 농업 및 조경 장비 사업을 신규 사업으로 추진한다. 2021년 7월 두산산업차량 주식회사를 인수하여 산업차량 부문에도 진출하였다.

연혁



1947. Melroe가 미국 노스 다코타주 그위너에 공장을 설립

1958. 최초의 3륜 로더 개발

1960. 세계 최초 스키드-스티어 로더 개발 및 출시

1962. 밥캣(Bobcat) 브랜드 출시



1969. Clark Equipment가 Melroe로부터 회사 인수

1995. Ingersoll-Rand가 Clark Equipment를 인수

2000. Melroe Company의 공식 사명이 Bobcat Company로 변경.



2007. 두산그룹, 밥캣 인수



2014. 두산인프라코어 밥캣 홀딩스(Doosan Infracore Bobcat Holdings) 설립

2015. 두산밥캣 주식회사(Doosan Bobcat Inc.)으로 사명 변경



2016. 한국거래소 유가증권시장 상장

2019. BOB-CAT, Steiner, Ryan Grounds Care 브랜드 인수

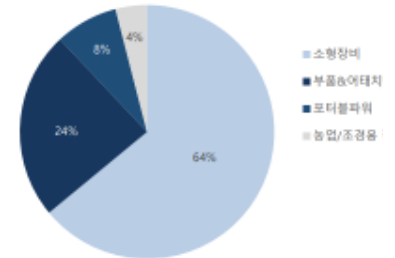
2021. 두산산업차량 사업부문 인수

1. 기업 개요

2) 주요 품목

‘소형장비’, ‘포터블 파워’, ‘산업차량’의 생산 및 판매 사업 영위하고 있으며, 북미, 유럽, 중동, 아프리카, 아시아, 라틴아메리카, 오세아니아 등 광범위한 글로벌 네트워크 보유.

[도표 90] 두산밥캣 제품별 매출비중 (2021년)



소형장비

건설/농업/조경용 소형장비 제품군이며, Skid Steer Loader, Compact Track Loader, Mini Excavator, Telescopic Handler, Backhoe Loader 등의 소형 건설 기계와 Compact Tractor, Mower 등 농업/조경용 소형 장비가 포함된다.

- 로더(Loaders)



로더는 흙이나 시멘트 등의 물질을 운반하거나 적재하는 데 쓰이는 다목적 기계 장비이다. 소형 중장비 특성상 범용성이 높아 건설 현장 외 제설 등에서도 사용된다. 당사는 스키드-스티어 로더를 필두로 다양한 제품들을 판매하고 있다.

< 스키드-스티어 로더

- 농업 및 조경용 장비(GME)



당사는 2019년 신사업을 추진하며 GME 제품을 북미에 출시했다. GME 부문은 2022년 1조원 이상의 매출액을 올리며 두산 그룹의 캐시카우 역할을 하고 있다. 대표적인 제품으로 콤팩트 트랙터(Compact Tractors), 제로 턴 모어(Zero Turn Mowers, 예초기) 등이 있다. < 콤팩트 트랙터

산업차량



지게차 제품군으로 엔진 지게차와 전동 지게차, 핸드 파렛트부터 30톤급 지게차까지 Fork로 운반하는 장비류의 Full line-up 갖추고 있다. 기존 디젤을 이용한 지게차가 대부분이었으나, 지게차에도 2차전지가 적용되면서 동사 또한 리튬이온 배터리를 탑재한 지게차를 출시하기 시작했다. 산업차량의 소형화 추세가 지속되면서 기존 사이즈가 큰 지게차에서 콤팩트 형식의 지게차를 출시하고 있다

포터블 파워



이동식 전기 및 공압 생산장비 제품군이고, Portable Air Compressor, Generator, Lighting System 등의 제품이 대표적이다. 2022 년 말 기준 수출 비중은 100%로, 포터블 파워 부문은 밥캣 내부에서 추가 투자를 고려하고 있지는 않은 것으로 판단된다.

주요 매입처

현대두산인프라코어: 건설기계, 디젤 및 가스엔진 등을 생산하는 종합기계회사로 2021 년, HD 현대로 인수되어 계열사가 되었다.

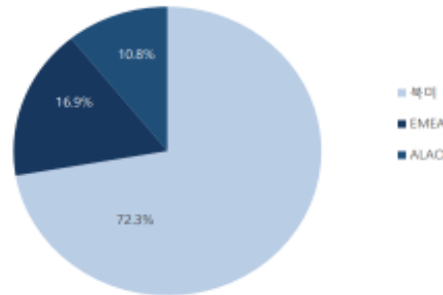
Kubota: 쿠보타 주식회사이며 일본의 농기계 회사이다. 오사카부 오사카시에 본사를 둔 산업기계(농기계, 건설기계 등), 건축재료, 철관, 산업용 디젤엔진 제조업체이다.

Bosch: 독일에 본사를 두고 정식 명칭은 로버트 보쉬 유한회사. 독일어로는 로베르트이다. 크게 자동차 기술, 산업공정 기술, 에너지 및 건축설비, 소비재 및 가전 분야 등으로 사업부 구성.

1. 기업 개요

3) 분석 선정 이유

[도표 91] 두산밥캣 2022년 지역별 매출비중

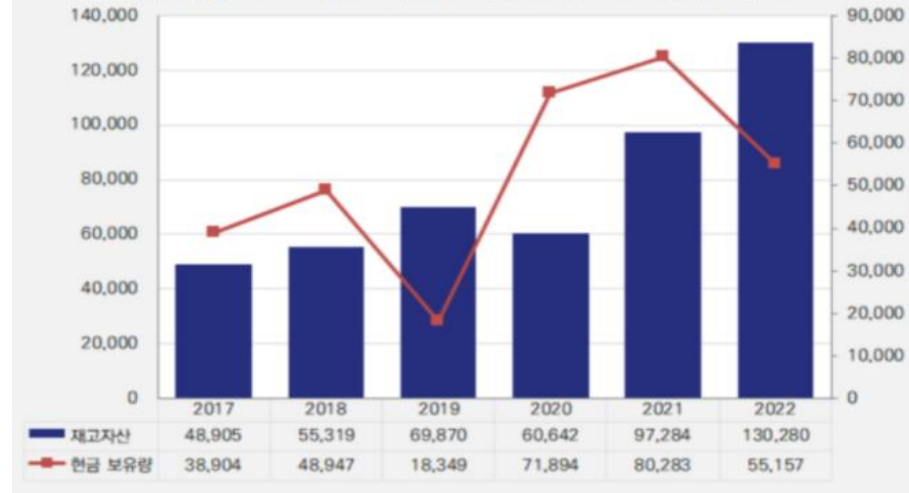


자료: 두산밥캣, 글로벌 리서치센터

1. 북미 시장 성장 가능성

2022년 기준, 두산밥캣 지역별 매출 중 북미지역이 72.3%

두산밥캣 재고자산과 현금 보유량 추이(단위:만달러)

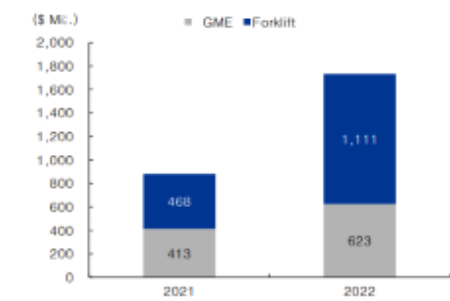


(자료=금융감독원 전자공시시스템)

2. 두산밥캣 재고자산 증가

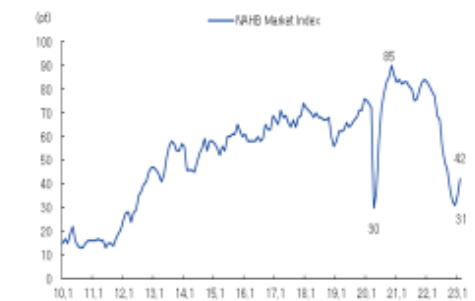
2020년부터 두산밥캣 재고자산 증가 추세

그림 1. 두산밥캣 신규사업 매출 성장 추이



자료: 두산밥캣, IBK투자증권

그림 2. 미국 NAHB Market Index



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3. 견조한 수주자산

바탕으로 포토폴리오 다각화

두산밥캣의 꾸준한 신사업에 성장과 더불어 미국 주택시장지수가 증가함에 따라 북미 시장 성장성도 클 것으로 해석

II. 산업 분석

1) 산업 개요

당사의 주요 제품 중 가장 큰 비중(78.7%)을 차지하는 Compact Equipment (소형 장비)는 통상적으로 4톤 이하의 기계로, 주로 건설, 농업, 지상정비, 광업 등 다양한 분야에 사용되는 기계를 통칭한다. 대형 장비에 비해 소형 장비는 비교적 단가가 낮고, 가볍고 크기가 작다는 장점이 있어 기계 이동과 작동이 용이하다는 단점이 있다. 대형 장비는 대규모 건설 단지나 장애물이 없는 작업 환경에 적합한 반면, 소형 장비는 작은 사이즈 덕분에 장애물이 많은 도시 환경이나 험준하거나 시야 확보가 어려운 환경에서 사용하기 적합하다. 이러한 소형 장비는 딜러와 렌탈업체를 통해 홀세일 영업을 하게 되어 제조사 매출을 확보하게 되고, 딜러와 렌탈업체들은 기계가 필요한 개인 및 회사와 거래하여 리테일 영업을 하게 되는 구조이다.

Compact Equipment

두산밥캣이 생산하는 대표적인 Compact Equipment 에는 Loaders (로더), Compact Excavators (미니굴착기), Compact Tractors (컴팩트 트랙터) 등이 있다.

1) Loaders (로더)



로더는 물건을 들어올려서 트럭과 같은 운반장비에 상차하는 것이 주 목적인 건설장비다. 가장 일반적인 용도는 쌓여 있는 토사를 허서 덤프트럭에 옮겨 싣는 작업이다.

▲ Skid-Steer Loader

2) Compact Excavators (미니굴착기)



굴착기는 땅을 파거나 깎는 현장에서 사용되는 건설장비다. 쇼벨(삽 기능을 하는 부분) 부분에 버킷, 집게 등을 달아서 다양하게 사용 가능하다. 미니굴착기는 협소한 지형에서 사용이 가능하다는 장점이 있다.

▲ Compact Excavator

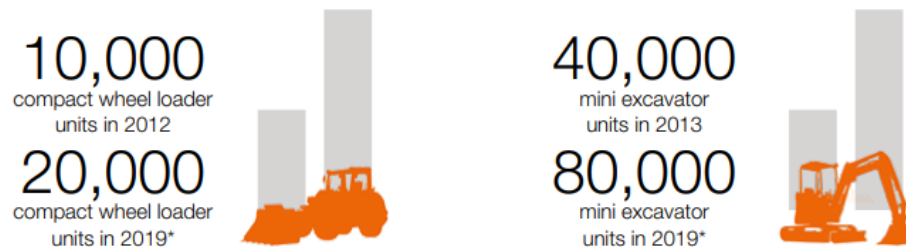
3) Compact Tractors (컴팩트 트랙터)



트랙터란 여러가지 농작업기를 연결하여 동력을 공급하며, 주행 또는 정지상태에서 작업을 수행하는 농업기계이다. 흔히 쟁기나 트레일러 같은 물건을 끌고 주행하거나, 풀 베는 기계 등을 연결하여 동력을 공급할 수 있다.

▲ Compact Tractor

최근 유럽에서 판매되는 굴삭기 중 70%는 3톤 이하일 정도로 소형 장비의 수요는 높은 상황이며, 소형 장비업체인 일본의 히타치(HITACHI)의 조사에 따르면 유럽의 소형 로더는 2012년부터 2019년까지 1만대에서 2만 대로 두 배 가량 증가했으며, 미니 굴착기 또한 2013년부터 2019년까지 4만 대에서 8만대로 두 배 가량 증가했다고 전해진다.



▲ 유럽 시장에서의 소형 장비 동향 (HITACHI 제공)

소형 장비에 뒤이어 두 번째로 큰 판매 비중 (16.6%)을 차지하는 것은 Industrial Vehicle (산업차량) 이다. 산업차량은 물류장비가 주를 이루며 그 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 Forklift (지게차)이다.

**Industrial
Vehicle**

1) Forklift (지게차)



지게차란 사람이 운반하기 힘든 화물을 앞에 달린 유압에 의해 작동되는 2개의 포크에 의해 지게와 엇비슷한 원리로 물류 운반을 가능하도록 만드는 기계이다. 보통 협소한 공간에서의 작업을 고려하여 제작되어 바퀴의 기동성이 좋다.

▲ Lithium-ion Battery Forklift

(리튬이온 배터리 지게차)

북미 지게차 판매량은 연간 10만~15만대에 달하여 국내보다 약 10배 크다. 미국 시장의 경우 배기가스 규제나 환경, 보건, 안전 등이 수주에 영향을 미치는데, 글로벌 지게차시장에서 핵심 플레이어로 꼽히는 일본의 장비 업체인 도요타는 이러한 미국 환경 규제 기준을 통과하지 못한 것으로 알려진 바 있어, 두산밥캣이 이에 대한 반사이익을 본 것으로 추정된다.

**Portable
Power**

가장 적은 판매 비중 (4.7%) 을 차지하는 것은 Portable Power (포터블 파워)로, 대표적인 제품은 공기 압축기, 발전기 등이다.



▲ 공기 압축기 (좌), 발전기 (우)

공기 압축기란 공기를 일정 압력 이상으로 압축하여 고압 탱크에 저장시키는 장치로, 압축된 공기는 작업 현장에서 동력전달원으로 사용된다. 발전기는 운동 에너지를 통해 전기 에너지를 만들어 각종 기계에 전기를 공급하는 데 사용된다.

II. 산업 분석

2) 산업 전망

글로벌 소형장비 시장 동향

1) 글로벌 소형 장비 시장 동향

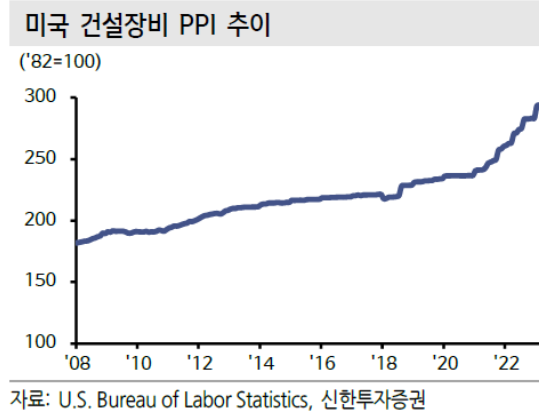
MarketWatch에 따르면 2022년까지 글로벌 소형 장비 시장 규모는 194억 달러 (한화 약 25조 8000억) 규모 였지만 2030년까지 417억 달러 (한화 약 55조 3000억) 규모를 달성할 것으로 전망했다. 전문가들이 가파른 시장의 확장을 예견하는 이유는 완성차 시장처럼 소형 장비 시장에도 전동화(electrification)의 조짐이 보이기 때문이다. 소형 장비의 경우 기존의 대형 장비만큼 큰 동력을 필요로 하지 않기 때문에 전동화가 쉬우며, 건설 장비 업체인 독일의 Volvo 또한 전기로 구동되는 소형 로더와 굴착기를 출시했다. 덧붙여 이 장비들에 대하여 더 이상 디젤 엔진으로 구동되는 버전을 생산하지 않을 것을 밝히기도 했다.

또한 소형 장비는 새로운 기술과의 접목을 통해 기계 기능의 다양성도 증대되고 있으며, 향후 첨단 기술과의 접목을 통해 기업 간의 경쟁이 심화되면서 이는 동시에 소형 장비의 질적 개선을 가져올 수 있을 것으로 전망된다. 당사 또한 첨단 기술을 갖춘 장비를 CES에서 선보이고 2개 부문에서 수상하는 등 기술 개발에 심혈을 기울이고 있다.



▲ CES2022에서 공개된 100% 전기구동 트랙터 'T7X'

2) 미국 건설장비 PPI 및 미국의 인프라법



올해 3월은 작년 3월 대비 미국 건설장비 PPI (소비자 물가 지수)가 12% 상승하여 27개월 연속 상승한 모습을 보여주고 있다. 이를 통해 건설 장비의 수요가 2022년을 기점으로 급등하는 중이라는 것을 알 수 있으며, 이는 상당 기간 지속될 것으로 전망할 수 있다. 이는 2022년 5월에 발효된 **‘인프라 투자 및 일자리 법 (Infrastructure Investment and Jobs Act, IIJA)’**의 여파인 것으로 보여진다.

미국 인프라 투자 법안의 주요 내용

단위: 달러

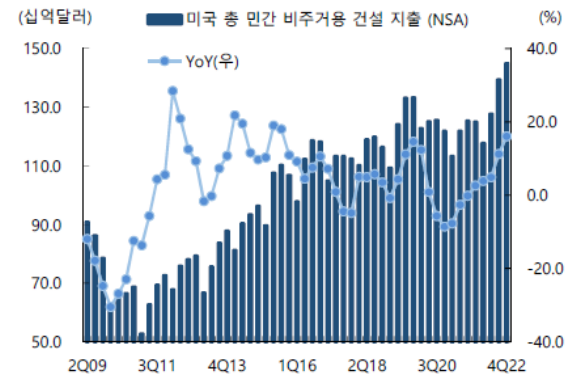


자료: 미국 백악관, CNBC 방송 등

이에 따르면 미국은 8년에 걸쳐 1조 2000억 달러 (한화 약 1400조원)를 투입해 도로, 철도 등 인프라 건설을 촉진할 계획이며, 이와 함께 인프라 건설을 위해 물품과 서비스를 제공할 때 미국산을 우선한다는 **<빌드 아메리카, 바이 아메리카 법 (BABA Act)>**을 도입하였다. 이는 미국 기업인데다 북미 지역 매출 비중이 70%에 달하는 두산밥캣에게 긴 기간 호재로 작용할 것으로 예상된다

3) 미국 민간 비주거용 건설 동향

[도표 5] 미국 민간 비주거용 건설 지출 추이



비주거용 건물이란 사람이 일상생활을 할 목적이 아닌 다른 용도로 건축된 건축물을 뜻한다. 대표적으로 상업용 빌딩, 상가 등이 있는데, 이러한 민간 비주거용 건설 지출 추이도 긴 기간 우상향하고 있다. 인프라 투자법과 비주거용 건설 동향을 볼 때 장기간 건설 수요가 지속적으로 견고할 것으로 파악되며, 건설 장비 업체를 생산하는 당사는 수혜를 입을 수 있을 것으로 전망된다.

II. 산업 분석

3) 경쟁현황

1) Caterpillar



캐터필러(CAT)는 1925년 미국 일리노이주에 설립된 세계 최대 광산, 건설기계 제조사이다. 굴삭기에서부터

불도저, 초대형 채굴장비, 가스 터빈 등에 이르기까지 다양한 산업용 중장비를 생산 및 판매하며 현재 시가총액은 148조에 이른다. 건설장비의 매출액이 42%, 신재생 에너지 및 운송장비의 매출액이 32%, 광산 채굴 장비의 매출액이 20%를 차지하고 있다. (2020년 기준) 건설 중장비 산업에서 가장 높은 점유율인 31%를 보이고 있는 압도적인 1위 기업이라고 볼 수 있다.

생산하는 건설 기계는 소형부터 대형까지 다양하며 로더, 불도저, 굴착기 등을 주요 품목으로 생산하고 있다. 바이든의 대규모 인프라 투자의 가장 직접적인 수혜 기업이다. 근래 2022년 4분기에 최대 매출액(22.2조원) 및 최대 영업이익(3.7조원)을 달성한 바 있다.

2) Komatsu



고마쓰 제작소는 건설기

계 시장에서 캐터필러에 이어 세계시장 점유율 2위 (17%)를 차지하는 일본 기업이다. 시가총액은 약 32조에 달하며, 로더, 굴착기, 불도저 등 대표적인 건설기계와 함께 토목, 채굴, 임업, 물류, 공장 등에 활용되는 기계를 생산하고 있다. 연 매출 수준은 원화 약 26조원에 달하며, 영업이익률도 13% 수준으로 중장비 업체 중 건실한 모습을 보여주고 있다. 타 일본 기업들보다 빠르게 해외 시장으로 진출한 것으로 알려져 있고, 캐터필러와의 경쟁 구도를 통해 제품의 질적 개선을 이루었다고 알려진다.

3) Kubota



쿠보타는 일본의 건설기계 및 농기계, 산업용 엔진 제조업체이다. 일본

1위의 농기계 시장 점유율을 보이고 있으며 농업용 트랙터, 콤바인, 관리기, 굴착기 등을 생산한다. 시가총액은 약 24조원에 달하며, 최근에는 특히 소형 기계 라인업을 보강하려는 움직임을 보인 바 있다. 쿠보타는 캔자스 공장을 설립 후 2023년부터 연간 3천대의 소형 굴착기 및 소형 로더를 생산한다는 계획을 밝혔으며, 이를 2026년까지 연간 5천대로 증대한다는 포부를 갖고 있다. 일각에서는 이를 두산 밥캣의 북미 소형 장비 점유율을 의식한 결과라고 본다.

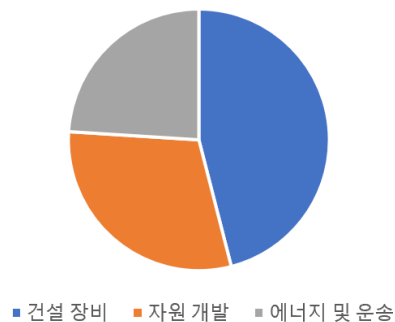
4) HD현대건설기계



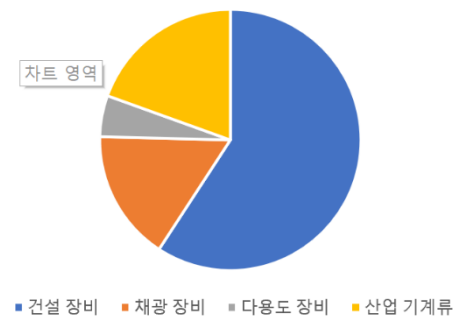
2017년 설립된 HD현대건설기계는

현대중공업의 건설장비사업부문이 인적분할되어 신설되었다. 현재 굴착기, 휠로더, 백호로더, 지게차, 스kid로더 등 건설장비와 산업차량을 생산하는 종합 건설기계 전문 기업이며, 연간 5만여 대의 건설장비 및 산업차량을 생산한다. 2021년 21% 수준이었던 중국시장 의존도를 지난 해 말 기준 6% 까지 줄이면서 북미, 중동, 인도, 남미 등 신흥시장 중심의 포트폴리오를 재편하였다. 북미 지역 매출은 2020년 6천억원 수준에서 지난 해 1조 3천억원으로 확대된 바 있다.

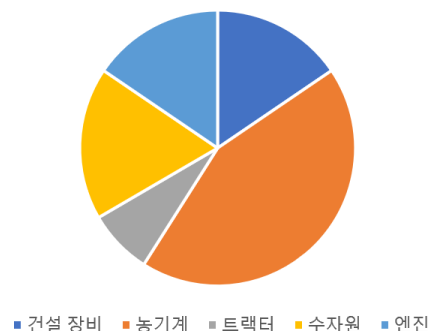
경쟁사별 사업부문 현황은 다음과 같다.



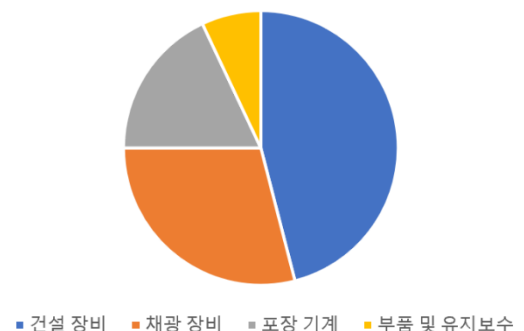
▲ Caterpillar



▲ Komatsu



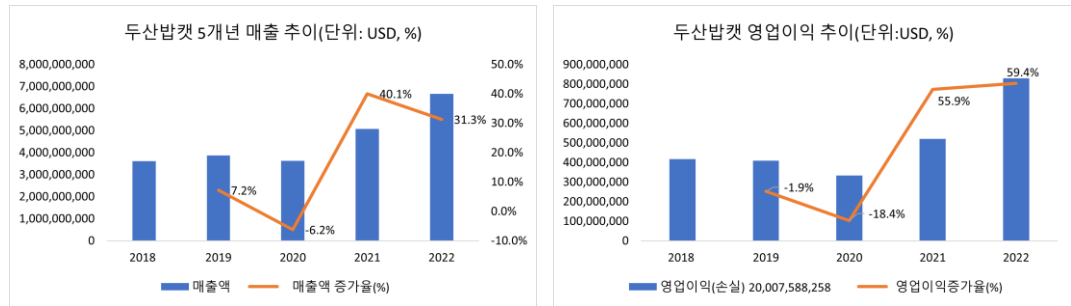
▲ Kubota



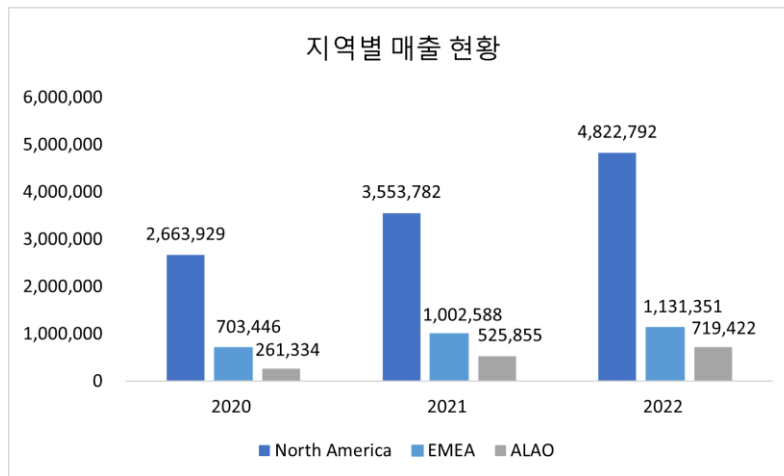
▲ HD현대건설기계

3. 기업 주요 사항 1) 자세한 매출 경로와 실적

코로나 19 여파로 일시적으로 미국 공장 5곳 가동을 중단하면서 실적이 주춤했으나 2021년부터 가파른 실적 상승세를 보이고 있다.

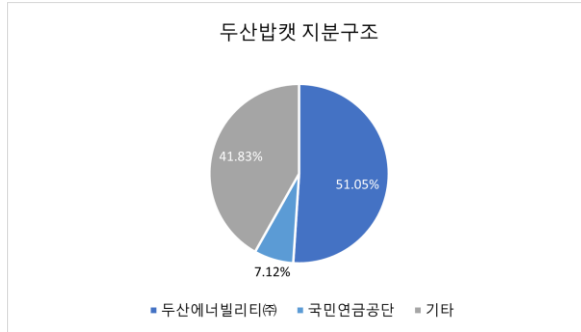


- 매출 경로

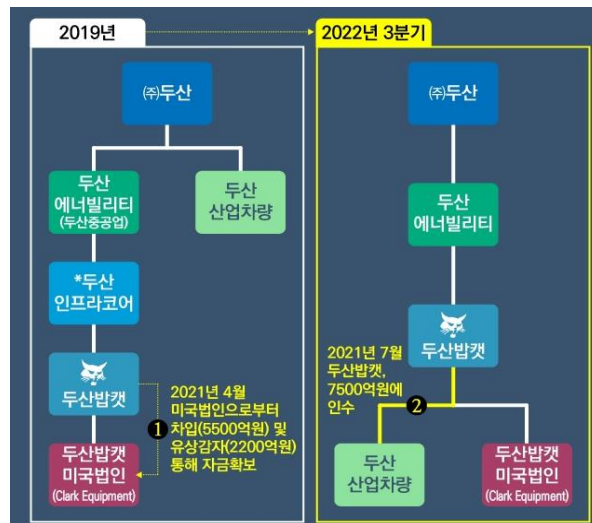


모든 지역에서 매출액은 증가하고 있으며, 특히 북미 지역은 전 제품군 판매 증가로 가파르게 성장 중이다. 향후에도 북미에서 공급자 우위 시장이 지속될 것으로 전망하며, 낮은 달러 재고를 고려하면 매출 증가세가 지속될 것으로 예상된다. EMEA(Europe, Middle East & Africa)는 유로화 약세에도 견조한 Compact 수요로 2021년, 2022년 각각 43%, 13% 성장하였다. EMEA 시장은 예상보다 수요는 견조하나 전쟁 등 경기 침체 우려로 향후 불확실성은 지속될 것으로 예상된다. ALAO(Asia, Latin America & Oceania) 시장은 금리 인상 및 일부 부품 공급 이슈 영향에도 불구하고 전년 대비 37% 성장했다. 향후 부품 수급 이슈 완화로 실적 개선을 기대한다.

2) 지배 구조, 최근 이슈



지주회사인 두산에너지빌리티가 51.05%로 최대주주이며, 그 외 국민연금공단이 7.12%, 두산밥캣의 CEO인 스캇성철박이 0.01%를 보유 중이다.



당사는 2021년 7월 (주)두산이 보유한 산업차량 사업 부문(현 두산 산업차량을 7500억원에 인수했다. (주) 두산은 매각 자금으로 두산에너지빌리티에 자금을 유입했고 두산밥캣은 두산산업차량으로부터 올해 2월 1909억원에 해당하는 배당금을 얻었다.

- 블록딜(시간 외 대량 매매) 이슈

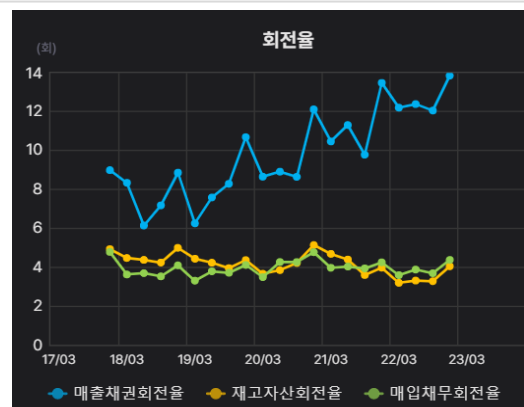
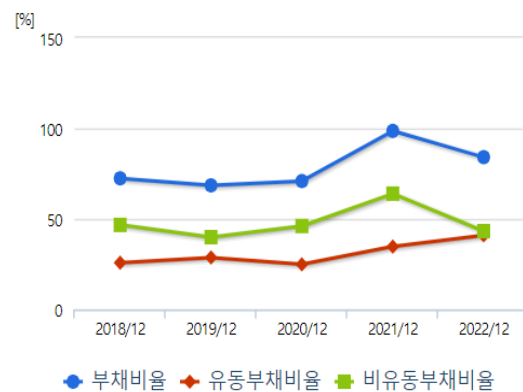
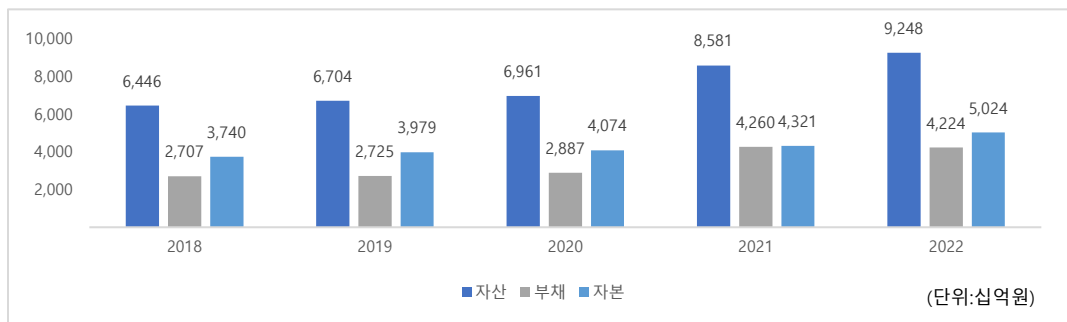
2022년 11월 두산밥캣 주가는 주식 500만 주(4.98%)에 해당하는 대규모 블록딜 소식에 급락한 바 있다. NH증권, 한국투자증권, 키움증권, 신영증권의 국내 4곳의 증권사가 두산밥캣의 지분 500만주를 블록딜 방식으로 매각하기 위해 기관투자자를 대상으로 수요예측을 진행했고, 다음날 두산밥캣의 주가는 전 거래일 대비 14% 하락했다. 앞서 4곳 증권사는 주가수익스왑(PRS)을 통해 두산밥캣 지분 986만 6525주를 사들였다. 당시 두산밥캣 주가가 급등하자 증권사들이 차익 실현을 위해 블록딜에 나선 것이다. 그러나 해당 이슈는 당사의 펀더멘탈과는 무관한 일시적인 악재로 양호한 실적 성장세를 바탕으로 현재는 블록딜 악재가 해소되어 50,000-52,000원 선으로 회복되었다.

- 미국 노스캐롤라이나주 스테이트빌 공장 증설

당사는 최근 2~3년 간 과감한 투자를 단행했다. 대표적으로 미국 노스캐롤라이나주 스테이트빌 공장을 증설한 바 있다. 스테이트빌 공장은 공기 압축기, 이동식 발전조명장비 등 당사의 포터블 파워 사업부 제품을 만들던 곳이다. 당사는 2019년부터 콤팩트 트랙터, 미니 트랙 로더, 소형 굴절식 로더 등 GME 제품들을 주문자 상표부착생산(OEM) 방식으로 생산하고 있었으나 지난해 증설 이후 스테이트빌 공장에서 자체 생산(In-house Production)을 시작했다. 공장 증설로 꾸준히 늘고 있는 GME 수요에 적극 대응하고 있으며 제품군 라인업도 확대하고 있다. 또한 이러한 북미 시장에서의 입지에 힘입어 달러를 통해 유럽 시장에도 진출하고 있다. 달러를 통한 영업방식은 수수료에 대한 비용이 발생하나, 기존 유럽 유통망을 이용할 수 있기에 유리한 측면이 있다.

3) 재무 분석

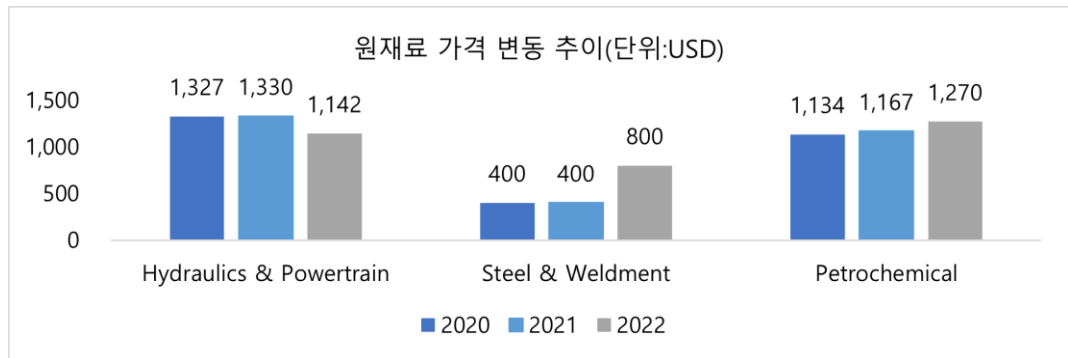
꾸준한 자본 증가로 자산 규모가 증가하고 있다. 당사는 지난해 2025년 만기인 3억 달러 규모의 선순위 담보부 채권을 조기 상환 하는 등 건조한 잉여현금흐름을 활용해 지난 수년 동안 차입금을 상환하고 있다. 차입 감축으로 부채비율과 순차입금비율도 2021년 말에 비해 소폭 감소했다. 더불어 영업실적까지 개선되면서 건조한 재무구조를 바탕으로 두산그룹 내에서 가장 많은 현금을 창출하고 있다. 또한 분기가 거듭될수록 매출채권회전율이 올라가는 점은 긍정적으로 판단한다.



- 손익계산서

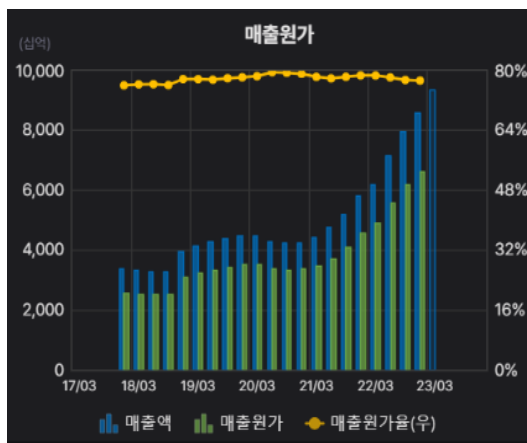
비용: 과거 3개년 간 원재료 및 판가 인상

공급망 대란으로 인해 지난 3개년 간 당사의 주요 원재료 가격은 상승세를 보였다. 이에 당사는 물가 인상분을 반영하여 대표 품목의 가격 인상을 단행해왔다. 지속적인 금리 인상에도 불구하고 고인플레이션 상황이 지속되고 있으나 소비자에게 가격 전가를 할 수 있는 당사는 원자재 가격 상승으로 인한 비용 부담에서 자유로워 수익성을 방어하는 데 유리할 것으로 판단한다.

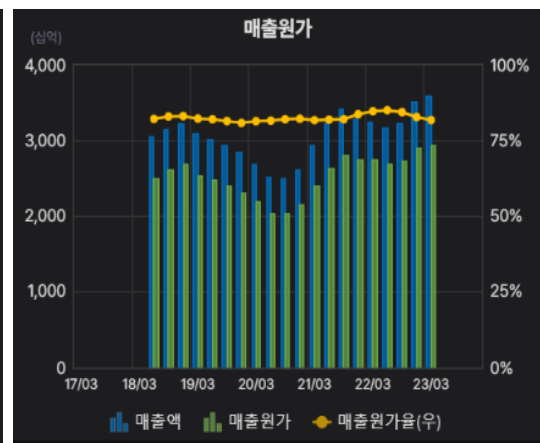


매출원가: 당사의 제품당 원가율은 77~78% 수준으로 건설기계장비 제조업 특성상 높은 편이다. 국내 경쟁사 2곳(HD현대건설기계, HD현대두산인프라코어)의 원가율도 80% 내외로 비슷한 수준을 기록하고 있다.

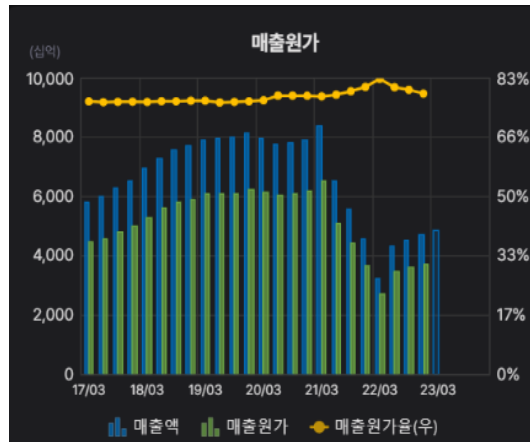
두산밥캣



HD현대건설기계

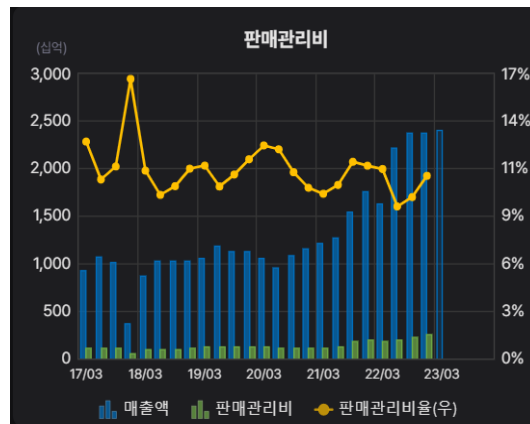


HD현대두산인프라코어

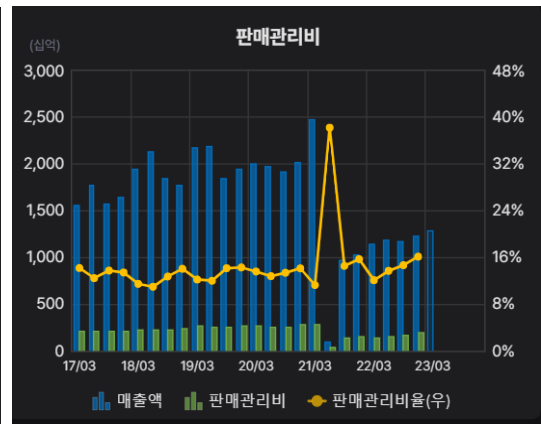


판관비: 판관비는 추세적으로 하락하고 있으며 평균적으로 10% 정도의 매출액 대비 판관비율을 기록하고 있다. 이는 경쟁사 HD현대건설기계 13%, HD현대두산인프라코어 14%에 비해 다소 낮은 수준이다. 다만 광고선전비가 꾸준히 상승하고 있다는 점은 지켜보아야 한다.

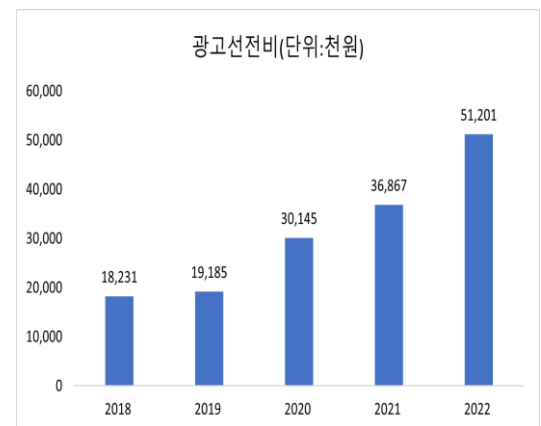
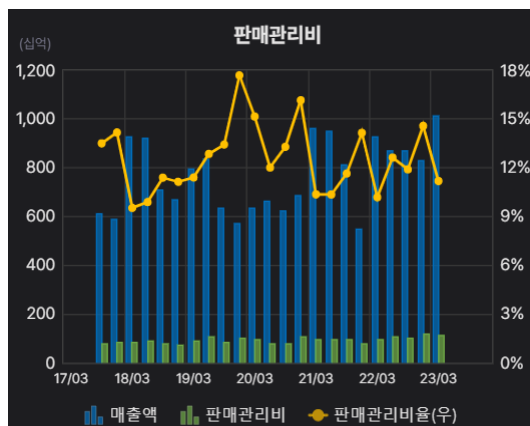
두산밥캣



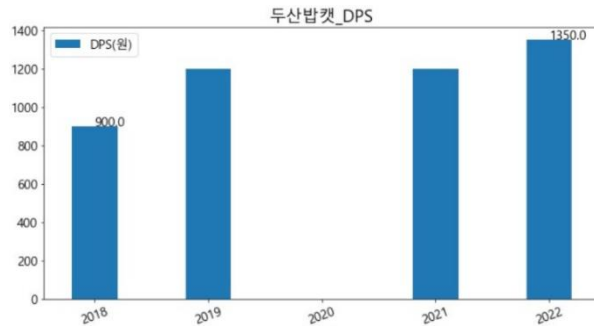
HD현대건설기계



HD현대두산인프라코어



배당: 연속적으로 배당을 지급해온 편이나 이례적으로 2020년은 지급하지 않았다. 그 이유는 코로나 19로 인한 사업 불확실성과 모그룹과 모회사의 부채비중이 높았던 것으로 예상된다. 이후 업황이 개선되고서는 배당을 꾸준히 이어오고 있다.



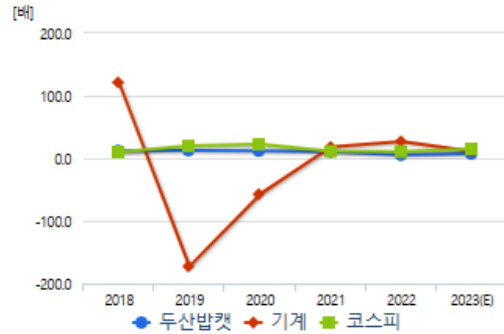
동사의 2022년 말 연결 기준 재고자산은 13억 280만 달러, 전년 대비 3억 2996만 달러로 34% 가량 증가했다. 2021년에도 전년 대비 3억 6642만 달러의 재고자산이 증가했지만 이는 전략적 요인으로써 (주)두산으로부터 산업차량BG를 넘겨받았던 것이 작용했다. 그러나 2022년 재고 증가는 사업적인 요인으로 보유 현금 감소 리스크를 안고도 향후 제품 수요에 대한 확신을 갖고 재고를 확충한 것으로 판단한다. 실제로 동사의 현금 및 현금성자산 보유량은 2022년 말 5억 5157억 달러로 전년 대비 31% 감소했다.



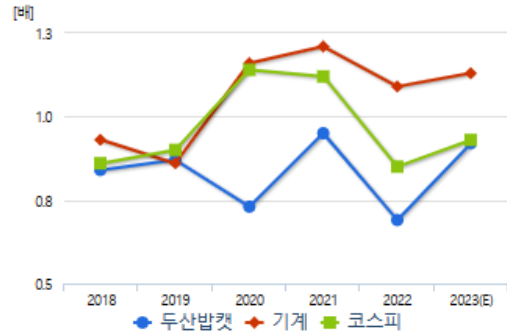
(자료=금융감독원 전자공시시스템)

- 재무비율 현황

PER 1 2



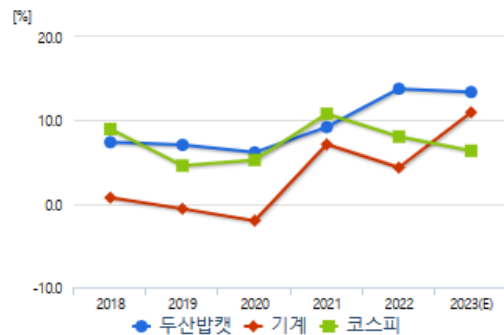
PBR 1 2



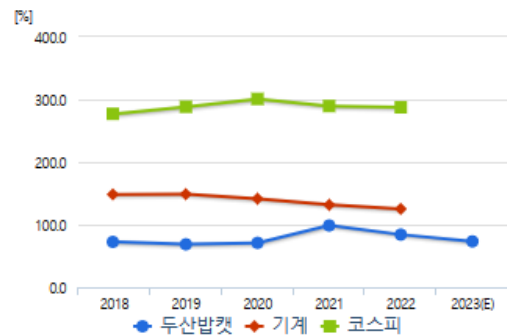
항목	2021	2022	2023(E) -
두산밥캣	10.59	5.39	7.29
기계	18.20	26.80	11.38
코스피	11.05	10.86	15.02

항목	2021	2022	2023(E) -
두산밥캣	0.95	0.69	0.92
기계	1.21	1.09	1.13
코스피	1.12	0.85	0.93

ROE 1 2



부채비율 1 2



항목	2021	2022	2023(E) -
두산밥캣	9.19	13.78	13.39
기계	7.11	4.33	10.96
코스피	10.78	8.05	6.35

항목	2021	2022	2023(E) -
두산밥캣	98.57	84.07	73.13
기계	131.62	125.18	
코스피	289.47	287.46	

투자 포인트

1) 견고한 수주잔고 바탕으로 포트폴리오의 다각화

높은 Backlog와 낮은 딜러재고로 견고한 수요 반증

1분기 실적 컨퍼런스콜에 따르면 현재 딜러 재고는 1.8~1.9개월 수준이다. 이는 평균치인 4개월 이상과 거리가 먼 상황이다. 평균치보다 확연히 낮은 딜러 재고와 높은 Backlog를 통해 현재 당사의 수요 자체는 매우 탄탄한 상황이라고 볼 수 있다. 탄탄한 수요를 바탕으로 당사는 주택부문의 의존도를 낮추고 신사업(산업차량과 농업, 조경용 장비)로 포트폴리오를 다각화하고 있다.

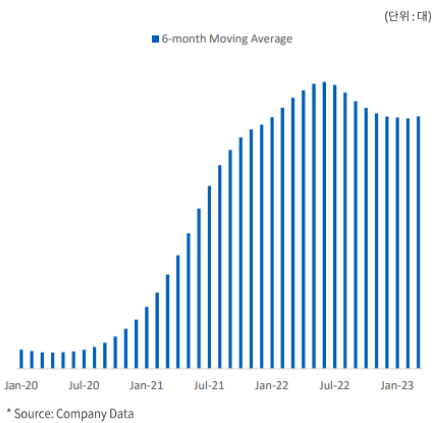
산업차량과 농업 분야로 포트폴리오 다각화

산업차량의 경우 북미 제조업에서의 리쇼어링 투자 확대로 수요가 증가하고 있다. 또한 산업 차량의 경우 출시 초반 6% 정도 마진율이 나오다가 물류비 이슈로 1%로 떨어진 적이 있었다. 하지만 2022년 재료비와 운송비, 인플레이션 둔화와 주요 제품의 가격 상승으로 다시 10%로 개선되었다. 이와 더불어 농업, 조경 장비(GME) 제품군으로도 포트폴리오를 확장하고 있다. 산업구조상 미국, 유럽과 같은 선진국에서 경제가 발전할수록 농촌의 도시화 현상이 가속화되면서 소형 기계자입의 수요가 늘어날 수 있다. 실제 북미 지역의 농업 인구가 증가하면서 농업 및 조경 산업 규모도 지속적인 성장세를 보이고 있다. (북미 콤팩트 트랙터 시장규모는 연간 약 24만대 수준, 모어(Mower, 예초기) 시장은 연간 약 81만대 수준)

신사업부문에서의 성과를 통해 매출 상승

이를 통해 북미에서 매출액이 전년 대비 12.7억 달러 증가했다. 이는 미국의 주택 경기 둔화 영향이 크지 않았으며, 오히려 산업차량과 GME(농업, 조경용 장비)의 매출이 증가했다는 것을 시사한다. 수요가 탄탄한 상황에서 실적은 얼마나 많이 만들어 제때 운송할 수 있느냐에 달려 있다. 이 점에서 산업차량의 경우 가동률 93.4%로 탄탄한 수요에 부응하는 가동률을 보여주었다.

■ 북미 Backlog 추이



구분	사업소	제9기
Compact Equipment	국내	-
	해외	74,5%
Portable Power	국내	-
	해외	27,2%
산업차량	국내	94,6%
	해외	87,8%
	계	93,4%

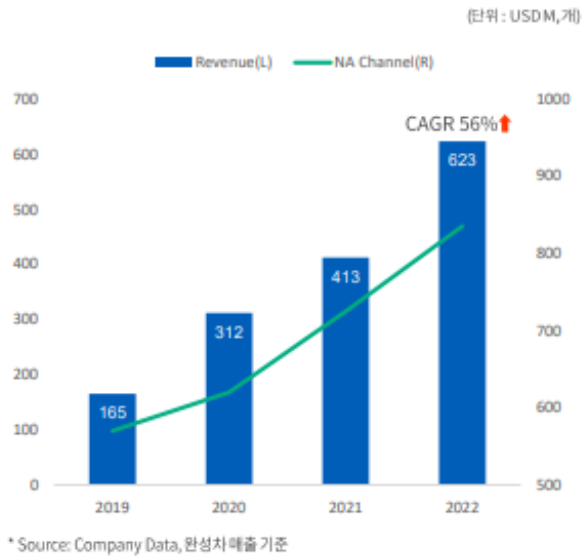
2) 시장 점유율 확대를 위한 준비

딜러 인센티브와 차별화된 딜러관리 프로그램 운영

당사의 매출 중 가장 큰 비중을 차지하는 Compact Equipment 시장은 견고한 브랜드 인지도와 폭넓은 딜러 네트워크를 지닌 선두업체들이 시장 과반 이상의 점유율을 차지하고 있다. 당사는 시장 커버리지와 시장 점유율을 늘리는 것을 판매전략의 핵심으로 세우고 있고 이를 위해 딜러 인센티브 프로그램을 운영하고 있다. 또한 차별화된 딜러 관리 프로그램과 다양한 딜러 대상 교육 프로그램을 도입하여 밥캣에 대한 이해도를 높이는 등 장기적인 관계유지를 위해 지속적인 투자와 지원을 하고 있다.

딜러 판매 제도를 통해 유럽 시장의 연착륙 기대

이로 인해 북미 시장에서는 딜러의 이탈이 매우 낮은 편이고 딜러와의 계약기간이 평균 29년을 상회하고 있다. 또한 새로 진출하는 유럽시장도 딜러 판매 방식을 이용하여 이미 존재하는 딜러망을 이용할 수 있다는 점도 유럽 시장 진출에 이점이 될 수 있다. 따라서 당사의 마케팅 비용 증가는 딜러 인센티브로 인한 비용의 증가로 꾸준한 수요를 반증하고 있다고 볼 수 있다. 1분기 컨퍼런스콜에서 '마케팅 비용의 증가가 있다'라고 한 점은 이와 같은 맥락에서 딜러 인센티브 제도의 순항과 탄탄한 수요를 나타낸다.



생산/판매

- NA : Compact Tractor 일부 모델 자가 생산 개시('23년) 채널 추가 확대, 신규 딜러의 판매 증대 집중
- EMEA: 기존 딜러망 활용한 판매 확대
GME 전문 딜러 발굴

제품

- NA : MTL, SAL, ZTR 등 신모델 출시
전동/무인 Mower 출시
- EMEA: GME 제품 런칭(CT & Mower)

3) 제품의 다양성과 우수성

폭넓은 제품 라인업으로 고객 니즈 충족

Compact Equipment 부문에서 폭넓은 제품 라인업을 갖추지 못한 경우 다양한 니즈를 지닌 고객에게 적합한 제품을 공급하기가 어렵다. 따라서 다양한 브랜드를 같이 취급하는 딜러의 경우, 폭넓은 제품 라인업을 보유한 브랜드 제품의 판매에 집중할 수 밖에 없으며 이를 갖추지 못한 경우 딜러들의 모집/유지가 어려운 상황이다. 이 부분에서도 당사 산업차량의 주요 제품은 핸드파렛트부터 30톤급 지게차까지 Full line-up을 갖추고 있다.

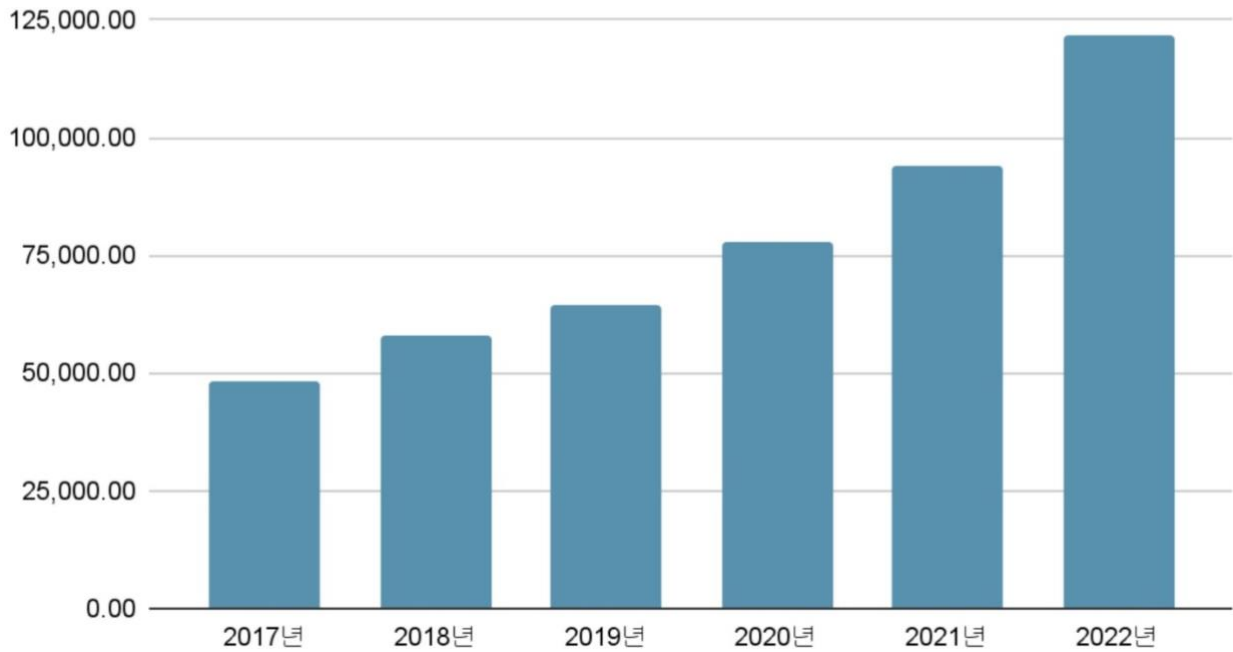
		BOBCAT	Caterpillar	JCB	John Deere	Hyundai
Compact Loaders	Compact Track Loaders	12	8	4	5	7
	Skid-steer Loaders	13	8	4	6	
	Compact Wheel Loaders	2	7	6	6	
	Small articulated Loaders	2	9			
	Mini Track Loaders	1				
Excavators	Compact Excavators	21	18	10	5	18
	Large Excavators	2		6		

Tractors		20	9	2	117	
Mowers	Zero-turn Mowers	17	2		23	
	Walk-behind Mowers	3			6	
	Stand-on Mowers	4			8	
Utility Vehicles		4	2			
Toolcat Utility Work Machines		2				
Telehandlers		4	7	16		5
Light Compaction	Rammers	3				
	Forward Plate Compactors	3	27		3	7
	Reversible Plate Compactors	3				
	Trench Rollers	1	22			

**첨단 기술 접목,
배기가스 규제를
위한 MOU**

경쟁사들과 제품의 종류를 비교해보았을때 당사의 제품이 가장 종류가 많은 것을 확인할 수 있다. 또한 당사는 2019년 스마트폰을 이용한 원격 조종 기술인 맥스 컨트롤을 출시하여 좁은 공간, 험지에서 시야와 안전을 확보한 상태로 원격작업을 할 수 있는 기술을 개발하였고, 2022년 세계 최초의 완전 전동식 건설장비와 자율 작업기능(Autonomous Features)를 탑재한 전기 굴착기 'E35e'를 출시하였습니다. 이를 통해CES2022혁신상에서 세계 최초 완전 전동식 건설장비로 2개 부문 수상을 했다. 추후 연구개발 부문에서도 북미 배기가스 규제를 맞추기 위해 수소 지게차 개발 MOU를 SK Plug와 체결했고, 미국 벤처기업과의 협업을 통해 무인화 솔루션의 핵심기술인 레이더 센서 개발을 위해 지분투자 협약을 맺었다. 이와 함께 당사의 연구개발비가 2017년 이후로 꾸준히 증가한다는 점 또한 제품의 다양성과 우수성을 유지해 나갈 수 있을 것이다.

연구개발비 추이(단위:USD천)



완전 전동식 CTL 'T7X'



- 일반적인 배터리 장비와 달리, 유압 시스템을 완전히 제거한 세계 최초의 All-electric(완전 전동식) 건설장비
- 순간적으로 고출력의 전력 공급이 가능해 작업 대기를 위해 소모되는 에너지가 없어 에너지 효율과 생산성 극대화
- 전력 조절 기능으로 제품 손상을 막아 긴 내구성을 보장
- 소음과 진동이 현저히 적어 도심에서도 작업이 용이하고 쾌적한 작업 환경을 제공
- 부품 수가 절반에 불과하며 특히 엔진, 파워트레인, 유압부품 등 주요 고장부위가 없으므로 TCO가 7분의 1 수준
- Sunbelt Rentals에서 초기 물량 100대 구입

전기 굴착기 'E35e'



- 3톤급 미니 전기 굴착기
- 소음이 적고 동급 디젤 장비 대비 TCO 절감
- 운전석 전면 창에 터치식 투명 OLED 디스플레이 탑재
- 5G 원격 조종이 가능한 차세대 맥스 컨트롤 기술 : 이종 (異種) 장비 간에도 원격 조종 가능
- 자율 작업기능(Autonomous Features) : Auto-dig, auto-trench, flat-bottom dig 등 수행
- E35e는 2022년 출시 예정 (*탑재된 기술들은 출시일 미정)

리스크

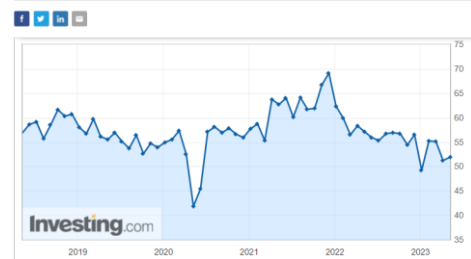
1. 시장 경기에 대한 우려는 여전

북미 시장의 경우 미국 산업생산은 개선되고 있지만 구매관리자지수는 부진하여 경기에 대한 우려는 여전하다. ISM 제조업 구매관리자 지수는 2023년 5월 1일 기준 47.1이며 ISM 비제조업 구매관리자 지수는 2023년 5월 3일 기준 51.9이다. 제조업 PMI 지수의 경우 4월에 비해 5월에 반등했기에 앞으로의 흐름이 중요하다.

미국 ISM 제조업 구매관리자 지수(PMI)

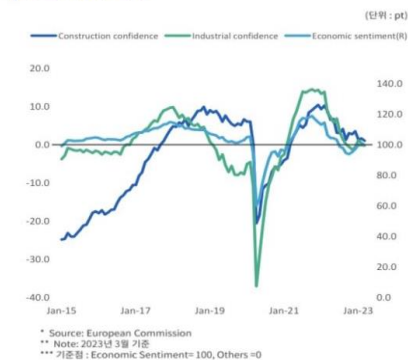


미국 ISM 비제조업 구매관리자지수(PMI)



유로존의 경우 산업신뢰지수, 경제심리지표 등이 기준선에 근접하여 경기에 대한 불확실성이 여전히 존재한다. 건설지표의 경우 건설 허가는 감소하나 건설 생산은 반등하고 있어 추이를 지켜보아야 할 것이다.

유로존 경제 심리지표



유로존 건설지표



2. 북미 시장 내 경쟁 심화

다수의 기업이 북
미 시장으로 본격
적으로 진입하여
경쟁 심화

미국 인프라 법안 통과 및 중국 건설경기 둔화로 북미 타겟팅 경쟁이 가열되고 있다. 기존에 북미를 주요 판매처로 하지 않던 기업도 북미 시장으로의 확장을 진행 중이다. 대표적 사례로 현대두산인프라코어는 기

존 주요 매출처였던 중국의 건설경기가 후퇴하자 북미 및 신흥국으로의 판매를 시작한 바 있다. 그 결과 2021년 중국 시장 매출액이 전년 동기 대비 26%가 감소했지만 북미 매출은 36.3%가 증가했다. 이러한 기조를 지속적으로 확대하여 2022년에는 북미 매출액이 41% 증가했다. 대동의 경우도 마찬가지이다. 북미 도심지 협소지역 공사 증가로 수요가 증가하자 CK, DK 시리즈 상품성을 강화하여 북미 매출액이 2022년 기준 전년에 비해 34% 증가하였다. 따라서 두산밥캣 또한 북미 건설장비 시장의 기회를 잡기 위해, 유입되는 player들 사이에서 기술력, 경영 전략, 재무구조 등에서 우위를 점하는 것이 중요하다.

3. 높은 가동률

90%에 달하는 가동률. BUT 공장 증설

사업연도의 가동률은 생산실적/생산능력으로 계산한다. 2022년 기준 산업차량의 국내 가동률은 94.6%, 해외 가동률은 93.4%였다. 매출의 대부분을 차지하는 Compact Equipment의 경우 해외 가동률이 74.5%로 안정적이지만 최근 매출 비중을 늘리고 있는 산업차량의 경우 가동률이 상당히 높은 수준이다. 2021년의 경우에도 산업차량의 국내 가동률 93.5%, 해외 가동률 85.0%로 미루어 보아 두산밥캣의 산업차량 수요는 안정적이며 그에 맞추어 높은 수준의 가동률로 생산하고 있음을 알 수 있다. 두산밥캣의 사업다각화라는 목표를 위해선 산업차량의 매출 비중 증가, 생산량 증가가 필수적이기에 공장의 생산능력(capacity) 증대가 필요한 상황이다. 이에 따라 2022년 10월 770억원을 투자하여 미국 스테이트빌 공장의 증설을 마쳤고 2023년부터 안정적인 가동률 확보가 가능할 것이라 예상한다.

밸류에이션

목표주가 제시 추정 EPS, PER

두산밥캣의 목표주가는 63200원으로 제시한다. 밸류에이션은 Peer그룹의 Per을 활용한 상대가치 평가법을 사용하였다. 최근 3개년 간의 매출액, 영업이익, 당기 순이익을 활용하여 2023년 말 해당 지표와 추정 EPS를 구했고 Peer그룹의 Per에 가중치를 부여하여 적정 Per을 추정하였다.

매출액 측면에서 두산밥캣은 최근 3년간 폭발적인 매출 성장을 이끌어냈다.

추정 매출액, 영업이익, 순이익

2021년 매출액은 5조8162억 원으로 2020년 4조 2820억원에 비해 약 36%의 성장률을 보여줬고, 2022년에는 8조 6219억 원을 기록하며 48%의 매출액 성장률을 보여줬다. 최근 3개년 간의 매출성장률은 평균 42%로 나타났다는 것을 미루어 보아 북미에서의 입지 확보 및 안정화를 성공적으로 이루어 냈다고 판단 후, 지속적인 투자와 매출 성장을 고려하여 2023년 말 매출액은 분기 당 10%씩의 매출 성장을 가져올 것이라고 추정하였다. 분기 별 평균 매출액을 23년 1분기 21200원으로 보정하여 값을 계산한 결과 2023년의 매출액은 9조 8389억원으로 추정하였다.

영업이익률과 순이익률은 최근 3년간의 평균값을 고려해 각각 12%, 7%를 부여하였고 이를 계산한 결과 영업이익은 1조 1807억원, 당기순이익은 6887억원이 발생할 것으로 보인다. 따라서 추정 EPS는 당기순이익을 발행 주식수 100,249,166로 나눈 6,870원으로 계산되었다.

Peer 그룹 선정

두산밥캣의 Peer그룹은 두산밥캣의 소형기계 산업 특성 상 북미시장에 중점을 두어야 한다고 판단하여 북미시장 및 글로벌 시장에서 높은 점유율을 가진 글로벌 기업들과, 해당 분야에 있어서 경쟁구도를 가지고 있는 국내 기업 2곳을 선정하여 Peer그룹으로 설정하였다.

	PEER GROUP	PER	가중치	가중평균	핵심 사업
국내	HD 현대건설기계	11.15	0.2	2.23	건설, 농기계
	대동	6.91	0.05	0.3455	농기계
일본	구보타	15.94	0.3	4.782	농기계, 건설
과점	디어 앤 컴퍼니	14.13	0.15	2.1195	농기계, 건설, 금융
	씨엔에이치	9.56	0.15	1.434	농기계, 건설, 트럭
	아그코	9.81	0.15	1.4715	농기계, 관련부품

국내기업은 HD현대건설기계와 대동을 꼽았고, 글로벌기업의 경우 DEERE & CO, CNH, AGCO, KUBOTA 4곳을 선정하였다.

가중치 부여

HD건설기계의 경우 국내에서 두산밥캣과 함께 북미시장 개척에 경쟁을 가하고 있는 기업이기 때문에 0.2의 가중치를 부여하였고, 대동의 경우 수출 호조가 있었지만 매출액, 영업이익, 순이익 측면에서 두산밥캣에 비해 상대적으로 낮고, 북미 시장에서 높은 시장 점유율을 가지고 있는 타 글로벌 기업이 있기 때문에 0.05의 가중치를 부여했다.

DEERE & CO, KUBOTA, CNH, AGCO는 농기계 부문에서 글로벌 시장의 40%를 차지하고 있으며, 두산밥캣의 주요 품목인 콤팩트 트랙터 같은 중소형 장비들도 판매라인을 갖추고 있어 시장점유율, 제품 유사도 등을 고려하여 Peer 그룹에 선정하게 되었다. 또한 글로벌 기업의 농기계 부문 중, 두산밥캣과 유사한 콤팩트 트랙터, 소형 중장비의 매출액 점유율을 분석하여 각각 0.15 내외의 가중치를 부여하였다. 반면, KUBOTA는 두산밥캣과 제품 유사도, 판매 라인 등이 타 기업들보다 흡사하기 때문에 0.3이라는 높은 가중치를 부여해주었다. 이후 가중평균된 값으로 Target P/E를 계산한 결과 12.38의 PER이 도출되었다. 그러나, 글로벌 기업의 북미 시장 인지도 및 점유율, 매출 성장 등을 고려했을 때 가중평균된 Target P/E를 그대로 적용 시 고평가의 우려가 발생할 수 있다고 생각하여, 두산밥캣의 매출추이, 북미 시장 성장 잠재력 등을 고려해 25%의 할인율을 적용하는 것이 옳바르다고 판단하였고, 25%를 디스카운트한 결과 9.28의 Target P/E를 구할 수 있었다.

따라서 목표주가는 EPS와 PER을 곱한 값인 63800원이며, 현재주가인 50200원보다 약 27%의 Upside가 있다고 판단한다.