

Morning Brief

2021. 10. 29

* 본 자료는 금일 공표된 리포트의 통합본입니다.

Today's Comment

[기업]

DL이앤씨 (375500KS / BUY 유지 / TP 190,000원 유지) : 수익성 위주의 전략 성과를 보여준 3분기 실적 -----김미송
 대우건설 (047040KS / BUY 유지 / TP 9,000원 하향) : 보수적인 회계처리로 부실 리스크 제한적 -----김미송
 삼성엔지니어링 (028050KS / BUY 유지 / TP 30,000원 유지) : 안정적인 이익에 더해 환경사업에 앞서고 있음 -----김미송
 풍산 (103140KS / BUY 유지 / TP 50,000원 유지) : 재고비축 효과 제거로 22년 이익률 정상화 전망 -----김미송
 현대제철 (004020KS / BUY 유지 / TP 79,000원 유지) : 주가는 실물 수급이 타이트한 점을 반영할 필요! -----김미송
 삼성전자 (005930KS / BUY 유지 / TP 105,000원 유지) : 이젠 긍정적 시그널에 민감할 때 -----박성준
 LG이노텍 (011070KS / BUY 유지 / TP 270,000원 유지) : 생각보다 더 좋은 실적 -----박성준
 롯데칠성 (005300KS / BUY 유지 / TP 180,000원 유지) : 3Q21 Review: 원가 부담에도 어닝 서프라이즈 -----김혜미

[전략]

국내외 경제이슈 : 미 증시, 경제지표가 혼조세를 보인 가운데, 기업실적 호조에 상승 마감 -----채현기

주요국 증시				환율 · 금리 · 상품			
	종가	전일비	%		종가	전일비	%
미국지수				환율			
DOW	35,730.48	239.79	0.68	원/달러	1,169.58	-0.85	-0.07
NASDAQ	15,448.12	212.28	1.39	엔/달러	113.58	-0.25	-0.22
S&P 500	4,596.42	44.74	0.98	원/엔	10.29	-0.01	-0.06
Phil 반도체	3,438.83	78.54	2.34	원/유로	1,359.17	2.39	0.18
유럽지수				금리			
영국 (FTSE)	7,249.47	-3.80	-0.05	CD(91일)	1.10	0.00	0.00
프랑스 (CAC)	6,804.22	50.70	0.75	국고채 3년	2.04	-0.03	-1.55
독일 (DAX)	15,696.33	-9.48	-0.06	미국채 2년	0.49	-0.01	-2.74
아시아지수				미국채 10년	1.58	0.04	2.51
한국 (KOSPI)	3,009.55	-15.94	-0.53	상품			
한국 (KOSDAQ)	1,000.13	-8.82	-0.87	금(NYMEX)	1,801.60	3.70	0.21
일본 (NIKKEI)	28,820.09	-278.15	-0.96	구리(LME)	9,666.50	118.50	1.24
대만 (가권)	17,041.63	-32.92	-0.19	철강(중국내수)	5,404.00	-146.00	-2.63
홍콩 (항셍)	25,555.73	-73.01	-0.28	BDI	3,808.00	-248.00	-6.11
중국 (상해종합)	3,518.42	-43.89	-1.23				
인도 (SENSEX)	59,984.70	-1,158.63	-1.89				

※ 본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다

DL 이앤씨 (375500KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 190,000 원 (유지)

Analyst 김미송

02-6923-7336

misongkim@capefn.com

RA 이규익

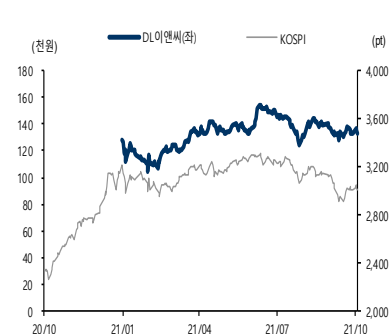
02-6923-7359

kyuikk@capefn.com

Stock Data

주가(10/28)	132,500원
액면가	5,000원
시가총액	2,565십억원
코스피 시총대비	0.12%
52주 최고/최저가	153,500원/104,000원
120일 평균거래대금	16십억원
외국인지분율	26.61%
주요주주	DL 외 5 인 23.63%
	국민연금공단 13.41%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-1.5	-1.1	0.0
상대주가(%)	1.4	4.5	0.0

수익성 위주의 전략 성과를 보여준 3분기 실적

수익성 위주의 성장 전략이 돋보였던 21년 3분기 실적

- 21년 3분기 연결 영업이익 2,589억원으로 당사와 시장 예상을 상회. 별도 플랜트 매출이익률이 25.8%를 기록하면서 일회성 이익이 반영된 영향.
- 누적 신규수주는 5.5조원으로 연간 가이던스 11.5조원에 못 미치는 상황. DL이앤씨 별도 수주 목표는 8.5조원. 이 중 주택 목표는 6조원인데, 몇 백억 빠지는 수준의 수주가 예상됨. 도시정비 일정 지연 등의 영향. 3분기 누적 2.5조원 수주했고, 연내 대기중인 사업권 기 확보 물량 1.5조원 감안시 4조원을 확보했다고 보면 됨. 플랜트는 연간 1.5조원이 목표인데 초과 달성하면서 주택 수주 부족분을 만회할 전망. 토목은 연간 목표인 1조원을 무난히 달성할 전망.
- 3분기 누적 영업이익은 6,877억원으로 연간 목표 8,300억원의 83%에 달하는 진도율을 보임.
- 우려는 주택 분양 물량이 1.6만세대로 올해 목표 2만세대를 밑돌 전망. 방배6구역 사업장이 공사비 인상 문제로 갈등 끝에 계약 해지되었고, 인허가와 사업 지연으로 일정이 밀린 영향.
- 실적을 평가하면, DL이앤씨는 플랜트 사업 부문의 구조조정을 3년전에 마무리하면서 수익성 위주의 성장 전략을 펼치고 있음. 주택 부문에서도 시공 능력이 뛰어나 높은 매출이익률을 유지하고 있어 안정적인 이익 창출이 가능하다고 판단함.

투자의견 BUY와 목표주가 19 만원을 유지함

- 환경관련 사업에서 규모는 작지만, 지난 8월 대산파워로부터 이산화탄소 포집 공장 건설공사를 수주하면서 성장 발판을 마련. 23년 상반기 설비가 준공되면 생산된 액체 이산화탄소는 반도체 세정제, 의약품 등 국내 수요처로 공급될 예정임. 현대오일뱅크와 친환경 건축 소재 상용화를 위한 MOU도 체결. 정유시설에서 발생하는 부산물인 탈황 석고와 이산화탄소를 활용해 탄산화 제품 생산 공장을 건설하기 위함. 올해 설계를 마치고 22년 착공할 계획.
- 순현금 9,531억원을 보유 중이고, 기대 ROE가 14%이상이라는 점을 감안하면 현재 주가는 저평가 상태라고 판단. BUY의견을 유지함.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	N/A	N/A	7,793	9,211	10,087
영업이익	(십억원)	N/A	N/A	910	1,002	1,153
영업이익률	(%)	N/A	N/A	11.7	10.9	11.4
지배주주순이익	(십억원)	N/A	N/A	588	565	650
EPS	(원)	N/A	N/A	27,621	26,325	30,279
증감률	(%)	N/A	N/A	0.0	-4.7	15.0
PER	(배)	N/A	N/A	4.8	5.0	4.4
PBR	(배)	N/A	N/A	0.7	0.6	0.5
ROE	(%)	N/A	N/A	14.5	14.5	14.6
EV/EBITDA	(배)	N/A	N/A	1.8	1.1	0.5
순차입금	(십억원)	N/A	N/A	-1,315	-2,038	-2,831
부채비율	(%)	N/A	N/A	93.2	87.6	80.2
배당수익률	(%)	N/A	N/A	2.0	2.2	2.6

표1. DL이앤씨 실적 요약 및 전망											(단위: 십억원, %)	
	2020	2021E	2022E	2023E	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	8,800	7,793	9,211	10,087	1,700	1,922	1,807	2,364	2,107	2,195	2,289	2,620
YoY(%)	15.6%	-11.4%	18.2%	9.5%	-18.4%	-24.5%	-18.7%	-14.6%	24.0%	14.2%	26.7%	10.8%
DL이앤씨(별도)	6,279	5,375	6,029	6,460	1,195	1,330	1,233	1,618	1,374	1,437	1,503	1,716
토목	896	810	857	918	180	208	187	235	206	209	213	229
주택	4,052	3,552	3,769	4,132	744	899	826	1,083	870	903	936	1,060
플랜트	1,304	1,013	1,403	1,410	272	223	220	299	298	324	354	427
DL이앤씨 해외		391	601	839	86	96	107	101	120	133	146	202
DL건설	2,080	2,027	2,581	2,788	418	493	465	652	613	625	640	703
매출원가	7,161	6,472	7,672	8,348	1,379	1,598	1,474	2,021	1,755	1,807	1,907	2,202
매출원가율(%)	81.4%	83.1%	83.3%	82.8%	81.1%	83.1%	81.6%	85.5%	83.3%	82.3%	83.3%	84.0%
DL이앤씨(별도)	81.1%	82.6%	83.4%	83.1%	81.4%	82.1%	81.0%	85.1%	83.3%	82.3%	83.4%	84.3%
토목	90.2%	91.0%	89.0%	88.0%	87.4%	86.7%	92.5%	96.3%	89.0%	88.0%	89.0%	89.9%
주택	78.6%	80.0%	80.0%	80.0%	78.8%	80.2%	80.2%	80.5%	80.0%	79.0%	80.0%	80.9%
플랜트	84.1%	85.0%	89.0%	89.0%	84.5%	85.7%	74.2%	92.9%	89.0%	88.0%	89.0%	89.8%
DL이앤씨 해외		74.0%	75.0%	76.0%	83.7%	81.2%	74.0%	61.0%	75.0%	74.0%	75.0%	75.7%
DL건설	85.1%	86.0%	85.0%	84.0%	80.5%	86.5%	86.0%	89.1%	85.0%	84.0%	85.0%	85.9%
매출총이익	1,471	1,321	1,540	1,739	321	324	333	343	351	388	382	418
DL이앤씨(별도)	1,162	935	1,002	1,092	222	238	234	241	229	254	250	270
DL건설	309	284	387	446	81	67	65	71	92	100	96	99
해외	0	102	150	201	17	18	30	39	30	35	36	49
판관비	493	410	538	586	121	95	74	121	135	135	135	135
판관비율(%)	5.6%	5.3%	5.8%	5.8%	7.1%	5.0%	4.1%	5.1%	6.4%	6.1%	5.9%	5.1%
영업이익	1,053	910	1,002	1,153	200	229	259	223	217	254	247	284
YoY(%)	-6.8%	-13.5%	10.0%	15.1%	-25%	-20%	58%	-42%	9%	11%	-4%	27%
영업이익률(%)	12.0%	11.7%	10.9%	11.4%	11.8%	11.9%	14.3%	9.4%	10.3%	11.6%	10.8%	10.8%
DL이앤씨(별도)	741	613	580	639	152	160	154	147	124	148	144	164
DL이앤씨 해외		85	125	165	18	17	23	27	24	28	30	43
DL건설	229	213	297	349	63	54	53	43	69	77	73	77
영업외손익	-144	21	8	8	31	-37	22	5	2	2	2	2
금융손익	-41	23	12	12	16	-5	5	7	3	3	3	3
기타영업외손익	-91	6	-4	-4	13	-22	17	-2	-1	-1	-1	-1
지분법관련손익	-12	-8	0	0	2	-10	0	0	0	0	0	0
세전이익	909	932	1,009	1,161	231	192	281	228	219	256	249	285
법인세	282	276	303	348	57	76	75	68	66	77	75	86
법인세율(%)	31.0%	29.6%	30.0%	30.0%	24.5%	39.7%	26.6%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
순이익	627	656	707	813	175	116	206	159	153	179	175	200
YoY(%)	-11.7%	4.6%	7.8%	15.0%	-21.8%	-44.0%	-10.0%	흑전	-12.3%	54.7%	-15.3%	25.4%
순이익률(%)	7.1%	8.4%	7.7%	8.1%	10.3%	6.0%	11.4%	6.7%	7.3%	8.2%	7.6%	7.6%
지배기업순이익	504	588	565	650	160	106	195	127	122	143	140	160
신규수주	10,121	11,500	12,000	12,600	1,470	1,804	2,214	6,079	2,890	3,000	3,065	3,045
DL이앤씨(별도)	7,415	8,500	8,900	9,400	973	1,332	1,546	4,649	2,145	2,225	2,285	2,245
토목	1,061	1,000	1,100	1,200	82	126	366	426	265	275	325	235
주택	6,028	5,800	5,800	6,000	396	1,099	1,005	3,300	1,430	1,450	1,455	1,465
플랜트	326	1,700	2,000	2,200	495	108	108	990	450	500	505	545
DL건설	2,706	3,000	3,100	3,200	498	472	668	1,363	745	775	780	800
수주잔고	22,034	26,132	29,522	32,873	21,099	20,593	19,673	26,132	27,035	27,973	28,895	29,522
DL이앤씨(별도)	16,555	19,680	22,551	25,490	15,818	15,345	14,410	19,680	20,451	21,239	22,021	22,551
토목	3,240	3,430	3,672	3,954	3,325	3,288	3,162	3,430	3,489	3,555	3,666	3,672
주택	12,249	14,497	16,527	18,396	11,547	10,987	10,220	14,497	15,057	15,603	16,122	16,527
플랜트	1,066	1,753	2,351	3,140	946	1,070	1,028	1,753	1,905	2,081	2,233	2,351
DL건설	5,479	6,452	6,971	7,383	5,324	5,248	5,263	6,452	6,584	6,734	6,874	6,971

자료: 케이프투자증권 리서치센터

표2. 2021년 3분기 DL이앤씨 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A(a)	% YoY	% QoQ	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	N/A	N/A	1,699.6	1,922.3	1,806.8	N/A	-6.0	1,945.2	1,976.3	-8.6
영업이익	N/A	N/A	199.8	229.0	258.9	N/A	13.1	215.9	207.2	25.0
순이익	N/A	N/A	159.6	105.9	195.3	N/A	84.4	135.6	118.3	44.0
영업이익률	N/A	N/A	11.8	11.9	14.3			11.1	10.5	
순이익률	N/A	N/A	9.4	5.5	10.2			7.0	6.0	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

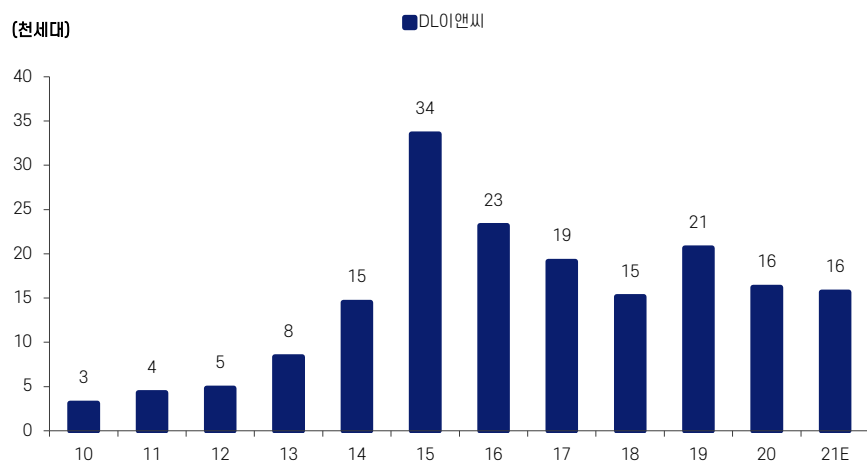
표3. 실적 추정치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	2021F			2022F		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	7,793.0	7,858.4	-0.8	9,211.5	9,148.8	0.7
영업이익	910.4	844.5	7.8	1,001.7	978.8	2.3
세전이익	931.5	849	9.7	1,009.4	996.7	1.3
순이익	588.2	504	16.7	565.3	558.2	1.3
영업이익률	11.7	10.7		10.9	10.7	
세전이익률	12.0	10.8		11.0	10.9	
순이익률	7.5	6.4		6.1	6.1	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. DL이앤씨 분양 물량 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	N/A	4,787	5,745	6,709	매출액	N/A	7,793	9,211	10,087
현금및현금성자산	N/A	2,388	3,168	4,016	증가율(%)	N/A	0.0	18.2	9.5
매출채권 및 기타채권	N/A	900	1,064	1,165	매출원가	N/A	6,472	7,672	8,348
재고자산	N/A	1,000	1,010	1,020	매출총이익	N/A	1,321	1,540	1,739
비유동자산	N/A	3,964	3,980	3,996	매출총이익률(%)	N/A	16.9	16.7	17.2
투자자산	N/A	901	910	919	판매비와 관리비	N/A	410	538	586
유형자산	N/A	148	156	162	영업이익	N/A	910	1,002	1,153
무형자산	N/A	45	45	45	영업이익률(%)	N/A	11.7	10.9	11.4
자산총계	N/A	8,750	9,726	10,705	EBITDA	N/A	950	1,044	1,197
유동부채	N/A	3,050	3,258	3,387	EBITDA M%	N/A	12.2	11.3	11.9
매입채무 및 기타채무	N/A	1,147	1,356	1,485	영업외손익	N/A	-2	-4	-5
단기차입금	N/A	190	180	170	지분법관련손익	N/A	-8	-0	-0
유동성장기부채	N/A	110	105	99	금융손익	N/A	23	12	12
비유동부채	N/A	1,172	1,283	1,376	기타영업외손익	N/A	6	-4	-4
사채 및 장기차입금	N/A	858	934	1,005	세전이익	N/A	932	1,009	1,161
부채총계	N/A	4,222	4,541	4,763	법인세비용	N/A	276	303	348
지배기업소유지분	N/A	4,186	4,701	5,296	당기순이익	N/A	656	707	813
자본금	N/A	107	107	107	지배주주순이익	N/A	588	565	650
자본잉여금	N/A	3,623	3,623	3,623	지배주주순이익률(%)	N/A	7.5	6.1	6.4
이익잉여금	N/A	588	1,103	1,697	비지배주주순이익	N/A	68	141	163
기타자본	N/A	-132	-132	-132	기타포괄이익	N/A	0	0	0
비지배지분	N/A	342	484	646	총포괄이익	N/A	656	707	813
자본총계	N/A	4,529	5,185	5,942	EPS 증가율(%, 지배)	N/A	0.0	-4.7	15.0
총차입금	N/A	1,276	1,336	1,392	이자손익	N/A	-21	34	49
순차입금	N/A	-1,315	-2,038	-2,831	총외화관련손익	N/A	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F		2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	N/A	1,561	815	884	총발행주식수(천주)	N/A	19,359	19,359	19,359
영업에서 창출된 현금흐름	N/A	1,825	1,101	1,208	시가총액(십억원)	N/A	2,565	2,565	2,565
이자의 수취	N/A	23	30	38	주가(원)	N/A	132,500	132,500	132,500
이자의 지급	N/A	-11	-13	-14	EPS(원)	N/A	27,621	26,325	30,279
배당금 수입	N/A	0	0	0	BPS(원)	N/A	194,966	218,950	246,618
법인세부담액	N/A	-276	-303	-348	DPS(원)	N/A	2,600	2,900	3,500
투자활동 현금흐름	N/A	-1,436	-44	-37	PER(X)	N/A	4.8	5.0	4.4
유동자산의 감소(증가)	N/A	-45	-2	-2	PBR(X)	N/A	0.7	0.6	0.5
투자자산의 감소(증가)	N/A	-54	-9	-9	EV/EBITDA(X)	N/A	1.8	1.1	0.5
유형자산 감소(증가)	N/A	-50	-50	-50	ROE(%)	N/A	14.5	14.5	14.6
무형자산 감소(증가)	N/A	0	0	0	ROA(%)	N/A	7.5	7.6	8.0
재무활동 현금흐름	N/A	330	10	0	ROIC(%)	N/A	0.0	-891.5	-750.1
사채및차입금증가(감소)	N/A	330	60	56	배당수익률(%)	N/A	2.0	2.2	2.6
자본금및자본잉여금 증감	N/A	0	0	0	부채비율(%)	N/A	93.2	87.6	80.2
배당금 지급	N/A	0	-50	-56	순차입금/자기자본(%)	N/A	-29.0	-39.3	-47.6
외환환산으로 인한 현금변동	N/A	0	0	0	유동비율(%)	N/A	157.0	176.4	198.1
연결범위변동 관련 현금증감	N/A	0	0	0	이자보상배율(X)	N/A	41.0	38.3	42.3
현금증감	N/A	1,488	780	848	총자산회전율	N/A	0.9	1.0	1.0
기초현금	N/A	900	2,388	3,168	매출채권 회전율	N/A	8.7	9.4	9.1
기말현금	N/A	2,388	3,168	4,016	재고자산 회전율	N/A	7.8	9.2	9.9
FCF	N/A	1,511	765	834	매입채무 회전율	N/A	5.6	6.1	5.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

대우건설 (047040KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 9,000 원 (하향)

Analyst 김미송

02-6923-7336

misongkim@capefn.com

RA 이규익

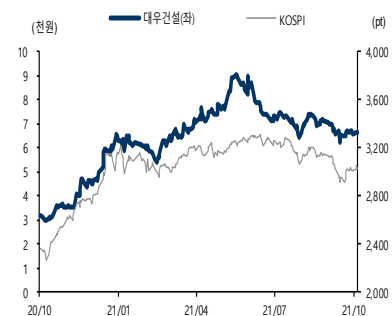
02-6923-7359

kyuikk@capefn.com

Stock Data

주가(10/27)	6,630원
액면가	5,000원
시가총액	2,756십억원
코스피 시총대비	0.13%
52주 최고/최저가	9,050원/2,990원
120일 평균거래대금	11십억원
외국인지분율	11.91%
주요주주	케이디비인베스트먼트제일호 유한회사 외 3 인 50.76% 국민연금공단 5.94%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-5.2	-9.3	119.5
상대주가(%)	-1.8	-3.6	69.1

보수적인 회계처리로 부실 리스크 제한적

21년 3분기 연결 영업이익 1,123 억원으로 당사와 시장 예상을 각각 48%, 37% 하회

- 실적 부진의 이유는 해외에서 비용 약 740억원이 추가 반영된 영향. 이를 제외하면 컨센서스에 부합하는 수준. 토목에서는 500억원이 반영되었는데, 동남아 지역 코로나 재확산으로 공기 지연 가능성 및 간접비 증가분 200억원과, 물가 및 인건비 상승분 300억원 반영. 플랜트는 240억원을 반영했는데 중동지역에서 코로나 관련 100억원, 물가상승분 140억원을 반영.
- 신규 수주는 주택 수주 성과를 감안하면 플랜트 수주가 지연되더라도 연간 목표인 11.2조원을 달성 가능할 전망. 주택 분양은 분양기준 15,787세대, 착공기준 21,574세대로 연간 3.2만세대의 각각 51%, 69% 달성한 셈. 주택건축 부문의 GP마진이 17%로 높게 유지된다는 점은 긍정적.
- 다만, 매출 성장 속도가 더딘 상황. 연간 매출 목표는 9.8조원인데, 3분기까지 64% 달성함. 주택 분양 및 착공 지연 영향이 있고, 해외 모잠비크 등에서 공사가 다소 늦어진 영향. 이를 반영해 21-22년 매출과 영업이익 추정치를 하향 조정함. 실적 추정치 하향에 따라 목표주가를 9,000원으로 제시. 목표 PBR은 1.1배에 해당.

베트남 개발사업 확장과 원전 수주로 성장동력 마련

- 당사는 성장동력으로 새롭게 베트남에서 푸꾸옥 주거개발사업을 진행하고 있음. 베트남의 대표적인 관광 섬에 토지주와 협력해서 공동으로 진행할 계획. 초기 공사 규모는 500억원에 불과하지만 총개발사업 부지가 300ha라는 점을 감안하면 성장 잠재력 높다고 판단.
- 그 이외에 원전 수주를 준비 중. 한수원과 팀코리아를 결성해 체코에서 22년 총 공사비 25억불 규모의 입찰 참여를 준비중이고, 23년에는 폴란드에서 50억불 규모의 수주를 계획하고 있음.
- 회사 매각관련 업데이트를 하면 중흥건설의 대우건설 실사는 마쳤고, 남은 절차는 가격조정, 주식매매계약 체결, 공정위의 기업결합 승인 등임. 내년 상반기 내에는 매각 절차가 완료될 전망.
- 코로나, 원재료 가격 상승 등 비용 부담이 커진 상황이지만, 주택 분양 물량 증가에 따른 이익 개선세 유효하고, 원전 등 신사업에서 성장동력을 확보한 동사에 대해 투자의견 BUY을 유지함.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	8,652	8,137	8,872	10,036	10,658
영업이익	(십억원)	364	558	716	842	884
영업이익률	(%)	4.2	6.9	8.1	8.4	8.3
지배주주순이익	(십억원)	209	284	500	566	595
EPS	(원)	502	683	1,204	1,362	1,431
증감률	(%)	-30.2	36.1	76.3	13.1	5.1
PER	(배)	9.4	7.3	5.5	4.9	4.6
PBR	(배)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
ROE	(%)	8.4	11.0	17.1	16.5	14.8
EV/EBITDA	(배)	7.3	4.8	4.2	3.0	2.3
순차입금	(십억원)	1,637	1,232	737	137	-457
부채비율	(%)	289.7	247.6	198.6	177.9	157.1
배당수익률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

표1. 대우건설 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E
매출액	8,652	8,137	8,872	10,036	1,986	1,963	1,896	2,291	1,939	2,207	2,100	2,626
YOY(%)	-18.4%	-6.0%	9.0%	13.1%	-2.2%	-12.0%	-8.9%	-0.8%	-2.4%	12.4%	10.7%	14.6%
매출액(별도)	8,092	7,676	8,352	9,534	1,939	1,896	1,855	1,987	1,873	2,002	1,970	2,508
토목	1,372	1,483	1,357	1,674	396	352	337	397	290	339	326	402
주택건축	5,121	5,083	5,999	6,624	1,184	1,271	1,310	1,319	1,410	1,409	1,432	1,748
플랜트	1,582	1,093	997	1,236	355	270	203	265	173	254	212	358
연결기타	560	461	520	501	47	68	41	305	66	205	130	118
매출원가	7,797	7,136	7,668	8,672	1,769	1,773	1,687	1,907	1,599	1,898	1,861	2,310
매출원가율(%)	90.1%	87.7%	86.4%	86.4%	89.1%	90.3%	89.0%	83.2%	82.5%	86.0%	88.6%	88.0%
별도	92.3%	89.5%	87.4%	86.7%	89.1%	90.3%	89.0%	89.6%	82.6%	88.3%	89.7%	88.6%
토목	104.2%	97.6%	102.0%	93.0%	92.8%	103.4%	101.9%	93.5%	93.2%	104.0%	111.3%	99.1%
주택건축	86.1%	85.6%	83.4%	84.0%	87.2%	85.6%	83.8%	85.8%	80.4%	85.2%	83.3%	84.5%
플랜트	101.8%	96.3%	92.0%	93.0%	91.1%	94.6%	99.8%	102.3%	82.5%	85.0%	100.1%	96.8%
연결기타	58.2%	57.7%	70.0%	80.0%	89.6%	90.5%	86.4%	41.5%	79.2%	63.2%	71.8%	74.7%
판관비	491	442	488	522	96	109	106	131	111	117	127	133
판관비율(%)	5.7%	5.4%	5.5%	5.2%	4.8%	5.6%	5.6%	5.7%	5.7%	5.3%	6.1%	5.1%
영업이익	364	558	716	842	121	81	103	253	229	192	112	182
YOY(%)	-42.1%	53.3%	28.3%	17.5%	22.7%	-20.2%	-13.5%	465.4%	89.7%	136.8%	9.1%	-28.0%
영업이익률(%)	4.2%	6.9%	8.1%	8.4%	6.1%	4.1%	5.4%	11.1%	11.8%	8.7%	5.3%	6.9%
영업외손익	-57	-181	-40	-69	-47	-8	-42	-84	-32	-6	11	-13
금융손익	-72	-60	-20	-45	-16	-18	-16	-9	-7	-4	-2	-7
기타영업외손익	-12	-114	5	-21	-30	11	-21	-74	-6	1	15	-5
지분법관련손익	27	-7	-25	-4	-1	-1	-4	-1	-19	-3	-2	-1
세전이익	307	377	676	773	74	73	61	169	197	187	123	169
순이익	201	283	502	572	62	52	56	112	148	139	89	125
YOY(%)	-32.2%	40.5%	77.5%	14.0%	25.3%	-36.6%	17.9%	417.5%	138.9%	165.3%	59.6%	11.5%
순이익률(%)	2.3%	3.5%	5.7%	5.7%	3.1%	2.7%	3.0%	4.9%	7.6%	6.3%	4.3%	4.8%
지배기업순이익	209	284	500	566	62	53	56	113	148	139	89	124
신규수주	10,639	13,913	11,200	13,100	1,504	4,898	2,073	5,377	2,136	2,783	2,712	3,340
토목	1,768	3,631	1,430	1,935	63	39	673	2,856	229	751	58	392
주택건축	7,272	7,322	7,518	7,944	1,330	2,351	1,386	2,255	1,818	1,830	2,546	1,324
플랜트	1,329	2,588	1,763	2,343	45	2,277	0	266	34	97	8	1,625
수주잔고	32,883	37,780	40,108	43,172	32,465	35,212	35,294	37,780	38,969	39,436	40,534	41,249
토목	5,419	7,536	7,609	7,870	5,178	4,875	5,088	7,536	7,638	8,030	7,987	7,609
주택건축	24,214	26,083	27,602	28,921	24,289	25,409	25,493	26,083	26,891	27,292	28,496	27,602
플랜트	2,827	3,987	4,754	5,861	2,533	4,458	4,260	3,987	4,051	3,776	3,768	4,754

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 2021년 3분기 대우건설 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A(a)	% YoY	% QoQ	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	1,896.3	2,291.4	1,939.0	2,207.4	2,100.1	10.7	-4.9	2,379.8	2,496.7	-15.9
영업이익	102.9	253.3	229.4	192.3	112.3	9.1	-41.6	178.1	215.2	-47.8
순이익	56.4	113.0	147.9	139.1	89.2	58.2	-35.9	119.0	148.5	-39.9
영업이익률	5.4	11.1	11.8	8.7	5.3			7.5	8.6	
순이익률	3.0	4.9	7.6	6.3	4.2			5.0	5.9	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

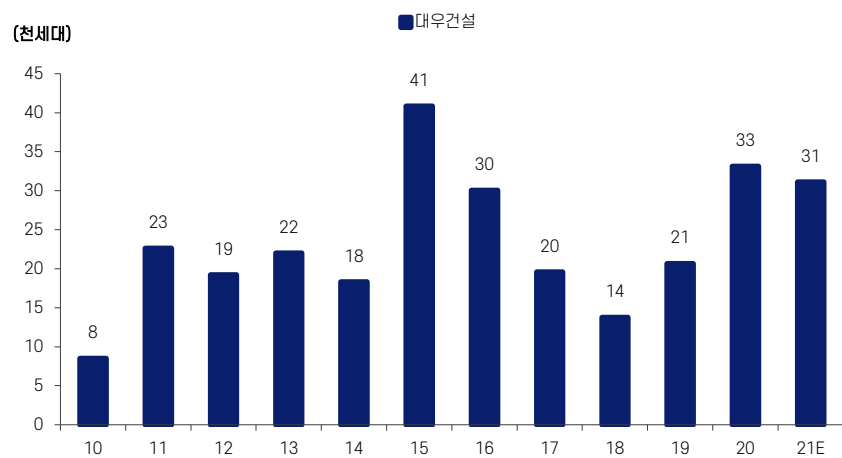
표3. 실적 추정치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	2021F			2022F		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	8,872.1	9,370.4	-5.3	10,035.6	12,635.2	-20.6
영업이익	716.4	871.5	-17.8	842.0	1,039.5	-19.0
세전이익	676.5	806.7	-16.1	772.7	988.6	-21.8
순이익	500.2	596.6	-16.2	566.1	724.2	-21.8
영업이익률	8.1	9.3		8.4	8.2	
세전이익률	7.6	8.6		7.7	7.8	
순이익률	5.6	6.4		5.6	5.7	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 2021년 대우건설 분양 계획



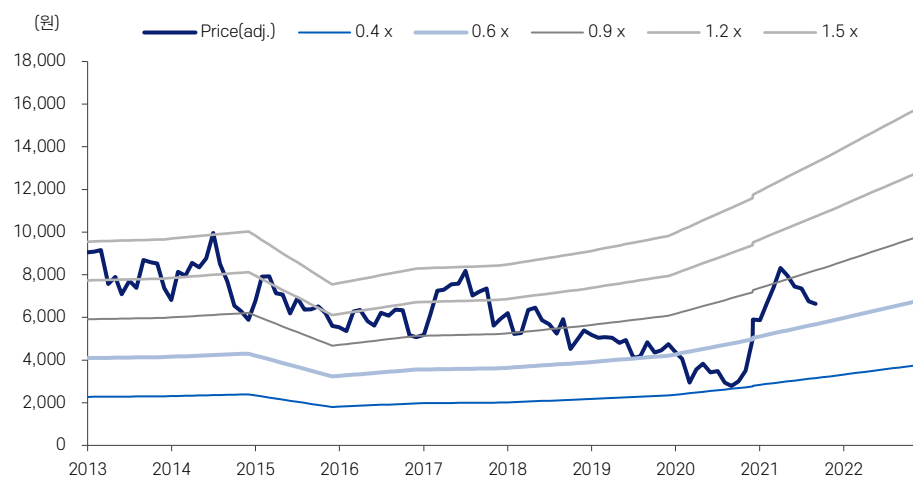
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. 2021년 대우건설 주택 분양 계획

시기	사업명	공급세대	위치
1Q	김해 푸르지오 하이엔드 2차	1,380	경상남도 김해시 안동
	수성 더팰리스 푸르지오 더샵(일)	582	대구광역시 수성구 파동
	광양 푸르지오 더 센트럴	565	전라남도 광양시 황금동
	기타	1,419	-
2Q	송림파크 푸르지오(임)	2,006	인천광역시 동구 송림동
	용계동 푸르지오 아츠베르	1,313	대구광역시 동구 용계동
	베르몬트로 광명(조)	969	경기도 광명시 광명1동
	익산 푸르지오 더 퍼스트	674	전라북도 익산시 왕궁면
	교대역 푸르지오 트레힐즈(일)	666	대구광역시 남구 이천동
	안양 프라우드힐(조)	592	경기도 안양시 동안구
3Q	구미 푸르지오 센트럴파크	819	경상북도 구미시 원호리
	경서 북청라 푸르지오 트레시엘	1,522	인천광역시 서구 경서동
	기타	2,351	-
4Q	운정신도시 푸르지오 파르세나	1,745	경기도 파주시 다율동
	구미 푸르지오 엘리포레시티	1,722	경상북도 구미시 거의동
	안양1동진흥재건축(조)	1,114	경기도 안양시 만안구
	음성성본산단B3BL	1,048	충청북도 음성군 대소면
	연희공원 푸르지오 라-글레르	985	인천광역시 서구 경서동
	기타	8,712	-
합계		31,113	
착공 후 분양 지연 세대(3Q 누계)		5,787	

자료: 대우건설, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 대우건설 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표5. 대우건설 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
	자기자본이익률(ROE)	17.1%	16.4%	14.7%	13.7%	12.7%
	배당성향	0%	0%	0%	0%	0%
	성장률	17.1%	16.4%	14.7%	13.7%	12.7%
	자기자본비용(Cost of Equity)	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	1.68	1.60	1.42	1.30	1.20
	P/B Valuation	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
	주당순자산가치(BPS)	7,883	9,245	10,676	12,211	13,840
	목표 Multiple 가정	1.68	1.60	1.42	1.30	1.20
	자기자본비용(Cost of Equity)	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	13,259	14,796	15,137	15,920	16,561
	Case 1) 적정주가	10,200	: 2021-25년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
	주당순자산가치(BPS)	7,883	9,245	10,676	12,211	13,840
	주당순자산가치의 현재가치	7,883	8,330	8,668	8,934	9,124
	Average PV of BPS	8,588	: 2021-25년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	0.9	: 2015-16년 최저 P/B의 평균			
	Case 2) 적정주가	7,700				
	평균 ①, ②	9,000	* 목표주가는 2021년 예상 BPS의 1.1배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,973	6,141	7,058	7,815
현금및현금성자산	806	734	1,288	1,837
매출채권 및 기타채권	2,349	2,562	2,897	3,077
재고자산	1,479	1,494	1,509	1,524
비유동자산	3,333	3,350	3,363	3,373
투자자산	742	747	752	757
유형자산	351	363	371	377
무형자산	97	97	96	96
자산총계	9,306	9,490	10,421	11,188
유동부채	4,936	4,639	5,016	5,201
매입채무 및 기타채무	2,937	3,202	3,622	3,846
단기차입금	400	390	385	380
유동성장기부채	893	360	342	325
비유동부채	1,693	1,673	1,654	1,636
사채 및 장기차입금	698	678	658	639
부채총계	6,629	6,312	6,671	6,837
지배기업소유지분	2,674	3,175	3,741	4,336
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550
이익잉여금	508	1,008	1,574	2,169
기타자본	-461	-461	-461	-461
비지배지분	3	4	10	16
자본총계	2,677	3,179	3,750	4,351
총차입금	2,518	1,956	1,914	1,873
순차입금	1,232	737	137	-457

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	408	643	749	742
영업에서 창출된 현금흐름	500	854	966	948
이자외 수취	40	44	53	72
이자외 지급	-105	-86	-75	-73
배당금 수입	5	5	5	5
법인세부담액	-31	-175	-201	-211
투자활동 현금흐름	47	-153	-153	-153
유동자산의 감소(증가)	34	-5	-5	-5
투자자산의 감소(증가)	45	-5	-5	-5
유형자산 감소(증가)	-3	-115	-115	-115
무형자산 감소(증가)	-36	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	-419	-562	-42	-40
사채및차입금증가(감소)	-390	-562	-42	-40
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	13	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	50	-72	554	549
기초현금	757	806	734	1,288
기말현금	806	734	1,288	1,837
FCF	397	528	634	627

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	8,137	8,872	10,036	10,658
증가율(%)	-6.0	9.0	13.1	6.2
매출원가	7,136	7,668	8,672	9,219
매출총이익	1,000	1,204	1,364	1,438
매출총이익률(%)	12.3	13.6	13.6	13.5
판매비와 관리비	442	488	522	554
영업이익	558	716	842	884
영업이익률(%)	6.9	8.1	8.4	8.3
EBITDA	685	828	957	1,002
EBITDA M%	8.4	9.3	9.5	9.4
영업외손익	-121	-20	-25	-26
지분법관련손익	-9	-25	-4	-4
금융손익	-59	-20	-45	-46
기타영업외손익	-112	5	-21	-21
세전이익	377	676	773	812
법인세비용	95	175	201	211
당기순이익	283	502	572	601
지배주주순이익	284	500	566	595
지배주주순이익률(%)	3.5	5.6	5.6	5.6
비지배주주순이익	-1	1	6	6
기타포괄이익	-94	0	0	0
총포괄이익	189	502	572	601
EPS 증가율(%, 지배)	36.1	76.3	13.1	5.1
이자손익	-59	-42	-22	-1
총외화관련손익	12	-20	-20	-20

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	415,623	415,623	415,623	415,623
시가총액(십억원)	2,072	2,756	2,756	2,756
주가(원)	4,985	6,630	6,630	6,630
EPS(원)	683	1,204	1,362	1,431
BPS(원)	6,680	7,883	9,245	10,676
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	7.3	5.5	4.9	4.6
PBR(X)	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(X)	4.8	4.2	3.0	2.3
ROE(%)	11.0	17.1	16.5	14.8
ROA(%)	3.0	5.3	5.7	5.6
ROIC(%)	21.3	30.6	36.2	38.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	247.6	198.6	177.9	157.1
순차입금/자기자본(%)	46.0	23.2	3.7	-10.5
유동비율(%)	121.0	132.4	140.7	150.3
이자보상배율(X)	5.3	8.3	11.3	12.1
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.0
매출채권 회전율	0.0	3.6	3.7	3.6
재고자산 회전율	6.9	6.0	6.7	7.0
매입채무 회전율	0.0	2.5	2.5	2.5

삼성엔지니어링 (028050KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 30,000 원 (유지)

Analyst 김미송

02-6923-7336

misongkim@capefn.com

RA 이규익

02-6923-7359

kyuikk@capefn.com

Stock Data

주가(10/28)	25,200원
액면가	5,000원
시가총액	4,939십억원
코스피 시총대비	0.23%
52주 최고/최저가	28,000원/10,400원
120일 평균거래대금	73십억원
외국인지분율	32.73%
주요주주	삼성SDI 외 7 인 20.64%
	국민연금공단 8.15%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-2.9	48.2	136.6
상대주가(%)	-0.0	56.7	84.4

안정적인 이익에 더해 환경사업에 앞서고 있음

21년 3분기 연결 영업이익 1,390 억원으로 당사와 시장 예상을 상회

- 원화 약세에 따른 매출과 매출이익 증가분 402억원이 반영되면서 화공 매출이익률 13.4% 달성. 환 영향을 제외해도 화공 매출이익률 9% 후반 수준으로 안정적인 수익 창출 중.
- 태국 타이오일 프로젝트에서 코로나로 인한 공기지연으로 추가 원가 291억원 반영. 기타손실에 111억원, 지분법손실로 180억원 반영. 발주처에 클레임 준비 중이고 향후 정산을 통해 이익률 회복 기대.
- 누적 신규 수주는 4.3조원으로 가이던스 대비 73% 달성. 비화공에서 이미 3조원 수주해 연간 목표 6조원은 무난히 달성 가능할 전망.
- 수주 기대되는 프로젝트는 아람코의 자프라 가스(30억불), 카타르 PVC(5억불), UAE 보로지4(10억불) 순서임. 22년 상반기 결과 나오는 프로젝트들이 5개 정도 있음. 아람코 줄루프(20억불), 요르단 정유(10억불), 말레이시아 헬(7억불) 등.

수소 등 환경관련 EPC 사업에서 앞서고 있음

- 10월 28일 삼성엔지니어링은 롯데케미칼, 포스코와 국내외 수소사업 개발을 위한 파트너십 구축 양해각서를 체결. 해외 블루/그린 수소 도입을 통한 탄소중립 실현, 수소 개발, 투자, 운영 등에 대해 협력할 것. 삼성엔지니어링은 CCUS를 중심으로 탄소중립 사업에 힘을 쏟고 있음. 3월 삼성벤처투자가 결성한 투자조합에 300억원을 출자해 기술확보에 나섰고, 6월에는 글로벌 에너지 기술 기업인 베이커 휴즈와 CCUS 및 수소 에너지 이용 관련 업무협약을 체결함.
- 동사는 탄소중립 EPC 110억불 규모의 안건들을 준비 중. 23년말~24년부터는 실질적으로 EPC로 전환되면서 매출화 될 전망.
- 환경관련 사업에 선제적으로 대응하고 있고, 안정적인 이익을 창출하고 있는 동사에 대해 BUY 투자의견을 유지함. 삼성엔지니어링은 그 동안 비용 절감 노력을 지속해왔기 때문에 원자재 및 물류비 상승에 따른 이익 감소 리스크도 제한적이라고 판단함.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	6,392	6,749	6,828	7,504	7,552
영업이익	(십억원)	423	361	511	502	521
영업이익률	(%)	6.6	5.4	7.5	6.7	6.9
지배주주순이익	(십억원)	321	253	384	385	400
EPS	(원)	1,637	1,288	1,960	1,966	2,040
증감률	(%)	423.0	-21.3	52.2	0.3	3.8
PER	(배)	11.7	10.3	12.9	12.8	12.4
PBR	(배)	2.9	1.6	2.5	2.1	1.9
ROE	(%)	28.2	17.6	21.0	18.7	16.8
EV/EBITDA	(배)	6.5	4.8	7.0	6.5	5.7
순차입금	(십억원)	-589	-602	-986	-1,333	-1,679
부채비율	(%)	252.5	200.7	163.7	144.9	127.1
배당수익률	(%)	0.0	0.0	1.2	1.6	2.0

표1. 2021년 3분기 삼성엔지니어링 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A(a)	% YoY	% QoQ	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	1,603.2	1,879.2	1,530.8	1,695.8	1,746.6	8.9	3.0	1,714.3	1,773.7	-1.5
영업이익	100.1	89.8	107.3	150.3	139.0	38.9	-7.5	109.9	117.4	18.4
순이익	69.7	44.9	108.1	93.2	108.0	54.9	15.9	85.3	82	32.1
영업이익률	6.2	4.8	7.0	8.9	8.0			6.4	6.6	
순이익률	4.3	2.4	7.1	5.5	6.2			5.0	4.6	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 실적 추정치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	2021F			2022F		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	6,828.3	6,882.0	-0.8	7,503.6	7,420.6	1.1
영업이익	510.9	507.2	0.7	502.5	557.3	-9.8
세전이익	524.1	539.0	-2.8	567.4	606.0	-6.4
순이익	384.2	374.9	2.5	385.3	411.5	-6.4
영업이익률	7.5	7.4		6.7	7.5	
세전이익률	7.7	7.8		7.6	8.2	
순이익률	5.6	5.4		5.1	5.5	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 삼성엔지니어링 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E
매출액	6,392	6,749	6,828	7,504	1,593	1,674	1,603	1,879	1,531	1,696	1,747	1,855
화공	2,878	3,348	3,700	3,864	781	832	741	994	799	921	987	993
비화공	3,490	3,378	3,128	3,640	811	843	863	861	732	775	760	862
매출원가율(%)	88.0%	90.2%	87.6%	88.5%	89.5%	90.5%	88.8%	91.6%	87.9%	86.1%	87.1%	89.1%
화공	91.0%	91.7%	88.8%	89.0%	93.9%	92.3%	87.6%	92.6%	89.1%	89.6%	86.6%	90.0%
비화공	85.6%	88.6%	86.1%	88.0%	85.3%	88.8%	89.9%	90.3%	86.6%	81.8%	87.8%	88.0%
매출총이익	762	662	849	862	167	159	180	157	185	236	225	203
화공	260	277	414	425	48	64	92	73	87	95	132	99
비화공	503	385	435	437	120	95	87	83	98	141	93	103
판관비	377	311	338	359	82	73	79	77	78	86	86	88
영업이익	423	361	511	502	86	86	100	90	107	150	139	114
영업이익률(%)	6.6%	5.4%	7.5%	6.7%	5.4%	5.1%	6.2%	4.8%	7.0%	8.9%	8.0%	6.2%
영업외손익	16	-9	13	65	16	5	-25	-5	35	-9	-9	-4
세전이익	438	352	524	567	102	91	75	84	142	141	130	110
당기순이익	324	252	370	397	70	67	60	56	102	94	98	77
지배주주순이익	321	253	384	385	70	71	70	45	108	93	108	75
수주잔고	14,238	16,430	17,602	18,698	14,227	12,995	12,306	16,430	16,609	16,418	16,423	18,059
화공	11,337	12,809	13,608	14,744	10,887	9,997	9,272	12,809	12,253	12,176	12,114	14,169
비화공	2,901	3,622	3,994	3,954	3,339	2,998	3,034	3,622	4,356	4,242	4,309	3,890
신규수주	7,048	9,601	8,000	8,600	1,236	680	1,054	6,631	1,534	1,594	1,250	3,623
화공	4,289	5,514	4,500	5,000	8	219	139	5,149	45	933	474	3,048
비화공	2,759	4,087	3,500	3,600	1,229	461	915	1,482	1,489	661	776	575

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표4. 삼성엔지니어링 수주 파이프라인

(단위: 억달러)

국가	발주처	프로젝트	전체규모	수주	시기	내용
사우디	아람코	자프라 가스처리	30	30	4Q21	Pkg 2,3.
러시아	Baltic Chemical	BGCC 에틸렌 프로젝트	16	16	4Q21	
UAE	UAE ADNOC	하일&가샤	60	60	4Q21	Pkg 3,4 각각 20, 40억불 규모.
인도네시아	한국 롯데케미칼	롯데 LINE 프로젝트	35	10	2021	
UAE	Borouge	보로지 4	10	10	1Q22	
사우디	아람코	Zuluf GOSP PJT ITB	20	20	1Q22	원유 60만 배럴 생산 계획. 두개 PKG 입찰예정, 경쟁구도상 좋은 소식 기대
말레이시아	Shell	OGP project	7	7	1Q22	FEED 종료 후 EPC 가격 제출한 상태
카타르	Qapco	PVC 플랜트	5	5	1Q22	
요르단	요르단석유정제회사	리파이너리 정유	20	10	1Q22	
		합계		168		

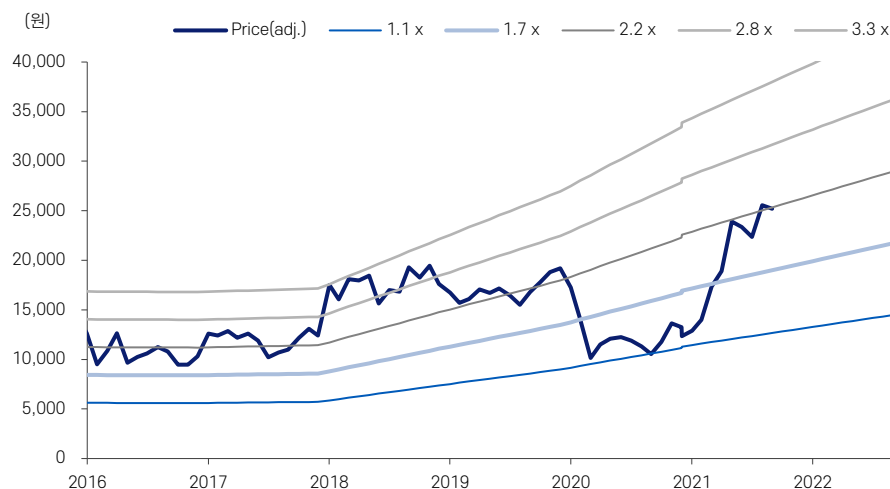
자료: 삼성엔지니어링, 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 삼성엔지니어링 친환경 사업 진척도



자료: 삼성엔지니어링, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 삼성엔지니어링 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표5. 삼성엔지니어링 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

①	적정 P/B Multiple	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	자기자본이익률(ROE)	21.4%	17.9%	16.2%	15.3%	14.4%
	배당성향	16%	20%	24%	27%	30%
	성장률	18.0%	14.4%	12.3%	11.2%	10.1%
	자기자본비용(Cost of Equity)	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	적정 P/B Multiple	2.07	1.70	1.51	1.42	1.32
	P/B Valuation	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	주당순자산가치(BPS)	10,127	11,793	13,433	15,121	16,814
	목표 Multiple 가정	2.07	1.70	1.51	1.42	1.32
	자기자본비용(Cost of Equity)	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
	무위험 이자율(Risk free)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	리스크 프리미엄(Risk premium)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	주식 베타(Equity Beta)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
	영구 성장률(Terminal growth)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	BPS * 목표 Multiple	20,935	19,992	20,256	21,430	22,110
	Case 1) 적정주가	15,000	: 2021-25년 각각 목표 PBR 적용 후 현재가치로 할인			
②	P/B Valuation	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	주당순자산가치(BPS)	10,127	11,793	13,433	15,121	16,814
	주당순자산가치의 현재가치	10,127	10,586	10,824	10,937	10,917
	Average PV of BPS	10,679	: 2021-25년 BPS를 현재가치로 할인한 평균			
	목표 Multiple	4.1	: 2018년의 최고 P/B			
	Case 2) 적정주가	44,000				
	평균 ①, ②	30,000	* 목표주가는 2022년 예상 BPS의 2.5배 수준			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,136	3,535	4,004	4,359
현금및현금성자산	748	1,121	1,458	1,793
매출채권 및 기타채권	1,201	1,216	1,336	1,344
재고자산	0	0	0	0
비유동자산	1,620	1,612	1,606	1,600
투자자산	136	137	138	139
유형자산	438	433	428	423
무형자산	35	32	30	28
자산총계	4,756	5,147	5,609	5,960
유동부채	2,961	2,980	3,102	3,116
매입채무 및 기타채무	1,158	1,171	1,287	1,295
단기차입금	233	223	213	203
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	213	215	217	219
사채 및 장기차입금	0	0	0	0
부채총계	3,174	3,195	3,319	3,335
지배기업소유지분	1,601	1,985	2,311	2,633
자본금	980	980	980	980
자본잉여금	-22	-22	-22	-22
이익잉여금	689	1,073	1,400	1,721
기타자본	-46	-46	-46	-46
비지배지분	-19	-33	-21	-9
자본총계	1,582	1,952	2,291	2,624
총차입금	239	229	219	209
순차입금	-602	-986	-1,333	-1,679

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	44	477	498	516
영업에서 창출된 현금흐름	88	621	653	671
이자외 수취	11	17	22	28
이자외 지급	-8	-10	-10	-9
배당금 수입	3	3	3	3
법인세부담액	-49	-154	-170	-177
투자활동 현금흐름	73	-94	-93	-92
유동자산의 감소(증가)	98	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	14	-1	-1	-1
유형자산 감소(증가)	-22	-30	-30	-29
무형자산 감소(증가)	-14	-10	-10	-10
재무활동 현금흐름	70	-10	-69	-88
사채및차입금증가(감소)	48	-10	-10	-10
자본금및자본잉여금 증감	-4	0	0	0
배당금 지급	0	0	-59	-78
외환환산으로 인한 현금변동	-30	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	158	373	337	335
기초현금	590	748	1,121	1,458
기말현금	748	1,121	1,458	1,793
FCF	21	447	469	486

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	6,749	6,828	7,504	7,552
증가율(%)	5.6	1.2	9.9	0.6
매출원가	6,077	5,980	6,642	6,675
매출총이익	672	849	862	877
매출총이익률(%)	10.0	12.4	11.5	11.6
판매비와 관리비	311	338	359	356
영업이익	361	511	502	521
영업이익률(%)	5.4	7.5	6.7	6.9
EBITDA	411	559	550	567
EBITDA M%	6.1	8.2	7.3	7.5
영업외손익	-1	10	45	46
지분법관련손익	14	-18	49	51
금융손익	-8	3	20	21
기타영업외손익	-15	28	-4	-4
세전이익	352	524	567	589
법인세비용	100	154	170	177
당기순이익	252	370	397	412
지배주주순이익	253	384	385	400
지배주주순이익률(%)	3.7	5.6	5.1	5.3
비지배주주순이익	-0	-14	12	12
기타포괄이익	39	0	0	0
총포괄이익	291	370	397	412
EPS 증가율(%, 지배)	-21.3	52.2	0.3	3.8
이자손익	4	6	13	18
총외화관련손익	-53	-52	-52	-51

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	196,000	196,000	196,000	196,000
시가총액(십억원)	2,597	4,939	4,939	4,939
주가(원)	13,250	25,200	25,200	25,200
EPS(원)	1,288	1,960	1,966	2,040
BPS(원)	8,167	10,127	11,793	13,433
DPS(원)	0	300	400	500
PER(X)	10.3	12.9	12.8	12.4
PBR(X)	1.6	2.5	2.1	1.9
EV/EBITDA(X)	4.8	7.0	6.5	5.7
ROE(%)	17.6	21.0	18.7	16.8
ROA(%)	5.4	7.5	7.4	7.1
ROIC(%)	-300.1	908.1	1,193.4	1,820.0
배당수익률(%)	0.0	1.2	1.6	2.0
부채비율(%)	200.7	163.7	144.9	127.1
순차입금/자기자본(%)	-38.1	-50.5	-58.2	-64.0
유동비율(%)	105.9	118.6	129.1	139.9
이자보상배율(X)	38.6	50.0	51.4	55.8
총자산회전율	1.4	1.4	1.4	1.3
매출채권 회전율	0.0	5.7	5.9	5.6
재고자산 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율	0.0	5.1	5.4	5.2

풍산 (103140KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 50,000 원 (유지)

Analyst 김미송

02-6923-7336

misongkim@capefn.com

RA 이규익

02-6923-7359

kyuikk@capefn.com

Stock Data

주가(10/28)	33,350원
액면가	5,000원
시가총액	935십억원
코스피 시총대비	0.04%
52주 최고/최저가	47,300원/24,450원
120일 평균거래대금	7십억원
외국인지분율	13.87%
주요주주	풍산홀딩스 외 3인 38.01%
	국민연금공단 9.95%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-1.8	-10.9	26.3
상대주가(%)	1.1	-5.9	-1.6

재고비축 효과 제거로 22년 이익률 정상화 전망

21년 3분기 연결 영업이익 808 억원으로 당사 예상에 부합, 시장 예상 상회

- 별도 영업이익 656억원으로 양호했음. 신동 판매량 감소했음에도 방산 수출이 견조한 영향.
- 신동 판매량은 4.5만톤으로 전분기 대비 감소. 재고 비축 효과가 없어지면서 물량 조절이 있었던 것으로 파악. 전방산업 생산차질 및 부품 공급이 어려워 판매량 감소. 신동 영업이익률은 7%로 양호. 구리 가격 상승에 따른 메탈관련 이익 약 150억원이 반영된 효과.
- 방산은 미국 및 중동 수출 호조로 영업이익률 18%를 기록. 코로나 장기화로 민간 부문에서 안전 욕구로 미국 수요 견조.
- 자회사 이익 기여는 전분기 대비 축소. 미국 탄약 판매가 견조해 PAC 영업이익은 110억원 기록. PMX는 판매량 감소로 영업적자 5억원을 기록한 것으로 파악. 시암 풍산도 36억원 기여함.

4분기 낮아진 눈높이에 부합하는 실적 예상

- 4분기 방산 내수 매출 증가하고, 미국 총기와 탄약 수요는 강한 상황으로 당분간 기초 유지될 전망. 중동지역에서 지정학적 요소를 반영한 기본 수요는 꾸준한 것으로 파악.
- 신동 판매량은 낮아졌고, 구리 가격은 높은 수준이 유지될 전망. 공급 차질 이슈가 지속되고 있기 때문. LME 구리 재고는 47년래 최저치를 기록하면서 가격 변동성이 커짐. 런던금속거래소는 동 가격 안정을 위해 긴급 조치를 취하고 있는 상황. 세부 내용으로 백워데이션이 심한 상황으로 하루 백워데이션 차이 변동폭에 상한을 두고 매도포지션 보유자가 실물 인도를 미룰 수 있게 해줬으며 실물 재고를 많이 보유하고 있는 주체들을 대상으로 불법적인 의도로 재고 반출을 했는지를 조사하고 있음.
- 최근 공급 부족은 코로나 및 파업으로 광석 공급이 줄어들기도 했지만, 전력비가 높아지면서 정련구리 생산이 줄어든 영향도 있음.
- 21년 역사적으로 이례적인 최대 실적을 달성할 전망이고, 22년부터는 메탈관련 이익이 제거되면서 이익률 정상화될 전망. 감익이 예상됨에도 수익성 대비 저평가돼 BUY투자의견 유지함.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	2,451	2,594	3,509	3,759	3,842
영업이익	(십억원)	41	121	304	220	231
영업이익률	(%)	1.7	4.7	8.7	5.8	6.0
지배주주순이익	(십억원)	18	72	227	158	168
EPS	(원)	629	2,565	8,094	5,650	5,998
증감률	(%)	-71.6	307.8	215.6	-30.2	6.2
PER	(배)	37.8	10.9	4.1	5.9	5.6
PBR	(배)	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE	(%)	1.3	5.1	14.6	9.2	9.0
EV/EBITDA	(배)	10.0	6.6	3.7	4.4	3.8
순차입금	(십억원)	744	670	546	449	328
부채비율	(%)	85.2	76.4	69.2	62.6	56.3
배당수익률	(%)	1.7	2.1	2.4	2.7	3.0

표1. 2021년 3분기 풍산 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A(a)	% YoY	% QoQ	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	633.7	798.8	725.2	923.4	884.8	39.6	-4.2	893.3	941.6	-6.0
영업이익	48.4	53.5	62.4	106.5	80.8	66.9	-24.1	67.8	78.9	2.4
순이익	33.4	33.6	45.5	80.7	61.4	83.8	-23.9	46.1	58.1	5.7
영업이익률	7.6	6.7	8.6	11.5	9.1			7.6	8.4	
순이익률	5.3	4.2	6.3	8.7	6.9			5.2	6.2	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 실적 추정치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	2021F			2022F		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	3,509.4	3,528.5	-0.5	3,759.3	3,638.6	3.3
영업이익	304.4	308.8	-1.4	219.6	217.1	1.2
순이익	226.8	228.8	-0.9	158.3	158.5	-0.1
영업이익률	8.7	8.8		5.8	6.0	
순이익률	6.5	6.5		4.2	4.4	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 풍산 분기별 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E
매출액	2,451.3	2,593.6	3,509.4	3,759.3	581.2	580.0	633.7	798.8	725.2	923.4	884.8	975.9
풍산 별도	1,872.0	1,944.4	2,529.2	2,813.2	406.5	456.4	454.5	627.0	473.5	670.0	634.8	750.9
풍산 이외	570.5	649.2	980.2	946.1	174.7	123.6	179.2	171.8	251.7	253.4	250.0	225.0
영업이익	41.1	121.2	304.4	219.6	-1.6	21.0	48.4	53.5	62.4	106.5	80.8	54.7
풍산 별도	48.7	96.0	223.7	178.3	12.4	17.7	30.7	35.1	33.8	80.7	65.7	43.7
풍산 이외	-7.5	25.2	80.6	41.2	-14.1	3.3	17.7	18.3	28.7	25.8	15.2	11.0
영업외손익	-14.8	-22.2	-4.7	-11.1	2.9	-8.7	-6.6	-9.8	-4.4	-2.5	5.2	-3.0
세전이익	26.4	99.0	299.7	208.5	1.3	12.3	41.8	43.6	58.1	104.0	86.0	51.7
순이익	17.6	71.9	227.0	158.4	-3.2	8.1	33.4	33.7	45.5	80.8	61.4	39.3
지배주주순이익	17.6	71.9	226.8	158.3	-3.2	8.1	33.4	33.6	45.5	80.7	61.4	39.2

자료: 케이프투자증권 리서치본부

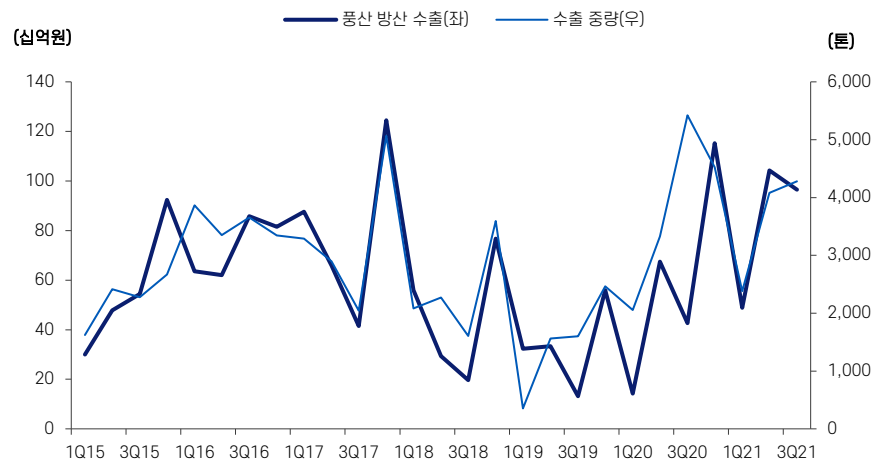
표4. 풍산 분기별 실적 전망(별도기준)

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E
매출액	1,872.0	1,944.4	2,529.2	2,813.2	406.5	456.4	454.5	627.0	473.5	670.0	634.8	750.9
신동	1,266.8	1,226.5	1,839.7	2,115.7	305.4	275.7	298.2	357.7	396.6	468.7	447.3	527.2
내수	445.7	435.1	640.8	794.9	99.7	100.6	110.5	124.3	139.0	166.6	141.9	193.3
수출	821.1	791.4	1,198.9	1,320.8	203.1	172.7	184.6	230.9	257.6	302.1	305.4	333.9
방산	605.2	717.9	683.4	697.5	101.1	180.7	156.2	269.3	73.7	198.5	187.5	223.7
내수	470.4	467.9	348.7	352.2	86.9	113.3	113.5	154.1	24.8	94.3	90.9	138.7
수출	134.9	239.6	334.7	345.3	14.2	67.4	42.7	115.2	48.9	104.2	96.5	85.0
영업이익	48.7	96.0	223.7	178.3	12.4	17.7	30.7	35.1	33.8	80.7	65.7	43.7
신동	33.4	29.6	134.2	107.9	10.0	-0.4	8.9	11.2	29.9	50.9	31.9	21.5
방산	15.3	66.3	89.5	70.4	2.4	18.1	21.9	24.0	3.8	29.8	33.7	22.1
영업이익률(%)	2.6%	4.9%	8.8%	6.3%	3.1%	3.9%	6.8%	5.6%	7.1%	12.0%	10.3%	5.8%
신동	2.6%	2.4%	7.3%	5.1%	3.3%	-0.1%	3.0%	3.1%	7.5%	10.9%	7.1%	4.1%
방산	2.5%	9.2%	13.1%	10.1%	2.4%	10.0%	14.0%	8.9%	5.2%	15.0%	18.0%	9.9%
원달러환율	1,164	1,173	1,144	1,170	1,194	1,190	1,188	1,119	1,114	1,121	1,159	1,180

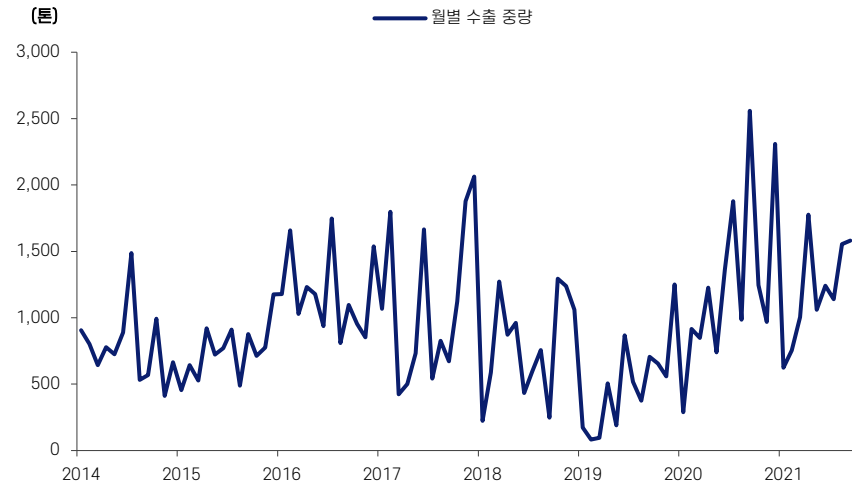
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 국내 수출 중량(탄약과그부분품)과 풍산 방산 수출 추이



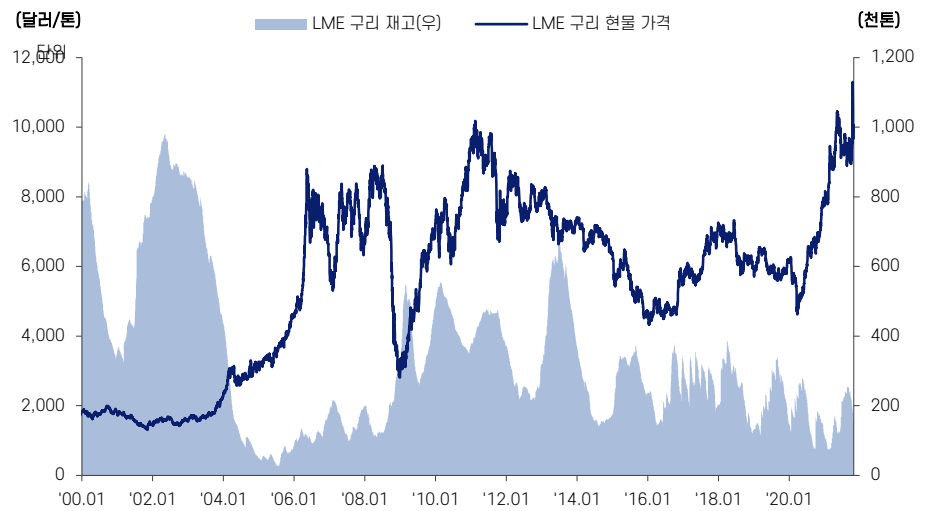
자료: 한국무역협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 국내 수출 중량(탄약과그부분품) 추이



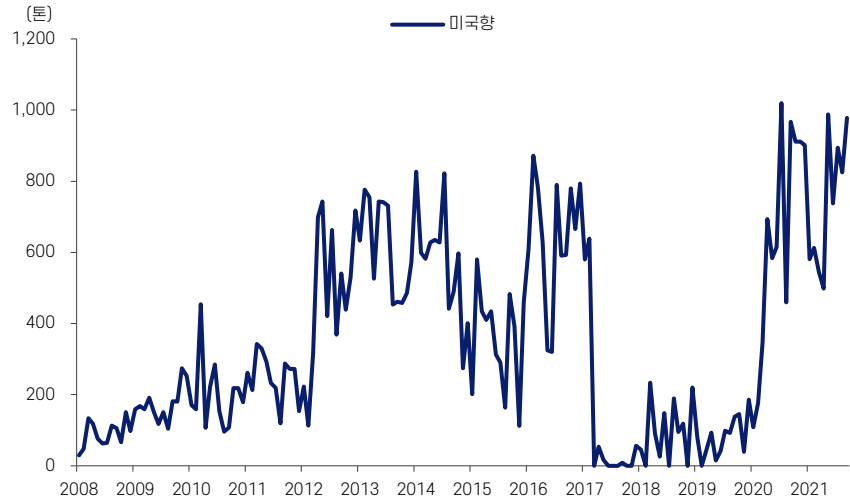
자료: 한국무역협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 구리 가격 및 재고 추이



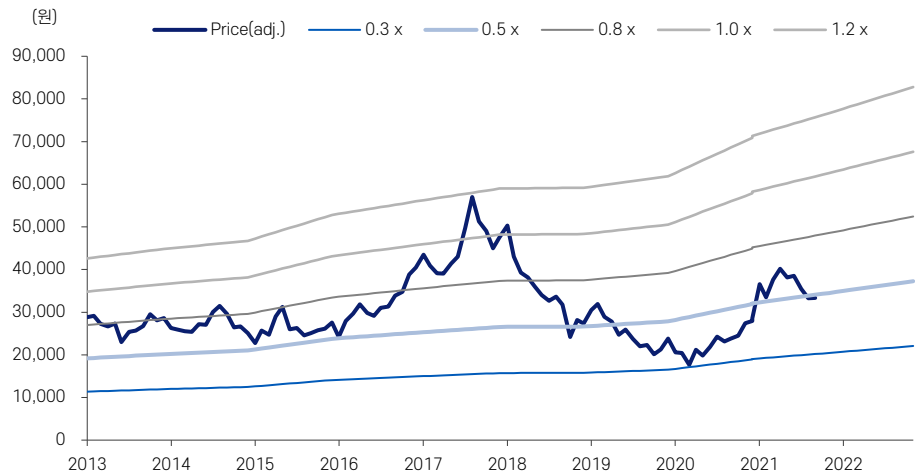
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 미국향 수출 중량(탄약과그부분품) 추이



자료: 한국무역협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 풍산 PBR 밴드 차트



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,302	1,545	1,645	1,747
현금및현금성자산	79	172	225	305
매출채권 및 기타채권	403	546	585	597
재고자산	790	798	806	814
비유동자산	1,250	1,258	1,270	1,278
투자자산	30	30	30	30
유형자산	1,075	1,083	1,096	1,105
무형자산	17	16	16	15
자산총계	2,552	2,803	2,916	3,025
유동부채	747	807	802	785
매입채무 및 기타채무	200	271	290	297
단기차입금	329	319	309	299
유동성장기부채	151	150	135	122
비유동부채	358	339	321	304
사채 및 장기차입금	268	248	229	211
부채총계	1,106	1,146	1,123	1,089
지배기업소유지분	1,444	1,654	1,790	1,933
자본금	140	140	140	140
자본잉여금	495	495	495	495
이익잉여금	810	1,020	1,156	1,299
기타자본	-1	-1	-1	-1
비지배지분	2	2	2	2
자본총계	1,446	1,657	1,793	1,936
총차입금	760	729	685	644
순차입금	670	546	449	328

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	115	226	207	229
영업에서 창출된 현금흐름	123	334	296	322
이자외 수취	1	1	2	2
이자외 지급	-21	-20	-19	-18
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-4	-73	-50	-53
투자활동 현금흐름	-54	-102	-110	-107
유동자산의 감소(증가)	-3	-0	-0	-0
투자자산의 감소(증가)	-4	-0	-0	-0
유형자산 감소(증가)	-50	-100	-108	-105
무형자산 감소(증가)	-0	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	-46	-31	-44	-41
사채및차입금증가(감소)	-62	-31	-44	-41
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	-5	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	9	92	53	80
기초현금	70	79	172	225
기말현금	79	172	225	305
FCF	64	126	99	124

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,594	3,509	3,759	3,842
증가율(%)	5.8	35.3	7.1	2.2
매출원가	2,323	3,019	3,309	3,376
매출총이익	271	490	450	467
매출총이익률(%)	10.5	14.0	12.0	12.1
판매비와 관리비	150	186	231	236
영업이익	121	304	220	231
영업이익률(%)	4.7	8.7	5.8	6.0
EBITDA	222	399	317	330
EBITDA M%	8.6	11.4	8.4	8.6
영업외손익	-0	3	4	4
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-22	-8	-15	-14
기타영업외손익	-0	3	4	4
세전이익	99	300	208	221
법인세비용	27	73	50	53
당기순이익	72	227	158	168
지배주주순이익	72	227	158	168
지배주주순이익률(%)	2.8	6.5	4.2	4.4
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-0	0	0	0
총포괄이익	72	227	158	168
EPS 증가율(%, 지배)	307.8	215.6	-30.2	6.2
이자손익	-20	-19	-17	-15
총외화관련손익	-5	0	0	0

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	28,024	28,024	28,024	28,024
시가총액(십억원)	783	935	935	935
주가(원)	27,950	33,350	33,350	33,350
EPS(원)	2,565	8,094	5,650	5,998
BPS(원)	51,545	59,039	63,889	68,987
DPS(원)	600	800	900	1,000
PER(X)	10.9	4.1	5.9	5.6
PBR(X)	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	6.6	3.7	4.4	3.8
ROE(%)	5.1	14.6	9.2	9.0
ROA(%)	2.8	8.5	5.5	5.7
ROIC(%)	4.7	11.1	7.8	8.1
배당수익률(%)	2.1	2.4	2.7	3.0
부채비율(%)	76.4	69.2	62.6	56.3
순차입금/자기자본(%)	46.3	33.0	25.0	16.9
유동비율(%)	174.2	191.4	205.2	222.4
이자보상배율(X)	5.8	15.5	11.7	13.1
총자산회전율	1.0	1.3	1.3	1.3
매출채권 회전율	0.0	7.4	6.7	6.5
재고자산 회전율	3.3	4.4	4.7	4.7
매입채무 회전율	0.0	12.8	11.8	11.5

현대제철 (004020KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 79,000 원 (유지)

Analyst 김미송

02-6923-7336

misongkim@capefn.com

RA 이규익

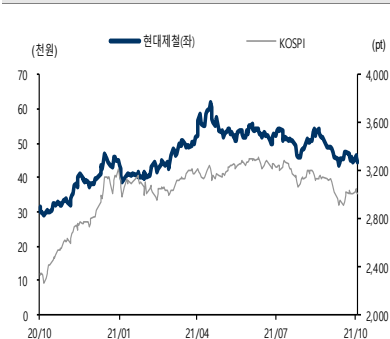
02-6923-7359

kyuikk@capefn.com

Stock Data

주가(10/28)	44,600원
액면가	5,000원
시가총액	5,952십억원
코스피 시총대비	0.27%
52주 최고/최저가	61,900원/28,900원
120일 평균거래대금	38십억원
외국인지분율	20.96%
주요주주	기아 외 10 인 35.97%
	국민연금공단 8.18%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-7.5	-22.3	48.2
상대주가(%)	-4.8	-17.9	15.5

주가는 실물 수급이 타이트한 점을 반영할 필요!

21년 3분기 연결 영업이익 8,262 억원(+51.5%QoQ)으로 당사 예상을 소폭 상회

- 본사와 자회사 실적 모두 양호했음. 세부적으로 살펴보면, 판매량이 454만톤으로 예상보다 줄었고, 제품 스프레드가 기대 이상이었음. 생산과 판매량 감소는 협력사가 약 50일간 파업한 영향.
- 스프레드는 판재류 +8만원(판가 +14만원, 원가 +6만원), 봉형강 +7.5만원(판가 +17만원, 원가 +9.5만원)으로 대폭 상승하면서 판매량 감소를 상쇄함.
- 채용 전환 비용 약 300억원 반영됨. 자회사는 큰 이슈 없이 해외에서 200억원, 국내에서 250억원의 이익 기여.

4분기 3분기와 유사한 영업이익을 전망함

- 철광석 가격은 하락했지만 석탄 가격이 급등해 4분기 이익 감소 우려가 커짐.
- 현대제철은 해외 자동차강판 협상을 완료. 5월부터 소급해 적용한다는 점을 반영하면 판재류 스프레드는 소폭 하락에 그칠 것. 판가 +4.5만원 상승하고 원가 +5만원 상승할 전망. 판매량도 정상화될 전망. 전기로 스프레드는 +1.5만원(판가 +3.5만원, 원가 +2만원) 개선될 전망.
- 현대제철은 실적발표 컨퍼런스 콜에서 전방 수요 산업이 견조할 것으로 전망. 주택공급 본격화로 건설 수요 견조하고, 글로벌 경기재개에 따른 자동차 수요도 회복 기조 지속, 친환경 선박교체 등으로 조선사 수주도 급증을 전망함.
- 최근 중국내 철강제품 가격 하락하면서 주가도 동반 하락하고 있는데, 이번 조정이 끝나면 실물 시장에서 타이트한 수급 상황을 반영할 전망.

투자의견 BUY와 목표주가 79,000 원을 유지함. 목표 PBR은 0.6 배에 해당됨

- 수요 둔화 우려는 정점을 지난 것으로 판단하고, 지금부터는 중국 겨울철 감산에 따른 공급 감소가 더 크다는 점을 주가가 반영할 필요. 22년 글로벌 철강 수요가 +2.2%로 전망되고, 중국 이외의 국가에서는 수요가 견조하다는 점을 주목할 필요. 기대 ROE가 7% 이상이라는 점을 감안하면 현재 주가는 매수하기에 충분히 매력적이라고 판단함.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	20,513	18,023	23,011	25,178	24,952
영업이익	(십억원)	331	73	2,501	2,149	2,309
영업이익률	(%)	1.6	0.4	10.9	8.5	9.3
지배주주순이익	(십억원)	17	-430	1,661	1,332	1,451
EPS	(원)	128	-3,222	12,444	9,983	10,873
증감률	(%)	-95.7	적전	흑전	-19.8	8.9
PER	(배)	245.7	-12.3	3.6	4.5	4.1
PBR	(배)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	0.1	-2.5	9.9	7.3	7.5
EV/EBITDA	(배)	8.3	10.2	4.1	4.2	3.7
순차입금	(십억원)	11,076	11,288	9,890	8,882	7,749
부채비율	(%)	99.4	108.7	96.9	86.3	77.1
배당수익률	(%)	2.4	1.3	2.2	2.2	2.2

표1. 2021년 3분기 현대제철 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21A(a)	% YoY	% QoQ	컨센서스	CAPE(b)	차이(a/b)
매출액	4,461.6	4,780.6	4,927.4	5,621.9	5,860.2	31.3	4.2	6,222.5	6,323.9	-7.3
영업이익	33.4	55.4	303.9	545.3	826.2	2,373.7	51.5	759.6	811.8	1.8
순이익	(45.3)	(258.2)	209.9	335.2	584.9	1,391.2	74.5	502.7	549.5	6.4
영업이익률	0.7	1.2	6.2	9.7	14.1			12.2	12.8	
순이익률	(1.0)	(5.4)	4.3	6.0	10.0			8.1	8.7	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 실적 추정치 변경 내용

(단위: 십억원, %)

	2021F			2022F		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	23,010.7	23,336.9	-1.4	25,178.0	24,700.6	1.9
영업이익	2,500.2	2,405.3	3.9	2,148.8	2,386.3	-10.0
세전이익	2,336.7	2,221.8	5.2	1,840.3	2,077.8	-11.4
순이익	1,660.0	1,591.4	4.3	1,332.2	1,504.1	-11.4
영업이익률	10.9	10.3		8.5	9.7	
세전이익률	10.2	9.5		7.3	8.4	
순이익률	7.2	6.8		5.3	6.1	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 현대제철 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	2020	2021E	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E
매출액	18,024	23,011	25,178	4,668	4,113	4,462	4,781	4,927	5,622	5,860	6,601
현대제철 별도	15,568	20,194	22,446	4,144	3,679	3,757	3,988	4,252	4,866	5,150	5,926
현대제철 이외	2,456	2,816	2,732	524	435	705	793	676	756	710	675
매출원가	16,930	19,433	21,912	4,436	3,848	4,184	4,462	4,366	4,800	4,770	5,497
현대제철 별도	14,652	16,943	19,535	3,938	3,452	3,531	3,731	3,741	4,145	4,147	4,910
현대제철 이외	2,279	2,491	2,377	498	396	654	731	625	655	623	587
매출총이익	1,093	3,577	3,266	232	265	277	319	561	822	1,090	1,104
현대제철 별도	917	3,252	2,911	206	227	226	257	511	721	1,003	1,016
현대제철 이외	177	326	355	26	39	51	61	50	101	87	88
판매비	1,020	1,077	1,118	262	251	244	263	257	277	264	279
현대제철 별도	875	912	951	228	217	208	222	214	238	223	237
현대제철 이외	145	165	167	34	34	36	42	43	39	41	42
영업이익	73	2,500	2,149	-30	14	33	55	304	545	826	825
현대제철 별도	42	2,340	1,961	-21	9	18	35	297	484	781	779
현대제철 이외	31	160	188	-8	5	15	20	7	62	46	46
영업외손익	-577	-164	-309	-123	-16	-86	-351	-18	-50	-17	-78
세전이익	-504	2,337	1,840	-152	-2	-53	-296	286	495	809	747
순이익	-440	1,729	1,395	-115	-13	-45	-267	220	353	596	561
지배주주순이익	-430	1,660	1,332	-115	-11	-45	-258	210	335	585	530

자료: 케이프투자증권 리서치본부

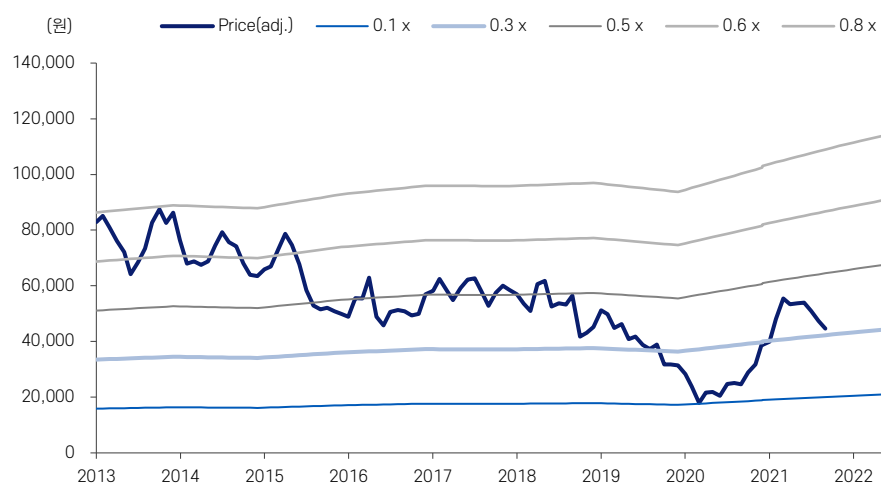
표4. 현대제철 분기별 실적 전망

(단위: 천톤, 천원/톤)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021
판매량	5,079	4,668	4,846	5,085	19,678	4,926	5,035	4,537	5,111	19,609
고로 계	2,916	2,607	2,935	3,092	11,550	3,054	2,833	2,600	3,003	11,490
냉연	1,540	1,173	1,390	1,399	5,502	1,589	1,363	1,307	1,357	5,616
열연	654	779	847	833	3,113	682	528	553	812	2,575
후판외	722	655	698	860	2,935	783	942	740	834	3,299
전기로 계	2,163	2,061	1,911	1,993	8,128	1,872	2,202	1,937	2,108	8,119
철근	647	764	683	767	2,861	702	806	763	882	3,153
H형강	611	608	607	518	2,344	533	701	563	596	2,393
기타형강	359	278	305	413	1,355	438	459	402	420	1,719
스테인리스	21	21	23	24	89	22	25	24	26	97
강관외	525	390	293	271	1,479	177	211	185	185	758
판매가격	816	788	775	784	791	863	966	1,135	1,159	1,030
고로 평균	752	711	694	708	716	787	867	1,016	1,069	932
냉연	886	856	861	864	868	918	998	1,062	1,107	1,016
열연	618	568	553	627	590	759	937	1,170	1,215	1,027
후판 외	585	620	530	533	565	547	639	819	864	715
전기로 평균	903	886	901	902	898	987	1,094	1,295	1,289	1,168
철근	623	631	637	663	639	697	811	927	962	856
H형강	734	745	691	718	722	817	943	1,184	1,219	1,040
기타형강	857	844	846	852	850	765	849	965	1,000	892
스테인리스	2,075	2,050	2,075	1,922	2,522	1,922	2,618	1,992	1,967	2,749

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 현대제철 PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	9,935	10,935	11,084	11,514
현금및현금성자산	917	970	751	1,156
매출채권 및 기타채권	2,582	3,297	3,608	3,575
재고자산	4,688	4,735	4,782	4,830
비유동자산	24,910	25,213	25,465	25,682
투자자산	1,958	1,963	1,967	1,971
유형자산	19,874	20,169	20,431	20,657
무형자산	1,507	1,511	1,496	1,483
자산총계	34,845	36,149	36,548	37,196
유동부채	6,073	6,501	6,326	6,273
매입채무 및 기타채무	2,840	3,626	3,968	3,932
단기차입금	553	533	513	493
유동성장기부채	2,341	2,000	1,500	1,500
비유동부채	12,079	11,292	10,604	9,917
사채 및 장기차입금	9,902	9,102	8,402	7,702
부채총계	18,152	17,792	16,930	16,190
지배기업소유지분	16,345	17,940	19,141	20,460
자본금	667	667	667	667
자본잉여금	3,906	3,906	3,906	3,906
이익잉여금	10,933	12,528	13,729	15,048
기타자본	839	839	839	839
비지배지분	348	416	478	545
자본총계	16,693	18,356	19,619	21,006
총차입금	13,828	12,668	11,449	10,730
순차입금	11,288	9,890	8,882	7,749

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,008	3,259	2,903	3,016
영업에서 창출된 현금흐름	2,231	4,121	3,572	3,698
이자지 지급	17	50	50	52
이자지 지급	-326	-334	-304	-280
배당금 수입	30	30	30	30
법인세부담액	56	-608	-445	-485
투자활동 현금흐름	-2,438	-1,980	-1,772	-1,760
유동자산의 감소(증가)	-1,307	-185	-9	-9
투자자산의 감소(증가)	26	-5	-5	-5
유형자산 감소(증가)	-973	-1,700	-1,688	-1,676
무형자산 감소(증가)	-15	-90	-70	-70
재무활동 현금흐름	454	-1,226	-1,351	-851
사채및차입금증가(감소)	1,522	-1,160	-1,219	-719
자본금및자본잉여금 증감	-8	0	0	0
배당금 지급	-99	-66	-132	-132
외환환산으로 인한 현금변동	-24	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	1	53	-219	405
기초현금	916	917	970	751
기말현금	917	970	751	1,156
FCF	975	1,559	1,215	1,339

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	18,023	23,011	25,178	24,952
증가율(%)	-12.1	27.7	9.4	-0.9
매출원가	16,930	19,433	21,912	21,521
매출총이익	1,093	3,578	3,266	3,431
매출총이익률(%)	6.1	15.6	13.0	13.7
판매비와 관리비	1,020	1,077	1,118	1,121
영업이익	73	2,501	2,149	2,309
영업이익률(%)	0.4	10.9	8.5	9.3
EBITDA	1,652	3,992	3,660	3,843
EBITDA M%	9.2	17.3	14.5	15.4
영업외손익	-217	37	11	11
지분법관련손익	19	2	1	1
금융손익	-360	-200	-320	-316
기타영업외손익	-236	35	10	10
세전이익	-504	2,338	1,840	2,004
법인세비용	-64	608	445	485
당기순이익	-440	1,730	1,395	1,519
지배주주순이익	-430	1,661	1,332	1,451
지배주주순이익률(%)	-2.4	7.2	5.3	5.8
비지배주주순이익	-10	69	63	68
기타포괄이익	-31	0	0	0
총포괄이익	-471	1,730	1,395	1,519
EPS 증가율(%, 지배)	적전	흑전	-19.8	8.9
이자손익	-294	-284	-254	-228
총외화관련손익	-6	0	0	0

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	133,446	133,446	133,446	133,446
시가총액(십억원)	5,284	5,952	5,952	5,952
주가(원)	39,600	44,600	44,600	44,600
EPS(원)	-3,222	12,444	9,983	10,873
BPS(원)	123,330	135,281	144,278	154,166
DPS(원)	500	1,000	1,000	1,000
PER(X)	-12.3	3.6	4.5	4.1
PBR(X)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	10.2	4.1	4.2	3.7
ROE(%)	-2.5	9.9	7.3	7.5
ROA(%)	-1.2	4.9	3.8	4.1
ROIC(%)	-0.1	7.2	6.3	6.7
배당수익률(%)	1.3	2.2	2.2	2.2
부채비율(%)	108.7	96.9	86.3	77.1
순차입금/자기자본(%)	67.6	53.9	45.3	36.9
유동비율(%)	163.6	168.2	175.2	183.5
이자보상배율(X)	0.2	7.5	7.1	8.3
총자산회전율	0.5	0.6	0.7	0.7
매출채권 회전율	0.0	7.8	7.3	6.9
재고자산 회전율	3.6	4.9	5.3	5.2
매입채무 회전율	0.0	6.0	5.8	5.4

삼성전자 (005930KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 105,000 원 (유지)

Analyst 박성준

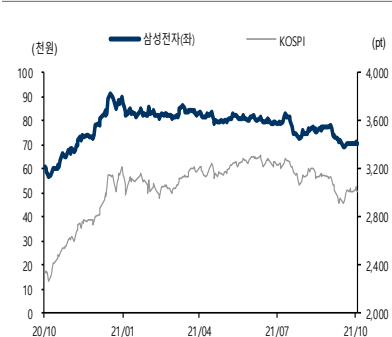
02-6923-7333

sspark@capefn.com

Stock Data

주가(10/28)	70,700원
액면가	100원
시가총액	422,064십억원
코스피 시총대비	19.29%
52주 최고/최저가	91,000원/56,600원
120일 평균거래대금	1,367십억원
외국인지분율	51.34%
주요주주	삼성생명보험 외 17 인 21.15%
	국민연금공단 9.69%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-7.3	-13.9	19.8
상대주가(%)	-4.6	-9.0	-6.6

이젠 긍정적 시그널에 민감할 때

3Q21 매출액 73.9 조원(+16.2% QoQ), 영업이익 15.8 조원(+25.9% QoQ) 기록

삼성전자는 컨퍼런스 콜을 통해 3Q21 부문별 실적을 발표. 각 부문별 영업이익은 반도체 10.06조 원, DP 1.49조원, IM 3.36조원, CE 0.76조원, Harman 0.15조원. DRAM은 서버 중심으로 수요가 견조했고 모바일도 2분기 기저효과로 개선. PC는 부품 수급 이슈 등으로 수요 약세를 보임. Bit Growth +2% QoQ 기록. NAND는 eSSD 중심으로 물량 확대했으나 cSSD Set 빌드 악화 및 일부 고객 재고 조정으로 Bit Growth는 가이던스를 하회하는 +5% QoQ를 기록. ASP는 시장 전망치에 부합하는 DRAM +8% QoQ, NAND +10% QoQ를 기록. Foundry는 S5 신규 라인 가동으로 물량 확대와 Legacy Tech Node 가격 인상 등으로 전분기 대비 실적이 크게 개선. DP는 iPhone13 효과로 수익성 개선. IM과 CE 등 Set 부문은 부품 수급 이슈에도 출하량이 증가하였으나 마케팅비, 물류비 등 비용 증가로 수익성은 전분기 대비 하락.

4Q21 매출액 72.0 조원(-2.6% QoQ), 영업이익 15.3 조원(-3.2% QoQ) 전망

동사는 4분기 DRAM Bit Growth 가이던스를 Flat% QoQ로 제시. 큰 폭의 가격 하락을 감수하면서까지 공급 확대를 꾀하지 않겠다는 의지로 해석. 동사의 메모리 재고가 1주 수준에 불과하여 재고 축적의 여유가 있기 때문으로 판단. 서버 수요도 IT 부품 공급난에서 비롯된 일시적인 약세로 짧은 재고 소진 과정 이후 재차 수요 반등을 전망. 과거 대비 메모리 어플리케이션의 다변화 제한된 공급 증가 등으로 메모리 가격 하락 추세는 과거 대비 축소될 것으로 예상. CAPEX 측면에서도 DRAM은 Foundry와 NAND에 비해 후순위. 경쟁사와 같이 2022년 수익성 위주의 전략을 가져갈 것으로 보임. Foundry 사업은 4분기 S5 라인 물량 확대와 가격 인상 효과로 큰 폭의 수익성 개선이 지속될 전망. 2022년 비메모리 부문의 분기 영업이익은 1조원대를 꾸준히 창출 가능할 것으로 예상함. 물론 단기적으로 IT 수급난과 원재료 비용 증가 등 Set 부문의 출하와 수익성에 대한 우려는 상존. 하지만 결국 주가의 방향성을 결정하는 요소는 반도체라고 봤을 때 공급망 이슈는 이미 최악을 지나고 있고 주가 역시 이를 충분히 반영했다 판단. 앞으로는 긍정적인 시그널에 주가는 더욱 민감하게 반응할 것으로 판단함. 투자의견 Buy, 목표주가 105,000원을 유지함.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	230,401	236,807	275,060	284,449	312,119
영업이익	(십억원)	27,769	35,994	53,078	60,578	76,286
영업이익률	(%)	12.1	15.2	19.3	21.3	24.4
지배주주순이익	(십억원)	21,505	26,091	41,150	50,655	63,850
EPS	(원)	3,166	3,841	6,058	7,457	9,400
증감률	(%)	-47.4	21.3	57.7	23.1	26.1
PER	(배)	17.6	21.1	11.7	9.5	7.5
PBR	(배)	1.5	2.1	1.6	1.4	1.2
ROE	(%)	8.5	9.7	14.5	16.0	17.5
EV/EBITDA	(배)	5.0	6.8	4.1	3.3	2.4
순차입금	(십억원)	-90,368	-104,435	-127,690	-161,592	-213,063
부채비율	(%)	34.1	37.1	40.8	36.5	33.9
배당수익률	(%)	2.5	3.7	2.0	2.0	2.0

표 1. 삼성전자 PER Valuation

(단위: x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015~2020 Avg	2021F	2022F
PER (End)	11.5	13.2	9.4	6.4	17.6	21.1	13.2	11.7	9.5
PER (High)	13.7	13.4	10.6	9.0	18.1	21.2	14.3	16.0	13.0
PER (Low)	9.4	8.0	6.6	6.3	11.6	11.0	8.8	11.3	9.2
PER (Avg)	11.8	10.5	8.6	7.8	14.7	14.9	11.4	13.2	10.8

자료: WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

표 2. 삼성전자 PBR Valuation

(단위: x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015~2020 Avg	2021F	2022F
PBR (End)	1.2	1.5	1.8	1.1	1.5	2.1	1.5	1.6	1.4
PBR (High)	1.4	1.5	2.0	1.5	1.5	2.1	1.7	2.2	2.0
PBR (Low)	0.9	0.9	1.2	1.1	1.0	1.1	1.0	1.6	1.4
PBR (Avg)	1.2	1.5	1.8	1.1	1.5	2.1	1.3	1.9	1.6

자료: WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

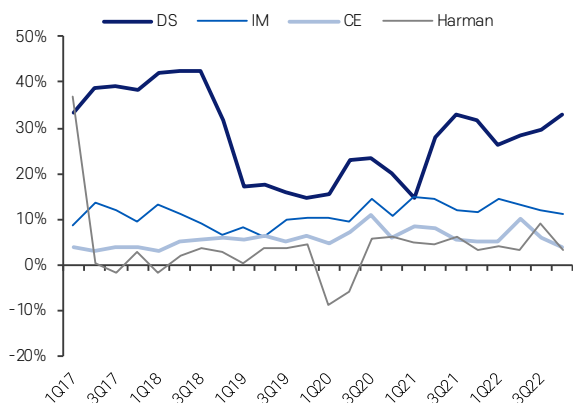
표 3. 삼성전자 연간 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후	2021F 변경전	차이	변경후	2022F 변경전	차이
매출액	275,059.9	272,101	1.1	284,448.8	283,092	0.5
영업이익	53,077.8	53,141	-0.1	60,578.0	63,521	-4.6
세전이익	56,232.6	57,577	-2.3	69,322.9	72,221	-4.0
순이익	41,150.4	41,815	-1.6	50,654.7	52,356	-3.2
영업이익률	19.3	19.5		21.3	22.4	
세전이익률	20.4	21.2		24.4	25.5	
순이익률	15.0	15.4		17.8	18.5	

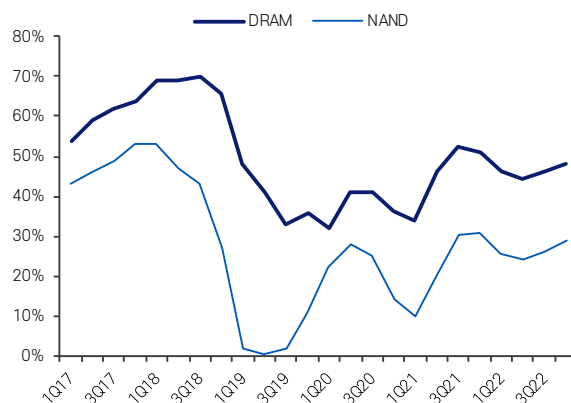
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 부문별 OPM 추이



자료: 삼성전자, 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. DRAM & NAND OPM 추이



자료: 삼성전자, 케이프투자증권 리서치본부

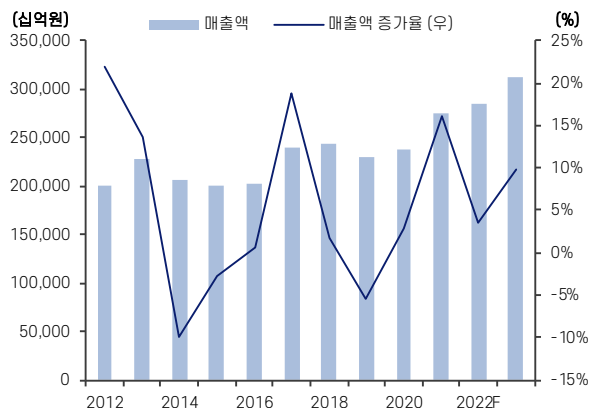
표 4. 삼성전자 부문별 실적 전망										(단위: 십억원, %)	
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
매출액	65,389	63,672	73,979	72,021	68,554	67,353	74,854	73,688	236,807	275,060	284,449
DS	25,824	29,456	35,090	36,342	33,603	33,921	38,817	39,892	103,036	126,712	146,233
Semi	19,006	22,740	26,410	27,122	25,846	26,198	29,214	29,854	72,858	95,279	111,112
Memory	14,435	17,880	20,830	20,302	18,739	19,707	22,416	23,384	55,544	73,447	84,245
DRAM	8,991	11,784	13,426	12,782	11,702	12,091	13,807	14,144	33,764	46,983	51,744
NAND	5,536	6,268	7,487	7,563	7,084	7,668	8,663	9,300	21,816	26,854	32,715
Display	6,923	6,868	8,860	9,219	7,757	7,723	9,602	10,038	30,586	31,870	35,121
IM	29,206	22,674	28,420	26,210	29,201	23,890	27,576	24,006	99,587	106,510	104,672
Mobile	28,203	21,431	27,340	24,806	28,078	22,733	26,396	22,755	96,022	101,780	99,961
CE	12,987	13,396	14,100	14,364	12,699	14,255	13,990	14,390	48,173	54,847	55,335
TV	7,220	7,170	7,820	8,376	6,842	7,606	7,271	7,967	27,712	30,586	29,686
Harman	2,367	2,419	2,400	2,588	2,424	2,276	2,668	2,929	9,184	9,774	10,297
영업이익	9,383	12,567	15,818	15,311	13,864	14,334	15,954	16,425	35,994	53,078	60,578
DS	3,730	8,210	11,550	11,438	8,829	9,635	11,557	13,086	21,042	34,928	43,107
Semi	3,366	6,928	10,060	9,993	8,399	8,357	9,901	10,746	18,805	30,346	37,403
Memory	3,620	6,724	9,291	8,841	7,199	7,207	8,641	9,494	17,650	28,476	32,541
DRAM	3,067	5,471	7,032	6,505	5,386	5,360	6,367	6,801	12,737	22,076	23,914
NAND	552	1,253	2,259	2,336	1,814	1,846	2,274	2,693	4,914	6,401	8,626
Display	364	1,282	1,490	1,445	430	1,278	1,656	2,340	2,237	4,581	5,704
IM	4,393	3,235	3,360	3,032	4,273	3,190	3,340	2,697	11,473	14,020	13,501
Mobile	4,232	3,062	3,237	2,811	4,136	3,043	3,186	2,522	11,052	13,341	12,887
CE	1,115	1,063	760	756	667	1,438	815	542	3,562	3,694	3,463
TV	722	574	680	643	360	1,047	486	477	2,589	2,619	2,370
Harman	113	107	150	85	94	71	242	101	56	455	508
Margin (%)											
OPM	14.3	19.7	21.4	21.3	20.2	21.3	21.3	22.3	15.2	19.3	21.3
DS	14.4	27.9	32.9	31.5	26.3	28.4	29.8	32.8	20.4	27.6	29.5
Semi	17.7	30.5	38.1	36.8	32.5	31.9	33.9	36.0	25.8	31.9	33.7
DRAM	34.1	46.4	52.4	50.9	46.0	44.3	46.1	48.1	37.7	47.0	46.2
NAND	10.0	20.0	30.2	30.9	25.6	24.1	26.2	29.0	22.5	23.8	26.4
Display	5.3	18.7	16.8	15.7	5.5	16.5	17.2	23.3	7.3	14.4	16.2
IM	15.0	14.3	11.8	11.6	14.6	13.4	12.1	11.2	11.5	13.2	12.9
Mobile	15.0	14.3	11.8	11.3	14.7	13.4	12.1	11.1	11.5	13.1	12.9
CE	8.6	7.9	5.4	5.3	5.3	10.1	5.8	3.8	7.4	6.7	6.3
Harman	4.8	4.4	6.3	3.3	3.9	3.1	9.1	3.4	0.6	4.7	4.9
YoY Growth (%)											
매출액	18.2	20.2	10.5	17.0	4.8	5.8	1.2	2.3	2.8	16.2	3.4
DS	7.0	17.6	35.3	30.1	30.1	15.2	10.6	9.8	7.9	23.0	15.4
Semi	7.7	24.7	40.5	49.2	36.0	15.2	10.6	10.1	12.2	30.8	16.6
Memory	9.9	22.3	45.9	50.3	29.8	10.2	7.6	15.2	10.6	32.2	14.7
Display	5.1	2.2	21.1	-7.4	12.1	12.5	8.4	8.9	-1.5	4.2	10.2
IM	12.3	9.3	-6.8	17.3	0.0	5.4	-3.0	-8.4	10.6	32.2	14.7
Mobile	13.0	8.2	-8.3	15.6	-0.4	6.1	-3.5	-8.3	4.8	39.2	10.1
CE	27.9	29.9	0.1	5.5	-2.2	6.4	-0.8	0.2	-35.3	-33.4	-16.7
Harman	12.7	56.8	-8.3	-11.5	2.4	-5.9	11.2	13.2	적지	적지	적지
영업이익	45.5	54.3	28.0	69.2	47.8	14.1	0.9	7.3	29.6	47.5	14.1
QoQ Growth (%)											
매출액	6.2	-2.6	16.2	-2.6	-4.8	-1.8	11.1	-1.6			
DS	-7.5	14.1	19.1	3.6	-7.5	0.9	14.4	2.8			
Semi	4.5	19.6	16.1	2.7	-4.7	1.4	11.5	2.2			
Memory	6.8	23.9	16.5	-2.5	-7.7	5.2	13.7	4.3			
Display	-30.5	-0.8	29.0	4.1	-15.9	-0.4	24.3	4.5			
IM	30.7	-22.4	25.3	-7.8	11.4	-18.2	15.4	-12.9			
Mobile	31.4	-24.0	27.6	-9.3	13.2	-19.0	16.1	-13.8			
CE	-4.6	3.1	5.3	1.9	-11.6	12.2	-1.9	2.9			
Harman	-19.0	2.2	-0.8	7.8	-6.3	-6.1	17.2	9.8			
영업이익	3.7	33.9	25.9	-3.2	-9.4	3.4	11.3	3.0			

자료: 삼성전자, 케이프투자증권 리서치본부

표 5. 삼성전자 주요 가정										(단위: 원, %, 백만대)	
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
주요 가정											
USD/KRW	1,114	1,121	1,160	1,150	1,146	1,140	1,133	1,127	1,180	1,160	1,137
DRAM											
Bit Growth	4.0	11.0	2.0	0.0	-1.0	9.1	12.6	-1.0	22.9	26.7	16.3
ASP QoQ	4.3	17.3	8.0	-4.0	-7.2	-4.8	2.0	4.0	-15.7	13.8	-5.1
NAND											
Bit Growth	12.5	7.4	5.0	5.0	0.0	17.0	16.0	5.8	25.1	41.0	34.0
ASP QoQ	-4.9	4.8	10.0	-3.0	-6.0	-7.0	-2.0	2.0	-4.2	-9.5	-8.9
Smartphone											
Shipments	76.0	59.1	68.8	67.5	73.6	68.1	71.8	68.7	254.9	271.4	282.3
Shipment QoQ	22.6	-22.3	16.5	-2.0	9.1	-7.4	5.4	-4.3	-13.6	6.5	4.0
ASP	293.3	283.6	288.9	266.2	295.6	261.1	277.9	246.2	260.8	283.3	270.7
ASP QoQ	19.4	-3.3	1.9	-7.8	11.0	-11.6	6.4	-11.4	4.8	8.6	-4.4
OLED											
Shipment QoQ	-17.5	-7.0	20.0	5.9	-17.0	-0.8	21.0	13.4	-4.5	34.1	5.6
ASP QoQ	-16.6	8.7	5.6	0.0	0.0	0.0	5.0	-1.0	12.2	-18.0	6.7
TV											
Shipment	11.5	9.4	10.0	12.0	9.6	9.4	9.7	11.6	48.9	42.9	40.3
Shipment QoQ	-24.0%	-18.0%	6.0%	20.0%	-19.9%	-2.5%	4.0%	18.8%	11.0%	-12.4%	-6.1%

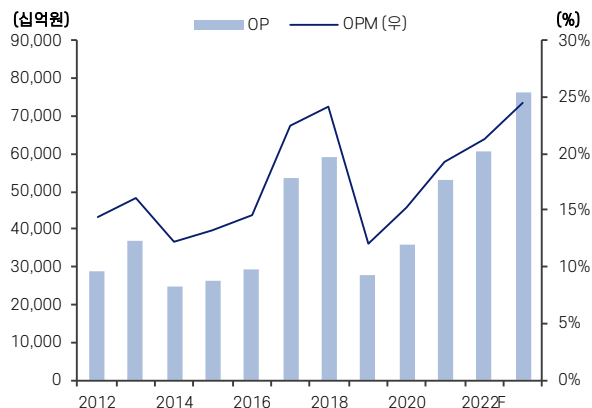
자료: 삼성전자, 케이프투자증권 리서치본부

그림 3. 매출액 및 매출액 증가율 추이



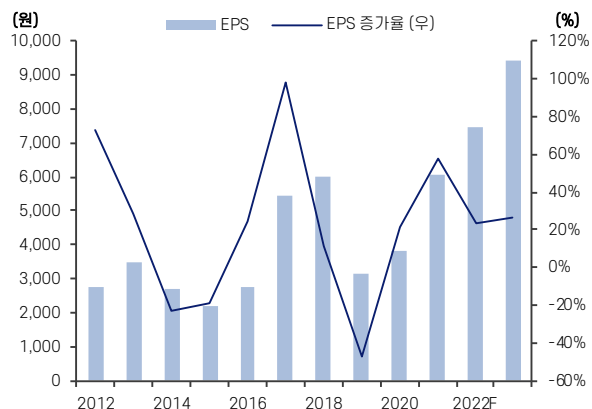
자료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



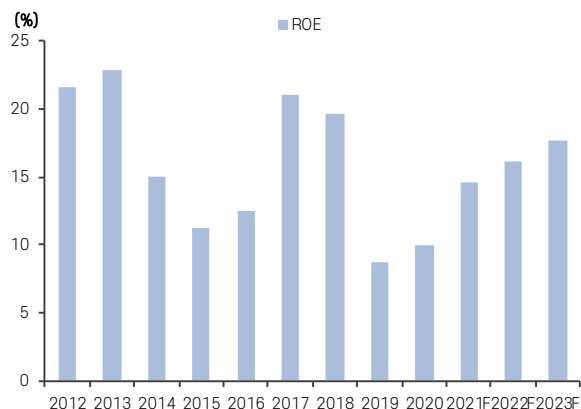
자료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. EPS 및 EPS 성장률 추이



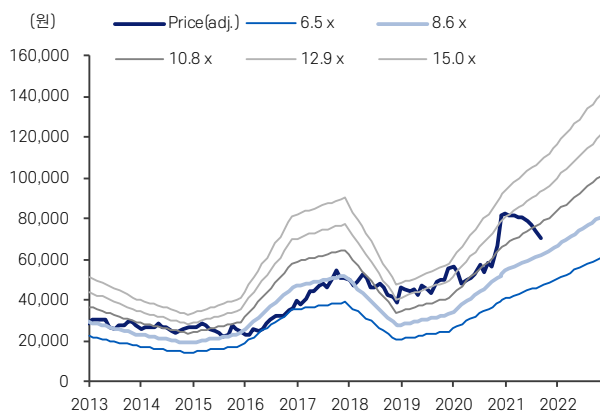
료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. ROE 추이



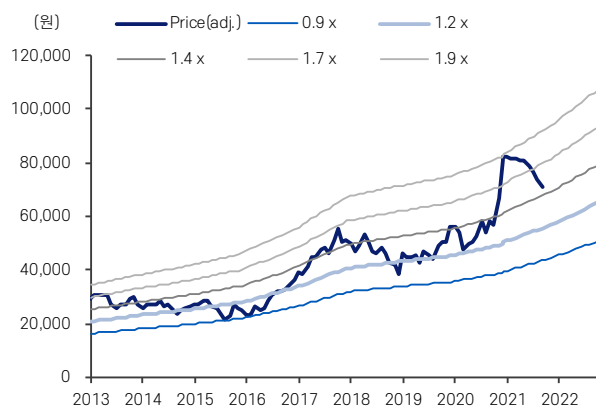
자료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. 삼성전자 12M FWD PER 밴드 차트



자료 : 삼성전자, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. 삼성전자 12M FWD PBR 밴드 차트



자료 : 삼성전자, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	198,216	227,198	263,166	322,383
현금및현금성자산	29,383	56,249	88,315	131,746
매출채권 및 기타채권	34,570	43,960	44,978	49,095
재고자산	32,043	29,004	29,675	32,391
비유동자산	180,020	198,611	206,999	212,652
투자자산	21,855	23,598	23,820	24,719
유형자산	128,953	144,798	155,799	163,027
무형자산	18,469	19,177	16,343	13,869
자산총계	378,236	425,809	470,165	535,035
유동부채	75,604	89,722	91,524	98,205
매입채무 및 기타채무	46,943	61,315	62,735	68,477
단기차입금	16,553	15,088	15,288	15,488
유동성장기부채	716	1,204	1,204	1,204
비유동부채	26,683	33,578	34,294	37,192
사채 및 장기차입금	2,948	2,643	2,643	2,643
부채총계	102,288	123,300	125,819	135,397
지배기업소유지분	267,670	293,863	334,709	388,750
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	271,068	294,788	335,634	389,675
기타자본	-8,699	-6,226	-6,226	-6,226
비지배지분	8,278	8,646	9,637	10,888
자본총계	275,948	302,509	344,347	399,638
총차입금	20,217	18,935	19,135	19,335
순차입금	-104,435	-127,690	-161,592	-213,063

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	65,287	86,719	88,819	105,206
영업에서 창출된 현금흐름	68,149	99,560	104,115	122,843
이자수취	2,220	1,438	2,820	5,218
이자지급	-555	-326	-441	-587
배당금수입	244	203	0	0
법인세부담액	-4,770	-14,156	-17,676	-22,267
투자활동 현금흐름	-53,629	-38,307	-47,144	-52,167
유동자산의 감소(증가)	-13,377	4,894	-2,037	-8,239
투자자산의 감소(증가)	-3,787	-1,034	204	-431
유형자산 감소(증가)	-37,215	-44,990	-45,512	-43,697
무형자산 감소(증가)	-985	-3,650	200	200
재무활동 현금흐름	-8,328	-22,347	-9,609	-9,609
사채및차입금증가(감소)	1,805	-1,283	200	200
자본금및자본잉여금증감	0	0	0	0
배당금지급	-9,677	-20,481	-9,809	-9,809
외환환산으로 인한 현금변동	-834	801	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	2,497	26,866	32,066	43,431
기초현금	26,886	29,383	56,249	88,315
기말현금	29,383	56,249	88,315	131,746
FCF	27,695	41,468	43,307	61,510

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	236,807	275,060	284,449	312,119
증가율(%)	2.8	16.2	3.4	9.7
매출원가	144,488	160,877	155,181	164,900
매출총이익	92,319	114,183	129,268	147,219
매출총이익률(%)	39.0	41.5	45.4	47.2
판매비와 관리비	56,325	61,105	68,690	70,934
영업이익	35,994	53,078	60,578	76,286
영업이익률(%)	15.2	19.3	21.3	24.4
EBITDA	66,329	86,695	97,724	115,028
EBITDA M%	28.0	31.5	34.4	36.9
영업외손익	-598	-757	711	780
지분법관련손익	507	709	427	468
금융손익	950	3,912	8,034	10,301
기타영업외손익	-1,105	-1,466	284	312
세전이익	36,345	56,233	69,323	87,367
법인세비용	9,937	14,368	17,676	22,267
당기순이익	26,408	41,865	51,647	65,100
지배주주순이익	26,091	41,150	50,655	63,850
지배주주순이익률(%)	11.0	15.0	17.8	20.5
비지배주주순이익	317	715	992	1,250
기타포괄이익	-3,674	5,651	0	0
총포괄이익	22,734	47,516	51,647	65,100
EPS 증가율(%, 지배)	21.3	57.7	23.1	26.1
이자손익	1,391	998	2,380	4,631
총외화관련손익	-599	3,017	5,654	5,670

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	5,969,783	5,969,783	5,969,783	5,969,783
시가총액(십억원)	483,552	422,064	422,064	422,064
주가(원)	81,000	70,700	70,700	70,700
EPS(원)	3,841	6,058	7,457	9,400
BPS(원)	39,406	43,262	49,275	57,231
DPS(원)	2,994	1,444	1,444	1,444
PER(X)	21.1	11.7	9.5	7.5
PBR(X)	2.1	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(X)	6.8	4.1	3.3	2.4
ROE(%)	9.7	14.5	16.0	17.5
ROA(%)	7.1	10.4	11.5	13.0
ROIC(%)	16.6	25.6	25.3	31.4
배당수익률(%)	3.7	2.0	2.0	2.0
부채비율(%)	37.1	40.8	36.5	33.9
순차입금/자기자본(%)	-37.8	-42.2	-46.9	-53.3
유동비율(%)	262.2	253.2	287.5	328.3
이자보상배율(X)	61.7	155.4	137.5	130.0
총자산회전율	0.6	0.7	0.6	0.6
매출채권 회전율	0.0	7.0	6.4	6.6
재고자산 회전율	8.1	9.0	9.7	10.1
매입채무 회전율	0.0	3.0	2.5	2.5

LG 이노텍 (011070KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 270,000 원 (유지)

Analyst 박성준

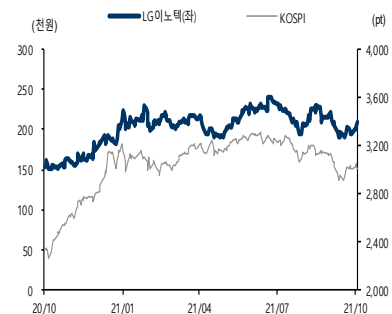
02-6923-7333

sspark@capefn.com

Stock Data

주가(10/28)	209,500원
액면가	5,000원
시가총액	4,958십억원
코스피 시총대비	0.23%
52주 최고/최저가	241,000원/151,000원
120일 평균거래대금	51십억원
외국인지분율	26.36%
주요주주	LG전자 40.79%
	국민연금공단 9.95%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-0.9	-0.9	29.3
상대주가(%)	2.0	4.7	0.8

생각보다 더 좋은 실적

3Q21 매출액 3.79 조원(+61.3% QoQ), 영업이익 3,357 억원(+121.0% QoQ) 기록

LG이노텍의 3Q21 실적은 시장 전망치를 상회. 광학솔루션 부문은 시장의 예상보다 경쟁사의 생산 차질에 따른 반사 수혜 강도가 더욱 강하였던 것으로 추정됨. 매출액 +87.2% QoQ를 기록. 기판소재 부문 역시 iPhone 신제품 효과로 PKG 부문이 견조한 실적을 기록하였으며 디스플레이 제품인 TS와 PM도 견조한 실적을 보임. 전장부문은 차량용 반도체 쇼티지, 물류 및 원재료 상승 등의 이유로 전분기 대비 실적 감소로 적자폭이 확대.

4분기 다시 한번 사상 최대 실적 기대

4분기는 iPhone 최대 성수기로 진입. 따라서 광학 솔루션 사업부 매출액은 +32.6% QoQ 증가할 것으로 전망. 시장의 우려와 달리 부품 수급 차질에 따른 iPhone13 생산 목표치 하향 움직임은 아직 감지되고 있지 않음. 일부 타 부품 번더는 3분기 일부 부품 수급에 문제가 있었던 것으로 파악됨. 하지만 향후 오더컷이 발생한다 하더라도 IT 부품 수급 문제는 최종 수요의 소멸을 의미하지 않기 때문에 일부 수요는 차분기로 이연 가능하다고 판단. 동사는 오히려 경쟁사의 생산 차질 반사 수혜가 커지고 있어 실적에 미치는 영향도 제한적. 4Q21F 매출액 4.77조원(+25.7% QoQ) 영업이익 4,392억 원(+30.8% QoQ)를 전망함.

투자의견 Buy, 목표주가 270,000 원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 270,000원을 유지함. iPhone13의 수요는 견조할 것으로 예상됨. 여기에 더해 경쟁사의 생산 차질은 동사 물량 확대에 연결되고 있음. 동사의 2021년 CAPEX는 1조원을 상회할 것으로 예상되는데 대부분은 광학솔루션 투자. 과거 대비 투자 규모가 커졌다는 점은 경쟁사에겐 진입장벽으로 작용 중. 카메라 공정 난이도 증가로 수출 이슈도 발생. 동사의 고객사내 선두 업체로의 지위 지속 가능할 것으로 판단. FC-BGA 시장 진출의 공식화와 전장 부문의 시장 확대가 향후 동사 Valuation 확대 요소로 작용할 것으로 판단.

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	7,975	9,542	13,997	14,194	13,957
영업이익	(십억원)	476	681	1,274	1,282	1,285
영업이익률	(%)	6.0	7.1	9.1	9.0	9.2
지배주주순이익	(십억원)	102	236	947	933	939
EPS	(원)	4,323	9,977	40,026	39,409	39,662
증감률	(%)	-37.3	130.8	301.2	-1.5	0.6
PER	(배)	32.4	18.3	5.2	5.3	5.3
PBR	(배)	1.5	1.8	1.5	1.2	0.9
ROE	(%)	4.7	10.2	32.6	24.2	19.7
EV/EBITDA	(배)	4.2	4.0	3.1	2.5	2.0
순차입금	(십억원)	1,129	1,056	1,287	364	-929
부채비율	(%)	161.8	148.7	147.1	122.8	91.7
배당수익률	(%)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3

표 1. LG이노텍 PER Valuation

(단위: x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015~2020 Avg	2021F	2022F
PER (End)	24.5	422.4	19.5	12.5	32.4	18.3	88.3	5.2	5.3
PER (High)	29.7	470.7	25.5	24.7	32.4	20.9	100.6	6.1	6.2
PER (Low)	19.6	336.9	11.5	12.1	18.5	7.6	67.7	4.5	4.6
PER (Avg)	24.5	394.2	19.6	18.9	25.5	15.1	83.0	5.3	5.3

자료: WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

표 2. LG이노텍 PBR Valuation

(단위: x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2015~2020 Avg	2021F	2022F
PBR (End)	1.3	1.2	1.7	1.0	1.5	1.8	1.4	1.5	1.2
PBR (High)	1.6	1.3	2.3	1.9	1.5	2.0	1.8	1.7	1.3
PBR (Low)	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.7	0.9	1.3	1.0
PBR (Avg)	1.3	1.1	1.8	1.5	1.2	1.5	1.4	1.5	1.2

자료: WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

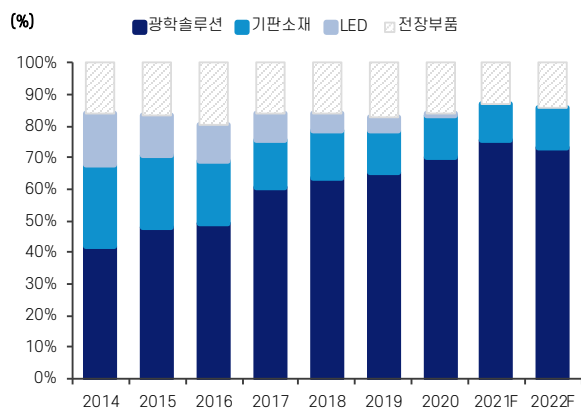
표 3. LG이노텍 연간 추정치 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후	2021F 변경전	차이	변경후	2022F 변경전	차이
매출액	13,996.9	13,056.7	7.2	14,193.9	14,134.2	0.4
영업이익	1,273.7	1,226.8	3.8	1,282.0	1,263.2	1.5
세전이익	1,261.1	1,222.1	3.2	1,243.6	1,225.1	1.5
순이익	947.3	929.5	1.9	932.7	918.8	1.5
영업이익률	9.1	9.4		9.0	8.9	
세전이익률	9.0	9.4		8.8	8.7	
순이익률	6.8	7.1		6.6	6.5	

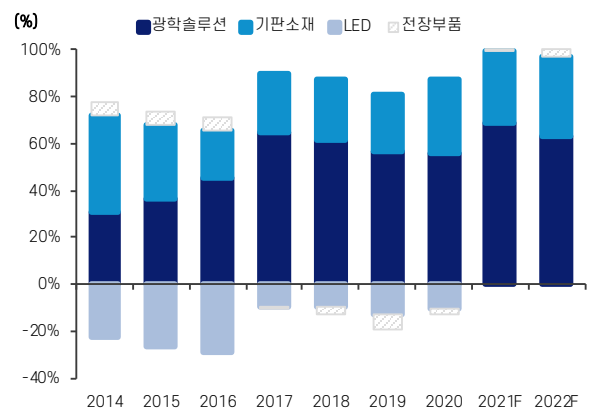
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 부문별 매출액 비중 추이



자료: LG이노텍, 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 부문별 영업이익 비중 추이

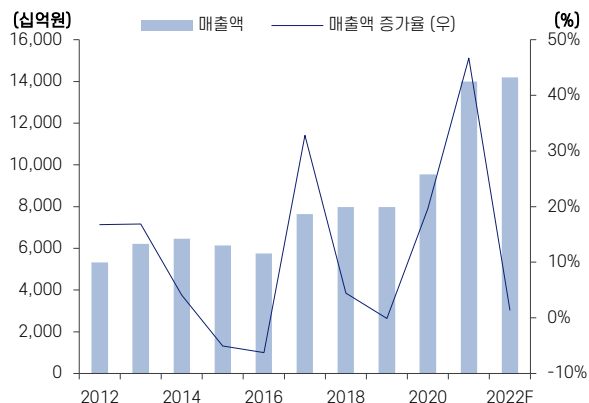


자료: LG이노텍, 케이프투자증권 리서치본부

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
매출액	3,070	2,355	3,798	4,774	2,743	2,574	3,626	5,251	9,542	13,997	14,194
광학솔루션	2,259	1,554	2,910	3,860	1,824	1,707	2,674	4,220	6,779	10,583	10,426
기판소재	359	361	424	438	433	397	422	478	1,244	1,581	1,730
전장부품	452	439	464	477	485	467	526	549	1,511	1,833	2,028
영업이익	346.8	151.9	335.7	439.2	225.9	176.1	349.2	530.7	681.0	1,273.6	1,282.0
광학솔루션	243.3	69.1	226.4	335.1	105.4	68.1	231.2	402.3	447.1	874.0	807.0
기판소재	81.8	84.8	115.0	110.9	112.6	100.2	107.2	114.9	253.9	392.5	434.9
전장부품	21.7	-2.0	-5.7	-6.9	7.9	7.6	10.5	13.1	-20.9	7.2	39.1
이익률 (%)											
OPM	11.3	6.5	8.8	9.2	8.2	6.8	9.6	10.1	7.1	9.1	9.0
광학솔루션	10.8	4.4	7.8	8.7	5.8	4.0	8.6	9.5	6.6	8.3	7.7
기판소재	22.8	23.5	27.1	25.3	26.0	25.2	25.4	24.1	20.4	24.8	25.1
전장부품	4.8	-0.5	-1.2	-1.4	1.6	1.6	2.0	2.4	-1.4	0.4	1.9
NPM	8.2	6.3	6.0	6.7	5.9	4.9	7.0	7.4	2.5	6.8	6.6
YoY Growth (%)											
매출액	52.7	52.9	70.3	26.9	-10.7	9.3	-4.5	10.0	19.6	46.7	1.4
광학솔루션	69.3	67.2	99.5	26.3	-19.3	9.8	-8.1	9.3	24.9	56.1	-1.5
기판소재	23.8	22.2	32.7	28.9	20.7	10.0	-0.3	9.1	10.5	27.1	9.4
전장부품	31.9	53.2	5.9	7.7	7.2	6.4	13.4	15.2	6.5	21.3	10.6
영업이익	151.4	253.8	275.4	6.9	-34.9	15.9	4.0	20.8	43.0	87.0	0.7
QoQ Growth (%)											
매출액	-18.4	-23.3	61.3	25.7	-42.5	-6.2	40.9	44.8			
광학솔루션	-26.1	-31.2	87.2	32.6	-52.7	-6.4	56.7	57.8			
기판소재	5.6	0.7	17.3	3.3	-1.1	-8.3	6.3	13.1			
전장부품	2.1	-2.9	5.6	2.7	1.7	-3.6	12.6	4.4			
영업이익	-15.6	-56.2	121.0	30.8	-48.6	-22.1	98.3	52.0			
Sales Proportion (%)											
광학솔루션	73.6	66.0	76.6	80.8	66.5	66.3	73.8	80.4	71.0	75.6	73.5
기판소재	11.7	15.3	11.2	9.2	15.8	15.4	11.6	9.1	13.0	11.3	12.2
전장부품	14.7	18.7	12.2	10.0	17.7	18.2	14.5	10.5	15.8	13.1	14.3
OP Proportion (%)											
광학솔루션	70.1	45.5	67.4	76.3	46.7	38.7	66.2	75.8	65.7	68.6	62.9
기판소재	23.6	55.8	34.3	25.2	49.8	56.9	30.7	21.7	37.3	30.8	33.9
전장부품	6.3	-1.3	-1.7	-1.6	3.5	4.3	3.0	2.5	-3.1	0.6	3.0

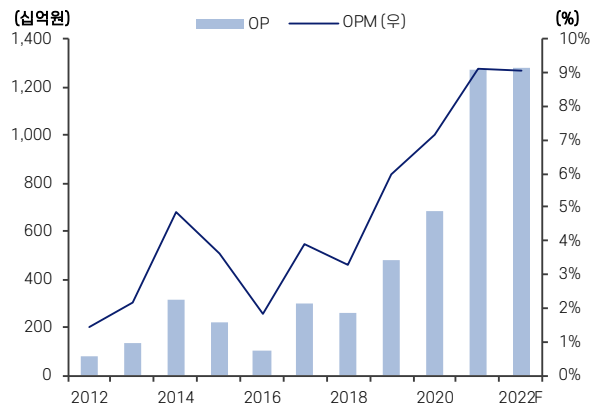
자료: LG이노텍, 케이프투자증권

그림 3. 매출액 및 매출액 증가율 추이



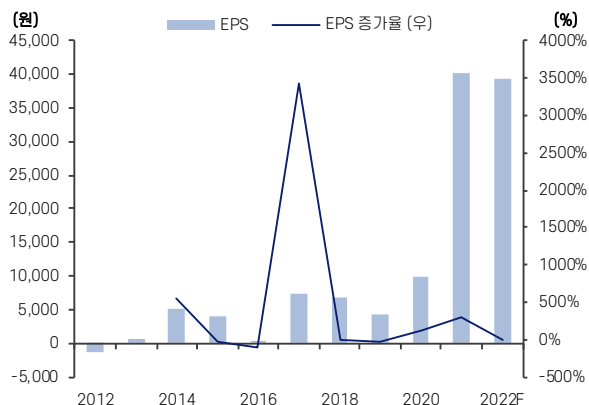
자료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



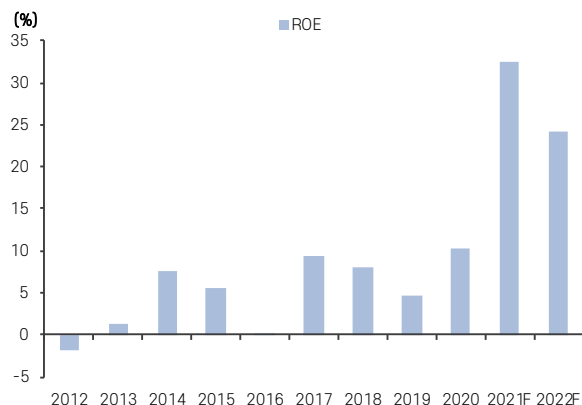
자료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. EPS 및 EPS 성장률 추이



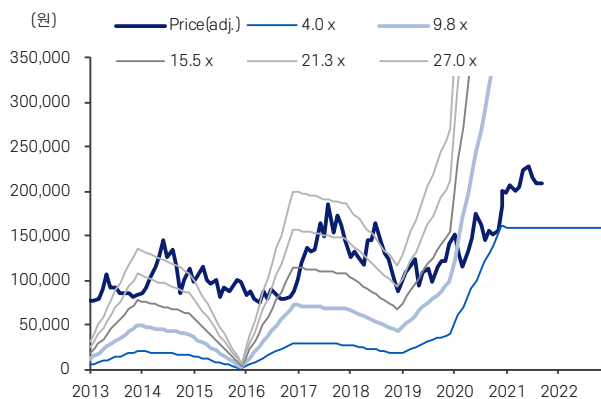
료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. ROE 추이



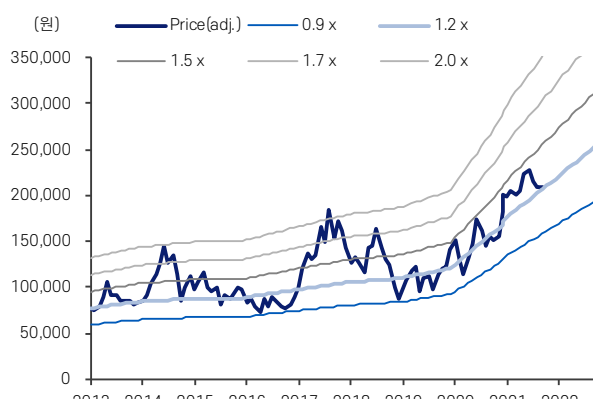
자료 : WiseFN, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. LG이노텍 12M FWD PER 밴드 차트



자료 : LG이노텍, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. LG이노텍 12M FWD PBR 밴드 차트



자료 : LG이노텍, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,162	4,511	5,823	6,487
현금및현금성자산	695	472	1,387	2,667
매출채권 및 기타채권	1,132	1,910	2,100	1,804
재고자산	859	1,932	2,125	1,825
비유동자산	2,877	3,872	3,779	3,541
투자자산	54	108	119	103
유형자산	2,368	3,347	3,280	3,087
무형자산	188	187	152	123
자산총계	6,039	8,383	9,602	10,028
유동부채	2,284	3,700	4,006	3,530
매입채무 및 기타채무	1,572	2,816	3,097	2,660
단기차입금	1	6	6	6
유동성장기부채	441	517	517	517
비유동부채	1,327	1,291	1,288	1,267
사채 및 장기차입금	1,284	1,204	1,194	1,184
부채총계	3,611	4,990	5,293	4,797
지배기업소유지분	2,428	3,393	4,309	5,231
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	1,222	2,162	3,079	4,001
기타자본	-46	-22	-22	-22
비지배지분	0	0	0	0
자본총계	2,428	3,393	4,309	5,231
총차입금	1,753	1,760	1,751	1,739
순차입금	1,056	1,287	364	-929

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	950	975	1,659	1,852
영업에서 창출된 현금흐름	901	1,198	2,007	2,197
이자외 수취	4	3	5	9
이자외 지급	-51	-42	-42	-41
배당금 수입	0	0	0	0
법인세부담액	-71	-296	-311	-313
투자활동 현금흐름	-826	-1,172	-720	-542
유동자산의 감소(증가)	-2	1	-0	0
투자자산의 감소(증가)	-19	-54	-10	16
유형자산 감소(증가)	-738	-1,138	-710	-558
무형자산 감소(증가)	34	-42	0	0
재무활동 현금흐름	-167	-31	-25	-29
사채및차입금증가(감소)	-177	7	-8	-13
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-7	-17	-17	-17
외환환산으로 인한 현금변동	-8	7	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-105	-222	914	1,281
기초현금	800	695	472	1,387
기말현금	695	472	1,387	2,667
FCF	184	-166	950	1,294

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	9,542	13,997	14,194	13,957
증가율(%)	19.6	46.7	1.4	-1.7
매출원가	8,251	11,916	12,011	11,646
매출총이익	1,290	2,081	2,182	2,311
매출총이익률(%)	13.5	14.9	15.4	16.6
판매비와 관리비	609	808	901	1,026
영업이익	681	1,274	1,282	1,285
영업이익률(%)	7.1	9.1	9.0	9.2
EBITDA	1,350	2,036	2,094	2,066
EBITDA M%	14.1	14.5	14.8	14.8
영업외손익	-161	26	-1	-1
지분법관련손익	0	0	0	0
금융손익	-77	-39	-37	-32
기타영업외손익	-161	26	-1	-1
세전이익	443	1,261	1,244	1,252
법인세비용	112	329	311	313
당기순이익	236	947	933	939
지배주주순이익	236	947	933	939
지배주주순이익률(%)	2.5	6.8	6.6	6.7
비지배주주순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	34	0	0
총포괄이익	230	982	933	939
EPS 증가율(%, 지배)	130.8	301.2	-1.5	0.6
이자손익	-47	-39	-37	-32
총외화관련손익	-12	1	0	0

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	23,667	23,667	23,667	23,667
시가총액(십억원)	4,319	4,958	4,958	4,958
주가(원)	182,500	209,500	209,500	209,500
EPS(원)	9,977	40,026	39,409	39,662
BPS(원)	102,590	143,371	182,081	221,043
DPS(원)	700	700	700	700
PER(X)	18.3	5.2	5.3	5.3
PBR(X)	1.8	1.5	1.2	0.9
EV/EBITDA(X)	4.0	3.1	2.5	2.0
ROE(%)	10.2	32.6	24.2	19.7
ROA(%)	4.0	13.1	10.4	9.6
ROIC(%)	15.6	24.3	21.3	22.3
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.3
부채비율(%)	148.7	147.1	122.8	91.7
순차입금/자기자본(%)	43.5	37.9	8.4	-17.8
유동비율(%)	138.4	121.9	145.4	183.7
이자보상배율(X)	13.7	30.5	30.8	31.1
총자산회전율	1.6	1.9	1.6	1.4
매출채권 회전율	0.0	9.2	7.1	7.1
재고자산 회전율	14.2	10.0	7.0	7.1
매입채무 회전율	0.0	5.4	4.1	4.0

롯데칠성 (005300KS)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 180,000 원 (유지)

Analyst 김해미

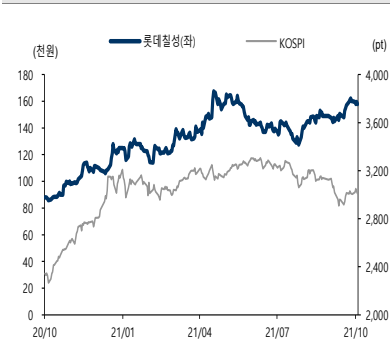
02-6923-7337

consumer@capefn.com

Stock Data

주가(10/28)	158,000원
액면가	500원
시가총액	1,466십억원
코스피 시총대비	0.07%
52주 최고/최저가	167,500원/85,900원
120일 평균거래대금	5십억원
외국인지분율	8.55%
주요주주	롯데지주 외 17 인 66.14%
	국민연금공단 8.95%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.8	16.6	79.7
상대주가(%)	11.0	23.3	40.1

3Q21 Review: 원가 부담에도 어닝 서프라이즈

3Q21P 매출액 yoy +8.3%, 영업이익 yoy +46.3%

- 3Q21 연결 매출액 6,988억원, 영업이익 854억원으로 당사 전망치(703억원) 및 시장 컨센서스(729억원)를 대폭 상회하는 어닝 서프라이즈 시현
- 음료 부문(별도) 매출 4,839억원(yoy +8.4%), 영업이익 685억원(yoy +24.9%) 기록. 코로나19에 따른 사회적 거리두기 영향 심화되었으나, 무더운 날씨로 인한 성수기 효과 극대화. 카테고리별로, 2월 출시한 제로 제품 판매 호조에 따른 탄산류(13%)와 친환경 무라벨 생수(15%), flavour 추가된 스포츠 음료(19%) 등을 중심으로 주스(-2%)를 제외한 모든 제품군 성장. 채널별로는 cvs, 식자재마트, 업소, 온라인 등에서 성장. 원가 상승 압박에도 저수익성 매출 축소에 따른 믹스 개선효과와 내부적인 원가 개선 활동 등으로 수익성 개선된 모습
- 주류 부문(별도) 매출 1,730억원(yoy +0.7%), 영업이익 119억원(yoy +1,096.8%) 기록. 가정 시장 중심의 소비 트렌드 이어지며 와인 카테고리(yoy +20%) 성장한 가운데, 소주 매출은 역성장(yoy -11%). 매출 성장대비 크게 개선된 영업이익은 소주 공장 통합(강릉 공장으로 일원화), 수제맥주 OEM(5-9월 누적 매출 196억원)등에 따른 가동률 상승의 결과. 소주 가동률 yoy 15%p, 맥주 가동률 yoy 10%p 개선된 것으로 파악

원가 부담 확대보다 리오프닝 효과에 주목

- 동사는 예상보다 오래 지속되는 원가 부담 확대로 21F 영업이익 가이던스를 1,750억원에서 1,650억원으로 하향 조정. 그러나 조정 가이던스가 기존의 당사 추정치와 크게 다르지 않고, 이번 실적 서프라이즈의 요인 중 주류 부문 개선효과가 더욱 컸음을 감안할 때 내년에 대한 우려도 제한적이라 판단. 리오프닝 이후 음료/주류 매출 확대에 따른 이익 성장세 지속에 주목할 필요

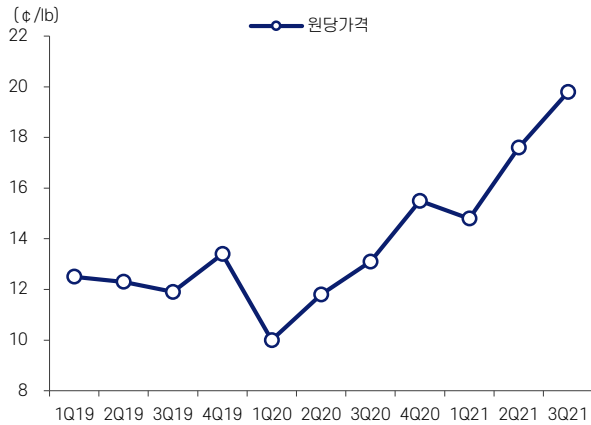
투자의견 Buy 및 목표주가 18 만원 유지

- 현재 주가는 22F PER 18배 수준으로 조정 시 매수 가능한 구간. 향후 주요 원재료의 가격 추이 및 주류 부문의 유통채널 회복 강도를 지켜본 후 목표주가 수정 여부 결정할 것

경영실적 전망

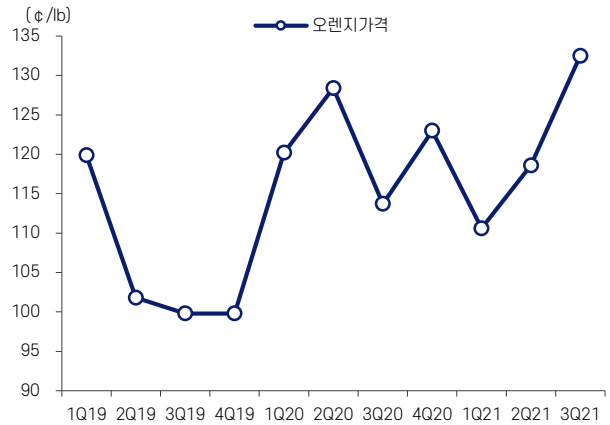
결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	2,430	2,258	2,462	2,614	2,721
영업이익	(십억원)	108	97	164	200	214
영업이익률	(%)	4.4	4.3	6.7	7.6	7.9
지배주주순이익	(십억원)	-142	-13	65	90	103
EPS	(원)	-16,243	-1,397	6,515	8,996	10,269
증감률	(%)	적지	적지	흑전	38.1	14.2
PER	(배)	-8.6	-77.7	24.3	17.6	15.4
PBR	(배)	1.0	0.8	1.2	1.1	1.1
ROE	(%)	-11.7	-1.0	4.9	6.7	7.2
EV/EBITDA	(배)	9.2	9.2	7.4	5.5	5.2
순차입금	(십억원)	1,308	1,259	1,107	966	831
부채비율	(%)	165.2	165.6	164.8	159.3	152.9
배당수익률	(%)	1.9	2.5	1.7	1.7	1.7

음료 원재료 가격 추이- 원당



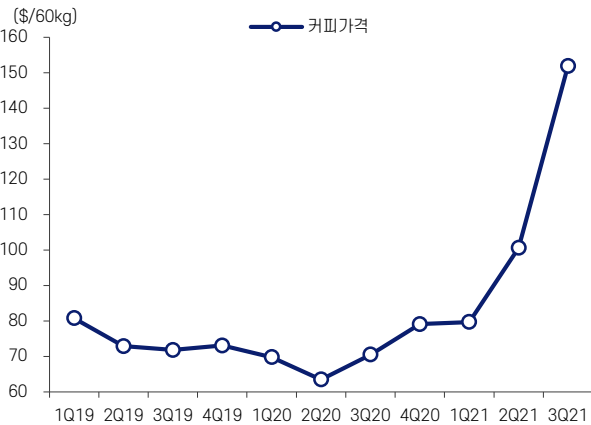
자료: 롯데칠성, ICE, 케이프투자증권 리서치본부

음료 원재료 가격 추이- 오렌지



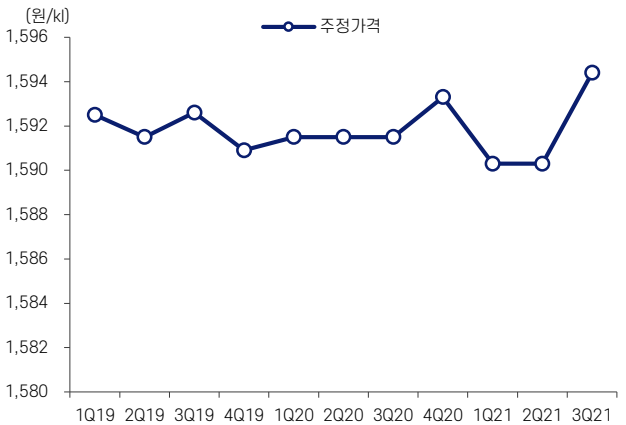
자료: 롯데칠성, ICE, 케이프투자증권 리서치본부

음료 원재료 가격 추이- 커피



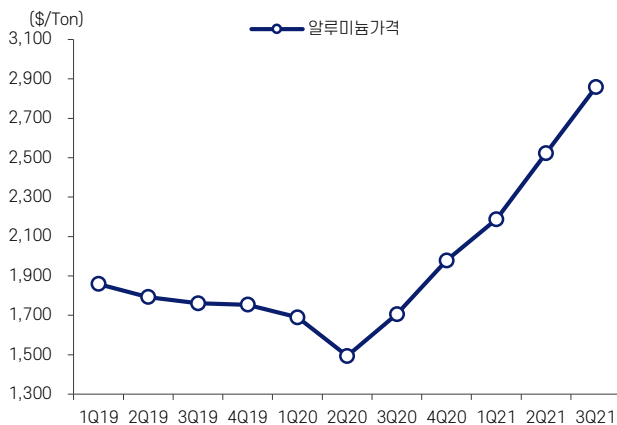
자료: 롯데칠성, CEPEA, 케이프투자증권 리서치본부

주류 원재료 가격 추이- 주정



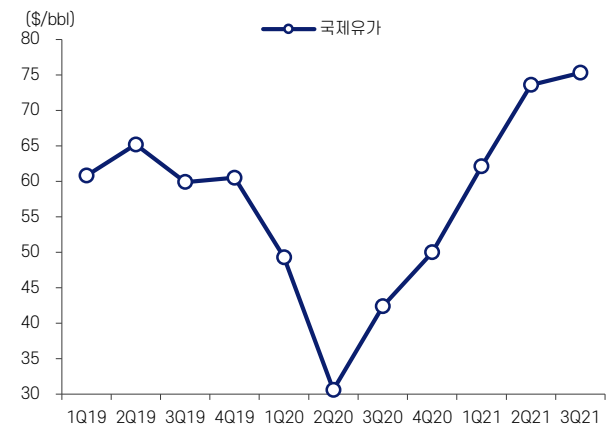
자료: 롯데칠성, 케이프투자증권 리서치본부

부재료 가격 추이- 알루미늄



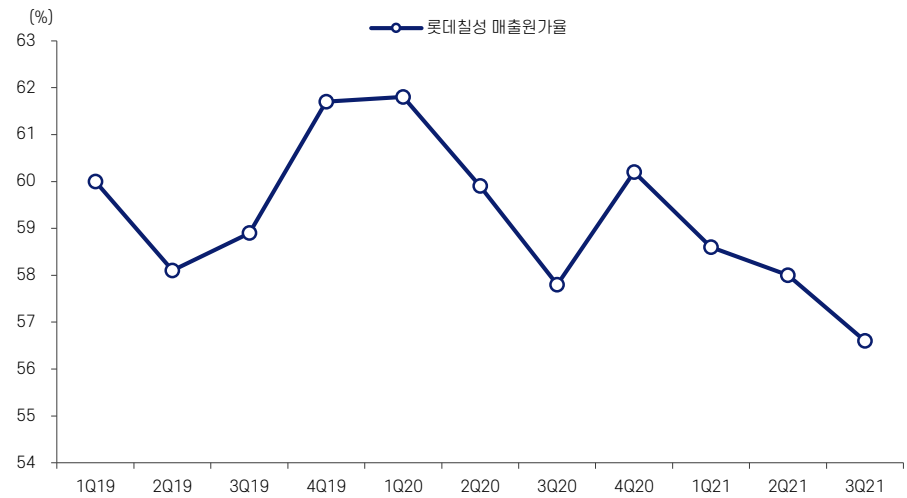
자료: 롯데칠성, LME, 케이프투자증권 리서치본부

부재료 가격 추이- 유가



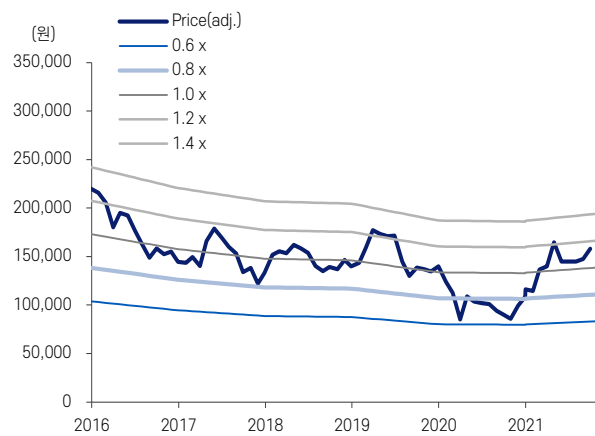
자료: 롯데칠성, 케이프투자증권 리서치본부

롯데칠성 매출원가율 추이 (연결 기준)



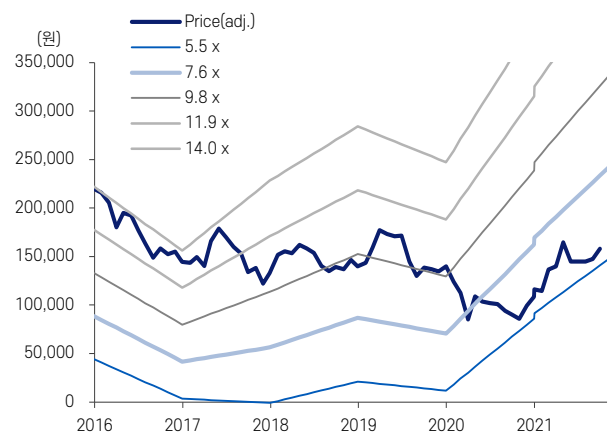
자료: 롯데칠성, 케이프투자증권 리서치본부

롯데칠성 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

롯데칠성 12M fwd EV/EBITDA Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	893	1,075	1,245	1,408
현금및현금성자산	159	274	406	533
매출채권 및 기타채권	247	270	283	295
재고자산	257	281	294	307
비유동자산	2,573	2,473	2,397	2,340
투자자산	271	300	312	325
유형자산	1,940	1,843	1,765	1,706
무형자산	117	111	100	90
자산총계	3,466	3,548	3,643	3,748
유동부채	865	931	954	976
매입채무 및 기타채무	437	477	499	521
단기차입금	27	21	21	21
유동성장기부채	382	396	396	396
비유동부채	1,296	1,278	1,284	1,290
사채 및 장기차입금	1,121	1,103	1,103	1,103
부채총계	2,161	2,208	2,238	2,266
지배기업소유지분	1,295	1,327	1,391	1,467
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	50	49	49	49
이익잉여금	1,876	1,902	1,966	2,042
기타자본	-637	-629	-629	-629
비지배지분	10	13	14	15
자본총계	1,305	1,340	1,405	1,482
총차입금	1,587	1,565	1,565	1,565
순차입금	1,259	1,107	966	831

현금흐름표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	303	280	346	344
영업에서 창출된 현금흐름	343	316	409	411
이자외 수취	2	3	4	5
이자외 지급	-38	-35	-34	-34
배당금 수입	1	1	0	0
법인세부담액	-5	-5	-33	-38
투자활동 현금흐름	-388	-110	-187	-190
유동자산의 감소(증가)	-159	-15	-9	-8
투자자산의 감소(증가)	-155	-28	-13	-12
유형자산 감소(증가)	-115	-81	-165	-170
무형자산 감소(증가)	-9	-6	0	0
재무활동 현금흐름	46	-56	-27	-27
사채및차입금증가(감소)	71	-22	0	0
자본금및자본잉여금 증감	73	-1	0	0
배당금 지급	-27	-29	-27	-27
외환환산으로 인한 현금변동	-1	0	0	0
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0
현금증감	-41	115	132	127
기초현금	199	159	274	406
기말현금	159	274	406	533
FCF	174	196	181	174

자료: 케이프투자증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,258	2,462	2,614	2,721
증가율(%)	-7.1	9.0	6.2	4.1
매출원가	1,350	1,447	1,550	1,614
매출총이익	908	1,015	1,064	1,108
매출총이익률(%)	40.2	41.2	40.7	40.7
판매비와 관리비	811	851	864	893
영업이익	97	164	200	214
영업이익률(%)	4.3	6.7	7.6	7.9
EBITDA	248	356	453	453
EBITDA M%	11.0	14.5	17.3	16.7
영업외손익	-88	-47	-39	-35
지분법관련손익	-8	3	0	0
금융손익	-32	-34	-36	-37
기타영업외손익	-80	-50	-39	-35
세전이익	-23	83	125	142
법인세비용	-6	18	33	38
당기순이익	-17	65	91	104
지배주주순이익	-13	65	90	103
지배주주순이익률(%)	-0.6	2.6	3.5	3.8
비지배주주순이익	-4	1	1	1
기타포괄이익	-12	-1	0	0
총포괄이익	-29	64	91	104
EPS 증가율(%, 지배)	적지	흑전	38.1	14.2
이자손익	-34	-31	-30	-29
총외화관련손익	2	-3	0	0

주요지표				
	2020A	2021F	2022F	2023F
총발행주식수(천주)	8,975	9,279	9,279	9,279
시가총액(십억원)	974	1,466	1,466	1,466
주가(원)	108,500	158,000	158,000	158,000
EPS(원)	-1,397	6,515	8,996	10,269
BPS(원)	133,667	132,873	139,206	146,812
DPS(원)	2,700	2,700	2,700	2,700
PER(X)	-77.7	24.3	17.6	15.4
PBR(X)	0.8	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA(X)	9.2	7.4	5.5	5.2
ROE(%)	-1.0	4.9	6.7	7.2
ROA(%)	-0.4	1.9	2.5	2.8
ROIC(%)	2.6	6.3	7.4	8.2
배당수익률(%)	2.5	1.7	1.7	1.7
부채비율(%)	165.6	164.8	159.3	152.9
순차입금/자기자본(%)	96.5	82.6	68.8	56.1
유동비율(%)	103.3	115.5	130.5	144.2
이자보상배율(X)	2.7	4.8	5.9	6.3
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권 회전율	0.0	9.5	9.5	9.4
재고자산 회전율	8.5	9.1	9.1	9.1
매입채무 회전율	0.0	3.2	3.2	3.2

국내외 경제이슈

Economist 채현기

02-6923-7348

hkchae@capefn.com

연구원 정태현

02-6923-7356

jth1004@capefn.com

미 증시, 경제지표가 혼조세를 보인 가운데, 기업실적 호조에 상승 마감

미국	3 분기 GDP 속보치, 전분기대비 연율 예상치(2.8%)를 하회했으나 전분기 대비 증가(6.7%→2.0%) - 지난 2분기에 12.0% 증가했던 소비지출이 3분기에 1.6% 증가에 그치면서 GDP 성장 둔화에 일조 - 자동차 등을 포함한 내구재 소비는 전분기대비 감소(11.6%→-26.2%). 비내구재 소비는 전분기 대비 증가폭 둔화(13.9%→2.6%). 서비스 소비도 전분기대비 상승(11.5%→7.9%) - PCE 가격지수의 경우 전기대비 상승폭 둔화(6.5%→5.3%). Core PCE 가격지수 또한 전기대비 상승폭 둔화(6.1%→4.5%) 10 월 캔자스시티 연은 제조업지수, 예상치(23.5)를 상회하며 전월대비 상승(22→31) - 향후 6개월간 전망을 보여주는 합성 기대지수는 전월대비 하락(35→34). 10월 제조업 활동지수는 전월대비 큰 폭 상승(10→25) 9 월 펜딩 주택판매지수, 예상치(1.0%)를 하회했으나 전월대비 하락폭 축소(-8.3%→-2.3%) - NAR에 따르면, 9월에 계약거래가 둔화되면서 주택판매지수가 하락하고, 주택가격 추세가 안정화 되는 조짐을 보이고 있다고 설명
글로벌	라가르드 ECB 총재, 인플레이션이 예상보다 더 오래 지속될 것이라고 발언 - ECB 통화 정책회의 결과, 기준금리 동결(0%) 및 자산매입프로그램(APP) 월 200억 유로 유지 - 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP)의 경우 올해 2~3분기보다 완만하게 더 느려진 매입 속도를 유지 할 것이고, 내년 3월에 종료할 예정 - 시장이 예상하는 금리 인상 시점과 ECB의 가이드언스가 일치하지 않기 때문에, 내년 금리 인상에 대한 시장의 기대는 완전히 틀렸다고 발언 - 소비자 지출이 높은 수준을 유지하는 등 경제 회복세가 지속되고 있으나, 자재, 장비, 노동력 부족으로 공급망 차질이 발생하고 있다고 설명 - 인플레이션은 올해 더 오를 것으로 예상되나, 중기적으로 2%로 안정될 수 있도록 ECB의 모든 수단을 동원할 것을 표명. 이에 따라 내년에는 물가 상승세가 둔화될 것으로 예상
환율	달러 인덱스(DXY)는 전일대비 0.16pt(0.16%) 하락한 93.8pt 를 기록 - ECB의 완화적인 정책 고수에도 유로존 경기의 견조한 회복세가 예상됨에 따라 독일 국내 금리 상승 및 유로화 강세 현상이 시현. 이는 달러화 약세 요인으로 작용 원/달러 환율은 전일대비 0.3 원(0.03%) 하락한 1169.7 원에 마감 - 최근 원/달러 환율의 하락세에 대한 반발로 1,173원대로 상승 출발했으나, 코스피 지수의 낙폭 축소 및 월말 네고물량 유입 등의 요인으로 하락 반전
원자재	금 가격(12 월물)은 전일대비 0.2% 상승한 온스당 1,802.6 달러로 마감 - 인플레이션에 대한 우려가 지속되는 가운데 달러 약세가 금 가격의 상승 요인으로 작용하며 온스당 1,800달러 선을 회복 WTI 유 가격(12 월물)은 전일대비 0.18% 상승한 배럴당 82.81 달러로 마감 - 이란 핵협상 관련 논의 재개 등 이란의 원유 수출 정상화 가능성이 높아지며 유가에 하방 압력이 작용했으나, 미 오일라호마 쿠싱 지역의 원유 재고가 크게 감소함에 따라 소폭 반등

Appendix

글로벌 증시와 원자재						
종목	현재	1D(%)	1W(%)	1M(%)	1Y(%)	5Y(%)
코스피	3,009.55 (pt)	-0.53	0.11	-1.66	29.35	49.03
코스닥	1,000.13 (pt)	-0.87	0.51	-0.13	22.88	56.23
다우존스	35,730.48 (pt)	0.68	0.15	3.90	34.03	96.74
S&P500	4,596.42 (pt)	0.98	1.13	5.44	38.86	116.16
나스닥	15,448.12 (pt)	1.39	2.37	6.45	38.11	197.65
유로스톡스 50	4,233.87 (pt)	0.31	1.08	3.77	43.03	37.50
상해종합	3,518.42 (pt)	-1.23	-1.79	-0.51	7.51	13.34
니케이 225	28,820.09 (pt)	-0.96	0.05	-2.45	23.52	65.19
MSCI AC World	746.98 (pt)	0.70	0.64	4.62	34.01	81.77
CRB 원자재	567.91 (pt)	-0.17	-0.08	2.08	38.32	40.78

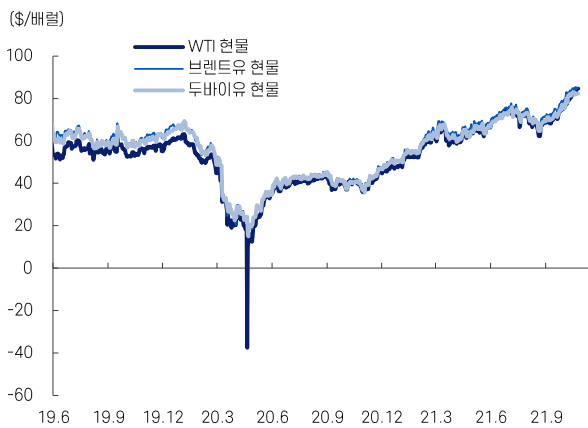
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

달러인덱스와 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

국제 원유 가격

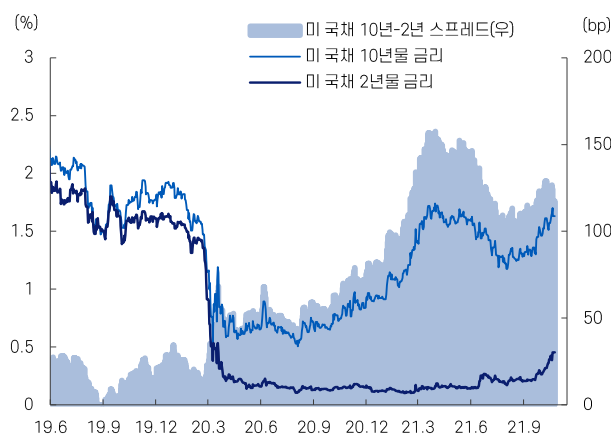


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

금리 및 환율						
종목	현재	1D(bp/%)	1W(bp/%)	1M(bp/%)	1Y(bp/%)	5Y(bp/%)
국고채 3년	2.04 (%)	-3.2	13.5	44.5	111.3	58.5
국고채 10년	2.42 (%)	-9.0	1.2	21.8	90.0	69.8
미 국채 2년	0.49 (%)	-1.4	3.6	20.0	34.3	-36.4
미 국채 10년	1.58 (%)	3.9	-5.2	6.3	75.7	-26.7
중국 시보(7월)	2.32 (%)	4.0	26.0	-14.0	-8.0	-10.0
달러 인덱스	93.35 (pt)	-0.49	-0.32	-1.05	-0.65	-5.09
원/달러	1,169.70 (원)	-0.03	-0.63	-1.02	3.39	2.17
달러/유로	1.17 (달러)	0.01	0.34	0.72	0.07	6.35
엔/달러	113.58 (엔)	0.00	0.07	1.45	8.57	8.44
위안/달러	6.39 (위안)	-0.01	0.11	-1.22	-4.81	-5.71

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국채 2년물과 10년물 금리



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

금과 은 가격



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부