

SWAN

Sleep Well At Night

“

SWAN #1 (제이피모건, 존슨앤존슨, 프록터앤갬블)에 이어 매주 배당을 받을 수 있도록 설계된 SWAN #2 포트폴리오를 제안합니다. 사업 구조 및 브랜드가 나타내는 경제적 해자 (Economic Moat)에 대한 평가 보다는 배당금 지급 능력에 초점을 맞추었습니다. 주가 상승 기대는 옵션으로 가져가면서 지속적으로 지급되는 배당금을 재투자해 장기적인 수익률 제고를 추구하는 투자자에게 적합하다고 생각합니다. 분기별로 배당하는 기업 12개를 편입하면 SWAN #2 포트폴리오에서 매주 현금 흐름이 창출됩니다. 업종 별 배분도 감안해서 정한 두 번째 SWAN 포트폴리오에는 김벌리클라크/필립모리스/프록터앤갬블 (필수소비재), 더블유피케리 (부동산), 제이피모건 (금융), 에이티앤티 (커뮤니케이션), 캐터필러/록히드마틴 (산업재), 린데 (소재)가 포함됩니다.

”

portfolio #2 주간 배당 폴리오

김벌리클라크
필립모리스
프록터앤갬블
(필수소비재)

더블유피케리
(부동산)

제이피모건
(금융)

에브리
화이자
존슨앤존슨
(헬스케어)

에이티앤티
(커뮤니케이션)

캐터필러
록히드마틴
(산업재)

린데(소재)

| C o n t e n t s |

| | |
|--|----|
| 핵심 요약 | 03 |
| 주요 지표 | 06 |
| I. SWAN #2: 주간 배당 포트폴리오 | 07 |
| 1. 미국 주식 투자로 매주 현금 수령 | 07 |
| 2. 업종 배분 감안해 포트폴리오 구성 | 11 |
| 3. 성장성: 이익 및 현금 흐름 | 15 |
| 4. 안정성: 재무상태표 및 베타 | 18 |
| 5. 장기 기대 수익률 | 21 |
| II. 기업 분석 | 23 |
| 1. Kimberly - Clark Corporation (KMB) | 24 |
| 2. Philip Morris International Inc. (PM) | 31 |
| 3. W.P. Carey Inc. (WPC) | 38 |
| 4. JPMorgan Chase & Co. (JPM) | 44 |
| 5. AT&T Inc. (T) | 50 |
| 6. AbbVie, Inc. (ABBV) | 57 |
| 7. Proctor & Gamble Company (PG) | 64 |
| 8. Caterpillar Inc. (CAT) | 71 |
| 9. Pfizer Inc. (PFE) | 78 |
| 10. Johnson & Johnson (JNJ) | 85 |
| 11. Linde plc (LIN) | 92 |
| 12. Lockheed Martin Corporation (LMT) | 99 |

핵심 요약

주식 투자에 나서는 사람의 목적은 자본 이득인 경우가 많다. 주가의 움직임에 예민하게 반응하고 성장주를 찾아 10루타 종목을 노린다. 증시에 관심이 많고 꾸준히 연구하는 투자자에게 적절하면서도 바람직한 방식이다. 우리가 미국 시장의 업종이나 종목을 분석해 전략을 제시할 때 위험(Risk)에 비해 수익(Reward)이 더 클 수 있는지를 고려(Risk - Reward profile analysis)하는 이유다. 주가는 변화율과 상대성의 함수이기 때문에 미래가 과거보다 중요하게 간주된다.

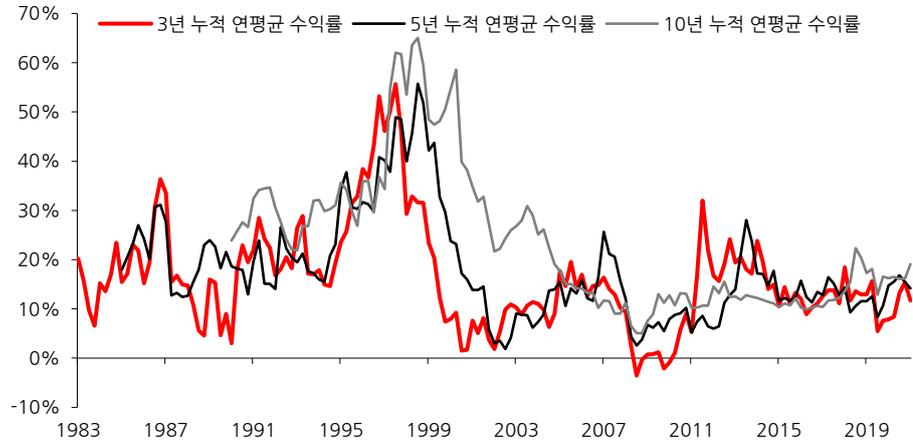
주식을 자산 배분 차원에서 가져가면서 변동성에 대한 노출을 회피하는 투자자도 있다. 안정적인 사업을 통해 현금을 창출하는 기업을 발굴하는 전통적인 투자 방식으로 중위험/중수익을 추구하는 참여자를 위해 SWAN (Sleep Well At Night) 개념을 제시한 바 있다. SWAN은 필립 피셔가 고안한 내용을 활용했다. 기업에 대한 정성 분석의 중요성을 두 권의 명저인 '위대한 기업에 투자하라 (Common Stocks and Uncommon Profits, 1958)'와 '보수적 투자자는 마음이 편하다 (Conservative Investors Sleep Well, 1975)'를 통해 설파했다. SWAN #1 포트폴리오는 제이피모건, 존슨앤존슨, 프록터앤갬블이 포함됐다 (2021년 3월 2일, SWAN #1 자료 참조).

경제적 해자 (Economic Moat)가 있어 강력한 브랜드를 갖고 생산이 효율적이어서 장기적인 사업 가시성이 높은 기업에 집중했던 SWAN #1과 달리 SWAN #2 포트폴리오는 배당 능력을 살폈다. 분기로 배당금을 지급하는 12개의 기업을 골라 투자자가 주간에 현금 받을 수 있도록 구성했다. 업종 별 배분도 감안해서 정한 두 번째 SWAN 포트폴리오에는 김벌리클라크/필립모리스/프록터앤갬블 (필수소비재), 더블유피케리 (부동산), 제이피모건 (금융), 에이티엔티 (커뮤니케이션), 애브비/화이자/ 존슨앤존슨 (헬스케어), 캐터필러/록히드마틴 (산업재), 린데 (소재)가 들어있다.

SWAN #2 포트폴리오의 베타는 0.67로 시장에 비해 움직임이 적다. 평균 시가 총액은 2,068억 달러로 S&P 500의 6,568억 달러에 비해 작아 초대형주 보다는 중대형주 비중이 높다. 실적 장세로 나아갈 2022년에 적합한 구성이다. 배당 수익률은 3.8%로 S&P 500 수치 1.27% 보다 높다. 배당과 자사주 매입을 더한 총주주환원율은 5.5%로 매력적이고 영업으로 창출하는 잉여현금흐름으로 감당할 수 있다. 미국 시장에 노출된 투자자의 분산 효과를 위해 S&P 500에서 비중이 가장 높은 정보기술은 포함하지 않았다.

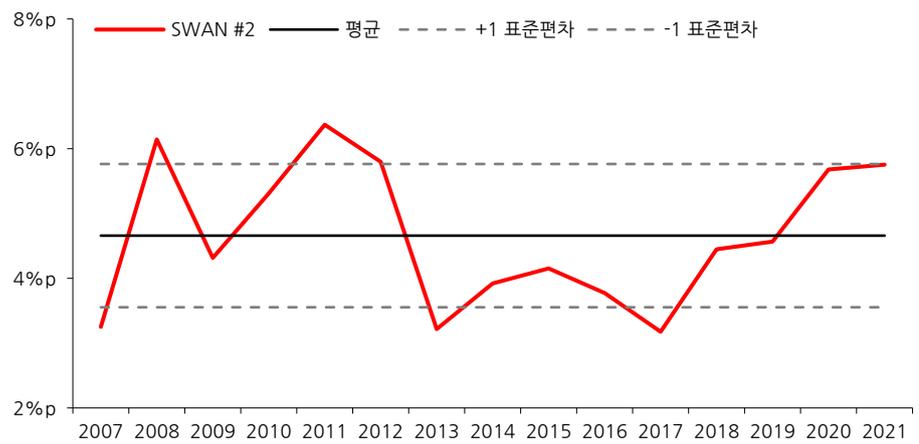
SWAN #2는 시장의 변동에 대한 노출은 줄이면서 안정적인 수익률을 제공할 것으로 기대된다. 지난 40년간의 주가와 총주주환원 (배당 및 자사주)을 모두 감안해 분석하면, SWAN #2의 장기 보유에 따른 수익률이 견조하다는 점을 확인할 수 있다. 10년 기준으로 최저 5%의 수익률을 기록했다. S&P 500이나 역사적 평균과 비교한 밸류에이션 수준도 낮아 지금 진입하기 좋다.

[그림1] SWAN #2 포트폴리오 역사적 주주 수익률: 10년 기준 최저 5% 이상



주: 각 종목 동일 비율 편입, 배당은 현금 보유가정
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SWAN #2 포트폴리오 Yield Gap 추이: 역사적 평균 보다 높아 매력적



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표1] SWAN #2 포트폴리오 기업 이익 및 밸류에이션 전망

(십억 달러, 달러)

| 기업 | 코드 | 업종 | 컨센서스 TP | 현재가 | 상승여력 | 배당 수익률 | 자사주 수익률 | 주주 환원률 | FCF 수익률 | TSR/FCF | PER | EPS 증가율 | PBR | ROE |
|-----------|------|--------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|------------|--------------|
| 김벌리클라크 | KMB | 필수소비재 | 138.7 | 130.3 | 6.5% | 3.6% | 1.9% | 5.4% | 4.9% | 110.3% | 19.0 | 2.1% | 32.8 | 172.3% |
| 필립모리스 | PM | 필수소비재 | 111.3 | 93.4 | 19.1% | 5.4% | 1.4% | 6.8% | 7.9% | 85.9% | 14.2 | 8.2% | -11.7 | -82.8% |
| 더블유피케리 | WPC | 부동산 | 86.1 | 77.1 | 11.7% | 5.5% | 0.0% | 5.5% | 6.3% | 88.0% | 33.1 | 11.5% | 2.0 | 6.0% |
| 제이피모건 | JPM | 금융 | 175.5 | 169.8 | 3.4% | 2.4% | 4.4% | 6.8% | 7.1% | 96.9% | 14.2 | -19.5% | 2.3 | 16.3% |
| 에이티엔티 | T | 커뮤니케이션 | 31.3 | 25.4 | 23.3% | 8.0% | 0.8% | 8.9% | 13.8% | 64.5% | 7.9 | -3.9% | 1.0 | 13.2% |
| 애브비 | ABBV | 헬스케어 | 127.2 | 114.8 | 10.8% | 4.8% | 0.4% | 5.2% | 11.6% | 44.9% | 8.3 | 10.2% | 8.1 | 98.2% |
| 프록터앤갬블 | PG | 필수소비재 | 154.1 | 142.6 | 8.0% | 2.5% | 2.3% | 4.8% | 3.7% | 127.9% | 24.1 | -0.2% | 7.0 | 29.1% |
| 캐터필러 | CAT | 산업재 | 228.9 | 205.4 | 11.5% | 2.3% | 3.6% | 5.9% | 5.0% | 118.3% | 16.5 | 24.1% | 6.6 | 40.1% |
| 화이자 | PFE | 헬스케어 | 46.6 | 43.6 | 6.7% | 3.8% | 0.5% | 4.3% | 7.7% | 55.6% | 12.4 | -12.9% | 2.9 | 23.5% |
| 존슨앤존슨 | JNJ | 헬스케어 | 185.2 | 163.0 | 13.6% | 2.7% | 1.4% | 4.1% | 6.4% | 63.6% | 15.6 | 6.5% | 5.4 | 34.4% |
| 린데 | LIN | 소재 | 343.8 | 323.0 | 6.4% | 1.5% | 1.5% | 2.9% | 2.9% | 99.5% | 28.3 | 9.7% | 3.9 | 13.8% |
| 김벌리클라크 | LMT | 산업재 | 421.4 | 330.9 | 27.4% | 3.5% | 1.9% | 5.4% | 7.9% | 67.8% | 11.8 | 22.7% | 9.1 | 77.1% |
| 평균 | | | 170.8 | 151.6 | 12.7% | 3.8% | 1.7% | 5.5% | 7.1% | 77.4% | 17.1 | 4.9% | 5.8 | 36.8% |

주1: 종가는 11월 1일 종가 기준

주2: 밸류에이션 및 기타 EPS 증가율/ROE 등은 2022년 기준

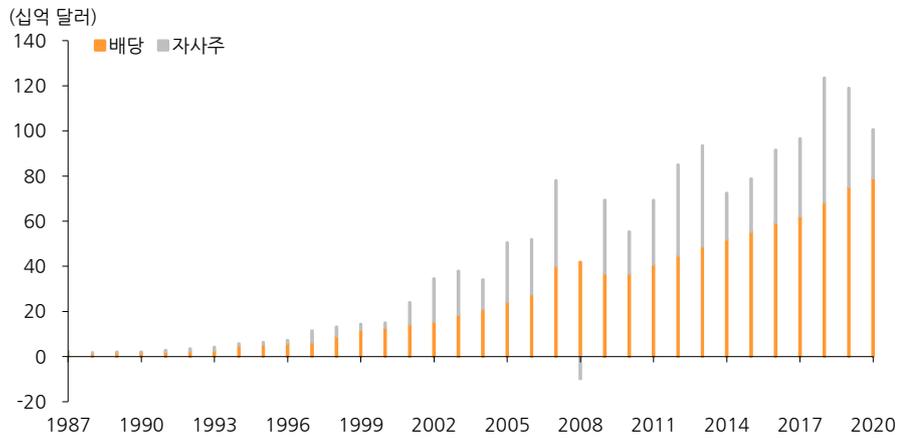
주3: ROE는 EPS/BPS로 계산

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

주요 도표

[그림3] SWAN #2 총 주주환원 금액

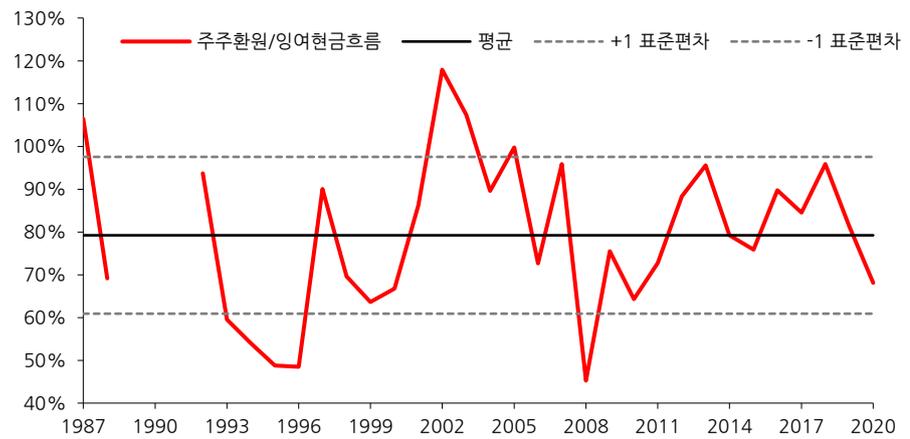
배당은 지속 증가, 자사주는
2008년 금융 위기 때
제이피모건 증자 제외하면
항상 순매입



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] SWAN #2 잉여현금흐름 대비 총 주주환원

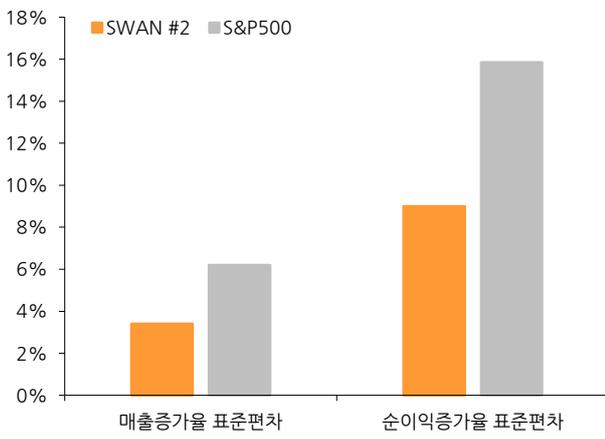
코로나로 2020년
평균 이하의 주주환원:
향후 증가할 전망



주: 제이피모건은 순이익을 잉여현금흐름으로 가정

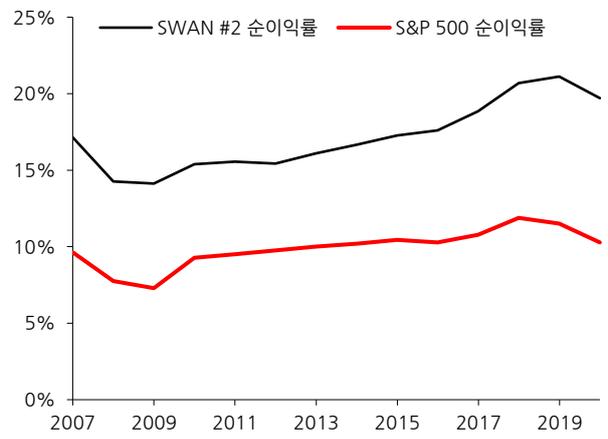
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] SWAN #2의 매출/순이익 증가율의 표준편차 낮고...



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] ... 수익성은 S&P 500 대비 우월



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

I. SWAN #2: 주간 배당 포트폴리오

1. 미국 주식 투자로 매주 현금 수령

4분기에는
배당주에 대한
관심 높지만...

우리나라에서는 연말이 다가오면 배당주에 대한 관심이 높아진다. 연간 배당이 일반적 이어서 11월에 배당을 많이 주는 종목을 사면 짧은 보유 기간으로 높은 실질 배당수익 률을 달성할 수 있기 때문이다. 해외 주식을 보는 투자자들도 비슷한 질문을 하는 경우 가 가끔 있다. 한국과 유사한 非미국 선진국이라면 가능한 접근이다. 미국 기업에는 해 당 사항이 없으나, 시장의 관심에 대한 답으로 SWAN 두 번째 포트폴리오를 구성해 제 시한다.

...미국은 분기 지급:
특정 시기의 배당주 투자
실효성 미미

미국에 상장된 회사들은 대부분 분기별로 배당을 한다. 종목 마다 결산기가 달라서 배 당 지급일이 제각각이다. 적절하게 분산해서 기업을 매수하면 주식 투자로도 월간 및 주간으로 현금 흐름을 창출할 수 있다. SWAN #1에 포함된 제이피모건, 존슨앤존슨, 프 록터앤갬블을 가지고 있으면 월간 배당을 받을 수 있다. 매입 원금 대비 월평균 0.25% 의 배당이 나온다.

SWAN #2는
주간 배당 제공

SWAN #2는 주간 배당을 받을 수 있도록 설계됐다. 분기 배당을 실시하는 12종목을 편 입한 포트폴리오의 배당 지급 횟수는 48회이므로 주간으로 배당금을 받을 수 있는 것 이다. 일주일에 한 번 배당이 유입되기 때문에 분기 또는 연간 한 번만 수취하는 경우에 비해 투자 유연성이 극대화된다. 배당금을 받아 SWAN #2에 재투자해도 되고, 옵션을 산다는 기분으로 꿈을 먹고 자라는 주식에 돈을 넣는 방법도 가능하다. 어느 쪽이든 주 식 투자의 복리 효과를 누릴 수 있다.

1월에 배당을 주는 기업은 김벌리클라크 (생활용품, 필수소비재), 필립모리스 (담배, 필 수소비재), 더블유피케리 (부동산), 제이피모건 (금융, SWAN #1 기업)이다. 네 회사 모 두 12월 결산 법인이지만 배당 지급 주는 다르다. 김벌리클라크는 첫 번째주, 필립모리 스는 두 번째주, 더블유피케리는 세 번째주, 제이피모건은 네 번째주에 현금이 나온다.

2월에 배당을 주는 기업은 에이티앤티 (통신, 커뮤니케이션), 애브비 (헬스케어), 프록 터앤갬블 (생활용품, 필수소비재, SWAN #1 기업), 캐터필러 (건설기계, 산업재)이다. 6 월에 결산하는 프록터앤갬블을 제외하고 나머지 회사는 12월에 회계를 마감한다. 에이 티앤티가 첫 번째주, 애브비가 두 번째주, 프록터앤갬블은 세 번째주, 캐터필러는 네 번 째주에 배당금을 지급한다.

3월에 배당을 주는 기업은 화이자 (헬스케어), 존슨앤존슨 (헬스케어, SWAN #1 기업), 린데 (산업용 가스, 소재), 록히드마틴 (방산, 산업재)이다. 네 회사 모두 12월에 결산한 다. 화이자가 첫 번째주, 존슨앤존슨은 두 번째주, 린데는 세 번째주, 록히드마틴은 네 번째주에 배당을 준다. 2 - 4분기에는 1분기와 같은 순서로 매주 현금이 창출되는 구조 다.

[표2] SWAN #2 기업 배당 스케줄: 2022 년 예상

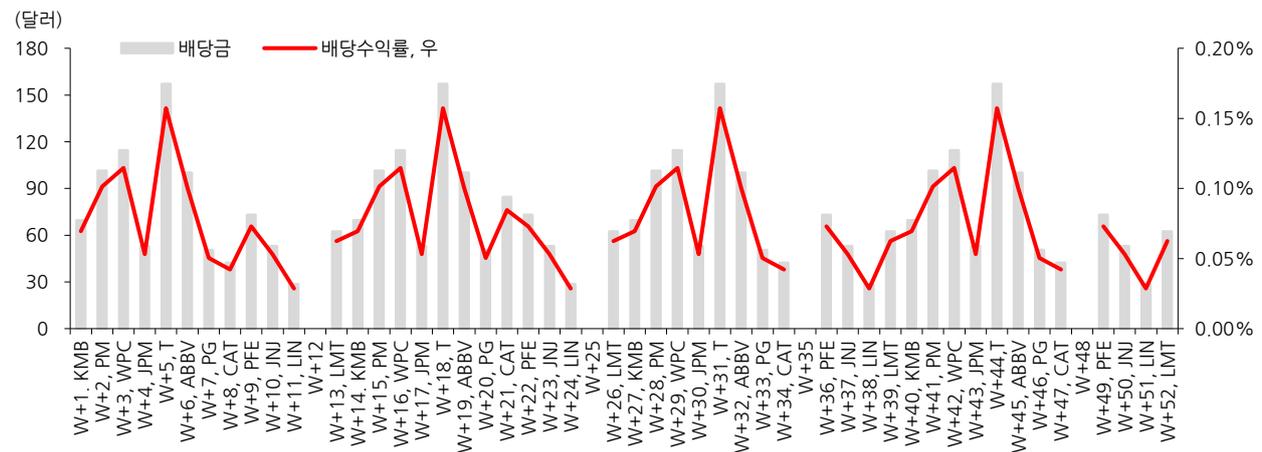


자료: NASDAQ.COM, 한화투자증권 리서치센터

동일 비중으로 12개 종목을 편입한 SWAN #2의 배당수익률은 3.8%이다. 자사주 수익률 1.7%를 감안한 총주주환원은 5.5%로 매력적이다. 배당수익률이 가장 높은 기업은 에이티앤티로 8.0%이고, 제일 낮은 회사는 린데로 1.5%이다. 제이피모건이 시가 총액 대비 4.4%의 자사주를 매입해 맨 위에 있고, 더블유피케리는 자사주를 사지 않는다. 더블유피케리는 부동산 기업으로 벌어들이는 돈의 대부분을 배당해야 세제 혜택이 있기 때문에 자사주 매입이 자연스럽다.

투자 원금을 10만 달러로 가정하면 최소 28 달러 (11, 24, 38, 51번째 주, 린데)에서 최대 171 달러(5, 18, 31, 44번째 주, 에이티앤티)까지 매주 계좌에 배당금이 꽂힌다. 연간 총 배당금은 3,745 달러이다. 실제 수취하는 현금이 이론적 배당에 미치지 못하는 이유는 최소 매입 단위가 한 주이므로 10만 달러를 모두 사용해서 주식을 살 수는 없기 때문이다.

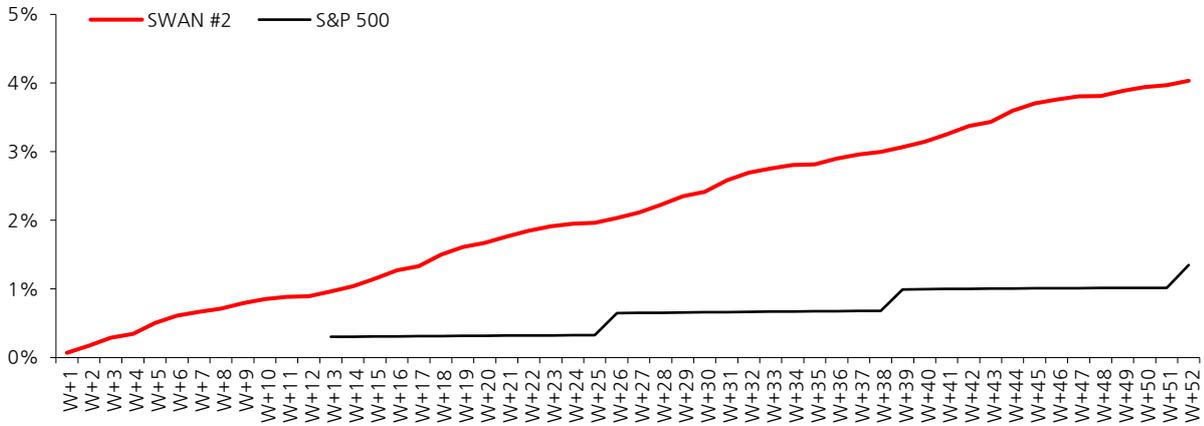
[그림기] 10만 달러 투자했을 때 주당 (Weekly) 배당금 및 배당수익률



주: 배당수익률은 10만 달러 투자 대비로 계산
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

SWAN #2와 S&P500을 비교해보면 SWAN #2의 배당이 얼마나 매력적인지 알 수 있다. 배당수익률 자체도 높지만 (3.8% 대 S&P 500 1.3%), 주간으로 받는 현금을 적시에 투자할 수 있다는 점도 누적되는 배당금의 규모를 제고한다. 무위험이자율로 1%로 매주 받는 배당을 재투자한다고 가정하면 연간 배당률은 4%가 넘는다. 단순 배당 수익에 비해 0.3%p 높다. S&P 500의 배당을 분기별로 투자하면 배당수익률은 1.4%에 불과하다.

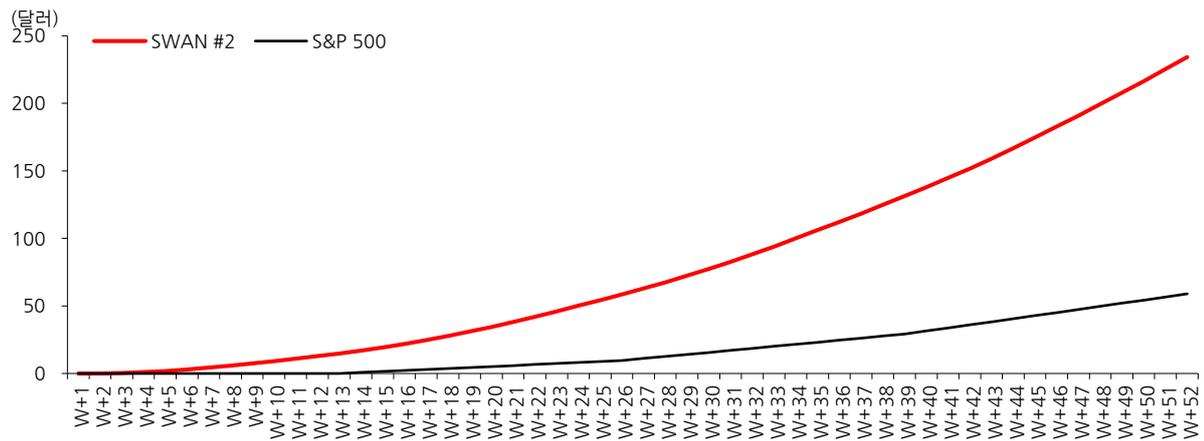
[그림8] SWAN #2 vs. S&P 500 ETF (VOO) 배당 수익률 비교



주: SWAN #2 주간 배당, S&P 500은 분기 배당을 1% 무위험 수익에 재투자했을 때 누적 수익률
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

보유한 주식에서 발생하는 배당으로 성장 기업을 사서 재투자 수익률을 고양할 수도 있다. 10만 달러를 가지고 SWAN #2의 배당으로 미국 정보기술 ETF인 XLK를 사는 경우와 S&P 500으로 매수하는 사례를 비교해봤다. SWAN #2에서 추가되는 수익은 239 달러로 포트폴리오 전체 수익률을 0.24% 향상시켰다. S&P 500의 배당금으로 XLK를 편입했을 때 증가하는 금액은 59 달러로 SWAN #2의 25% 수준에 그친다. 일찍 투자한 현금의 효과다. 장기적으로 누적되면 더 크게 차이가 벌어진다.

[그림9] 10 만 달러 투자했을 때 SWAN #2 vs. VOO 배당으로 XLK ETF 를 편입할 때 XLK 부분 수익 비교



주1: SWAN #2 주간 배당, S&P 500은 분기 배당을 XLK에 투자했을 때 XLK 부분의 누적 수익액
 주2: XLK 수익률은 과거 20년 연평균 12% 사용
 주3: SWAN #2와 S&P500의 자체 수익률 차이는 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2. 업종 배분 감안해 포트폴리오 구성

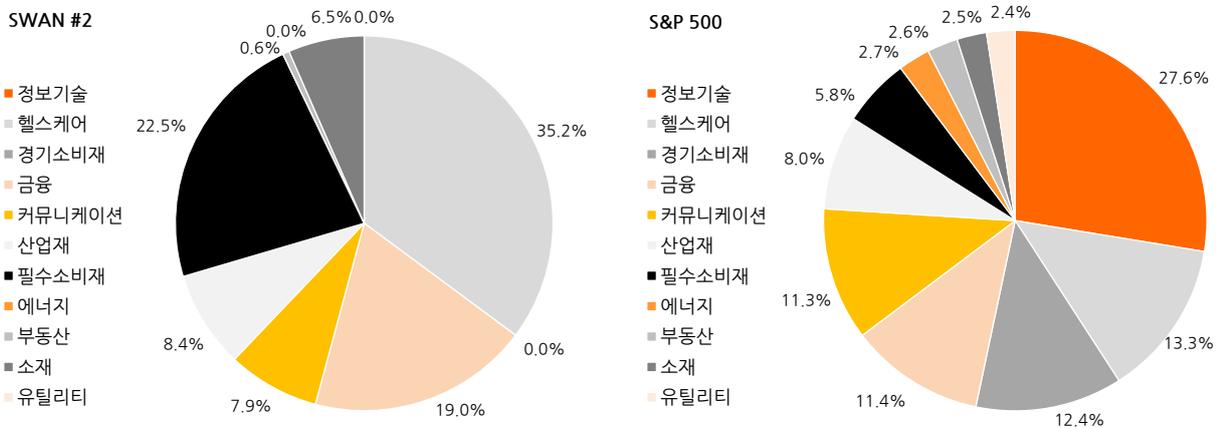
SWAN #2 업종은 S&P 500 대비 분산 효과 제공

배당의 수익률 수준과 안정성을 고려해 SWAN #2 종목을 선정했기 때문에 업종 비율이 S&P 500과 상이하다. S&P 500에서 높은 비중을 차지하는 것은 정보기술로 28%이다. SWAN #2에는 정보기술은 없고, 헬스케어의 비중이 35%로 가장 높다. 존슨앤존슨, 화이자 그리고 애브비가 포함된다. 두 번째로 높은 필수소비재는 23%인데, S&P 500은 6%이다. SWAN #2에 들어있는 필수소비재 기업은 김벌리클라크, 필립모리스 및 프록터앤갬블이다.

정보기술을 제외하고 SWAN #2에 편입되지 않은 업종은 경기소비재, 에너지, 유틸리티이다.

- 경기소비재는 현금 창출력에 비해 밸류에이션이 높아 배당 여력이 크지 않다는 점이 감안됐다. S&P 500의 경기소비재 비율은 12% 수준이며 가장 시가총액이 큰 종목은 아마존이다.
- 에너지는 배당수익률은 높은 편이지만, 잉여현금흐름으로 배당금을 감당하지 못하는 경우가 많았다. 에너지 회사의 신용등급이 전통적으로 높은 편이고, 차입은 쉬운 편이라 외부에서 돈을 빌려서 배당을 지급하고 있다. 자사주는 매입하지 못하는 상황이다.
- 유틸리티는 규제 및 지역이라는 해자를 가지고 있으나, 이익이 발전 기저에 마진을 곱해서 계산되기 때문에 설비투자 부담이 지속적으로 발생한다. 환경에 대한 우려도 커지면서 신재생에 대한 자금 투입도 증가하는 경향이 있다. 효율적으로 돈을 벌어 (높은 ROIC) 주주에게 대부분 돌려준다 (높은 총주주환원률)는 SWAN의 핵심적인 기준에 적합하지 않다.

[그림10] SWAN #2 vs. S&P 500 업종 구성 비교



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

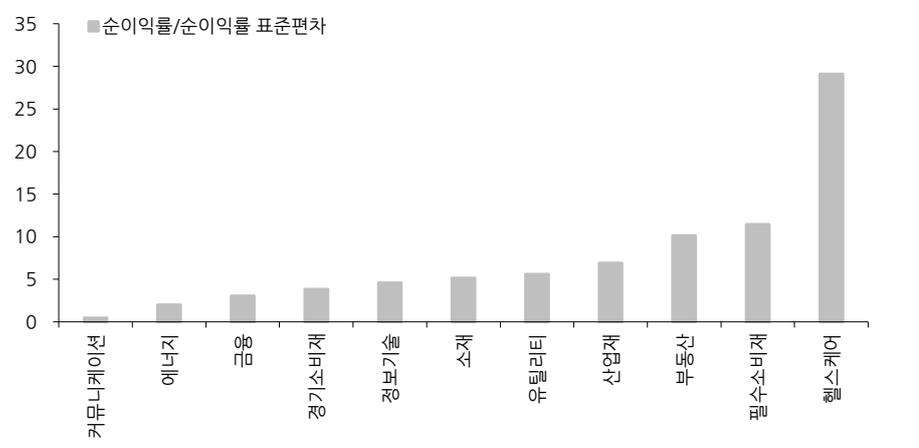
헬스케어, 필수소비재
이익률과 표준편차 우위

SWAN 포트폴리오 배분을 위해 S&P 500 업종의 특성을 분석할 필요가 있다. SWAN #1에서 제시한 업종 특성에 관한 수치를 최신으로 고쳐 다시 활용했다. 수익성이 좋고 변동성이 낮아 추정이 쉬우면 경제적 해자가 있다. 주식위험할증 (Equity Risk Premium) 을 줄여 밸류에이션을 올리게 된다. 주가를 결정하는 두 가지 요인인 주당순이익 (EPS) 과 주가수익배수 (PER)의 가시성이 높으면 기업 가치를 믿을 수 있다는 의미다.

높은 이익률을 안정적으로 유지하기 위해서는 물가가 오르는 시기에 비용 증가를 뛰어 넘는 가격 인상이 가능해야 하고, 디플레이션이 오면 단가가 버텨줘야 하며, 생산이 효율적이어서 설비 투자의 필요성이 작아야 한다. 변동성이 낮은 상태에서 높은 수익성을 보여주는 업종을 찾기 위해 순이익률을 순이익률의 표준편차로 나눈 값을 활용했다. 수치가 높으면 순이익률은 높고 표준편차는 낮다는 의미이다.

헬스케어가 1위를 차지했다. 연평균 순이익률은 10%로 중간 정도였으나 표준편차가 0.3%로 매우 낮았다. 지난 14년간 순이익률이 9.7 - 11%의 좁은 범위에서 움직였다. 2위는 필수소비재였다. 표준편차가 헬스케어 다음으로 작았으며, 순이익률의 최댓값과 최솟값의 차이가 1.8%p에 불과했다. SWAN #2에서 두 업종이 1,2위를 차지하고 있고, 함께 비중은 58%에 이른다.

[그림 11] 업종별 연평균 순이익률/순이익률의 표준편차 - 헬스케어, 필수소비재 우위

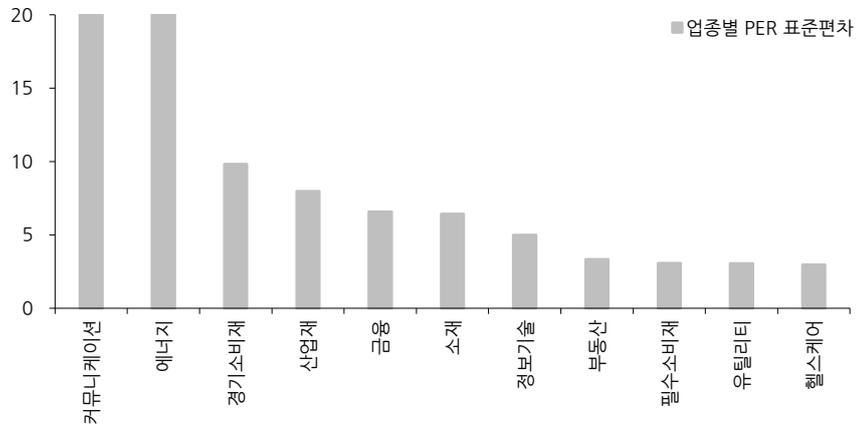


주: 숫자가 클수록 이익률 대비 안정성이 높다는 의미
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

헬스케어 PER
안정성 高

매출이 이익률에 비해 안정적이기 때문에 수익성의 변동성이 낮으면 EPS의 가치가 커진다. EPS의 가치가 높으면 예측 가능한 PER을 갖게 된다. 업종의 PER을 예측 가능하면 주가의 가시성이 좋아진다. 업종 평균 PER의 표준편차는 헬스케어가 가장 낮았다. 경제 위기 때 (2008년 리먼 사태, 2020년 코로나) 실적이 악화되지 않아서 PER의 변화 폭이 작았다. PER이 10 - 20배 범위에서 움직일 정도로 안정적이었다. 커뮤니케이션과 에너지의 PER 변동성이 컸다. 적자, 흑자가 반복되면서 PER의 기호 전환이 잦았다. 표준편차가 클 수밖에 없었다. 이익률이 양호하게 유지돼야 PER이 안정적이었던 근거다. PER에 대한 의구심이 생기면 다른 업종에 비해 높은 배수를 적용할 수 없다.

[그림12] 업종별 연평균 PER 표준편차: 헬스케어, 필수소비재 Valuation 변동성 低

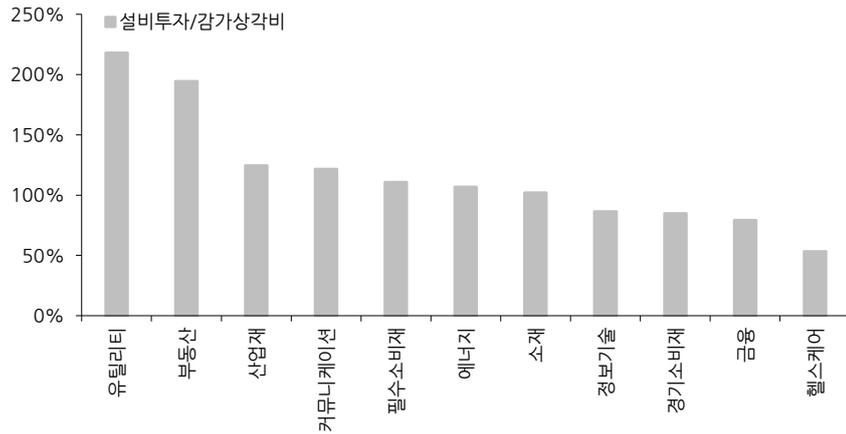


주: 커뮤니케이션, 에너지는 20초과
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

헬스케어
 감가상각비 > 설비투자

높은 수익성과 낮은 변동성의 지속 여부를 살피려면 설비투자의 효율성을 고려할 필요가 있다. 성장을 위해 큰 규모의 설비투자가 필요하면 양호한 이익률이 지속되기 어렵다. 감가상각비는 투자가 급격하게 늘어나지 않는 한 변화가 크지 않다. 설비투자 규모에 따라 감가상각비 대비 설비투자 비율이 결정되는 근거다. 장기간 설비투자가 감가상각비를 초과하면 자금 조달 부담이 커져 이익률이 안정적이기 어렵다. 헬스케어와 금융이 감가상각보다 적은 투자를 통해 이익 대비 우수한 현금 흐름을 보여준다.

[그림13] 업종별 감가상각 대비 설비투자: 헬스케어, 금융 설비투자는 감가상각보다 작고...

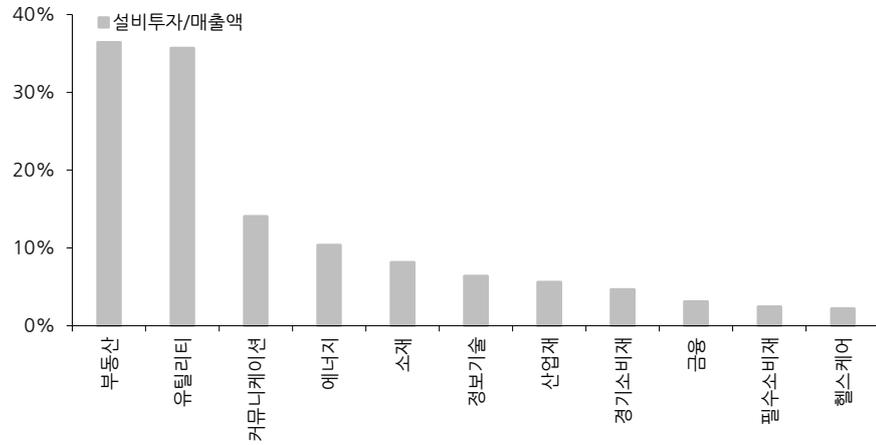


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

헬스케어, 필수소비재
 매출 대비 설비투자 低

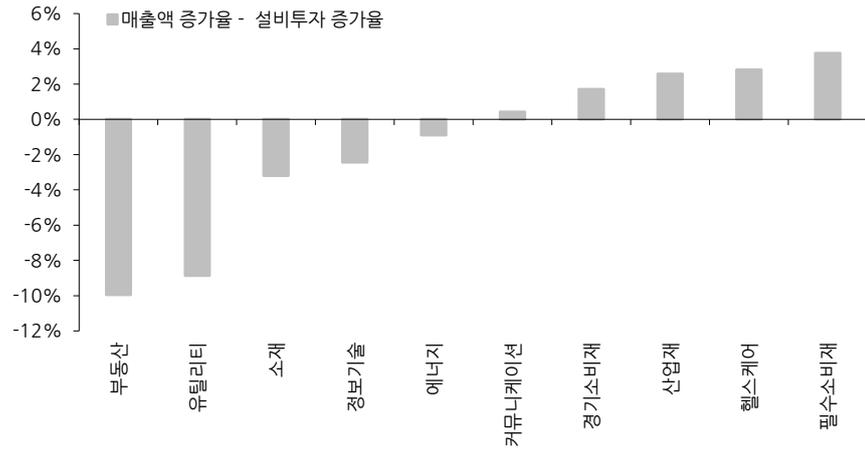
매출액 대비 설비투자 비중이 높아도 효율이 떨어지기 마련이다. 외형 증가를 위해 설비투자를 늘려야 하면, 규모의 경제를 누리기가 어렵다. 헬스케어와 필수소비재는 매출액 대비 설비투자 비율이 5% 미만으로 낮다. 대부분의 영업활동현금흐름이 잉여현금흐름으로 전환돼 주주 환원 여력이 크다. 헬스케어와 필수소비재는 매출액이 설비투자보다 빠르게 늘어났다. 고정비 절감 효과가 커 효율적으로 생산할 수 있다.

[그림14] 업종별 매출액 대비 설비투자: ... 헬스케어, 필수소비재는 설비투자 필요성도 미미



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 필수소비재, 헬스케어는 매출액이 설비투자보다 빠르게 증가



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

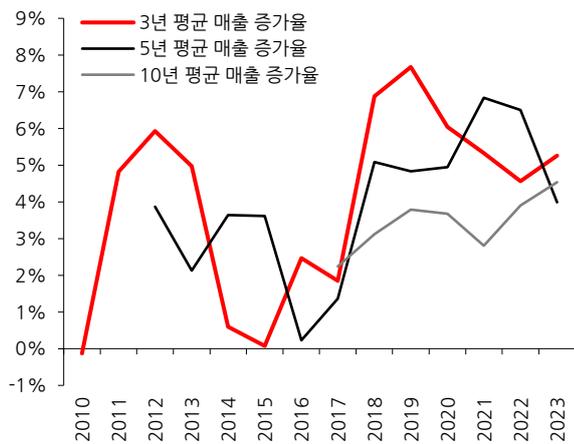
3. 성장성: 이익 및 현금 흐름

10년 기준 연평균 매출 증가율 3% 내외

김벌리클라크, 필립모리스, 더블유피케리, 제이피모건, 에이티앤티, 애브비, 프록터앤갬블, 캐터필러, 화이자, 존슨앤존슨, 린데, 록히드마틴의 12개의 종목으로 구성된 SWAN #2 포트폴리오는 안정적으로 매출이 성장해왔다. 3년, 5년, 10년 기준 연평균 외형 증가율은 2010년 이후 마이너스로 떨어진 적이 없다. 2015년의 +0.1%가 가장 낮은데, 중국발 불황에 대한 우려가 반영돼 김벌리클라크, 필립모리스 및 캐터필러의 매출이 4 - 6% 감소했기 때문이다. 10년으로 시계열을 늘리면 연평균 매출 증가율은 3% 내외를 유지했다. 물가상승률을 차감한 실질 기준으로도 외형이 늘었다.

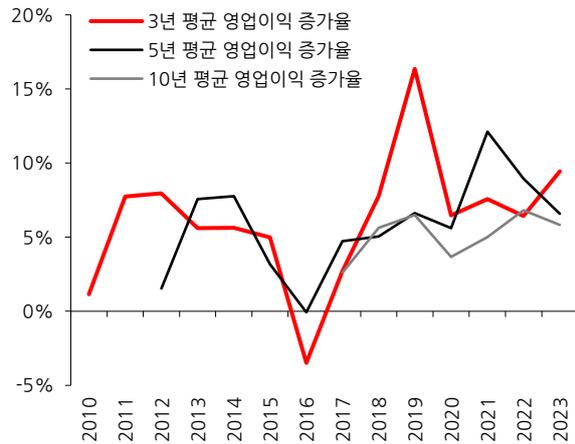
2016년을 제외하면 영업이익 증가율은 매출에 비해 더 크다. 이익률이 늘어나는 속도가 외형에 비해 빨랐다는 의미다. 경제적해자를 갖는 기업의 특징이 잘 나타나고 있다. 2016년에는 중국 부동산 시장의 부진이 지속되면서 캐터필러의 영업이익이 80% 이상 급감해 3년 평균 영업이익이 감소했다. 10년 주기 연평균 영업이익 성장률은 5.2%로 명목 GDP 증가율을 상회한다.

[그림16] SWAN #2 연평균 매출 증가율



주: 각 종목 동일 비율 편입, 2007 - 2023년
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] SWAN #2 연평균 영업이익 증가율



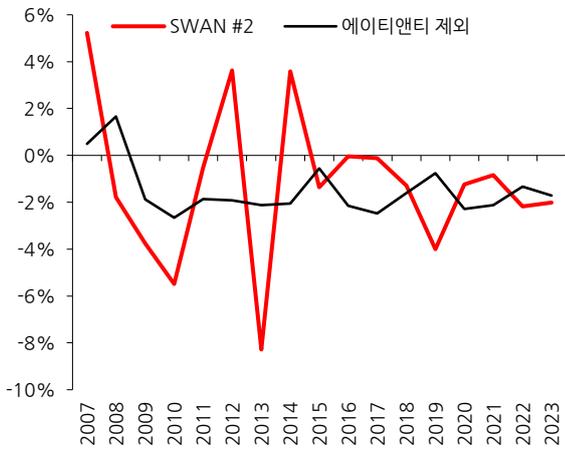
주: 각 종목 동일 비율 편입, 2007 - 2023년
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

세전이익 = 98% x 영업이익

실적 발표 기간에 영업이익의 흐름이 가장 중요한 한국과 다르게 미국의 대형 기업은 주당순이익 또는 잉여현금흐름이 우선시된다. 오랜 기간 사업을 영위해 영업외 항목의 규모나 작고 안정적이며, 순이익이 현금으로 변환돼 주주에게 돌아간다고 보는 것이 이 유다.

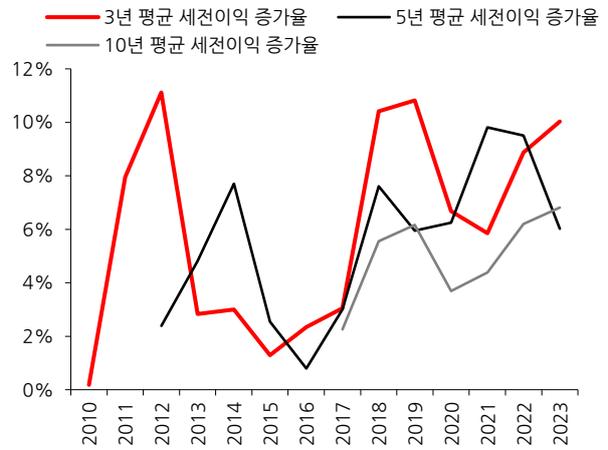
SWAN #2 포트폴리오의 영업이익 대비 세전이익을 보면, 무형자산과 관련해 영업외 항목의 변동성이 큰 에이티앤티를 제외하면 안정적이다. 영업이익 대비 -2% 내외의 세 전이익을 꾸준히 기록할 정도로 영업이익의 대부분이 세전이익으로 전환된다. 세전이 익 증가율은 영업이익 성장률과 유사하다. 10년 주기 연평균 세전이익 증가율은 5.0% 로 영업이익과 마찬가지로 명목 GDP 성장률을 초과한다.

[그림18] SWAN #2 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



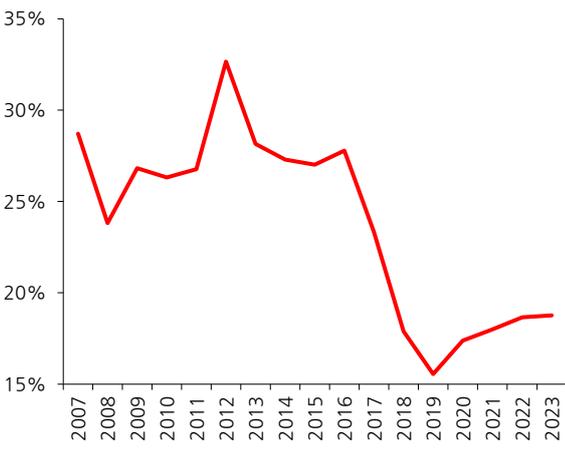
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] SWAN #2 세전이익 증가율



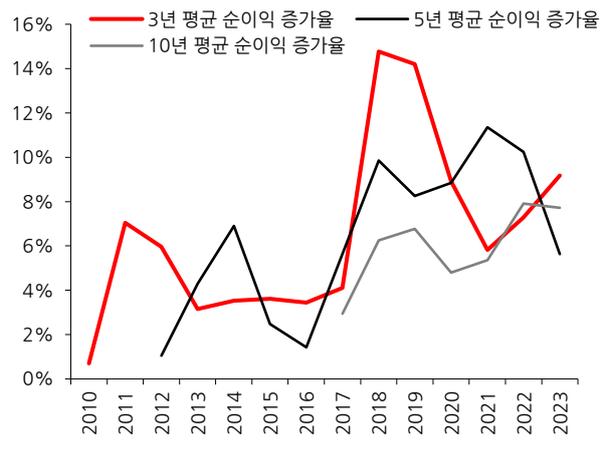
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] SWAN #2 법인세율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] SWAN #2 순이익 증가율



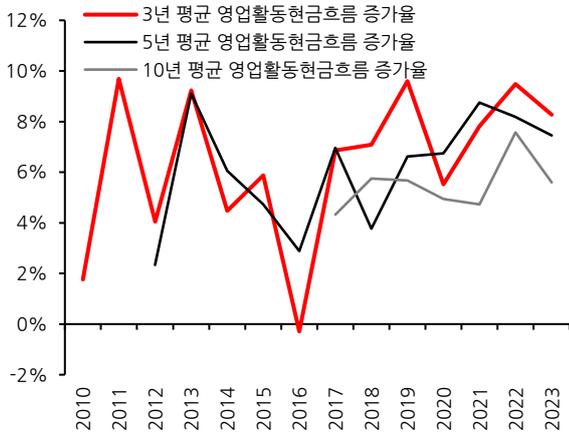
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

**영업활동현금흐름
꾸준히 순이익 초과**

순이익을 내도 **非현금성 이익**이 크고 **운전자본**이 부정적 영향을 미치면 기업의 현금 흐름은 나빠지기 마련이다. 영업활동현금흐름은 순이익에 **非현금이익/손실**과 **순운전자본변동**을 감안해서 계산한다. 영업활동현금흐름이 지속적으로 순이익을 초과하면 이익의 질이 높다고 평가할 수 있다. **非현금비용**이 크고, **매출채권**은 빨리, **매입채무**는 나중에 처리해도 기업의 영속성에 문제가 없다는 뜻이다. 회사의 고객 및 중간 공급 업체에 대한 협상력이 강하다는 근거이기도 하다.

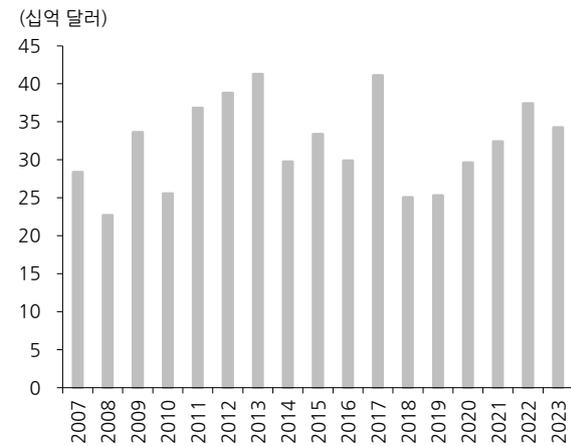
SWAN #2는 2007년 이후 매년 영업활동현금흐름이 순이익에 비해 최소 227억 달러 많았다. 평균적으로 영업활동현금흐름이 순이익과 비교하면 평균 315억 달러 많았다. 10년 주기 연평균 영업활동현금흐름 증가율은 5.5%로 영업이익과 세전이익 증가율보다 우월했다.

[그림22] SWAN #2 영업활동현금흐름 증가율



주: 제이피모건은 순이익이 영업활동현금이라고 가정
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] SWAN #2 영업활동현금흐름 - 순이익



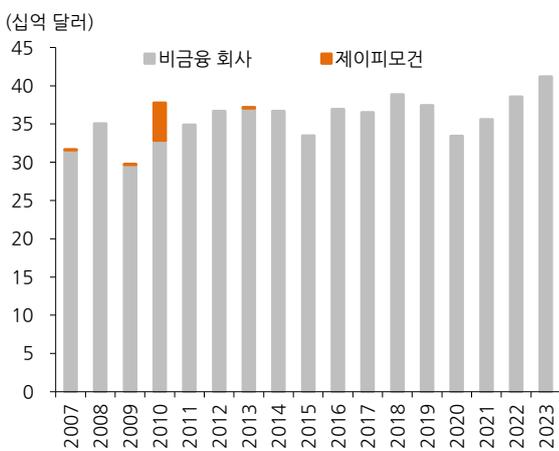
주: 제이피모건은 순이익이 영업활동현금이라고 가정
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

**우상향하는
 잉여현금흐름**

기업이 영구적으로 존속하려면 설비투자는 꼭 필요하다. 생산에 필요한 공장은 시간이 지나면 낡을 수 밖에 없고, 정기적으로 보수해주지 않으면 사용하기 어렵다. 잉여현금흐름을 영업활동현금흐름에서 설비투자를 빼서 계산하는 이유이기도 하다. SWAN #2 포트폴리오의 설비투자는 2007년 이후 매출이 커졌음에도 300 - 400억 달러 수준에서 안정적으로 유지됐다.

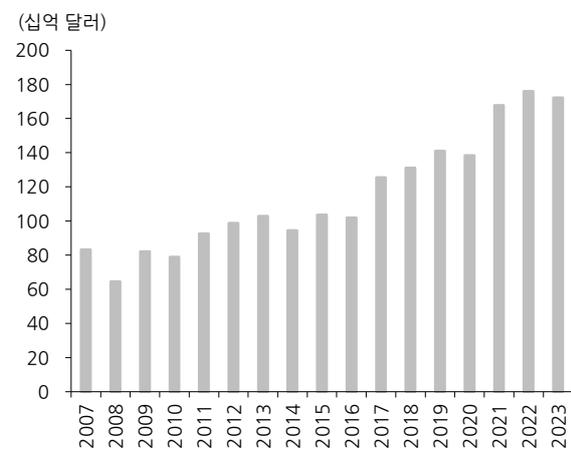
순이익이 지속적으로 증가했기 때문에 잉여현금흐름도 같이 늘었다. 10년 주기 연평균 잉여활동현금흐름 증가율은 5.1%로 영업활동현금흐름 성장률과 유사했다. 회사가 성장하기 위해 버는 돈 이상으로 설비투자를 할 필요가 없었다. 설비투자가 기업의 발전에 부담을 주지 않았다는 의미다.

[그림24] SWAN #2 설비투자



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] SWAN #2 잉여현금흐름



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

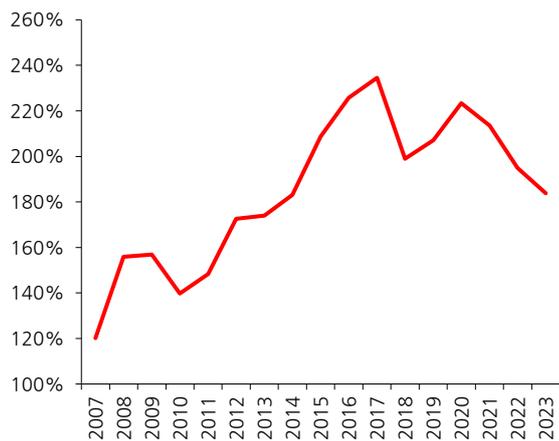
4. 안정성: 재무상태표 및 베타

부채 비율 상승
 유동 비율 하락
 : 적극적 재무관리

한국에서는 부채 비율이 일정 수준을 넘은 상태에서 멈추지 않고 상승하면 기업의 재무 상태를 불안하게 보는 경향이 있다. 미국은 조금 다른데, 자기자본수익률 (ROE)을 개선하기 위해 적극적으로 주주에게 환원해 자본이 줄어서 부채 비율이 올라가는 경우가 많다.

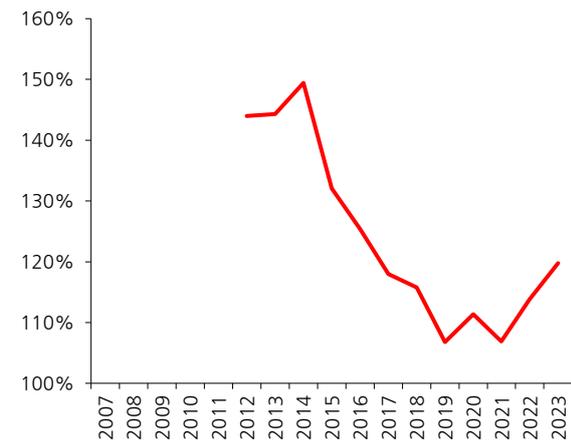
SWAN #2 포트폴리오는 부채 비율이 2008년 금융 위기 이후 지속적으로 올라가고 있다. 자사주 매입과 배당으로 자본 증가가 억제되고 낮은 금리를 활용해 타인 자본 조달을 늘린 것이 원인으로 판단된다. 부채비율은 2010년 140%에서 2017년 235%까지 상승했다. 컨센서스에 따르면 부채비율은 2023년까지 180% 초반으로 하락한다. 부채비율은 높아졌지만 신용등급은 양호하기 때문에 SWAN #2 포트폴리오의 재무상태는 건전하다고 믿는다.

[그림26] SWAN #2 부채 비율



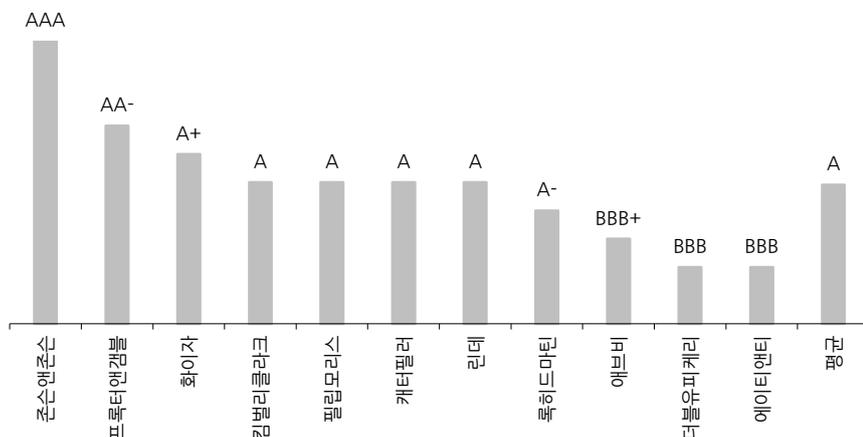
주: 업의 특성상 부채비율의 의미가 제한적인 제이피모건, 더블유피커리 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] SWAN #2 유동 비율



주: 업의 특성상 운전자본 관리 필요성이 떨어지는 제이피모건, 더블유피커리 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] SWAN #2 기업 신용 등급



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

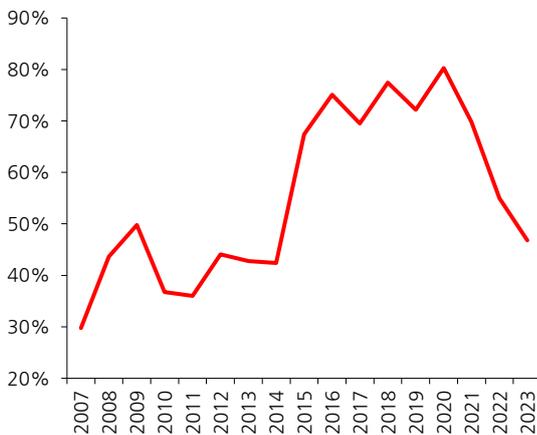
금리 하락기를 활용해 타인자본 조달을 늘리고 (장기 채권 발행: 존슨앤존슨, 에이티앤 티 非유동이자지급 부채 만기 중 50% 이상이 2030년 이후), 적극적인 자사주 매입을 통해 자기자본 활용을 줄여 순차입금 비율이 상승했다. 순차입금/자본은 2007년 30%에서 2020년 80% 선까지 올랐다. 애널리스트들은 2023년에 SWAN #2 포트폴리오의 순차입금 비율이 50% 미만으로 떨어질 것으로 예상하고 있다.

올라간 순차입금 비율에도 불구하고 순차입금/EBITDA는 2배를 넘지 않는다. 일반적인 채권 발행 조건 (Covenants)에서 기한이익상실 사유로 삼는 순차입금/EBITDA가 4배 안팎이라는 점을 감안하면, SWAN #2 포트폴리오의 이자 지급 능력은 양호하다.

차입금은 늘었지만 이자보상배율 (Interest Coverage Ratio)은 10배 내외로 높은 수준을 유지하고 있다. 영업이익은 늘어나고 있는데, 금리가 하락해 이자 부담은 낮은 상황이다. 2010년 이자보상배율은 15배였고, 2020년은 9배이다. 컨센서스는 2023년에 14배로 회복될 것으로 추정하고 있다.

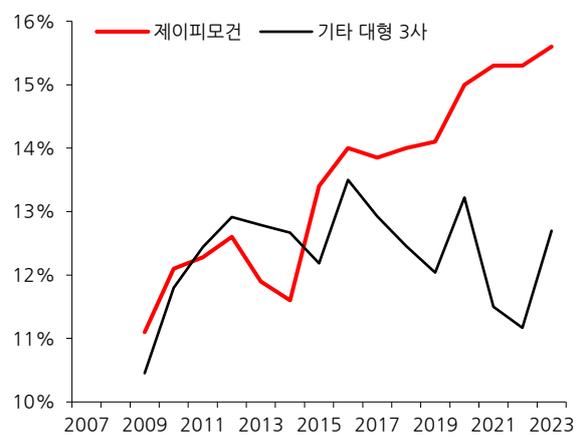
제이피모건은 예금을 받아 대출이나 투자를 하는 금융업의 특성상 非금융업의 잣대로 재무 상태의 안정성을 판단할 수 없다. 제이피모건의 보통주 자본 비율은 경쟁하는 대형 3개 은행의 수치를 2015년 이후 상회하고 있다. 연방준비제도(FED)에서 요구하는 최저요구자본비율은 4.5%인데, 2020년 보통주 자본 비율은 15%를 넘을 정도로 충분한 여력을 확보하고 있다.

[그림29] SWAN #2 순차입금/자본



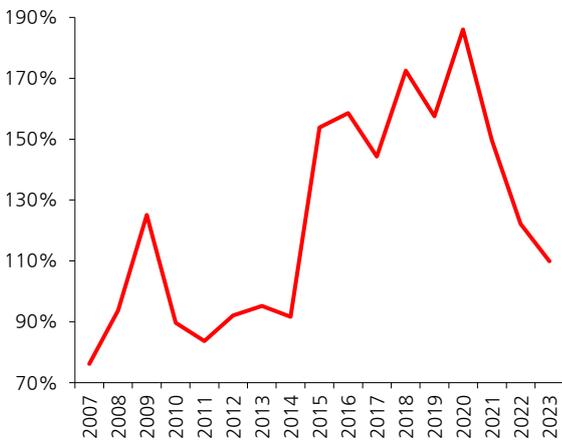
주: 업의 특성상 차입금의 의미가 미미한 제이피모건, 더블유피케리 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 미국 은행 보통주 자본 비율 비교



주: 기타 대형 3사는 뱅크오브아메리카, 씨티, 웰스파고
 자료: FRED, Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] SWAN #2 순차입금/EBITDA



주: 업의 특성상 차입금의 의미가 미미한 제이피모건 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

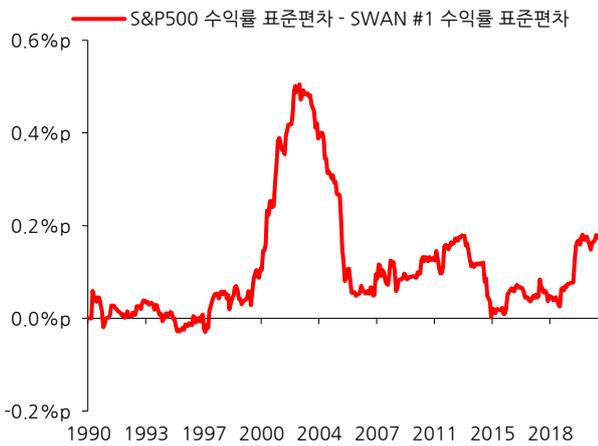
[그림32] SWAN #2 이자보상배율



주: 업의 특성상 이자비용의 의미가 작은 제이피모건 제외
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

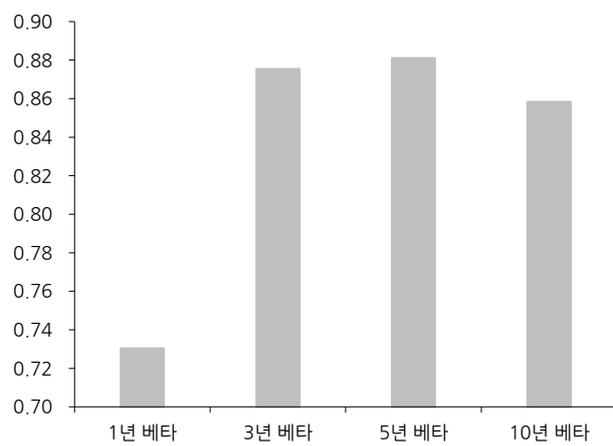
SWAN #2의 움직임도 포트폴리오가 안정적임을 암시한다. 2000년대 들어서 SWAN #2의 수익률 표준편차는 S&P 500에 비해 낮았다. 2000년대 초반의 IT버블 붕괴기에는 SWAN #2의 상대적으로 평온한 주가 흐름이 더욱 빛을 발했다. 이는 베타를 통해서도 확인할 수 있다. 1, 3, 5, 10년 베타는 0.73 - 0.88 사이로 S&P 500에 비해 낮은 변동성을 나타냈다.

[그림33] SWAN #2 은 시장에 비해 변동성 낮고...



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] ... S&P500 대비 베타도 低



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

5. 장기 기대 수익률

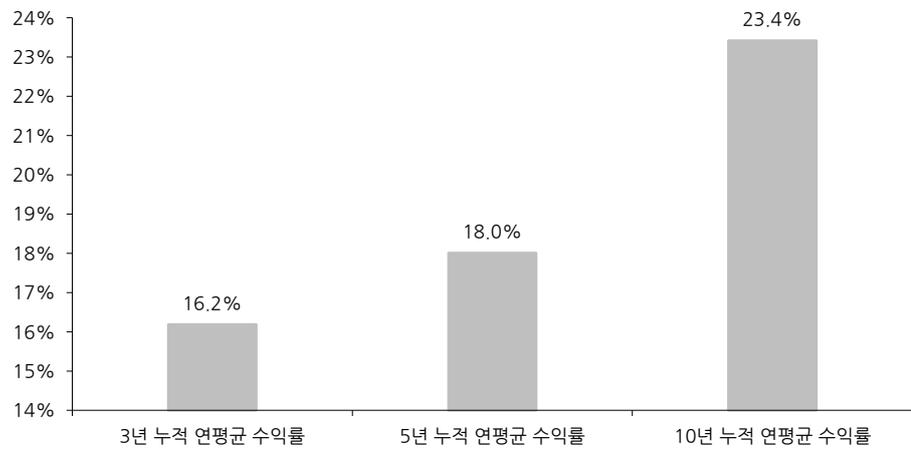
역사적 수익률:
장기일수록 ↑

SWAN #2 포트폴리오를 가지고 있으면 기대할 수 있는 수익률을 역사적 관점과 주식 요구수익률 + 배당을 활용해 계산해봤다. 1984년 이후 분기 주가와 배당을 기준으로 총 수익률을 산출하면 10년 수익률이 5년, 3년보다 높았다. 2021년 3분기 기준 지난 3년 누적 연평균 수익률은 12%, 5년은 14%, 10년은 19%를 나타냈다.

우수한 결과가 모두 장기 보유의 혜택은 아니다. 인플레이션을 해결하기 위해 풀 볼커가 급격하게 올렸던 금리가 1980년을 정점으로 하락하면서 채권 가격은 지난 40년간 계속 올랐다. 자산 분배 관점에서 경쟁 대상이 되는 무위험이자율이 하락했기 때문에 1990년대, 2000년대, 2010년대로 넘어오면서 기간 수익률이 하락할 수밖에 없었다.

그럼에도 불구하고, 1983년 이후의 누적 연평균 수익률이 15%를 넘는다는 점은 고무적이다. 수익률의 표준편차가 더 컸던 S&P 500 (SWAN #2 포트폴리오의 베타가 1보다 작았다는 의미)은 15%에 미치지 못했고, 미국 국채 3년 금리가 0 - 3% 수준에 있었던 것을 고려하면 SWAN #2의 매력은 높았다.

[그림35] SWAN #2 기대수익률: 역사적 관점

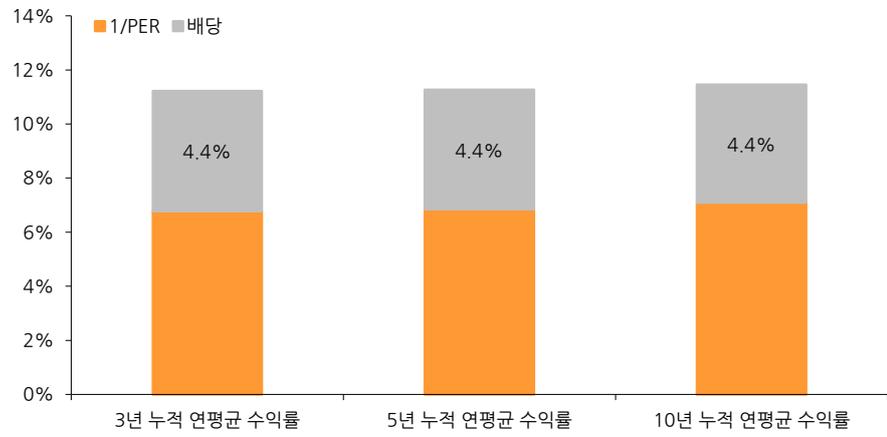


주: 각 종목 동일 비율 편입, 배당은 현금 보유 가정
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주식 기대수익률
: 7% 중반
배당 수익률
: 3% 후반

PER의 역수로 정의되는 주식 요구수익률과 배당을 통해 도출한 SWAN #2의 기대수익률은 11% 수준이다. 14배 내외의 PER을 의미하는 7% 이상의 주식 요구수익률과 3% 후반의 배당수익률로 구성된다. S&P 500의 요구수익률이 4.4% (22배 PER), 배당수익률이 1.3%로 기대수익률은 6% 내외이고, 미국 국채 10년 및 30년 금리가 각각 1.6%, 2% 수준인 것을 감안하면 SWAN #2 포트폴리오의 장기 수익률이 우위에 있을 전망이다.

[그림36] SWAN #2 기간별 기대수익률: 1/PER + 배당 관점



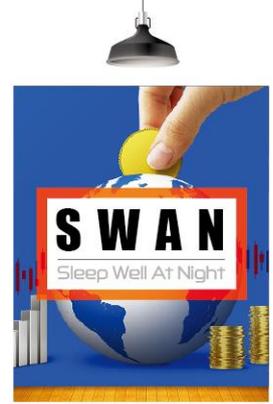
주: 각 종목 동일 비율 편입, 배당은 현금 보유가정
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



II.

기업분석

1. Kimberly - Clark Corporation (KMB)
2. Philip Morris International Inc. (PM)
3. W.P. Carey Inc. (WPC)
4. JPMorgan Chase & Co. (JPM)
5. AT&T Inc. (T)
6. AbbVie Inc. (ABBV)
7. Proctor & Gamble Company (PG)
8. Caterpillar Inc. (CAT)
9. Pfizer Inc. (PFE)
10. Johnson & Johnson (JNJ)
11. Linde plc (LIN)
12. Lockheed Martin Corporation (LMT)



Kimberly – Clark Corp. (KMB)

세계 최대의 생활용품 회사 중 하나

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 130.5

| | |
|---------------------|-----------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 131.6 |
| 상승여력 | ▼-0.8% |
| 시가총액(백만달러) | 44,302 |
| 발행주식수(천주) | 336,717 |
| 52 주 최고가/최저가 | 144.44 / 125.27 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 253.2 |

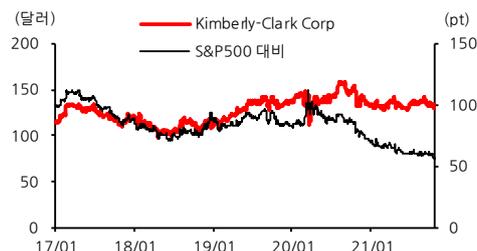
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | KMB US EQUITY |
| 산업 | 필수소비재 |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률 | -0.5 | -2.3 | -1.3 | -2.1 |
| 상대수익률(S&P 500) | -6.7 | -7.9 | -12.1 | -42.0 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 18,450 | 4,937 | 19,414 | 20,213 |
| 영업이익 | 2,991 | 596 | 2,860 | 3,098 |
| EBITDA | 4,070 | 806 | 3,675 | 3,984 |
| 지배주주순이익 | 2,157 | 421 | 2,101 | 2,279 |
| EPS | 6.3 | 1.3 | 6.2 | 6.9 |
| 순차입금 | 7,709 | 8,120 | 8,063 | 7,914 |
| PER | 20.0 | 20.7 | 21.2 | 19.1 |
| PBR | - | 68.0 | 66.7 | 45.3 |
| EV/EBITDA | 13.5 | 14.5 | 14.5 | 13.4 |
| 배당수익률 | 3.4 | 3.6 | 3.4 | 3.4 |
| ROE | 172.9 | 172.9 | 313.4 | 280.3 |

주가 추이



김벌리 클라크는 1872년 설립된 세계적인 생활용품 제조 기업입니다. 하기스, 크리넥스, 와이팔 기능성 화장지 등 유명 브랜드를 가지고 있습니다. 기저귀와 휴지, 종이타월을 제조하는 Personal Care 부문과(50%) 가정용 제품을 제조하는 Consumer Tissue(35%), 와이팔 상업용 물티슈를 제조하는 K-C professional(15%) 으로 구성돼 있습니다. 약 175 개국에 상품을 판매하며 전체 매출의 55%는 북미에서 발생합니다.

10월 25일 발표된 3분기 실적 컨센서스와 유사

김벌리클라크 (KMB)의 3분기 매출액은 50.1억 달러로 컨센서스 50억 달러와 비슷했다. 전년 동기 대비 7% 증가했다. 주당순이익은 1.62 달러로 시장 예상치 1.65 달러를 소폭 하회했다. 인도네시아 소프트텍스의 인수 관련 일회성 매출과 제품 판매가 4% 증가하며 양호한 모습을 보였다. 경영진은 온라인 판매 채널을 강화하고 북미, 해외 지역에서의 Personal Care 제품과 중국 내 기저귀 수요 증가로 향후 매출 성장을 기대하고 있다.

영업현금흐름은 7.8억 달러로 운전자본의 감소와 이익 증가로 전 분기 5.6억 달러 대비 39% 늘었다. 3분기에 0.58억 달러로 자사주 40만주를 매수했으며 연간 약 4억 달러의 자사주 매입 계획을 발표했다. 3분기 배당 규모는 3.9 억 달러로 전년 동기 대비 5% 확대됐다.

2021년 가이던스 하향

2021년 회계연도 매출 성장률을 2분기에 제시한 -2 ~ 0% 에서 -2 ~ -1% 로 소폭 내렸다. 주당순이익 예상치는 6.65 - 6.9 달러에서 6.05 - 6.25 달러로 하향했다. 인플레이션으로 인한 투입 원가 증가가 반영됐다고 김벌리클라크는 언급했다. 애널리스트들은 급격한 수요 또는 공급 이슈는 없다고 평가했지만 단기적인 촉매가 없다는 의견을 주로 제시했다.

Bloomberg 매수 11.1%, 목표주가 130.5 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 18곳의 증권사 중 매수의견은 2개 보유 의견은 14개, 매도의견은 2개이다. 최고 목표주가는 148 달러, 최저 목표주가는 119 달러이다. 블룸버그 목표주가는 130.5 달러이며 현재주가 131.6 달러 대비 상승여력 -0.8%이다.

[표3] 김벌리클라크 연혁

| | |
|------|--|
| 1872 | John A. Kimberly 및 Charles B. Clark 등이 위스콘신주 니나에서 설립 |
| 1924 | 멕시코, 독일, 영국 등 17 개국에 신규 진출하며 글로벌 기업으로의 확장 |
| 1928 | Kimberly-Clark Corporation 으로 조직 재편성, 뉴욕 거래소에 상장 |
| 1978 | 하기스 브랜드 출시, 1983 년 미국 기저귀 브랜드 1 위 달성 |
| 1988 | 유럽 진출 시작, 10 억 달러 규모의 유럽 플랜트 투자 집행 |
| 1995 | 유럽 최대 제지 회사인 Scott.Co 와 합병 |
| 2002 | Soctt. Co 매출 10 억 달러 달성, 경쟁사인 Amcor 와 Klucze 지분 인수 |
| 2010 | 크리넥스 핸드타올 출시, 러시아에 제조 플랜트 개장 |
| 2021 | 코로나 사태로 인한 생필품 대란으로 매출액 8% 증가. 48 년 연속 배당금 상승 |

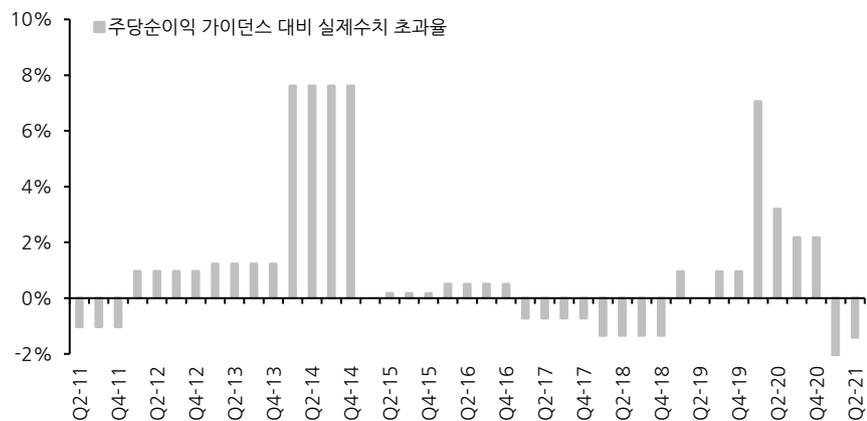
자료: 김벌리클라크, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 김벌리클라크 주요 제품



자료: 김벌리클라크, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 김벌리클라크 가이드نس 대비 실적



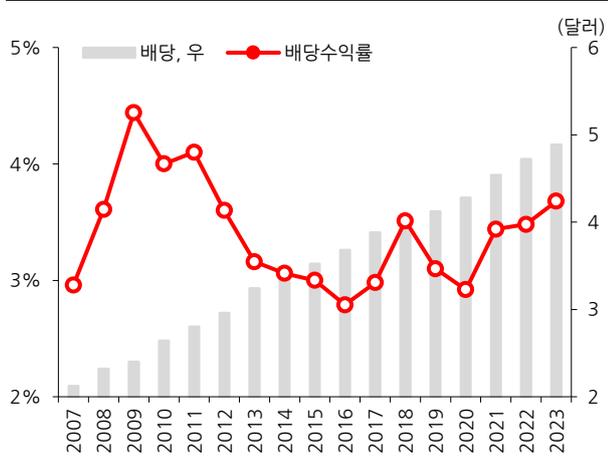
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 김벌리클라크 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|-----------------------|-----------------------------|
| Michael D Hsu | 이사회 의장, CEO |
| Alison Lewis | CGO |
| Robert Long | CDO |
| Jeffrey P Melucci | CTO |
| Paula Ramos | CSO |
| Radhika Tomar | CHO |
| Gonzalo Uribe Lebrija | Latin American Consumer 책임자 |
| Russell Torres | North America Consumer 책임자 |

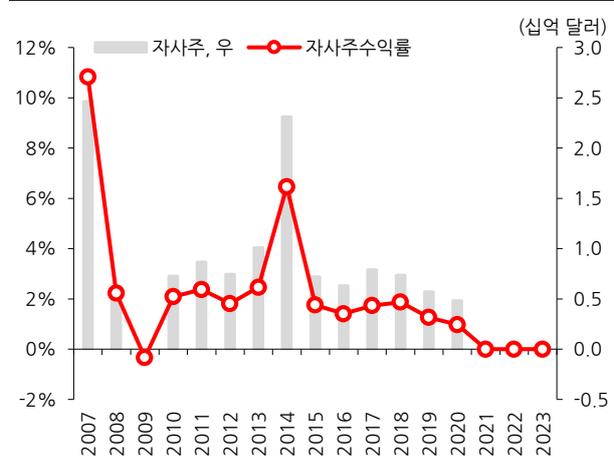
자료: 김벌리클라크, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 김벌리클라크 배당 및 배당수익률



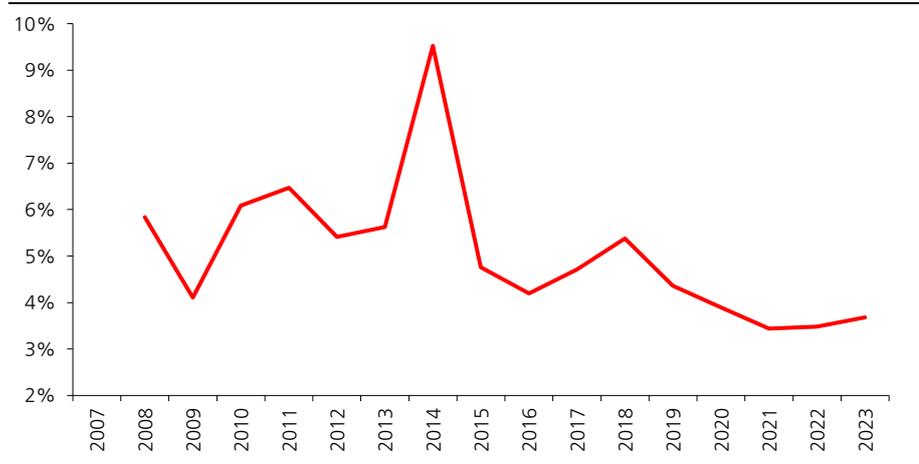
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 김벌리클라크 자사주 및 자사주 수익률



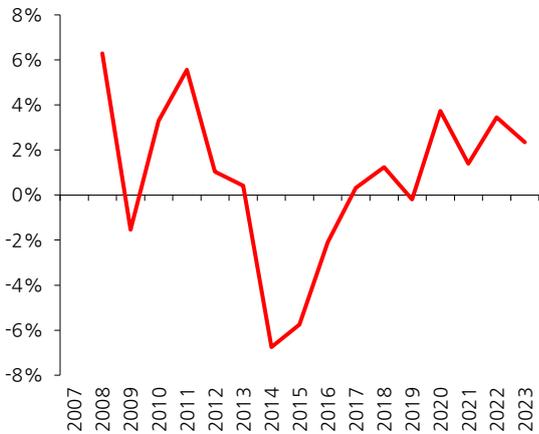
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 김벌리클라크 총주주환원율 추이



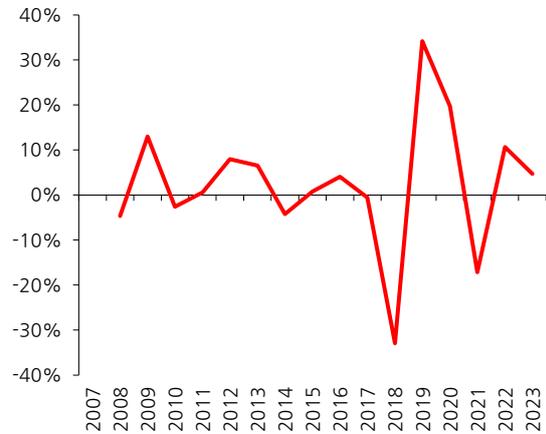
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 김벌리클라크 매출 증가율



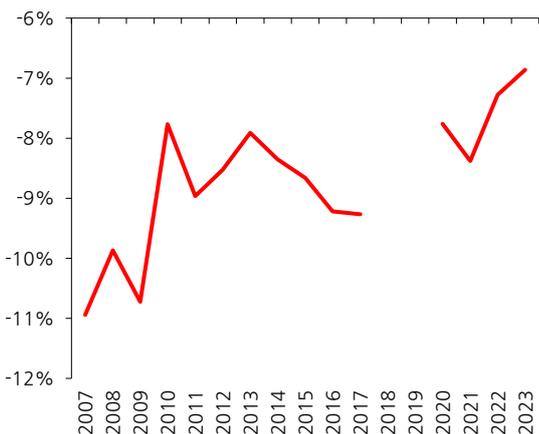
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 김벌리클라크 영업이익 증가율



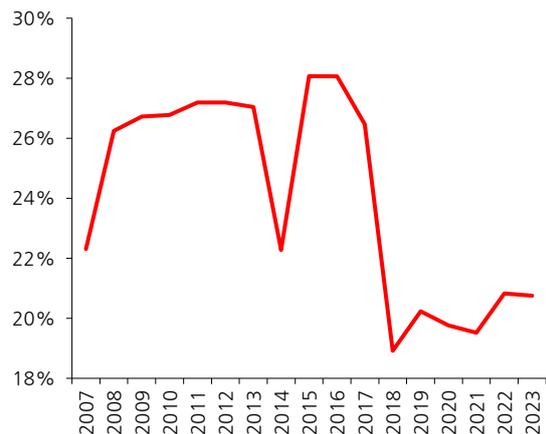
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 김벌리클라크 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 김벌리클라크 법인세율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 김벌리클라크 세전이익 증가율



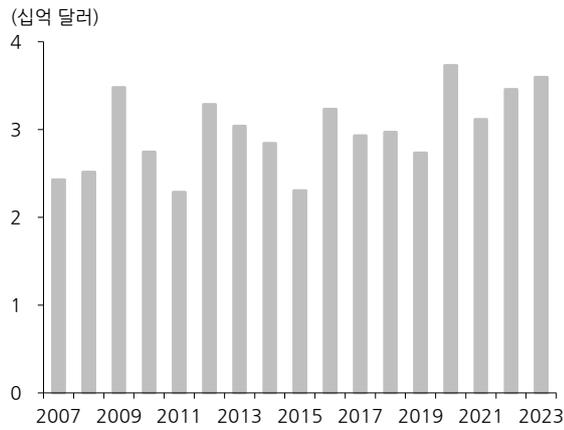
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 김벌리클라크 순이익 증가율



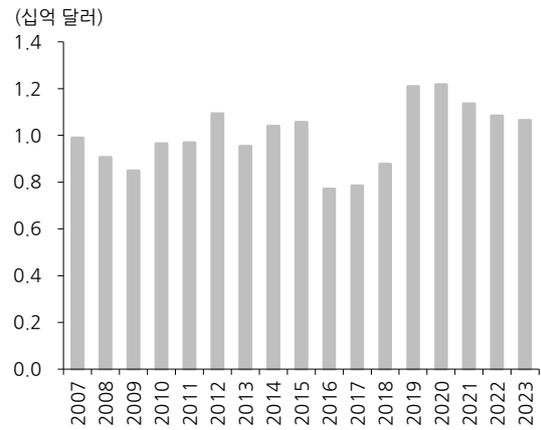
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 김벌리클라크 영업활동현금흐름



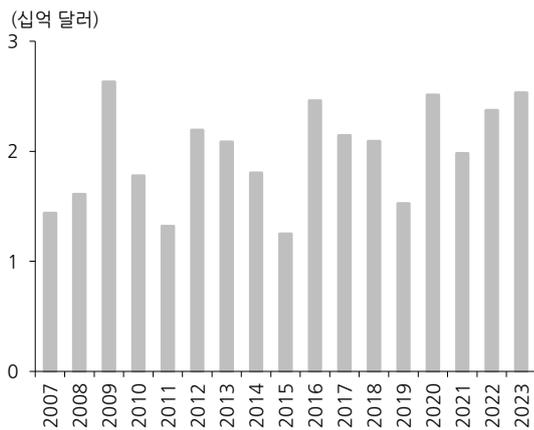
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 김벌리클라크 설비투자



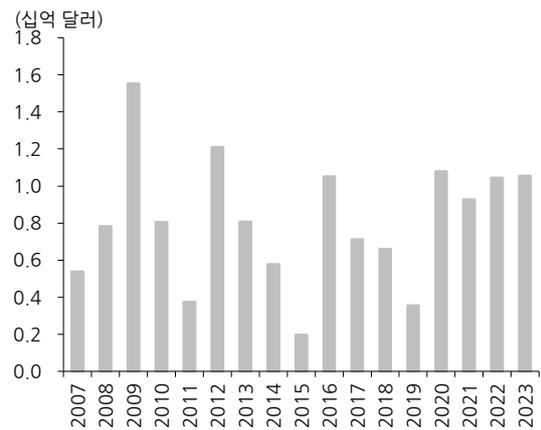
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 김벌리클라크 잉여현금흐름



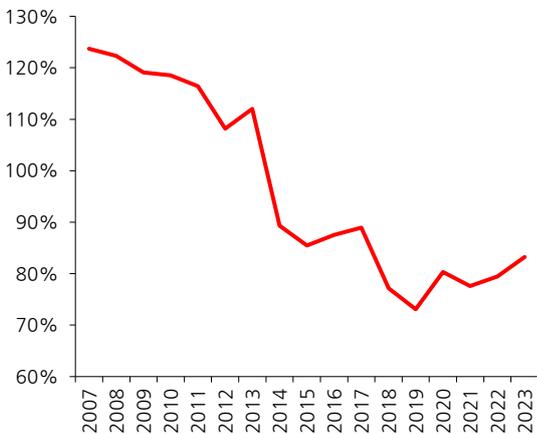
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 김벌리클라크 영업활동현금흐름 - 순이익



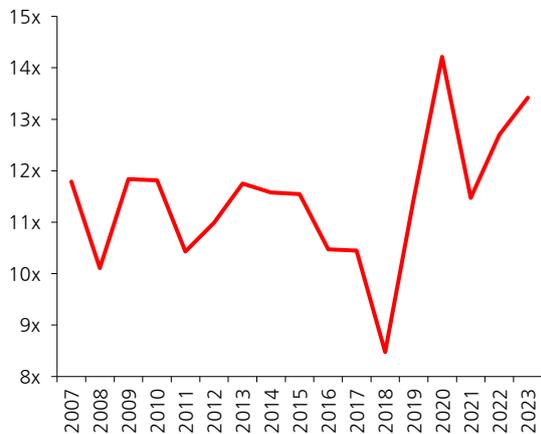
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 김벌리클라크 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 김벌리클라크 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] PER 및 EPS 증가율

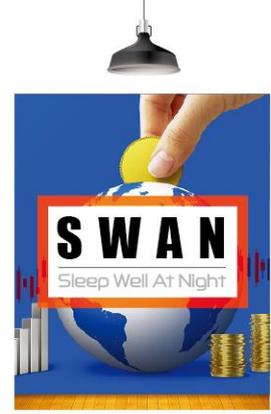


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 김벌리클라크 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non-) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 619 | 923 | 616 | 539 | 442 | 303 | 169 | 443 | 579 |
| Short term receivables | 2,281 | 2,176 | 2,315 | 2,164 | 2,263 | 2,235 | 2,328 | 2,436 | 2,560 |
| Inventories | 1,909 | 1,679 | 1,790 | 1,813 | 1,790 | 1,903 | 1,982 | 2,074 | 2,180 |
| Other current assets | 617 | 337 | 490 | 525 | 562 | 733 | 733 | 733 | 733 |
| Total current assets | 5,426 | 5,115 | 5,211 | 5,041 | 5,057 | 5,174 | 5,212 | 5,686 | 6,052 |
| Net PPE | 7,104 | 7,169 | 7,436 | 7,159 | 7,846 | 8,582 | 8,861 | 9,117 | 9,350 |
| Investments | 247 | 257 | 233 | 224 | 268 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| Intangibles | 1,540 | 1,563 | 1,576 | 1,474 | 1,467 | 2,727 | 2,742 | 2,758 | 2,775 |
| Other non current assets | 525 | 498 | 695 | 620 | 645 | 740 | 740 | 740 | 740 |
| Total non current assets | 9,416 | 9,487 | 9,940 | 9,477 | 10,226 | 12,349 | 12,643 | 12,914 | 13,165 |
| Total Assets | 14,842 | 14,602 | 15,151 | 14,518 | 15,283 | 17,523 | 17,855 | 18,600 | 19,216 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of L | 1,669 | 1,133 | 953 | 1,208 | 1,664 | 619 | 619 | 619 | 619 |
| Accounts payable | 2,612 | 2,609 | 2,834 | 3,190 | 3,055 | 3,336 | 3,328 | 3,482 | 3,659 |
| Income tax payable | 329 | 259 | 249 | 260 | 231 | 332 | 332 | 332 | 332 |
| Other current payables | 1,739 | 1,845 | 1,822 | 1,878 | 1,969 | 2,156 | 2,156 | 2,156 | 2,156 |
| Total current liabilities | 6,349 | 5,846 | 5,858 | 6,536 | 6,919 | 6,443 | 6,435 | 6,589 | 6,766 |
| LT debt | 6,106 | 6,439 | 6,472 | 6,247 | 6,487 | 8,301 | 8,301 | 8,001 | 7,401 |
| Provision for risks and charges | 1,137 | 1,301 | 1,184 | 931 | 897 | 884 | 884 | 884 | 884 |
| Deferred tax liabilities | 766 | 532 | 395 | 458 | 511 | 723 | 723 | 723 | 723 |
| Other non current liabilities | 380 | 309 | 299 | 328 | 246 | 275 | 265 | 256 | 247 |
| Total non current liabilities | 8,389 | 8,581 | 8,350 | 7,964 | 8,141 | 10,183 | 10,173 | 9,864 | 9,255.13 |
| Total liabilities | 14,738 | 14,427 | 14,208 | 14,500 | 15,060 | 16,626 | 16,608 | 16,453 | 16,021.39 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (Par) | 473 | 473 | 473 | 473 | 473 | 473 | 473 | 473 | 473 |
| Retained earnings | 4,994 | 5,831 | 6,730 | 5,947 | 6,686 | 7,567 | 8,365 | 9,713 | 11,209 |
| Others including treasury | -5,363 | -6,129 | -6,260 | -6,402 | -6,936 | -7,143 | -7,591 | -8,039 | -8,487 |
| Total equity | 104 | 175 | 943 | 18 | 223 | 897 | 1,247 | 2,147 | 3,195 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equi | 14,842 | 14,602 | 15,151 | 14,518 | 15,283 | 17,523 | 17,855 | 18,600 | 19,216.44 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | 0.3 | 0.5 | 2.7 | 0.1 | 0.7 | 2.6 | 3.7 | 6.5 | 9.7 |
| Number of shares (M) | 360.9 | 356.6 | 351.1 | 345.0 | 341.4 | 338.7 | 335.3 | 332.0 | 328.6 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 18,591 | 18,202 | 18,259 | 18,486 | 18,450 | 19,140 | 19,939 | 20,863 | 21,923 |
| growth yoy | | -2.1% | 0.3% | 1.2% | -0.2% | 3.7% | 4.2% | 4.6% | 5.1% |
| Personal Care | 9,204 | 9,046 | 9,078 | 9,037 | 9,108 | 9,339 | 9,576 | 9,819 | 10,068 |
| Consumer Tissue | 6,121 | 5,967 | 5,932 | 6,015 | 5,993 | 6,718 | 7,531 | 8,442 | 9,463 |
| KC professional | 3,219 | 3,150 | 3,208 | 3,382 | 3,292 | 3,019 | 2,769 | 2,539 | 2,328 |
| Other | 47 | 39 | 41 | 52 | 57 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| Cost of good sold | 11,934 | 11,545 | 11,706 | 12,348 | 11,999 | 12,035 | 13,319 | 13,376 | 14,055 |
| % to sales | 64.2% | 63.4% | 64.1% | 66.8% | 65.0% | 62.9% | 66.8% | 64.1% | 64.1% |
| Gross profit | 6,657 | 6,657 | 6,553 | 6,138 | 6,451 | 7,105 | 6,621 | 7,488 | 7,868 |
| growth yoy | | 0.0% | -1.6% | -6.3% | 5.1% | 10.1% | -6.8% | 13.1% | 5.1% |
| SG&A ex R&D | 3,079 | 2,966 | 2,916 | 2,670 | 2,871 | 3,247 | 3,243 | 3,366 | 3,508 |
| % to sales | 16.6% | 16.3% | 16.0% | 14.4% | 15.6% | 17.0% | 16.3% | 16.1% | 16.0% |
| R&D | 324 | 328 | 311 | 317 | 284 | 276 | 297 | 316 | 337 |
| % to sales | 1.7% | 1.8% | 1.7% | 1.7% | 1.5% | 1.4% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| Operating profit | 3,254 | 3,363 | 3,326 | 3,151 | 3,296 | 3,582 | 3,081 | 3,806 | 4,023 |
| growth yoy | | 3.3% | -1.1% | -5.3% | 4.6% | 8.7% | -14.0% | 23.5% | 5.7% |
| % to sales | 17.5% | 18.5% | 18.2% | 17.0% | 17.9% | 18.7% | 15.5% | 18.2% | 18.3% |
| Personal Care | 1,885 | 1,857 | 1,907 | 1,833 | 1,904 | 1,933 | 1,724 | 2,032 | 2,084 |
| Consumer Tissue | 1,073 | 1,117 | 1,034 | 875 | 1,007 | 1,448 | 1,205 | 1,619 | 1,815 |
| KC professional | 590 | 603 | 633 | 634 | 657 | 528 | 471 | 482 | 442 |
| Other | -294 | -214 | -248 | -191 | -272 | -327 | -319 | -328 | -318 |
| Net interest expense | 295 | 319 | 318 | 263 | 261 | 252 | 256 | 239 | 218 |
| % to net debt | 4.1% | 4.8% | 4.7% | 3.8% | 3.4% | 2.9% | 2.9% | 2.9% | 2.9% |
| Other non operating expenses | -27 | -11 | 7 | -39 | -50 | -26 | -22 | -28 | -29 |
| Earnings before tax | 2,932 | 3,033 | 3,015 | 2,849 | 2,985 | 3,304 | 2,802 | 3,539 | 3,776 |
| growth yoy | | 3.4% | -0.6% | -5.5% | 4.8% | 10.7% | -15.2% | 26.3% | 6.7% |
| % to sales | 15.8% | 16.7% | 16.5% | 15.4% | 16.2% | 17.3% | 14.1% | 17.0% | 17.2% |
| tax expense | 823 | 851 | 798 | 539 | 604 | 653 | 554 | 700 | 746 |
| % to net profit | 28.1% | 28.1% | 26.5% | 18.9% | 20.2% | 19.8% | 19.8% | 19.8% | 19.8% |
| Net profit | 2,109 | 2,182 | 2,217 | 2,310 | 2,381 | 2,651 | 2,248 | 2,840 | 3,030 |
| growth yoy | | 3.5% | 1.6% | 4.2% | 3.1% | 11.3% | -15.2% | 26.3% | 6.7% |
| % to sales | 11.3% | 12.0% | 12.1% | 12.5% | 12.9% | 13.9% | 11.3% | 13.6% | 13.8% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By Implied # of shares | 5.84 | 6.12 | 6.31 | 6.70 | 6.97 | 7.83 | 6.71 | 8.55 | 9.22 |
| Actual | 5.76 | 6.03 | 6.23 | 6.61 | 6.89 | 7.74 | 6.62 | 8.47 | 9.13 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | 2,306 | 3,232 | 2,929 | 2,970 | 2,736 | 3,729 | 2,934 | 3,684 | 3,889 |
| Net profit | 2,109 | 2,182 | 2,217 | 2,310 | 2,381 | 2,651 | 2,248 | 2,840 | 3,030 |
| Depreciation and amortization | 746 | 705 | 724 | 882 | 917 | 796 | 822 | 846 | 867 |
| Increase in account receivables | 60 | -23 | -44 | 33 | -116 | 95 | -93 | -108 | -124 |
| Increase in inventories | -28 | 230 | -33 | -127 | 24 | -96 | -79 | -92 | -105 |
| Increase in account payables | 44 | -61 | 174 | 392 | -153 | 239 | -8 | 154 | 177 |
| Others | -625 | 199 | -109 | -520 | -317 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| Cashflow from investment | -1,201 | -732 | -851 | -902 | -1,042 | -2,305 | -1,096 | -1,096 | -1,096 |
| Increase in net PPE | -1,056 | -771 | -785 | -877 | -1,209 | -1,217 | -1,101 | -1,101 | -1,101 |
| Net investments (Acquisition) | -106 | -5 | -31 | -30 | 216 | -1,115 | -22 | -22 | -22 |
| Others | -39 | 44 | -35 | 5 | -49 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| Cashflow from financing | -1,147 | -2,185 | -2,421 | -2,115 | -1,792 | -1,567 | -1,972 | -2,314 | -2,657 |
| Repayment of interest bearing debt | 850 | -213 | -184 | 66 | 302 | 430 | 0 | -300 | -600 |
| Dividend payment | -1,272 | -1,311 | -1,359 | -1,386 | -1,408 | -1,451 | -1,461 | -1,503 | -1,546 |
| Net purchase of treasury stock | -724 | -632 | -790 | -738 | -572 | -483 | -448 | -448 | -448 |
| Others | -1 | -29 | -88 | -57 | -114 | -63 | -63 | -63 | -63 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 789 | 619 | 923 | 616 | 539 | 442 | 303 | 169 | 443 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 619 | 923 | 616 | 539 | 442 | 303 | 169 | 443 | 579 |
| Effect of FX | -128 | -11 | 36 | -30 | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | 1,144 | 2,456 | 2,113 | 2,063 | 1,743 | 1,397 | 1,811 | 2,561 | 2,766 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 1,256 | 1,301 | 1,347 | 1,379 | 1,403 | 1,440 | 1,450 | 1,492 | 1,534 |
| Annual DPS | 3.51 | 3.65 | 3.87 | 4.00 | 4.12 | 4.28 | 4.45 | 4.62 | 4.80 |
| Implied # of shares | 357.7 | 356.5 | 348.1 | 344.8 | 340.4 | 336.5 | 333.1 | 329.8 | 326.5 |
| Check | 99.1% | 100.0% | 99.1% | 99.9% | 99.7% | 99.4% | 99.4% | 99.4% | 99.4% |
| Net share buyback | 724.0 | 632.0 | 790.0 | 738.0 | 572.0 | 483.0 | 447.9 | 447.9 | 447.9 |
| TSR/Net profit | 95.3% | 89.5% | 97.8% | 92.5% | 83.8% | 73.5% | 87.1% | 70.3% | 67.3% |
| DPS/EPS | 60.9% | 60.5% | 62.1% | 60.5% | 59.8% | 55.3% | 67.2% | 54.5% | 52.5% |
| Share buyback/Net profit | 34.3% | 29.0% | 35.6% | 31.9% | 24.0% | 18.2% | 19.9% | 15.8% | 14.8% |
| TSR/Market cap | 4.3% | 4.8% | 5.1% | 5.4% | 4.2% | 4.2% | 4.3% | 4.4% | 4.5% |
| DPS/stock price | 2.8% | 3.2% | 3.2% | 3.5% | 3.0% | 3.2% | 3.3% | 3.4% | 3.5% |
| Share buyback/Market cap | 1.6% | 1.6% | 1.9% | 1.9% | 1.2% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Philip Morris International Inc. (PM)

말보로로 유명한 담배 회사의 非미국 부문

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 111.6

| | |
|-----------------------|-----------------|
| 현재 주가(11/2, USD) | 94.0 |
| 상승여력 | ▲18.7% |
| 시가총액(백만 USD) | 146,373 |
| 발행주식수(천주) | 1,556,828 |
| 52 주 최고가 / 최저가(USD) | 106.51 / 70.125 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만 USD) | 373.9 |

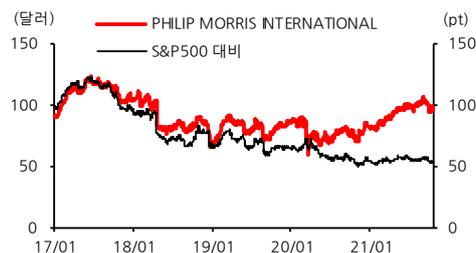
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | PM US EQUITY |
| 산업 | 필수소비재 |

| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|-------|-------|------|
| 절대수익률 | -2.1 | -6.0 | -1.0 | 31.3 |
| 상대수익률(S&P500) | -8.4 | -11.6 | -11.8 | -8.6 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 29,805 | 7,903 | 31,260 | 32,713 |
| 영업이익 | 10,531 | 3,095 | 13,441 | 14,484 |
| EBITDA | 11,737 | 3,341 | 14,455 | 15,449 |
| 지배주주순이익 | 7,185 | 2,120 | 9,419 | 10,178 |
| EPS | 4.6 | 1.4 | 6.1 | 6.6 |
| 순차입금 | 24,947 | 25,257 | 25,004 | 25,727 |
| PER | 16.6 | 14.7 | 15.5 | 14.3 |
| PBR | - | - | - | - |
| EV/EBITDA | 13.6 | 8.5 | 12.0 | 11.2 |
| 배당수익률 | 5.2 | 5.4 | 5.2 | 5.5 |
| ROE | - | - | -76.5 | -83.2 |

주가 추이



필립모리스는 1847년에 설립된 지주회사입니다. 미국 지역을 제외한 전 세계 소비자들을 대상으로 하는 기업으로 180 개 이상 국가에서 담배 제조 및 판매 사업을 영위합니다. 알트리아(MO-US)가 미국 사업을 담당합니다. ‘말보로’ ‘팔리아멘트’ 등 켈런 담배 브랜드와 전자담배 브랜드 ‘아이코스(IQOS)’ 를 보유하고 있습니다.

10월 19일 발표된 3분기 실적 컨센서스 상회

필립모리스 (PM)의 3분기 실적은 매출 81.2 억 달러, 주당순이익 1.58 달러로 외형은 시장 예상치 79.9 억 달러를 상회했고, 주당순이익은 컨센서스 1.56 달러와 유사했다. 매출액과 영업이익은 마진율이 높은 전자담배의 판매량 증가로 인해 전년도 대비 각각 9.1%, 16% 증가했다.

3분기 자사주 90 만 주를 0.94 억 달러 규모로 샀다. 분기별 정기 배당금은 보통주 한 주당 1.25 달러로 전년 대비 4.2% 증가했으며 총 배당액은 18.7 억 달러이다. 영업현금흐름은 37.3 억 달러로 전년 대비 3.3% 증가했다.

시장 기대치 뛰어넘는 2021년 가이던스 제공

2021년 연간 주당순이익 예상치는 6.0 - 6.1 달러로 컨센서스 5.97-6.07 달러 보다 소폭 높은 수준이다. 중간값 6.05 달러 기준으로 2020년 대비 성장률은 17%에 이른다. 3분기 이후 3년간 50~70 억 달러 규모의 자사주 매입 계획을 발표했다.

켈런형 전자담배 출하량이 빠르게 성장하는 추세다. 현재 전자담배 판매국은 64개국이지만 2025년까지 100개국으로 확장할 계획이다. 전자담배 매출이 증가하며 수익성 개선을 기대할 수 있어 실적 달성 가시성이 높다고 시장은 평가하고 있다.

Bloomberg 매수 72.2%, 목표주가 111.6 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 18곳의 증권사 중 매수의견은 13개, 보유의견은 5개, 매도의견은 0개 이다. 최고 목표주가는 126 달러, 최저 목표주가는 85 달러이다. 블룸버그 목표주가는 111.6 달러이며 현재주가 94 달러 대비 상승여력 18.7% 이다.

[표5] 필립모리스 연혁

| | |
|------|--|
| 1847 | Phillip Morris가 런던 본드 스트리트에 첫 담배 가게를 창업 |
| 1881 | 창업자의 아들 Leopold Morris 이 Phillip Morris & Company Ltd 설립 |
| 1908 | 대표 상품인 말보로 출시, 현재까지도 동사의 트레이드 마크 |
| 1954 | 호주 지사 설립을 시작으로 해외 진출 본격화 |
| 1972 | 말보로가 글로벌 판매량 1위 달성 |
| 1995 | 말레이시아 세렘반에 공장 설립하며 아시아 진출 |
| 2005 | 중국 정부의 허가를 얻어 중국 합작 법인 설립, 인도네시아와 콜롬비아의 담배 생산 회사 합병 |
| 2020 | 14년 출시된 IQOS 전자담배의 FDA 승인, 64개국에서 1270만 이용자 확보 |
| 2021 | 흡입기 CDMO 벡추라 인수, 헬스케어 사업으로 포트폴리오 확장 |

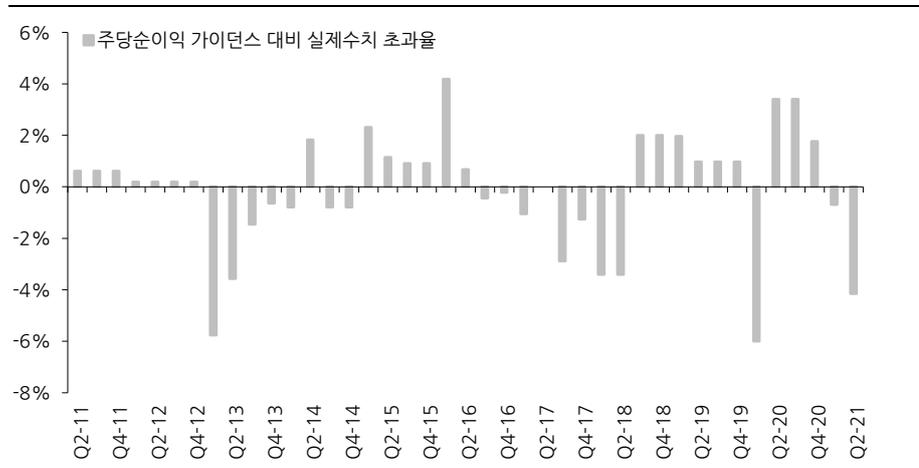
자료: 필립모리스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 필립모리스 주요 제품



자료: 필립모리스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 필립모리스 가이드نس 대비 실적



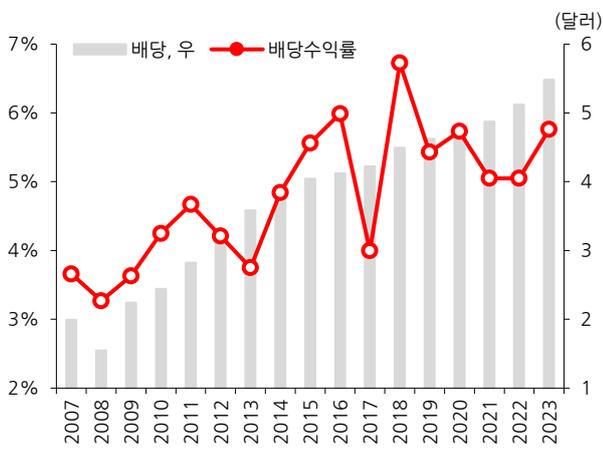
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 필립모리스 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|----------------------|--------|
| Andre Calantzopoulos | 이사회 의장 |
| Jacek Olczak | CEO |
| Emmanuel Babeau | CFO |
| Jorge Insuasty | CLO |
| Bin Li | CPO |
| Silke Muenster | CDO |
| Michael Voegele | CIO |
| Stefano Volpetti | CCO |

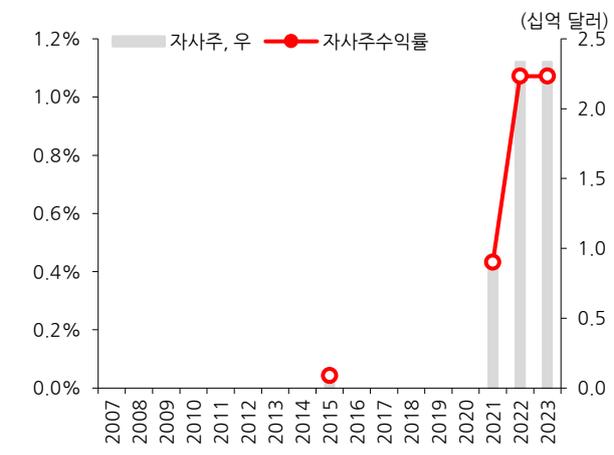
자료: 필립모리스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 필립모리스 배당 및 배당수익률



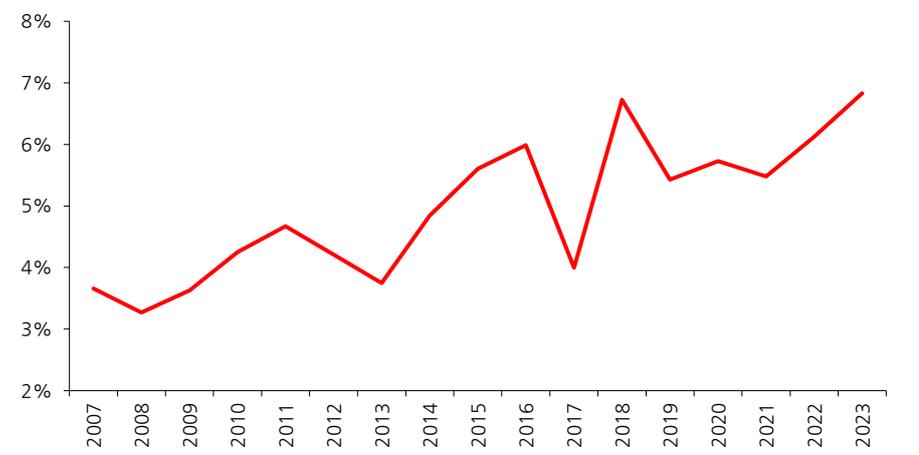
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 필립모리스 자사주 및 자사주 수익률



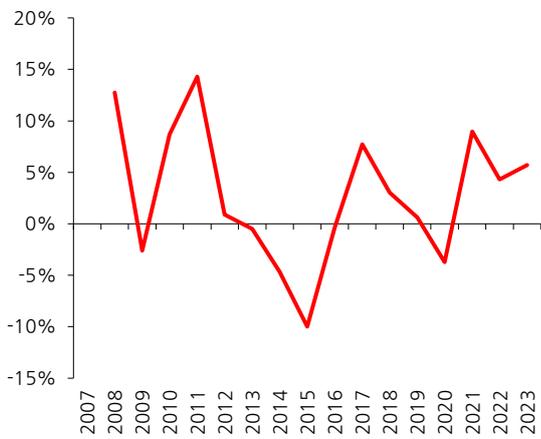
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 필립모리스 총주주환원율 추이



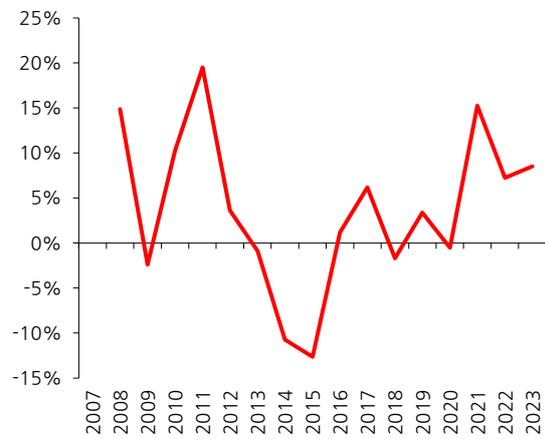
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 필립모리스 매출 증가율



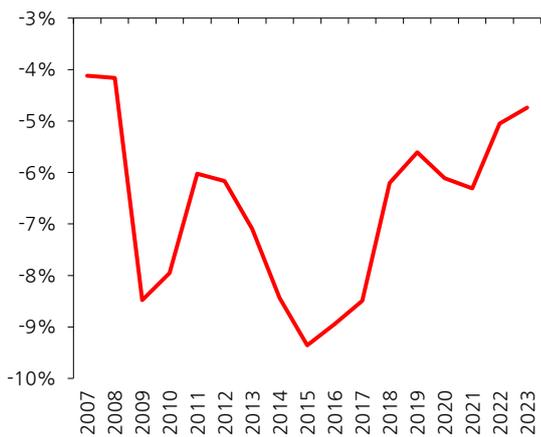
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 필립모리스 영업이익 증가율



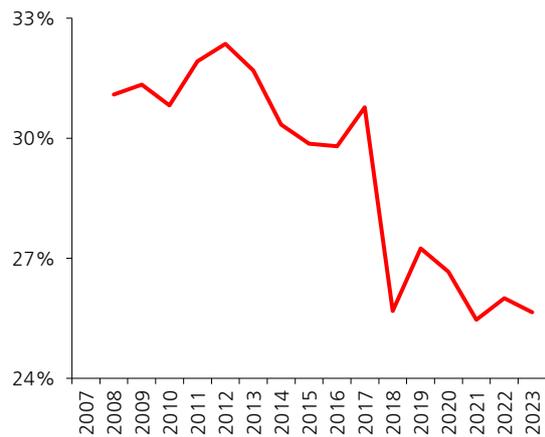
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 필립모리스 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



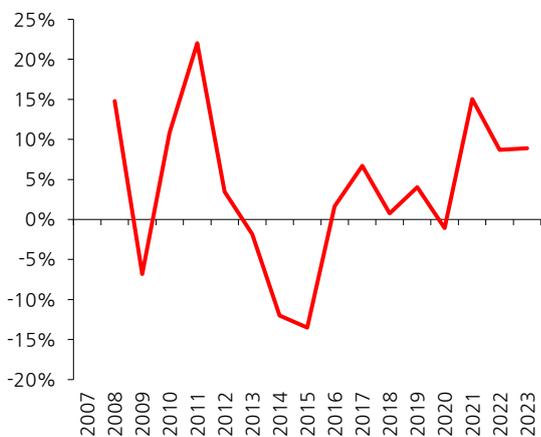
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 필립모리스 법인세율



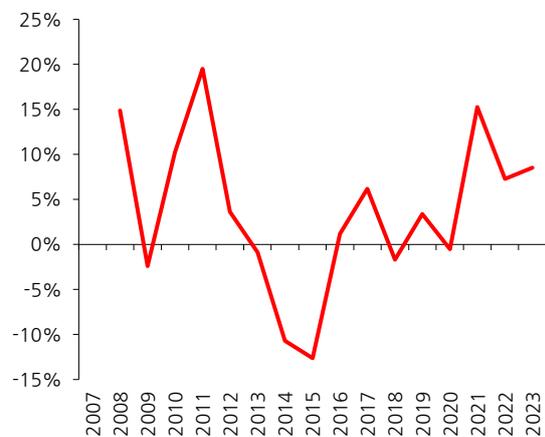
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 필립모리스 세전이익 증가율



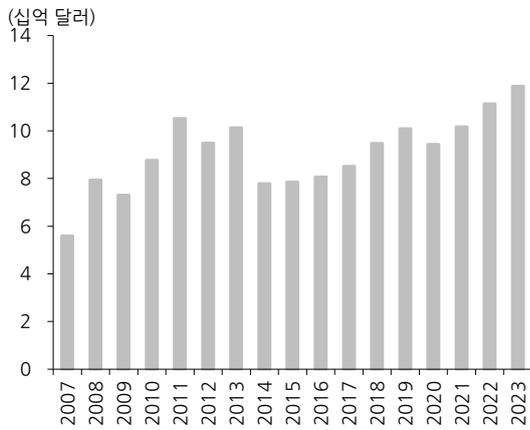
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 필립모리스 순이익 증가율



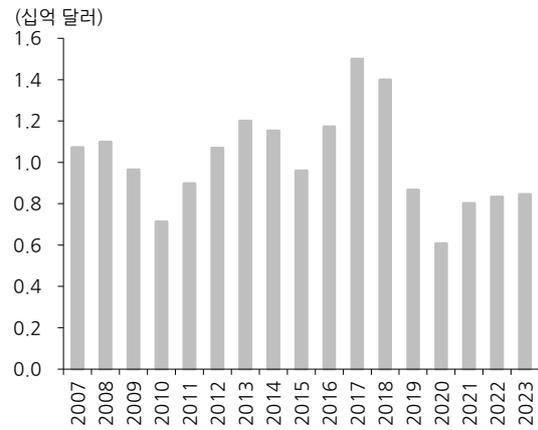
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 필립모리스 영업활동현금흐름



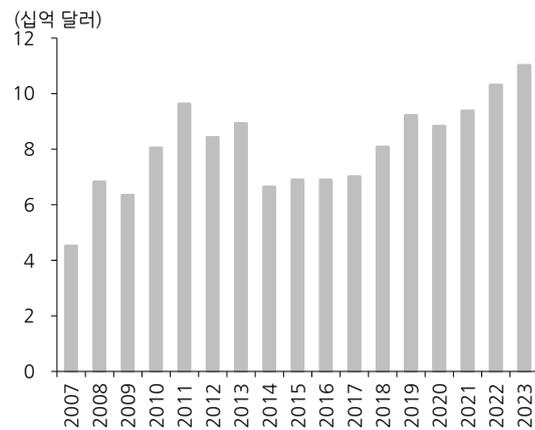
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 필립모리스 설비투자



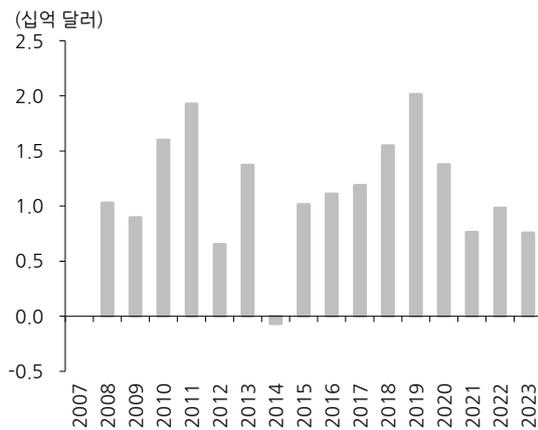
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 필립모리스 잉여현금흐름



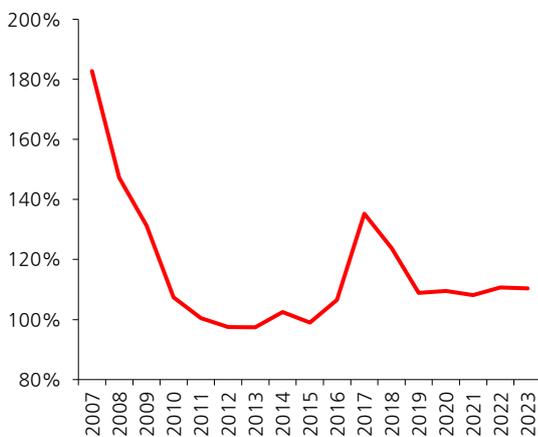
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 필립모리스 영업활동현금흐름 - 순이익



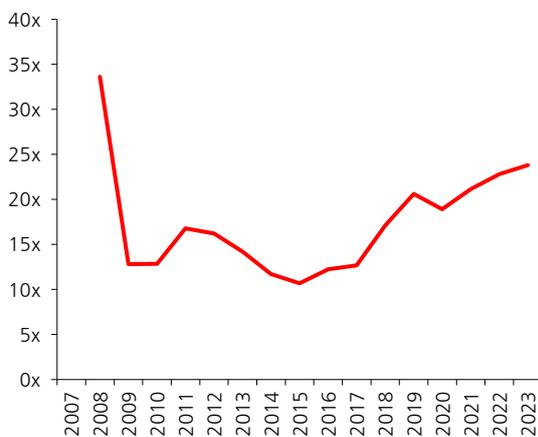
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 필립모리스 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 필립모리스 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] PER 및 EPS 증가율

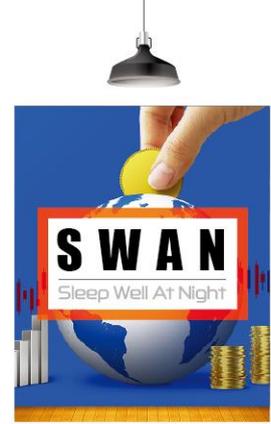


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 필립모리스 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 3,417 | 4,239 | 8,447 | 6,593 | 6,865 | 7,285 | 7,126 | 7,137 | 7,199 |
| Short term receivables | 2,778 | 3,499 | 3,738 | 3,564 | 3,717 | 3,761 | 4,014 | 4,262 | 4,533 |
| Inventories | 8,473 | 9,017 | 8,806 | 8,804 | 9,235 | 9,591 | 10,237 | 10,870 | 11,559 |
| Other current assets | 1,136 | 853 | 603 | 481 | 697 | 855 | 855 | 855 | 855 |
| Total current assets | 15,804 | 17,608 | 21,594 | 19,442 | 20,514 | 21,492 | 22,232 | 23,124 | 24,145 |
| Net PPE | 5,721 | 6,064 | 7,271 | 7,201 | 7,397 | 7,062 | 7,046 | 7,033 | 7,021 |
| Investments | 890 | 1,011 | 1,074 | 1,269 | 4,635 | 4,804 | 4,804 | 4,804 | 4,804 |
| Intangibles | 10,038 | 9,794 | 10,098 | 9,467 | 7,971 | 7,983 | 7,983 | 7,983 | 7,983 |
| Other non current assets | 1,503 | 2,374 | 2,931 | 2,422 | 2,358 | 3,474 | 3,474 | 3,474 | 3,474 |
| Total non current assets | 18,152 | 19,243 | 21,374 | 20,359 | 22,361 | 23,323 | 23,307 | 23,294 | 23,282 |
| Total Assets | 33,956 | 36,851 | 42,968 | 39,801 | 42,875 | 44,815 | 45,540 | 46,418 | 47,427 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 3,230 | 3,216 | 3,005 | 4,784 | 4,583 | 3,558 | 3,558 | 3,558 | 3,558 |
| Accounts payable | 1,289 | 1,666 | 2,242 | 2,068 | 2,299 | 2,780 | 2,464 | 2,616 | 2,782 |
| Income tax payable | 1,176 | 832 | 812 | 576 | 796 | 1,091 | 1,091 | 1,091 | 1,091 |
| Other current payables | 4,570 | 4,549 | 4,669 | 4,675 | 5,318 | 5,783 | 5,783 | 5,783 | 5,783 |
| Total current liabilities | 15,386 | 16,467 | 15,962 | 17,191 | 18,833 | 19,615 | 19,299 | 19,451 | 19,617 |
| LT debt | 25,250 | 25,851 | 31,334 | 26,975 | 27,225 | 28,635 | 28,635 | 28,135 | 27,535 |
| Provision for risks and charges | 2,566 | 2,800 | 2,271 | 3,083 | 3,634 | 4,470 | 4,470 | 4,470 | 4,470 |
| Deferred tax liabilities | 1,543 | 1,897 | 799 | 898 | 908 | 684 | 684 | 684 | 684 |
| Other non current liabilities | 687 | 736 | 2,832 | 2,393 | 1,874 | 2,042 | 1,777 | 1,508 | 1,235 |
| Total non current liabilities | 30,046 | 31,284 | 37,236 | 33,349 | 33,641 | 35,831 | 35,566 | 34,797 | 33,924 |
| Total Liabilities | 45,432 | 47,751 | 53,198 | 50,540 | 52,474 | 55,446 | 54,865 | 54,248 | 53,541 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (Par) | 1,929 | 1,964 | 1,972 | 1,939 | 2,019 | 2,105 | 2,105 | 2,105 | 2,105 |
| Retained earnings | 29,842 | 30,397 | 29,859 | 31,014 | 30,987 | 31,638 | 32,944 | 34,438 | 36,155 |
| Others including treasury | -43,247 | -43,261 | -42,061 | -43,692 | -42,605 | -44,374 | -44,374 | -44,374 | -44,374 |
| Total equity | -11,476 | -10,900 | -10,230 | -10,739 | -9,599 | -10,631 | -9,325 | -7,831 | -6,114 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 33,956 | 36,851 | 42,968 | 39,801 | 42,875 | 44,815 | 45,540 | 46,418 | 47,427 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | -8.5 | -7.0 | -6.6 | -6.9 | -6.2 | -6.8 | -6.0 | -5.0 | -3.9 |
| Number of shares (M) | 1,549.3 | 1,551.4 | 1,553.2 | 1,554.6 | 1,555.9 | 1,557.4 | 1,557.4 | 1,557.4 | 1,557.4 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | | | | | | | | | |
| Revenue | 26,794 | 26,685 | 28,748 | 29,625 | 29,805 | 28,694 | 30,627 | 32,519 | 34,581 |
| growth yoy | -0.4% | -0.4% | 7.7% | 3.1% | 0.6% | -3.7% | 6.2% | 6.2% | 6.3% |
| Total volume | 847,270 | 812,946 | 798,152 | 781,687 | 766,361 | 704,629 | 711,133 | 720,260 | 731,513 |
| growth yoy | -2.1% | -2.1% | -2.1% | -2.0% | -2.0% | -8.1% | 0.9% | 1.3% | 1.6% |
| Total ASP | 0.032 | 0.033 | 0.036 | 0.038 | 0.039 | 0.041 | 0.043 | 0.045 | 0.047 |
| growth yoy | 5.2% | 2.6% | 4.7% | 5.8% | 6.8% | 8.2% | 10.2% | 12.0% | 12.0% |
| RRP (Reduced Risk Product) | | | 3,640 | 4,096 | 5,587 | 6,827 | 8,297 | 10,023 | 12,028 |
| growth yoy | | | 12.5% | 36.4% | 22.2% | 21.5% | 20.8% | 20.0% | 20.0% |
| Volume (million units) | | | 36,226 | 41,372 | 59,652 | 76,111 | 95,185 | 116,631 | 139,957 |
| ASP | | | 0.100 | 0.099 | 0.094 | 0.090 | 0.087 | 0.086 | 0.086 |
| Combustibles | 26,794 | 26,685 | 25,108 | 25,529 | 24,218 | 21,867 | 22,330 | 22,496 | 22,553 |
| growth yoy | 1.7% | -5.1% | -9.7% | -7.7% | -10.7% | -12.1% | -10.7% | -10.7% | -10.7% |
| Volume (million units) | 847,270 | 812,946 | 761,926 | 740,315 | 706,709 | 628,518 | 615,948 | 603,629 | 591,556 |
| ASP | 3.2% | 3.3% | 3.3% | 3.4% | 3.4% | 3.5% | 3.6% | 3.7% | 3.8% |
| Cost of good sold | 9,365 | 9,391 | 10,432 | 10,758 | 10,513 | 9,569 | 10,122 | 10,584 | 11,083 |
| % to sales | 35.0% | 35.2% | 36.3% | 36.3% | 35.3% | 33.3% | 33.0% | 32.5% | 32.0% |
| Gross profit | 17,429 | 17,294 | 18,316 | 18,867 | 19,292 | 19,125 | 20,505 | 21,935 | 23,498 |
| growth yoy | -0.8% | -0.8% | 5.9% | 3.0% | 2.3% | -0.9% | 7.2% | 7.0% | 7.1% |
| SG&A ex R&D | 6,656 | 6,395 | 6,745 | 7,490 | 7,532 | 7,427 | 7,833 | 8,224 | 8,645 |
| % to sales | 24.8% | 24.0% | 23.5% | 25.3% | 25.3% | 25.9% | 25.6% | 25.3% | 25.0% |
| Operating profit | 10,773 | 10,899 | 11,572 | 11,377 | 11,760 | 11,698 | 12,672 | 13,711 | 14,853 |
| growth yoy | 1.2% | 1.2% | 6.2% | -1.7% | 3.4% | -0.5% | 8.3% | 8.2% | 8.3% |
| % to sales | 40.2% | 40.8% | 40.3% | 38.4% | 39.5% | 40.8% | 41.4% | 42.2% | 43.0% |
| Net interest expense | 1,008 | 891 | 914 | 665 | 570 | 618 | 622 | 609 | 593 |
| % to net debt | 4.0% | 3.6% | 3.5% | 2.6% | 2.3% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| Other non operating expenses | 0 | 84 | -69 | -41 | -89 | -97 | -105 | -114 | -123 |
| Earnings before tax | 9,765 | 9,924 | 10,589 | 10,671 | 11,101 | 10,983 | 11,945 | 12,988 | 14,137 |
| growth yoy | 1.6% | 1.6% | 6.7% | 0.8% | 4.0% | -1.1% | 8.8% | 8.7% | 8.9% |
| % to sales | 36.4% | 37.2% | 36.8% | 36.0% | 37.2% | 38.3% | 39.0% | 39.9% | 40.9% |
| Tax expense | 2,916 | 2,957 | 3,259 | 2,741 | 3,025 | 2,928 | 3,185 | 3,463 | 3,769 |
| % to net profit | 29.9% | 29.8% | 30.8% | 25.7% | 27.3% | 26.7% | 26.7% | 26.7% | 26.7% |
| Net profit | 6,849 | 6,967 | 7,330 | 7,931 | 8,076 | 8,055 | 8,760 | 9,525 | 10,368 |
| growth yoy | 1.7% | 1.7% | 5.2% | 8.2% | 1.8% | -0.3% | 8.8% | 8.7% | 8.8% |
| % to sales | 25.6% | 26.1% | 25.5% | 26.8% | 27.1% | 28.1% | 28.6% | 29.3% | 30.0% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 4.42 | 4.49 | 4.72 | 5.10 | 5.19 | 5.17 | 5.62 | 6.12 | 6.66 |
| Actual | 4.42 | 4.48 | 3.88 | 5.08 | 4.61 | 5.16 | 5.61 | 6.10 | 6.65 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | | | | | | | | | |
| Net profit | 7,865 | 8,077 | 8,912 | 9,478 | 10,090 | 9,812 | 9,033 | 10,283 | 11,059 |
| Depreciation and amortization | 754 | 743 | 875 | 989 | 964 | 981 | 979 | 977 | 975 |
| Increase in account receivables | 647 | -1,009 | -92 | 53 | -331 | 26 | -253 | -248 | -270 |
| Increase in inventories | -841 | -695 | 730 | -613 | -548 | -165 | -646 | -632 | -689 |
| Increase in account payables | 310 | 373 | 425 | -51 | 451 | 406 | -316 | 152 | 166 |
| Others | 146 | 1,698 | -356 | 1,170 | 1,478 | 509 | 509 | 509 | 509 |
| Cashflow from investment | 914 | -961 | -3,009 | -1,079 | -1,760 | -1,930 | -1,686 | -1,686 | -1,686 |
| Increase in net PPE | -960 | -1,172 | -1,548 | -1,436 | -852 | -602 | -963 | -963 | -963 |
| Net investments (Acquisition) | 1,567 | -34 | -106 | -144 | 20 | -823 | -217 | -217 | -217 |
| Others | 307 | 245 | -1,355 | 501 | -928 | -505 | -505 | -505 | -505 |
| Cashflow from financing | -6,358 | -5,420 | -2,774 | -9,570 | -8,112 | -7,720 | -7,506 | -8,586 | -9,311 |
| Repayment of interest bearing debt | 44 | 1,131 | 4,172 | -2,229 | -543 | -356 | 0 | -500 | -600 |
| Dividend payment | -6,250 | -6,378 | -6,520 | -6,885 | -7,161 | -7,364 | -7,506 | -8,086 | -8,711 |
| Net purchase of treasury stock | -48 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others | -104 | -173 | -426 | -456 | -408 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 1,682 | 3,417 | 4,239 | 8,447 | 6,593 | 6,865 | 7,285 | 7,126 | 7,137 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 3,417 | 4,239 | 8,447 | 6,593 | 6,865 | 7,285 | 7,126 | 7,137 | 7,199 |
| Effect of FX | -686 | -874 | 1,079 | -683 | 54 | 258 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | 8,472 | 6,871 | 7,258 | 7,898 | 9,258 | 8,387 | 7,852 | 9,102 | 9,878 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 6,188 | 6,346 | 6,485 | 6,794 | 7,092 | 7,313 | 7,455 | 8,031 | 8,651 |
| Annual DPS | 4.04 | 4.12 | 4.22 | 4.49 | 4.62 | 4.74 | 5.11 | 5.50 | 5.93 |
| Implied # of shares | 1,531.7 | 1,540.3 | 1,536.6 | 1,513.1 | 1,535.1 | 1,542.9 | 1,542.9 | 1,542.9 | 1,542.9 |
| Check | 98.9% | 99.3% | 98.9% | 97.3% | 98.7% | 99.1% | 99.1% | 99.1% | 99.1% |
| Net share buyback | 48.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TSR/Net profit | 92.1% | 92.0% | 108.8% | 88.4% | 100.2% | 91.9% | 91.0% | 90.1% | 89.2% |
| DPS/EPS | 91.4% | 92.0% | 108.8% | 88.4% | 100.2% | 91.9% | 91.0% | 90.1% | 89.2% |
| Share buyback/Net profit | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| TSR/Market cap | 4.6% | 4.5% | 4.0% | 6.7% | 5.4% | 5.7% | 5.2% | 5.6% | 6.0% |
| DPS/stock price | 4.6% | 4.5% | 4.0% | 6.7% | 5.4% | 5.7% | 5.2% | 5.6% | 6.0% |
| Share buyback/Market cap | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



W.P. Carey Inc. (WPC)

상업용 부동산을 주로 편입하는 리츠

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 85.1

| | |
|---------------------|---------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 78.3 |
| 상승여력 | ▲8.7% |
| 시가총액(백만 USD) | 14,594 |
| 발행주식수(백만 주) | 186,285 |
| 52 주 최고가/최저가 | 82.37 / 62.69 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 64.9 |

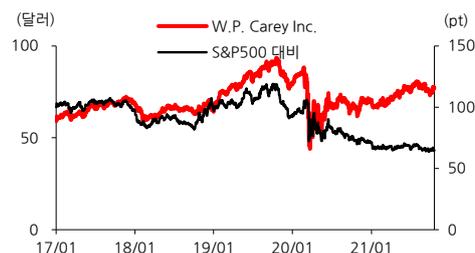
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | WPC US EQUITY |
| 산업 | 부동산 |

| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 5.7 | -1.5 | 4.6 | 22.6 |
| 상대수익률(S&P500) | -0.6 | -7.0 | -6.1 | -17.3 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,233 | 328 | 1,243 | 1,309 |
| 영업이익 | 502 | 222 | 802 | 860 |
| EBITDA | 960 | 281 | 1,091 | 1,181 |
| 지배주주순이익 | 305 | 102 | 380 | 433 |
| EPS | 1.8 | 0.5 | 2.0 | 2.2 |
| 순차입금 | 5,946 | 6,890 | 7,330 | 7,430 |
| PER | 42.9 | 36.3 | 38.8 | 36.4 |
| PBR | 2.0 | - | 2.0 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 20.6 | 18.2 | 19.4 | 17.9 |
| 배당수익률 | 5.4 | 5.4 | 5.4 | 5.4 |
| ROE | - | - | 8.4 | 12.4 |

주가 추이



더블유피케리는 장기 판매 임대 서비스를 제공하는 리츠 기업입니다. 오피스, 유통, 산업용 시설 등 상업용 부동산을 관리 및 임대합니다. 세계 21 개국에 1,264 개의 부동산을 소유하고 있습니다. 본사는 뉴욕에 위치하며 60% 이상의 자산은 미국과 유럽에 위치합니다. 임대업 뿐 아니라 판매자/투자자에게 B2P 자금 대여와 포트폴리오 관리를 제공해주기도 합니다.

10월 29일 발표된 2021년 회계연도 3분기 실적 우수

더블유피케리 (WPC)의 3분기 실적은 매출 3.3억 달러, 주당순이익 0.75 달러로 컨센서스 3.2억 달러/0.52 달러를 모두 상회했다. 매출액은 전년 동기 대비 7.7% 늘었으며 코로나 완화로 인한 호텔 매출 증가와 기업의 임대료 수금이 용이해진 효과가 반영됐다.

2021년 3분기 AFFO (Adjusted Fund From Operation)는 희석주당 1.24달러로 2020년 3분기 희석주당 1.15달러보다 7.8% 증가했다. 미국 리츠 기업은 과세 소득의 90% 이상을 배당으로 지급해야 하기 때문에 배당이 안정적이다. 3분기 배당액은 2억 달러이다.

2021년 회계연도 가이던스 유지

2021년 AFFO 가이던스를 주당 4.82 - 4.9 달러에서 4.94 - 5.02 달러로 소폭 상향했다. 회사의 부동산 포트폴리오는 15억~20억 달러를 유지할 전망이고, 1억 5천만~2억 5천만 달러 규모의 부동산 처분으로는 AFFO가 바뀌지 않는다는 입장이다. 관리 비용도 전 분기와 동일한 8천 2백만~8천 4백만 달러를 유지한다고 말했다.

Bloomberg 매수 55.6%, 목표주가 85.1 달러

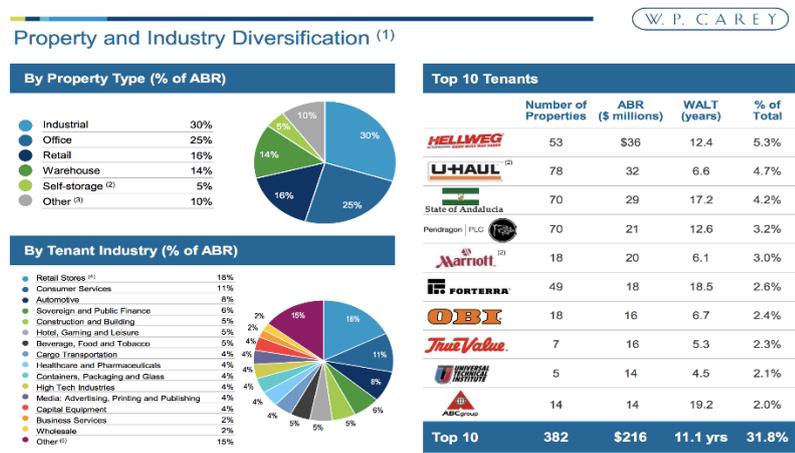
블룸버그 컨센서스 기준 총 9곳의 증권사 중 매수의견은 5개 보유 의견은 3개, 매도의견은 1개이다. 최고 목표주가는 91 달러, 최저 목표주가는 82 달러이다. 블룸버그 목표주가는 85.1 달러이며 현재주가 78.3 달러 대비 상승여력 8.7% 이다.

[표7] 더블유피케리 연혁

| | |
|------|---|
| 1973 | Wm. Polk Carey 가 설립: 개인 투자자를 위한 공동 임대 상업용 부동산 자산 개념을 개척 |
| 1979 | 상업용 부동산을 취득해 개인 투자자에게 부를 분배하는 CPA 투자를 시작 |
| 1998 | 뉴욕 거래소에 상장 |
| 1999 | 런던 지사 설립, 유럽 진출 시작 |
| 2008 | 암스테르담 지사 추가 설립하며 유럽 사업 확장 |
| 2009 | 맨해튼 뉴욕 타임즈 빌딩을 매입하며 사업 포트폴리오 확장 |
| 2012 | 비상장 부동산 투자 신탁 계열사인 CPA 15 와 합병, 부동산 투자 신탁사로 구조 개편 |
| 2017 | 유로채 발행, 비상장리츠 출시 중단 |
| 2021 | 첫 그린 본드 출시 |

자료: 더블유피케리, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 더블유피케리 주요 제품



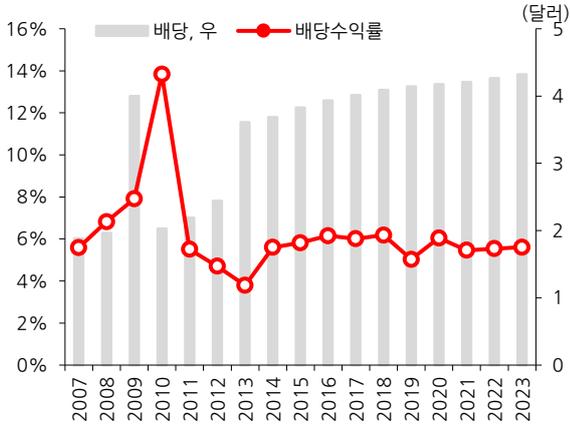
자료: 더블유피케리, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 더블유피케리 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|-----------------|------------------------|
| Jason E Fox | CEO |
| John J Park | President |
| Toniann Sanzone | CFO |
| Susan C Hyde | CAO |
| John D Miller | CIO |
| Brooks G Gordon | Asset Management 책임자 |
| Gino M Sabatini | Investment 책임자 |
| Peter Sands | Investor Relations 책임자 |

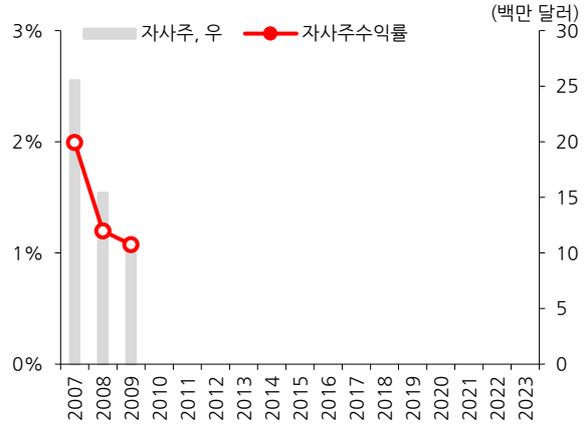
자료: 더블유피케리, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 더블유피케리 배당 및 배당수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 더블유피케리 자사주 및 자사주 수익률



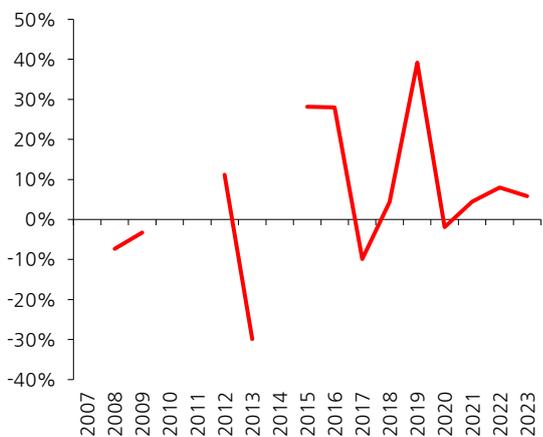
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 더블유피케리 총주주환원율 추이



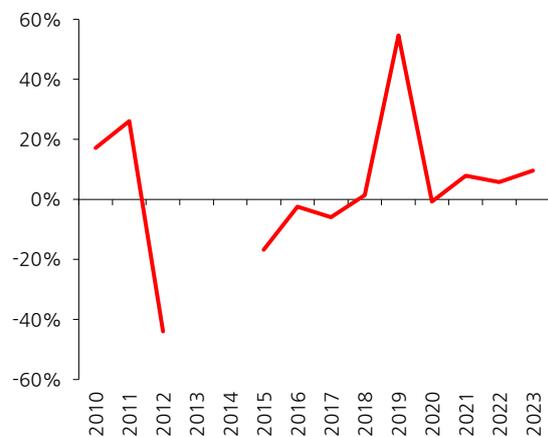
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 더블유피케리 매출 증가율



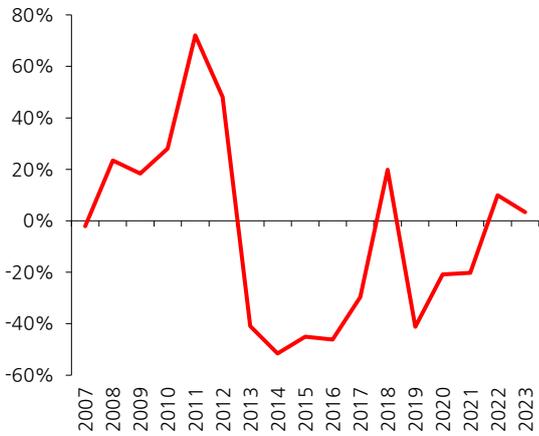
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 더블유피케리 영업이익 증가율



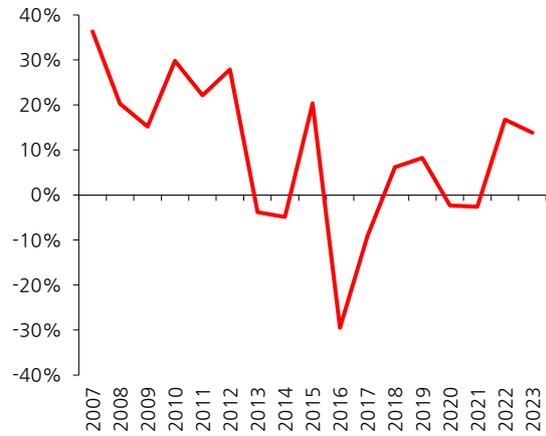
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 더블유피케리 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



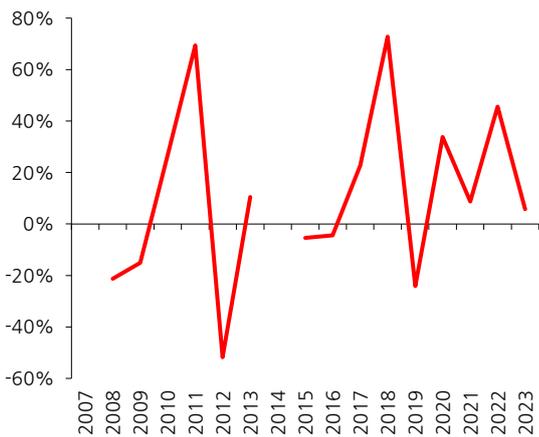
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 더블유피케리 법인세율



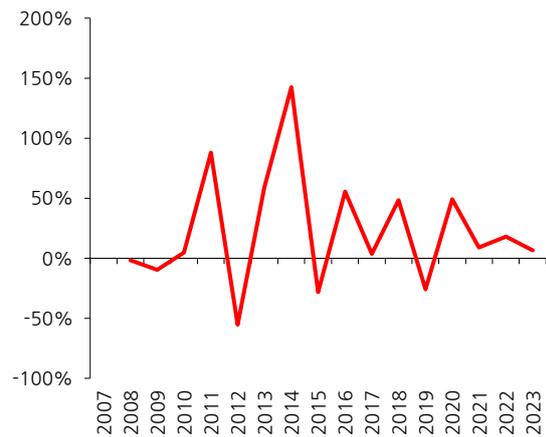
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 더블유피케리 세전이익 증가율



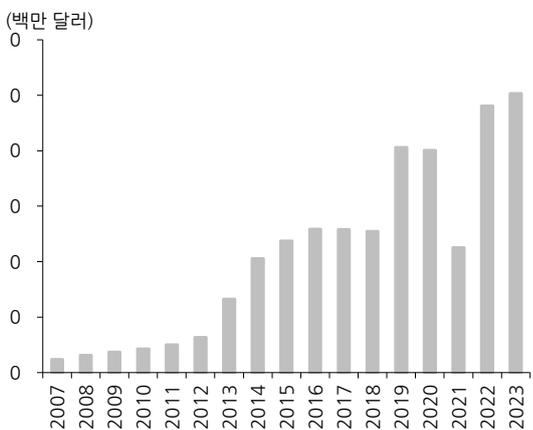
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] 더블유피케리 순이익 증가율



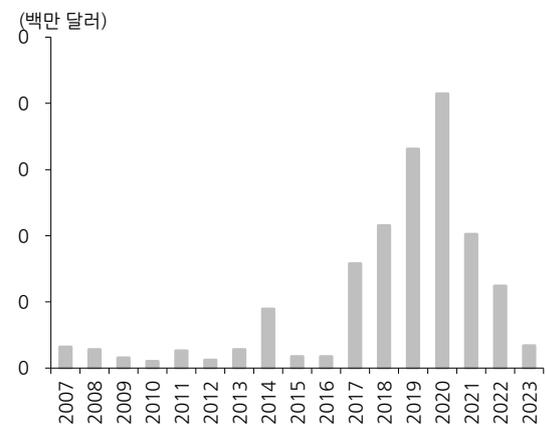
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 더블유피케리 영업활동현금흐름



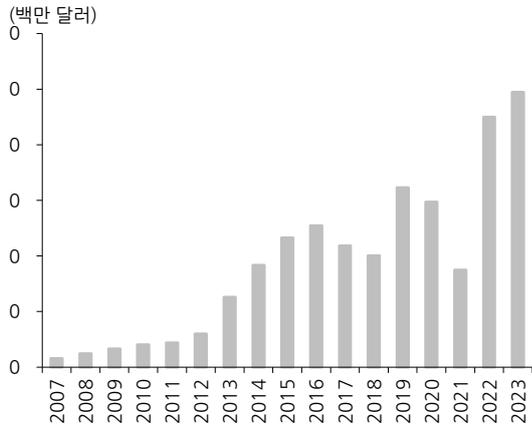
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 더블유피케리 설비투자



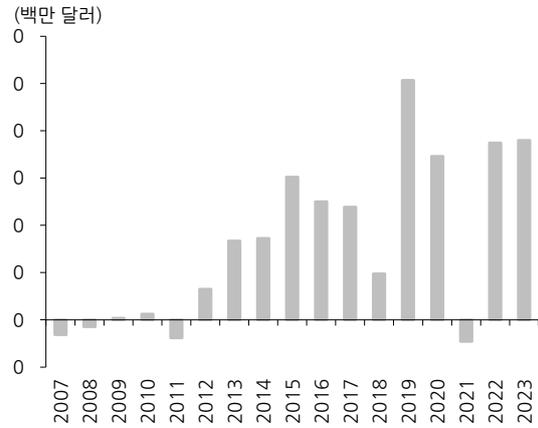
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 더블유피케리 잉여현금흐름



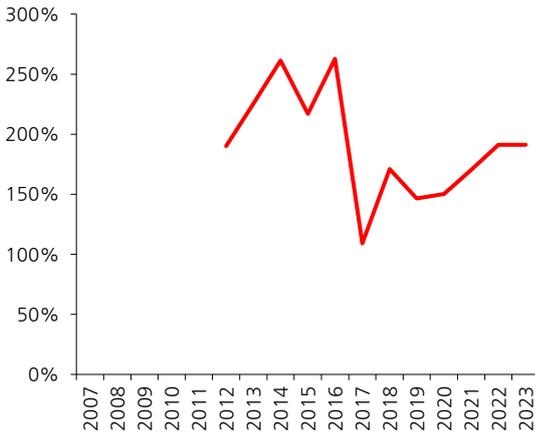
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 더블유피케리 영업활동현금흐름 - 순이익



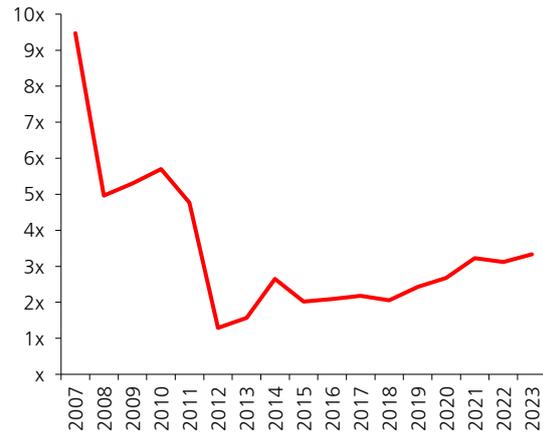
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 더블유피케리 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 더블유피케리 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] PER 및 EPS 증가율

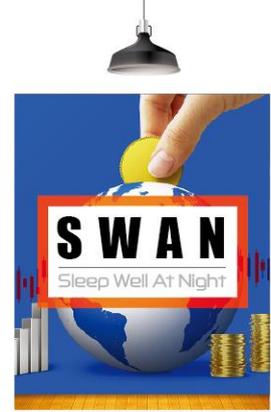


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 더블유피케리 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 157 | 155 | 162 | 218 | 196 | 249 | 249 | 239 | -207 |
| Short term receivables | 74 | 310 | 115 | 75 | 58 | 26 | 29 | 31 | 33 |
| Investments | 5,818 | 4,860 | 6,726 | 12,190 | 11,945 | 12,440 | 12,820 | 13,212 | 13,616 |
| Investment property | 5,011 | 4,801 | 6,704 | 11,929 | 11,813 | 12,344 | 12,721 | 13,110 | 13,510 |
| Net PPE | 0 | 0 | 0 | 0 | 8 | 61 | 169 | 334 | 541 |
| Other assets | 2,706 | 3,129 | 1,228 | 1,701 | 1,854 | 1,931 | 1,931 | 1,931 | 1,931 |
| Total Assets | 8,755 | 8,454 | 8,231 | 14,183 | 14,061 | 14,708 | 15,198 | 15,749 | 15,915 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 648 | 940 | 246 | 157 | 165 | 91 | 91 | 91 | 91 |
| LT debt | 3,999 | 3,623 | 4,133 | 6,447 | 6,188 | 6,954 | 6,954 | 6,454 | 5,854 |
| Other liabilities | 531 | 465 | 440 | 749 | 760 | 785 | 1,095 | 1,902 | 2,459 |
| Total liabilities | 5,178 | 5,028 | 4,819 | 7,353 | 7,113 | 7,829 | 8,139 | 8,447 | 8,404 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (0 par and additional paid in | 4,282 | 4,400 | 4,434 | 8,187 | 8,718 | 8,925 | 9,086 | 9,249 | 9,416 |
| Retained earnings | -739 | -894 | -1,052 | -1,144 | -1,557 | -1,851 | -2,077 | -2,244 | -2,447 |
| Others including treasury | 33 | -80 | 31 | -213 | -212 | -196 | 50 | 296 | 542 |
| Total equity | 3,576 | 3,426 | 3,412 | 6,830 | 6,948 | 6,878 | 7,059 | 7,302 | 7,511 |
| Equity to major shareholders | 3,427 | 3,302 | 3,192 | 6,824 | 6,942 | 6,877 | 7,057 | 7,300 | 7,509 |
| Minority | 149 | 124 | 220 | 6 | 6 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 8,755 | 8,454 | 8,231 | 14,183 | 14,061 | 14,708 | 15,198 | 15,749 | 15,915 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | 32.8 | 32.2 | 31.9 | 41.3 | 40.3 | 39.2 | 39.5 | 40.2 | 40.6 |
| Report BPS | 32.8 | 31.1 | 29.9 | 41.3 | 40.3 | 39.2 | | | |
| Number of shares (M) | 104.4 | 106.3 | 106.9 | 165.3 | 172.3 | 175.4 | 178.6 | 181.8 | 185.0 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 735 | 942 | 848 | 886 | 1,233 | 1,209 | 1,328 | 1,449 | 1,526 |
| <i>growth yoy</i> | | <i>28.0%</i> | <i>-9.9%</i> | <i>4.4%</i> | <i>39.2%</i> | <i>-1.9%</i> | <i>9.8%</i> | <i>9.1%</i> | <i>5.3%</i> |
| Real Estate | 755 | 687 | 779 | 1,173 | 1,173 | 1,178 | 1,297 | 1,418 | 1,495 |
| Investment Management | 186 | 161 | 107 | 60 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| Total square footage (K sqft) | 90,120 | 87,866 | 84,899 | 130,956 | 139,982 | 144,259 | 148,667 | 153,209 | 157,890 |
| Occupancy | 98.8% | 99.1% | 99.8% | 98.3% | 98.8% | 98.5% | 98.5% | 98.5% | 98.5% |
| Annual rent per occupied (USD) | 8,260 | 10,692 | 9,875 | 8,299 | 9,233 | 8,626 | 8,988 | 9,535 | 9,755 |
| Operating expenses | 581 | 622 | 490 | 526 | 731 | 692 | 749 | 797 | 838 |
| <i>% to sales</i> | <i>79.0%</i> | <i>66.0%</i> | <i>57.7%</i> | <i>59.4%</i> | <i>59.3%</i> | <i>57.2%</i> | <i>56.4%</i> | <i>55.0%</i> | <i>54.9%</i> |
| Depreciation and amortization | 280 | 277 | 253 | 298 | 460 | 456 | 473 | 488 | 503 |
| Other SG&A | 301 | 345 | 236 | 228 | 271 | 235 | 275 | 309 | 336 |
| Operating profit | 155 | 320 | 359 | 359 | 502 | 518 | 579 | 652 | 688 |
| <i>growth yoy</i> | | <i>106.8%</i> | <i>12.1%</i> | <i>0.2%</i> | <i>39.6%</i> | <i>3.2%</i> | <i>11.9%</i> | <i>12.5%</i> | <i>5.5%</i> |
| <i>% to sales</i> | <i>21.0%</i> | <i>34.0%</i> | <i>42.3%</i> | <i>40.6%</i> | <i>40.7%</i> | <i>42.8%</i> | <i>43.6%</i> | <i>45.0%</i> | <i>45.1%</i> |
| Net interest expense | 194 | 183 | 166 | 178 | 233 | 210 | 220 | 205 | 200 |
| <i>% to net debt</i> | <i>4.3%</i> | <i>4.1%</i> | <i>3.8%</i> | <i>3.4%</i> | <i>3.7%</i> | <i>3.2%</i> | <i>3.2%</i> | <i>3.2%</i> | <i>3.2%</i> |
| Other non operating expenses | 256 | 70 | 61 | 258 | 64 | 138 | 154 | 173 | 183 |
| <i>% to operating profit</i> | <i>165.6%</i> | <i>22.0%</i> | <i>17.1%</i> | <i>71.8%</i> | <i>12.8%</i> | <i>26.6%</i> | <i>26.6%</i> | <i>26.6%</i> | <i>26.6%</i> |
| Earnings before tax | 216 | 207 | 254 | 439 | 333 | 445 | 513 | 620 | 671 |
| <i>growth yoy</i> | | <i>-4.4%</i> | <i>22.8%</i> | <i>72.8%</i> | <i>-24.2%</i> | <i>33.8%</i> | <i>15.2%</i> | <i>20.9%</i> | <i>8.1%</i> |
| <i>% to sales</i> | <i>29.4%</i> | <i>22.0%</i> | <i>29.9%</i> | <i>49.5%</i> | <i>27.0%</i> | <i>36.8%</i> | <i>38.6%</i> | <i>42.8%</i> | <i>44.0%</i> |
| tax expense | 38 | 3 | 3 | 14 | 26 | -21 | 0 | 0 | 0 |
| <i>% to net profit</i> | <i>17.4%</i> | <i>1.6%</i> | <i>1.1%</i> | <i>3.3%</i> | <i>7.9%</i> | <i>-4.7%</i> | <i>0.0%</i> | <i>0.0%</i> | <i>0.0%</i> |
| Minority interest | 13 | 7 | 8 | 13 | 1 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| <i>% to net profit</i> | <i>7.5%</i> | <i>2.6%</i> | <i>2.8%</i> | <i>3.1%</i> | <i>0.4%</i> | <i>2.3%</i> | <i>2.1%</i> | <i>1.7%</i> | <i>1.6%</i> |
| Gain on sales of real estate, net tax | 6 | 71 | 34 | | | | | | |
| Net profit to WPC | 172 | 268 | 277 | 412 | 305 | 455 | 502 | 610 | 660 |
| <i>growth yoy</i> | | <i>55.4%</i> | <i>3.6%</i> | <i>48.4%</i> | <i>-25.8%</i> | <i>49.2%</i> | <i>10.3%</i> | <i>21.4%</i> | <i>8.3%</i> |
| <i>% to sales</i> | <i>23.4%</i> | <i>28.4%</i> | <i>32.7%</i> | <i>46.5%</i> | <i>24.8%</i> | <i>37.7%</i> | <i>37.8%</i> | <i>42.1%</i> | <i>43.3%</i> |
| Depreciation & amortization | 280 | 277 | 253 | 298 | 460 | 456 | 473 | 488 | 503 |
| Net gain on sales of real estate | -6 | -71 | -34 | -119 | -18 | -109 | -70 | -70 | -77 |
| Others | 18 | 47 | -8 | -59 | 39 | 64 | 0 | 0 | 0 |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 1.65 | 2.52 | 2.59 | 2.49 | 1.77 | 2.60 | 2.81 | 3.35 | 3.57 |
| Actual | 1.61 | 2.49 | 2.56 | 3.49 | 1.78 | 2.60 | 2.82 | 3.36 | 3.57 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | 475 | 518 | 516 | 509 | 812 | 802 | 866 | 987 | 1,053 |
| Net profit | 172 | 268 | 277 | 412 | 305 | 455 | 502 | 610 | 660 |
| Depreciation and amortization | 280 | 277 | 253 | 298 | 460 | 456 | 473 | 488 | 503 |
| Others | 22 | -26 | -15 | -201 | 47 | -110 | -110 | -110 | -110 |
| Cashflow from investment | -662 | -267 | 315 | -266 | -522 | -540 | -385 | -396 | -478 |
| Increase in net PPE | -9 | -9 | -79 | -108 | -165 | -207 | -9 | -9 | -79 |
| Net real estate investments | -656 | -256 | 302 | -263 | -348 | -334 | -377 | -389 | -401 |
| Others | 3 | -1 | 92 | 104 | -8 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Cashflow from financing | 172 | -246 | -832 | -24 | -459 | -211 | -490 | -1,038 | -1,226 |
| Repayment of interest bearing debt | 578 | 97 | -392 | 163 | -266 | 318 | 0 | -500 | -600 |
| Dividend payment | -404 | -417 | -431 | -440 | -704 | -727 | -734 | -782 | -871 |
| Net purchase of treasury stock | 1 | 85 | 23 | 286 | 523 | 200 | 246 | 246 | 246 |
| Others | -2 | -10 | -33 | -34 | -12 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 199 | 157 | 155 | 162 | 218 | 196 | 249 | 239 | -207 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 157 | 155 | 162 | 218 | 196 | 249 | 239 | -207 | -859 |
| Effect of FX | -26 | -7 | 8 | -163 | 147 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | 466 | 509 | 437 | 401 | 647 | 594 | 857 | 979 | 974 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 400 | 413 | 428 | 438 | 638 | 721 | 729 | 776 | 864 |
| Annual DPS | 3.83 | 3.93 | 4.01 | 4.09 | 4.14 | 4.17 | 4.26 | 4.75 | 4.93 |
| Implied # of shares | 104.4 | 105.2 | 106.6 | 107.1 | 154.2 | 173.0 | 176.1 | 179.3 | 182.5 |
| Check | 100.0% | 99.0% | 99.7% | 64.8% | 89.5% | 98.6% | 98.6% | 98.6% | 98.6% |
| Net share buyback | -0.5 | -84.5 | -23.1 | -286.4 | -523.3 | -199.9 | -246.1 | -246.1 | -246.1 |
| TSR/Net profit | 87.7% | 45.2% | 80.2% | 20.9% | -81.2% | 40.2% | 35.1% | 43.7% | 46.8% |
| <i>DPS/FFO</i> | <i>88.0%</i> | <i>76.8%</i> | <i>88.5%</i> | <i>90.5%</i> | <i>90.2%</i> | <i>84.1%</i> | <i>84.1%</i> | <i>84.1%</i> | <i>84.1%</i> |
| <i>Share buyback/Net profit</i> | <i>-0.3%</i> | <i>-31.6%</i> | <i>-8.3%</i> | <i>-69.6%</i> | <i>-171.4%</i> | <i>-43.9%</i> | <i>-49.0%</i> | <i>-40.4%</i> | <i>-37.3%</i> |
| TSR/Market cap | 6.5% | 5.3% | 5.5% | 3.6% | 1.4% | 4.3% | 3.8% | 4.5% | 4.9% |
| <i>DPS/stock price</i> | <i>6.5%</i> | <i>6.7%</i> | <i>5.8%</i> | <i>6.3%</i> | <i>5.2%</i> | <i>5.9%</i> | <i>5.6%</i> | <i>6.3%</i> | <i>6.7%</i> |
| <i>Share buyback/Market cap</i> | <i>0.0%</i> | <i>-1.3%</i> | <i>-0.3%</i> | <i>-2.7%</i> | <i>-3.8%</i> | <i>-1.6%</i> | <i>-1.8%</i> | <i>-1.8%</i> | <i>-1.8%</i> |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



JPMorgan Chase & Co. (JPM)

미국 최대 은행으로 **파이자 수익 비중** 높

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 175.5

| | |
|---------------------|----------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 170.5 |
| 상승여력 | ▲3.0% |
| 시가총액(백만 USD) | 503,784 |
| 발행주식수(백만 주) | 2,955,266 |
| 52 주 최고가/최저가 | 172.96 / 97.86 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 1,787.5 |

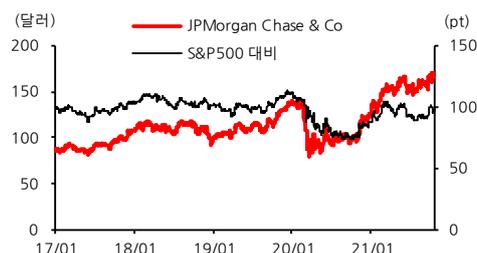
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | JPM US EQUITY |
| 산업 | 금융 |

| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 2.0 | 12.8 | 10.8 | 70.0 |
| 상대수익률(S&P500) | -4.3 | 7.2 | 0.1 | 30.2 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|--------|---------|---------|
| 영업수익 | 115,399 | 29,683 | 123,371 | 123,534 |
| 영업이익 | 44,545 | 11,511 | 58,627 | 47,933 |
| 지배주주순이익 | 34,642 | 8,593 | 44,669 | 34,556 |
| BPS | 76.0 | 87.1 | 87.1 | 91.4 |
| EPS | 10.8 | 2.9 | 14.9 | 11.9 |
| DPS | 3.4 | 1.0 | 3.8 | 4.1 |
| PER | 12.9 | 14.4 | 11.5 | 14.3 |
| PBR | 1.8 | 2.0 | 2.0 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 2.2 | 2.4 | 2.2 | 2.4 |
| 배당수익률 | 15.0 | 13.4 | 17.5 | 13.5 |
| ROE | 0.9 | 0.9 | 1.3 | 0.9 |

주가 추이



약 3.5 조 달러의 자산을 보유한 JP 모건 체이스는 세계에서 가장 큰 은행 지주회사 중 하나입니다. 투자 은행, 재무 및 증권 서비스, 자산관리, 상업은행 및 가정금융 등 다양한 서비스를 제공합니다.

10월 13일 발표된 3분기 실적 컨센서스 상회

제이피모건 (JPM)의 3분기 실적은 영업수익(Managed Revenue) 296억 달러, 주당순이익 3.74 달러로 시장 예상치 298.6억 달러/2.97 달러 대비 양호했다. 신용/체크 카드 지출이 늘어나며 대출 규모가 2% 성장하고 활성 모바일 이용 고객 수도 전년 동기 대비 10% 증가했다. 대손충당금이 20억 달러 환입되고, 대손상각비는 5억 달러에 그치면서, 컨센서스 대출 비용 5억 달러에 비해 양호했다.

순이자수익은 전년 동기 대비 0.8% 증가한 132억 달러, 비이자수익은 2.4% 늘어난 173억 달러이다. CIB 매출이 전년 동기 대비 7.4% 커졌는데 IB 매출이 44.9% 로 확대됐기 때문이다. 30억 달러의 배당금 지급, 50억 달러의 자사주 매입을 하고 있는 등 주주 환원 정책도 여전히 긍정적이다.

2021년 기존 가이드스 유지

3분기 순이자마진이 2분기에 비해 악화되지 않았고, 뱅크오브아메리카의 순이자마진은 개선됐음에도 2021년 연간순이자수익 가이드스를 525억 달러로 유지했다. 대출 태도가 적극적으로 변한 상황은 아니라고 판단된다.

올해 100억 달러 규모의 대손충당금이 환입되며 재무 건전성도 개선되고, 투자 은행 부문의 호조세로 견조한 실적이 지속되고 있다. 2020년부터 이어진 장단기금리차 확대로 순이자마진이 4분기부터 개선될 가능성이 높다.

Bloomberg 매수 61.3%, 목표주가 175.5 달러

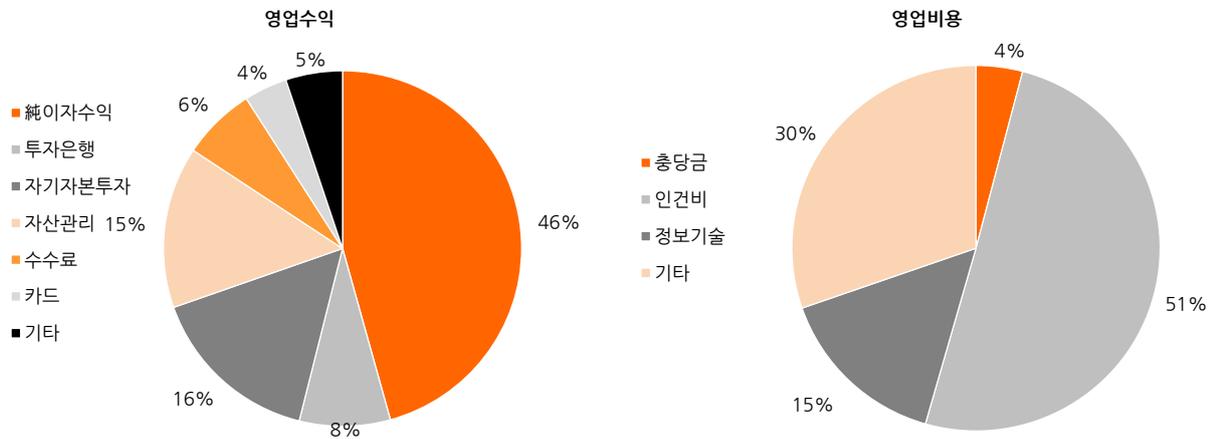
블룸버그 컨센서스 기준 총 31곳의 증권사 중 매수의견은 19개 보유 의견은 9개, 매도의견은 3개이다. 최고 목표주가는 210 달러, 최저 목표주가는 135 달러이다. 블룸버그 목표주가는 175.5 달러이며 현재주가 170.5 달러 대비 상승여력 3.0% 이다.

[표9] 제이피모건 연혁

| | |
|------|---|
| 1799 | 맨해튼에 미국 두번째 상업 은행 출점 |
| 1979 | 상업용 부동산을 취득해 개인 투자자에게 부를 분배하는 CPA 투자를 시작 |
| 1942 | 뉴욕 거래소에 상장 |
| 1955 | 미국 중소 은행들을 합병하고 첫 신용카드 발행 |
| 1973 | 러시아와 중국에 지점을 설립하며 글로벌 사업 확장 |
| 2000 | 상업은행 Chase Manhattan 과 합병해 사명을 JP Morgan Chase & Co. 로 변경 |
| 2004 | 미국 6 위 은행 Bank One 과 합병 |
| 2015 | 디지털 뱅킹 플랫폼 Chase Pay 출시 |
| 2021 | 코인베이스와 제미니 등 암호화폐 거래소에 최초로 은행 서비스 제공 시작 |

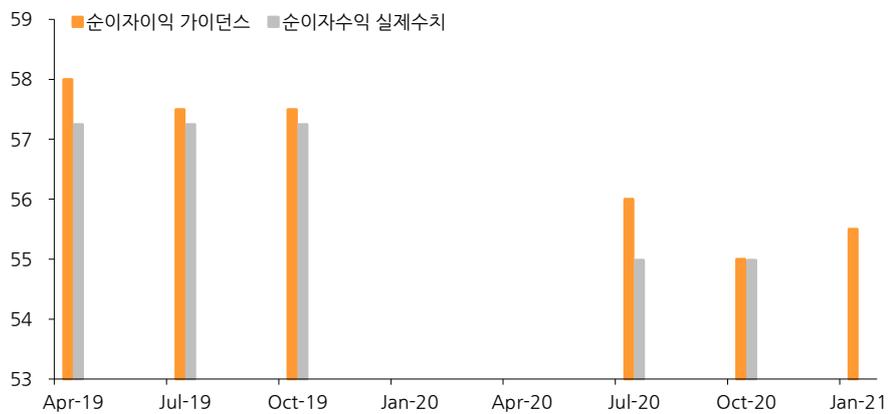
자료: 제이피모건, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 제이피모건 영업 수익 및 영업 비용 구성 (2021 년 기준)



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 제이피모건 가이드نس 대비 실적



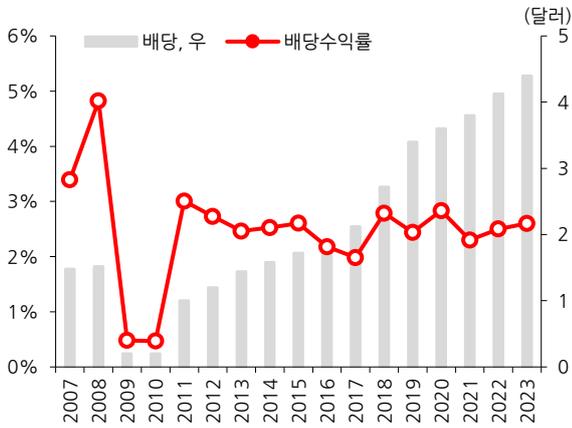
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 제이피모건 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|----------------------|--|
| James 'Jamie' Dimon | Chairman/CEO |
| Daniel Eduardo Pinto | Co-President/Co-COO/Corp & Invsmt Bank |
| Gordon A Smith | Co-President/Co-COO/Consumer 담당자 |
| Jeremy Barnum | CFO |
| Ashley Bacon | CRO |
| Lori A Beer | CIO |
| Peter L Scher | Mid-Atlantic Region |
| Carlos M Hernandez | Investment & Corporate Banking |

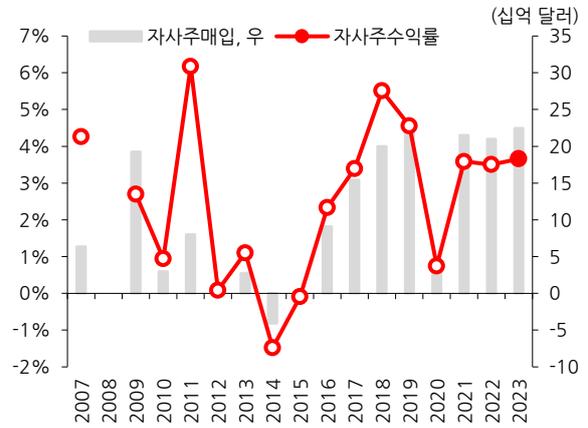
자료: JPMorgan, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 제이피모건 배당 및 배당수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

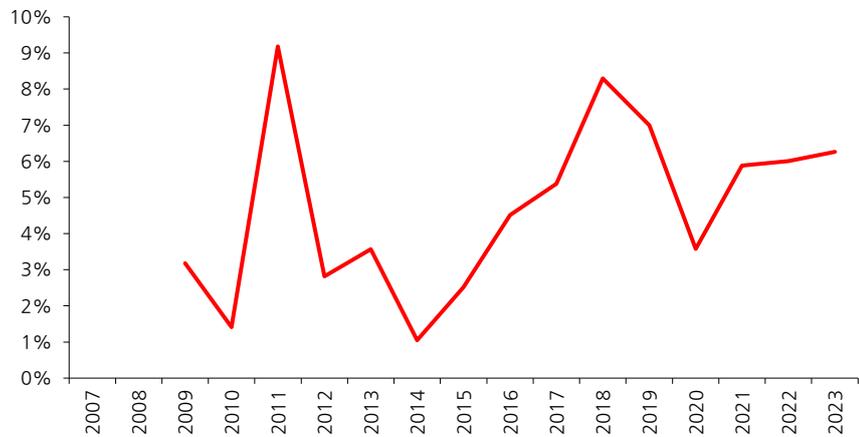
[그림96] 제이피모건 자사주 및 자사주 수익률



주: 2008년은 금융 위기로 인한 440억 달러 이상 규모의 증자 시행

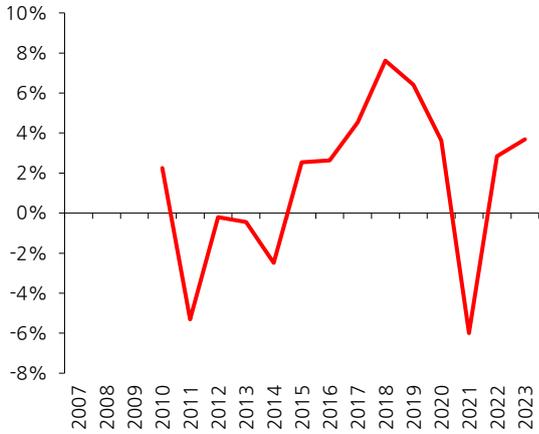
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 제이피모건 총주주환원율 추이



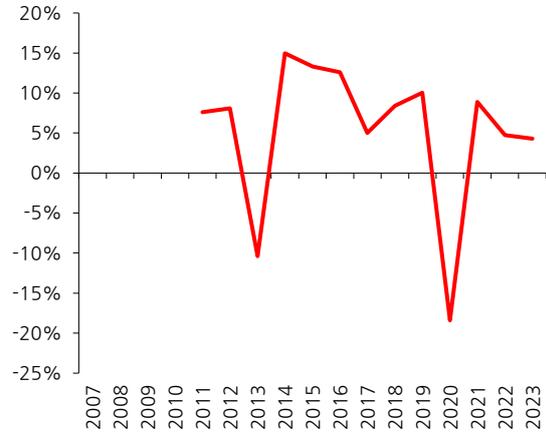
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 제이피모건 매출 증가율



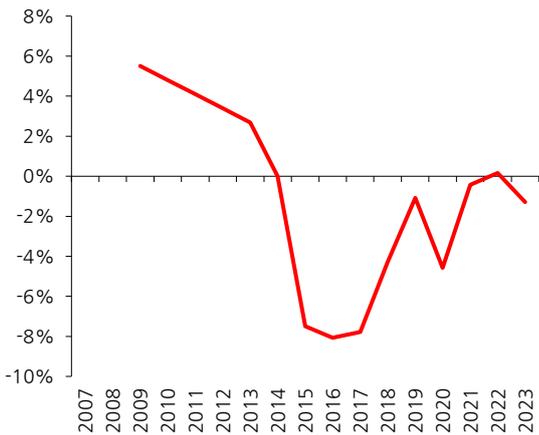
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 제이피모건 영업이익 증가율



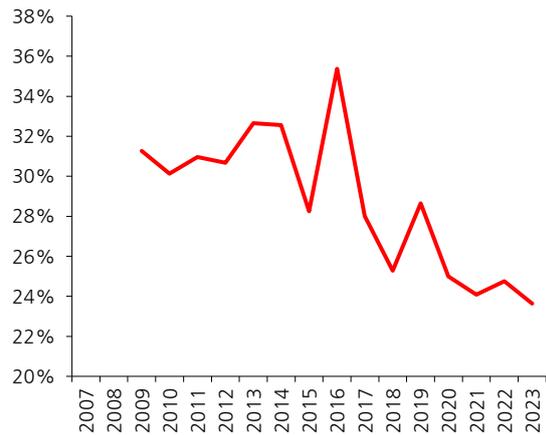
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 제이피모건 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



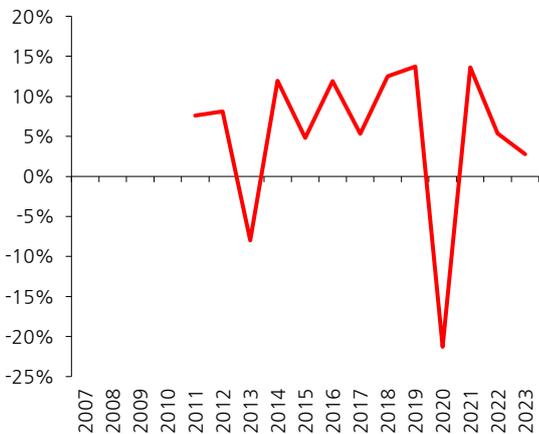
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] 제이피모건 법인세율



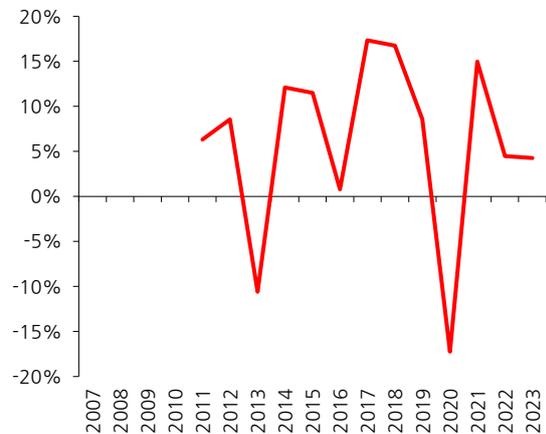
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 제이피모건 세전이익 증가율



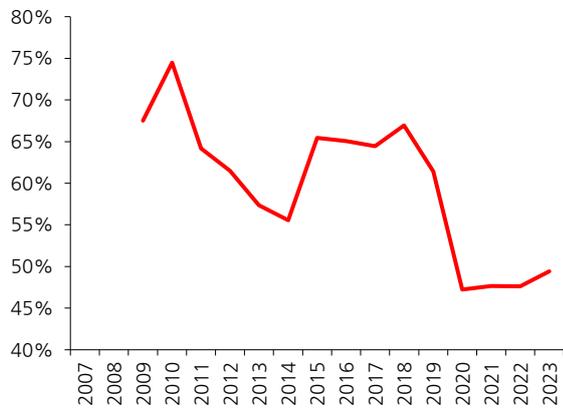
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 제이피모건 순이익 증가율



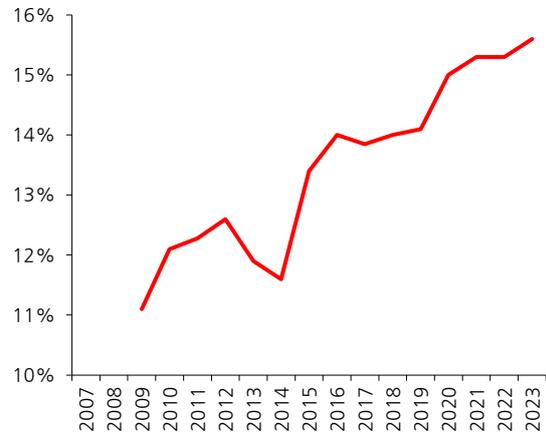
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 제이피모건 예금 대비 대출 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 제이피모건 보통주 자본 비율



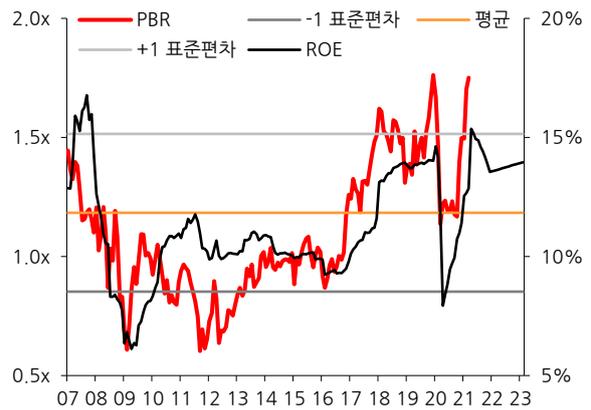
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] PBR 및 ROE



자료: 제이피모건, Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림107] PER 및 EPS 증가율

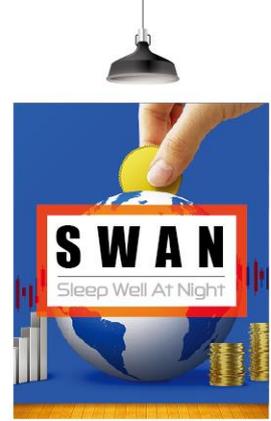


자료: 제이피모건, Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림 108] 제이피모건 재무제표

| (\$ in billions, except per share data) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and due from banks | 20.5 | 23.9 | 25.8 | 22.3 | 67.0 | 24.9 | 44.1 | 44.1 | 46.8 |
| Investment securities | 1,289.5 | 1,357.6 | 1,343.0 | 1,377.6 | 1,402.6 | 2,052.8 | 1,928.6 | 1,845.8 | 1,804.4 |
| Net loans | 823.7 | 881.0 | 917.1 | 959.1 | 946.6 | 984.5 | 1,029.9 | 1,079.6 | 1,109.6 |
| Interest Receivables | 46.6 | 52.3 | 67.7 | 73.2 | 72.9 | 90.5 | 90.5 | 90.5 | 90.5 |
| Other assets | 176.9 | 184.0 | 165.8 | 175.4 | 164.3 | 206.3 | 176.3 | 126.3 | 96.3 |
| Total Assets | 2,371.6 | 2,513.0 | 2,533.6 | 2,622.5 | 2,687.4 | 3,386.1 | 3,296.4 | 3,213.3 | 3,174.6 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| Total deposits | 1,279.7 | 1,375.2 | 1,444.0 | 1,470.7 | 1,562.4 | 2,144.3 | 2,014.5 | 1,928.0 | 1,884.8 |
| Total debt | 519.9 | 534.4 | 520.9 | 553.9 | 542.4 | 559.7 | 559.7 | 559.7 | 559.7 |
| Other liabilities | 324.4 | 349.2 | 313.0 | 341.5 | 321.2 | 402.8 | 434.7 | 434.9 | 438.7 |
| Total Liabilities | 2,124.0 | 2,258.8 | 2,277.9 | 2,366.0 | 2,426.0 | 3,106.7 | 3,008.9 | 2,922.6 | 2,883.2 |
| Total Shareholders' Equity | 247.6 | 254.2 | 255.7 | 256.5 | 261.3 | 279.4 | 287.5 | 290.7 | 291.4 |
| Total Liabilities and Shareholders' Eq | 2,371.6 | 2,513.0 | 2,533.6 | 2,622.5 | 2,687.4 | 3,386.1 | 3,296.4 | 3,213.3 | 3,174.6 |
| Balance Check | 0.0 |
| Number of shares (M) | 3,664 | 3,561 | 3,425 | 3,276 | 3,084 | 3,048 | 2,948 | 2,827 | 2,689 |
| % reduction | | -2.8% | -3.8% | -4.4% | -5.9% | -1.2% | -3.3% | -4.1% | -4.9% |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Interest Income | | | | | | | | | |
| Total interest income | 51.0 | 55.9 | 64.4 | 77.4 | 84.0 | 64.5 | 59.8 | 73.4 | 80.2 |
| Total interest expense | 7.5 | 9.8 | 14.3 | 22.4 | 26.8 | 10.0 | 5.7 | 14.3 | 17.6 |
| Net Interest Income | 43.5 | 46.1 | 50.1 | 55.1 | 57.2 | 54.6 | 54.2 | 59.1 | 62.6 |
| Provision for credit losses | 3.8 | 5.4 | 5.3 | 4.9 | 5.6 | 20.4 | 3.1 | 6.4 | 5.6 |
| Non-Interest Income | | | | | | | | | |
| IB | 6.8 | 6.4 | 7.2 | 7.6 | 7.5 | 9.5 | 10.7 | 11.0 | 11.3 |
| PI | 10.4 | 11.6 | 11.3 | 12.1 | 14.0 | 18.0 | 20.6 | 21.2 | 21.7 |
| AM | 15.5 | 14.6 | 15.4 | 17.1 | 17.2 | 18.5 | 19.2 | 19.8 | 20.2 |
| Banking fees | 8.2 | 8.3 | 7.6 | 7.3 | 8.4 | 8.4 | 8.7 | 9.0 | 9.2 |
| Card | 5.9 | 4.8 | 4.4 | 5.0 | 5.3 | 4.6 | 5.1 | 5.2 | 5.4 |
| Others | 3.2 | 3.9 | 3.5 | 4.9 | 6.0 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 |
| Total non-interest income | 50.0 | 49.6 | 49.5 | 54.0 | 58.4 | 65.7 | 71.1 | 72.9 | 74.4 |
| Non-Interest Expense | | | | | | | | | |
| Compensation | 29.8 | 30.0 | 31.0 | 33.1 | 34.2 | 35.0 | 37.6 | 39.3 | 40.6 |
| Technology | 6.2 | 6.8 | 7.7 | 8.8 | 9.8 | 10.3 | 11.4 | 12.7 | 13.8 |
| Others | 23.1 | 18.9 | 19.7 | 21.5 | 21.5 | 20.6 | 22.7 | 24.2 | 25.4 |
| Total non-interest expense | 59.0 | 55.8 | 58.4 | 63.4 | 65.5 | 65.9 | 71.7 | 76.2 | 79.7 |
| Income Before Income Taxes | | | | | | | | | |
| Income tax expense | 6.3 | 9.8 | 11.5 | 8.3 | 8.1 | 6.3 | 11.9 | 11.6 | 12.1 |
| Income tax rate | 20.4% | 28.4% | 31.9% | 20.3% | 18.2% | 18.5% | 23.5% | 23.5% | 23.5% |
| Dividends on preferred stock and acc | 1.5 | 0.0 | 0.0 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| Net Income Available to Common Stock | 22.9 | 24.7 | 24.5 | 30.9 | 34.8 | 26.1 | 37.1 | 36.3 | 37.9 |
| Earnings Per Common Share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 6.3 | 6.9 | 7.1 | 9.4 | 11.3 | 8.6 | 12.6 | 12.8 | 14.1 |
| Actual | 6.0 | 6.2 | 6.3 | 9.0 | 10.7 | 8.6 | 12.6 | 12.8 | 14.1 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend | 7.9 | 8.5 | 9.0 | 10.1 | 12.3 | 12.6 | 12.9 | 13.1 | 13.2 |
| Annual DPS | 1.7 | 1.9 | 2.1 | 2.7 | 3.4 | 3.6 | 3.8 | 4.0 | 4.3 |
| Net share buyback | 5.6 | 9.1 | 15.1 | 19.5 | 24.1 | 6.4 | 16.0 | 20.0 | 24.0 |
| TSR/Net profit | 53.2% | 67.1% | 95.3% | 93.4% | 100.9% | 66.6% | 73.4% | 86.5% | 93.7% |
| DPS/EPS | 28.7% | 30.4% | 33.6% | 30.2% | 31.7% | 42.1% | 30.3% | 31.4% | 30.3% |
| Share buyback/Net profit | 24.5% | 36.7% | 61.8% | 63.1% | 69.2% | 24.5% | 43.1% | 55.1% | 63.3% |
| TSR/Market cap | 4.9% | 5.1% | 6.1% | 8.9% | 8.0% | 4.5% | 5.6% | 6.4% | 7.3% |
| DPS/Stock price | 2.6% | 2.2% | 2.0% | 2.8% | 2.4% | 2.8% | 2.3% | 2.3% | 2.3% |
| Share buyback/Market cap | 2.3% | 3.0% | 4.1% | 6.1% | 5.6% | 1.7% | 3.3% | 4.1% | 4.9% |
| CAPITAL REQUIREMENTS | | | | | | | | | |
| Capital Adequacy | | | | | | | | | |
| Total stockholders' equity | 247.6 | 254.2 | 255.7 | 256.5 | 261.3 | 279.4 | 287.5 | 290.7 | 291.4 |
| Total capital | 220.2 | 226.5 | 227.5 | 227.4 | 232.1 | 257.2 | 257.7 | 261.0 | 262.4 |
| Total capital ratio | 14.7% | 15.2% | 15.7% | 16.0% | 16.6% | 17.3% | 14.9% | 15.7% | 16.1% |
| Tier 1 Capital | 199.0 | 207.5 | 208.6 | 209.1 | 214.4 | 234.8 | 236.6 | 239.7 | 241.0 |
| Tier 1 capital ratio | 13.3% | 14.0% | 14.4% | 14.7% | 15.3% | 15.8% | 13.7% | 14.4% | 14.8% |

자료: 제이피모건, Factset, 한화투자증권 리서치센터



AT&T Inc. (T)

미국 최대의 통신사

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 31.0

| | |
|---------------------|---------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 25.2 |
| 상승여력 | ▲23.0% |
| 시가총액(백만 USD) | 180,142 |
| 발행주식수(백만 주) | 7,140,000 |
| 52 주 최고가/최저가 | 33.88 / 25.01 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 975.1 |

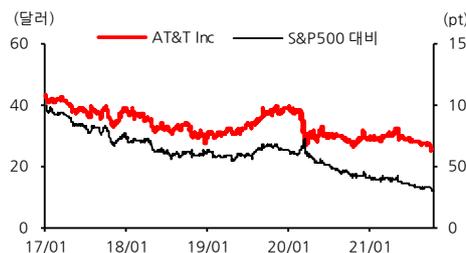
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | T US EQUITY |
| 산업 | 커뮤니케이션 |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -7.1 | -10.2 | -19.7 | -7.7 |
| 상대수익률(S&P500) | -13.4 | -15.8 | -30.4 | -47.6 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 181,193 | 40,754 | 167,101 | 156,554 |
| 영업이익 | 27,955 | 7,844 | 30,536 | 31,891 |
| EBITDA | 61,856 | 12,651 | 52,263 | 51,075 |
| 지배주주순이익 | 13,903 | 5,300 | 23,624 | 22,100 |
| EPS | 1.9 | 0.8 | 3.3 | 3.2 |
| 순차입금 | 176,272 | 156,382 | 157,302 | 136,601 |
| PER | 17.4 | 8.1 | 7.6 | 8.0 |
| PBR | 1.5 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 7.0 | 6.8 | 7.0 |
| 배당수익률 | 8.2 | 8.0 | 8.3 | 7.7 |
| ROE | 11.9 | 11.9 | 13.5 | 12.6 |

주가 추이



AT&T는 전 세계적으로 통신, 미디어 및 기술 서비스를 제공하는 선두 업체입니다. 1억 8천 2백만 명 이상의 유무선 사업자를 보유하고 있는 미국 최대의 유무선 사업자 중 하나입니다. U 버스 브랜드를 통해 디지털 TV, 음성, 인터넷 서비스를 제공하고 DIRECTV를 통해 위성 유료 TV를 송출합니다. 워너미디어를 인수하며 OTT 미디어 사업부에도 진출하고 있습니다.

10월 21일 발표된 3분기 실적 컨센서스 수준

에이티앤티(T)의 3분기 실적은 매출 399.2억 달러, 주당순이익 0.87 달러로 외형은 시장 예상치 404.9억 달러를 소폭 하회했고, 주당순이익은 컨센서스 0.80 달러를 8.7% 상회했다.

미국 비디오 사업부 분리와 유선 부문 매출 감소로 외형은 전년 동기 대비 5.7% 감소했다. 이동사업부와 워너미디어 수익이 각각 7%, 14.2% 증가하며 일부 매출 위축이 상쇄됐다. 후불 가입자 순증가수는 93만명으로 컨센서스의 2배 이상을 달성했다. 3분기 배당액은 38억 달러로 잉여현금흐름 51억 달러의 75%를 배당으로 사용했다.

HBO max 의 구독자가 전년 대비 710만 명 증가하며 호조를 보였다. 워너미디어를 분사해 디스커버리와 합병하는 과정이 2022년 하반기에 마무리된다는 점을 시장에서는 긍정적으로 평가할 가능성이 있다.

2021년 가이던스 예상치 상황

연간 가이던스로 EPS 성장률 +1~5%, OTT 구독자 7,000~7,300만 명을 제시했다. 잉여현금흐름은 260억 달러, 2021년 분기 배당은 0.52 달러를 유지하기로 했다. 향후에도 동일한 배당 성향이 예상된다.

Bloomberg 매수 34.4%, 목표주가 31 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 32곳의 증권사 중 매수의견은 11개 보유 의견은 17개, 매도의견은 4개이다. 최고 목표주가는 43 달러, 최저 목표주가는 22.5 달러이다. 블룸버그 목표주가는 31 달러이며 현재주가 25.2 달러 대비 상승여력 23.0%이다.

[표11] 에이티앤티 연혁

| | |
|------|---|
| 1876 | Alexander Graham Bell 이 전화기를 발명하며 AT&T의 시초 탄생 |
| 1918 | 통신 사업의 국유화로 독점적 점유율 유지 |
| 1962 | 최초로 통신 위성 기술 개발 시작 |
| 1994 | 미국 최대 이동통신 사업자 McCaw Cellular 를 인수하고 이동통신 사업 시작 |
| 2001 | AT&T Wireless 서비스 사업부문 분사, 광대역 인터넷 서비스 집중 |
| 2005 | 전화 장비 제작사 SBC 와의 통합, 사명을 AT&T Inc. 로 변경 |
| 2014 | AT&T Fiber 의 기가 인터넷 서비스 출시해 미국 84 개 도시에서 이용 가능 |
| 2018 | 타임워너 인수 합병 완료. 미 정부의 반독점법 소송 승소 |
| 2021 | 워너미디어' 를 분사해 디스커버리와 합작 법인 설립. 2022 년 마무리 |

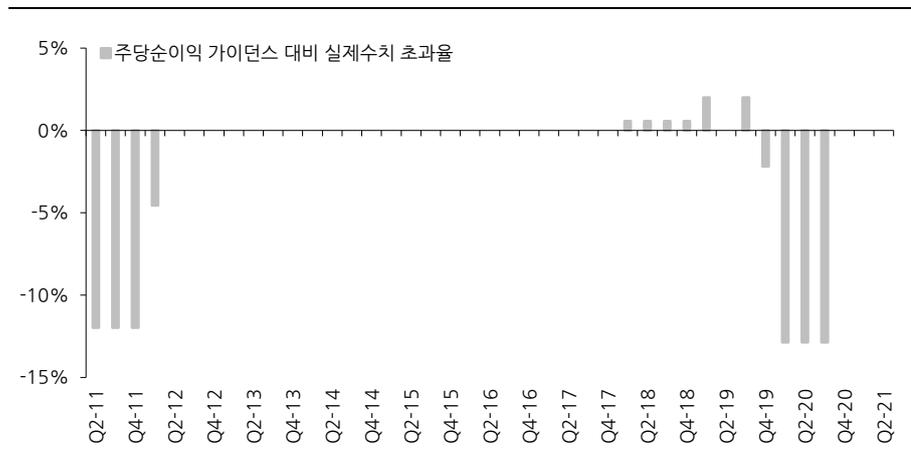
자료: 에이티앤티, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 에이티앤티 주요 제품



자료: 에이티앤티, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 에이티앤티 가이던스 대비 실적



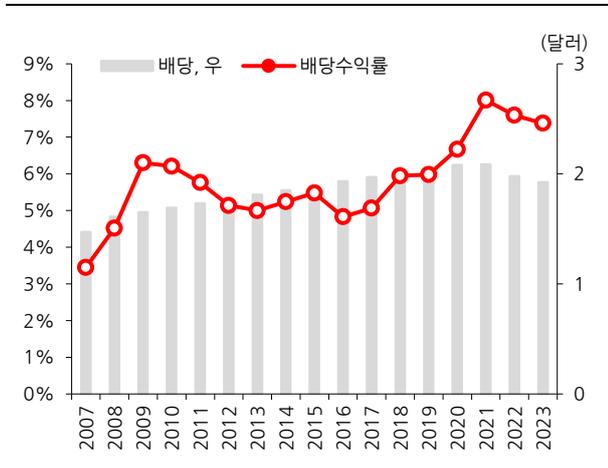
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 에이티앤티 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|---------------------|--------------------------------|
| John T Stankey | President/CEO |
| Andre Fuetsch | CTO |
| Jason Kilar | WarnerMedia CEO |
| Lori M Lee | Latin America & Global 마케팅 CEO |
| Jeffery S McElfresh | Communications 부문 CEO |
| Bill Morrow | US Video 부문 CEO |
| Pascal Desroches | CFO |
| David S Huntley | CCO |

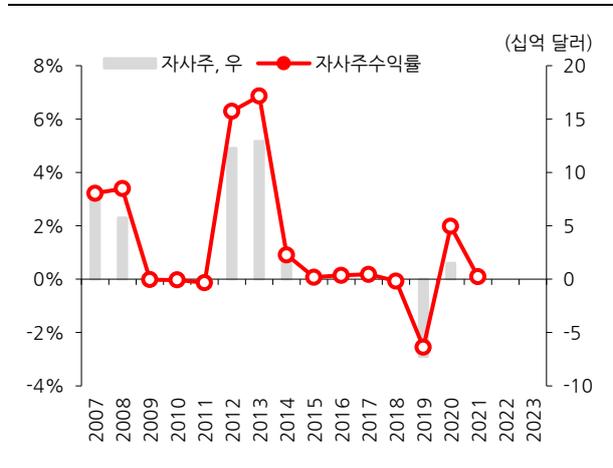
자료: 에이티앤티, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 에이티앤티 배당 및 배당수익률



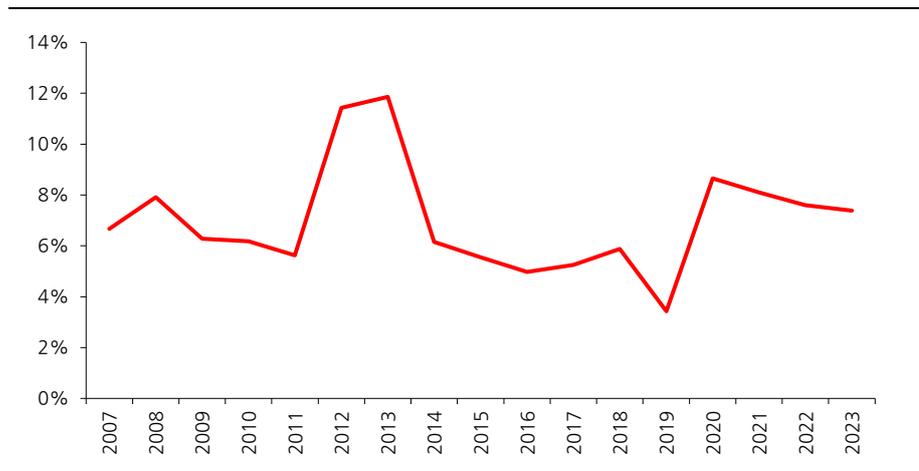
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림112] 에이티앤티 자사주 및 자사주 수익률



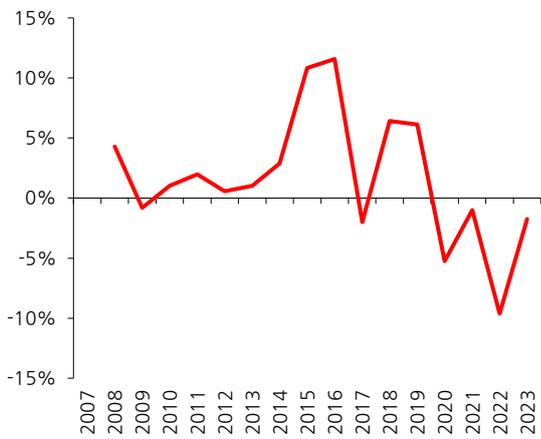
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 에이티앤티 총주주환원율 추이



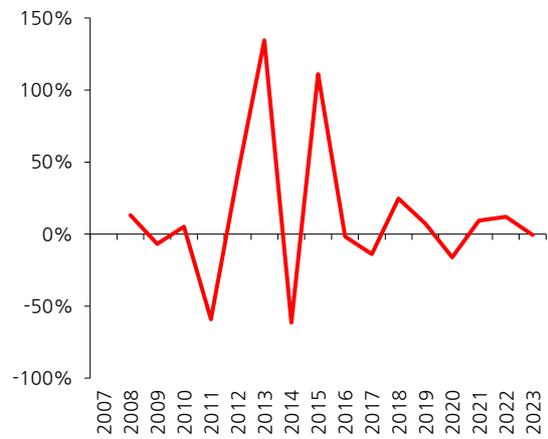
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 에이티앤티 매출 증가율



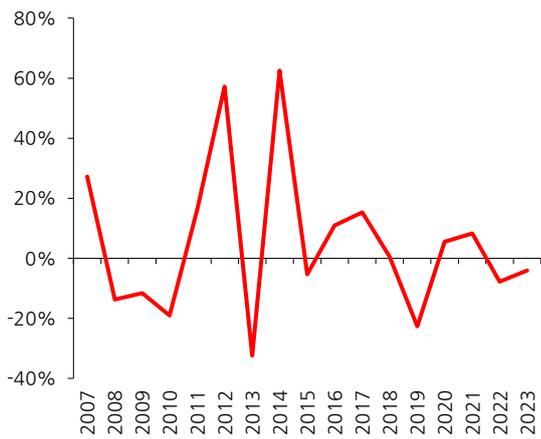
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 에이티앤티 영업이익 증가율



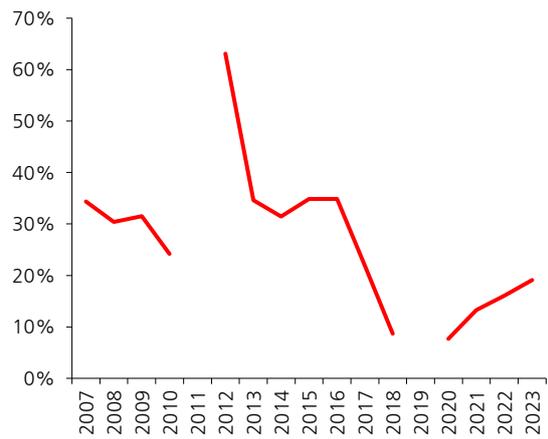
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 에이티앤티 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



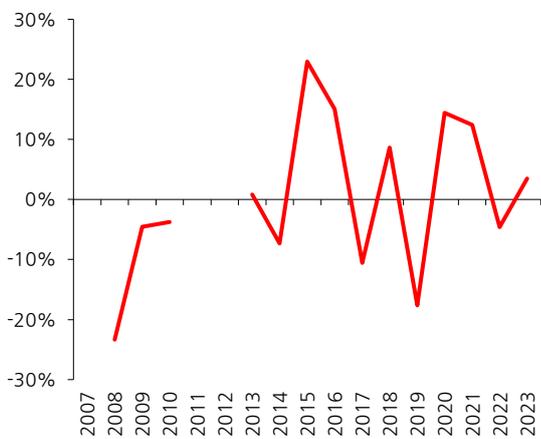
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 에이티앤티 법인세율



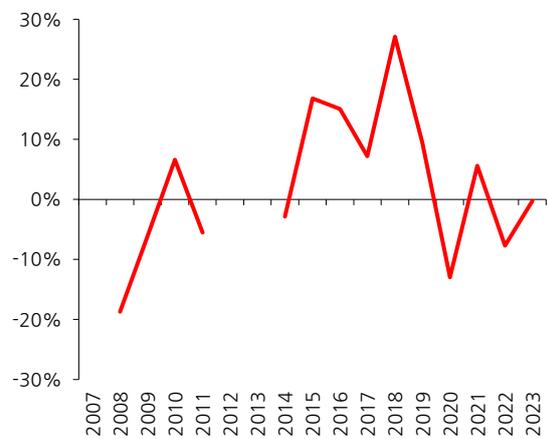
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 에이티앤티 세전이익 증가율



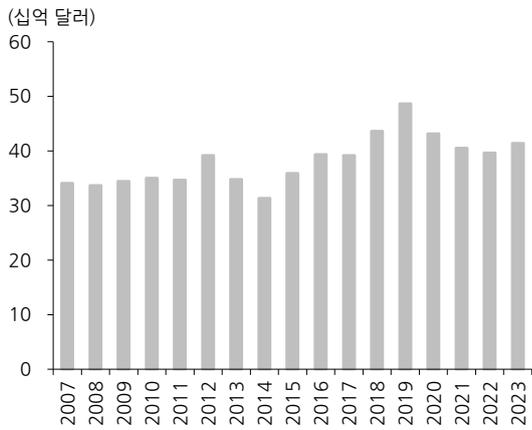
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 에이티앤티 순이익 증가율



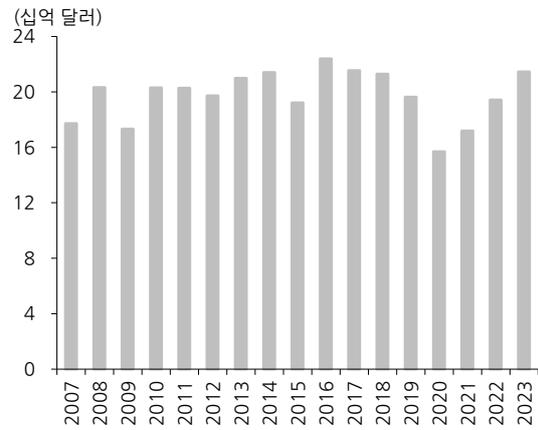
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 에이티앤티 영업활동현금흐름



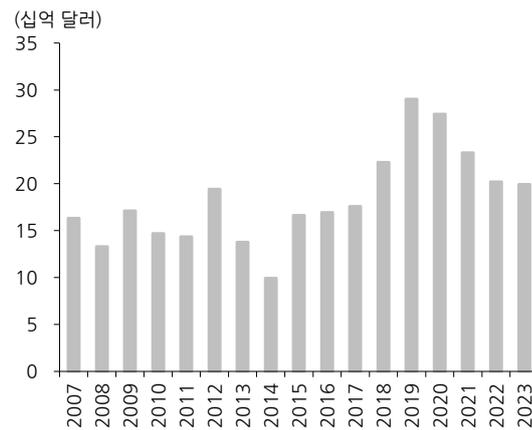
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 에이티앤티 설비투자



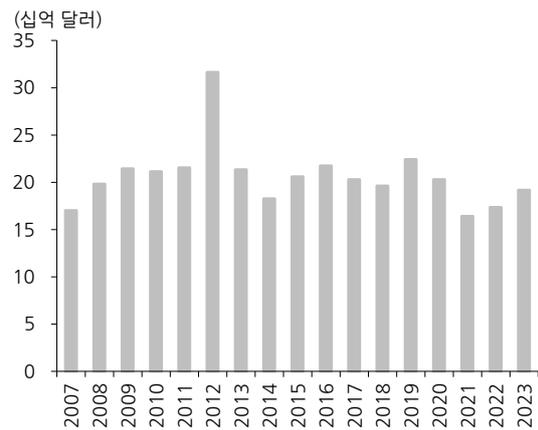
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림122] 에이티앤티 잉여현금흐름



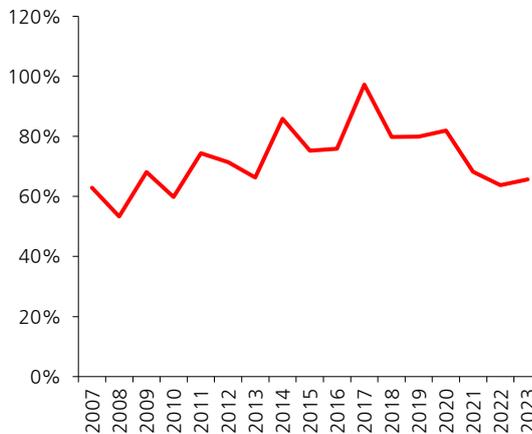
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 에이티앤티 영업활동현금흐름 - 순이익



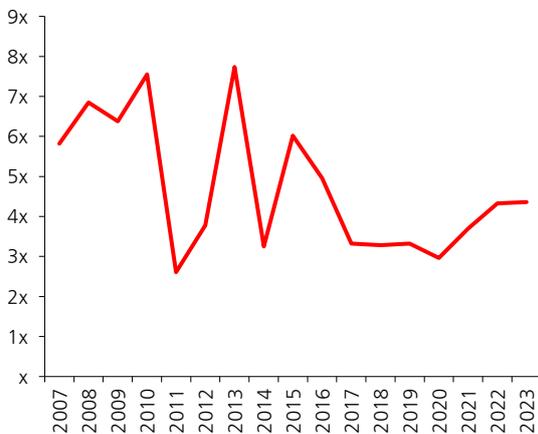
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림124] 에이티앤티 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림125] 에이티앤티 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림126] PER 및 EPS 증가율

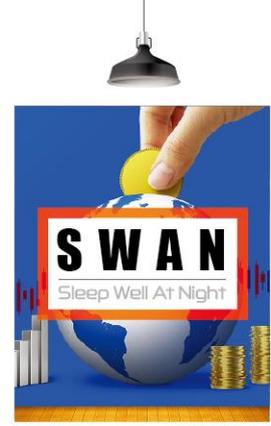


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림 127] 에이티앤티 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 5,121 | 5,788 | 50,498 | 5,204 | 12,130 | 9,740 | 9,232 | 9,278 | 9,503 |
| Short term financial investments | 496 | 245 | 1 | 8 | 54 | 29 | 29 | 29 | 29 |
| Accounts Receivable | 16,532 | 16,794 | 16,522 | 26,472 | 22,703 | 20,215 | 20,861 | 20,997 | 21,183 |
| Inventories | 4,033 | 2,039 | 2,225 | 2,771 | 2,864 | 3,592 | 3,707 | 3,731 | 3,764 |
| Other current assets | 9,810 | 13,503 | 9,900 | 16,972 | 17,077 | 18,432 | 18,432 | 18,432 | 18,432 |
| Total current assets | 35,992 | 38,369 | 79,146 | 51,427 | 54,828 | 52,008 | 52,260 | 52,466 | 52,911 |
| Net PPE | 124,450 | 124,899 | 125,222 | 131,473 | 154,167 | 152,029 | 143,893 | 137,042 | 131,273 |
| Investments | 3,939 | 3,510 | 5,013 | 8,723 | 6,220 | 5,593 | 5,593 | 5,593 | 5,593 |
| Intangibles incl. goodwill | 225,278 | 222,067 | 219,725 | 285,302 | 282,546 | 263,082 | 264,912 | 266,742 | 268,572 |
| Other non current assets | 13,013 | 14,976 | 14,991 | 54,939 | 53,908 | 53,049 | 53,049 | 53,049 | 53,049 |
| Total non current assets | 366,680 | 365,452 | 364,951 | 480,437 | 496,841 | 473,753 | 467,447 | 462,426 | 458,487 |
| Total Assets | 402,672 | 403,821 | 444,097 | 531,864 | 551,669 | 525,761 | 519,707 | 514,892 | 511,398 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 7,636 | 9,832 | 38,374 | 10,255 | 15,289 | 7,007 | 7,007 | 7,007 | 7,007 |
| Accounts payable | 21,047 | 22,027 | 24,439 | 27,018 | 26,189 | 28,299 | 27,459 | 27,639 | 27,884 |
| Income tax payable | 2,176 | 2,079 | 1,262 | 1,179 | 1,212 | 1,019 | 1,019 | 1,019 | 1,019 |
| Other current payables | 16,957 | 16,638 | 17,314 | 25,968 | 26,221 | 27,113 | 27,113 | 27,113 | 27,113 |
| Total current liabilities | 47,816 | 50,576 | 81,389 | 64,420 | 68,911 | 63,438 | 62,598 | 62,778 | 63,023 |
| LT debt | 118,515 | 113,681 | 125,972 | 166,250 | 173,113 | 175,977 | 168,977 | 161,977 | 155,977 |
| Provision for risks and charges | 34,262 | 33,578 | 31,775 | 19,218 | 18,788 | 18,276 | 18,276 | 18,276 | 18,276 |
| Deferred tax liabilities | 56,181 | 60,128 | 43,207 | 57,589 | 59,502 | 60,472 | 60,472 | 60,472 | 60,472 |
| Other non current liabilities | 22,258 | 21,748 | 19,747 | 30,233 | 29,421 | 28,358 | 23,283 | 18,207 | 13,132 |
| Total non current liabilities | 231,216 | 229,135 | 220,701 | 273,560 | 280,824 | 283,083 | 271,008 | 258,932 | 247,857 |
| Total liabilities | 279,032 | 279,711 | 302,090 | 337,980 | 349,735 | 346,521 | 333,606 | 321,710 | 310,879 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (par) | 6,495 | 6,495 | 6,495 | 7,621 | 7,621 | 7,621 | 7,621 | 7,621 | 7,621 |
| Capital Surplus | 89,763 | 89,604 | 89,563 | 125,525 | 126,279 | 130,175 | 130,175 | 130,175 | 130,175 |
| Retained earnings | 33,671 | 34,734 | 50,500 | 58,753 | 57,936 | 37,457 | 44,318 | 51,399 | 58,735 |
| Others including treasury | -6,289.0 | -6,723.0 | -4,551.0 | 1,985 | 10,998 | 3,987 | 3,987 | 3,987 | 3,987 |
| Total equity | 123,640 | 124,110 | 142,007 | 193,884 | 201,934 | 179,240 | 186,101 | 193,182 | 200,518 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 402,672 | 403,821 | 444,097 | 531,864 | 551,669 | 525,761 | 519,707 | 514,892 | 511,398 |
| Balance Check | 0.0 |
| Implied BPS | 20.0 | 20.2 | 23.1 | 26.6 | 27.8 | 25.2 | 26.1 | 27.1 | 28.1 |
| Number of shares (M) | 6,144.9 | 6,139.0 | 6,139.4 | 7,281.6 | 7,254.6 | 7,125.9 | 7,125.9 | 7,125.9 | 7,125.9 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 146,801 | 163,800 | 160,500 | 170,805 | 181,265 | 171,760 | 177,247 | 178,403 | 179,985 |
| growth yoy | 11.6% | 11.8% | -2.0% | 6.4% | 6.1% | -5.2% | 3.2% | 0.7% | 0.9% |
| # of subscribers (thousands) | 144,420 | 150,469 | 157,287 | 168,706 | 181,279 | 197,938 | 201,423 | 208,790 | 213,552 |
| Wireless | 128,640 | 134,859 | 141,567 | 153,006 | 165,889 | 182,558 | 186,121 | 193,566 | 198,405 |
| Broadband | 15,780 | 15,610 | 15,720 | 15,700 | 15,390 | 15,380 | 15,302 | 15,224 | 15,147 |
| ARPU per month | 84.71 | 92.58 | 86.92 | 87.33 | 86.32 | 75.49 | 73.97 | 72.48 | 71.03 |
| Cost of good sold | 67,208 | 95,252 | 77,333 | 79,468 | 84,213 | 58,237 | 71,222 | 71,686 | 72,322 |
| % to sales | 45.8% | 58.2% | 48.2% | 46.5% | 46.5% | 33.9% | 40.2% | 40.2% | 40.2% |
| Gross profit | 79,593 | 68,549 | 83,167 | 91,337 | 97,052 | 113,523 | 106,025 | 106,717 | 107,663 |
| growth yoy | -13.9% | 22.4% | 21.3% | 9.8% | 6.3% | 17.0% | -6.6% | 0.7% | 0.9% |
| SG&A | 52,024 | 36,711 | 56,039 | 56,152 | 58,479 | 79,467 | 69,594 | 70,048 | 70,669 |
| % to sales | 35.4% | 22.4% | 34.9% | 32.9% | 32.3% | 46.3% | 39.3% | 39.3% | 39.3% |
| Operating profit | 27,569 | 31,838 | 27,128 | 35,185 | 38,574 | 34,056 | 36,431 | 36,669 | 36,994 |
| growth yoy | 15.5% | -14.8% | 29.7% | 9.6% | -11.7% | 7.0% | 0.7% | 0.9% | 0.9% |
| % to sales | 18.8% | 19.4% | 16.9% | 20.6% | 21.3% | 19.8% | 20.6% | 20.6% | 20.6% |
| Net interest expense | 4,120 | 4,910 | 6,300 | 7,957 | 8,422 | 7,925 | 7,628 | 7,306 | 7,021 |
| % to net debt | 3.4% | 4.2% | 5.5% | 4.6% | 4.8% | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 4.6% |
| Net debt | 121,030 | 117,725 | 113,848 | 171,301 | 176,272 | 173,244 | 166,752 | 159,706 | 153,481 |
| Other non operating expenses | 27 | 85 | 3,322 | -982 | -8,527 | -1,389 | -1,485 | -1,495 | -1,508 |
| % to operating profit | 0.1% | 0.3% | 12.3% | -2.8% | -22.1% | -4.1% | -4.1% | -4.1% | -4.1% |
| Earnings before tax | 23,476 | 27,013 | 24,160 | 26,247 | 21,625 | 24,743 | 27,318 | 27,868 | 28,465 |
| growth yoy | 15.1% | -10.6% | 8.6% | -17.6% | -14.4% | 14.4% | 2.0% | 2.1% | 2.1% |
| % to sales | 16.0% | 16.5% | 15.1% | 15.4% | 11.9% | 14.4% | 15.4% | 15.6% | 15.8% |
| tax expense | 8,191 | 9,426 | 5,301 | 2,276 | 4,622 | 1,901 | 5,464 | 5,574 | 5,693 |
| % to net profit | 34.9% | 34.9% | 21.9% | 8.7% | 21.4% | 7.7% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| Net profit | 15,285 | 17,588 | 18,858 | 23,971 | 26,247 | 22,842 | 21,854 | 22,294 | 22,772 |
| growth yoy | 15.1% | 7.2% | 27.1% | 9.5% | -13.0% | -4.3% | 2.0% | 2.1% | 2.1% |
| % to sales | 10.4% | 10.7% | 11.7% | 14.0% | 14.5% | 13.3% | 12.3% | 12.5% | 12.7% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 2.49 | 2.86 | 3.07 | 3.29 | 3.62 | 3.21 | 3.07 | 3.13 | 3.20 |
| Actual | 2.71 | 2.84 | 3.05 | 3.52 | 3.57 | 3.18 | 3.04 | 3.10 | 3.17 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | 35,880 | 39,344 | 39,151 | 43,602 | 48,668 | 43,130 | 40,367 | 41,141 | 40,543 |
| Net profit | 15,285 | 17,588 | 18,858 | 23,971 | 26,247 | 22,842 | 21,854 | 22,294 | 22,772 |
| Depreciation and amortization | 22,016 | 25,847 | 24,387 | 28,430 | 28,217 | 28,516 | 26,990 | 25,705 | 24,623 |
| Increase in account receivables | -535 | -1,579 | -1,249 | -1,734 | 3,360 | 787 | -646 | -136 | -186 |
| Increase in inventories | 1,994 | -186 | -546 | -93 | -728 | -115 | -24 | -33 | -33 |
| Increase in account payables | 1,291 | 118 | 816 | 1,602 | -1,524 | -1,410 | -840 | 179 | 245 |
| Others | -2,177 | -4,624 | -3,475 | -8,121 | -7,539 | -6,877 | -6,877 | -6,877 | -6,877 |
| Cashflow from investment | -49,144 | -24,215 | -20,371 | -63,145 | -16,690 | -13,548 | -16,706 | -16,706 | -16,706 |
| Increase in net PPE | -20,015 | -22,408 | -21,550 | -21,251 | -19,635 | -15,675 | -18,854 | -18,854 | -18,854 |
| Net investments (Acquisition) | -30,759 | -2,959 | 1,123 | -43,309 | -1,809 | -1,851 | -1,830 | -1,830 | -1,830 |
| Others | 1,630 | 1,152 | 56 | 1,415 | 4,754 | 3,978 | 3,978 | 3,978 | 3,978 |
| Cashflow from financing | 9,782 | -14,462 | 25,930 | -25,989 | -25,083 | -32,007 | -24,170 | -24,390 | -23,612 |
| Repayment of interest bearing debt | 23,926 | -683 | 36,454 | -8,789 | -16,771 | -10,986 | -7,000 | -7,000 | -6,000 |
| Dividend payment | -10,200 | -11,797 | -12,038 | -13,410 | -14,888 | -14,956 | -15,011 | -15,230 | -15,453 |
| Net purchase of treasury stock | -126 | -366 | -430 | 136 | 7,254 | 455 | 0 | 0 | 0 |
| Others | -3,818 | -1,616 | 1,944 | -3,926 | -678 | -6,520 | -2,159 | -2,159 | -2,159 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 8,603 | 5,121 | 5,788 | 50,498 | 5,204 | 12,130 | 9,740 | 9,232 | 9,278 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 5,121 | 5,788 | 50,498 | 5,204 | 12,130 | 9,740 | 9,232 | 9,278 | 9,503 |
| Effect of FX | 0 | 0 | 0 | 238 | 31 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | -14,894 | 13,977 | 18,724 | -20,958 | 27,224 | 25,604 | 19,683 | 20,458 | 19,860 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 10,146 | 11,398 | 11,978 | 13,067 | 14,519 | 14,939 | 14,994 | 15,213 | 15,436 |
| Annual DPS | 1.89 | 1.93 | 1.97 | 2.01 | 2.05 | 2.08 | 2.11 | 2.14 | 2.17 |
| Implied # of shares | 5,368.3 | 5,905.6 | 6,080.1 | 6,501.0 | 7,082.2 | 7,182.2 | 7,182.2 | 7,182.2 | 7,182.2 |
| Check | 87.4% | 96.2% | 99.0% | 89.3% | 97.6% | 100.8% | 100.8% | 100.8% | 100.8% |
| Net share buyback | 126.0 | 366.0 | 430.0 | -136.0 | -7,254.0 | -455.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TSR/Net profit | 70.6% | 70.0% | 66.9% | 56.5% | 29.8% | 63.4% | 69.4% | 69.0% | 68.5% |
| DPS/EPS | 69.7% | 68.0% | 64.6% | 57.1% | 57.4% | 65.4% | 69.4% | 69.0% | 68.5% |
| Share buyback/Net profit | 0.8% | 2.1% | 2.3% | -0.6% | -27.6% | -2.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| TSR/Market cap | 5.6% | 4.7% | 5.2% | 7.0% | 2.7% | 7.0% | 7.8% | 7.9% | 8.0% |
| DPS/Stock price | 5.5% | 4.5% | 5.1% | 7.0% | 5.2% | 7.2% | 7.8% | 7.9% | 8.0% |
| Share buyback/Market cap | 0.1% | 0.1% | 0.2% | -0.1% | -2.6% | -0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



AbbVie Inc. (ABBV)

휴미라로 유명한 대형 바이오 기업

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 129.3

| | |
|---------------------|-----------|
| 현재주가(11/2, USD) | 116.5 |
| 상승여력 | ▲10.9% |
| 시가총액(백만 USD) | 206,011 |
| 발행주식수(백만 주) | 1,767,880 |
| 52 주 최고가/최저가 | 121.53/86 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 777.4 |

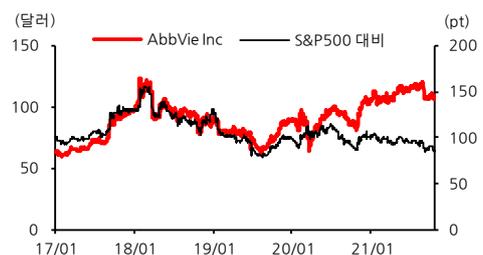
| | |
|-----|----------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | ABBV US EQUITY |
| 산업 | 헬스케어 |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|-----|------|------|------|
| 절대수익률 | 6.8 | 0.9 | 4.5 | 32.0 |
| 상대수익률(S&P500) | 0.5 | -4.6 | -6.2 | -7.8 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 33,266 | 15,034 | 56,199 | 59,853 |
| 영업이익 | 12,983 | 7,294 | 28,063 | 30,674 |
| EBITDA | 15,124 | 7,593 | 30,625 | 32,614 |
| 지배주주순이익 | 7,882 | 5,870 | 22,495 | 24,737 |
| EPS | 5.3 | 3.3 | 12.6 | 14.0 |
| 순차입금 | 27,164 | 66,435 | 67,581 | 54,336 |
| PER | 11.0 | 9.3 | 9.2 | 8.3 |
| PBR | - | 11.8 | 11.8 | 7.9 |
| EV/EBITDA | 10.5 | - | 9.0 | 8.4 |
| 배당수익률 | 4.5 | 4.7 | 4.5 | 4.8 |
| ROE | - | - | 129.6 | 113.1 |

주가 추이



에브비는 자가면역질환 치료제로 가장 많이 팔리는 휴미라를 개발한 바이오 제약 회사입니다. 휴미라가 매출의 40%, 백혈병과 림프종 치료제 임브루비카가 10%, 에스테틱 부문의 보톡스 매출이 5%를 차지합니다. 2019년 보톡스 회사 앨러간을 인수하며 사업 부문을 다각화해 성장을 도모하고 있습니다.

10월 30일 발표된 2021년 3분기 실적 예상치와 유사

에브비(ABBV)의 3분기 실적은 매출 143.4억 달러, 주당순이익 3.33달러로 컨센서스 143억 달러/3.22 달러 와 비슷했다. 매출과 주당순이익은 전년 대비 각각 11.2%, 17.7% 증가했다. 코로나 이후 미용 관련 소비가 확대되며 보톡스 매출이 5.5억 달러로 전년 대비 38.5% 폭증했다.

사업 부문별로도 매출이 견조하다. 에브비의 사업 부문은 면역학, 종양학, 신경과학, 바이러스학 및 기타로 이루어져 있다. 신경 과학 부문의 3분기 매출은 15.6억 달러로 전년 대비 25.5% 증가했다. 휴미라가 포함된 면역학 부문의 3분기 매출은 66.7억 달러로 전년 대비 15.3% 증가했다. 휴미라의 단독 매출은 54억 달러로 전년 동기 대비 5.6% 증가했다. 2013년 설립된 이후 분기별 배당금을 250% 늘렸으며 25년 연속 배당금을 인상했다.

휴미라의 미국 특허가 2023년 만료될 예정이기 때문에 공격적으로 신약을 연구, 개발하고 있다. 세계 미용 수요 증가와 신약의 FDA 승인이 가시적으로 나타난다면 밸류에이션이 올라갈 여지가 있다.

상향 조정된 2021년 회계연도 가이드런스

에브비는 2021년 조정 주당순이익을 기존 12.5~12.6 달러에서 12.6~12.7 달러로 올렸다. 2022년 분기 배당금을 2021년 주당 1.3 달러에서 1.4 달러로 8.5% 인상하기로 발표했다.

Bloomberg 매수 75%, 목표주가 129.3 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 24곳의 증권사 중 매수의견은 18개 보유 의견은 6개, 매도의견은 0개이다. 최고 목표주가는 144 달러, 최저 목표주가는 105달러이다. 블룸버그 목표주가는 129.3 달러이며 현재주가 116.5 달러 대비 상승여력 11% 이다

[표13] 애브비 연혁

| | |
|------|---|
| 2012 | 미국 델라웨어에서 설립 |
| 2013 | 애보트 사에서 사업부를 분사해 "AbbVie" 설립, 뉴욕 거래소에 상장, 대표 제품인 휴미라 출시 |
| 2015 | 파킨슨병 치료제인 Duopa 의 FDA 승인 획득, 싱가포르에 아시아 생산시설 설치 |
| 2016 | 미국 파마사이클릭스 인수로 혈액암 치료제 '임브루비카' 보유 |
| 2017 | 자궁내막증 치료제 세계 최초 개발, FDA 승인 완료 |
| 2018 | 급성 골수성 백혈병 치료제 FDA 승인 오나로 |
| 2019 | 류마티스 관절염 치료제인 린보크는 FDA 승인 완료 |
| 2020 | 유럽 보톡스 회사인 엘러건을 630 억 달러에 인수 |
| 2021 | 휴미라의 후속작인 관절염 치료제 '린보크' 출시 |

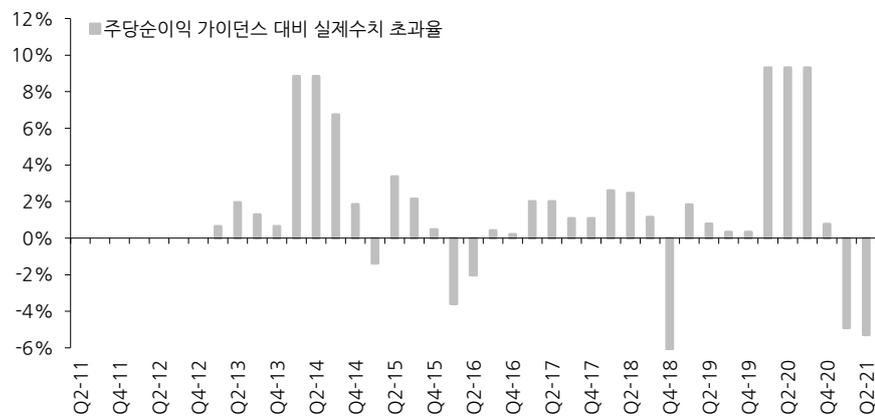
자료: 애브비, 한화투자증권 리서치센터

[그림128] 애브비 주요 제품



자료: 애브비, 한화투자증권 리서치센터

[그림129] 애브비 가이던스 대비 실적



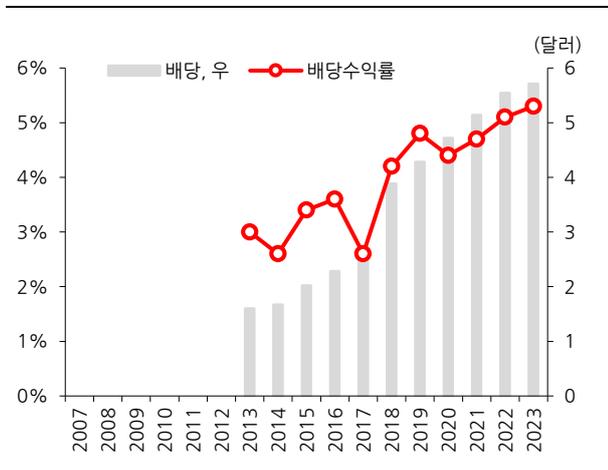
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표14] 애브비 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|--------------------------|-------------------------|
| Richard A Gonzalez | 이사회 의장, CEO |
| Michael E Severino | Vice Chairman/President |
| Laura J Schumacher | CLO |
| Rae L Livingston | CEO |
| Robert A Michael | CFO |
| Henry O Gosebruch | CSO |
| Timothy J Richmond | CHO |
| Dr Azita Saleki-Gerhardt | Operations 담당자 |

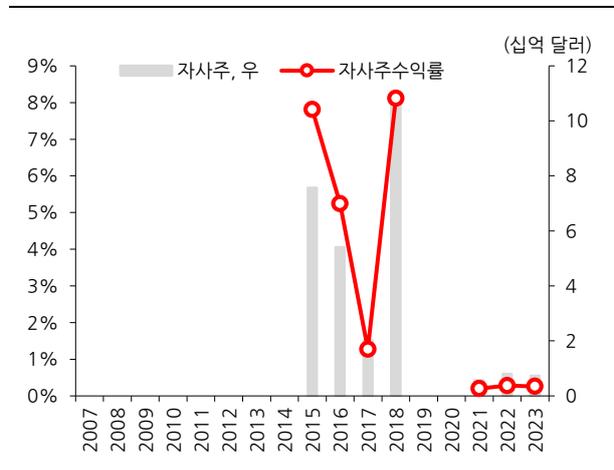
자료: 애브비, 한화투자증권 리서치센터

[그림130] 애브비 배당 및 배당수익률



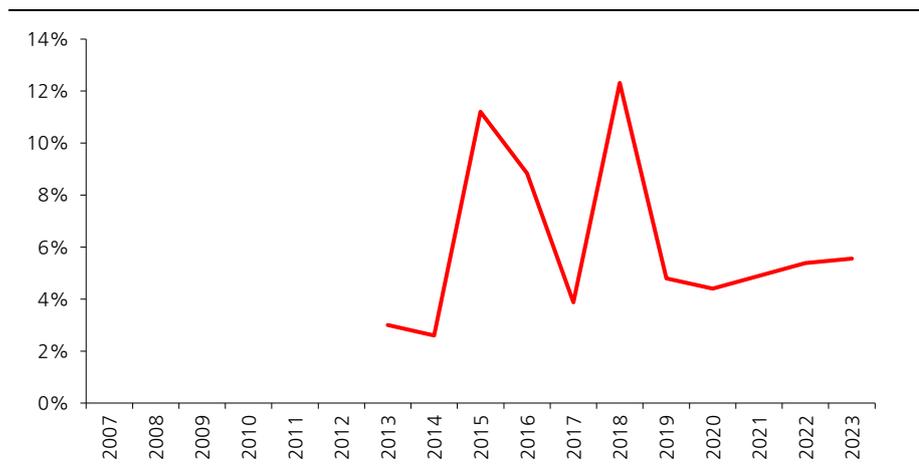
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림131] 애브비 자사주 및 자사주 수익률



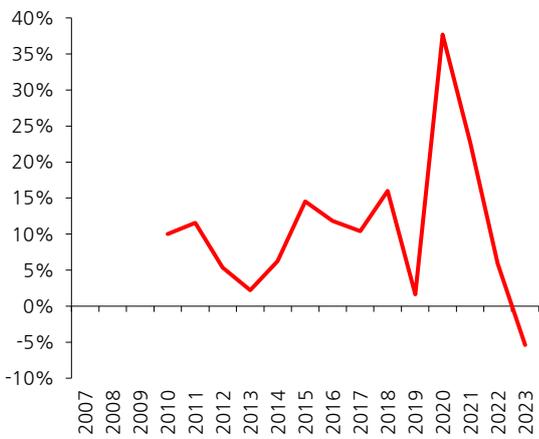
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림132] 애브비 총주주환원율 추이



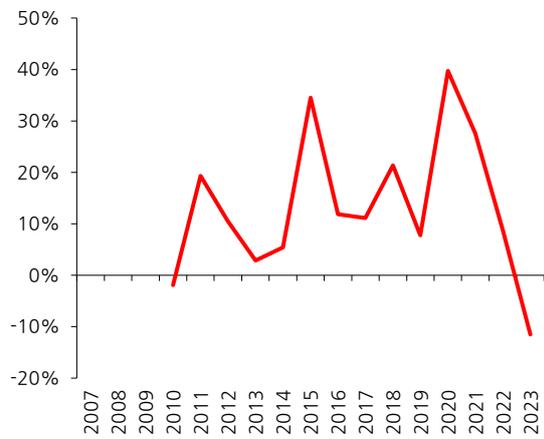
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림133] 애브비 매출 증가율



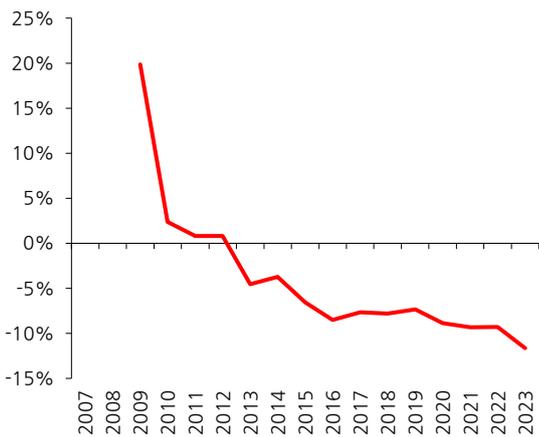
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림134] 애브비 영업이익 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림135] 애브비 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



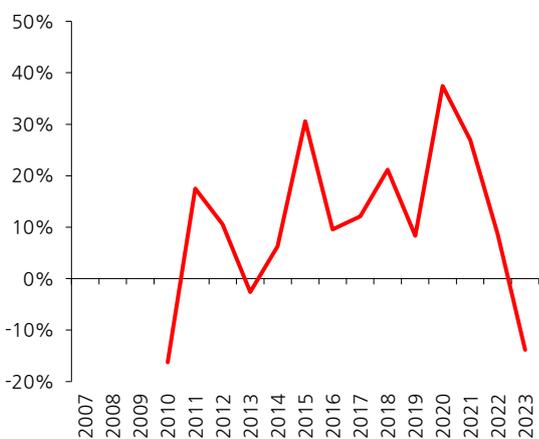
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림136] 애브비 법인세율



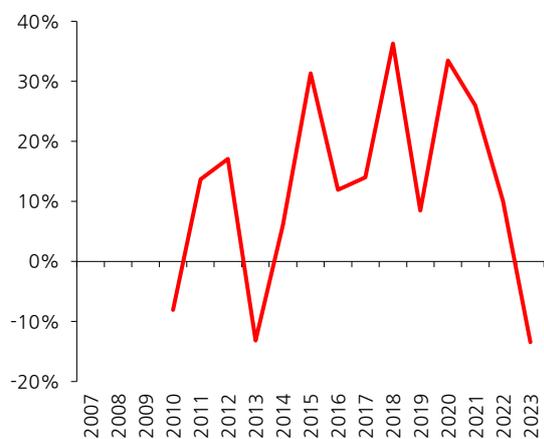
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림137] 애브비 세전이익 증가율



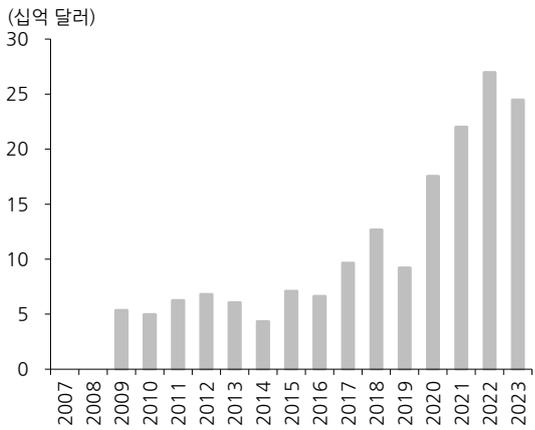
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림138] 애브비 순이익 증가율



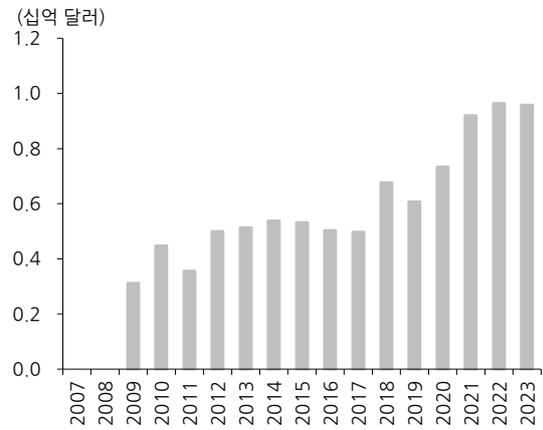
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림139] 애브비 영업활동현금흐름



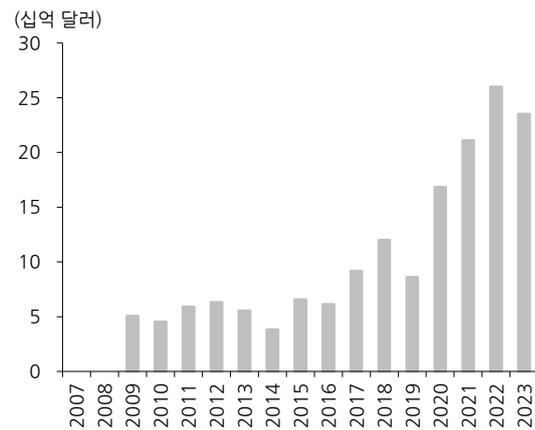
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림140] 애브비 설비투자



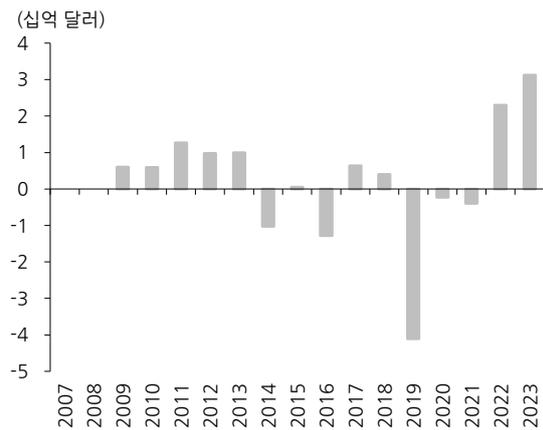
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림141] 애브비 잉여현금흐름



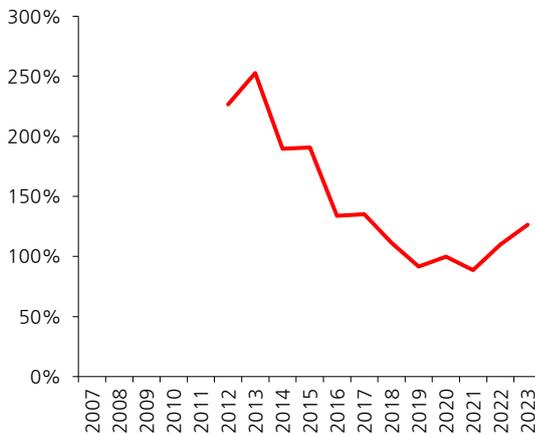
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림142] 애브비 영업활동현금흐름 - 순이익



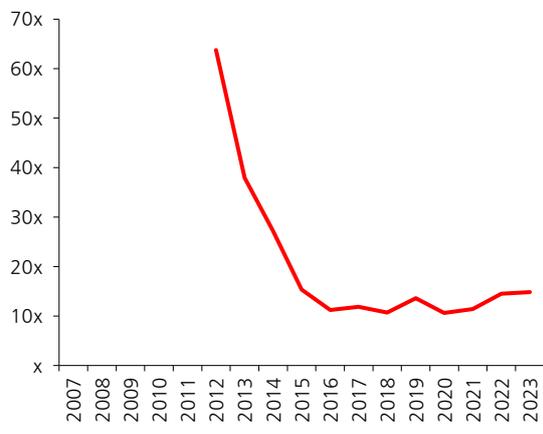
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림143] 애브비 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림144] 애브비 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림145] PER 및 EPS 증가율

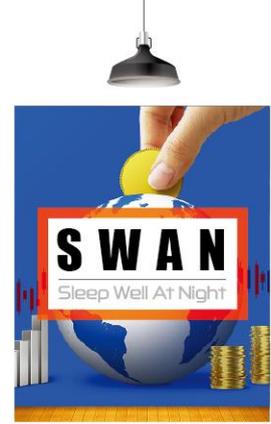


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림 146] 애브비 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|-----------|-----------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 8,399 | 5,100 | 9,303 | 7,289 | 39,924 | 8,449 | 9,321 | 9,287 | 8,734 |
| Short term financial investments | 8 | 1,323 | 486 | 772 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Accounts Receivable | 4,730 | 4,758 | 7,188 | 5,872 | 5,428 | 8,822 | 10,094 | 10,447 | 10,748 |
| Inventories | 1,719 | 1,444 | 1,605 | 1,605 | 1,813 | 3,310 | 3,787 | 3,920 | 4,032 |
| Other current assets | 1,458 | 3,562 | 2,641 | 1,407 | 2,354 | 3,562 | 3,562 | 3,562 | 3,562 |
| Total current assets | 16,314 | 16,187 | 21,223 | 16,945 | 49,519 | 24,173 | 26,795 | 27,245 | 27,106 |
| Net PPE | 2,565 | 2,604 | 2,803 | 2,883 | 3,306 | 6,143 | 6,558 | 7,006 | 7,491 |
| Investments | 145 | 1,783 | 2,090 | 1,420 | 124 | 424 | 424 | 424 | 424 |
| Intangibles incl. goodwill | 32,877 | 44,313 | 43,344 | 36,896 | 34,253 | 116,000 | 116,000 | 116,000 | 116,000 |
| Other non current assets | 1,149 | 1,212 | 1,326 | 1,208 | 1,913 | 3,825 | 3,825 | 3,825 | 3,825 |
| Total non current assets | 36,736 | 49,912 | 49,563 | 42,407 | 39,596 | 126,392 | 126,807 | 127,255 | 127,740 |
| Total Assets | 53,050 | 66,099 | 70,786 | 59,352 | 89,115 | 150,565 | 153,602 | 154,501 | 154,846 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 2,431 | 402 | 6,415 | 5,308 | 3,862 | 8,677 | 8,677 | 8,677 | 8,677 |
| Accounts payable | 1,597 | 1,407 | 1,474 | 1,546 | 1,452 | 2,276 | 2,526 | 2,614 | 2,690 |
| Other current payables | 6,866 | 7,972 | 8,752 | 10,385 | 10,271 | 17,708 | 17,708 | 17,708 | 17,708 |
| Total current liabilities | 10,894 | 9,781 | 16,641 | 17,239 | 15,585 | 28,661 | 28,911 | 28,999 | 29,075 |
| LT debt | 29,240 | 36,440 | 30,953 | 35,002 | 63,226 | 78,386 | 68,386 | 56,386 | 43,386 |
| Provision for risks and charges | 1,949 | 2,085 | 2,740 | 1,840 | 2,949 | 3,413 | 3,413 | 3,413 | 3,413 |
| Deferred tax liabilities | 6,178 | 8,056 | 5,173 | 3,793 | 3,902 | 9,326 | 9,326 | 9,326 | 9,326 |
| Other non current liabilities | 844 | 5,101 | 10,182 | 9,924 | 11,625 | 17,682 | 18,764 | 20,287 | 22,314 |
| Total non current liabilities | 38,211 | 51,682 | 49,048 | 50,559 | 81,702 | 108,807 | 99,889 | 89,412 | 78,439 |
| Total liabilities | 49,105 | 61,463 | 65,689 | 67,798 | 97,287 | 137,468 | 128,800 | 118,412 | 107,514 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (par) | 17 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| Capital Surplus | 13,080 | 13,678 | 14,270 | 14,756 | 15,193 | 17,384 | 17,384 | 17,384 | 17,384 |
| Retained earnings | 2,248 | 4,378 | 5,459 | 3,368 | 4,717 | 1,055 | 12,760 | 24,047 | 35,290 |
| Others including treasury | -11,400.0 | -13,438.0 | -14,650.0 | -26,588 | -28,100 | -5,360 | -5,360 | -5,360 | -5,360 |
| Total equity | 3,945 | 4,636 | 5,097 | -8,446 | -8,172 | 13,097 | 24,802 | 36,089 | 47,332 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 53,050 | 66,099 | 70,786 | 59,352 | 89,115 | 150,565 | 153,602 | 154,501 | 154,846 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | 2.5 | 2.9 | 3.2 | (5.7) | (5.5) | 7.4 | 14.1 | 20.4 | 26.8 |
| Number of shares (M) | 1,609.9 | 1,592.5 | 1,592.1 | 1,478.8 | 1,478.9 | 1,765.1 | 1,765.1 | 1,765.1 | 1,765.1 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 22,859 | 25,560 | 28,216 | 32,733 | 33,266 | 45,804 | 52,410 | 54,240 | 55,802 |
| growth yoy | | 11.8% | 10.4% | 16.0% | 1.6% | 37.7% | 14.4% | 3.5% | 2.9% |
| Cost of good sold | 3,945 | 4,806 | 5,511 | 6,362 | 5,860 | 8,195 | 9,377 | 9,704 | 9,984 |
| % to sales | 17.3% | 18.8% | 19.5% | 19.4% | 17.6% | 17.9% | 17.9% | 17.9% | 17.9% |
| Gross profit | 18,914 | 20,754 | 22,705 | 26,371 | 27,406 | 37,609 | 43,033 | 44,535 | 45,818 |
| growth yoy | | 9.7% | 9.4% | 16.1% | 3.9% | 37.2% | 14.4% | 3.5% | 2.9% |
| SG&A | 5,621 | 5,776 | 5,849 | 6,685 | 6,687 | 9,803 | 10,876 | 11,256 | 11,580 |
| % to sales | 24.6% | 22.6% | 20.7% | 20.4% | 20.1% | 21.4% | 20.8% | 20.8% | 20.8% |
| R&D | 3,617 | 4,152 | 4,829 | 5,093 | 4,989 | 5,830 | 7,265 | 7,519 | 7,736 |
| % to sales | 15.8% | 16.2% | 17.1% | 15.6% | 15.0% | 12.7% | 13.9% | 13.9% | 13.9% |
| Operating profit | 9,676 | 10,826 | 12,027 | 14,593 | 15,730 | 21,976 | 24,892 | 25,761 | 26,503 |
| growth yoy | | 11.9% | 11.1% | 21.3% | 7.8% | 39.7% | 13.3% | 3.5% | 2.9% |
| % to sales | 42.3% | 42.4% | 42.6% | 44.6% | 47.3% | 48.0% | 47.5% | 47.5% | 47.5% |
| Net interest expense | 630 | 965 | 1,016 | 1,364 | 1,154 | 2,068 | 1,782 | 1,467 | 1,140 |
| % to net debt | 2.7% | 3.0% | 3.6% | 4.1% | 4.2% | 2.6% | 2.6% | 2.6% | 2.6% |
| Net debt | 23,272 | 31,742 | 28,065 | 33,021 | 27,164 | 78,614 | 67,742 | 55,776 | 43,329 |
| Other non operating expenses | -6 | 44 | 95 | 228 | 0 | 124 | 141 | 146 | 150 |
| % to operating profit | -0.1% | 0.4% | 0.8% | 1.6% | 0.0% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| Earnings before tax | 9,040 | 9,905 | 11,106 | 13,457 | 14,576 | 20,032 | 23,250 | 24,439 | 25,513 |
| growth yoy | | 9.6% | 12.1% | 21.2% | 8.3% | 37.4% | 16.1% | 5.1% | 4.4% |
| % to sales | 39.5% | 38.8% | 39.4% | 41.1% | 43.8% | 43.7% | 44.4% | 45.1% | 45.7% |
| tax expense | 1,980 | 2,001 | 2,095 | 1,175 | 1,252 | 2,249 | 3,773 | 3,966 | 4,140 |
| % to net profit | 21.9% | 20.2% | 18.9% | 8.7% | 8.6% | 11.2% | 16.2% | 16.2% | 16.2% |
| Net profit | 7,060 | 7,904 | 9,011 | 12,282 | 13,324 | 17,783 | 19,477 | 20,473 | 21,372 |
| growth yoy | | 12.0% | 14.0% | 36.3% | 8.5% | 33.5% | 9.5% | 5.1% | 4.4% |
| % to sales | 30.9% | 30.9% | 31.9% | 37.5% | 40.1% | 38.8% | 37.2% | 37.7% | 38.3% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 4.39 | 4.96 | 5.66 | 8.31 | 9.01 | 10.07 | 11.03 | 11.60 | 12.11 |
| Actual | 4.29 | 4.82 | 5.60 | 7.91 | 8.94 | 10.56 | 10.99 | 11.56 | 12.09 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| shflow from operations | | | | | | | | | |
| Net profit | 7,060 | 7,904 | 9,011 | 12,282 | 13,324 | 17,783 | 19,477 | 20,473 | 21,372 |
| Depreciation and amortization | 836 | 1,189 | 1,501 | 1,765 | 2,017 | 6,471 | 6,908 | 7,381 | 7,891 |
| Increase in account receivables | -1,076 | -71 | -391 | -591 | -74 | -929 | -1,272 | -352 | -301 |
| Increase in inventories | -434 | -38 | 93 | -226 | -231 | -40 | -477 | -132 | -113 |
| Increase in account payables | 1,503 | -1,187 | 425 | 190 | -1,121 | 1,514 | 250 | 88 | 75 |
| Others | -354 | -756 | -679 | 7 | -591 | -7,211 | -7,211 | -7,211 | -7,211 |
| shflow from investment | -12,936 | -6,074 | -274 | -1,006 | 596 | -37,557 | 1,638 | 1,638 | 1,638 |
| Increase in net PPE | -532 | -479 | -529 | -638 | -552 | -1,998 | -1,063 | -1,063 | -1,063 |
| Net investments (Acquisition) | -11,488 | -2,495 | 0 | 0 | 0 | -38,260 | 0 | 0 | 0 |
| Others | -916 | -3,100 | 255 | -368 | 1,148 | 2,701 | 2,701 | 2,701 | 2,701 |
| Cashflow from financing | 5,752 | -9,928 | -5,512 | -14,396 | 18,708 | -11,501 | -18,441 | -21,919 | -23,906 |
| Repayment of interest bearing debt | 16,441 | 5,519 | 3 | 3,189 | 25,823 | -2,703 | -10,000 | -12,000 | -13,000 |
| Dividend payment | -3,294 | -3,717 | -4,107 | -5,580 | -6,366 | -7,716 | -8,128 | -9,606 | -10,593 |
| Net purchase of treasury stock | -7,425 | -5,765 | -1,156 | -11,941 | -621 | -769 | 0 | 0 | 0 |
| Others | 30 | 35 | -246 | -64 | -128 | -313 | -313 | -313 | -313 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 8348 | 8399 | 5100 | 9303 | 7289 | 39924 | 8449 | 9321 | 9287 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 8,399 | 5,100 | 9,303 | 7,289 | 39,924 | 8,449 | 9,321 | 9,287 | 8,734 |
| Effect of FX | -300 | -338 | 29 | -39 | 7 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | -4,485 | 4,067 | 9,431 | 12,789 | 12,772 | -22,670 | 16,612 | 19,184 | 20,651 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 3,151 | 3,611 | 4,010 | 5,212 | 6,170 | 7,379 | 7,773 | 9,185 | 10,130 |
| Annual DPS | 2.02 | 2.28 | 2.56 | 3.88 | 4.28 | 4.72 | 5.21 | 5.74 | 6.33 |
| Implied # of shares | 1,560.1 | 1,583.9 | 1,566.2 | 1,343.2 | 1,441.5 | 1,563.2 | 1,720.4 | 1,720.4 | 1,720.4 |
| Check | 96.9% | 99.5% | 98.4% | 90.8% | 97.5% | 88.6% | 97.5% | 97.5% | 97.5% |
| Net share buyback | 7,425.0 | 5,765.0 | 1,156.0 | 11,941.0 | 621.0 | 769.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TSR/Net profit | 152.3% | 120.2% | 58.5% | 146.3% | 52.5% | 49.0% | 47.4% | 49.7% | 52.4% |
| DPS/EPS | 47.1% | 47.3% | 45.7% | 49.1% | 47.9% | 44.7% | 47.4% | 49.7% | 52.4% |
| Share buyback/Net profit | 105.2% | 72.9% | 12.8% | 97.2% | 4.7% | 4.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| TSR/Market cap | 11.2% | 9.4% | 3.4% | 13.0% | 5.3% | 4.8% | 4.7% | 5.2% | 5.8% |
| DPS/stock price | 3.4% | 3.6% | 2.6% | 4.2% | 4.8% | 4.4% | 4.7% | 5.2% | 5.8% |
| Share buyback/Market cap | 7.8% | 5.8% | 0.8% | 8.8% | 0.5% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Procter & Gamble (PG)

브랜드 마케팅의 선구자

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 151.1

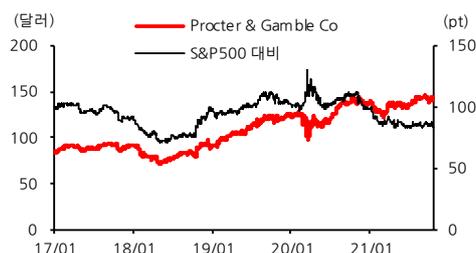
| | |
|---------------------|-----------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 144.1 |
| 상승여력 | ▲4.9% |
| 시가총액(백만 USD) | 348,618 |
| 발행주식수(백만 주) | 2,419,948 |
| 52 주 최고가/최저가 | 147.23 / 121.54 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 936.3 |
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | PG US EQUITY |
| 산업 | 필수소비재 |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 3.2 | 1.5 | 8.0 | 4.0 |
| 상대수익률(S&P500) | -3.1 | -4.0 | -2.8 | -35.9 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 67,684 | 20,425 | 75,554 | 79,398 |
| 영업이익 | 5,487 | 5,217 | 17,851 | 18,470 |
| EBITDA | 8,311 | 5,955 | 20,727 | 21,493 |
| 지배주주순이익 | 3,897 | 4,227 | 14,588 | 15,062 |
| EPS | 1.5 | 1.7 | 5.6 | 5.9 |
| 순차입금 | 19,805 | 21,071 | 22,166 | 22,292 |
| PER | 25.1 | 23.9 | 25.6 | 24.3 |
| PBR | 5.9 | 7.7 | 8.2 | 7.8 |
| EV/EBITDA | 35.6 | 17.0 | 17.9 | 17.3 |
| 배당수익률 | 2.4 | 2.5 | 2.2 | 2.4 |
| ROE | 22.5 | 22.5 | 32.4 | 32.9 |

주가 추이



프록터앤갬블은 1837년에 설립된 생활용품 기업입니다. 65년간 배당을 지속적으로 늘려왔고, 코로나 위기가 닥친 2020년에도 자사주를 매입할 정도로 주주를 배려합니다. 1890년 법인화 이후 CEO가 12명으로 평균 재임 기간이 11년에 이릅니다. 어디선가 한 번쯤 봤을 법한 산하 브랜드가 즐비합니다 (질레트, 오랄비, 페브리즈 등).

10월 19일 발표된 1분기 실적 컨센서스 상회

프록터앤갬블(PG)의 2022년 회계연도 1분기 (7 - 9월) 실적은 매출액 203.4억 달러, 주당순이익 1.61 달러로 시장 예상치 199억 달러/1.59 달러 대비 양호했다. 매출은 전년 동기 대비 5.3% 증가했고, EPS는 유사했다. 4개 사업 부문 중 BFF (Baby Feminine & Family Care)를 제외한 모든 부문에서 판매 단가가 상승했기 때문이다. 1분기 물량은 2% 늘었고, 단가는 2% 올랐다.

1분기 잉여현금흐름은 35억 달러, 배당금 지급은 22억 달러, 자사주 매입 규모는 28억 달러이다. 과거 65년 동안 배당금을 지속적으로 인상되는 등 강건한 주주환원 정책이 지속되는 점이 긍정적이다.

2022년 가이던스 유지

2022년 회계연도 매출 성장률을 전분기와 동일하게 2 - 4%, 주당순이익 증가율도 3 - 6%로 유지했다. 컨센서스의 매출 및 EPS 증가율은 각각 4.2%, 4.8%이다. 원재료 가격 인상과 운임 비용 부담을 반영한 보수적인 추정이다. 순이익의 잉여현금흐름 전환 비율은 90%, 설비투자는 매출액의 5%, 배당은 80억 달러 이상, 자사주 매입은 70 - 90억 달러를 제시했다.

Bloomberg 매수 45.8%, 목표주가 151.1 달러

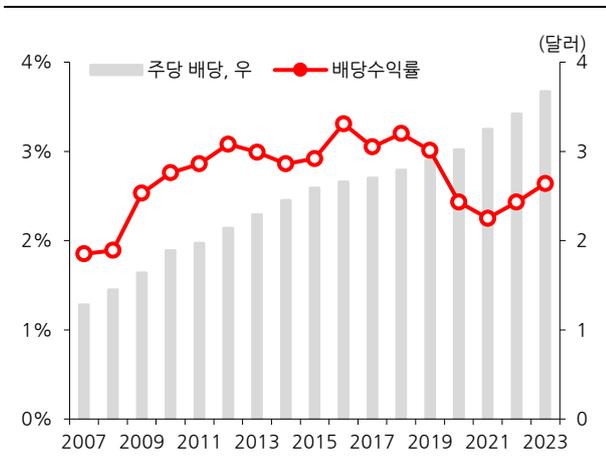
블룸버그 컨센서스 기준 총 24곳의 증권사 중 매수의견은 11개 보유의견은 11개, 매도의견은 2개이다. 최고 목표주가는 168 달러, 최저 목표주가는 118 달러이다. 블룸버그 목표주가는 151.1 달러이며 현재주가 144 달러 대비 상승여력 4.9%이다

[표16] 프록터앤갬블 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|-----------------------|---------------|
| David S Taylor | 이사회 의장, CEO |
| Jon R Moeller | President/CEO |
| Andre Schulten | CFO |
| Shailesh G Jejurikar | COO |
| Victor Aguilar | CRO |
| Ken Patel | CCO |
| Deborah Platt Majoras | CLO |
| Vittorio Cretella | CIO |

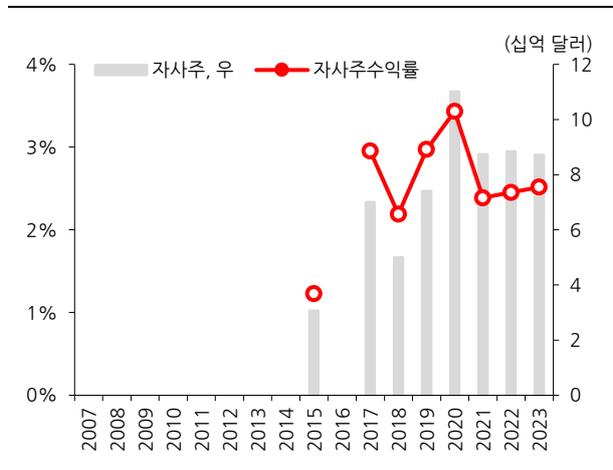
자료: 프록터앤갬블, 한화투자증권 리서치센터

[그림149] 프록터앤갬블 배당 및 배당수익률



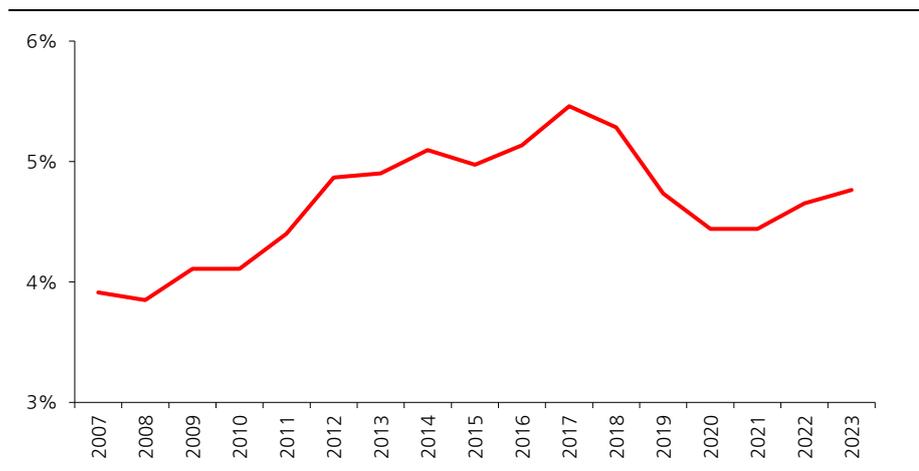
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림150] 프록터앤갬블 자사주 및 자사주 수익률



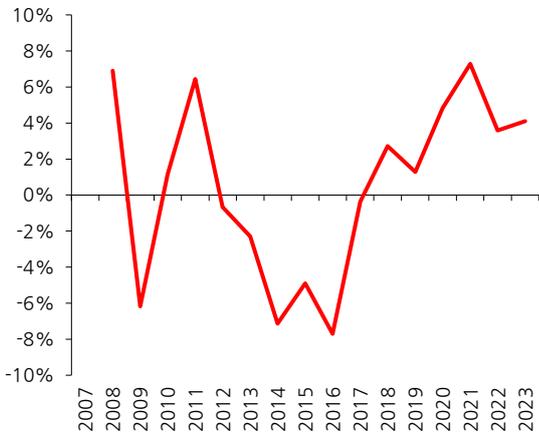
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림151] 프록터앤갬블 총주주환원율 추이



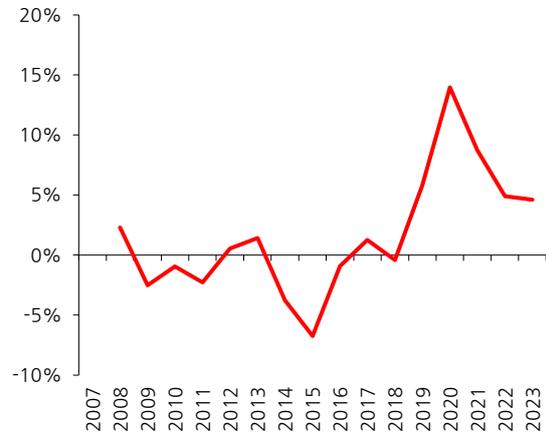
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림152] 프록터앤갬블 매출 증가율



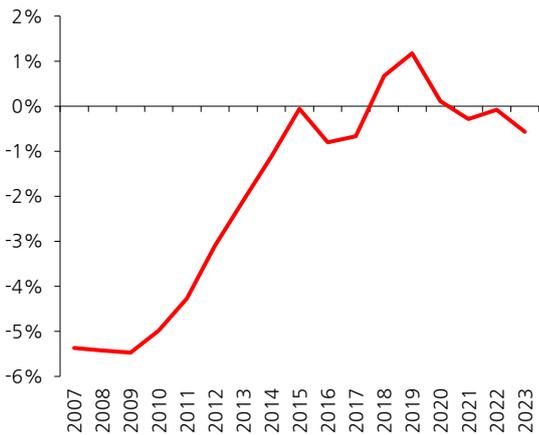
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림153] 프록터앤갬블 영업이익 증가율



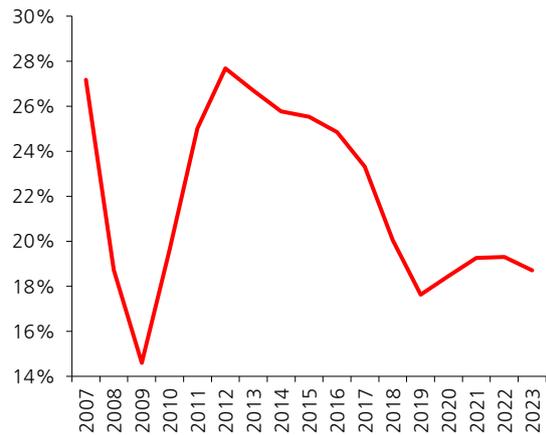
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림154] 프록터앤갬블 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



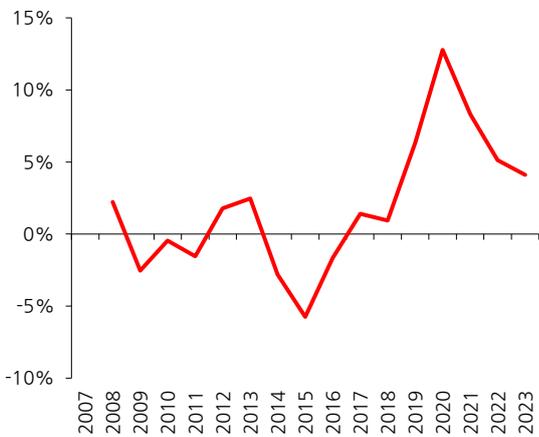
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림155] 프록터앤갬블 법인세율



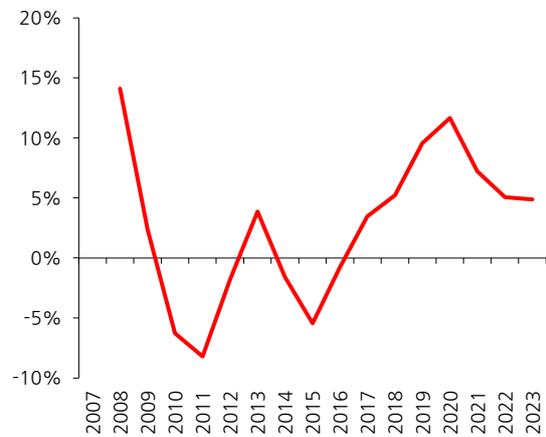
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림156] 프록터앤갬블 세전이익 증가율



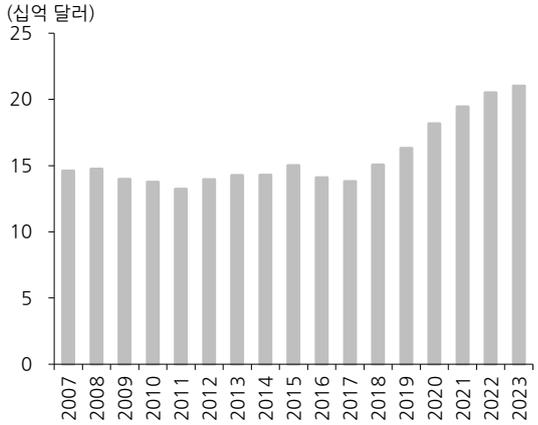
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림157] 프록터앤갬블 순이익 증가율



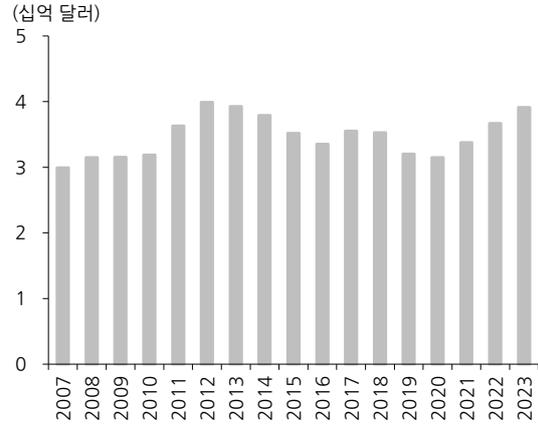
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림158] 프록터앤갬블 영업활동현금흐름



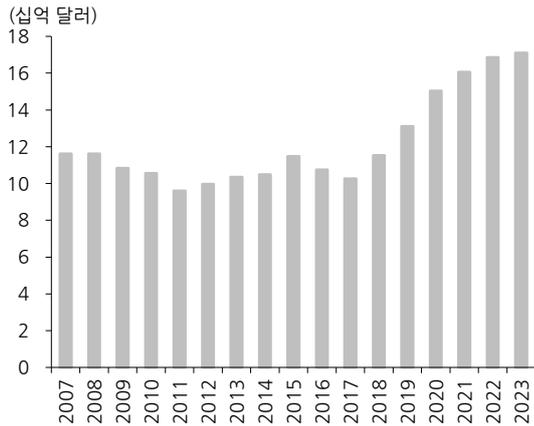
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림159] 프록터앤갬블 설비투자



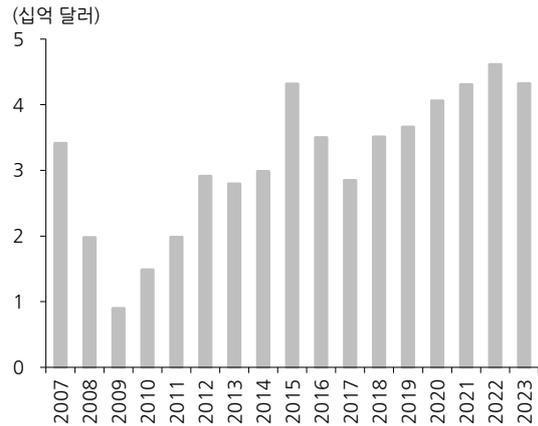
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림160] 프록터앤갬블 잉여현금흐름



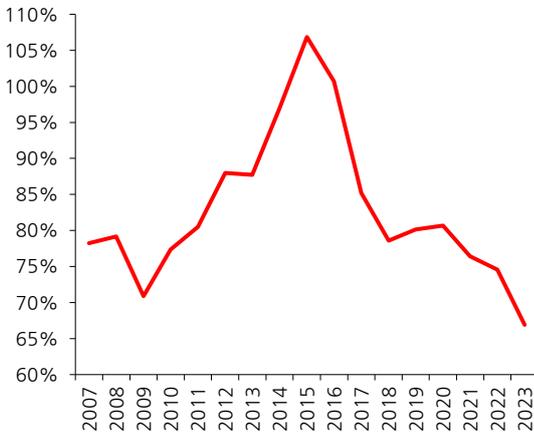
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림161] 프록터앤갬블 영업활동현금흐름 - 순이익



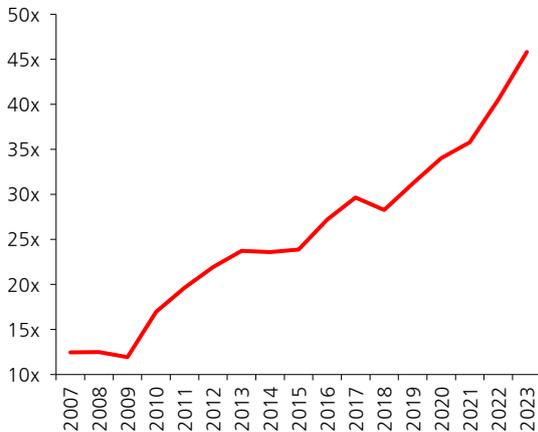
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림162] 프록터앤갬블 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림163] 프록터앤갬블 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림164] PER 및 EPS 증가율

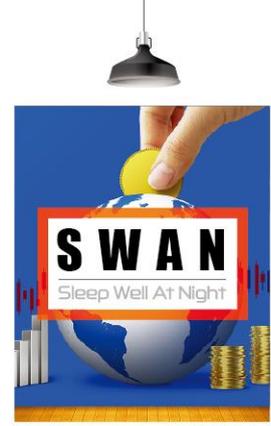


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림 165] 프록터앤갬블 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|--------------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 6,845 | 7,102 | 5,569 | 2,569 | 4,239 | 16,181 | 10,288 | 9,998 | 10,380 |
| Marketable securities | 4,767 | 6,246 | 9,568 | 9,281 | 6,048 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Short term receivables | 4,861 | 4,373 | 4,594 | 4,686 | 4,951 | 4,178 | 4,725 | 5,251 | 5,419 |
| Inventories | 5,454 | 4,716 | 4,624 | 4,738 | 5,017 | 5,498 | 5,983 | 5,838 | 6,024 |
| Other current assets | 7,719 | 11,345 | 2,139 | 2,046 | 2,218 | 2,130 | 2,095 | 2,095 | 2,095 |
| Total current assets | 29,646 | 33,782 | 26,494 | 23,320 | 22,473 | 27,987 | 33,091 | 33,181 | 33,918 |
| Net PPE | 20,268 | 19,385 | 19,893 | 20,600 | 21,271 | 21,542 | 22,494 | 22,540 | 22,582 |
| Investments | 30 | 28 | 132 | 141 | 169 | 67 | 192 | 143 | 143 |
| Intangibles | 74,145 | 68,877 | 68,886 | 69,077 | 64,488 | 63,693 | 64,566 | 65,451 | 66,348 |
| Other non current assets | 5,406 | 5,064 | 5,001 | 5,172 | 6,694 | 7,411 | 8,964 | 8,964 | 8,964 |
| Total non current assets | 99,849 | 93,354 | 93,912 | 94,990 | 92,622 | 92,713 | 96,216 | 97,098 | 98,036 |
| Total Assets | 129,495 | 127,136 | 120,406 | 118,310 | 115,095 | 120,700 | 119,307 | 120,279 | 121,954 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 12,021 | 11,653 | 13,554 | 10,423 | 9,697 | 11,422 | 9,108 | 9,108 | 9,108 |
| Accounts payable | 8,257 | 9,325 | 9,632 | 10,344 | 11,260 | 12,071 | 13,720 | 13,382 | 13,809 |
| Income tax payable | 845 | 397 | 449 | 368 | 341 | 693 | 637 | 637 | 637 |
| Other current payables | 8,667 | 9,395 | 6,575 | 7,202 | 8,713 | 8,790 | 9,667 | 9,667 | 9,667 |
| Total current liabilities | 29,790 | 30,770 | 30,210 | 28,337 | 30,011 | 32,976 | 33,132 | 32,794 | 33,221 |
| LT debt | 18,329 | 18,945 | 18,038 | 20,863 | 20,395 | 24,189 | 23,730 | 23,730 | 23,730 |
| Provision for risks and charges | 8,013 | 9,521 | 7,384 | 9,498 | 9,535 | 9,309 | 8,265 | 8,265 | 8,265 |
| Deferred tax liabilities | 9,531 | 9,113 | 8,126 | 6,163 | 6,899 | 6,779 | 6,947 | 6,947 | 6,947 |
| Other non current liabilities | 782 | 804 | 870 | 666 | 676 | 569 | 579 | 1,552 | 2,407 |
| Total non current liabilities | 36,655 | 38,383 | 34,418 | 37,190 | 37,505 | 40,846 | 39,521 | 40,494 | 41,349 |
| Total Liabilities | 66,445 | 69,153 | 64,628 | 65,427 | 67,516 | 73,822 | 72,653 | 73,288 | 74,570 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (Par) | 4,009 | 4,009 | 4,009 | 4,009 | 4,009 | 4,009 | 4,009 | 4,009 | 4,009 |
| Retained earnings | 84,807 | 87,953 | 96,124 | 98,641 | 94,918 | 100,239 | 106,374 | 113,569 | 120,818 |
| Others including treasury | -25,766 | -33,979 | -44,355 | -49,767 | -51,348 | -57,370 | -63,729 | -70,586 | -77,443 |
| Total equity | 63,050 | 57,983 | 55,778 | 52,883 | 47,579 | 46,878 | 46,654 | 46,992 | 47,384 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 129,495 | 127,136 | 120,406 | 118,310 | 115,095 | 120,700 | 119,307 | 120,279 | 121,954 |
| Balance Check | | | | | | | | | |
| | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied EPS | 23.2 | 21.7 | 21.8 | 21.2 | 19.0 | 18.9 | 19.2 | 19.7 | 20.3 |
| Number of shares (M) | 2,715 | 2,668 | 2,553 | 2,498 | 2,502 | 2,480 | 2,430 | 2,381 | 2,333 |
| % reduction | | -1.7% | -4.3% | -2.2% | 0.2% | -0.9% | -2.0% | -2.0% | -2.0% |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | | | | | | | | | |
| Revenue | 76,279 | 65,299 | 65,058 | 66,832 | 67,684 | 70,950 | 76,118 | 79,539 | 82,077 |
| growth yoy | | -14.4% | -0.4% | 2.7% | 1.3% | 4.8% | 7.3% | 4.5% | 3.2% |
| Beauty | 18,135 | 11,477 | 11,429 | 12,406 | 12,897 | 13,359 | 14,417 | 14,994 | 15,369 |
| Grooming | 7,441 | 6,815 | 6,642 | 6,551 | 6,199 | 6,069 | 6,440 | 6,311 | 6,185 |
| Healthcare | 7,713 | 7,350 | 7,513 | 7,857 | 8,218 | 9,028 | 9,956 | 10,633 | 11,143 |
| Fabric & Homecare | 22,277 | 20,730 | 20,717 | 21,441 | 22,080 | 23,735 | 26,014 | 27,783 | 29,117 |
| Baby, Feminine & Family | 20,247 | 18,505 | 18,252 | 18,080 | 17,806 | 18,364 | 18,850 | 19,378 | 19,823 |
| Other | 466 | 422 | 505 | 497 | 484 | 395 | 441 | 440 | 440 |
| Cost of good sold | 38,343 | 32,285 | 32,037 | 33,542 | 34,342 | 34,731 | 37,108 | 38,529 | 39,782 |
| % to sales | 50.3% | 49.4% | 49.2% | 50.2% | 50.7% | 49.0% | 48.8% | 48.4% | 48.5% |
| Gross profit | 37,936 | 33,014 | 33,021 | 33,290 | 33,342 | 36,219 | 39,010 | 41,010 | 42,295 |
| growth yoy | | -13.0% | 0.0% | 0.8% | 0.2% | 8.6% | 7.7% | 5.1% | 3.1% |
| SG&A | 23,229 | 18,967 | 18,667 | 18,840 | 19,106 | 20,076 | 21,024 | 22,309 | 23,021 |
| % to sales | 30.5% | 29.0% | 28.7% | 28.2% | 28.2% | 28.3% | 27.6% | 28.0% | 28.0% |
| Operating profit | 14,707 | 14,047 | 14,354 | 14,450 | 14,236 | 16,143 | 17,986 | 18,701 | 19,274 |
| growth yoy | | -4.5% | 2.2% | 0.7% | -1.5% | 13.4% | 11.4% | 4.0% | 3.1% |
| % to sales | 19.3% | 21.5% | 22.1% | 21.6% | 21.0% | 22.8% | 23.6% | 23.5% | 23.5% |
| Net interest expense | | | | | | | | | |
| | 625 | 579 | 465 | 506 | 509 | 465 | 502 | 508 | 500 |
| % to net debt | 2.7% | 2.5% | 1.8% | 1.8% | 2.0% | 2.4% | 2.2% | 2.2% | 2.2% |
| Net debt | 23,505 | 23,496 | 26,023 | 28,717 | 25,853 | 19,430 | 22,550 | 22,840 | 22,458 |
| Other non operating expenses | | | | | | | | | |
| | 681 | 506 | 310 | 467 | 739 | 593 | 558 | 630 | 630 |
| % to operating profit | 4.6% | 3.6% | 2.2% | 3.2% | 5.2% | 3.7% | 3.1% | 3.4% | 3.3% |
| Earnings before tax | | | | | | | | | |
| | 14,763 | 13,974 | 14,199 | 14,411 | 14,466 | 16,271 | 18,042 | 18,822 | 19,404 |
| growth yoy | | -5.3% | 1.6% | 1.5% | 0.4% | 12.5% | 10.9% | 4.3% | 3.1% |
| % to sales | 19.4% | 21.4% | 21.8% | 21.6% | 21.4% | 22.9% | 23.7% | 23.7% | 23.6% |
| tax expense | 3,805 | 3,533 | 3,467 | 3,207 | 2,589 | 2,829 | 3,309 | 3,452 | 3,559 |
| % to net profit | 25.8% | 25.3% | 24.4% | 22.3% | 17.9% | 17.4% | 18.3% | 18.3% | 18.3% |
| Net profit | 10,958 | 10,441 | 10,732 | 11,204 | 11,877 | 13,442 | 14,733 | 15,370 | 15,845 |
| growth yoy | | -4.7% | 2.8% | 4.4% | 6.0% | 13.2% | 9.6% | 4.3% | 3.1% |
| % to sales | 14.4% | 16.0% | 16.5% | 16.8% | 17.5% | 18.9% | 19.4% | 19.3% | 19.3% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 4.04 | 3.91 | 4.20 | 4.49 | 4.75 | 5.42 | 6.06 | 6.46 | 6.79 |
| Actual | 4.02 | 3.67 | 3.92 | 4.22 | 4.52 | 5.12 | 5.66 | 6.17 | 6.50 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | | | | | | | | | |
| Net profit | 14,608 | 15,435 | 12,753 | 14,867 | 15,242 | 17,403 | 18,371 | 17,555 | 18,827 |
| Depreciation and amortization | 3,134 | 2,972 | 2,796 | 2,834 | 2,824 | 3,013 | 2,735 | 2,741 | 2,746 |
| Increase in account receivables | 349 | 35 | -322 | -177 | -276 | 634 | -342 | -526 | -168 |
| Increase in inventories | 313 | 116 | 71 | -188 | -239 | -637 | -309 | 145 | -186 |
| Increase in account payables | 928 | 1,285 | -149 | 1,385 | 1,856 | 1,923 | 1,391 | -338 | 427 |
| Others | -1,074 | 586 | -375 | -191 | -800 | 972 | 163 | 163 | 163 |
| Cashflow from investment | -2,891 | -4,579 | -6,685 | -3,511 | -3,490 | 3,045 | -2,834 | -2,842 | -2,842 |
| Increase in net PPE | -3,736 | -3,314 | -3,384 | -3,717 | -3,347 | -3,073 | -2,787 | -2,787 | -2,787 |
| Net investments including marketable securities | 845 | -1,265 | -2,826 | 206 | -143 | 6,118 | -55 | -55 | -55 |
| Others | 0 | 0 | 475 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cashflow from financing | -13,019 | -9,213 | -8,568 | -14,375 | -9,994 | -8,367 | -21,531 | -15,004 | -15,603 |
| Repayment of interest bearing debt | -3,954 | 1,285 | 1,399 | -1,238 | -817 | 4,849 | -3,903 | 0 | 0 |
| Dividend payment | -7,287 | -7,436 | -7,236 | -7,310 | -7,498 | -7,789 | -8,263 | -8,147 | -8,746 |
| Net purchase of treasury stock | -1,778 | -3,062 | -2,731 | -5,827 | -1,679 | -5,427 | -9,365 | -6,857 | -6,857 |
| Others | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 8,558 | 6,845 | 7,102 | 5,569 | 2,569 | 4,239 | 16,181 | 10,288 | 9,998 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 6,845 | 7,102 | 5,569 | 2,569 | 4,239 | 16,181 | 10,288 | 9,998 | 10,380 |
| Effect of FX | -411 | -1,386 | 967 | 19 | -88 | -139 | 101 | 0 | 0 |
| Free Cash flow including cash outflow of investment | 10,872 | 12,121 | 9,969 | 11,150 | 11,895 | 14,330 | 15,584 | 14,768.2957 | 16,039.80357 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 7,189 | 7,399 | 7,286 | 7,292 | 7,451 | 7,716 | 7,776 | 8,176 | 8,596 |
| Annual DPS | 2.59 | 2.66 | 2.70 | 2.79 | 2.90 | 3.02 | 3.24 | 3.48 | 3.73 |
| Implied # of shares | 2,775.5 | 2,781.5 | 2,698.5 | 2,613.4 | 2,569.3 | 2,555.0 | 2,400.1 | 2,352.0 | 2,305.0 |
| Check | 102.2% | 104.2% | 105.7% | 104.6% | 102.7% | 103.0% | 98.8% | 98.8% | 98.8% |
| Net share buyback | 1,778 | 3,062 | 2,731 | 5,827 | 1,679 | 5,427 | 9,365 | 6,857 | 6,857 |
| TSR/Net profit | 80.7% | 101.8% | 94.3% | 118.1% | 78.3% | 99.4% | 120.8% | 101.0% | 100.7% |
| DPS/EPS | 64.4% | 72.5% | 68.9% | 66.1% | 64.2% | 59.0% | 57.2% | 56.4% | 57.4% |
| Share buyback/Net profit | 16.2% | 29.3% | 25.4% | 52.0% | 14.1% | 40.4% | 63.6% | 44.6% | 43.3% |
| TSR/Market cap | 4.1% | 4.5% | 4.3% | 6.6% | 3.3% | 4.4% | 5.3% | 4.4% | 4.5% |
| DPS/stock price | 3.3% | 3.1% | 3.1% | 3.6% | 2.6% | 2.5% | 2.4% | 2.4% | 2.5% |
| Share buyback/Market cap | 0.8% | 1.4% | 1.2% | 3.0% | 0.6% | 1.8% | 2.9% | 2.0% | 2.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Caterpillar Inc. (CAT)

미국 최대 건설 기계 회사

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 230.5

| | |
|---------------------|-----------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 207.1 |
| 상승여력 | ▲11.3% |
| 시가총액(백만 USD) | 113,392 |
| 발행주식수(백만 주) | 547,472 |
| 52 주 최고가/최저가 | 246.69 / 155.23 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 700.0 |

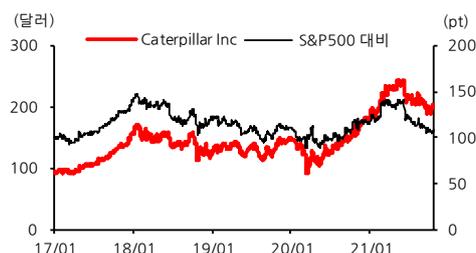
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | CAT US EQUITY |
| 산업 | 산업재 |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|-----|------|-------|-------|
| 절대수익률 | 6.6 | 1.0 | -9.2 | 26.9 |
| 상대수익률(S&P500) | 0.3 | -4.6 | -20.0 | -13.0 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 53,800 | 12,871 | 48,610 | 54,978 |
| 영업이익 | 8,290 | 1,620 | 6,744 | 8,490 |
| EBITDA | 11,099 | 2,246 | 9,243 | 10,892 |
| 지배주주순이익 | 6,093 | 1,229 | 5,595 | 6,507 |
| EPS | 10.9 | 2.3 | 10.2 | 12.2 |
| 순차입금 | 1,863 | 297 | 861 | 2,192 |
| PER | 12.4 | 18.4 | 20.2 | 16.9 |
| PBR | 5.6 | 6.8 | 7.5 | 6.9 |
| EV/EBITDA | 7.5 | 10.8 | 12.4 | 10.5 |
| 배당수익률 | 2.1 | 2.2 | 2.1 | 2.2 |
| ROE | 33.3 | 33.3 | 38.7 | 43.5 |

주가 추이



캐터필러는 1925년에 미국 일리노이에서 설립된 세계 최대의 건설/광산용 장비, 가스 엔진, 공업용 가스 터빈 생산 업체입니다. 유명한 제품은 불도저를 비롯한 다양한 종류의 중장비이며 철도차량, 군용 차량도 만듭니다. 총 매출의 대부분은 에너지 및 운송 사업부(40%), 건설 사업부(35%)에서 발생합니다. 해외 비중은 55%로 지역 확장 성도 높은 기업입니다.

10월 28일 발표된 3분기 실적 예상치 상회

캐터필러(CAT)의 3분기 실적은 매출 124억 달러, 주당순이익 2.66달러로 컨센서스 118억 달러/2.19달러를 모두 상회했다. 매출액은 전년 동기 대비 25.5% 증가했는데, 정부의 인프라 투자 확대와 세계 경기 회복으로 중장비 기계 수요가 늘었기 때문이다. 판가도 올라서 긍정적이었다. 3분기 잉여현금흐름은 11.5억 달러이고 자사주 매입액과 배당액은 각각 13.7억 달러, 6.1억 달러로 주주 환원율도 높았다.

2021년 컨센서스는 3분기 보다 낮은 수준

캐터필러는 경제와 관련된 불확실성이 높은 상황을 고려해 연간 EPS 가이드언스를 제공하지 않고 있다. 4분기는 3분기 대비 낮은 영업이익률을 제시했다. 계절성이 고려됐다고 밝혔다. 판매 단가 인상으로 매출 감소를 상쇄시킬 계획을 갖고 있다.

4분기 컨센서스는 매출 128.7억 달러, 순이익 12.4억 달러, 조정 EPS 2.26달러이다. 매출은 전 분기에 비해 증가하지만, 수익성은 떨어진다고 시장은 보고 있다.

Bloomberg 매수 48.1%, 목표주가 230.5 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 27곳의 증권사 중 매수의견은 13개 보유 의견은 12개, 매도의견은 2개이다. 최고 목표주가는 301달러, 최저 목표주가는 166달러이다. 블룸버그 목표주가는 231달러이며 현재주가 207달러 대비 상승여력 11.3%이다.

[표17] 캐터필러 연혁

| | |
|------|---|
| 1925 | 홀트 제조회사와 C. L. 베스트 트랙터가 합병하여 현재의 Caterpillar 설립 |
| 1931 | 최초의 캐터필러 디젤 엔진 발명, 별도의 엔진 그룹으로 분사 |
| 1972 | 뉴욕거래소 상장 |
| 2006 | Progress Rail Services, Inc.를 인수하며 철도 사업 확장 |
| 2008 | 최초의 전기 구동 트랙 타입 트랙터인 D7E 를 출시 |
| 2010 | Electro-Motive Diesel, Inc. 인수 |
| 2013 | 채굴기계 업체 ERA 인수, Fiat industrial 합병 |
| 2018 | 세계 최초의 하이 드라이브 전기 드라이브 도저인 Cat® D6 XE 를 출시 |
| 2021 | 제품 평가 인상, 자율주행 채굴 트랙 개발 |

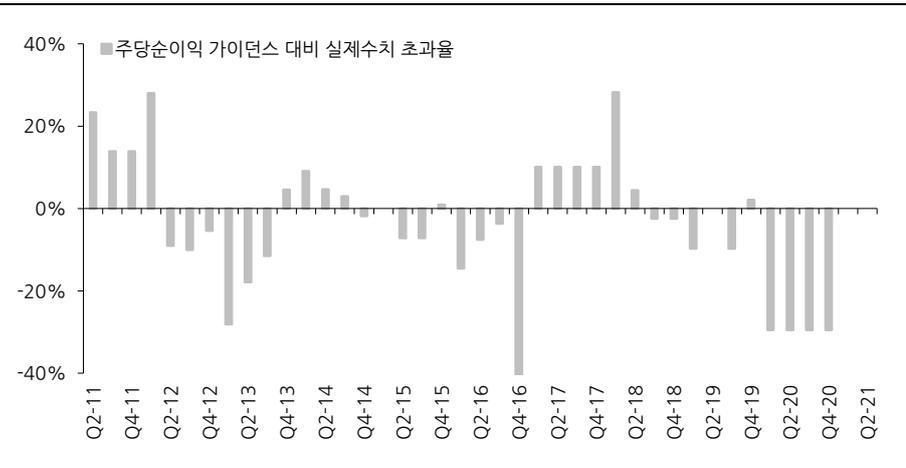
자료: 캐터필러, 한화투자증권 리서치센터

[그림166] 캐터필러 주요 제품



자료: 캐터필러, 한화투자증권 리서치센터

[그림167] 캐터필러 가이드نس 대비 실적



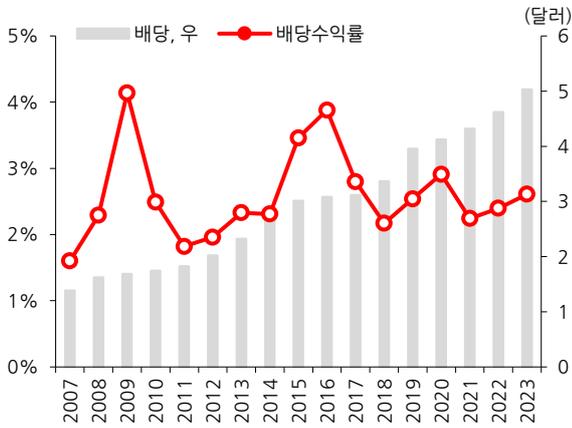
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 캐터필러 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|---------------------|-----------------|
| D James Umpleby III | 이사회 의장, CEO |
| Andrew R J Bonfield | CFO |
| Eric A Braun | CCO |
| Cheryl H Johnson | CHO |
| Matthew R Jones | CAO |
| Suzette M Long | CLO |
| G Michael Marvel | CAO |
| Joseph E Creed | Group President |

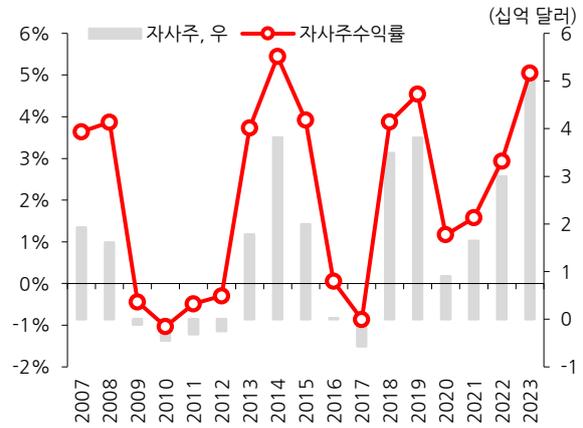
자료: 캐터필러, 한화투자증권 리서치센터

[그림168] 캐터필러 배당 및 배당수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림169] 캐터필러 자사주 및 자사주 수익률



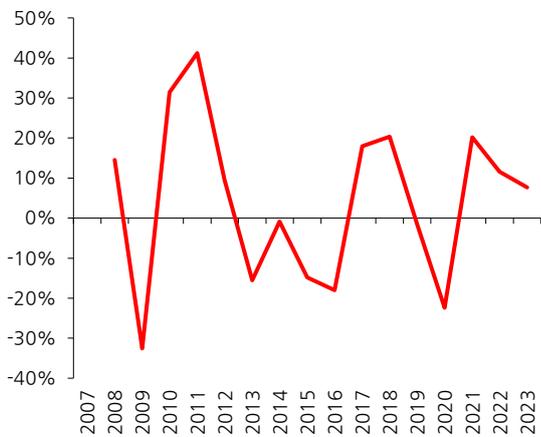
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림170] 캐터필러 총주주환원율 추이



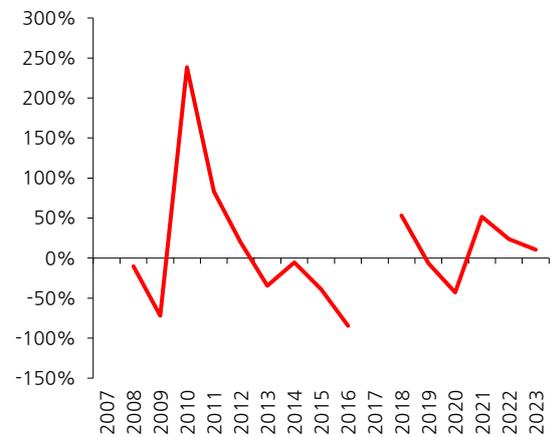
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림171] 캐터필러 매출 증가율



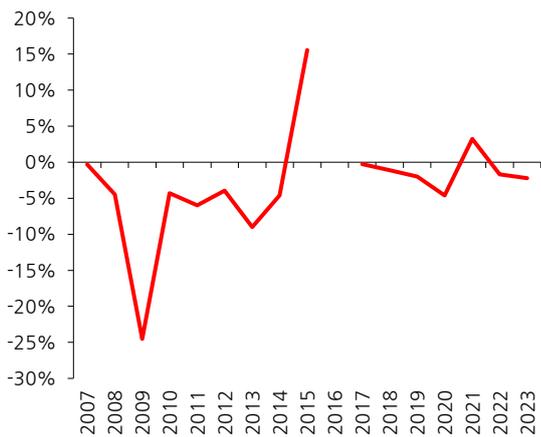
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림172] 캐터필러 영업이익 증가율



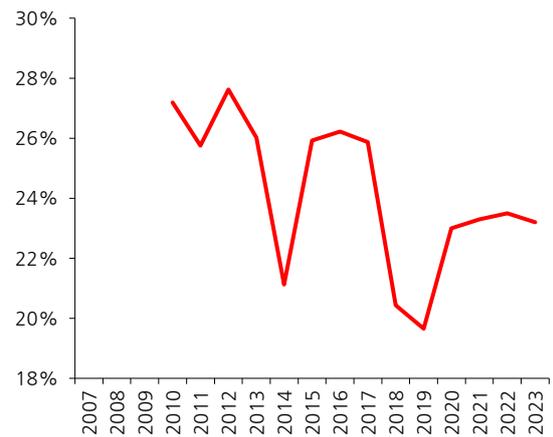
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림173] 캐터필러 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림174] 캐터필러 법인세율



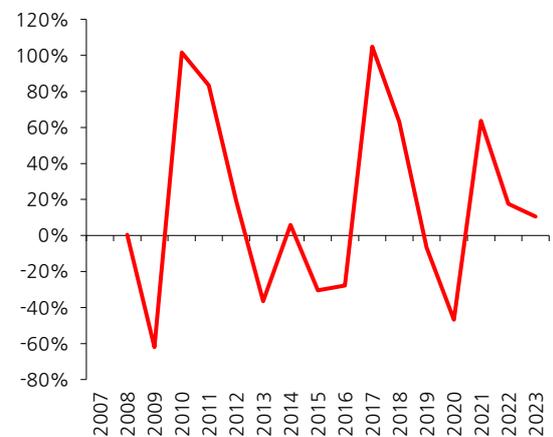
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림175] 캐터필러 세전이익 증가율



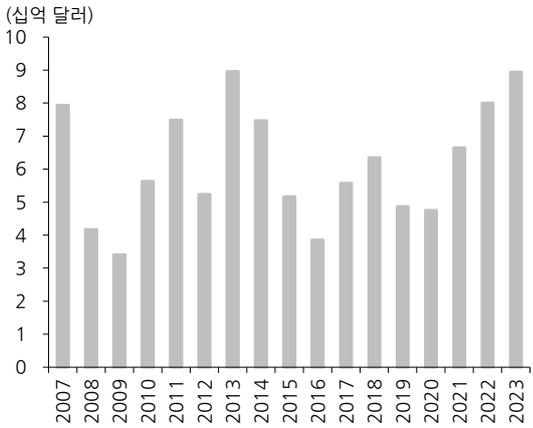
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림176] 캐터필러 순이익 증가율



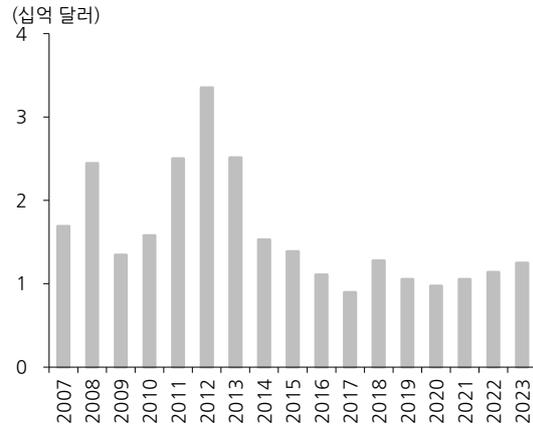
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림177] 캐터필러 영업활동현금흐름



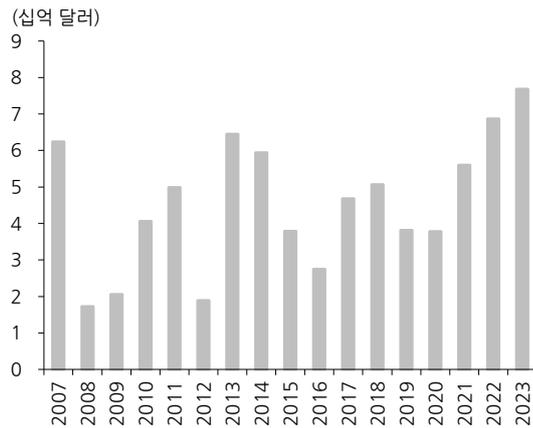
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림178] 캐터필러 설비투자



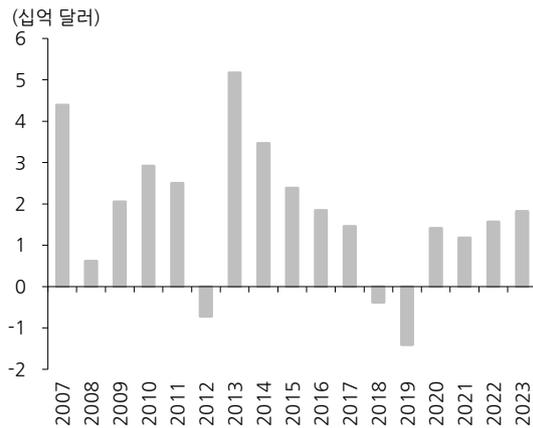
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림179] 캐터필러 잉여현금흐름



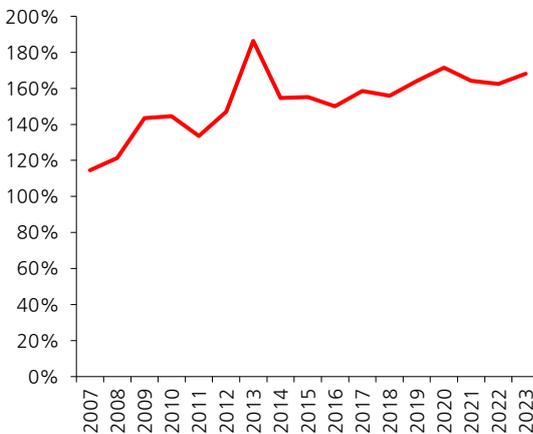
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림180] 캐터필러 영업활동현금흐름 - 순이익



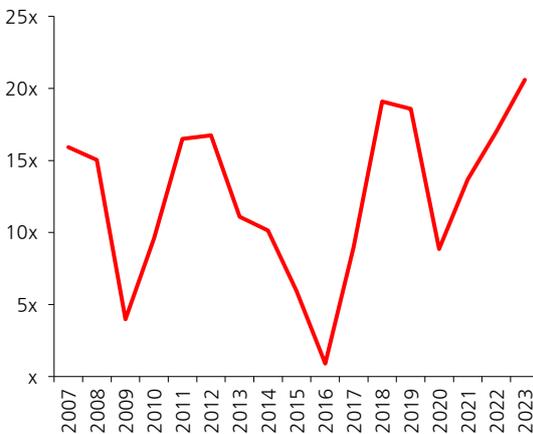
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림181] 캐터필러 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림182] 캐터필러 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림183] PER 및 EPS 증가율

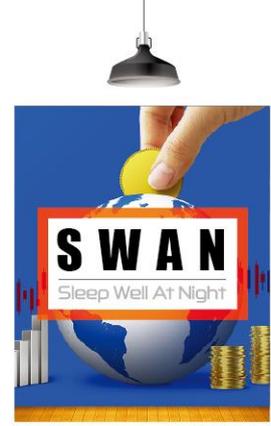


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림 184] 캐터필러 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 6,460 | 7,168 | 8,261 | 7,857 | 8,284 | 9,352 | 11,103 | 13,494 | 16,978 |
| Short term receivables | 15,686 | 14,503 | 16,193 | 17,452 | 17,904 | 16,780 | 18,074 | 18,255 | 18,063 |
| Inventories | 9,700 | 8,614 | 10,018 | 11,529 | 11,266 | 11,402 | 11,870 | 11,750 | 11,366 |
| Other current assets | 1,662 | 1,682 | 1,772 | 1,765 | 1,739 | 1,930 | 1,930 | 1,930 | 1,930 |
| Total current assets | 33,508 | 31,967 | 36,244 | 38,603 | 39,193 | 39,464 | 42,977 | 45,429 | 48,337 |
| Net PPE | 16,090 | 15,322 | 14,155 | 13,574 | 12,904 | 12,401 | 12,514 | 12,608 | 12,686 |
| Long term receivables | 14,821 | 14,585 | 14,532 | 14,447 | 13,844 | 13,407 | 13,407 | 13,407 | 13,407 |
| Intangibles | 9,436 | 8,369 | 8,311 | 8,114 | 7,761 | 7,702 | 7,702 | 7,702 | 7,702 |
| Other non current assets | 4,487 | 4,461 | 3,720 | 3,771 | 4,751 | 5,350 | 5,350 | 5,350 | 5,350 |
| Total non current assets | 44,834 | 42,737 | 40,718 | 39,906 | 39,260 | 38,860 | 38,973 | 39,067 | 39,145 |
| Total Assets | 78,342 | 74,704 | 76,962 | 78,509 | 78,453 | 78,324 | 81,949 | 84,496 | 87,482 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 6,967 | 7,303 | 11,030 | 11,553 | 11,376 | 11,164 | 11,164 | 11,164 | 11,164 |
| Accounts payable | 5,023 | 4,614 | 6,487 | 7,051 | 5,957 | 6,128 | 6,335 | 6,244 | 6,010 |
| Accrued expenses | 5,110 | 4,299 | 5,779 | 5,957 | 5,379 | 4,738 | 5,251 | 5,390 | 5,427 |
| Advances from clients | 1,146 | 1,167 | 1,426 | 1,243 | 1,187 | 1,108 | 1,196 | 1,209 | 1,198 |
| Other current payables | 7,996 | 8,749 | 2,209 | 2,414 | 2,722 | 2,579 | 2,579 | 2,579 | 2,579 |
| Total current liabilities | 26,242 | 26,132 | 26,931 | 28,218 | 26,621 | 25,717 | 26,525 | 26,586 | 26,377 |
| LT debt | 25,169 | 22,818 | 23,847 | 25,000 | 26,281 | 25,999 | 25,999 | 25,999 | 25,999 |
| Liability for postemployment benefits | 8,843 | 9,357 | 8,365 | 7,455 | 6,599 | 6,872 | 6,872 | 6,872 | 6,872 |
| Other non current liabilities | 3,203 | 3,184 | 4,052 | 3,756 | 4,323 | 4,358 | 5,153 | 5,946 | 6,736 |
| Total non current liabilities | 37,215 | 35,359 | 36,264 | 36,211 | 37,203 | 37,229 | 38,024 | 38,817 | 39,607 |
| Total liabilities | 63,457 | 61,491 | 63,195 | 64,429 | 63,824 | 62,946 | 64,549 | 65,403 | 65,984 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (par) | 5,238 | 5,277 | 5,593 | 5,827 | 5,935 | 6,230 | 6,230 | 6,230 | 6,230 |
| Retained earnings | 29,243 | 27,377 | 26,301 | 30,427 | 34,437 | 35,167 | 37,190 | 39,933 | 43,388 |
| Others including treasury | -19,596.0 | -19,441.0 | -18,128.0 | -22,174 | -25,743 | -26,019 | -26,019 | -27,069 | -28,120 |
| Total equity | 14,885 | 13,213 | 13,766 | 14,080 | 14,629 | 15,378 | 17,401 | 19,093 | 21,498 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 78,342 | 74,704 | 76,962 | 78,509 | 78,453 | 78,324 | 81,949 | 84,496 | 87,482 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | 25.6 | 22.5 | 23.0 | 24.5 | 26.6 | 28.2 | 31.9 | 35.4 | 40.2 |
| Number of shares (M) | 582.3 | 586.5 | 597.6 | 575.5 | 550.1 | 545.3 | 545.3 | 539.8 | 534.4 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 47,011 | 38,537 | 45,462 | 54,722 | 53,800 | 41,748 | 49,199 | 52,147 | 54,276 |
| growth yoy | -18.0% | 18.0% | 20.4% | -1.7% | -22.4% | 17.8% | 6.0% | 4.1% | |
| Cost of good sold | 36,608 | 28,311 | 31,050 | 36,997 | 36,632 | 29,082 | 34,420 | 35,869 | 36,696 |
| % to sales | 77.9% | 73.5% | 68.3% | 67.6% | 68.1% | 69.7% | 70.0% | 68.8% | 67.6% |
| Gross profit | 10,403 | 10,226 | 14,412 | 17,725 | 17,168 | 12,666 | 14,779 | 16,278 | 17,581 |
| growth yoy | -1.7% | 40.9% | 23.0% | -3.1% | -26.2% | 16.7% | 10.1% | 8.0% | |
| SG&A | 4,637 | 7,537 | 7,381 | 7,198 | 7,505 | 6,433 | 7,222 | 7,465 | 7,571 |
| % to sales | 9.9% | 19.6% | 16.2% | 13.2% | 13.9% | 15.4% | 14.7% | 14.3% | 13.9% |
| R&D | 2,165 | 1,951 | 1,905 | 1,850 | 1,693 | 1,415 | 1,608 | 1,756 | 1,882 |
| % to sales | 4.6% | 5.1% | 4.2% | 3.4% | 3.1% | 3.4% | 3.3% | 3.4% | 3.5% |
| Operating profit | 3,601 | 738 | 5,126 | 8,677 | 7,970 | 4,818 | 5,949 | 7,057 | 8,127 |
| growth yoy | -79.5% | 594.6% | 69.3% | -8.1% | -39.5% | 23.5% | 18.6% | 15.2% | |
| % to sales | 7.7% | 1.9% | 11.3% | 15.9% | 14.8% | 11.5% | 12.1% | 13.5% | 15.0% |
| Net interest expense | 550 | 553 | 622 | 448 | 429 | 514 | 547 | 497 | 424 |
| % to net debt | 2.1% | 2.4% | 2.3% | 1.6% | 1.5% | 1.8% | 2.1% | 2.1% | 2.1% |
| Net debt | 25,676 | 22,953 | 26,616 | 28,696 | 29,373 | 27,811 | 26,060 | 23,669 | 20,185 |
| Other non operating expenses | 712 | 2,544 | 1,058 | 224 | 271 | 39 | 48 | 56 | 65 |
| % to operating profit | 19.8% | 344.6% | 20.6% | 2.6% | 3.4% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| Earnings before tax | 3,763 | 2,729 | 5,562 | 8,453 | 7,812 | 4,343 | 5,450 | 6,616 | 7,768 |
| growth yoy | -27.5% | 103.8% | 52.0% | -7.6% | -44.4% | 25.5% | 21.4% | 17.4% | |
| % to sales | 8.0% | 7.1% | 12.2% | 15.4% | 14.5% | 10.4% | 11.1% | 12.7% | 14.3% |
| tax expense | 976 | 716 | 1,439 | 1,728 | 1,535 | 999 | 1,162 | 1,411 | 1,657 |
| % to net profit | 25.9% | 26.2% | 25.9% | 20.4% | 19.7% | 23.0% | 21.3% | 21.3% | 21.3% |
| Net profit | 2,787 | 2,013 | 4,123 | 6,725 | 6,277 | 3,344 | 4,288 | 5,206 | 6,112 |
| growth yoy | -27.8% | 104.8% | 63.1% | -6.7% | -46.7% | 28.2% | 21.4% | 17.4% | |
| % to sales | 5.9% | 5.2% | 9.1% | 12.3% | 11.7% | 8.0% | 8.7% | 10.0% | 11.3% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 4.79 | 3.43 | 6.90 | 11.69 | 11.41 | 6.13 | 7.86 | 9.64 | 11.44 |
| Actual | 4.64 | 3.42 | 6.88 | 11.22 | 11.06 | 6.56 | 8.29 | 10.07 | 11.86 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | 6,675 | 5,608 | 5,702 | 6,558 | 6,912 | 6,327 | 5,553 | 7,442 | 8,733 |
| Net profit | 2,787 | 2,013 | 4,123 | 6,725 | 6,277 | 3,344 | 4,288 | 5,206 | 6,112 |
| Depreciation and amortization | 3,046 | 3,034 | 2,877 | 2,766 | 2,577 | 2,432 | 2,454 | 2,473 | 2,488 |
| Increase in account receivables | 764 | 829 | -1,151 | -1,619 | 171 | 1,442 | -1,294 | -181 | 193 |
| Increase in inventories | 2,274 | 1,109 | -1,295 | -1,579 | 274 | -34 | -468 | 119 | 385 |
| Increase in account payables | -1,165 | -200 | 1,478 | 709 | -1,025 | 98 | 207 | -91 | -234 |
| Increase in accrued expenses | -588 | -811 | 1,480 | 178 | -578 | -641 | 513 | 138 | 37 |
| Increase in advances | | 21 | 259 | -183 | -56 | -79 | 88 | 13 | -11 |
| Others | -443.48 | -387 | -2069.18 | -439.26 | -727.55 | -235 | -235 | -235 | -235 |
| Cashflow from investment | -3,517 | -1,760 | -994 | -3,212 | -1,928 | -1,485 | -1,507 | -1,507 | -1,507 |
| Increase in net PPE | -3,261 | -2,928 | -2,336 | -2,916 | -2,669 | -2,115 | -2,567 | -2,567 | -2,567 |
| Net investments (Acquisition) | 404 | 1,011 | 1,089 | 496 | 1,124 | 393 | 823 | 823 | 823 |
| Others | -660 | 157 | 253 | -792 | -383 | 237 | 237 | 237 | 237 |
| Cashflow from financing | -3,870 | -3,112 | -3,653 | -3,650 | -4,538 | -3,755 | -2,294 | -3,544 | -3,742 |
| Repayment of interest bearing debt | -138 | -1,310 | -2,379 | 1,840 | 1,406 | -610 | 0 | 0 | 0 |
| Dividend payment | -1,757 | -1,799 | -1,831 | -1,951 | -2,132 | -2,243 | -2,293 | -2,493 | -2,690 |
| Net purchase of treasury stock | -1,992 | -23 | 566 | -3,485 | -3,809 | -901 | 0 | -1,050 | -1,050 |
| Others | 17 | 20 | -9 | -54 | -3 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 7,403 | 6,460 | 7,168 | 8,261 | 7,857 | 8,284 | 9,352 | 11,103 | 13,494 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 6,460 | 7,168 | 8,261 | 7,857 | 8,284 | 9,352 | 11,103 | 13,494 | 16,978 |
| Effect of FX | -311 | -28 | 38 | -100 | -19 | -19 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | 3,818 | 3,691 | 4,455 | 4,138 | 5,367 | 4,605 | 3,808 | 5,698 | 6,989 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 1,675 | 1,789 | 1,823 | 1,921 | 2,087 | 2,215 | 2,265 | 2,462 | 2,657 |
| Annual DPS | 2.95 | 3.08 | 3.11 | 3.36 | 3.78 | 4.12 | 4.49 | 4.89 | 5.33 |
| Implied # of shares | 567.8 | 580.7 | 587.1 | 571.7 | 552.1 | 537.7 | 537.7 | 532.3 | 527.0 |
| Check | 97.5% | 99.0% | 98.2% | 99.3% | 100.4% | 98.6% | 98.6% | 98.6% | 98.6% |
| Net share buyback | 1,992.0 | 23.0 | -566.0 | 3,485.0 | 3,809.0 | 901.0 | 0.0 | 1,050.4 | 1,050.4 |
| TSR/Net profit | 135.0% | 91.2% | 31.4% | 81.8% | 94.9% | 89.7% | 54.2% | 68.8% | 62.2% |
| DPS/EPS | 63.6% | 90.1% | 45.1% | 29.9% | 34.2% | 62.8% | 54.2% | 48.6% | 45.0% |
| Share buyback/Net profit | 71.5% | 1.1% | -13.7% | 51.8% | 60.7% | 26.9% | 0.0% | 20.2% | 17.2% |
| TSR/Market cap | 9.4% | 3.4% | 1.4% | 7.4% | 7.2% | 3.2% | 2.3% | 3.5% | 3.7% |
| DPS/stock price | 4.3% | 3.3% | 2.0% | 2.6% | 2.6% | 2.3% | 2.3% | 2.5% | 2.7% |
| Share buyback/Market cap | 5.0% | 0.0% | -0.6% | 4.8% | 4.7% | 0.9% | 0.0% | 1.0% | 1.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Pfizer Inc. (PFE)

코로나 백신 개발한 전통의 제약사

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 46.4

| | |
|---------------------|---------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 45.5 |
| 상승여력 | ▲2.1% |
| 시가총액(백만달러) | 254,824 |
| 발행주식수(천주) | 5,606,688 |
| 52 주 최고가/최저가 | 51.86 / 33.36 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 1,342.5 |

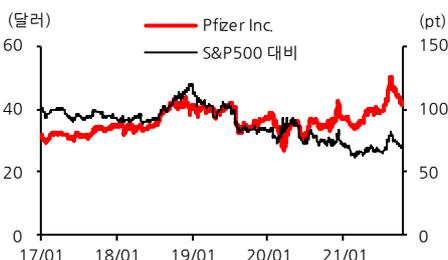
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | PFE US EQUITY |
| 산업 | 헬스케어 |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 5.9 | 3.4 | 17.6 | 32.3 |
| 상대수익률(S&P500) | -0.4 | -2.2 | 6.8 | -7.6 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 41,172 | 25,140 | 81,274 | 70,968 |
| 영업이익 | 14,800 | 6,563 | 25,667 | 23,419 |
| EBITDA | 20,972 | 8,880 | 28,682 | 26,556 |
| 지배주주순이익 | 16,273 | 5,770 | 23,082 | 20,349 |
| EPS | 2.9 | 1.1 | 4.1 | 3.7 |
| 순차입금 | 43,803 | - | 28,148 | 25,599 |
| PER | 30.7 | 11.9 | 11.2 | 12.3 |
| PBR | 3.4 | 3.3 | 3.5 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 12.4 | - | 9.5 | 10.3 |
| 배당수익률 | 3.4 | 3.6 | 3.4 | 3.6 |
| ROE | - | - | 31.6 | 25.3 |

주가 추이



화이자는 미국 뉴욕 맨해튼에 본사를 둔 다국적 제약 및 생명공학 기업입니다. 화이자는 면역학, 종양학, 심장학, 내분비학, 신경학을 위한 의약품과 백신을 개발하고 생산합니다. 각각 10억 달러 이상의 연간 수익을 올리는 여러 블록버스터 의약품 또는 제품(비아그라, 졸모프트, 리피터)을 보유하고 있습니다. 2020년 회사 매출의 50%는 미국에서, 8%는 중국과 일본에서, 36%는 다른 나라에서 발생했습니다.

11월 2일 발표된 2021년 회계연도 3분기 실적 예상치 상회

화이자 (PFE)의 3분기 실적은 매출 241억 달러, 주당순이익 1.34달러로 컨센서스 227억 달러/1.08 달러를 상회했다. 각각 전년 대비 98.6%/86.1% 증가한 값이다. 매출의 60% 이상이 미국 외 국가에서 판매된 코로나 백신 '코머니티'가 성장의 원동력이 됐다. 부스터샷 수요까지 확대되면서 백신판매량이 증가할 전망이다.

바이오시밀러 및 미국 병원 제품도 내수 성장을 견인했다. 내과계 의약품 매출은 전 분기 대비 21% 증가한 13억 달러였다. 4분기 시장 컨센서스는 매출 251.4억 달러, 주당순이익 1.06 달러로 전년 동기 대비 115%/152% 급증하는 것으로 나타난다.

상향 조정된 2021년 회계연도 가이드런스

2021년 회계연도 매출을 2분기에 제시한 780 ~ 800억 달러 에서 810 ~ 820억 달러로 상향했다. 연간 주당순이익 예상치는 3.95 - 4.05 달러에서 4.13 - 4.18달러로 올렸다. 2021년 23억 도스 공급을 가정할 때 백신 판매액은 360억 달러 이상이고 세전이익률은 높은 20% 수준이 될 것이라고 화이자는 추정했다.

Bloomberg 매수 34.8%, 목표주가 46.4 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 23곳의 증권사 중 매수의견은 8개 보유 의견은 15개, 매도의견은 0개이다. 최고 목표주가는 61 달러, 최저 목표주가는 38 달러이다. 블룸버그 목표주가는 46.4 달러이며 현재주가 45.5 달러 대비 상승여력 2.1% 이다.

[표19] 화이자 연혁

| | |
|------|--|
| 1849 | Charles Pfizer 와 Charles F. Erhart 가 뉴욕 브루클린에서 설립 |
| 1942 | 델라웨어에 회사 이전, 시트르산 발견으로 백신 대량 생산 기술 확보 |
| 1950 | 벨기에, 브라질, 캐나다, 멕시코, 영국에 지사를 설립하며 글로벌 확장 |
| 1980 | 펠덴을 출시, 첫 매출 10 억 달러에 도달한 제품 |
| 1989 | 비아그라, 졸로프트, 리피터 등 신약 개발 |
| 2012 | 류마티스 관절염 치료제 젤찬츠 개발: 소비자 직접 광고 1 위 의약품, 17 억 달러의 매출 달성 |
| 2013 | 뉴욕 거래소에 상장 |
| 2019 | 7500 종의 제약 포트폴리오 보유한 미국 제약사 마일란 인수 |
| 2020 | 독일 바이온텍사와 코로나 백신을 공동 개발, 21 년 FDA 승인 확보 |

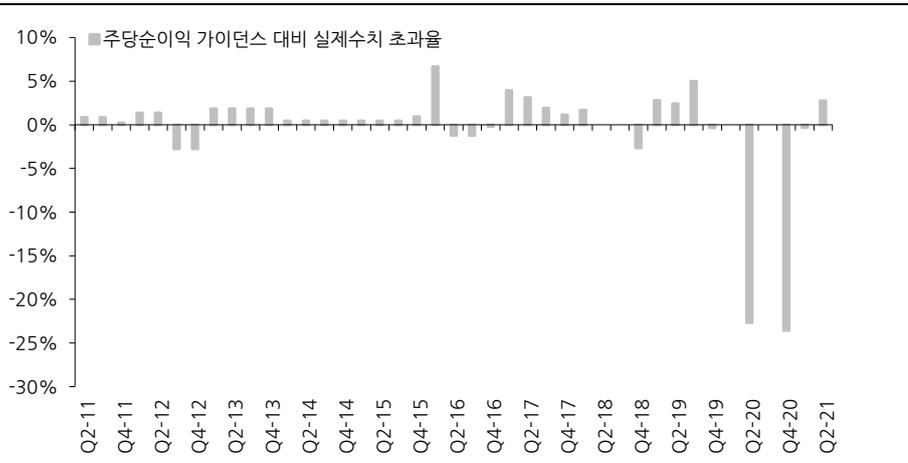
자료: 화이자, 한화투자증권 리서치센터

[그림185] 화이자 주요 제품



자료: 화이자, 한화투자증권 리서치센터

[그림186] 화이자 가이던스 대비 실적



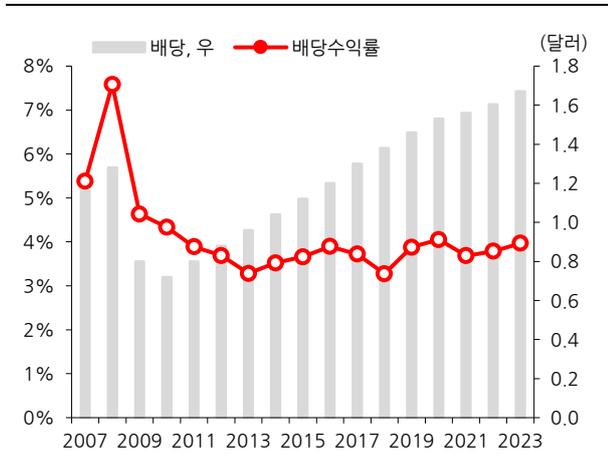
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표20] 화이자 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|----------------------------|--------------------------------------|
| Dr Albert Bourla | 이사회 의장, CEO |
| Dr Mikael Dolsten | Worldwide Research Dev & Medical 담당자 |
| Angela Hwang | Biopharmaceuticals Group 담당자 |
| Payal Sahni Becher | CHO |
| Lidia L Fonseca | CTO |
| Rady A Johnson | CCO |
| Dr Alexander Rod Mackenzie | CDO |
| Aamir Malik | CBO |

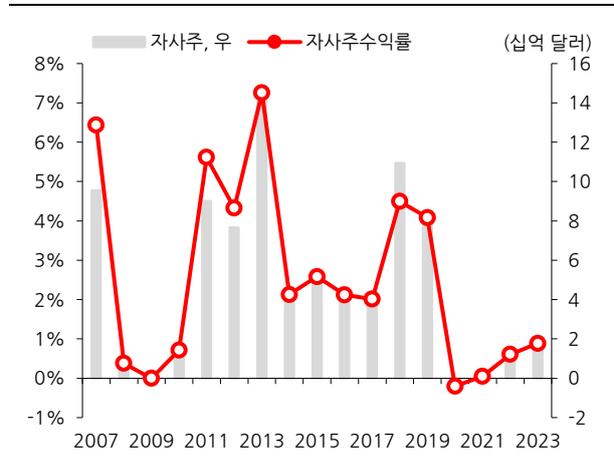
자료: 화이자, 한화투자증권 리서치센터

[그림187] 화이자 배당 및 배당수익률



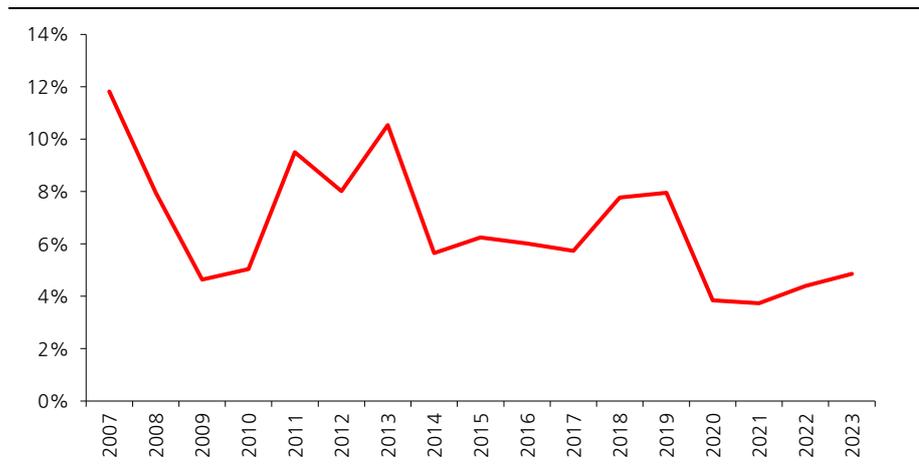
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림188] 화이자 자사주 및 자사주 수익률



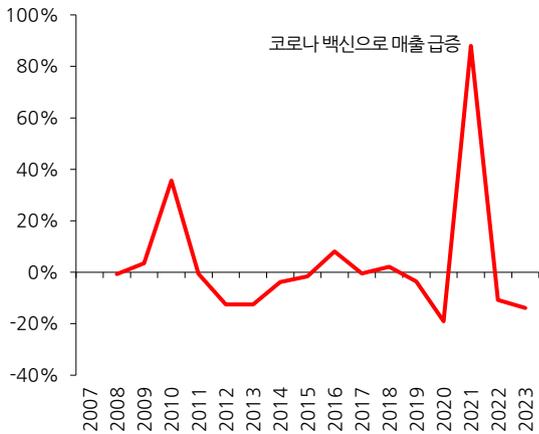
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림189] 화이자 총주주환원율 추이



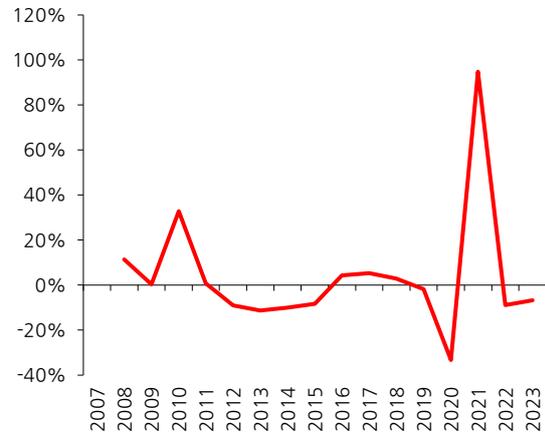
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림190] 화이자 매출 증가율



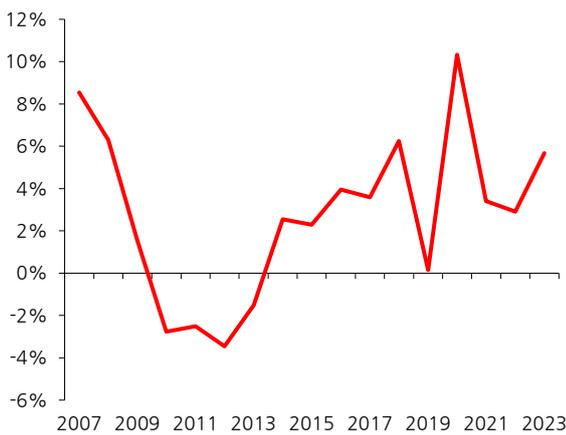
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림191] 화이자 영업이익 증가율



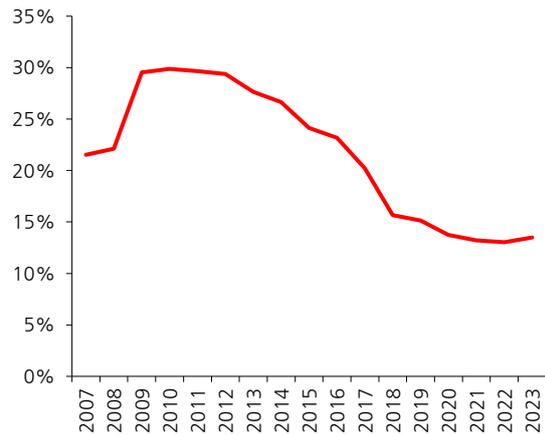
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림192] 화이자 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



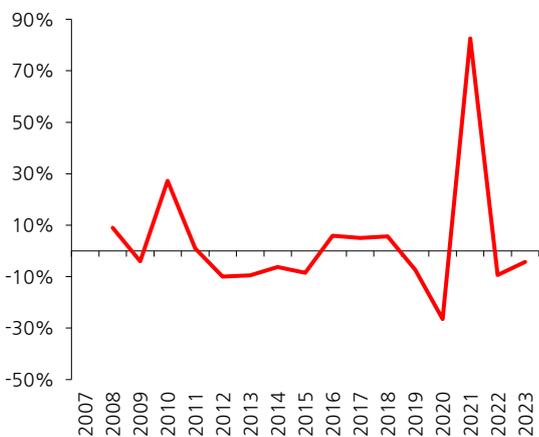
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림193] 화이자 법인세율



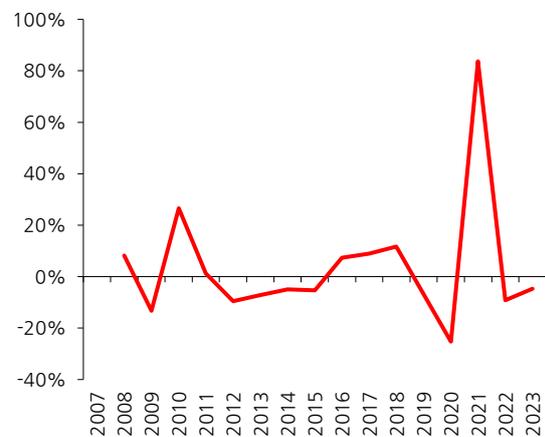
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림194] 화이자 세전이익 증가율



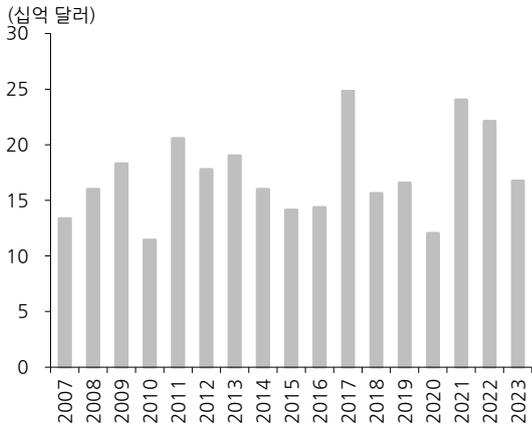
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림195] 화이자 순이익 증가율



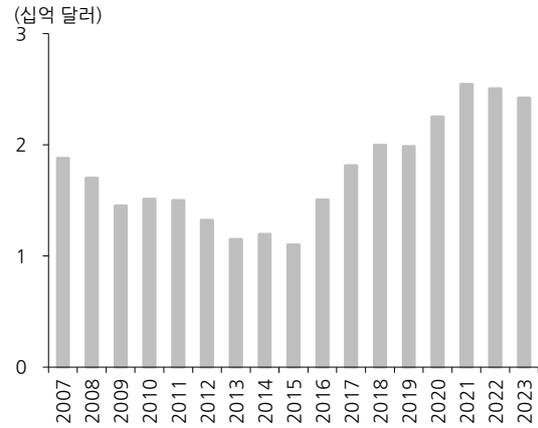
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림196] 화이자 영업활동현금흐름



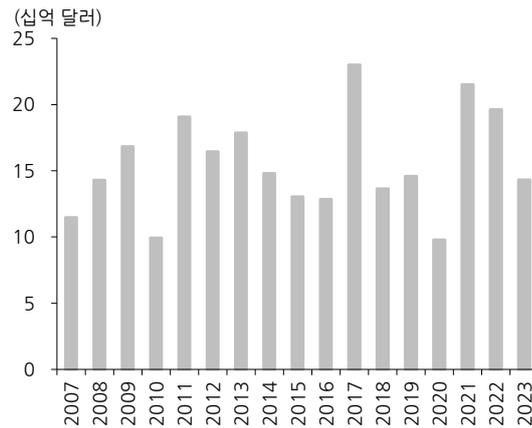
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림197] 화이자 설비투자



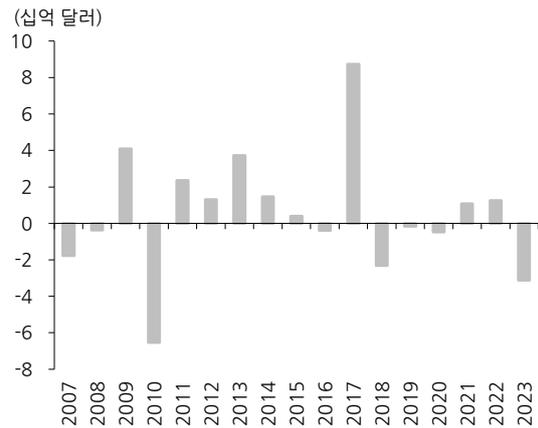
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림198] 화이자 잉여현금흐름



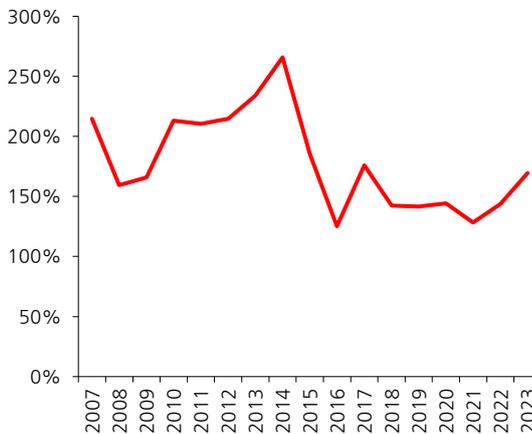
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림199] 화이자 영업활동현금흐름 - 순이익



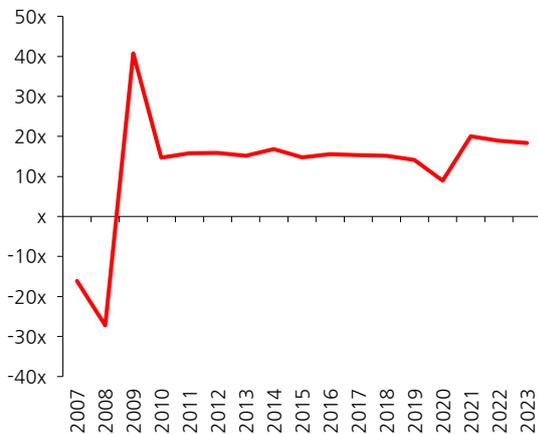
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림200] 화이자 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림201] 화이자 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림202] PER 및 EPS 증가율

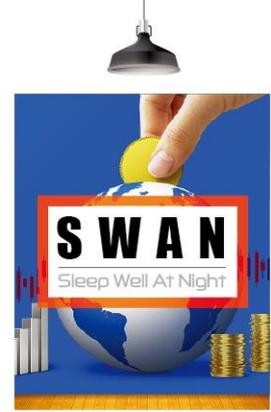


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림203] 화이자 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 3,641 | 2,595 | 1,342 | 1,171 | 1,305 | 1,784 | 794 | 11,924 | 22,032 |
| Short term financial investments | 19,649 | 15,255 | 18,650 | 17,662 | 8,525 | 10,437 | 10,437 | 10,437 | 10,437 |
| Accounts Receivable | 8,176 | 8,225 | 8,221 | 8,025 | 8,724 | 7,930 | 14,932 | 14,031 | 11,969 |
| Inventories | 7,513 | 6,783 | 7,578 | 7,508 | 8,283 | 8,046 | 15,150 | 14,236 | 12,144 |
| Other current assets | 4,825 | 6,091 | 5,350 | 15,560 | 5,966 | 6,870 | 6,870 | 6,870 | 6,870 |
| Total current assets | 43,804 | 38,949 | 41,141 | 49,926 | 32,803 | 35,067 | 50,670 | 48,184 | 57,498 |
| Net PPE | 13,766 | 13,318 | 13,865 | 13,385 | 15,280 | 15,293 | 15,073 | 14,861 | 14,656 |
| Investments | 15,999 | 7,116 | 7,015 | 2,767 | 20,147 | 20,262 | 20,262 | 20,262 | 20,262 |
| Intangibles incl. goodwill | 88,598 | 107,097 | 104,693 | 88,622 | 94,024 | 78,048 | 78,048 | 78,048 | 78,048 |
| Other non current assets | 5,293 | 5,135 | 5,083 | 4,722 | 5,235 | 5,559 | 5,559 | 5,559 | 5,559 |
| Total non current assets | 123,656 | 132,666 | 130,656 | 109,496 | 134,686 | 119,162 | 118,942 | 118,730 | 118,525 |
| Total Assets | 167,460 | 171,615 | 171,797 | 159,422 | 167,489 | 154,229 | 167,126 | 176,228 | 181,977 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 10,160 | 10,688 | 9,953 | 8,831 | 16,471 | 3,024 | 3,024 | 3,024 | 3,024 |
| Accounts payable | 3,620 | 4,536 | 4,656 | 4,674 | 4,220 | 4,309 | 7,104 | 6,675 | 5,694 |
| Other current payables | 15,619 | 15,891 | 15,818 | 18,353 | 16,613 | 18,587 | 18,587 | 18,587 | 18,587 |
| Total current liabilities | 29,399 | 31,115 | 30,427 | 31,858 | 37,304 | 25,920 | 28,715 | 28,286 | 27,305 |
| LT debt | 28,818 | 31,398 | 33,538 | 32,909 | 37,003 | 38,247 | 38,247 | 38,247 | 38,247 |
| Provision for risks and charges | 12,111 | 12,172 | 26,127 | 21,347 | 18,888 | 16,971 | 16,971 | 16,971 | 16,971 |
| Deferred tax liabilities | 26,877 | 30,753 | 3,900 | 3,700 | 5,578 | 4,063 | 4,063 | 4,063 | 4,063 |
| Other non current liabilities | 5,257 | 6,337 | 6,149 | 5,850 | 5,271 | 5,555 | 4,960 | 4,302 | 3,581 |
| Total non current liabilities | 73,063 | 80,660 | 69,714 | 63,806 | 66,740 | 64,836 | 64,241 | 63,583 | 62,862 |
| Total liabilities | 102,462 | 111,775 | 100,141 | 95,664 | 104,044 | 90,756 | 92,956 | 91,869 | 90,168 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (par) | 459 | 461 | 464 | 467 | 468 | 470 | 470 | 470 | 470 |
| Capital Surplus | 81,016 | 82,685 | 84,278 | 86,253 | 87,428 | 88,674 | 87,619 | 86,564 | 85,508 |
| Retained earnings | 71,993 | 71,774 | 85,291 | 89,553 | 97,670 | 96,770 | 109,572 | 121,867 | 131,424 |
| Others including treasury | -88,470 | -95,080 | -98,377 | -112,515 | -122,121 | -122,441 | -123,492 | -124,542 | -125,593 |
| Total equity | 64,998 | 59,840 | 71,656 | 63,758 | 63,445 | 63,473 | 74,170 | 84,359 | 91,810 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 167,460 | 171,615 | 171,797 | 159,422 | 167,489 | 154,229 | 167,126 | 176,228 | 181,977.49 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | 10.4 | 9.7 | 11.8 | 10.7 | 11.2 | 11.3 | 13.2 | 15.1 | 16.5 |
| Number of shares (M) | 6,238.0 | 6,158.3 | 6,058.5 | 5,945.8 | 5,651.5 | 5,631.8 | 5,606.7 | 5,581.7 | 5,556.8 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 48,851 | 52,824 | 52,546 | 53,647 | 51,750 | 41,908 | 78,912 | 74,150 | 63,254 |
| growth yoy | | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 8.1% | 88.3% | 8.1% | 8.1% |
| Vaccines | 6,349 | 5,863 | 6,236 | 6,332 | 6,275 | 6,675 | 40,021 | 32,350 | 19,732 |
| Oncology | 2,761 | 4,332 | 6,165 | 7,316 | 8,849 | 11,045 | 13,048 | 14,545 | 15,243 |
| Hospital | 3,255 | 3,552 | 3,228 | 3,309 | 3,452 | 7,692 | 8,154 | 8,480 | 8,692 |
| Inflammation | 3,856 | 3,836 | 3,900 | 3,932 | 3,970 | 4,567 | 4,759 | 4,892 | 5,005 |
| Biosimilars | | 319 | 531 | 769 | 911 | 1,527 | 2,309 | 3,114 | 3,689 |
| Others | 32,630 | 34,924 | 32,487 | 31,989 | 28,293 | 10,403 | 10,621 | 10,770 | 10,893 |
| Cost of good sold | 9,021 | 11,630 | 10,790 | 11,130 | 10,030 | 8,593 | 31,170 | 26,894 | 19,201 |
| % to sales | 18.5% | 22.0% | 20.5% | 20.7% | 19.4% | 20.5% | 39.5% | 36.3% | 30.4% |
| Gross profit | 39,831 | 41,194 | 41,756 | 42,517 | 41,720 | 33,315 | 47,742 | 47,256 | 44,053 |
| growth yoy | | 3.4% | 1.4% | 1.8% | -1.9% | -1.9% | 43.3% | -1.0% | -6.8% |
| SG&A | 14,453 | 14,873 | 14,662 | 14,469 | 13,379 | 7,297 | 11,846 | 11,873 | 11,393 |
| % to sales | 29.6% | 28.2% | 27.9% | 27.0% | 25.9% | 17.4% | 15.0% | 16.0% | 18.0% |
| R&D | 7,653 | 7,841 | 7,626 | 8,006 | 8,650 | 9,405 | 10,292 | 10,412 | 10,780 |
| % to sales | 15.7% | 14.8% | 14.5% | 14.9% | 16.7% | 22.4% | 13.0% | 14.0% | 17.0% |
| Operating profit | 17,725 | 18,480 | 19,468 | 20,042 | 19,691 | 16,613 | 25,604 | 24,971 | 21,880 |
| growth yoy | | 4.3% | 5.3% | 2.9% | -1.8% | -15.6% | 54.1% | -2.5% | -12.4% |
| % to sales | 36.3% | 35.0% | 37.0% | 37.4% | 38.1% | 39.6% | 32.4% | 33.7% | 34.6% |
| Net interest expense | 1,199 | 1,186 | 1,270 | 1,316 | 1,574 | 1,449 | 1,498 | 943 | 439 |
| % to net debt | 7.6% | 4.9% | 5.4% | 5.7% | 3.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| Net debt | 15,688 | 24,236 | 23,499 | 22,907 | 43,644 | 29,050 | 30,040 | 18,910 | 8,802 |
| Other non operating expenses | 1,607 | 1,916 | 1,968 | 2,568 | 1,602 | -666 | 528 | 515 | 452 |
| % to operating profit | 9.1% | 10.4% | 10.1% | 12.8% | 8.1% | -4.0% | 2.1% | 2.1% | 2.1% |
| Earnings before tax | 18,133 | 19,210 | 20,166 | 21,294 | 19,719 | 14,998 | 24,634 | 24,543 | 21,892 |
| growth yoy | | 5.9% | 5.0% | 5.6% | -7.4% | -26.5% | 69.9% | -0.4% | -10.8% |
| % to sales | 37.1% | 36.4% | 38.4% | 39.7% | 38.1% | 34.6% | 31.2% | 33.1% | 34.6% |
| tax expense | 4,378 | 4,449 | 4,081 | 3,336 | 2,986 | 1,992 | 3,385 | 3,372 | 3,008 |
| % to net profit | 24.1% | 23.2% | 20.2% | 15.7% | 15.1% | 13.7% | 13.7% | 13.7% | 13.7% |
| Net profit | 13,755 | 14,761 | 16,085 | 17,958 | 16,733 | 12,506 | 21,249 | 21,171 | 18,884 |
| growth yoy | | 7.3% | 9.0% | 11.6% | -6.8% | -25.3% | 69.9% | -0.4% | -10.8% |
| % to sales | 28.2% | 27.9% | 30.6% | 33.5% | 32.3% | 29.8% | 26.9% | 28.6% | 29.9% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 2.21 | 2.40 | 2.65 | 3.02 | 2.96 | 2.22 | 3.79 | 3.79 | 3.40 |
| Actual | 2.20 | 2.40 | 2.65 | 3.00 | 2.95 | 2.22 | 3.78 | 3.79 | 3.39 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | 14,512 | 15,901 | 16,468 | 15,827 | 12,588 | 14,403 | 13,398 | 25,952 | 25,387 |
| Net profit | 13,755 | 14,761 | 16,085 | 17,958 | 16,733 | 12,506 | 21,249 | 21,171 | 18,884 |
| Depreciation and amortization | 5,157 | 5,757 | 6,269 | 6,384 | 6,010 | 4,777 | 4,708 | 4,642 | 4,578 |
| Increase in account receivables | 21 | -134 | 259 | -644 | -742 | -1,249 | -7,002 | 901 | 2,062 |
| Increase in inventories | -199 | 365 | -357 | -717 | -1,050 | -736 | -7,104 | 914 | 2,092 |
| Increase in account payables | 254 | 871 | 46 | 431 | -564 | 353 | 2,795 | -429 | -981 |
| Others | -4,476 | -5,719 | -5,834 | -7,585 | -7,799 | -1,248 | -1,248 | -1,248 | -1,248 |
| Cashflow from investment | -2,981 | -7,811 | -4,741 | 4,525 | -3,945 | -4,271 | -4,271 | -4,271 | -4,271 |
| Increase in net PPE | -1,496 | -1,999 | -2,217 | -2,196 | -2,594 | -2,791 | -2,791 | -2,791 | -2,791 |
| Net investments (Acquisition) | -16,466 | -18,368 | -1,000 | 0 | -10,861 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Others | 14,981 | 12,556 | -1,524 | 6,721 | 9,510 | -1,480 | -1,480 | -1,480 | -1,480 |
| Cashflow from financing | -10,233 | -8,921 | -13,035 | -20,441 | -8,485 | -9,649 | -10,117 | -10,551 | -11,008 |
| Repayment of interest bearing debt | 1,306 | 2,573 | -1,005 | -935 | 8,764 | -12,755 | 0 | 0 | 0 |
| Dividend payment | -6,940 | -7,317 | -7,659 | -7,978 | -8,043 | -8,440 | -8,547 | -8,982 | -9,439 |
| Net purchase of treasury stock | -4,897 | -3,981 | -4,138 | -10,939 | -8,471 | 425 | -1,051 | -1,051 | -1,051 |
| Others | 298 | -196 | -233 | -589 | -735 | 11,121 | -519 | -519 | -519 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 3,343 | 3,641 | 2,595 | 1,342 | 1,171 | 1,305 | 1,784 | 794 | 11,924 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 3,641 | 2,595 | 1,342 | 1,171 | 1,305 | 1,784 | 794 | 11,924 | 22,032 |
| Effect of FX | -1,000 | -215 | 55 | -82 | -24 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | -3,450 | -4,466 | 13,251 | 13,631 | -867 | 11,612 | 10,607 | 23,161 | 22,596 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 6,816 | 7,223 | 7,574 | 7,898 | 8,027 | 8,341 | 8,447 | 8,876 | 9,328 |
| Annual DPS | 1.12 | 1.20 | 1.28 | 1.36 | 1.44 | 1.52 | 1.60 | 1.69 | 1.79 |
| Implied # of shares | 6,085.8 | 6,019.0 | 5,916.8 | 5,807.5 | 5,574.1 | 5,487.3 | 5,462.9 | 5,438.5 | 5,414.3 |
| Check | 97.6% | 97.7% | 97.7% | 97.7% | 98.6% | 97.4% | 97.4% | 97.4% | 97.4% |
| Net share buyback | 4,897.0 | 3,981.0 | 4,138.0 | 10,939.0 | 8,471.0 | -425.0 | 1,050.5 | 1,050.5 | 1,050.5 |
| TSR/Net profit | 86.5% | 77.0% | 74.0% | 106.2% | 99.4% | 65.1% | 47.3% | 49.7% | 58.3% |
| DPS/EPS | 50.9% | 50.0% | 48.3% | 45.3% | 48.8% | 68.5% | 42.4% | 44.7% | 52.7% |
| Share buyback/Net profit | 35.6% | 27.0% | 25.7% | 60.9% | 50.6% | -3.4% | 4.9% | 5.0% | 5.6% |
| TSR/Market cap | 6.2% | 6.0% | 5.7% | 7.7% | 7.9% | 3.9% | 4.3% | 4.5% | 4.7% |
| DPS/stock price | 3.7% | 3.9% | 3.7% | 3.3% | 3.9% | 4.1% | 3.8% | 4.0% | 4.2% |
| Share buyback/Market cap | 2.6% | 2.1% | 2.0% | 4.4% | 4.0% | -0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Johnson & Johnson (JNJ)

미국에 두 개뿐인 AAA 신용 등급 기업

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 186.7

| | |
|---------------------|-----------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 165.6 |
| 상승여력 | ▲12.7% |
| 시가총액(백만달러) | 435,932 |
| 발행주식수(천주) | 2,632,597 |
| 52 주 최고가/최저가 | 179.92 / 137.49 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 1,018.8 |

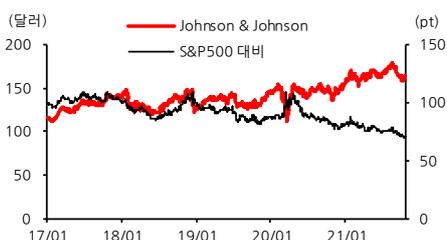
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | JNJ US EQUITY |
| 산업 | 헬스케어 |

| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|------|------|-------|
| 절대수익률 | 3.2 | -3.9 | 1.8 | 19.4 |
| 상대수익률(S&P500) | -3.1 | -9.4 | -9.0 | -20.5 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|---------|
| 매출액 | 82,059 | 25,288 | 94,265 | 97,793 |
| 영업이익 | 20,080 | 6,756 | 30,071 | 32,138 |
| EBITDA | 27,389 | 7,469 | 33,168 | 35,666 |
| 지배주주순이익 | 15,119 | 5,685 | 26,198 | 27,350 |
| EPS | 5.7 | 2.1 | 9.8 | 10.3 |
| 순차입금 | 9,394 | 3,977 | 607 | -12,033 |
| PER | 19.9 | 16.6 | 16.9 | 16.0 |
| PBR | 6.5 | 5.8 | 6.1 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 14.4 | 12.6 | 13.2 | 12.3 |
| 배당수익률 | 2.5 | 2.6 | 2.5 | 2.7 |
| ROE | 35.7 | 35.7 | 37.9 | 34.6 |

주가 추이



존슨앤존슨은 1886년에 설립된 헬스케어 기업입니다. 존슨앤존슨은 헬스케어 분야에서 다양한 제품의 연구 개발, 제조 및 판매에 종사하는 미국 최대의 의료 관련 지주회사입니다. 피부미용/안과용품을 포함하는 소비자제품, 제약, 의료기기 등 3가지 대표 사업을 영위합니다. 마이크로소프트와 함께 유일한 AAA 신용등급을 갖는 기업입니다.

10월 19일 발표된 3분기 실적 컨센서스 수준

존슨앤존슨(JNJ)의 3분기 실적은 매출 233.4억 달러, 주당순이익 2.6 달러로 외형은 시장 예상치 237.4억 달러를 하회했고, 주당순이익은 컨센서스 2.36 달러 대비 10% 많았다. 매출액은 전년 동기 대비 10.7% 늘었고, EPS는 18.2% 증가했다.

제약 부문의 매출이 전년 동기 대비 13.8% 늘어 가장 견조했다. 의료기기도 8.0% 증가해 코로나 충격을 회복했다. 소비재 부문의 매출액은 전년 동기 대비 5.3% 확대됐다. 의료기기의 이익률은 개선됐고, 제약과 소비재 부문의 수익성은 소폭 악화됐다. 전체 세전이익률은 34.5%로 전년 동기 34.4%와 비슷했다. 잉여현금흐름은 82.9억 달러로 30% 가량인 27.9억 달러를 배당하고 자사주 매입에 3.9억 달러를 사용했다. 2021년 3분기 기준으로 순차입금은 30억 달러로 시가총액 대비 매우 미미하다.

호실적을 바탕으로 2021년 가이드언스 상향 조정

매출 가이드언스는 928 - 933억 달러 (이전 925 - 933억 달러) 로 2020년 대비 12.4~13% 증가한 수치를 제시했다. 코로나로 인한 소비 침체가 3분기에 정상화되며 의료기기 부문 매출이 늘어날 전망이다. 2021년 주당순이익 예상치는 9.65 - 9.7 달러 (이전 9.5 - 9.6 달러)로 컨센서스 9.65 달러에 비해 양호했다. 2022년 EPS 컨센서스는 10.4 달러로 백신 판매 호조와 의료기기 매출 회복 추세가 반영됐다.

Bloomberg 매수 60.0%, 목표주가 186.7 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 20곳의 증권사 중 매수의견은 12개 보유 의견은 8개, 매도의견은 0개이다. 최고 목표주가는 215 달러, 최저 목표주가는 162 달러이다. 블룸버그 목표주가는 186.7 달러이며 현재주가 165.6 달러 대비 상승여력 12.7%이다.

[표21] 존슨앤존슨연혁

| | |
|------|---|
| 1886 | 로버트 우드 존슨이 존슨앤존슨 창립 |
| 1894 | 첫 유아용품인 존슨의 베이비 파우더를 생산 |
| 1959 | 미국의 맥닐 연구소와 유럽의 실랙 케미를 인수해 제약 포트폴리오 확대. 타이레놀 출시 |
| 1961 | 벨기에 제약사인 안센 인수 |
| 2008 | 체외 진단 개발자인 Amic 을 인수하여 Ortho-Clinical Diagnostics 부문을 더욱 강화 |
| 2016 | 소비자 부문 강화하기 위해 보그 인터내셔널 LLC 를 인수 |
| 2017 | 스위스 제약회사 액텔리온을 인수 |
| 2019 | 수술용 로봇 회사인 오리스헬스(Auris Health)를 현금 34 억 달러에 인수 |
| 2020 | 코로나 백신 유통 시작, 생명공학 회사인 모멘타제약 65 억 달러에 인수 |

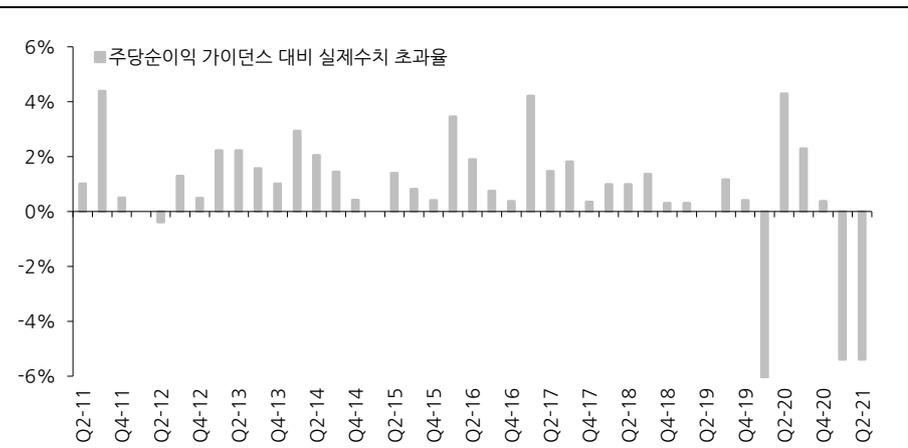
자료: 존슨앤존슨, 한화투자증권 리서치센터

[그림204] 존슨앤존슨 주요 제품



자료: 존슨앤존슨, 한화투자증권 리서치센터

[그림205] 존슨앤존슨 가이던스 대비 실적



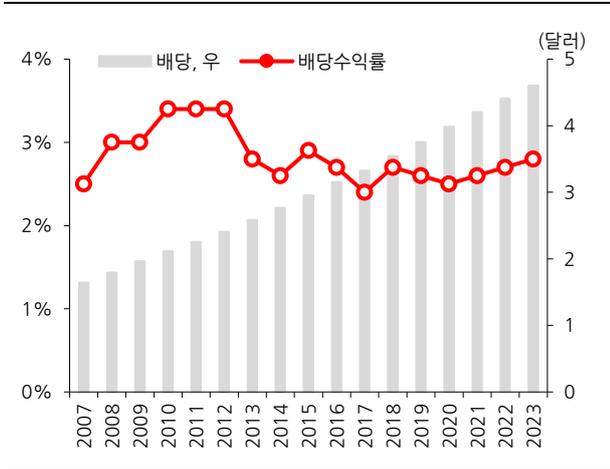
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표22] 존슨앤존슨 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|-----------------------|----------------------------|
| Alex Gorsky | 이사회 의장, CEO |
| Dr Paulus Stoffels | CSO |
| Joaquin Duato | Executive Committee |
| Joseph J Wolk | CFO |
| Peter M Fasolo | CHO |
| Ashley McEvoy | Medical Devices 담당자 |
| Thibaut Mongon | Consumer 담당자 |
| Russell Torres "Russ" | North America Consumer 책임자 |

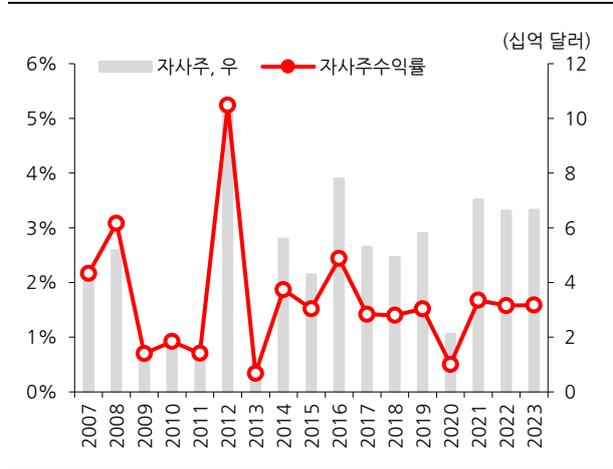
자료: 존슨앤존슨, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 존슨앤존슨 배당 및 배당수익률



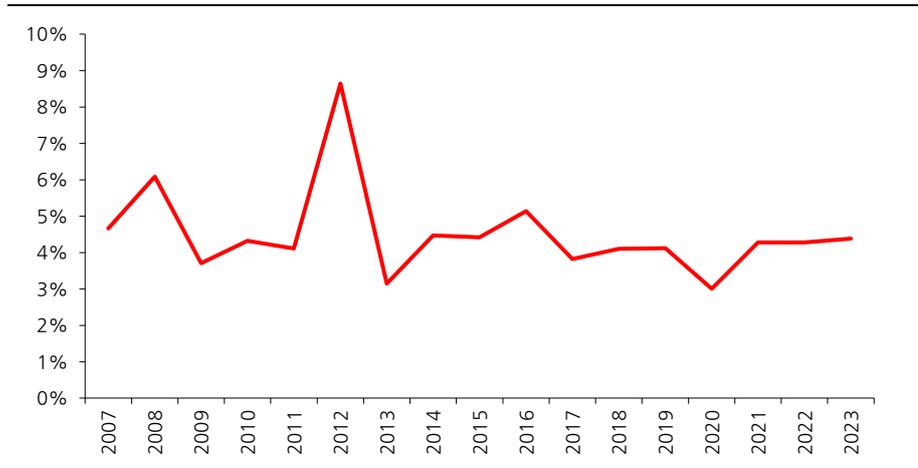
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 존슨앤존슨 자사주 및 자사주 수익률



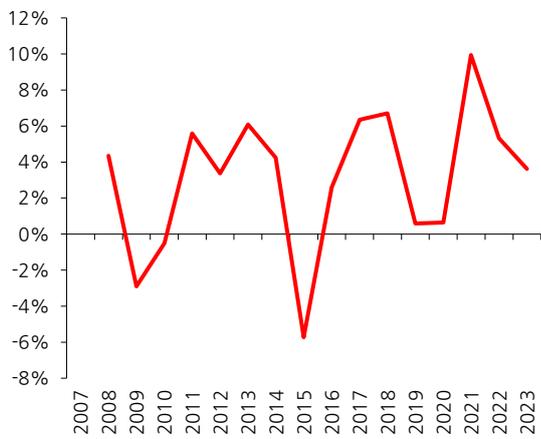
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 존슨앤존슨 총주주환원율 추이



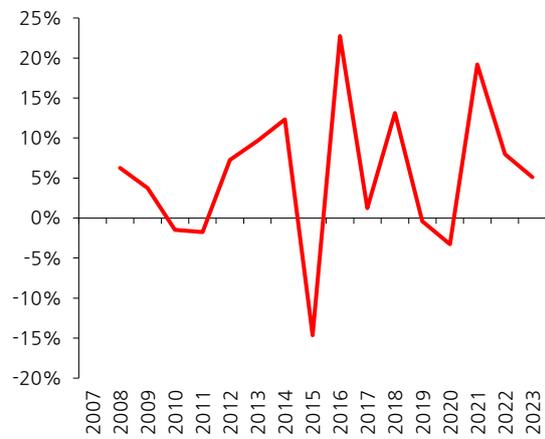
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림209] 존슨앤존슨 매출 증가율



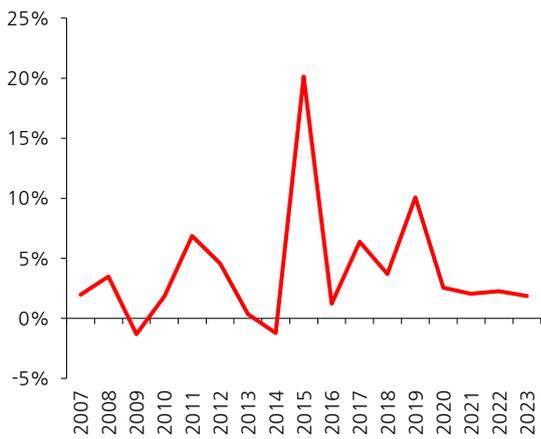
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림210] 존슨앤존슨 영업이익 증가율



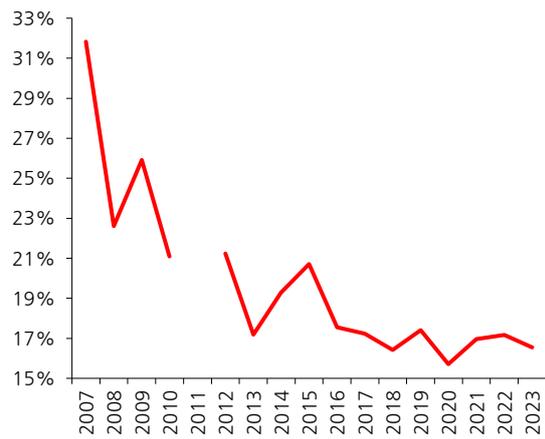
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림211] 존슨앤존슨 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림212] 존슨앤존슨 법인세율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림213] 존슨앤존슨 세전이익 증가율



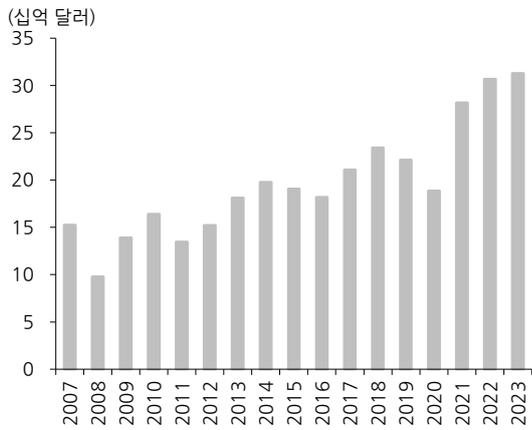
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림214] 존슨앤존슨 순이익 증가율



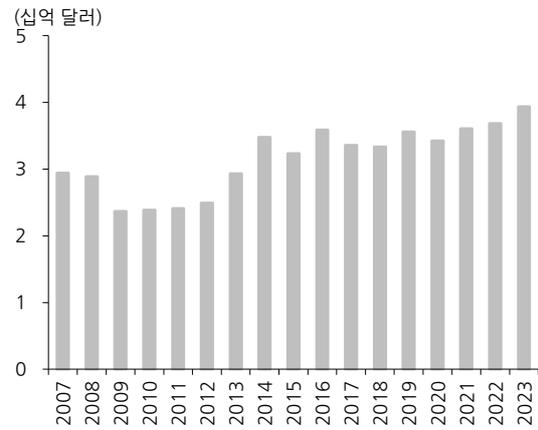
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림215] 존슨앤존슨 영업활동현금흐름



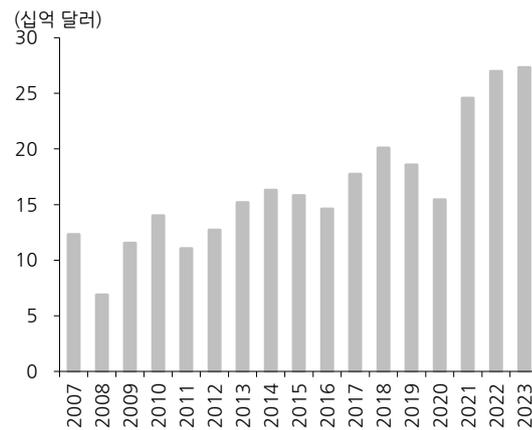
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림216] 존슨앤존슨 설비투자



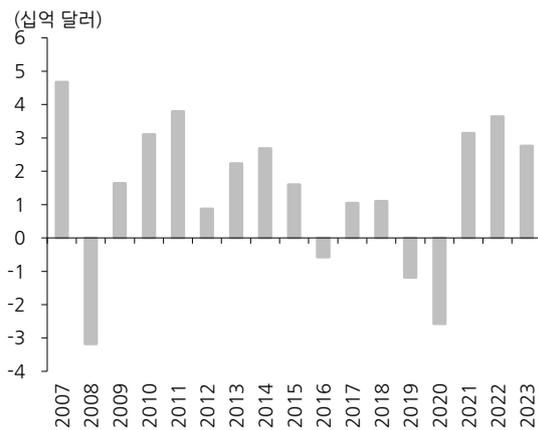
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림217] 존슨앤존슨 잉여현금흐름



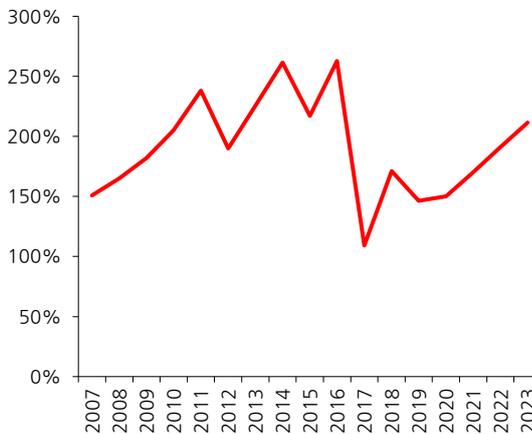
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림218] 존슨앤존슨 영업활동현금흐름 - 순이익



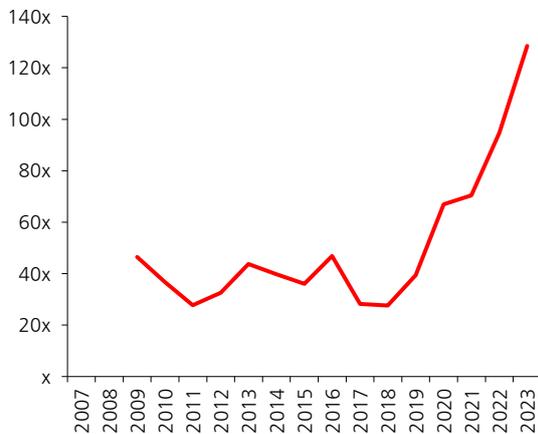
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림219] 존슨앤존슨 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림220] 존슨앤존슨 이자 보상 배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림221] PER 및 EPS 증가율

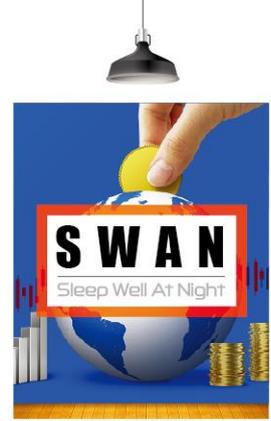


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 존슨앤존슨 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|------------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 13,732 | 18,972 | 17,824 | 18,107 | 17,205 | 13,985 | 14,628 | 9,059 | 4,762 |
| Short term receivables | 10,734 | 11,699 | 13,490 | 14,098 | 14,481 | 13,576 | 15,919 | 16,509 | 16,946 |
| Inventories | 8,053 | 8,144 | 8,765 | 8,599 | 9,020 | 9,344 | 10,222 | 10,600 | 10,881 |
| Other current assets | 3,047 | 3,282 | 2,537 | 3,649 | 2,486 | 3,132 | 3,132 | 3,132 | 3,132 |
| Total current assets | 60,210 | 65,032 | 43,088 | 46,033 | 45,274 | 51,237 | 45,101 | 40,500 | 36,921 |
| Net PPE | 15,905 | 15,912 | 17,005 | 17,035 | 18,615 | 19,766 | 20,313 | 20,870 | 21,437 |
| Investments | 1,494 | 1,209 | 751 | 511 | 1,148 | 1,481 | 1,047 | 1,047 | 1,047 |
| Intangibles | 47,393 | 49,681 | 85,134 | 78,064 | 81,282 | 89,795 | 90,454 | 91,127 | 91,805 |
| Other non current assets | 2,919 | 3,226 | 4,220 | 3,671 | 3,590 | 4,081 | 4,081 | 4,081 | 8,162 |
| Total non current assets | 73,201 | 76,176 | 114,215 | 106,921 | 112,454 | 123,657 | 124,429 | 125,658 | 139,519 |
| Total Assets | 133,411 | 141,208 | 157,303 | 152,954 | 157,728 | 174,894 | 169,530 | 166,158 | 176,440 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 7,004 | 4,684 | 3,906 | 2,796 | 1,471 | 2,631 | 2,631 | 2,631 | 2,631 |
| Accounts payable | 6,668 | 6,918 | 7,310 | 7,537 | 8,544 | 9,505 | 9,393 | 9,742 | 9,999 |
| Income tax payable | 750 | 971 | 1,854 | 818 | 2,266 | 1,392 | 1,392 | 1,392 | 1,392 |
| Other current payables | 13,325 | 13,714 | 17,467 | 20,079 | 23,683 | 28,965 | 28,965 | 28,965 | 28,965 |
| Total current liabilities | 27,747 | 26,287 | 30,537 | 31,230 | 35,964 | 42,493 | 42,381 | 42,730 | 42,987 |
| LT debt | 12,857 | 22,442 | 30,675 | 27,684 | 27,210 | 33,735 | 33,735 | 33,735 | 33,735 |
| Provision for risks and charges | 8,854 | 9,615 | 10,074 | 9,951 | 10,663 | 10,771 | 10,771 | 10,771 | 3,590 |
| Deferred tax liabilities | 2,562 | 2,910 | 8,368 | 7,506 | 5,958 | 7,214 | 7,214 | 721 | 721 |
| Other non current liabilities | 10,241 | 9,536 | 17,489 | 16,831 | 18,462 | 17,403 | 2,439 | 1,628 | 35 |
| Total non current liabilities | 34,514 | 44,503 | 66,606 | 61,972 | 62,293 | 69,123 | 54,159 | 39,675 | 38,081 |
| Total liabilities | 62,261 | 70,790 | 97,143 | 93,202 | 98,257 | 111,616 | 96,541 | 82,405 | 81,069 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (Par) | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 | 3,120 |
| Retained earnings | 103,879 | 110,551 | 101,793 | 106,216 | 110,659 | 113,890 | 127,820 | 142,803 | 158,639 |
| Others including treasury | -35,849 | -43,253 | -44,753 | -49,584 | -54,308 | -53,732 | -57,951 | -62,169 | -66,388 |
| Total equity | 71,150 | 70,418 | 60,160 | 59,752 | 59,471 | 63,278 | 72,990 | 83,754 | 95,371 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 133,411 | 141,208 | 157,303 | 152,954 | 157,728 | 174,894 | 169,530 | 166,158 | 176,439.56 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | 25.8 | 26.0 | 22.4 | 22.4 | 22.6 | 24.0 | 28,009.6 | 32,464.9 | 37,341.5 |
| Number of shares (M) | 2,755.2 | 2,706.5 | 2,682.5 | 2,662.3 | 2,632.5 | 2,632.2 | 2,605.9 | 2,579.8 | 2,554.0 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 70,074 | 71,890 | 76,450 | 81,581 | 82,059 | 82,584 | 92,269 | 95,688 | 98,220 |
| growth yoy | | 2.6% | 6.3% | 6.7% | 0.6% | 0.6% | 11.7% | 3.7% | 2.6% |
| Pharmaceutical | 31,430 | 33,464 | 36,256 | 40,734 | 42,198 | 45,572 | 50,220 | 52,229 | 53,535 |
| Medical Device | 25,137 | 25,119 | 26,592 | 26,994 | 25,963 | 22,959 | 27,152 | 27,967 | 28,806 |
| Consumer | 13,507 | 13,307 | 13,602 | 13,853 | 13,898 | 14,053 | 14,896 | 15,492 | 15,879 |
| Cost of good sold | 21,455 | 21,640 | 24,722 | 23,637 | 22,933 | 24,211 | 26,418 | 27,070 | 27,450 |
| % to sales | 30.6% | 30.1% | 32.3% | 29.0% | 27.9% | 29.3% | 28.6% | 28.3% | 27.9% |
| Gross profit | 48,619 | 50,250 | 51,728 | 57,944 | 59,126 | 58,373 | 65,851 | 68,618 | 70,771 |
| growth yoy | | 3.4% | 2.9% | 12.0% | 2.0% | -1.3% | 12.8% | 4.2% | 3.1% |
| SG&A | 21,257 | 18,674 | 18,413 | 21,424 | 22,154 | 21,165 | 24,279 | 24,851 | 25,172 |
| % to sales | 30.3% | 26.0% | 24.1% | 26.3% | 27.0% | 25.6% | 26.3% | 26.0% | 25.6% |
| R&D | 9,046 | 9,095 | 10,554 | 10,775 | 11,332 | 12,200 | 13,186 | 13,445 | 13,564 |
| % to sales | 12.9% | 12.7% | 13.8% | 13.2% | 13.8% | 14.8% | 14.3% | 14.1% | 13.8% |
| Operating profit | 18,316 | 22,481 | 22,761 | 25,745 | 25,640 | 25,008 | 28,385 | 30,323 | 32,035 |
| growth yoy | | 22.7% | 1.2% | 13.1% | -0.4% | -2.5% | 13.5% | 6.8% | 5.6% |
| % to sales | 26.1% | 31.3% | 29.8% | 31.6% | 31.2% | 30.3% | 30.8% | 31.7% | 32.6% |
| Net interest expense | 420 | 480 | 800 | 930 | 39 | 540 | 524 | 659 | 763 |
| % to net debt | 6.9% | 5.9% | 4.8% | 7.5% | 0.3% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 2.4% |
| Net debt | 6,129 | 8,154 | 16,757 | 12,373 | 11,376 | 22,381 | 21,738 | 27,307 | 31,604 |
| Earnings before tax | 22,003 | 22,759 | 24,212 | 26,698 | 28,225 | 25,760 | 29,327 | 31,231 | 32,927 |
| growth yoy | | 3.4% | 6.4% | 10.3% | 5.7% | -8.7% | 13.8% | 6.5% | 5.4% |
| % to sales | 31.4% | 31.7% | 31.7% | 32.7% | 34.4% | 31.2% | 31.8% | 32.6% | 33.5% |
| tax expense | 4,558 | 3,995 | 4,172 | 4,383 | 4,915 | 4,327 | 4,926 | 5,246 | 5,531 |
| % to net profit | 20.7% | 17.6% | 17.2% | 16.4% | 17.4% | 16.8% | 16.8% | 16.8% | 16.8% |
| Net profit | 17,445 | 18,764 | 20,040 | 22,315 | 23,310 | 21,433 | 24,401 | 25,985 | 27,396 |
| growth yoy | | 7.6% | 6.8% | 11.4% | 4.5% | -8.1% | 13.8% | 6.5% | 5.4% |
| % to sales | 24.9% | 26.1% | 26.2% | 27.4% | 28.4% | 26.0% | 26.4% | 27.2% | 27.9% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 6.33 | 6.93 | 7.47 | 8.38 | 8.85 | 8.14 | 9.36 | 10.07 | 10.73 |
| Actual | 6.20 | 6.73 | 7.30 | 8.18 | 8.68 | 8.03 | 9.20 | 9.90 | 10.56 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | 2,306 | 3,232 | 2,929 | 2,970 | 2,736 | 3,729 | 2,934 | 3,684 | 3,889 |
| Net profit | 2,109 | 2,182 | 2,217 | 2,310 | 2,381 | 2,651 | 2,248 | 2,840 | 3,030 |
| Depreciation and amortization | 746 | 705 | 724 | 882 | 917 | 796 | 822 | 846 | 867 |
| Increase in account receivables | 60 | -23 | -44 | 33 | -116 | 95 | -93 | -108 | -124 |
| Increase in inventories | -28 | 230 | -33 | -127 | 24 | -96 | -79 | -92 | -105 |
| Increase in account payables | 44 | -61 | 174 | 392 | -153 | 239 | -8 | 154 | 177 |
| Others | -625 | 199 | -109 | -520 | -317 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| Cashflow from investment | -1,201 | -732 | -851 | -902 | -1,042 | -2,305 | -1,096 | -1,096 | -1,096 |
| Increase in net PPE | -1,056 | -771 | -785 | -877 | -1,209 | -1,217 | -1,101 | -1,101 | -1,101 |
| Net investments (Acquisition) | -106 | -5 | -31 | -30 | 216 | -1,115 | -22 | -22 | -22 |
| Others | -99 | 44 | -35 | 5 | -49 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| Cashflow from financing | -1,147 | -2,185 | -2,421 | -2,115 | -1,792 | -1,567 | -1,972 | -2,314 | -2,657 |
| Repayment of interest bearing debt | 850 | -213 | -184 | 66 | 302 | 430 | 0 | -300 | -600 |
| Dividend payment | -1,272 | -1,311 | -1,359 | -1,386 | -1,408 | -1,451 | -1,461 | -1,503 | -1,546 |
| Net purchase of treasury stock | -724 | -632 | -790 | -738 | -572 | -483 | -448 | -448 | -448 |
| Others | -1 | -29 | -88 | -57 | -114 | -63 | -63 | -63 | -63 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 789 | 619 | 923 | 616 | 539 | 442 | 303 | 169 | 443 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 619 | 923 | 616 | 539 | 442 | 303 | 169 | 443 | 579 |
| Effect of FX | -128 | -11 | 36 | -30 | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | 1,144 | 2,456 | 2,113 | 2,063 | 1,743 | 1,397 | 1,811 | 2,561 | 2,766 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 1,256 | 1,301 | 1,347 | 1,379 | 1,403 | 1,440 | 1,450 | 1,492 | 1,534 |
| Annual DPS | 3.51 | 3.65 | 3.87 | 4.00 | 4.12 | 4.28 | 4.45 | 4.62 | 4.80 |
| Implied # of shares | 357.7 | 356.5 | 348.1 | 344.8 | 340.4 | 336.5 | 333.1 | 329.8 | 326.5 |
| Check | 99.1% | 100.0% | 99.1% | 99.9% | 99.7% | 99.4% | 99.4% | 99.4% | 99.4% |
| Net share buyback | 724.0 | 632.0 | 790.0 | 738.0 | 572.0 | 483.0 | 447.9 | 447.9 | 447.9 |
| TSR/Net profit | 95.3% | 89.5% | 97.8% | 92.5% | 83.8% | 73.5% | 87.1% | 70.3% | 67.3% |
| DPS/EPS | 60.9% | 60.5% | 62.1% | 60.5% | 59.8% | 55.3% | 67.2% | 54.5% | 52.5% |
| Share buyback/Net profit | 34.3% | 29.0% | 35.6% | 31.9% | 24.0% | 18.2% | 19.9% | 15.8% | 14.8% |
| TSR/Market cap | 4.3% | 4.8% | 5.1% | 5.4% | 4.2% | 4.2% | 4.3% | 4.4% | 4.5% |
| DPS/stock price | 2.8% | 3.2% | 3.2% | 3.5% | 3.0% | 3.2% | 3.3% | 3.4% | 3.5% |
| Share buyback/Market cap | 1.6% | 1.6% | 1.9% | 1.9% | 1.2% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Linde plc (LIN)

산업용 가스의 선두 주자

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 349.7

| | |
|---------------------|-----------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 327.6 |
| 상승여력 | ▲6.7% |
| 시가총액(백만달러) | 167,898 |
| 발행주식수(천주) | 512,555 |
| 52 주 최고가/최저가 | 328.74 / 224.05 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 415.2 |

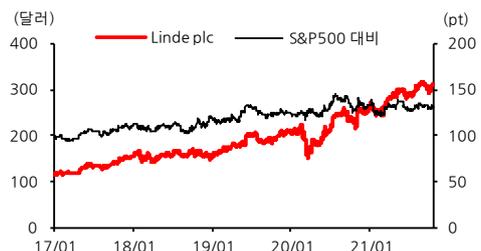
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | LIN US EQUITY |
| 산업 | 소재 |

| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|------|-----|------|------|
| 절대수익률 | 10.0 | 9.1 | 14.6 | 43.3 |
| 상대수익률(S&P500) | 3.7 | 3.6 | 3.8 | 3.4 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 28,228 | 7,754 | 30,200 | 32,106 |
| 영업이익 | 2,933 | 1,784 | 7,075 | 7,655 |
| EBITDA | 7,972 | 2,579 | 10,095 | 10,824 |
| 지배주주순이익 | 2,285 | 1,332 | 5,484 | 5,853 |
| EPS | 4.2 | 2.6 | 10.5 | 11.6 |
| 순차입금 | 12,232 | 12,553 | 12,421 | 11,623 |
| PER | 29.0 | 29.0 | 31.2 | 28.3 |
| PBR | 2.3 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| EV/EBITDA | 16.1 | 17.0 | 18.0 | 16.8 |
| 배당수익률 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 |
| ROE | 5.7 | 5.7 | 11.2 | 12.2 |

주가 추이



린데는 독일에서 설립된 다국적 화학 기업으로 2018년부터 아일랜드에 주소를 두고 영국에 본사를 둔 상태에서 미국에 상장돼 있습니다. 린데는 시장 점유율과 매출 기준으로 세계 최대 산업용 가스 회사입니다. 의료, 석유 정제, 제조, 식품, 음료 탄산, 광섬유, 제강, 항공 우주, 화학, 전자 및 수처리 산업의 고객에게 서비스를 제공합니다.

10월 28일 발표된 3분기 실적 컨센서스 수준

매출 76.7억 달러로 전년 동기 대비 11.9% 증가했고 컨센서스인 76.1억 달러와 유사했다. 주당순이익은 2.73 달러로 예상치 2.67 달러를 2.2% 상회했다. 미국 가스 매출이 31억 달러로 전년 동기 대비 17% 증가했고, 유럽/중동 (EMEA)은 18%, 아시아태평양은 4% 늘었다.

영업활동현금흐름은 25.6억 달러, 설비투자는 7.4억 달러로 잉여현금흐름은 18.2억 달러를 기록했다. 시장 추정치 13억 달러를 40% 능가했다. 3분기 배당은 5.5억 달러, 자사주 매입규모는 11.6억 달러로 잉여현금흐름의 대부분을 주주 환원에 사용했다.

2021년 가이드선스와 컨센서스 모두 양호

주당순이익 목표치를 10.52 - 10.62 달러로 제시하며 전 분기 대비 3.1% 상향했다. 세계 경기가 회복되며 산업용 가스 수요가 어려워져 교섭력이 강해지는 점이 반영됐다. 주요 전방 산업인 반도체 업종의 증설과 수소 밸류체인 확장도 긍정적으로 작용했다.

4분기 컨센서스는 매출액 77.4억 달러, 순이익 13.8억 달러로 전년 동기 대비 각각 6.4%, 13.1% 상승한 수치이다. 주당 순이익도 2.65 달러로 2020년 4분기 대비 15.2% 증가할 전망이다.

Bloomberg 매수 73%, 목표주가 349.7 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 37곳의 증권사 중 매수의견은 27개 보유 의견은 10개, 매도의견은 0 개이다. 최고 목표주가는 391 달러, 최저 목표주가는 296 달러이다. 블룸버그 목표주가는 349.7 달러이며 현재주가 327.6 달러 대비 상승여력 6.7% 이다.

[표23] 린데 연혁

| | |
|------|--|
| 1875 | 칼 폰 린데는 얼음을 제조하는 암모니아 압축기를 발명해 Linde 의 시초 설립 |
| 1903 | 회사는 정제 산소를 위한 첫 번째 생산 공장을 설립 |
| 1920 | 최대 경쟁사 인수하며 냉동 사업 발전 |
| 1955 | 수소차 생산 시작, 최초로 heavy water nuclear energy plant 발명 |
| 1982 | 노르웨이에 가장 큰 천연 가스 터미널을 건설 |
| 2000 | AGA AB 를 인수하여 유럽에서 두 번째로 큰 산업용 가스 기업으로 대두 |
| 2012 | 미국 의료용 가스 공급업체인 Lincare Holdings 를 46 억 달러에 인수 |
| 2019 | Praxair 를 합병해 새로운 글로벌 기술 가스 시장 선도 |
| 2020 | Lifegas 사업부 매각 및 스웨덴과 노르웨이의 LNG 사업을 인수해 수소 사업 확장 |

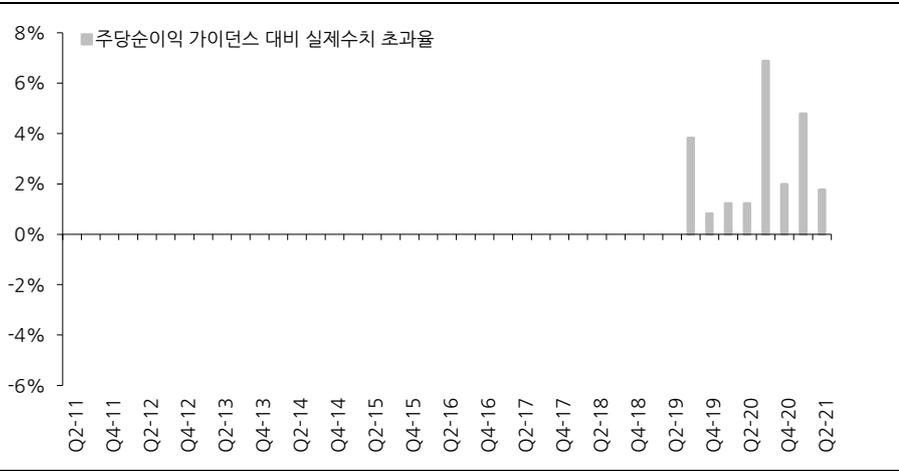
자료: 린데, 한화투자증권 리서치센터

[그림223] 린데 주요 제품



자료: 린데, 한화투자증권 리서치센터

[그림224] 린데 가이드نس 대비 실적



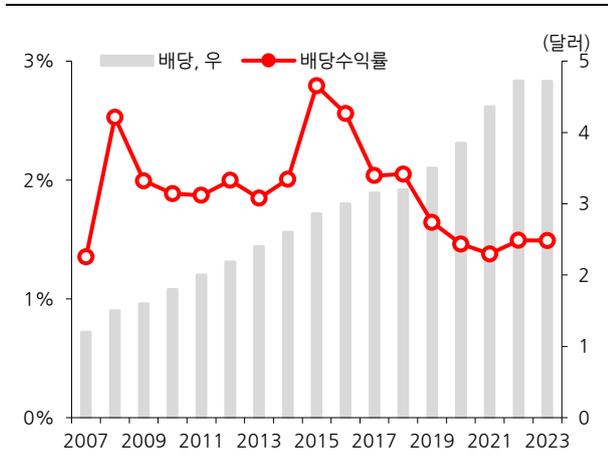
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표24] 린데 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|-------------------|----------------|
| Stephen F Angel | 이사회 의장, CEO |
| Todd A Skare | CTO |
| Kelcey E Hoyt | CAO |
| Matthew J White | CFO |
| Sanjiv Lamba | COO |
| Sean Durbin | EMEA 지역 책임자 |
| Andreas Opfermann | America 지역 책임자 |
| John M Panikar | APAC 지역 책임자 |

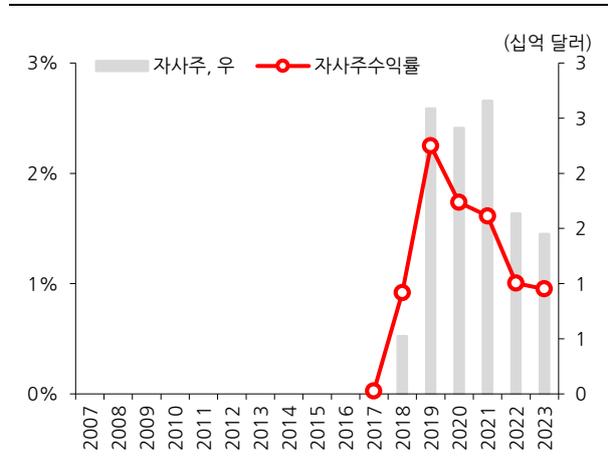
자료: 린데, 한화투자증권 리서치센터

[그림225] 린데 배당 및 배당수익률



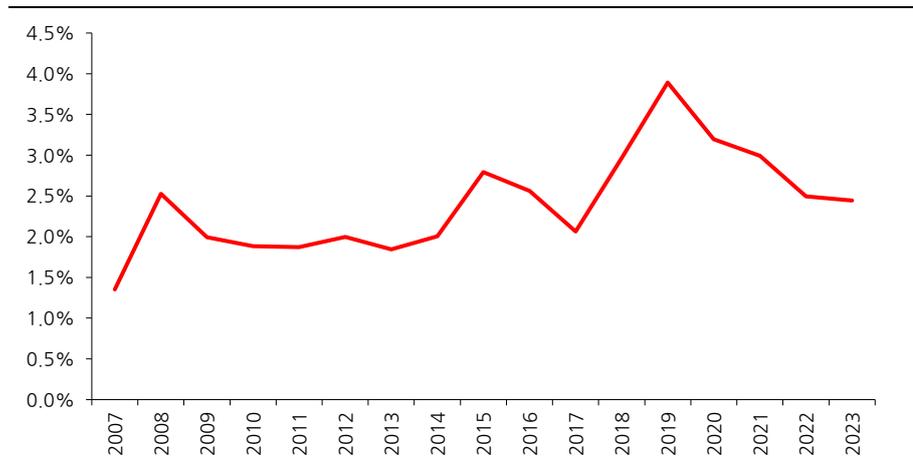
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림226] 린데 자사주 및 자사주 수익률



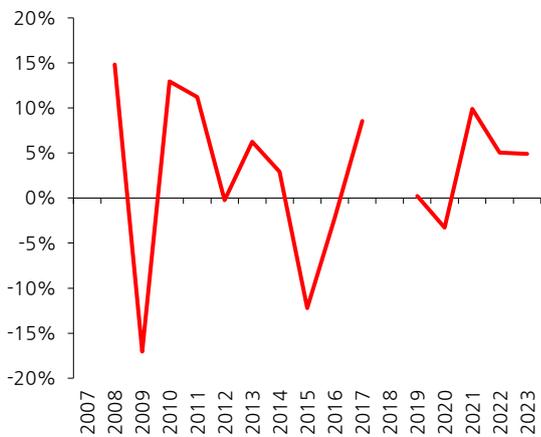
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림227] 린데 총주주환원율 추이



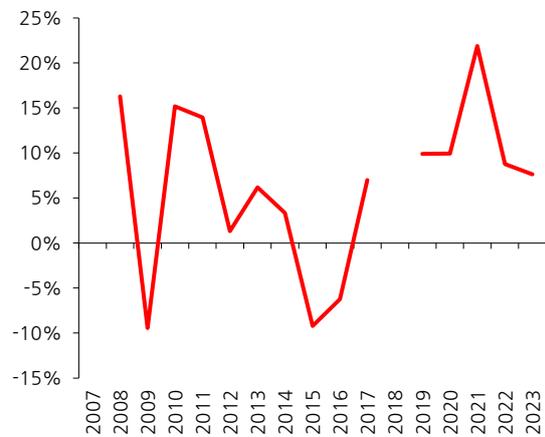
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림228] 린데 매출 증가율



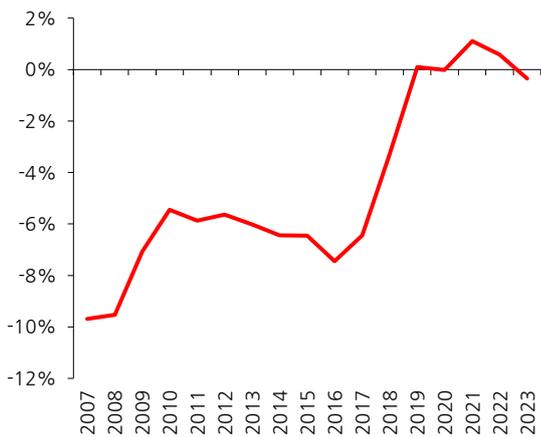
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림229] 린데 영업이익 증가율



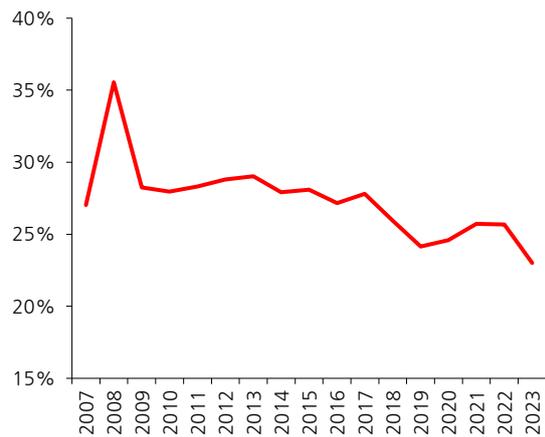
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림230] 린데 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



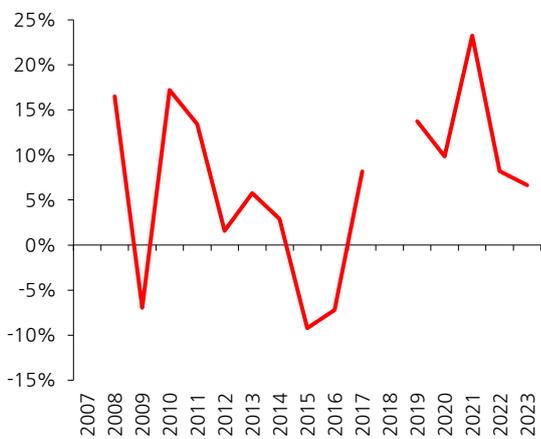
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림231] 린데 법인세율



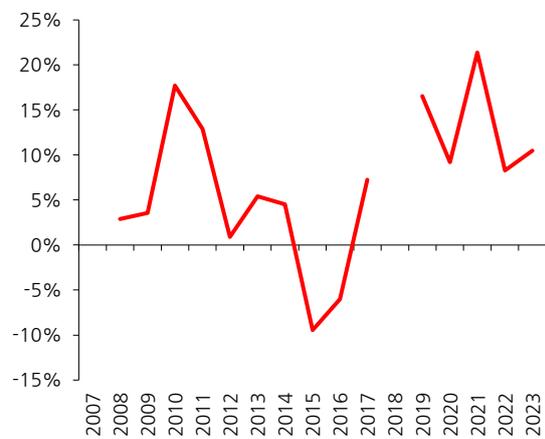
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림232] 린데 세전이익 증가율



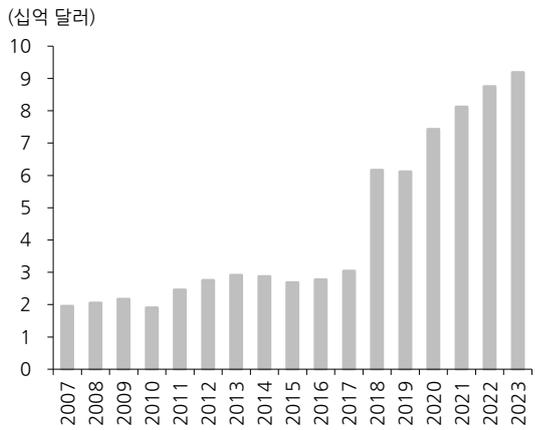
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림233] 린데 순이익 증가율



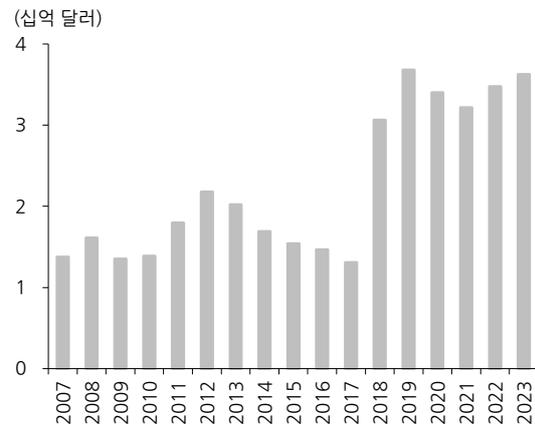
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림234] 린데 영업활동현금흐름



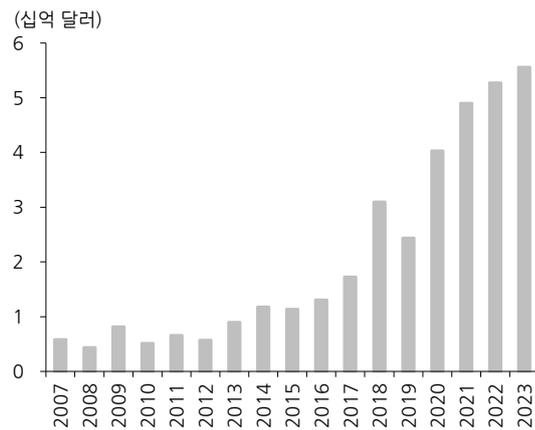
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림235] 린데 설비투자



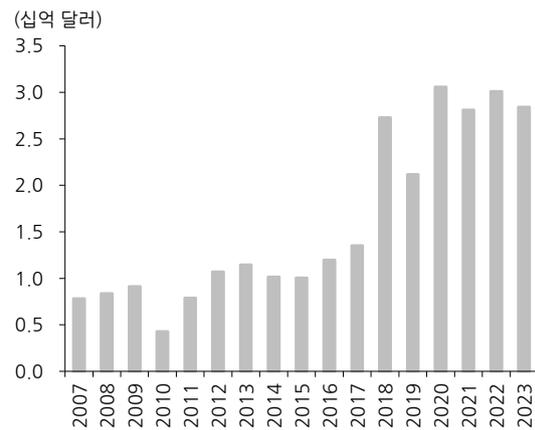
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림236] 린데 잉여현금흐름



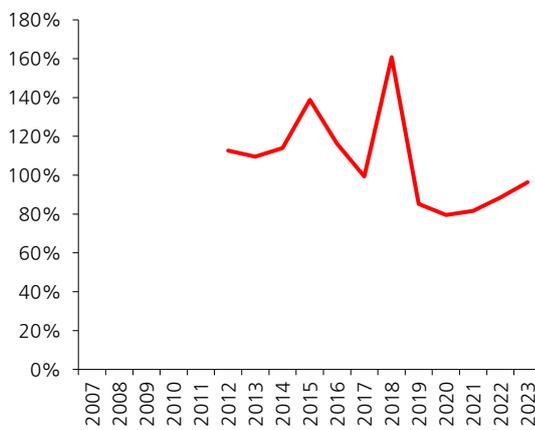
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림237] 린데 영업활동현금흐름 - 순이익



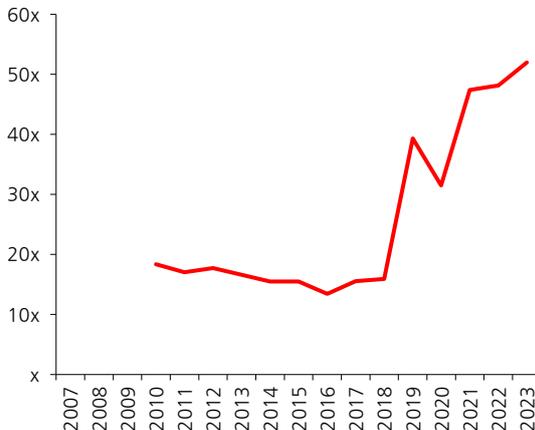
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림238] 린데 유동 비율



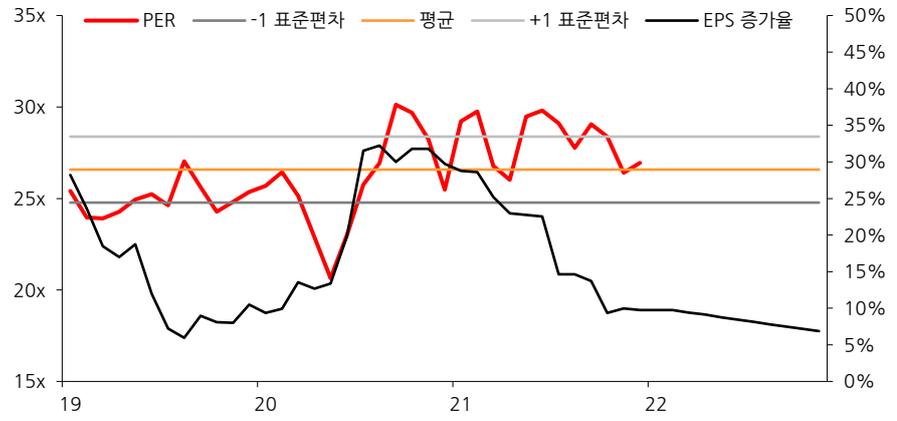
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림239] 린데 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림240] PER 및 EPS 증가율

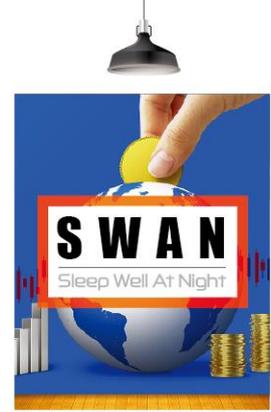


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림241] 린데 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 147 | 524 | 617 | 4,466 | 2,700 | 3,754 | 4,861 | 5,405 | 5,833 |
| Accounts receivables | 1,601 | 1,641 | 1,804 | 4,580 | 4,690 | 4,329 | 4,589 | 4,772 | 4,892 |
| Inventories | 531 | 550 | 614 | 1,651 | 1,697 | 1,729 | 1,833 | 1,906 | 1,954 |
| Other current assets | 347 | 165 | 250 | 6,575 | 1,265 | 1,112 | 1,112 | 1,112 | 1,112 |
| Total current assets | 2,626 | 2,880 | 3,285 | 17,272 | 10,352 | 10,924 | 12,394 | 13,196 | 13,790 |
| Net PPE | 10,998 | 11,477 | 12,057 | 29,717 | 30,089 | 29,801 | 28,740 | 27,821 | 27,026 |
| Investments | 710 | 777 | 793 | 2,049 | 2,299 | 2,375 | 2,375 | 2,375 | 2,375 |
| Intangibles incl. goodwill | 3,554 | 3,700 | 3,786 | 43,097 | 43,156 | 44,385 | 43,971 | 43,557 | 43,143 |
| Other non current assets | 431 | 498 | 515 | 1,251 | 716 | 744 | 744 | 744 | 744 |
| Total non current assets | 15,693 | 16,452 | 17,151 | 76,114 | 76,260 | 77,305 | 75,830 | 74,497 | 73,288 |
| Total Assets | 18,319 | 19,332 | 20,436 | 93,386 | 86,612 | 88,229 | 88,224 | 87,693 | 87,078 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 256 | 598 | 1,217 | 3,008 | 3,523 | 4,277 | 4,277 | 4,277 | 4,277 |
| Accounts payable | 791 | 906 | 972 | 3,219 | 3,266 | 3,095 | 3,829 | 3,982 | 4,082 |
| Other current payables | 846 | 974 | 1,118 | 6,729 | 5,371 | 6,368 | 6,368 | 6,368 | 6,368 |
| Total current liabilities | 1,893 | 2,478 | 3,307 | 12,956 | 12,160 | 13,740 | 14,474 | 14,627 | 14,727 |
| LT debt | 8,975 | 8,917 | 7,783 | 12,288 | 11,409 | 12,946 | 12,946 | 12,946 | 12,946 |
| Provision for risks and charges | 790 | 894 | 876 | 2,028 | 2,869 | 3,653 | 3,653 | 3,653 | 3,653 |
| Deferred tax liabilities | 1,328 | 1,209 | 1,167 | 7,432 | 6,889 | 6,704 | 6,704 | 6,704 | 6,704 |
| Other non current liabilities | 427 | 382 | 781 | 1,586 | 1,650 | 1,604 | 1,173 | 739 | 301 |
| Total non current liabilities | 11,520 | 11,402 | 10,607 | 23,334 | 22,817 | 24,907 | 24,476 | 24,042 | 23,604 |
| Total liabilities | 13,413 | 13,880 | 13,914 | 36,290 | 34,977 | 38,647 | 38,950 | 38,669 | 38,331 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (Par) | 4 | 4 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Capital Surplus | 4,005 | 4,074 | 4,084 | 40,151 | 40,201 | 40,202 | 38,664 | 37,126 | 35,588 |
| Retained earnings | 12,229 | 12,879 | 13,224 | 16,529 | 16,842 | 17,178 | 19,931 | 22,741 | 25,525 |
| Others including treasury | -11,332 | -11,505 | -10,790 | 415 | -5,409 | -7,799 | -9,322 | -10,844 | -12,367 |
| Total equity | 4,906 | 5,452 | 6,522 | 57,096 | 51,635 | 49,582 | 49,274 | 49,024 | 48,747 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 18,319 | 19,332 | 20,436 | 93,386 | 86,612 | 88,229 | 88,224 | 87,693 | 87,078 |
| Balance Check | 0.0 |
| Implied BPS | 17.2 | 19.1 | 22.7 | 104.3 | 96.6 | 94.7 | 95.1 | 95.6 | 96.0 |
| Number of shares (M) | 284.9 | 284.9 | 286.8 | 547.2 | 534.4 | 523.3 | 518.1 | 512.9 | 507.8 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 10,776 | 10,534 | 11,437 | 14,900 | 28,228 | 27,243 | 28,878 | 30,034 | 30,784 |
| <i>growth yoy</i> | | -2.2% | 8.6% | 30.3% | 89.4% | -3.5% | 6.0% | 4.0% | 2.5% |
| Gases | | | | | 23,411 | 22,595 | 23,966 | 24,924 | 25,548 |
| Americas | | | | | 10,989 | 10,459 | 11,235 | 11,685 | 11,977 |
| EMEA | | | | 6,910 | 6,643 | 6,449 | 6,805 | 7,077 | 7,254 |
| APAC | | | | 6,164 | 5,779 | 5,687 | 5,925 | 6,162 | 6,316 |
| Engineering | | | | 3,092 | 2,799 | 2,851 | 2,872 | 2,987 | 3,062 |
| Others | | | | -1,265.5 | 2,018 | 1,797 | 2,041 | 2,122 | 2,175 |
| Cost of good sold | 5,960 | 5,860 | 7,074 | 3,746 | 16,665 | 15,383 | 16,678 | 17,538 | 18,174 |
| <i>% to sales</i> | 55.3% | 55.6% | 61.9% | 25.1% | 59.0% | 56.5% | 57.8% | 58.4% | 59.0% |
| Gross profit | 4,816 | 4,674 | 4,363 | 11,154 | 11,563 | 11,860 | 12,201 | 12,496 | 12,610 |
| <i>growth yoy</i> | | -2.9% | -6.7% | 155.6% | 3.7% | 2.6% | 2.9% | 2.4% | 0.9% |
| SG&A ex R&D | 2,323 | 2,336 | 1,861 | 6,357 | 6,291 | 6,063 | 6,094 | 6,095 | 5,998 |
| <i>% to sales</i> | 21.6% | 22.2% | 16.3% | 42.7% | 22.3% | 22.3% | 21.1% | 20.3% | 19.5% |
| Operating profit | 2,493 | 2,338 | 2,502 | 4,797 | 5,272 | 5,797 | 6,106 | 6,401 | 6,612 |
| <i>growth yoy</i> | | -6.2% | 7.0% | 91.7% | 9.9% | 10.0% | 5.3% | 4.8% | 3.3% |
| <i>% to sales</i> | 23.1% | 22.2% | 21.9% | 32.2% | 18.7% | 21.3% | 21.1% | 21.3% | 21.5% |
| Others | | | | | -246 | -153 | -211 | -239 | -265 |
| Net interest expense | 0 | 208 | 282 | 78 | 499 | 114 | 105 | 100 | 96 |
| <i>% to net debt</i> | 0.0% | 2.3% | 3.4% | 0.7% | 4.1% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| Other non operating expenses | -161 | 34 | 121 | -80 | 504 | 113 | 351 | 368 | 381 |
| Earnings before tax | 2,332 | 2,164 | 2,341 | 4,639 | 5,277 | 5,796 | 6,353 | 6,669 | 6,896 |
| <i>growth yoy</i> | | -7.2% | 8.2% | 98.2% | 13.8% | 9.8% | 9.6% | 5.0% | 3.4% |
| <i>% to sales</i> | 21.6% | 20.5% | 20.5% | 31.1% | 18.7% | 21.3% | 22.0% | 22.2% | 22.4% |
| tax expense | 655 | 588 | 651 | 1,204 | 1,274 | 1,425 | 1,562 | 1,640 | 1,696 |
| <i>% to net profit</i> | 28.1% | 27.2% | 27.8% | 26.0% | 24.1% | 24.6% | 24.6% | 24.6% | 24.6% |
| Net profit | 1,677 | 1,576 | 1,690 | 3,435 | 4,003 | 4,371 | 4,791 | 5,029 | 5,201 |
| <i>growth yoy</i> | | -6.0% | 7.2% | 103.3% | 16.5% | 9.2% | 9.6% | 5.0% | 3.4% |
| <i>% to sales</i> | 15.6% | 15.0% | 14.8% | 23.1% | 14.2% | 16.0% | 16.6% | 16.7% | 16.9% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 5.89 | 5.53 | 5.89 | 6.28 | 7.49 | 8.35 | 9.25 | 9.81 | 10.24 |
| Actual | 5.80 | 5.48 | 5.85 | 6.19 | 7.34 | 8.23 | 9.16 | 9.72 | 10.15 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | 2,682 | 2,773 | 3,041 | 3,702 | 6,188 | 7,429 | 7,908 | 7,530 | 7,615 |
| Net profit | 1,677 | 1,576 | 1,690 | 3,435 | 4,003 | 4,371 | 4,791 | 5,029 | 5,201 |
| Depreciation and amortization | 1,106 | 1,122 | 1,184 | 1,830 | 4,675 | 4,626 | 4,461 | 4,319 | 4,195 |
| Increase in account receivables | 1 | -33 | -92 | -124 | 80 | 19 | -260 | -184 | -119 |
| Increase in inventories | -23 | -13 | -22 | -4 | -81 | 18 | -104 | -73 | -48 |
| Increase in account payables | -40 | 92 | 22 | 287 | -174 | 109 | 734 | 153 | 100 |
| Others | -39 | 29 | 259 | -1,722 | -2,315 | -1,714 | -1,714 | -1,714 | -1,714 |
| Cashflow from investment | -1,303 | -1,770 | -1,314 | 5,340 | 1,129 | -2,986 | -2,986 | -2,986 | -2,986 |
| Increase in net PPE | -1,541 | -1,465 | -1,311 | -1,883 | -3,682 | -3,400 | -3,400 | -3,400 | -3,400 |
| Net investments (Acquisition) | 238 | -305 | -3 | 7,246 | 4,871 | 414 | 414 | 414 | 414 |
| Others | 0 | 0 | 0 | -23 | -60 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Cashflow from financing | -1,297 | -643 | -1,656 | -4,996 | -8,992 | -3,345 | -3,816 | -4,000 | -4,201 |
| Repayment of interest bearing debt | 168 | 357 | -771 | -2,508 | -1,260 | 1,313 | 0 | 0 | 0 |
| Dividend payment | -819 | -856 | -901 | -1,166 | -1,891 | -2,028 | -2,073 | -2,258 | -2,459 |
| Net purchase of treasury stock | -637 | -89 | 108 | -522 | -2,586 | -2,410 | -1,523 | -1,523 | -1,523 |
| Others | -9 | -55 | -92 | -400 | -3,255 | -220 | -220 | -220 | -220 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 126 | 147 | 524 | 617 | 4,466 | 2,700 | 3,754 | 4,861 | 5,405 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 147 | 524 | 617 | 4,466 | 2,700 | 3,754 | 4,861 | 5,405 | 5,833 |
| Effect of FX | -61 | 17 | 22 | -197 | -91 | -44 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | 1,379 | 1,003 | 1,727 | 9,065 | 7,377 | 4,443 | 4,922 | 4,544 | 4,629 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 800 | 847 | 890 | 1,100 | 1,710 | 1,994 | 2,038 | 2,220 | 2,417 |
| Annual DPS | 2.86 | 3.00 | 3.15 | 3.20 | 3.50 | 3.85 | 4.24 | 4.66 | 5.12 |
| Implied # of shares | 279.9 | 282.3 | 282.5 | 343.9 | 488.5 | 517.9 | 512.7 | 507.6 | 502.5 |
| <i>Check</i> | 98.2% | 99.1% | 98.5% | 62.9% | 91.4% | 99.0% | 99.0% | 99.0% | 99.0% |
| Net share buyback | 637.0 | 89.0 | -108.0 | 522.0 | 2,586.0 | 2,410.0 | 1,522.6 | 1,522.6 | 1,522.6 |
| TSR/Net profit | 87.3% | 60.4% | 47.5% | 66.9% | 112.3% | 101.9% | 78.0% | 78.2% | 79.8% |
| <i>DPS/EPS</i> | 49.3% | 54.7% | 53.8% | 51.7% | 47.7% | 46.8% | 46.2% | 48.0% | 50.5% |
| <i>Share buyback/Net profit</i> | 38.0% | 5.6% | -6.4% | 15.2% | 64.6% | 55.1% | 31.8% | 30.3% | 29.3% |
| TSR/Market cap | 5.0% | 2.8% | 1.8% | 2.7% | 3.9% | 3.2% | 2.4% | 2.6% | 2.7% |
| <i>DPS/stock price</i> | 2.8% | 2.6% | 2.0% | 2.0% | 1.6% | 1.5% | 1.4% | 1.6% | 1.7% |
| <i>Share buyback/Market cap</i> | 2.2% | 0.3% | -0.2% | 0.6% | 2.3% | 1.7% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터



Lockheed Martin Corporation (LMT)

항공우주 기술에 특화된 방산 기업

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

블룸버그 컨센서스 목표가: USD 386.5

| | |
|---------------------|-----------------|
| 현재주가(11/2, USD) | 326.3 |
| 상승여력 | ▲18.5% |
| 시가총액(백만 USD) | 89,992 |
| 발행주식수(백만 주) | 275,786 |
| 52 주 최고가/최저가 | 396.99 / 319.81 |
| 90 일 일평균 거래대금(백만달러) | 458.1 |

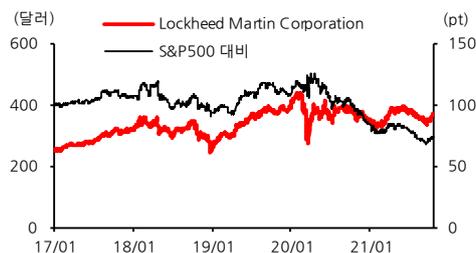
| | |
|-----|---------------|
| 거래소 | New York |
| 국가명 | UNITED STATES |
| 티커 | LMT US EQUITY |
| 산업 | 산업재 |

| 추가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -6.2 | -11.4 | -14.3 | -7.4 |
| 상대수익률(S&P500) | -12.5 | -17.0 | -25.0 | -47.3 |

(단위: 백만 달러, 달러, %, 배)

| 재무정보 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 59,812 | 17,692 | 67,221 | 67,111 |
| 영업이익 | 8,545 | 2,411 | 9,104 | 9,093 |
| EBITDA | 9,973 | 2,755 | 10,395 | 10,479 |
| 지배주주순이익 | 6,230 | 1,965 | 6,634 | 7,193 |
| EPS | 22.1 | 7.2 | 23.4 | 26.7 |
| 순차입금 | 12,240 | 8,466 | 8,480 | 8,178 |
| PER | 15.3 | 12.2 | 13.9 | 12.2 |
| PBR | 34.9 | 12.3 | 11.4 | 9.9 |
| EV/EBITDA | 12.2 | 9.2 | 9.5 | 9.4 |
| 배당수익률 | 3.2 | 3.5 | 3.2 | 3.5 |
| ROE | 86.1 | 86.1 | 95.8 | 104.6 |

주가 추이



록히드마틴은 1926년에 설립된 세계적인 방위산업 기업입니다. 우주, 통신, 정보 및 항공 관련 기술과 서비스를 개발합니다. 군용 및 상업용 항공기를 판매하며 미국 국방부가 매출의 65%를 차지하는 주요 고객입니다. F-35 전투기가 전체 매출의 30%이며 무인 항공기, 전투 항공기, 위성과 우주선을 제조합니다.

10월 26일 발표된 2021년 3분기 매출 예상치 하회

록히드마틴(LMT)의 3분기 실적은 매출 160.3억 달러, 주당순이익 2.21 달러로 매출 컨센서스 대비 93%/112% 수준을 기록했다. 매출은 전년 동기 대비 2.8% 감소했지만 영업이익은 19억 달러로 전년 동기 대비 5.5% 성장하며 컨센서스보다 양호했다.

영업이익률은 14.3%로 전년 동기 13.7% 대비 우월했다. 3분기 잉여현금흐름은 16억 달러이며 이 중 12억 달러를 주주들에게 돌려줬다. 3분기 배당금은 7.2억 달러이며 자사주 매입 규모는 5억 달러다.

하향 조정된 2022년 회계연도 가이드런스

코로나로 인한 공급망 차질과 미국의 국방 예산 성장률이 둔화되며 2022년 매출 추정치를 660억 달러로 내렸다. 영업이익률은 11%를 기대한다. 컨센서스는 700억 달러로 새로운 가이드런스가 시장에서 부정적으로 받아들여지며 주가가 급락했다.

2022년 설비투자는 20억 달러, R&D는 15억 달러로 매출액의 소폭 감소에도 불구하고 투자 규모가 늘어날 것으로 록히드마틴은 언급하고 있다. 2022년 예상 배당 규모는 30억 달러, 향후 12 - 18개월간 자사주 매입규모로 60억 달러를 제시했다.

Bloomberg 매수 50%, 목표주가 386.5 달러

블룸버그 컨센서스 기준 총 22곳의 증권사 중 매수의견은 11개 보유 의견은 11개, 매도의견은 0 개이다. 최고 목표주가는 458 달러, 최저 목표주가는 340 달러이다. 블룸버그 목표주가는 386.5이며 현재주가 326.3 달러 대비 상승여력 18.5%이다.

[표25] 록히드마틴 연혁

| | |
|------|--|
| 1926 | Allan Lockheed 가 전신을 설립 |
| 1943 | 미국 최초의 제트 전투기 개발 |
| 1956 | 잠수함발사 탄도미사일 수주, 핵미사일 개발 |
| 1977 | Lockheed Company 로 사명 변경 |
| 1982 | 우주사령부 창설해 정부 우주사업 수주 시작 |
| 1995 | 록히드와 마틴 마리에타가 1995 년에 합병해 현재의 Lockheed Martin 설립 |
| 2005 | 보잉과의 합작 유한회사인 로켓 개발 전문사 ULA 설립 |
| 2007 | 현재 매출의 30% 이상 베스트셀러 F-35 프로토타입 출고 |
| 2021 | 흡입기 CDMO 벙추라 인수, 헬스케어 사업으로 포트폴리오 확장 |

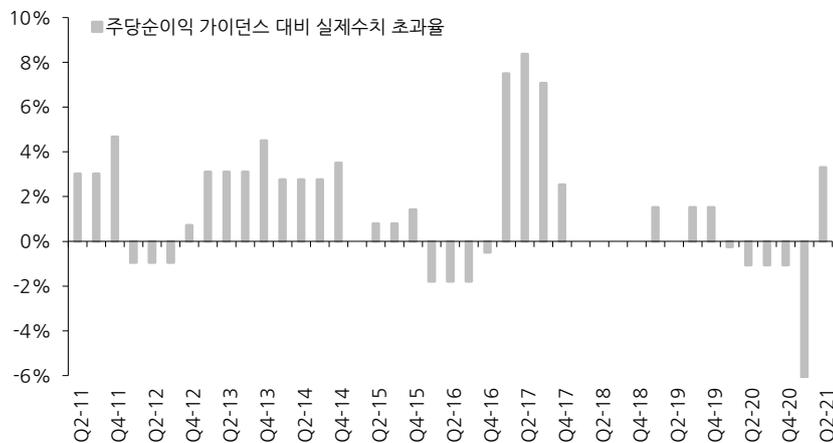
자료: 록히드마틴, 한화투자증권 리서치센터

[그림242] 록히드마틴 주요 제품



자료: 록히드마틴, 한화투자증권 리서치센터

[그림243] 록히드마틴 가이드نس 대비 실적



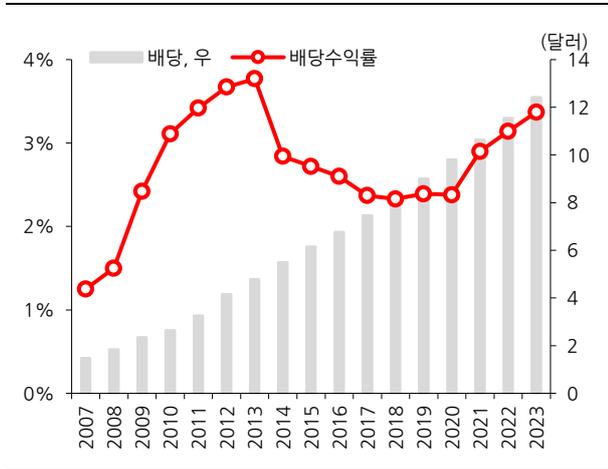
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[표26] 록히드마틴 경영진

| 이름 | 직책, 경력 |
|-------------------|------------------------------|
| James D Taidet Jr | 이사회 의장, CEO |
| Frank A St John | COO |
| Steven Walker | CTO |
| Scott T Greene | Missile & Fire Control 담당자 |
| Stephanie C Hill | Rotary & Mission Systems 담당자 |
| Gregory M Ulmer | Aeronautics 담당자 |
| Dean Acosta | CCO |
| Greg A Karol | CHO |

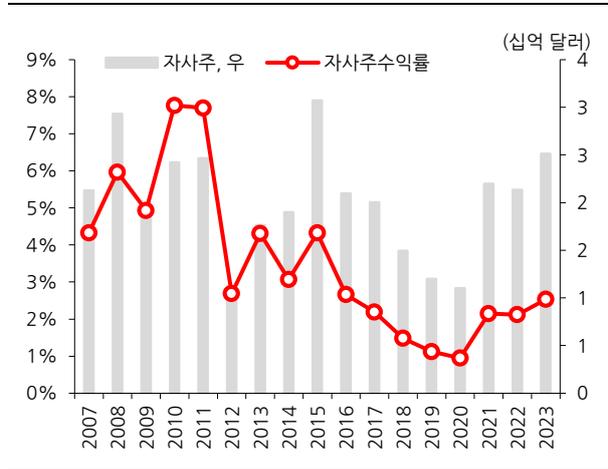
자료: 록히드마틴, 한화투자증권 리서치센터

[그림244] 록히드마틴 배당 및 배당수익률



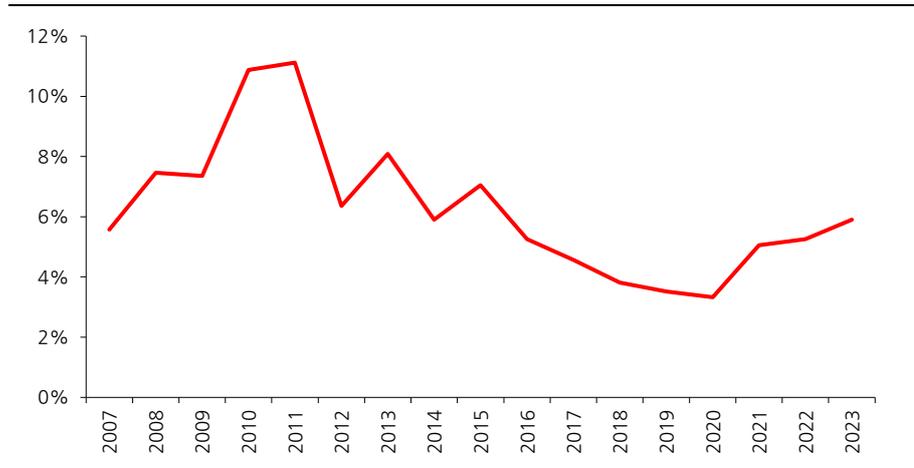
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림245] 록히드마틴 자사주 및 자사주 수익률



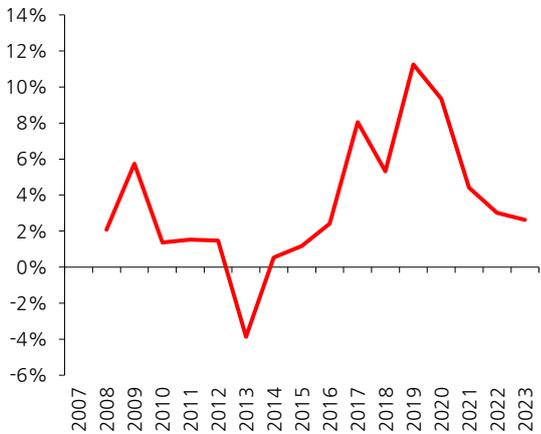
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림246] 록히드마틴 총주주환원율 추이



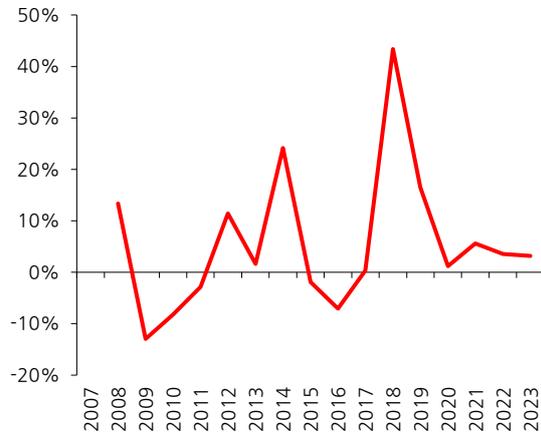
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림247] 록히드마틴 매출 증가율



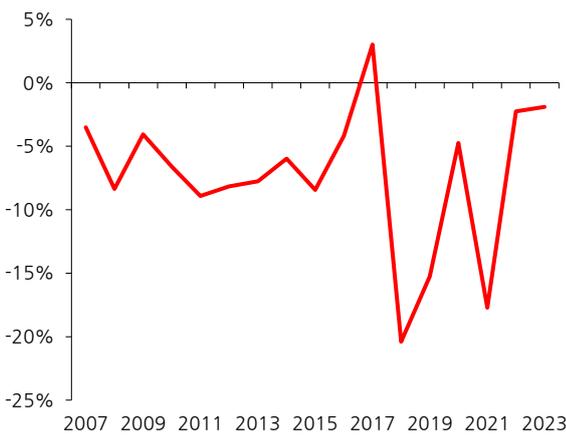
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림248] 록히드마틴 영업이익 증가율



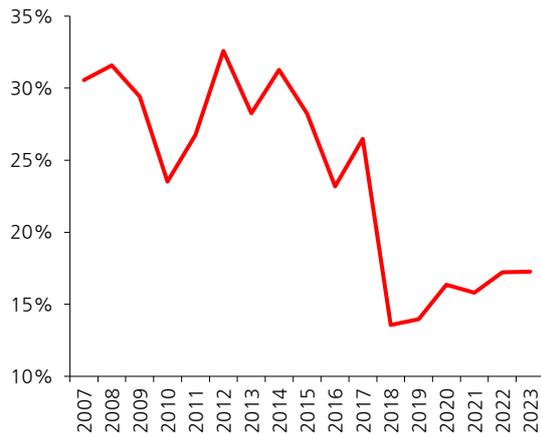
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림249] 록히드마틴 (세전이익 - 영업이익)/영업이익



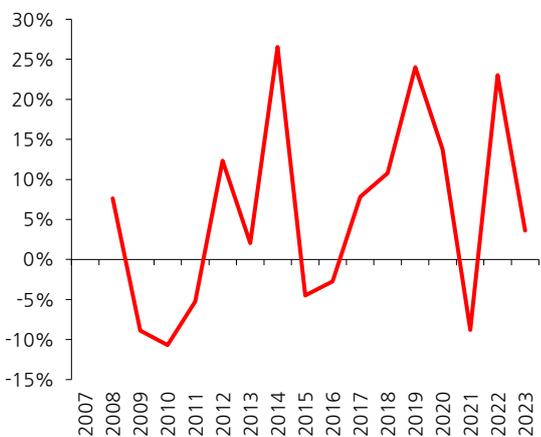
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림250] 록히드마틴 법인세율



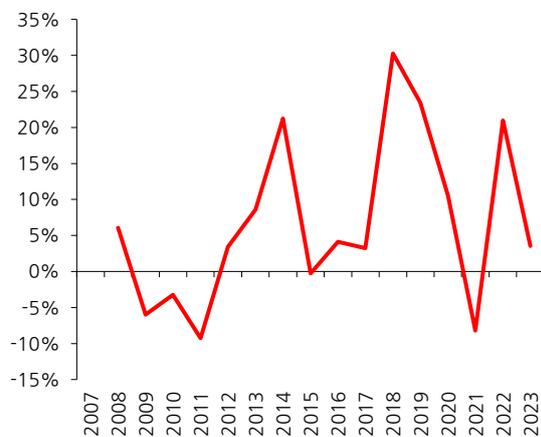
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림251] 록히드마틴 세전이익 증가율



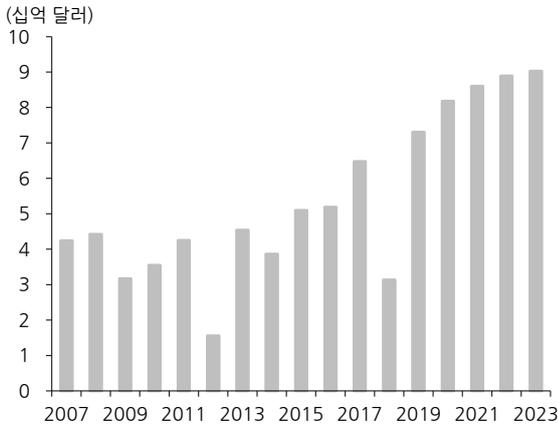
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림252] 록히드마틴 순이익 증가율



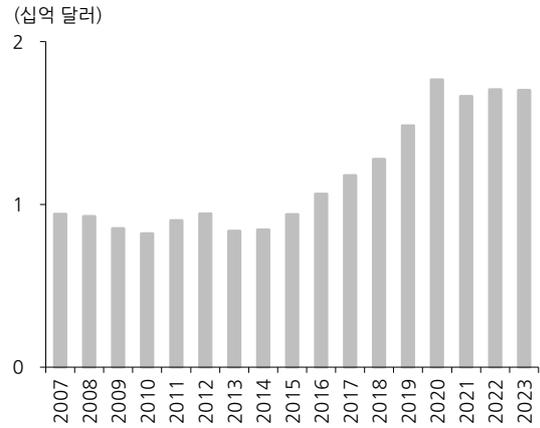
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림253] 록히드마틴 영업활동현금흐름



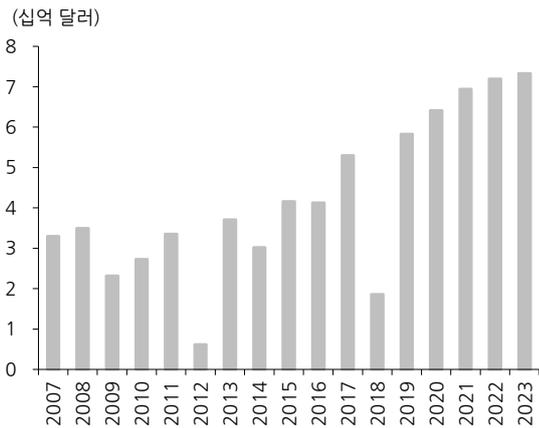
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림254] 록히드마틴 설비투자



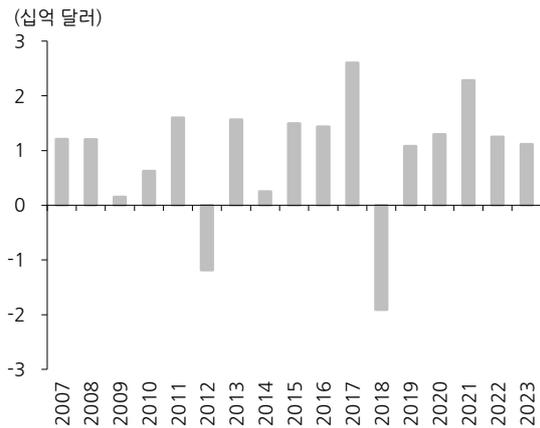
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림255] 록히드마틴 잉여현금흐름



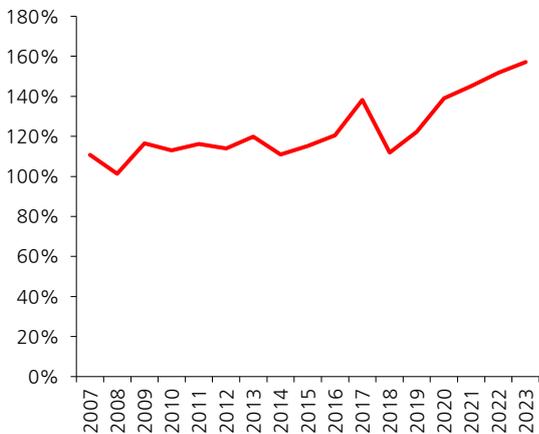
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림256] 록히드마틴 영업활동현금흐름 - 순이익



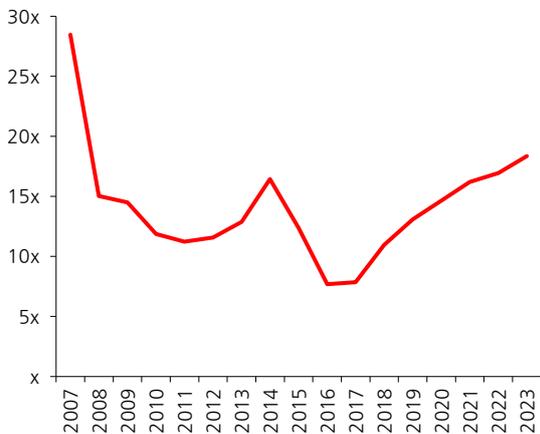
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림257] 록히드마틴 유동 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림258] 록히드마틴 이자보상배율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림259] PER 및 EPS 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림260] 록히드마틴 재무제표

| (\$ in millions, except per share data, Non GAAP) | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| BALANCE SHEET | | | | | | | | | |
| Assets | | | | | | | | | |
| Cash and cash equivalent | 1,090 | 1,837 | 2,861 | 772 | 1,514 | 3,160 | 7,079 | 10,432 | 14,043 |
| Accounts Receivable | 8,061 | 8,202 | 8,603 | 11,916 | 11,431 | 11,523 | 12,001 | 12,375 | 12,643 |
| Inventories | 4,962 | 4,670 | 4,487 | 2,997 | 3,619 | 3,545 | 3,692 | 3,807 | 3,890 |
| Other current assets | 2,085 | 399 | 1,510 | 418 | 531 | 1,150 | 1,150 | 1,150 | 1,150 |
| Total current assets | 16,198 | 15,108 | 17,461 | 16,103 | 17,095 | 19,378 | 23,922 | 27,764 | 31,725 |
| Net PPE | 5,490 | 5,549 | 5,775 | 6,124 | 7,591 | 8,213 | 8,624 | 8,980 | 9,287 |
| Investments | 3,258 | 3,470 | 3,599 | 3,250 | 3,703 | 3,469 | 3,469 | 3,469 | 3,469 |
| Intangibles incl. goodwill | 18,204 | 15,284 | 15,028 | 14,710 | 14,328 | 14,504 | 14,786 | 15,068 | 15,350 |
| Other non current assets | 5,978 | 8,395 | 4,658 | 4,689 | 4,811 | 5,146 | 5,146 | 5,146 | 5,146 |
| Total non current assets | 32,930 | 32,698 | 29,060 | 28,773 | 30,433 | 31,332 | 32,025 | 32,663 | 33,252 |
| Total Assets | 49,128 | 47,806 | 46,521 | 44,876 | 47,528 | 50,710 | 55,948 | 60,427 | 64,978 |
| Liabilities | | | | | | | | | |
| St debt and current portion of LT debt | 956 | 0 | 750 | 1,500 | 1,495 | 774 | 774 | 774 | 774 |
| Accounts payable | 1,974 | 1,653 | 1,467 | 2,402 | 1,281 | 880 | 1,844 | 1,901 | 1,943 |
| Other current payables | 11,127 | 10,889 | 10,420 | 10,496 | 11,196 | 12,279 | 12,279 | 12,279 | 12,279 |
| Total current liabilities | 14,057 | 12,542 | 12,637 | 14,398 | 13,972 | 13,933 | 14,897 | 14,954 | 14,996 |
| LT debt | 14,305 | 14,282 | 13,513 | 12,604 | 12,259 | 12,510 | 12,510 | 12,510 | 12,510 |
| Provision for risks and charges | 13,877 | 15,717 | 17,342 | 12,978 | 14,381 | 13,663 | 13,663 | 13,663 | 13,663 |
| Other non current liabilities | 3,792 | 3,659 | 3,638 | 3,447 | 3,745 | 4,566 | 5,346 | 6,121 | 6,891 |
| Total non current liabilities | 31,974 | 33,658 | 34,493 | 29,029 | 30,385 | 30,739 | 31,519 | 32,294 | 33,064 |
| Total Liabilities | 46,031 | 46,200 | 47,130 | 43,427 | 44,357 | 44,672 | 46,416 | 47,248 | 48,059 |
| Equity | | | | | | | | | |
| Common stock (Par) | 303 | 289 | 284 | 281 | 280 | 279 | 279 | 279 | 279 |
| Capital Surplus | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 221 | -323 | -867 | -1,410 |
| Retained earnings | 14,238 | 13,324 | 11,573 | 15,434 | 18,401 | 21,636 | 26,216 | 30,948 | 35,773 |
| Others including treasury | -11,444 | -12,007 | -12,466 | -14,266 | -15,510 | -16,098 | -16,640 | -17,182 | -17,724 |
| Total equity | 3,097 | 1,606 | -609 | 1,449 | 3,171 | 6,038 | 9,532 | 13,179 | 16,918 |
| Total Liabilities and Shareholders' Equity | 49,128 | 47,806 | 46,521 | 44,876 | 47,528 | 50,710 | 55,948 | 60,427 | 64,978 |
| Balance Check | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Implied BPS | 10.2 | 5.5 | -2.1 | 5.1 | 11.3 | 21.6 | 34.2 | 47.4 | 61.1 |
| Number of shares (M) | 305 | 290 | 285 | 283 | 281 | 280 | 279 | 278 | 277 |
| INCOME STATEMENT | | | | | | | | | |
| Revenue | 46,132 | 47,248 | 51,048 | 53,762 | 59,812 | 65,398 | 68,110 | 70,233 | 71,756 |
| growth yoy | | 2.4% | 8.0% | 5.3% | 11.3% | 9.3% | 4.1% | 3.1% | 2.2% |
| Aeronautics | 15,570 | 17,769 | 20,148 | 21,242 | 23,693 | 26,266 | 27,527 | 28,518 | 29,231 |
| Missiles | 6,770 | 6,608 | 7,212 | 8,462 | 10,131 | 11,257 | 11,810 | 12,245 | 12,558 |
| Rotary and Mission Systems | 14,687 | 13,462 | 14,215 | 14,250 | 15,128 | 15,995 | 16,400 | 16,712 | 16,932 |
| Space Systems and others | 9,105 | 9,409 | 9,473 | 9,808 | 10,860 | 11,880 | 12,373 | 12,758 | 13,034 |
| Cost of good sold | 39,865 | 41,184 | 44,450 | 45,025 | 50,378 | 55,648 | 57,956 | 59,762 | 61,058 |
| % to sales | 86.4% | 87.2% | 87.1% | 83.7% | 84.2% | 85.1% | 85.1% | 85.1% | 85.1% |
| Gross profit | 6,267 | 6,064 | 6,598 | 8,737 | 9,434 | 9,750 | 10,154 | 10,471 | 10,698 |
| growth yoy | | -3.2% | 8.8% | 32.4% | 8.0% | 3.3% | 4.1% | 3.1% | 2.2% |
| SG&A ex R&D | 781 | 964 | 1,483 | 2,860 | 2,860 | 2,598 | 2,639 | 2,732 | 2,787 |
| % to sales | 1.7% | 2.0% | 2.9% | 5.3% | 4.8% | 4.0% | 3.9% | 3.9% | 3.9% |
| Operating profit | 5,486 | 5,100 | 5,115 | 5,877 | 6,574 | 7,152 | 7,515 | 7,739 | 7,911 |
| growth yoy | | -7.0% | 0.3% | 14.9% | 11.9% | 8.8% | 5.1% | 3.0% | 2.2% |
| % to sales | 11.9% | 10.8% | 10.0% | 10.9% | 11.0% | 10.9% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| Aeronautics | 1,681 | 1,887 | 2,164 | 2,272 | 2,521 | 2,843 | 2,951 | 3,057 | 3,134 |
| Missiles | 1,282 | 1,018 | 1,053 | 1,248 | 1,441 | 1,545 | 1,597 | 1,626 | 1,636 |
| Rotary and Mission Systems | 844 | 906 | 905 | 1,302 | 1,421 | 1,615 | 1,672 | 1,721 | 1,778 |
| Space Systems and others | 1,679 | 1,289 | 993 | 1,055 | 1,191 | 1,149 | 1,295 | 1,335 | 1,364 |
| Net interest expense | 443 | 663 | 651 | 668 | 653 | 591 | 362 | 166 | -44 |
| % to net debt | 3.1% | 5.3% | 5.7% | 5.0% | 5.3% | 5.8% | 5.8% | 5.8% | 5.8% |
| Other non operating expenses | -20 | 449 | 805 | 629 | 1,320 | 1,674 | 1,634 | 1,683 | 1,720 |
| Earnings before tax | 5,023 | 4,886 | 5,269 | 5,838 | 7,241 | 8,235 | 8,787 | 9,255 | 9,676 |
| growth yoy | | -2.7% | 7.8% | 10.8% | 24.0% | 13.7% | 6.7% | 5.3% | 4.5% |
| % to sales | 10.9% | 10.3% | 10.3% | 10.9% | 12.1% | 12.6% | 12.9% | 13.2% | 13.5% |
| tax expense | 1,418 | 1,133 | 1,395 | 792 | 1,011 | 1,347 | 1,437 | 1,514 | 1,583 |
| % to net profit | 28.2% | 23.2% | 26.5% | 13.6% | 14.0% | 16.4% | 16.4% | 16.4% | 16.4% |
| Net profit | 3,605 | 3,753 | 3,874 | 5,046 | 6,230 | 6,888 | 7,350 | 7,741 | 8,093 |
| growth yoy | | 4.1% | 3.2% | 30.3% | 23.5% | 10.6% | 6.7% | 5.3% | 4.5% |
| % to sales | 7.8% | 7.9% | 7.6% | 9.4% | 10.4% | 10.5% | 10.8% | 11.0% | 11.3% |
| Earnings per share | | | | | | | | | |
| By implied # of shares | 11.82 | 12.94 | 13.59 | 17.83 | 22.17 | 24.60 | 26.34 | 27.84 | 29.21 |
| Actual | 11.46 | 12.38 | 13.33 | 17.59 | 21.95 | 24.50 | 26.05 | 27.57 | 28.98 |
| CASHFLOW STATEMENT | | | | | | | | | |
| Cashflow from operations | | | | | | | | | |
| Net profit | 5,101 | 5,189 | 6,476 | 3,138 | 7,311 | 8,183 | 9,439 | 9,115 | 9,637 |
| Depreciation and amortization | 1,026 | 1,215 | 1,195 | 1,161 | 1,189 | 1,290 | 1,355 | 1,410 | 1,459 |
| Increase in account receivables | -256 | -811 | -401 | -179 | 485 | -92 | -478 | -374 | -268 |
| Increase in inventories | -398 | -46 | 183 | -119 | -622 | 74 | -147 | -115 | -83 |
| Increase in account payables | -160 | -188 | -189 | 914 | -1,098 | -372 | 964 | 57 | 41 |
| Others | 1,284 | 1,266 | 1,814 | -3,685 | 1,127 | 395 | 395 | 395 | 395 |
| Cashflow from investment | -9,734 | -985 | -1,147 | -1,075 | -1,241 | -2,010 | -2,010 | -2,010 | -2,010 |
| Increase in net PPE | -939 | -1,063 | -1,177 | -1,278 | -1,484 | -1,766 | -1,766 | -1,766 | -1,766 |
| Net investments (Acquisition) | -9,003 | 0 | 0 | 0 | 0 | -282 | -282 | -282 | -282 |
| Others | 208 | 78 | 30 | 203 | 243 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| Cashflow from financing | 4,277 | -3,457 | -4,305 | -4,152 | -5,328 | -4,527 | -3,509 | -3,752 | -4,016 |
| Repayment of interest bearing debt | 9,101 | -952 | 0 | -150 | -1,500 | -519 | 0 | 0 | 0 |
| Dividend payment | -1,932 | -2,048 | -2,163 | -2,347 | -2,556 | -2,764 | -2,823 | -3,066 | -3,330 |
| Net purchase of treasury stock | -2,897 | -1,990 | -1,930 | -1,492 | -1,200 | -1,100 | -542 | -542 | -542 |
| Others | 5 | 1,533 | -212 | -163 | -72 | -144 | -144 | -144 | -144 |
| Cash and cash equivalent, BOP | 1,446 | 1,090 | 1,837 | 2,861 | 772 | 1,514 | 3,160 | 7,079 | 10,432 |
| Cash and cash equivalent, EOP | 1,090 | 1,837 | 2,861 | 772 | 1,514 | 3,160 | 7,079 | 10,432 | 14,043 |
| Effect of FX | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash flow | -4,841 | 4,126 | 5,299 | 1,860 | 5,827 | 6,135 | 7,391 | 7,067 | 7,589 |
| Total shareholder return | | | | | | | | | |
| Dividend announced | 1,880 | 2,019 | 2,134 | 2,301 | 2,504 | 2,712 | 2,770 | 3,009 | 3,268 |
| Annual DPS | 6.15 | 6.77 | 7.45 | 8.20 | 9.01 | 9.82 | 10.70 | 11.66 | 12.71 |
| Implied # of shares | 305.7 | 298.2 | 286.5 | 280.6 | 278.0 | 276.3 | 275.3 | 274.3 | 273.4 |
| Check | 100.2% | 102.8% | 100.5% | 99.2% | 98.9% | 98.7% | 98.7% | 98.7% | 98.7% |
| Net share buyback | 2,897.0 | 1,990.0 | 1,930.0 | 1,492.0 | 1,200.0 | 1,100.0 | 541.8 | 541.8 | 541.8 |
| TSR/Net profit | 134.0% | 107.7% | 105.7% | 76.2% | 60.3% | 56.0% | 48.4% | 49.3% | 50.5% |
| DPS/EPS | 53.7% | 54.7% | 55.9% | 46.6% | 41.0% | 40.1% | 41.1% | 42.3% | 43.9% |
| Share buyback/Net profit | 80.4% | 53.0% | 49.8% | 29.6% | 19.3% | 16.0% | 7.4% | 7.0% | 6.7% |
| TSR/Market cap | 7.2% | 5.5% | 4.4% | 5.1% | 3.4% | 3.9% | 2.3% | 2.5% | 2.7% |
| DPS/stock price | 2.8% | 2.7% | 2.3% | 3.1% | 2.3% | 2.8% | 2.0% | 2.1% | 2.3% |
| Share buyback/Market cap | 4.4% | 2.7% | 2.1% | 2.0% | 1.1% | 1.1% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 11월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상회)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 9월 30일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 96.6% | 3.4% | 0.0% | 100.0% |