Morning Meeting Notes

2023-07-20

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

KT&G(BUY/110,000) 2Q23 Preview: 중장기 핵심 성장사업 기대감 유효
DL이앤씨(BUY/44,000) 2Q23 Preview: 비주택이 견인하는 실적
[크레딧] 금융권 리스크 관리 강화 & 건전성 지표 강화

New Issue

뉴욕증시, 실적 시즌을 맞아 종목 장세 이어지며...나스닥 0.03↑
뉴욕채권, 영국 및 유럽 인플레 완화 시그널 관찰에 ... 美 국채가 상승
국제유가, 중국 경제 지표 부진에 따른 수요 둔화 우려에...WTI 0.53↓

New Publication

[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 7월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 주도주 랠리의 경험칙(2023-07-07)
[반도체/전기전자] 대만 일본 기업 탐방 후기(2023-07-04)
[반도체 후공정] AI 산업과 Advanced Packaging(2023-06-30)
[크레딧] 뉴욕 현지에서 바라보는 미국 산업용 부동산(2023-06-26)
[중국주식] 다시 쓰는 10년의 역사 새로운 스타일과 주도주의 탄생(2023-06-15)
[음식료] 2023년 하반기, 뭘 먹어야 잘 먹었다고 소문이 날까?(2023-06-14)

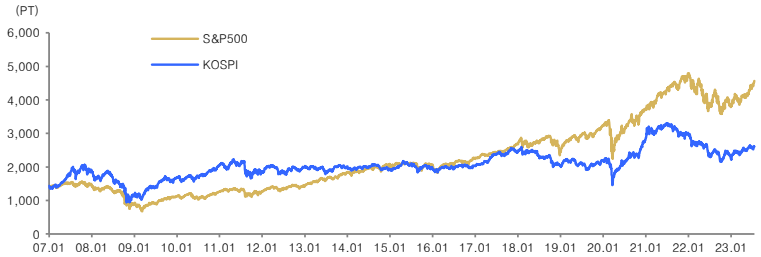
Rating, Target Price Changes

포스코퓨처엠	BUY	460,000 원 ▷	BUY	480,000 원	(2023-07-18)
롯데케미칼	BUY	195,000 원 ▷	M.PERFORM	170,000 원	(2023-07-18)
메리츠금융지주	Initiation	▷	BUY	53,000 원	(2023-07-18)
하이트진로	BUY	30,000 원 ▷	BUY	27,000 원	(2023-07-18)
GS건설	BUY	28,000 원 ▷	M.PERFORM	16,000 원	(2023-07-18)
엔씨소프트	BUY	460,000 원 ▷	BUY	370,000 원	(2023-07-14)
스카이라이프	BUY	10,400 원 ▷	BUY	9,500 원	(2023-07-14)
CJ제일제당	BUY	430,000 원 ▷	BUY	400,000 원	(2023-07-14)
넷마블	M.PERFORM	68,000 원 ▷	M.PERFORM	50,000 원	(2023-07-13)
현대위아	BUY	86,000 원 ▷	BUY	95,000 원	(2023-07-12)
현대글로비스	BUY	230,000 원 ▷	BUY	270,000 원	(2023-07-12)
카카오	BUY	87,000 원 ▷	BUY	80,000 원	(2023-07-12)
현대제철	BUY	50,000 원 ▷	BUY	48,000 원	(2023-07-11)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
에코프로비엠	210,788	엘앤에프	49,786
포스코퓨처엠	38,655	에코프로	49,723
삼성전자	34,019	LG에너지솔루션	46,098
현대차	21,913	SK하이닉스	41,192
LG전자	16,167	KODEX 코스닥150레버리지	33,965

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
POSCO홀딩스	-108,072	삼성전자	-172,456
에코프로	-64,514	F&F	-55,347
엘앤에프	-37,136	삼성SDI	-51,164
대주전자재료	-30,739	KODEX 코스닥150선물인버스	-42,903
코스모화학	-26,934	현대차	-38,433

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,608.24	+0.02	+0.99
대형주	2,600.51	+0.16	+1.16
중형주	2,804.66	-0.61	+0.28
소형주	2,414.90	-0.67	-0.14
KOSDAQ	923.72	+1.05	+5.48

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	3,668	-403	-3,257
누적순매수(D-20)	7,081	-1,292	-8,034

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	268,351	262,015	174,188

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	74.23	-0.55	-7.63
금융	349.19	-0.09	-1.15
운수장비	2,317.05	+0.57	+4.07
유통	336.73	-0.56	+0.59
음식료	3,350.26	-0.64	-3.67
의약품	12,548.66	+1.27	-2.92
전기전자	28,226.24	+0.12	+2.30
철강금속	6,088.99	+0.98	+14.75
화학	5,549.53	-0.17	-2.28
유틸리티	655.36	+0.13	+5.92
통신	340.91	-0.57	-4.55

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,565.72	+0.24	+4.58
NASDAQ	14,358.02	+0.03	+6.34
일본	32,896.03	+1.24	-2.02
중국	3,198.84	0.03	+0.03
독일	16,108.93	-0.10	+0.54

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.54	-5.30	-2.80
국고채 (10년)	3.58	-7.60	-4.60
은행채AAA (3년)	4.06	-6.00	-5.60
미국국채 (2년)	4.78	+1.71	+6.78
미국국채 (10년)	3.75	-3.80	+2.75

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,265.60	+0.41	-2.04
원/백 엔	906.52	-0.15	-0.45
원/위안	175.14	-0.24	-2.69
달러/유로	1.12	-0.24	+1.95
위안/달러	7.23	+0.66	+0.67
엔/달러	139.61	+0.56	-1.60
Dollar Index	100.28	+0.33	-1.77

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	75.35	-0.53	+3.89
금 (usd/oz)	1,980.80	+0.00	+1.85
BDI	1,037.00	-3.36	-3.80
천연가스(NYMEX)	2.60	-0.99	+0.23

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

Company Note
2023. 07. 20

KT&G (033780)

BUY
TP 110,000원

2Q23 Preview: 중장기 핵심 성장사업 기대감 유효

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

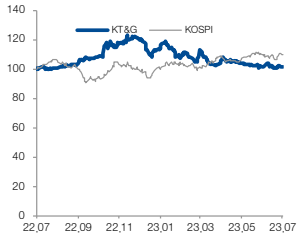
현재주가 (7/19)	82,000원
상승여력	34.1%
시가총액	11,258십억원
발행주식수	137,292천주
자본금/액면가	955십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	99,900원/80,700원
일평균 거래대금 (60일)	24십억원
외국인지분율	42.85%
주요주주	First Eagle Investment Management, LLC 7.12%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.5	-4.9	-12.9
상대주가(%p)	-0.4	-6.1	-20.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	6,868	7,184	110,000
After	6,368	6,822	110,000
Consensus	6,630	7,006	108,077
Cons. 차이	-4.0%	-2.6%	1.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q23, 연결기준 매출액은 1조 3,586억원(-4.2%yoy), 영업이익은 2,557억원(-21.9%yoy, OPM 18.8%)으로 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망. 이는, 담배 원자재 가격 인상에 따른 부담 지속 및 부동산 개발 사업 완료에 따른 이익 감소에 기인
- 투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- **1. 담배:** 1) 내수 담배 +1.9%yoy 시현할 것으로 전망. 일반 궐련은 2Q23 총수요 -2~3%yoy 감소하였으나 상대적으로 단가가 높은 면세 궐련 판매량 증가하며 수요 감소분 일부 상쇄. 이에 반해, NGP 스틱 수요는 +10%yoy 이상 성장하였을 것으로 전망

  2) 수출 담배 -18.6%yoy 시현할 것으로 전망. 해외 궐련은 신시장(중남미 아프리카 등)향 수량은 성장하였으나, 아태지역 재고 조정으로 전체 수량은 소폭 증가, 매출 변동폭 제한적일 것. 해외 스틱 판매량은 고성장을 지속할 것으로 보이며, 향후 스틱 매출 비중 확대에 따라 중장기 이익 기여도 상승에 대한 기대감 유효

  3) 해외 법인: 인도네시아, CIS 지역 중심 성장 지속. 다만, 인니 지역 세금 구간 변경에 따른 이익은 다소 감소하였을 것으로 판단. 하반기는 지난 해 가격 인상 효과가 나타나며 이익 개선 전망

  4) 이익: 올해 KT&G 별도 기준 부동산 개발 실적 감소 및 지난 4분기부터 인상된 담배 원자재 가격 반영되며 이익 감소 불가피한 상황. 현재 담배 원재료 가격 지속적으로 높은 레벨 유지 중. 이에 따라 원가 부담 당분간 지속될 것으로 판단
- **2. 건기식:** 경기 침체 영향으로 국내 건기식 수요가 감소하였으나, 중국/미국 중심의 해외 판매량 상승하며 전체 외형은 소폭 증가하였을 것으로 전망. 다만, 중국 온라인 프로모션 비용 집중되며 이익은 전년도와 비슷한 수준일 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- 올해 부동산 실적 감소와 담배 사업부문 원재료비 상승에 따라 전년대비 수익성 감소는 불가피. 하지만, 여전히 핵심 성장 사업인 NGP 사업, 해외 담배 사업, KGC 중심의 중장기적 외형 및 안정적인 실적 개선, 지속적인 주주 환원 정책에 대한 기대감은 유효하다고 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	5,228	1,338	977	1,556	7,118	-16.6	11.1	1.2	5.6	10.7	6.1
2022	5,851	1,268	1,016	1,493	7,399	3.9	12.4	1.3	7.2	11.0	5.5
2023F	5,856	1,143	874	1,488	6,368	-13.9	12.9	1.2	6.5	9.5	6.3
2024F	6,207	1,228	937	1,587	6,822	7.1	12.0	1.2	5.9	10.2	6.3
2025F	6,432	1,300	1,009	1,622	7,346	7.7	11.2	1.2	5.6	10.5	6.3

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 KT&G 2분기 실적 전망

(단위: 십억 원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	2Q23F	2Q22	1Q23	(YoY)	(QoQ)	2Q23F	대비
매출액	1,358.6	1,417.5	1,395.7	-4.2%	-2.7%	1,414.3	-3.9%
영업이익	255.7	327.6	316.5	-21.9%	-19.2%	274.6	-6.9%
영업이익률	18.8%	23.1%	22.7%	-4.3%p	-3.9%p	19.4%	-0.6%p
세전이익	297.0	478.6	396.3	-37.9%	-25.1%	310.3	-4.3%
지배지분순이익	200.9	238.2	264.0	-15.7%	-23.9%	206.5	-2.7%

자료: KT&G, Quantiwise, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 실적 추정 변경

(단위: 십억 원)

	2023F					2024F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	5,856.1	5,957.7	-1.7%	5,956.0	-1.7%	6,206.6	6,247.0	-0.6%	6,248.3	-0.7%
영업이익	1,142.8	1,210.4	-5.6%	1,176.5	-2.9%	1,228.1	1,275.7	-3.7%	1,276.1	-3.8%
영업이익률	19.5%	20.3%	-0.8%p	19.8%	-0.2%p	19.8%	20.4%	-0.6%p	20.4%	-0.6%p
지배지분순이익	874.3	942.9	-7.3%	910.3	-4.0%	936.6	986.3	-5.0%	961.9	-2.6%

자료 : KT&G, Quantiwise, 현대차증권

〈표3〉 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	**1,402.6**	**1,417.5**	**1,624.6**	**1,406.7**	**1,395.7**	**1,358.6**	**1,659.9**	**1,441.8**	**5,851.4**	**5,856.1**	**6,206.6**
YoY(%)	*16.1%*	*10.9%*	*8.7%*	*12.8%*	*-0.5%*	*-4.2%*	*2.2%*	*2.5%*	*11.9%*	*0.1%*	*6.0%*
1.KT&G(별도)	844.8	966.3	970.4	912.7	821.0	860.1	934.0	892.2	3,694.3	3,507.3	3,635.5
YoY(%)	*11.5%*	*1.6%*	*4.3%*	*7.2%*	*-2.8%*	*-11.0%*	*-3.8%*	*-2.2%*	*5.8%*	*-5.1%*	*3.7%*
1) 내수 담배	493.7	552.1	570.3	509.2	517.6	562.5	588.3	535.1	2,125.3	2,203.5	2,229.1
YoY(%)	*7.7%*	*14.7%*	*6.5%*	*4.1%*	*4.8%*	*1.9%*	*3.2%*	*5.1%*	*8.2%*	*3.7%*	*1.2%*
2) 수출 담배	236.6	258.6	239.5	228.1	212.1	210.5	234.9	245.7	962.8	903.2	1,022.7
YoY(%)	*30.6%*	*16.5%*	*34.6%*	*10.4%*	*-10.4%*	*-18.6%*	*-1.9%*	*7.7%*	*22.3%*	*-6.2%*	*13.2%*
3)부동산및기타	114.5	155.7	160.6	175.4	91.3	87.2	110.8	111.3	606.2	400.6	383.6
YoY(%)	*-3.1%*	*-37.1%*	*-25.9%*	*12.5%*	*-20.3%*	*-44.0%*	*-31.0%*	*-36.5%*	*-17.9%*	*-33.9%*	*-4.2%*
2. KGC(별도)	374.1	246.4	429.0	256.4	362.3	258.2	449.6	269.2	1,305.9	1,339.3	1,398.3
YoY(%)	*-1.6%*	*-5.0%*	*2.7%*	*8.8%*	*-3.2%*	*4.3%*	*4.8%*	*5.0%*	*2.0%*	*2.6%*	*4.4%*
3. 기타	183.6	204.8	225.1	237.6	212.4	240.4	276.3	280.4	851.1	1009.4	1172.9
YoY(%)	*162.3%*	*201.2%*	*53.6%*	*48.0%*	*15.7%*	*17.4%*	*22.7%*	*18.0%*	*91.2%*	*18.6%*	*16.2%*
영업이익	**333.0**	**327.6**	**405.6**	**201.4**	**316.5**	**255.7**	**372.1**	**198.5**	**1,267.6**	**1,142.8**	**1,228.1**
OPM(%)	***23.7%***	***23.1%***	***25.0%***	***14.3%***	***22.7%***	***18.8%***	***22.4%***	***13.8%***	***21.7%***	***19.5%***	***19.8%***
YoY(%)	***6.3%***	***1.0%***	***-2.7%***	***-24.0%***	***-5.0%***	***-21.9%***	***-8.3%***	***-1.4%***	***-3.9%***	***-9.8%***	***7.5%***
1.KT&G	272.6	312.7	307.8	227.3	230.3	237.0	262.5	214.1	1,120.3	943.8	992.9
OPM(%)	*32.3%*	*32.4%*	*31.7%*	*24.9%*	*28.0%*	*27.6%*	*28.1%*	*24.0%*	*30.3%*	*26.9%*	*27.3%*
2. KGC	34.2	3.0	74.8	-27.3	50.1	3.9	78.7	-15.6	84.7	117.0	131.8
OPM(%)	*9.1%*	*1.2%*	*17.4%*	*-10.6%*	*13.8%*	*1.5%*	*17.5%*	*-5.8%*	*6.5%*	*8.7%*	*9.4%*
3. 기타	26.2	12.0	23.0	2.7	36.1	14.9	30.9	0.0	64.0	82.0	103.3
세전이익	**391.8**	**478.6**	**647.8**	**-97.3**	**390.0**	**297.0**	**423.8**	**178.8**	**1,420.9**	**1,289.6**	**1,375.8**
세전이익(%)	*27.9%*	*33.8%*	*39.9%*	*-6.9%*	*27.9%*	*21.9%*	*25.5%*	*12.4%*	*24.3%*	*22.0%*	*22.2%*
YoY(%)	*1.2%*	*-26.5%*	*-30.1%*	*적전*	*-0.4%*	*-38.0%*	*-34.6%*	*흑전*	*2.4%*	*-9.2%*	*6.7%*
지배주주순이익	**264.1**	**339.5**	**464.1**	**-51.9**	**270.5**	**200.9**	**284.4**	**118.5**	**1,015.8**	**874.3**	**936.6**
순이익(%)	*18.8%*	*24.0%*	*28.6%*	*-3.7%*	*19.4%*	*14.8%*	*17.1%*	*8.2%*	*17.4%*	*14.9%*	*15.1%*
%YoY	*-3.4%*	*36.7%*	*28.4%*	*적전*	*2.4%*	*-40.8%*	*-38.7%*	*흑전*	*3.5%*	*-11.8%*	*7.1%*

자료: KT&G, 현대차증권
주) 2022~2023년 세전이익은 중단사업 이익 각 86억, 26억을 포함한 수치

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,228	5,851	5,856	6,207	6,432
증가율 (%)	3.4	11.9	0.1	6.0	3.6
매출원가	2,350	2,891	2,978	3,147	3,241
매출원가율 (%)	45.0	49.4	50.9	50.7	50.4
매출총이익	2,878	2,960	2,878	3,059	3,191
매출이익률 (%)	55.0	50.6	49.1	49.3	49.6
증가율 (%)	-1.7	2.9	-2.8	6.3	4.3
판매관리비	1,540	1,693	1,735	1,831	1,891
판관비율(%)	29.5	28.9	29.6	29.5	29.4
EBITDA	1,556	1,493	1,488	1,587	1,622
EBITDA 이익률 (%)	29.8	25.5	25.4	25.6	25.2
증가율 (%)	-7.2	-4.0	-0.3	6.6	2.2
영업이익	1,338	1,268	1,143	1,228	1,300
영업이익률 (%)	25.6	21.7	19.5	19.8	20.2
증가율 (%)	-9.2	-5.3	-9.8	7.5	5.8
영업외손익	90	133	151	148	173
금융수익	79	131	128	119	130
금융비용	32	88	116	113	104
기타영업외손익	43	89	139	142	147
종속/관계기업관련손익	11	29	-2	0	0
세전계속사업이익	1,440	1,430	1,292	1,376	1,473
세전계속사업이익률	27.5	24.4	22.1	22.2	22.9
증가율 (%)	-10.3	-0.7	-9.6	6.5	7.0
법인세비용	415	416	403	426	450
계속사업이익	1,024	1,014	889	950	1,022
중단사업이익	-52	-9	-3	0	0
당기순이익	972	1,005	886	950	1,022
당기순이익률 (%)	18.6	17.2	15.1	15.3	15.9
증가율 (%)	-17.1	3.5	-11.8	7.1	7.7
지배주주지분 순이익	977	1,016	874	937	1,009
비지배주주지분 순이익	-5	-10	12	13	14
기타포괄이익	89	77	20	0	0
총포괄이익	1,061	1,083	906	950	1,022

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,256	6,510	6,459	6,959	7,507
현금성자산	947	1,401	1,330	1,593	1,947
단기투자자산	474	243	249	262	272
매출채권	905	1,367	1,401	1,469	1,526
재고자산	2,375	2,576	2,640	2,770	2,876
기타유동자산	589	530	543	570	592
비유동자산	5,381	5,792	5,686	5,654	5,636
유형자산	1,741	1,837	1,747	1,650	1,579
무형자산	146	168	153	129	109
투자자산	2,097	2,334	2,350	2,439	2,511
기타비유동자산	1,398	1,453	1,437	1,437	1,437
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,637	12,302	12,145	12,613	13,144
유동부채	2,064	2,527	2,569	2,686	2,787
단기차입금	75	73	71	71	71
매입채무	60	221	226	238	247
유동성장기부채	19	21	4	-1	-1
기타유동부채	1,909	2,213	2,268	2,380	2,471
비유동부채	364	416	416	422	434
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	53	79	88	78	78
장기금융부채	18	28	11	11	11
기타비유동부채	293	309	317	333	345
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,428	2,943	2,985	3,108	3,221
지배주주지분	9,159	9,316	9,047	9,379	9,783
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	533	533	533	533	533
자본조정 등	-880	-1,237	-1,237	-1,237	-1,237
기타포괄이익누계액	-88	-67	-46	-46	-46
이익잉여금	8,638	9,131	8,841	9,173	9,577
비지배주주지분	50	43	113	126	140
자본총계	9,209	9,359	9,160	9,505	9,922

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,420	888	670	1,230	1,266
당기순이익	972	1,005	886	950	1,022
유형자산 상각비	203	203	317	335	302
무형자산 상각비	14	22	28	24	20
외환손익	-96	-50	-65	0	0
운전자본의 감소(증가)	222	-321	-545	-87	-71
기타	105	28	49	9	-7
투자활동으로인한현금흐름	-798	548	-92	-262	-227
투자자산의 감소(증가)	-474	-203	-9	-89	-73
유형자산의 감소	5	4	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-224	-241	-261	-238	-232
기타	-105	988	175	65	78
재무활동으로인한현금흐름	-948	-932	-677	-706	-686
차입금의 증가(감소)	75	31	-10	-10	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-596	-576	-581	-605	-605
기타	-427	-387	-86	-91	-81
기타현금흐름	18	-49	27	0	0
현금의증가(감소)	-307	454	-71	263	354
기초현금	1,254	947	1,401	1,330	1,593
기말현금	947	1,401	1,330	1,593	1,947

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	7,078	7,323	6,456	6,916	7,447
EPS(지배순이익 기준)	7,118	7,399	6,368	6,822	7,346
BPS(자본총계 기준)	67,075	68,165	66,716	69,228	72,272
BPS(지배지분 기준)	66,710	67,853	65,894	68,312	71,254
DPS	4,800	5,000	5,200	5,200	5,200
P/E(당기순이익 기준)	11.2	12.5	12.7	11.9	11.0
P/E(지배순이익 기준)	11.1	12.4	12.9	12.0	11.2
P/B(자본총계 기준)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1
P/B(지배지분 기준)	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA(Reported)	5.6	7.2	6.5	5.9	5.6
배당수익률	6.1	5.5	6.3	6.3	6.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-17.1	3.5	-11.8	7.1	7.7
EPS(지배순이익 기준)	-16.6	3.9	-13.9	7.1	7.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.6	10.8	9.6	10.2	10.5
ROE(지배순이익 기준)	10.7	11.0	9.5	10.2	10.5
ROA	8.4	8.4	7.3	7.7	7.9
안정성 (%)					
부채비율	26.4	31.4	32.6	32.7	32.5
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	75.0	36.5	13.0	14.2	16.1

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2023. 07. 20

DL이앤씨 (375500)

BUY
TP 44,000원

2Q23 Preview: 비주택이 견인하는 실적

Analyst 신동현
02-3787-2335 1300891@hmsec.com

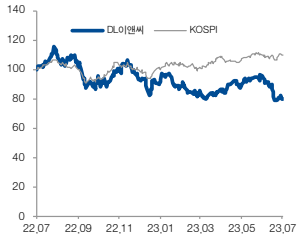
현재주가 (7/19)	31,200원
상승여력	41.0%
시가총액	1,207십억원
발행주식수	38,694천주
자본금/액면가	215십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	45,500원/30,850원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
외국인지분율	24.30%
주요주주	DL 외 5 인 24.59%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-16.7	-8.1	-14.8
상대주가(%p)	-16.6	-9.3	-22.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	9,916	10,893	44,000
After	10,038	11,114	44,000
Consensus	7,854	9,662	46,533
Cons. 차이	27.8%	15.0%	-5.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 2Q23 연결 매출액 2조 308억원(+8.2% YoY, +9.8% QoQ), 영업이익 856억원(-36.6% YoY, -4.9% QoQ) 기록할 것으로 전망
- 주택경기 침체 장기화 국면에서, 국내외 비주택 수주에 집중해 주택 익스포저를 줄여가는 중

주요이슈 및 실적전망

- 2Q23 연결 매출액 2조 308억원, 영업이익 856억원으로 영업이익 컨센서스를 소폭 하회할 전망
- 2Q23 플랜트부문에서는 일부 계약금액 증액 이외의 신규 수주는 없었던 것으로 파악됨. 그러나 올해 1월 기초공사에 돌입한 Shaheen 프로젝트(계약금액 약 1.4조원)의 공정률이 점차 올라오고 있음(상반기말 한 자릿수%). 또한 하반기에는 신규 플랜트 입찰결과를 기대할 수 있어 향후 플랜트 매출 비중은 지속적으로 상승할 것으로 예상됨. 토목부문에서는 남해-여수 지하도로(약 3,200억원)를 수주했으며 기존 현장에서 계약금액 증액이 일부 이루어짐
- 하반기 주요 해외 파이프라인: 필리핀 복합화력발전 2건, 인도네시아 화공플랜트, 인도네시아 항만공사, 파키스탄 수력발전, 싱가포르 철도 2개 공구 등
- 별도기준 상반기 누적 착공물량은 1,107세대(2Q23 착공 없음)로 연간 가이던스 9,080세대의 12.2% 달성. DL건설의 경우 '24년으로 미뤄진 약 4,000세대를 제외한 연간 가이던스 약 8,000세대 모두 하반기에 예정되어 있음. 하반기 신규 현장 증가에 따라 주택부문 원가율은 상반기 대비 다소 안정화되는 모습을 보이기 시작할 것
- 전통적인 플랜트 외에도 친환경, 이차전지, CCUS 등 다양한 유형의 플랜트 입찰에 참여하여 세부 공종 포트폴리오를 다각화하고 있음. 경기민감도가 큰 주택부문에의 의존도를 낮춘다는 점에서 실적 및 주가에 긍정적이라고 판단함

주가전망 및 Valuation

- 여전히 주택시장의 회복이 더딘 상황에서 비주택부문의 성장은 하락한 건설업종 투자심리를 회복시킬 수 있는 주요 포인트임. 수주와 실적기여도가 지속적으로 증가하며 동사의 주가도 우상향할 것으로 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 44,000원 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	7,632	957	577	1,037	14,885	N/A	4.0	0.6	1.4	13.8	2.3
2022	7,497	497	413	583	10,568	-29.0	3.2	0.3	0.9	9.7	3.0
2023F	8,349	423	388	517	10,038	-5.0	3.1	0.3	0.4	8.6	3.2
2024F	8,659	521	430	617	11,114	10.7	2.8	0.3	N/A	8.8	3.2
2025F	9,978	621	515	714	13,320	19.8	2.3	0.2	N/A	9.7	3.2

K-IFRS 연결 기준

<표1> DL이앤씨 2Q23 실적 추정

(단위: 십억원)	분기실적 2Q22	1Q23	2Q23F	증감 (YoY)	(QoQ)	Consensus 2Q23F	Diff.
매출액	1,877	1,850	2,031	8.2%	9.8%	2,005	1.3%
영업이익	135	90	86	-36.6%	-4.9%	92	-7.0%
세전이익	170	126	98	-42.4%	-22.2%	105	-6.4%
당기순이익	116	94	73	-36.7%	-21.8%	78	-5.7%

자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> DL이앤씨 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후 2023F	2024F	변경 전 2023F	2024F	변화율 2023F	2024F
매출액	8,349	8,659	8,436	8,672	-1.0%	-0.2%
영업이익	423	521	472	529	-10.4%	-1.5%
세전이익	532	601	585	643	-9.0%	-6.5%
당기순이익	398	439	433	476	-8.0%	-7.8%

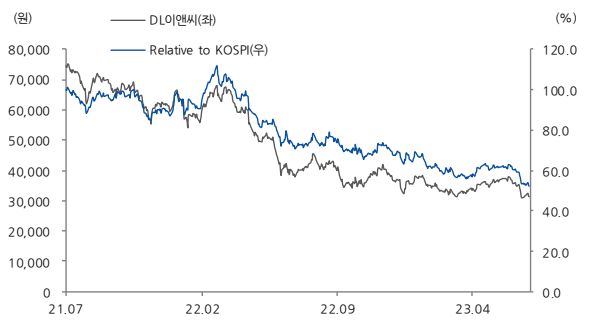
자료: 현대차증권

<표3> DL이앤씨 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	108,927	- 2023F BPS
Target P/B (배)	0.40	- Peer 건설사 '15~'17 년 평균 P/B 에 15% 할인율 적용
적정주가 (원)	43,571	- Target P/B * 2023F BPS
목표주가 (원)	**44,000**	
전일종가 (원)	31,200	- 2023.07.19 종가
상승여력 (%)	41.0	
투자의견	**BUY**	

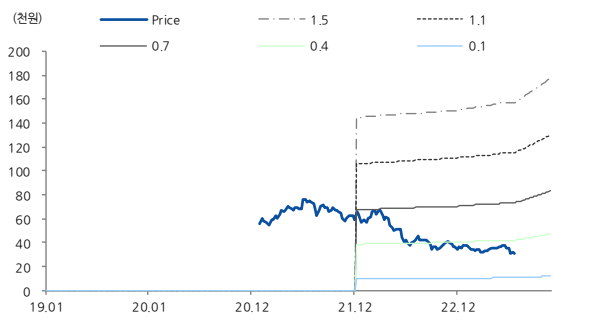
자료: 현대차증권

<그림1> DL이앤씨 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> DL이앤씨 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<표4> DL이앤씨 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	1,850	2,031	2,064	2,405	1,829	2,219	2,138	2,473	7,497	8,349	8,659
YoY	22.1%	8.2%	11.6%	6.6%	-1.1%	9.3%	3.6%	2.8%	-1.8%	11.4%	3.7%
1. DL 이앤씨(별도)	1,229	1,361	1,390	1,490	1,149	1,460	1,432	1,509	5,271	5,469	5,549
YoY	10.7%	-2.0%	3.7%	4.1%	-6.5%	7.3%	3.0%	1.3%	0.5%	3.8%	1.5%
>주택/건축	776	942	941	1,033	619	946	895	954	3,702	3,692	3,414
YoY	1.0%	-7.5%	1.6%	4.6%	-20.3%	0.4%	-4.9%	-7.7%	4.3%	-0.2%	-7.5%
>토목	198	175	184	192	188	186	180	180	880	749	734
YoY	-7.5%	-23.7%	-2.9%	-22.1%	-5.3%	6.0%	-2.0%	-6.1%	7.3%	-14.8%	-2.0%
>플랜트	254	244	265	264	343	328	356	374	689	1,028	1,401
YoY	98.8%	74.1%	18.0%	34.5%	34.8%	34.5%	34.3%	41.6%	-21.4%	49.1%	36.4%
2. DL 건설	515	568	565	804	551	634	576	830	1,962	2,452	2,590
YoY	54.6%	21.9%	20.9%	15.5%	6.9%	11.6%	2.0%	3.1%	-2.4%	24.9%	5.6%
3. 현지법인 및 기타	106	102	109	111	129	125	130	135	264	428	519
YoY	49.4%	354.5%	163.8%	-13.9%	21.9%	22.5%	19.4%	21.6%	-30.2%	62.3%	21.3%
매출총이익	193	203	235	280	227	269	275	318	931	911	1,089
YoY	-17.3%	-15.5%	21.1%	6.1%	17.8%	32.5%	17.1%	13.5%	-32.8%	-2.2%	19.6%
GPM	10.4%	10.0%	11.4%	11.6%	12.4%	12.1%	12.9%	12.9%	12.4%	10.9%	12.6%
1. DL 이앤씨(별도)	128	150	177	201	164	201	209	230	256	284	366
YoY	-33.5%	-34.2%	7.4%	22.9%	28.5%	33.3%	18.0%	14.7%	-4.4%	10.8%	28.9%
GPM	10.4%	11.0%	12.8%	13.5%	14.3%	13.7%	14.6%	15.2%	4.9%	5.2%	6.6%
>주택/건축	60	85	103	124	74	114	116	134	493	372	438
YoY	-57.0%	-41.7%	-21.0%	58.7%	24.8%	33.9%	12.4%	7.7%	-34.6%	-24.5%	17.7%
GPM	7.7%	9.0%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%	13.0%	14.0%	13.3%	10.1%	12.8%
>토목	20	19	22	25	22	21	22	22	119	86	86
YoY	-35.8%	-55.5%	58.9%	-19.5%	9.0%	10.9%	-2.0%	-13.3%	20.3%	-27.7%	0.1%
GPM	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	11.5%	11.5%	12.0%	12.0%	13.5%	11.5%	11.7%
>플랜트	49	46	52	52	69	66	71	75	137	198	280
YoY	108.8%	16.1%	156.0%	-4.6%	41.0%	41.6%	37.8%	45.2%	-18.8%	44.2%	41.4%
GPM	19.1%	19.0%	19.5%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	19.9%	19.3%	20.0%
2. DL 건설	31	37	42	63	43	49	46	68	158	173	207
YoY	12.0%	7.0%	5.4%	11.8%	40.1%	33.1%	12.0%	7.4%	-48.2%	9.2%	19.9%
GPM	6.0%	6.5%	7.4%	7.8%	7.9%	7.8%	8.1%	8.1%	8.1%	7.0%	8.0%
3. 현지법인 및 기타	34	15	16	17	19	19	20	20	24	82	78
YoY	161.4%	흑전	흑전	-62.6%	-42.9%	22.5%	19.4%	21.6%	-59.6%	240.9%	-5.3%
GPM	32.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	9.1%	19.2%	15.0%
영업이익	90	86	113	134	111	121	134	156	497	423	521
YoY	-28.3%	-36.4%	-2.8%	11.3%	22.8%	41.1%	18.3%	16.3%	-48.1%	-14.9%	23.3%
OPM	4.9%	4.2%	5.5%	5.6%	6.1%	5.4%	6.3%	6.3%	6.6%	5.1%	6.0%
세전이익	126	98	143	165	128	138	155	180	595	532	601
YoY	-13.4%	-42.3%	-36.6%	204.0%	1.4%	41.1%	8.3%	9.0%	-34.5%	-10.6%	12.9%
세전이익률	6.8%	4.8%	6.9%	6.9%	7.0%	6.2%	7.3%	7.3%	7.9%	6.4%	6.9%
당기순이익	94	73	107	124	93	101	113	131	432	398	439
YoY	-8.8%	-36.7%	-32.9%	134.4%	-0.3%	37.3%	5.4%	6.1%	-32.1%	-7.7%	10.2%
당기순이익률	5.1%	3.6%	5.2%	5.1%	5.1%	4.5%	5.3%	5.3%	5.8%	4.8%	5.1%
지배주주순이익	90	72	105	121	92	99	111	129	413	388	430
YoY	-11.1%	-34.6%	-32.2%	159.2%	1.8%	37.3%	5.4%	6.1%	-28.4%	-6.0%	10.7%
지배주주순이익률	4.9%	3.5%	5.1%	5.0%	5.0%	4.5%	5.2%	5.2%	5.5%	4.7%	5.0%
수주잔고	28,405	29,302	30,555	32,176	32,813	33,860	35,138	36,880	26,542	32,176	36,880
>주택/건축	14,357	14,614	15,174	16,140	16,522	17,075	17,680	18,726	13,009	13,641	16,140
>토목	2,701	2,832	2,851	3,111	3,076	3,044	3,118	3,193	2,975	2,743	3,111
>플랜트	4,961	4,755	5,264	5,733	6,104	6,494	6,848	7,180	2,617	3,426	5,733
>DL 건설	6,387	7,100	7,266	7,191	7,111	7,247	7,491	7,781	5,716	6,733	7,191

자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,632	7,497	8,349	8,659	9,978
증가율 (%)	N/A	-1.8	11.4	3.7	15.2
매출원가	6,245	6,565	7,438	7,570	8,612
매출원가율 (%)	81.8	87.6	89.1	87.4	86.3
매출총이익	1,386	931	911	1,089	1,366
매출이익률 (%)	18.2	12.4	10.9	12.6	13.7
증가율 (%)	N/A	-32.8	-2.1	19.5	25.4
판매관리비	429	434	488	568	745
판관비율(%)	5.6	5.8	5.8	6.6	7.5
EBITDA	1,037	583	517	617	714
EBITDA 이익률 (%)	13.6	7.8	6.2	7.1	7.2
증가율 (%)	N/A	-43.8	-11.3	19.3	15.7
영업이익	957	497	423	521	621
영업이익률 (%)	12.5	6.6	5.1	6.0	6.2
증가율 (%)	N/A	-48.1	-14.9	23.2	19.2
영업외손익	-31	88	109	78	99
금융수익	117	142	140	135	154
금융비용	69	57	47	48	48
기타영업외손익	-79	3	16	-9	-7
종속/관계기업관련손익	-17	11	1	2	1
세전계속사업이익	909	595	532	601	720
세전계속사업이익률	11.9	7.9	6.4	6.9	7.2
증가율 (%)	N/A	-34.5	-10.6	13.0	19.8
법인세비용	273	164	134	162	195
계속사업이익	636	432	398	439	526
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	636	432	398	439	526
당기순이익률 (%)	8.3	5.8	4.8	5.1	5.3
증가율 (%)	N/A	-32.1	-7.9	10.3	19.8
지배주주지분 순이익	577	413	388	430	515
비지배주주지분 순이익	59	18	10	9	11
기타포괄이익	9	-141	22	0	0
총포괄이익	645	291	420	439	526

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,354	5,404	5,923	6,413	7,327
현금성자산	2,045	1,752	2,033	2,413	2,768
단기투자자산	331	619	659	678	773
매출채권	486	586	624	642	732
재고자산	940	853	909	935	1,066
기타유동자산	1,547	1,581	1,685	1,733	1,976
비유동자산	3,347	3,571	3,690	3,696	3,760
유형자산	132	132	128	128	128
무형자산	39	35	27	20	15
투자자산	1,065	1,260	1,439	1,453	1,522
기타비유동자산	2,111	2,144	2,096	2,095	2,095
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,702	8,975	9,612	10,110	11,087
유동부채	3,137	3,211	3,493	3,582	4,035
단기차입금	156	186	261	261	261
매입채무	908	993	1,058	1,088	1,241
유동성장기부채	40	75	88	88	88
기타유동부채	2,033	1,957	2,086	2,145	2,445
비유동부채	1,068	1,072	1,094	1,101	1,137
사채	447	427	428	428	428
장기차입금	364	409	417	417	417
장기금융부채	3	3	3	3	3
기타비유동부채	254	233	246	253	289
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,205	4,282	4,587	4,683	5,172
지배주주지분	4,168	4,349	4,675	5,067	5,545
자본금	107	215	215	215	215
자본잉여금	3,610	3,494	3,494	3,494	3,494
자본조정 등	-3	-32	-32	-32	-32
기타포괄이익누계액	-127	-185	-163	-163	-163
이익잉여금	580	858	1,162	1,554	2,032
비지배주주지분	329	343	351	360	370
자본총계	4,497	4,692	5,026	5,427	5,915

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	580	152	576	537	633
당기순이익	636	432	398	439	526
유형자산 상각비	67	75	85	89	89
무형자산 상각비	13	12	9	7	5
외환손익	-30	-56	-32	0	0
운전자본의 감소(증가)	-509	-482	33	3	14
기타	403	171	83	-1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-338	-386	-339	-121	-253
투자자산의 감소(증가)	-1,044	-102	-159	-14	-69
유형자산의 감소	5	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-18	-65	-89	-89
기타	715	-267	-115	-18	-95
재무활동으로인한현금흐름	114	-65	36	-35	-26
차입금의 증가(감소)	367	46	7	0	0
사채의증가(감소)	447	-19	0	0	0
자본의 증가	3,717	-9	0	0	0
배당금	-4	-64	-42	-38	-38
기타	-4,413	-19	71	3	12
기타현금흐름	7	6	7	0	0
현금의증가(감소)	363	-292	280	381	354
기초현금	1,682	2,045	1,752	2,033	2,413
기말현금	2,045	1,752	2,033	2,413	2,768

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	16,417	11,043	10,295	11,341	13,592
EPS(지배순이익 기준)	14,885	10,568	10,038	11,114	13,320
BPS(자본총계 기준)	104,781	109,332	117,100	126,446	137,822
BPS(지배지분 기준)	97,111	101,345	108,927	118,069	129,200
DPS	1,351	1,000	1,000	1,000	1,000
P/E(당기순이익 기준)	3.6	3.1	3.0	2.8	2.3
P/E(지배순이익 기준)	4.0	3.2	3.1	2.8	2.3
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA(Reported)	1.4	0.9	0.4	-0.3	-0.8
배당수익률	2.3	3.0	3.2	3.2	3.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	-32.7	-6.8	10.2	19.8
EPS(지배순이익 기준)	N/A	-29.0	-5.0	10.7	19.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	14.1	9.4	8.2	8.4	9.3
ROE(지배순이익 기준)	13.8	9.7	8.6	8.8	9.7
ROA	7.3	4.9	4.3	4.5	5.0
안정성 (%)					
부채비율	93.5	91.3	91.3	86.3	87.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	30.1	15.8	9.2	10.9	12.8

** K-IFRS 연결 기준*

Credit
2023.07.19

Credit Weekly

금융권 리스크 관리 강화 & 건전성 지표 저하

Credit 이화진
02-3787-2343
hlee@hmsec.com

발행시장– 에코프로 회사채 초도발행

- 친환경 및 2차전지소재 제조업체인 에코프로(A-)는 2016년 2차전지소재 사업부문을 에코프로비엠으로 물적분할. 2021년 친환경소재 사업부문을 에코프로에이치엔으로 인적분할하고, 동사는 지주회사로 전환함. 17일 회사채 첫 수요예측에 나섰고, 만기 1.5년과 2년 각각 500억원씩 총 1천억원 조달에 2배 수요가 응찰함. 낙찰금리는 각각 -2bp, -14bp로 결정된 것으로 알려짐.

크레딧 전망– 캐피탈사와 저축은행 리스크 관리 강화 요주의비율 크게 증가

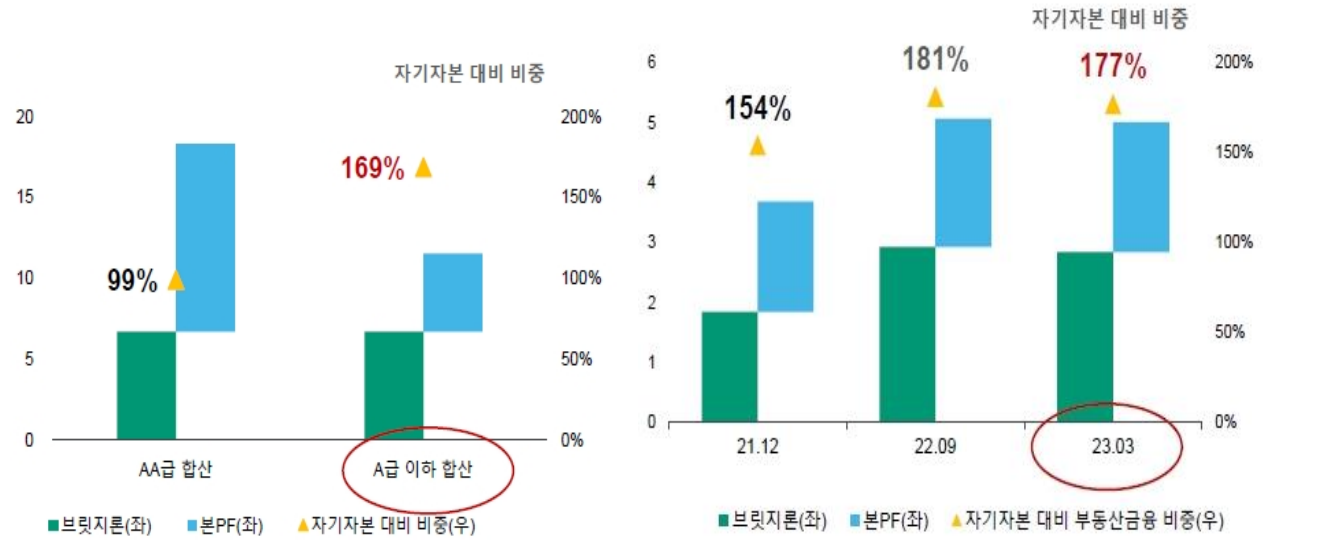
- 17일 한신평에서 발표한 2023년 1분기 부동산 PF 점검 결과를 보면, 캐피탈사 A등급 이하 합산 자본 대비 부동산PF(브릿지+본PF) 비중이 169%(22년 3분기 150%수준). 저축은행 177%로 22년 3분기말과 비슷한 수준으로 PF 비중으로 줄이지 못한 것으로 파악됨.
- 캐피탈 PF 고정이하여신비율 3%(22년 말 1.7%), 요주의이하여신비율 9.6%(22년 말 6.4%)로 22년 말 대비 증가함. 저축은행은 브릿지론 고정이하여신 5.4%(1.2%), 요주의이하여신 32.9%(23.7%)로 크게 증가함.
- 대형 증권사의 경우 부동산PF(브릿지+본PF) 비중이 34%로 낮지만, 해외부동산 투자 비중이 24%로 중소형사의 2배로 익스포져가 많음. 중소형 증권사는 전체적으로는 부동산PF(브릿지+본PF) 비중이 52% 수준이지만, 일부 자본 대비 브릿지론 부담이 큰 곳은 모니터링이 필요함.
- 23년 1분기 말 PF 대출은 131.6조원, 연체율은 2.01%로 22년 말 130.2조원, 1.19%보다 소폭 증가함. 20년 말 92.5조원, 0.55% 대비 크게 증가함. 6월말 기준 부동산 PF 대주단 협약은 저축은행 46곳, 상호(신협2·농협2·새마을4)8곳, 그 외 금융권 협약 37곳 총 91개 사업장에 적용
- 이 중 66개 사업장은 기한이익부활, 신규자금지원, 이자유예 등 금융지원 결정. 25곳은 협의 또는 지원 부결. 또한 9월 부동산 PF 사업장 정상화 지원펀드가 가동될 예정. 캠코와 민간 각각 0.5조원 총 1조원 규모. 캠코는 지원펀드를 통해 부실우려 사업장의 PF 채권을 인수하여 권리관계를 정리하고 사업 및 재무구조 개편 등을 통해 사업장 정상화를 유도하고자 함. (금융위 7/4보도자료).
- 금번 신평사 점검 결과를 보면 높은 금리가 지속되면서 브릿지론의 건전성 저하가 나타나고 있음. 한편으로는 리스크관리 강화로 요주의분류가 증가한 점, 높아진 7월 금리 인상 마무리 가능성, 부동산 정책적 지원은 리스크 완화 요인임. 국내외 자본 대비 부동산 익스포져가 큰 금융사들의 신용등급 하향 압력이 높아지는 가운데, 높은 금리 수준의 장기간 지속 여부, 정책 지원 효과, 부동산 시장 회복 속도가 주요한 모니터링 요인임.
- 7월 마지막 금리인상가능성이 높아지면서 국고채 금리가 크게 하락했고 환율도 1260원 선까지 하락함. 크레딧 스프레드는 여전채 중심으로 스프레드 확대 폭은 좁혀졌지만 약세 흐름이 이어짐. 새마을 금고 사태로 재부각된 부동산 PF 리스크의 영향으로 투자심리가 다소 위축된 영향으로 판단됨. 차주는 FOMC 경계감으로 단기물 중심으로 약보합세 흐름을 이어갈 것으로 예상됨.

〈표 1〉 주간 금리 및 스프레드 변동(7/18일기준)

구분	금리(%)				크레딧 스프레드(bp)				전주대비스프레드변동(bp)				전월 대비 스프레드 변동(bp)			
	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y
국고채	3.56	3.60	3.61	3.66	-	-	-	-	-6.2	-10	-11.1	-11.4	5.2	2.0	1.8	0.0
특수채 AAA	3.81	4.00	4.01	4.01	25.1	40.1	40.5	35.3	-0.2	-0.3	0.0	-0.2	-3.1	-0.4	-0.4	1.2
은행채 AAA	3.85	4.12	4.19	4.33	29.3	51.8	58.6	67.3	-0.5	-1.1	-0.5	-0.4	-6.0	-2.7	-3.1	-2.0
여전채 AA+	4.10	4.30	4.37	4.86	54.0	69.7	76.4	119.8	1.8	1.9	-0.1	-0.4	2.7	5.2	-5.1	-4.0
여전채 AA-	4.27	4.61	4.78	5.25	70.5	100.9	117.0	159.0	3.2	2.6	-0.9	-0.6	6.6	6.7	-6.2	-4.3
여전채 A+	5.10	5.51	5.74	5.99	153.6	191.0	213.1	232.7	1.1	0.7	-0.3	-0.4	-0.6	0.4	-3.6	-3.7
회사채 AAA	3.97	4.17	4.30	4.53	40.9	57.0	69.8	87.5	0.7	-1.1	-0.6	-2.4	-1.9	-1.6	-2.5	-4.9
회사채 AA+	4.07	4.29	4.45	4.66	50.5	69.1	84.4	100.0	0.7	-1.0	-0.4	-2.4	-1.9	-1.6	-2.5	-4.7
회사채 AA0	4.10	4.33	4.51	4.76	54.3	73.2	90.9	109.6	0.8	-0.8	-0.5	-2.7	-1.9	-1.6	-2.1	-5.1
회사채 AA-	4.14	4.39	4.62	4.95	57.9	79.4	101.3	129.4	0.6	-1.1	-0.3	-2.2	-2.2	-1.4	-2.2	-4.2
회사채 A+	4.63	5.03	5.39	5.62	106.6	143.4	178.5	195.8	0.2	-0.7	0.3	-1.4	-4.2	-1.4	-0.6	-2.5
회사채 A0	4.81	5.30	5.82	6.06	124.4	169.9	221.4	240.1	0.2	-0.7	0.3	-1.4	-4.7	-1.5	-0.6	-2.5
회사채 A-	5.09	5.74	6.41	6.60	152.4	214.3	280.7	294.0	-0.2	-0.7	0.2	-1.3	-5.0	-1.5	-0.6	-2.3
회사채 BBB+	6.66	8.38	8.55	8.65	309.8	477.7	494.4	499.1	0.5	-0.7	0.3	-1.4	-3.5	-1.0	-0.9	-2.2

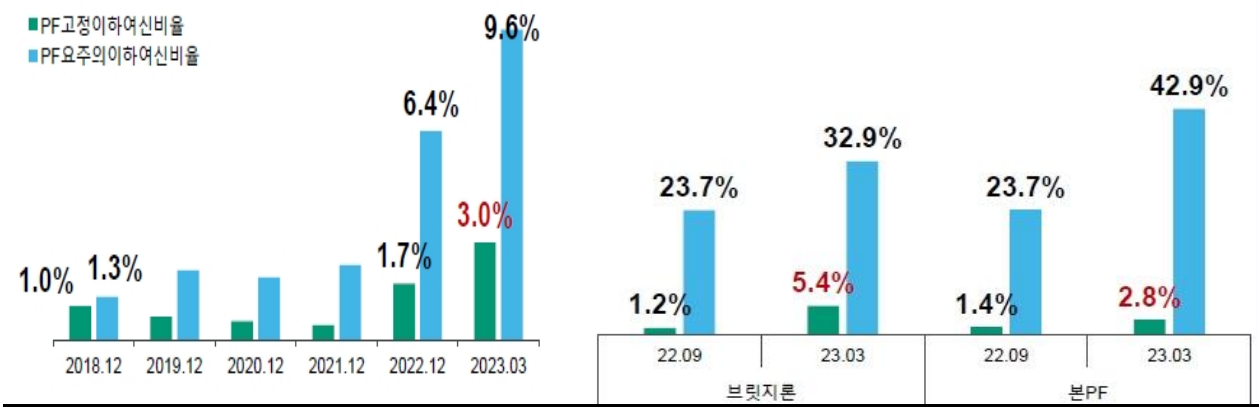
주: 민평4사 기준, 전월대비 스프레드 변동 중 국고채는 금리 변동
자료: Infomax, 현대차증권

〈그림 1〉 캐피탈사 vs 저축은행 자기자본 대비 부동산 PF 비중 : 비중 축소 실패



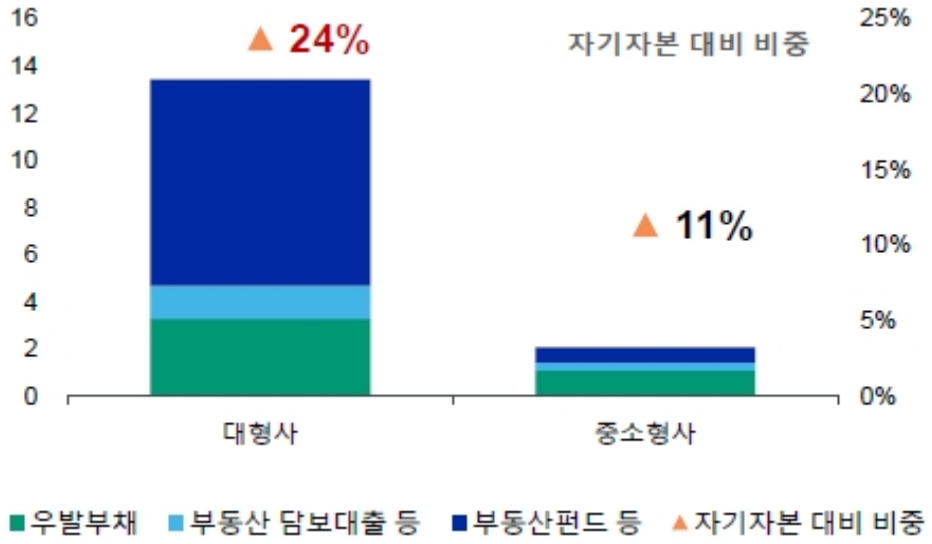
자료: 한신평 재인용, 업무보고서, 회사제시자료가공, 2023년 3월 말 기준
주: 캐피탈 AA급: 현대캐피탈제외12개사, A급: 외국계Captive/부동산금융 취급하지 않는 업체 제외 10개사 기준, 유효등급보유 저축은행 기준

〈그림 2〉 캐피탈사 vs 저축은행 고정이하여신 비율과 요주의이하여신비율 크게 증가: 리스크 관리 강화는 긍정적



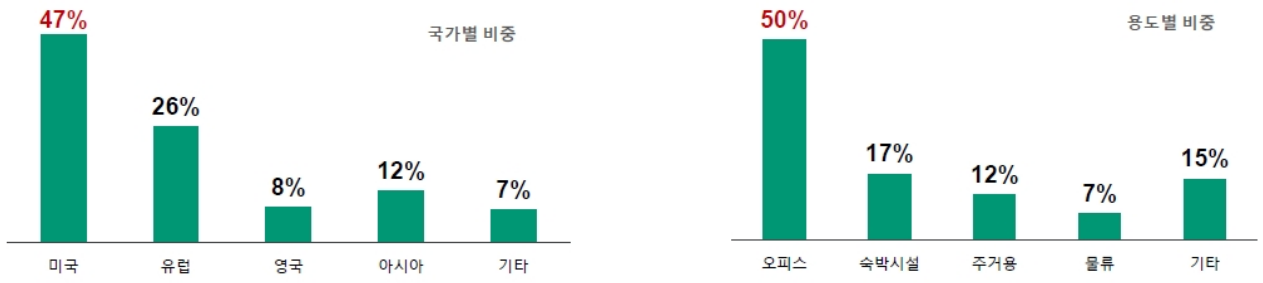
자료: 한신평재인용
주: 각 사 업무보고서 및 금융감독원제출자료, 당사 재구성, 2023.03기준

〈그림 3〉 국내 증권사 해외 부동산 투자 규모: 대형사 자본 대비 24%로 중소형사 2배 익스포져



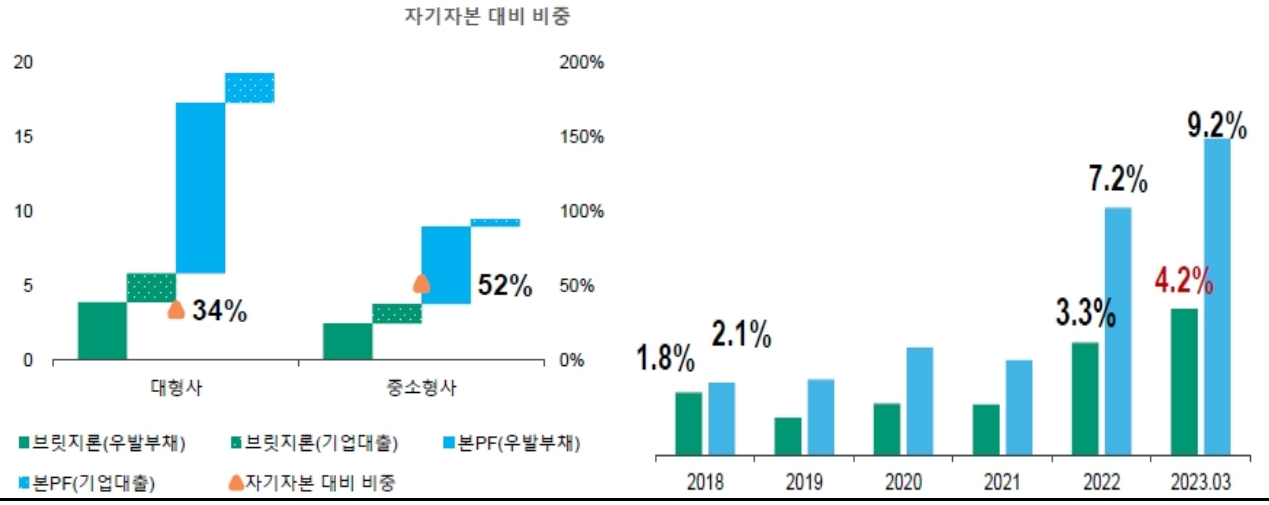
자료: 한신평재인용
주: 각 사 업무보고서 및 금융감독원제출자료, 당사 재구성, 2023.03기준

<그림 4> 국내 증권사의 해외대체투자 국가별 용도별 비중 : 미국 47%, 유럽(영국)34%



자료: 한신평재인용
주: 각 사 업무보고서 및 금융감독원제출자료, 당사 재구성, 2023.03기준

<그림 5> 국내 증권사 브릿지론 규모는 50% 미만으로 낮지만, 고정이하여신비율 4.2%로 증가



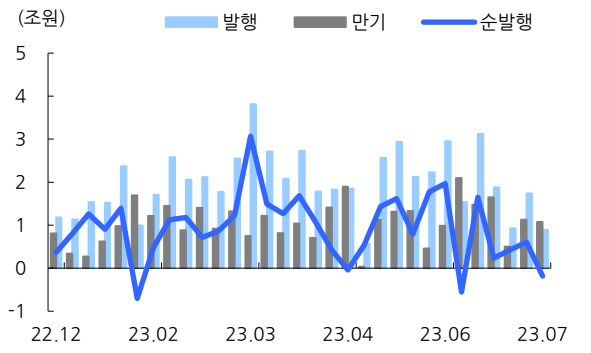
자료: 한신평재인용
주: 각 사 업무보고서 및 금융감독원제출자료, 대형: 자본3조원이상종합금융투자사업자, 중소형: 그 외 부동산PF익스포져(채무보증,기업대출등포함) 기준

<표 2> 수요예측

발행종목	수요 예측일	발행일	신용 등급	예측 금액 (억원)	발행 금액 (억원)	만기 (년)	금리밴드(bp,%) 기준	하단	상단	낙찰 (bp,%)	유효 수요 (억원)	유효 경쟁률 (배)	발행목적	개별민평 (%)
한진	2023-06-29	2023-07-10	BBB+	150	150	1	개별민평	-30	30	-30	450	3.00	차환자금	5.23%
한진	2023-06-29	2023-07-10	BBB+	250	250	2	개별민평	-30	30	-43	2,160	8.64	차환자금	5.53%
제이티비씨	2023-07-03	2023-07-10	BBB0	400	500	1	절대금리	7.20%	8.20%	8.20%	320	0.80	차환자금	8.20%
에스케이이엔에스	2023-07-03	2023-07-11	AA	1,000	2,200	3	개별민평	-30	30	-5	5,900	5.90	차환자금	4.53%
에스케이이엔에스	2023-07-03	2023-07-11	AA	1,000	1,300	5	개별민평	-30	30	-7	3,500	3.50	차환자금	4.70%
에스케이이엔에스	2023-07-03	2023-07-11	AA	500	500	7	개별민평	-30	30	-26	900	1.80	차환자금	4.78%
롯데쇼핑	2023-07-04	2023-07-11	AA-	600	1,300	2	개별민평	-30	30	2	6,700	11.17	차환자금	4.66%
롯데쇼핑	2023-07-04	2023-07-11	AA-	1,200	1,200	3	개별민평	-30	30	2	1,600	1.33	차환자금	4.82%
롯데쇼핑	2023-07-04	2023-07-11	AA-	200	200	5	개별민평	-30	30	-1	400	2.00	차환자금	4.96%
케이티	2023-07-04	2023-07-12	AAA	300	850	2	개별민평	-30	30	-10	4,600	15.30	차환자금	4.03%
케이티	2023-07-04	2023-07-12	AAA	900	1,600	3	개별민평	-30	30	-5	8,500	9.40	차환자금	4.15%
케이티	2023-07-04	2023-07-12	AAA	800	1,550	5	개별민평	-30	30	-10	8,250	10.30	차환자금	4.22%
신한지주(신종)	2023-07-06	2023-07-13	AA-	3,350	5,000	NC5	절대금리	4.70%	5.40%	5.40%	5,780	1.73	차환자금, 운용자금	5.40%
동원산업	2023-07-11	2023-07-19	AA-	1,100	1,500	3	개별민평	-30	30	-1	4,200	3.82	차환자금, 운용자금	4.35%
동원산업	2023-07-11	2023-07-19	AA-	400	1,200	5	개별민평	-30	30	-2	2,250	5.63	차환자금, 운용자금	4.53%
에코프로	2023-07-17	2023-07-25	A-	500		1.5	등급민평	-50	50				차환자금	
에코프로	2023-07-17	2023-07-25	A-	500		2	등급민평	-50	50				차환자금	
두산	2023-07-19	2023-07-27	BBB0	300		2	개별민평	-30	30				차환자금	
에스케이에코플랜트	2023-07-20	2023-07-28	A-	500		1.5	개별민평	-30	150				차환자금	
에스케이에코플랜트	2023-07-20	2023-07-28	A-	500		2	개별민평	-30	150				차환자금	

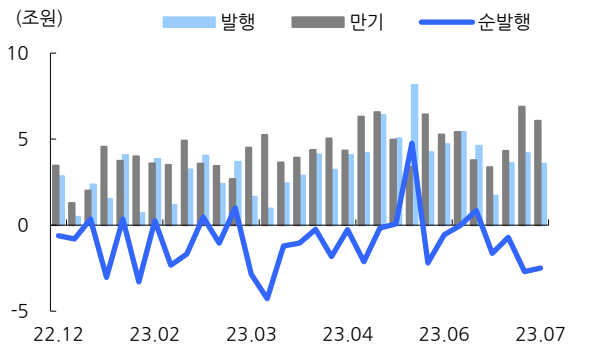
자료: 회사공시, 현대차증권

<그림 6> 공사채 발행, 만기, 순발행



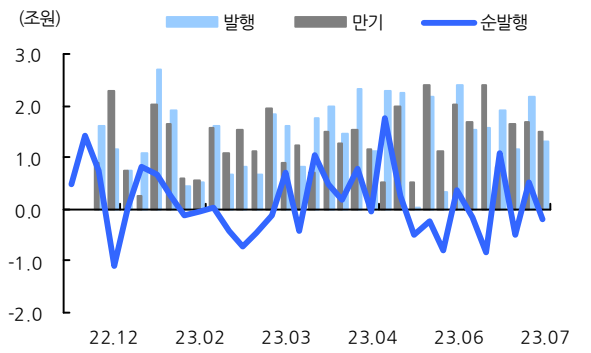
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 7> 은행채 발행, 만기, 순발행



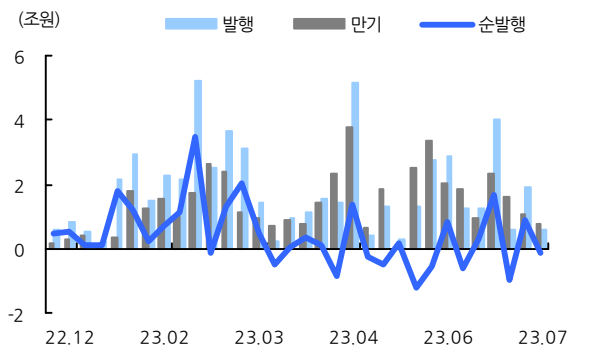
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 8> 여전채 발행, 만기, 순발행



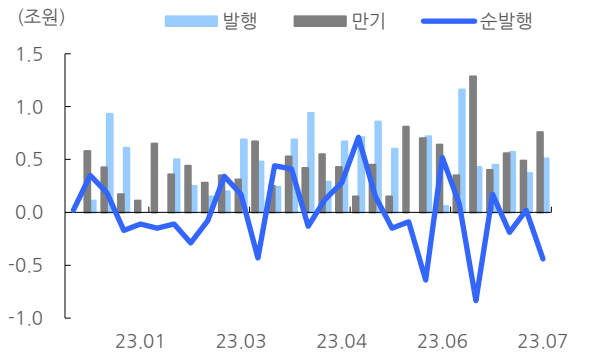
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 9> 회사채 발행, 만기, 순발행



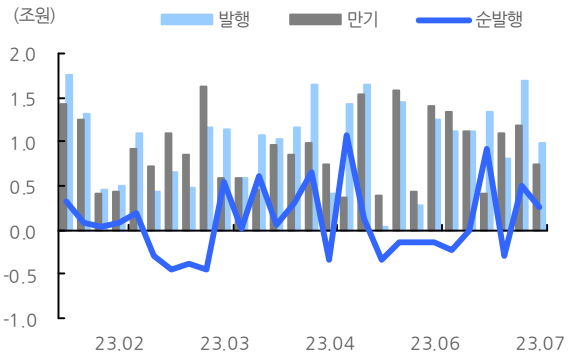
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 10> 카드 발행, 만기, 순발행



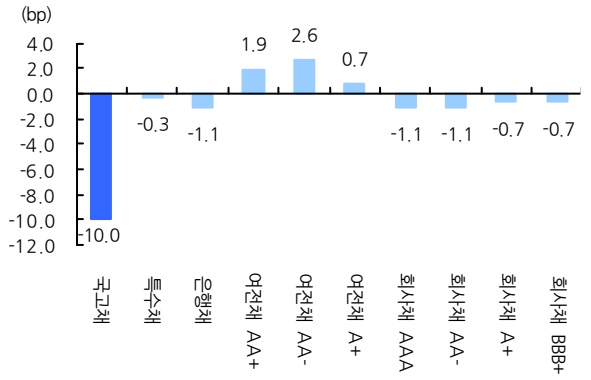
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 11> 캐피탈 발행, 만기, 순발행



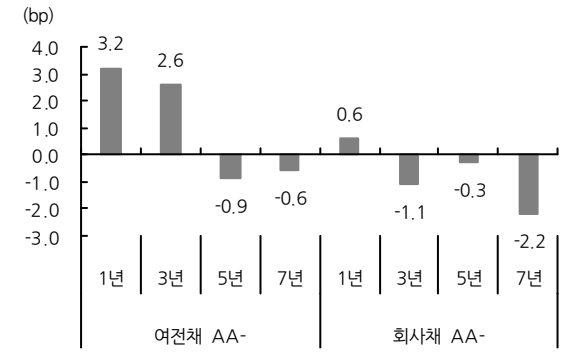
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 12> 전주대비스프레드 변동(3년물)



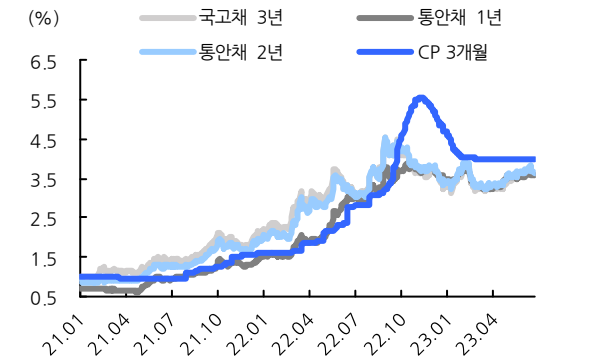
주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 13> 전주대비 여전채, 회사채 스프레드 변화



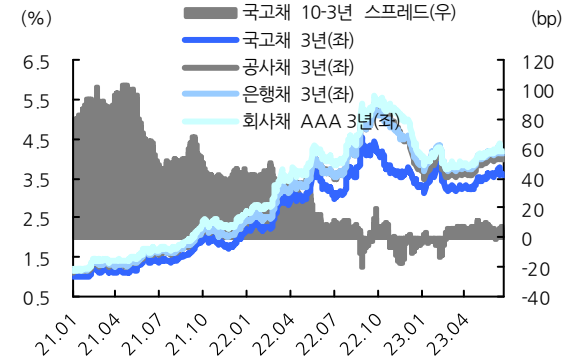
주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 14> 국고채3, 통안채 1,2년, CP 3개월 금리



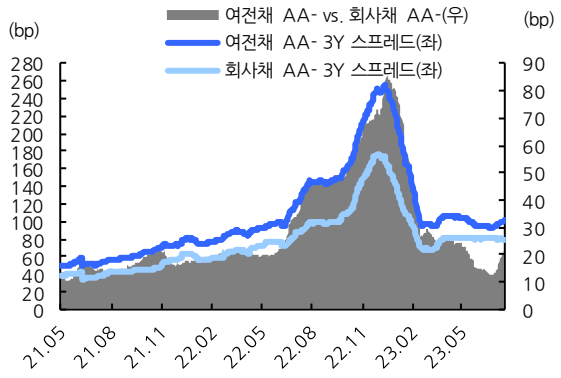
주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 15> 국고채, 공사채, 은행채, 회사채 AAA 3년



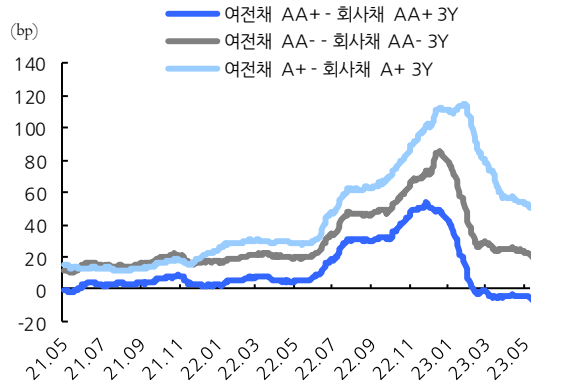
주: 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 16> 여전채 AA- vs. 회사채 AA-



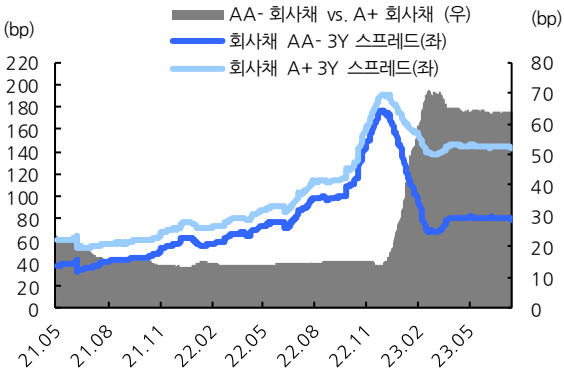
주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 17> 여전채 vs. 회사채



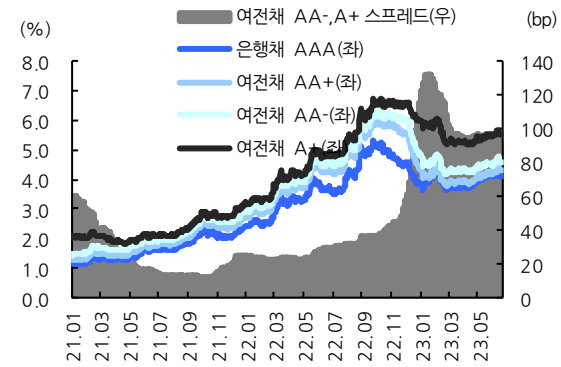
주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 18> 회사채 AAA, AA-, A+ 금리



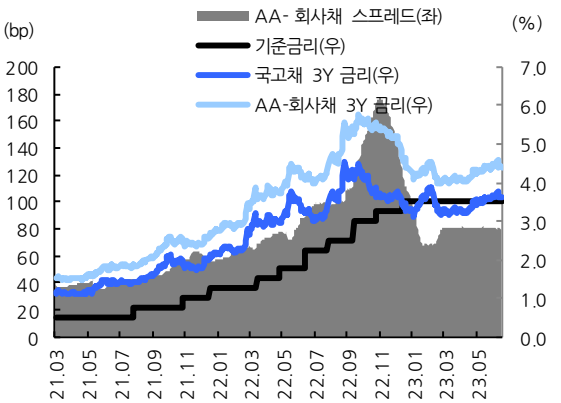
주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 19> 은행채 AAA, 여전채 AA+, AA-, A+금리



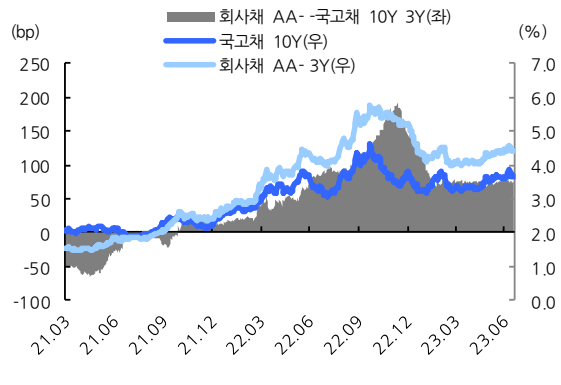
주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 20> 회사채 AA- vs. 국고채



주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

<그림 21> 회사채 3Y - 국고채 10Y

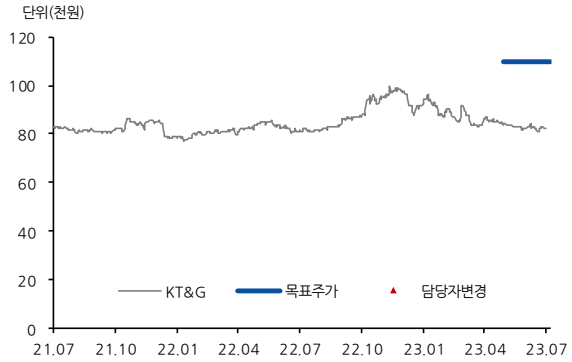


주: 3년물, 민평4사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.05.18	BUY	110,000	-24.74	-23.27
2023.07.20	BUY	110,000		

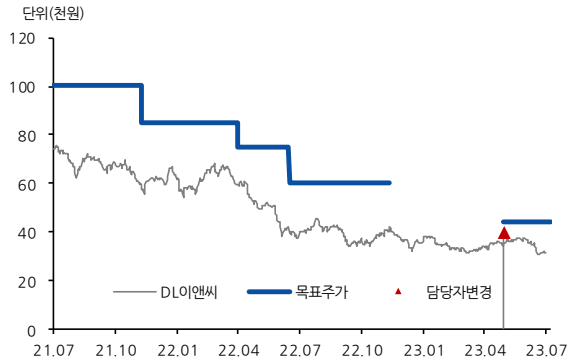
▶ 최근 2년간 KT&G 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.07.05	BUY	100,155	-31.26	-23.25
2021.11.26	BUY	85,132	-27.18	-20.00
2022.04.19	BUY	75,000	-32.90	-18.67
2022.07.04	BUY	60,000	-34.56	-24.17
2023.01.04	AFTER 6M	60,000	-42.71	-36.25
2023.05.19	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.05.19	BUY	44,000	-20.29	-14.09
2023.07.20	BUY	44,000		

▶ 최근 2년간 DL이앤씨 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.07.01~2023.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	155건	90.6%
보유	16건	9.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.