

[린데 26Q3 Preview] 마진 하락이 일시적이었는지 확인할 분기, 투자의견 매수



26.10.20 · AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com

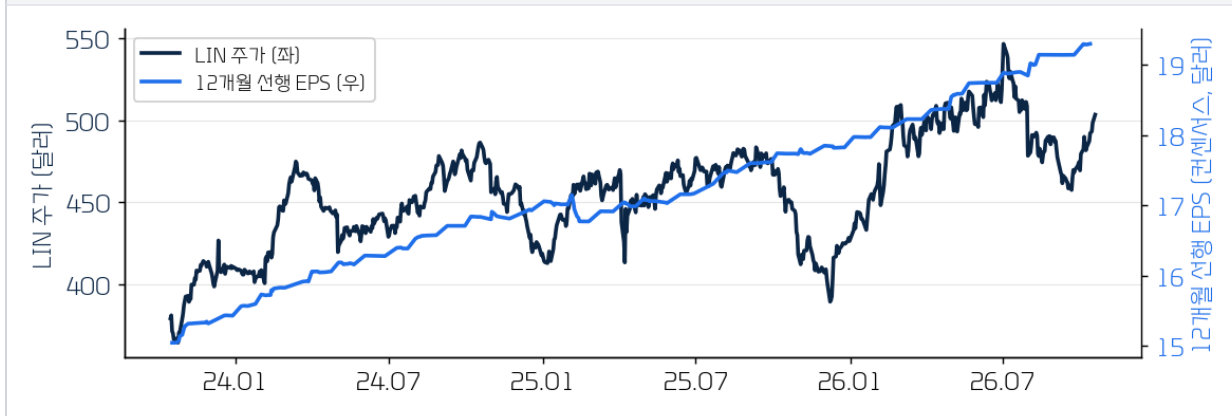
10 월 29 일, 시장이 보는 것은 매출이 아니라 이익의 질이다

린데는 10 월 29 일 3 분기 실적을 발표한다. 산업용 가스를 장기계약으로 공급하는 회사여서 매출이 급변하는 업종은 아니고, 오히려 매 분기 이익률이 조금씩 올라가는 것이 이 종목의 매력이었다. 그런데 직전 분기에 그 흐름이 멈췄다. 매출은 처음으로 분기 90 억 달러를 넘겼지만 조정 영업이익률 29.5%는 전년 대비 0.6%p 내려갔고, 회사는 가격 인상과 생산성 개선분이 원가 상승에 상쇄됐다고 밝혔다. 이번 분기의 질문은 간단하다. 그 마진 하락이 한 분기짜리였는지, 아니면 흐름의 전환인지다.

환율 도움이 사라진 상태에서 진짜 체력이 드러난다

직전 분기 매출 증가율 9.3% 가운데 2%p 가 환율, 1%p 가 인수 효과였다. 회사는 3 분기 환율 영향을 0 으로 전제한 가이드를 제시했기 때문에, 자체 성장(기저 매출)이 4% 안팎을 유지해도 표면 증가율은 5~7%대로 낮아질 가능성이 높다. 전년 동기 매출이 86.15 억 달러였던 점을 감안하면 90.5~93 억 달러 구간이 합리적인 착지 범위로 보인다. 숫자가 작아 보이는 것 자체는 예정된 일이라, 시장이 실제로 들여다볼 대목은 가격과 물량이 각각 얼마나 기여했는지다. 가격 기여가 유지되면서 물량이 함께 플러스를 지키는지가 기저 체력의 가늠자다.

린데 주가와 12 개월 선행 주당순이익의 추이



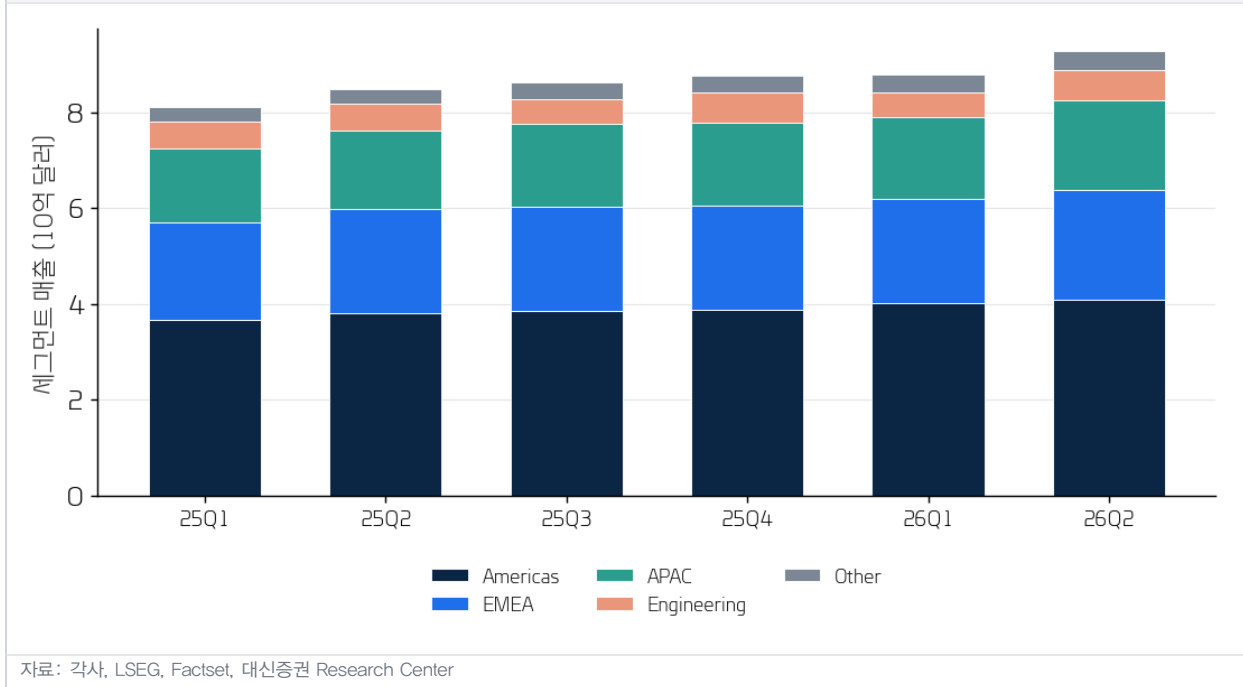
자료: LSEG (주가 · I/B/E/S 12 개월 선행 EPS 컨센서스) · 대신증권 Research Center



지역별로 갈린 성장, EMEA 가 돌아설지가 변수

직전 분기 지역 편차는 꽤 컸다. 아시아태평양이 13% 성장(기저 8%, 물량 6%)하며 전자·화학에너지 수요와 신규 프로젝트 가동을 끌었고, 엔지니어링 부문도 13% 늘었다. 반면 유럽·중동·아프리카는 표면 7% 성장에도 기저로는 1%에 그쳤고, 제조업 물량 감소가 여덟 분기째 이어졌다. 더 걸리는 부분은 세 지역 마진이 동시에 내려갔다는 점이다. 아시아태평양이 1.2%p, 아메리카가 0.5%p, 유럽권이 0.4%p 하락했다. 아시아 모멘텀이 유지되는지, 유럽 물량이 바닥을 다지는지, 그리고 마진 하락이 특정 지역에 국한되는지가 이번 지역별 공시에서 확인할 대목이다.

린데 세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



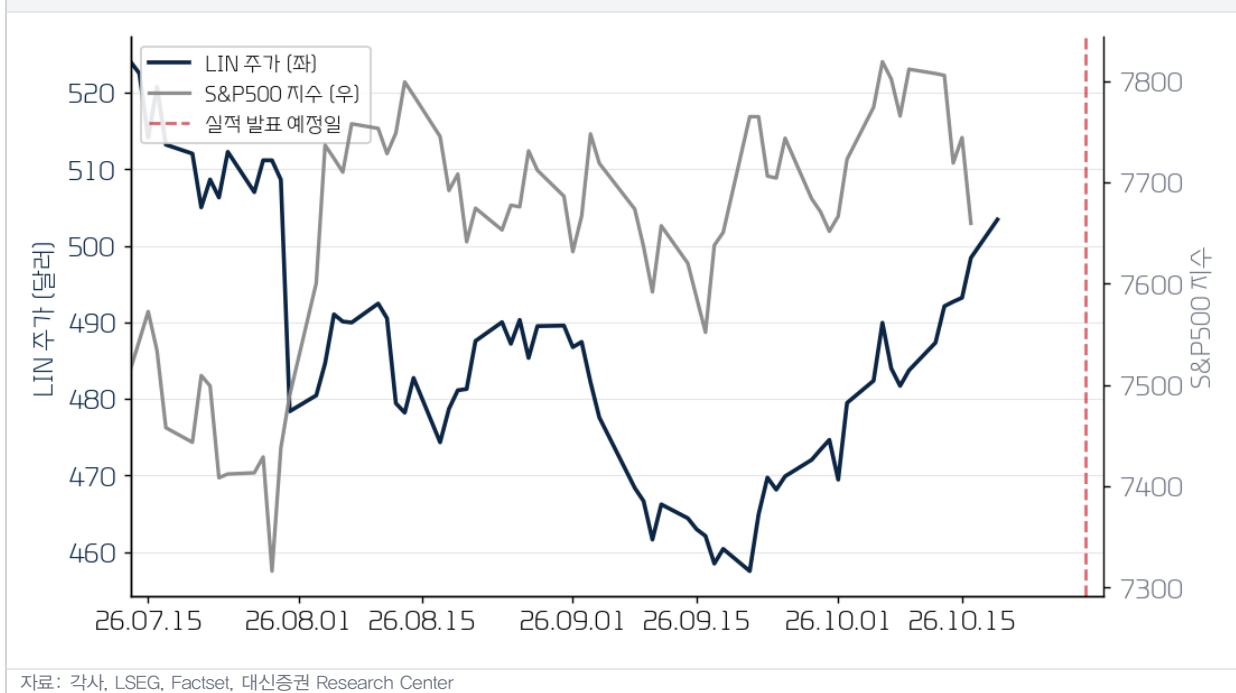
투자는 늘고 현금은 줄었다 — 수주잔고가 그 대가를 정당화할지

성장 쪽 재료는 분명하다. 판매가스 수주잔고는 사상 최대 81 억 달러, 전체 프로젝트 수주잔고는 110 억 달러다. 1 분기 콜에서 연말 목표로 제시했던 80 억 달러대 진입을 두 분기 앞당겼고, 미국 반도체 공급계약에 연결된 애리조나 10 억 달러 투자도 여기에 얹혔다. 대신 올해 설비투자 가이드스가 50~55 억 달러에서 55~60 억 달러로 올라갔고, 직전 분기 잉여현금흐름(회사가 실제로 손에 쥐는 현금)은 8.33 억 달러로 전년 동기 9.54 억 달러 대비 12.7% 줄었다. 투자를 늘리는 국면에서 현금이 줄리는 것은 자연스럽지만, 두 분기 연속이라는 점에서 이번에 어느 수준으로 회복되는지가 밸류에이션 프리미엄의 버팀목이 된다.

기대치는 낮아진 자리, 옵션시장은 양방향 6%를 본다

주가는 직전 분기 발표 전후로 한 달 4.7% 하락해 S&P500 대비 4.1%p, 소재 섹터 대비 5.9%p 뒤쳐진 상태에서 실적을 맞았다. 12 개월 선행 주가수익비율 27.0 배는 5 년 평균 26.3 배보다 약간 높지만 직전 분기 27.6 배에서는 내려왔다. 셀사이드 시각은 엇갈린다. 최근 두 주 사이 RBC 가 549 달러, 씨티가 560 달러, UBS 가 574 달러로 목표주가를 낮춘 반면, 바클레이즈는 577 달러로 신규 커버리지를 개시했고 키뱅크도 542 달러로 들어왔다. 옵션시장이 반영한 예상 변동폭은 발표 당일 기준 $\pm 5.94\%$ 이고, 풋·콜 거래비율 0.31 은 하방 보험 수요가 크지 않다는 뜻이다. 기대가 과열된 자리는 아니라는 점, 숫자가 평범해도 하방이 제한될 수 있는 근거다.

린데 주가 vs S&P500 — 발표 전 약 90 일



상회·부합·하회 시나리오와 우리 입장

팩트셋 컨센서스는 주당순이익 4.50 달러, 매출 92.89 억 달러로 회사 가이드스 4.45~4.55 달러의 중간값과 거의 겹친다. 린데는 14 개 분기 연속으로 가이드스 상단 또는 그 위에 착지해 왔으니, 주당순이익이 상단을 소폭 넘는 것 자체는 기본 시나리오에 가깝다. 상회라면 초점은 금액이 아니라 조정 영업이익률이 29.5%에서 반등했는지, 그리고 세 분기째 동결된 연간 가이드스 상단 17.90 달러가 올라가는지다. 이 둘이 함께 확인되면 수주잔고와 설비투자 확대가 성장 스토리로 재평가될 여지가 있다. 부합이라도 마진이 한 단계 더 내려가면 이익의 질 논란이 다시 불거질 수 있고, 하회라면 잉여현금흐름 회복 지연과 유럽 물량 부진이 겹쳐 하방이 길어질 수 있다. 미국 홈케어 사업 처리 방향, 그리고 경영진 톤이 직전 분기의 신중한 기조에서 돌아오는지도 콜에서 함께 볼 대목이다. 투자 사이클이 한 단계 올라선 반면 밸류에이션 기대는 이미 낮아져 있다는 점을 감안해, 발표를 앞둔 현재 투자의견은 **매수**를 유지한다(확신도 중간).

한눈에 보는 관전 포인트

관전 포인트	시장 눈높이(컨센서스)	회사 가이드스	우리가 보는 초점
매출	92.89 억 달러	환율 영향 0% 전제	기저 성장 4% 안팎 유지 여부, 90.5~93 억 달러 착지
조정 주당순이익	4.50 달러	4.45~4.55 달러	14 분기 연속 상단 착지 패턴이 이어지는지
조정 영업이익률	29.5% 내외 홍보	별도 수치 제시 없음	원가 상승 전가 시차가 풀리는 신호 여부
연간 가이드스	상단 17.90 달러와 거의 동일	17.70~17.90 달러	세 분기째 동결된 상단의 상향 여부
설비투자·현금흐름	—	설비투자 55~60 억 달러	잉여현금흐름이 8.33 억 달러에서 회복되는지
수주잔고	—	판매가스 81 억 달러	전자 부문 신규 계약과 애리조나 일정 구체화

※ 투자의견 체계 — 적극 매수 > 매수 > 중립 > 비중축소 > 매도 5 단계. 하우스 뷰의 방향(강제·중립·약세)과 확신도(높음·중간·낮음)를 결합해 부여하며, 목표주가 대비 기대수익률을 기준으로 산정한 등급이 아니다. 상향·유지·하향은 같은 종목 직전 발간물의 등급과 비교한 결과다.

Compliance Notice

- 본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 정보를 제공할 목적으로 인공지능(AI) 기술을 활용하여 생성되었으며, 투자권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.
 - AI가 생성한 본 자료의 내용은 금융투자분석사가 최종 검수하였으나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다.
-