

[캐터필러 26Q3 Preview] 관세 환급분 제외 영업이익률 20% 유지 여부, 투자의견 매수 유지



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

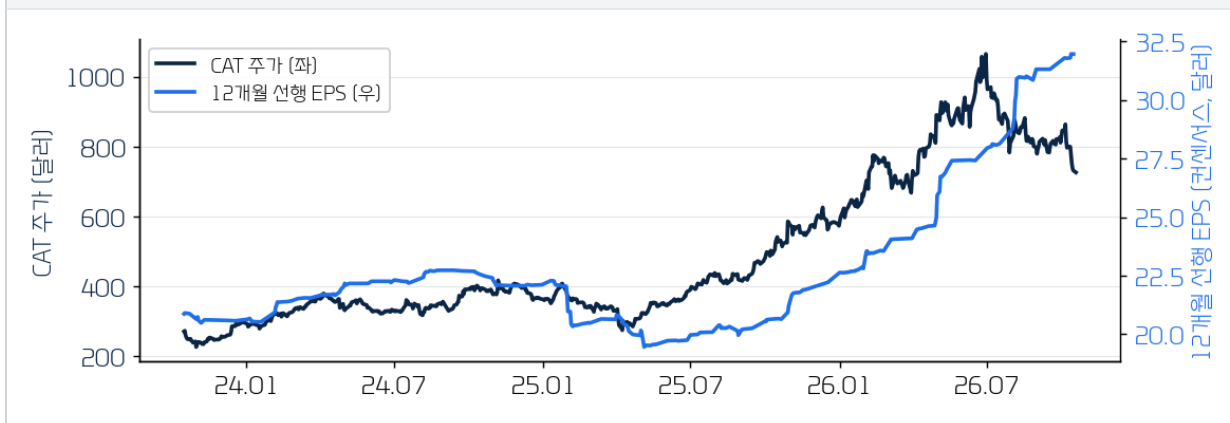
10 월 29 일 발표, 시장은 '환급 없는 마진'을 확인하려 한다

캐터필러는 10 월 29 일 3 분기 실적을 발표한다. 건설·광산 중장비와 발전설비를 만드는 세계 최대 기업으로, 미국 인프라 투자와 데이터센터 전력 수요가 곧 이 회사 주문으로 연결되는 구조다. 직전 2 분기는 회사 역사상 처음으로 단일 분기 매출 200 억 달러를 넘겼고, 주당순이익도 시장 평균 전망(컨센서스)을 30% 넘게 상회했다. 다만 그 분기 영업이익에는 관세 환급 예상액 3 억 9,200 만 달러가 들어 있었다. 이번 분기 시장이 보려는 건 단 하나다. 그 일회성 항목 없이도 이익률이 버티는지다.

환급을 걷어낸 기준선은 20% 안팎이다

2 분기 조정 영업이익률 21.9%는 그대로 받아들이기 어려운 숫자다. 환급분을 제외하면 약 20.0%, 회계기준(GAAP) 기준으로는 19.0% 수준으로 내려온다. 회사도 연간 조정 영업이익률을 환급 제외 기준 자체 목표 범위의 하단 부근으로 제시했다. 사실상 21.9%를 평상시 속도로 보지 말라는 신호에 가깝다. 3 분기 가이드نس(회사 자체 전망)는 전년 동기 17.5%를 웃돈다는 것뿐이어서, 17%대와 20%대 사이는 전적으로 열려 있다. 환급 없이 20% 부근을 지키는지가 이번 발표의 첫 가늠자다.

캐터필러 주가와 12 개월 선행 주당순이익 추이



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

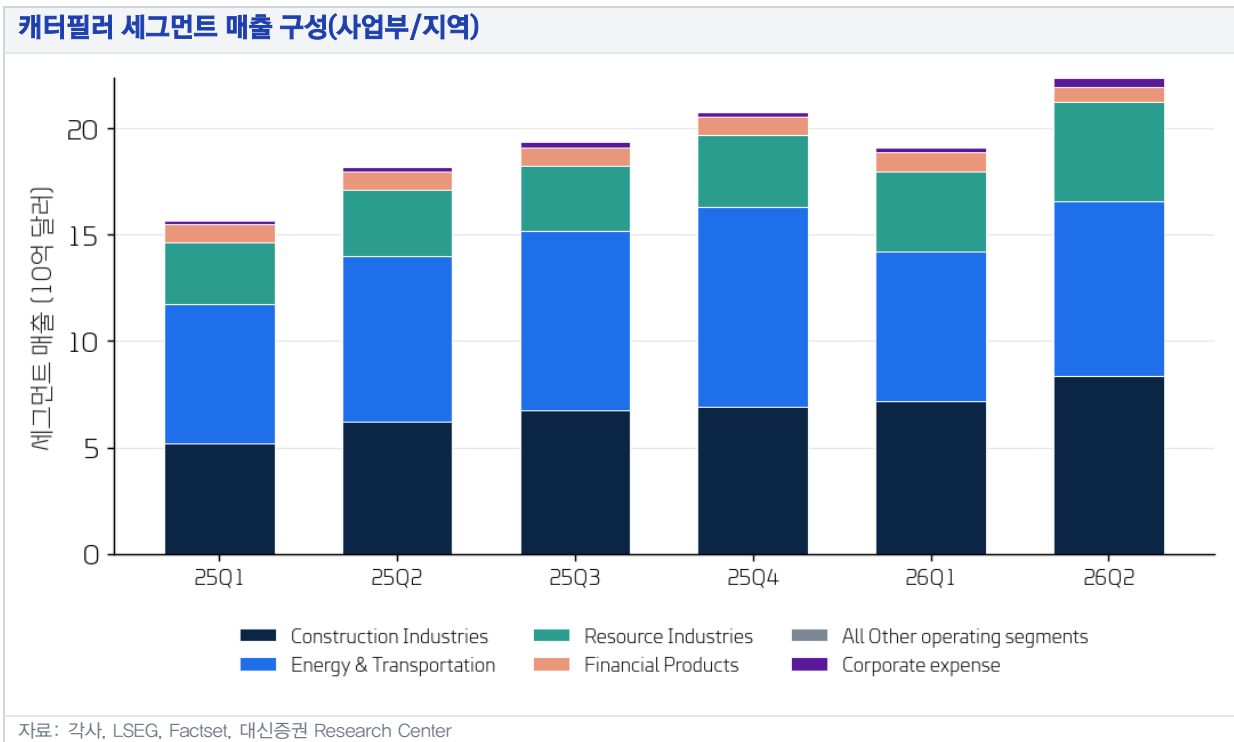


컨센서스가 가이드언스를 아직 못 따라왔을 가능성

3분기 눈높이는 매출 197억 달러, 주당순이익 6.50 달러 선에 놓여 있었다. 상반기 누적 매출 379억 달러에 회사가 올려놓은 연간 성장률 10%대 중후반을 얹으면 하반기는 398~425억 달러가 나온다. 3분기를 그 절반 안팎으로 보면 200억 달러 내외다. 우리 내부 전망은 매출 198~213억 달러, 조정 주당순이익 6.8~8.0 달러다. 컨센서스가 발표 전에 먼저 올라오면 체감 서프라이즈 폭은 2분기보다 줄어 들 수 있다. 숫자의 크기보다 가이드언스와 눈높이 사이의 간극이 어디서 메워지는지가 더 중요한 대목이다.

성장의 무게추는 북미, 아시아는 여전히 속제

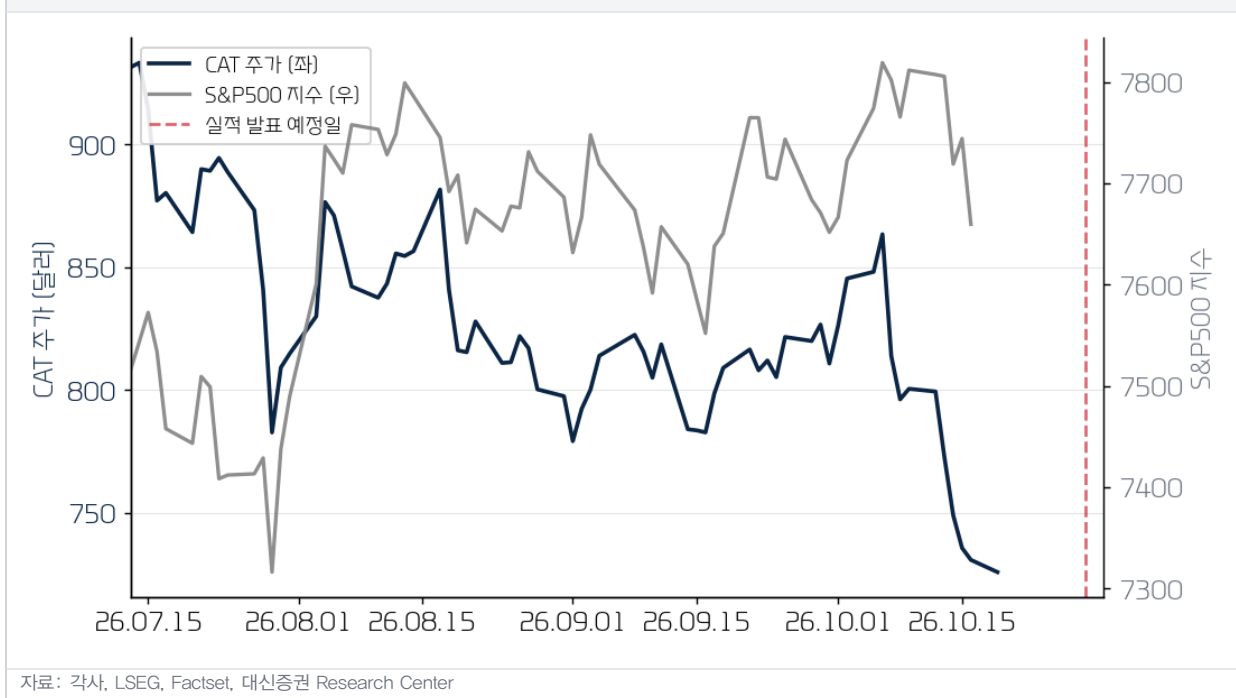
2분기에는 세그먼트 서열이 뒤집혔다. 건설산업이 83억 달러로 17% 성장한 에너지·운송을 제치고 최대 사업부가 됐고, 전년 대비 35% 늘었다. 북미 매출은 37% 증가했고 건설산업 북미만 50% 성장했다. 반면 아시아·태평양은 4% 성장에 머물렀고, 자원산업의 아시아·태평양은 1%였다. 경영진도 실적설명회에서 중동 건설 쪽 최종사용자 판매가 약하다고 인정했다. 성장이 북미 한 축에 쏠린 구도가 이번에도 반복되는지, 아시아·태평양이 정체를 벗어나는지가 물량의 상단을 가른다. 발전설비 증설이 실제 판매 물량으로 전환되는 속도도 함께 볼 지점이다.



주가는 식었고, 옵션시장은 양방향 ±10%를 열어줬다

실적은 좋았지만 주가 흐름은 반대 방향이었다. 10 월 들어 트루이스트, 씨티, 오픈하이머, 뱅크오브아메리카가 차례로 목표주가를 낮췄다. 뱅크오브아메리카는 989 달러에서 850 달러로 내렸다. 이 조정 덕에 향후 12 개월 기준 주가수익비율은 35 배에서 29 배대로 내려왔지만, 5 년 평균 18 배의 1.6 배 수준은 여전히 프리미엄이다. 옵션시장이 반영한 예상 변동폭은 발표 후 약 $\pm 9.9\%$, 30 일 내재변동성은 51%대다. 풋/콜 거래량 비율 1.11 에 25 델타 스쿼가 소폭 플러스인 점은 위를 보면서도 하방 보험을 걸어둔 포지션으로 읽힌다. 자본재 업종 전반에서 자금이 빠져나간 흐름도 아직 되돌려지지 않았다.

캐터필러 주가 vs S&P500 — 발표 전 약 90 일



상회해도 '환급 없는 숫자'여야 주가가 따라온다

상회 시나리오라면 관건은 폭이 아니라 질이다. 환급성 항목 없이 조정 영업이익률이 20%를 지키고 건설산업 모멘텀이 이어졌다면, 하반기를 보수적으로 잡아둔 연간 추정치가 상향되며 주가 재평가의 명분이 생긴다. 부합 수준이라면 프리미엄 밸류에이션 때문에 숫자보다 다음 분기 가이드선스와 약 35 억 달러에 세 분기째 묶여 있는 설비투자 계획의 변화 여부가 주가를 정할 가능성이 높다. 하회라면 최근 이어진 목표주가 하향 흐름이 한 번 더 연장될 위험을 배제하기 어렵다. 다만 두 분기 연속 확인된 마진 반등과 세 사업부 동시 개선, 그리고 낮게 잡힌 하반기 눈높이는 여전히 위쪽으로 기울어 있다고 본다. 발표를 앞둔 현재 투자 의견은 **매수**를 유지한다(확신도 중간).

한눈에 보는 관전 포인트

관전 포인트	시장 눈높이(컨센서스)	회사 가이드스	우리가 보는 초점
분기 매출	약 197 억 달러	전년 동기(176 억 달러) 대비 강한 성장	연간 10%대 중후반 역산 시 200 억 달러 내외, 눈높이 상향 선행 여부
조정 영업이익률	별도 수치 미제시	전년 동기 17.5% 상회, 연간은 목표 범위 하단 부근	관세 환급 제외 기준 20% 유지 여부가 핵심
조정 주당순이익	약 6.50 달러	미제시	내부 전망 6.8~8.0 달러, 구조조정 비용으로 회계기준과 0.40 달러 격차 상존
사업·지역 믹스	미제시	건설 수요·전력 수요 견조	건설산업 복미 모멘텀 지속과 아시아·태평양 정체 탈피 여부
설비투자·현금흐름	미제시	연간 약 35 억 달러(세 분기째 동일)	증설 상향 신호 여부, 2030 년 65 기가와트 목표와의 정합성
다음 분기·연간 가이드스	하반기 보수적 반영	연간 매출 성장 10%대 중후반, 관세 비용 약 22 억 달러	추가 상향 폭과 관세 환급의 반복 인식 여부

※ 투자 의견 체계 — 적극 매수 > 매수 > 중립 > 비중축소 > 매도 5 단계. 하우스 뷰의 방향(강세·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.
-