

2019. 7. 31



▲ 건설

Analyst 박형렬
02. 6454-4872
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **140,000 원**

현재주가 (7.30) **105,500 원**

상승여력 **32.7%**

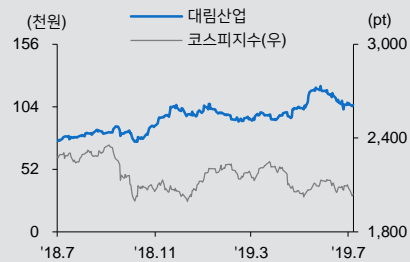
KOSPI	2,038.68pt
시가총액	36,714억원
발행주식수	3,480만주
유동주식비율	76.88%
외국인비중	50.62%
52주 최고/최저가	121,500원/74,900원
평균거래대금	127.3억원

주요주주(%)

대림코퍼레이션 외 6인	23.12
국민연금공단	12.71
BlackRock Fund Advisors 외 12인	5.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.3	-0.9	36.5
상대주가	-4.1	7.2	53.5

주가그래프



대림산업 000210

하반기 실적 서프라이즈 예고

- ✓ 1분기에 이어 2분기 실적 서프라이즈 - 영업이익은 컨센서스 39% 상회
- ✓ 외형 둔화에도 불구하고 전체 사업부문의 수익성 개선
- ✓ 주택 부문의 정산 효과 및 원가절감 영향은 하반기에도 이어질 전망
- ✓ 2020년 이후 실적을 결정하는 주택 분양 급증할 것
- ✓ 상대적으로 주가 수익률이 양호하였음에도 불구하고 PER 5.4x 에 불과

수익추정과 실제 영업이익의 간극

상반기 실적이 시장의 예상치를 크게 상회했던 가장 큰 요인은 연간 14~15% 수준으로 추정했던 주택 부문의 수익성이 예상보다 높았기 때문이다. 이는 준공시점에 나타나는 정산효과를 추정하기 어렵기 때문에 시장은 이를 배제하고 보수적인 원가율로 추정하고 있기 때문이다. 2017~2019년 상반기까지 분양된 대부분의 프로젝트가 초기 완료되었다는 점을 감안하면, 적어도 2~3년간 원가 절감 및 예비비 환입, 정산 등에 따른 수익성 개선이 지속될 것으로 전망된다.

2020년 이후의 실적에 대한 방향성도 명확 - 성장 재개

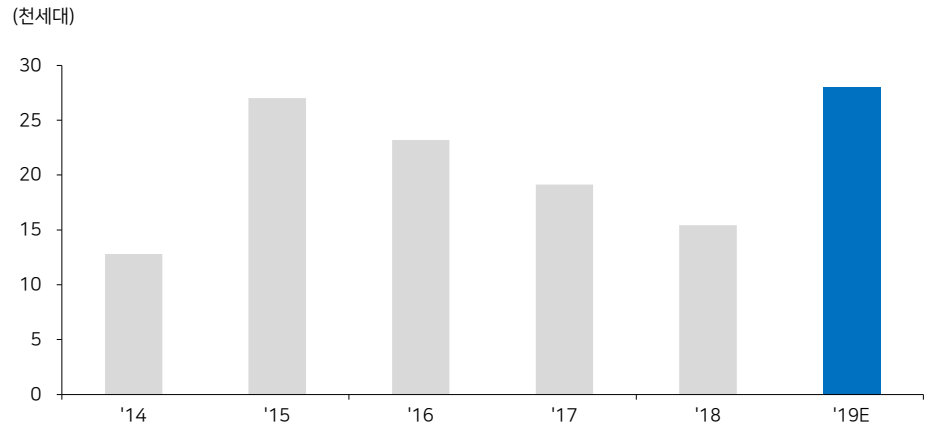
2018년 분양 물량은 1.5만세대로 감소하였고, 이에 따라 2019년 주택 매출이 크게 감소하고 있다. 영업이익이 양호한 것은 외형보다는 수익성 개선 때문이다. 문제는 2019년 상반기 1.4만호를 이미 분양하였으며, 하반기 분양 계획은 1.5만호로 연간 2.8만호를 계획하고 있다. 플랜트 부문의 경우 역시 외형 감소가 지속되고 있으나, 하반기 현대케미칼, 미국 PTTGC 등에서 2조원 수준의 수주가 확보되면서 2020년에는 성장을 재개할 것으로 전망된다.

상대적으로 견조했던 주가 - 하반기 실적 서프라이즈 지속 및 PER 5.4x

이미 대부분의 대형 건설업체가 급격한 주가 하락을 보인 상태에서 상대적으로 견조한 주가흐름을 보인 동사에 대한 관심도가 현재 높지는 않으나, 1) 연속적인 실적 서프라이즈가 하반기에도 이어질 것으로 전망되며, 2) 분양 물량 및 2020년 성장 흐름이 명확 3) 현재 주가에서도 PER 5.4x 수준에 불과해 투자이건 매수와 적정주가를 유지한다.

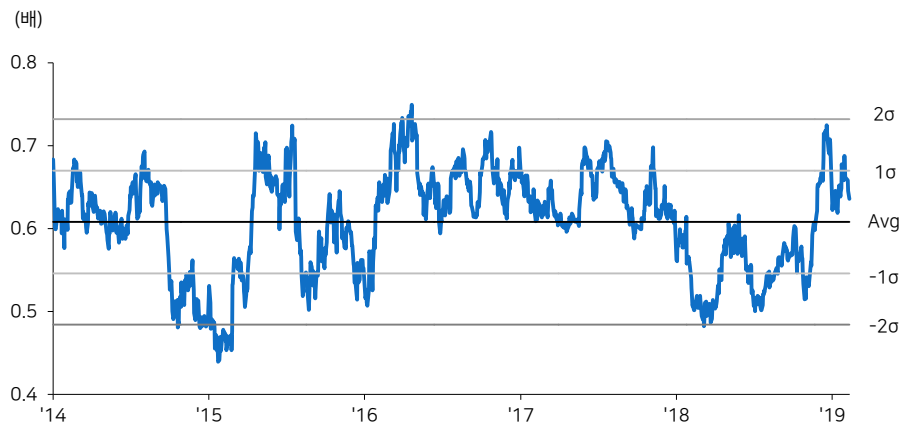
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	12,335.5	545.9	490.5	13,980	72.7	131,198	5.9	0.6	6.6	10.1	135.4
2018	10,984.5	845.4	646.4	18,383	33.2	139,638	5.6	0.7	4.3	12.4	112.1
2019E	9,383.4	941.2	692.8	19,706	9.7	154,128	5.4	0.7	3.8	12.2	97.5
2020E	10,175.0	887.4	710.3	20,186	2.6	170,524	5.2	0.6	4.0	11.3	85.3
2021E	10,877.3	957.5	783.3	22,286	10.4	188,713	4.7	0.6	3.5	11.3	78.4

그림1 대림산업 분양물량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 대림산업 PBR Band



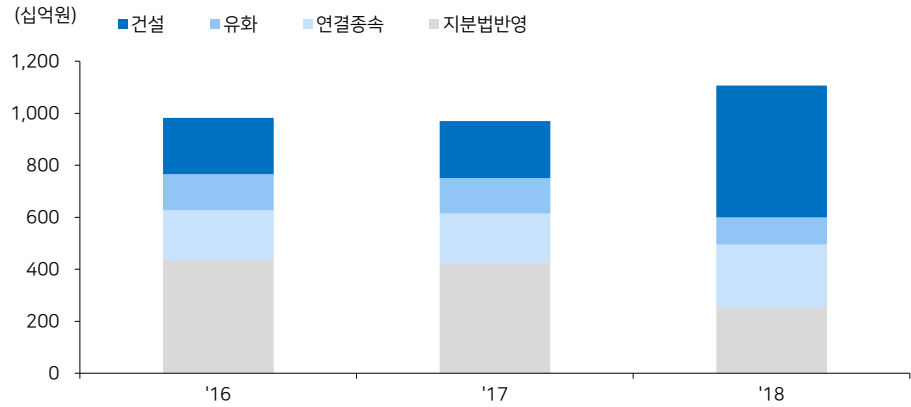
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 대림산업 2Q19 실적 Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠	(% diff.)
매출액	2,467.5	2,957.0	-16.6	2322.1	6.3	2,425.5	1.7	2,551.0	-3.3
영업이익	297.7	225.0	32.3	240.9	23.6	214.0	39.1	259.0	14.9
세전이익	197.8	300.7	-34.2	314.1	-37.0	250.7	-21.1	308.0	-35.8
순이익	135.9	214.8	-36.7	221.1	-38.5	178.7	-24.0	224.0	-39.3
영업이익률(%)	12.1	7.6		10.4		8.8		10.2	
순이익률(%)	5.5	7.3		9.5		7.4		8.8	

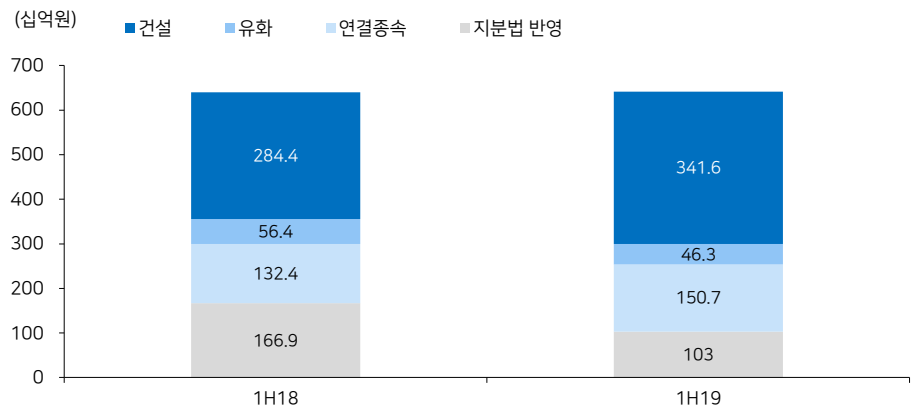
자료: 대림산업, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 대림산업 연도별 세전이익 기여



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 대림산업 반기 세전이익 기여



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대림산업 (000210)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	12,335.5	10,984.5	9,383.4	10,175.0	10,877.3
매출액증가율 (%)	25.2	-11.0	-14.6	8.4	6.9
매출원가	11,139.5	9,564.3	7,851.1	8,649.1	9,250.4
매출총이익	1,196.1	1,420.2	1,532.3	1,525.9	1,626.9
판매관리비	650.2	574.8	591.1	638.5	669.4
영업이익	545.9	845.4	941.2	887.4	957.5
영업이익률	4.4	7.7	10.0	8.7	8.8
금융손익	-126.2	-36.3	-25.7	-19.8	-4.1
종속/관계기업손익	436.8	260.2	217.7	216.9	209.8
기타영업외손익	-181.2	-174.8	-139.6	-63.2	-37.0
세전계속사업이익	675.3	894.4	993.5	1,021.3	1,126.2
법인세비용	167.3	216.4	249.9	257.6	283.9
당기순이익	508.0	678.1	743.6	763.7	842.3
지배주주지분 손이익	490.5	646.4	692.8	710.3	783.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	437.6	1,104.5	465.4	623.4	936.1
당기순이익(손실)	508.0	678.1	743.6	763.7	842.3
유형자산상각비	110.9	120.3	144.8	140.8	134.5
무형자산상각비	8.4	10.3	9.5	7.7	6.2
운전자본의 증감	-465.5	-332.8	-605.4	-288.8	-46.9
투자활동 현금흐름	-237.4	-380.8	-100.5	-605.0	-580.0
유형자산의증가(CAPEX)	-236.0	-148.5	-157.6	-100.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-365.2	210.2	102.2	-455.9	-428.7
재무활동 현금흐름	153.9	-525.6	-377.8	-358.1	-214.8
차입금의 증감	354.6	-570.7	-225.1	-288.4	-137.4
자본의 증가	0.4	-0.3	-0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	354.6	202.7	-11.1	-339.8	141.4
기초현금	1,577.2	1,931.8	2,134.5	2,123.4	1,783.7
기말현금	1,931.8	2,134.5	2,123.4	1,783.7	1,925.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,727.7	6,366.7	6,648.1	6,698.9	7,190.9
현금및현금성자산	1,931.8	2,134.5	2,123.4	1,783.7	1,925.1
매출채권	349.0	273.6	287.3	305.4	335.4
재고자산	718.1	998.9	1,018.8	1,049.4	1,152.3
비유동자산	6,674.8	6,467.1	6,531.8	6,939.2	7,297.2
유형자산	2,071.0	2,070.2	2,074.3	2,033.5	1,969.1
무형자산	70.2	51.7	43.5	35.8	29.6
투자자산	2,466.4	2,157.6	2,055.7	2,511.6	2,940.3
자산총계	13,402.5	12,833.7	13,179.8	13,638.0	14,488.1
유동부채	4,903.2	4,530.0	4,293.2	4,191.7	4,342.2
매입채무	1,617.3	1,217.8	1,193.5	1,074.1	1,179.4
단기차입금	164.7	186.9	111.2	71.2	31.2
유동성장기부채	793.3	626.9	484.6	384.6	384.6
비유동부채	2,805.0	2,253.4	2,214.1	2,087.4	2,025.9
사채	839.3	811.8	762.0	662.0	562.0
장기차입금	1,357.2	1,033.8	945.0	895.0	895.0
부채총계	7,708.2	6,783.5	6,507.3	6,279.2	6,368.2
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	539.2	538.9	538.2	538.2	538.2
기타포괄이익누계액	-92.1	-160.3	-160.2	-160.2	-160.2
이익잉여금	4,398.7	4,793.0	5,352.9	5,985.7	6,687.8
비지배주주지분	630.1	660.2	723.2	776.6	835.6
자본총계	5,694.3	6,050.2	6,672.5	7,358.9	8,119.9

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	354,469	315,646	269,637	292,385	312,565
EPS(지배주주)	13,980	18,383	19,706	20,186	22,286
CFPS	27,718	36,603	34,129	34,182	36,523
EBITDAPS	19,116	28,045	31,482	29,766	31,558
BPS	131,198	139,638	154,128	170,524	188,713
DPS	1,000	1,700	1,800	2,000	2,000
배당수익률(%)	1.2	1.7	1.7	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	5.9	5.6	5.4	5.2	4.7
PCR	3.0	2.8	3.1	3.1	2.9
PSR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	665.2	976.0	1,095.6	1,035.8	1,098.2
EV/EBITDA	6.6	4.3	3.8	4.0	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.4	12.2	11.3	11.3
EBITDA 이익률	5.4	8.9	11.7	10.2	10.1
부채비율	135.4	112.1	97.5	85.3	78.4
금융비용부담률	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7
이자보상배율(x)	5.2	7.4	9.6	10.0	12.1
매출채권회전율(x)	37.1	35.3	33.5	34.3	34.0
재고자산회전율(x)	15.2	12.8	9.3	9.8	9.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 31일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 박형렬)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	항후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대림산업 (000210) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.09.04	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-27.9	-22.1	
2017.11.03	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-27.9	-22.1	
2017.11.22	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-30.7	-22.1	
2018.04.27	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-30.6	-22.1	
2018.05.23	1년 경과				-29.3	-28.1	
2018.05.28	산업분석	Buy	130,000	박형렬	-36.8	-31.0	
2018.06.29	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-39.6	-31.0	
2018.08.03	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.3	-31.0	
2018.10.22	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.4	-31.0	
2018.11.02	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.5	-31.0	
2018.11.12	산업분석	Buy	130,000	박형렬	-34.1	-18.1	
2019.02.01	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-32.1	-18.1	
2019.05.02	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-31.4	-18.1	
2019.05.28	산업분석	Buy	140,000	박형렬	-20.2	-13.2	
2019.07.31	기업브리프	Buy	140,000	박형렬	-	-	