2020. 9. 14

# 대림건설 001880

## 도시재생 시대와 브랜드를 가진 건설

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

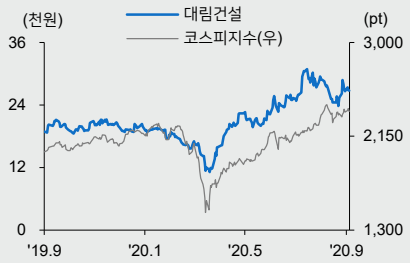
RA **김보라**
02. 6454-4886
borakim@meritz.co.kr

**Buy (신규)**

| | |
|---|---|
| **적정주가** (12 개월) | **40,000 원** |
| **현재주가** (9.11) | **26,100 원** |
| **상승여력** | **53.3%** |
| KOSPI | 2,396.69pt |
| 시가총액 | 5,756억원 |
| 발행주식수 | 2,205만주 |
| 유동주식비율 | 33.64% |
| 외국인비중 | 2.59% |
| 52주 최고/최저가 | 30,900원/11,100원 |
| 평균거래대금 | 39.4억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 대림산업 외 5인 | 66.36 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -6.6 | 63.1 | 28.9 |
| 상대주가 | -5.8 | 29.9 | 10.2 |

**주가그래프**




- ✓ 2020년 7월 대림건설 출범 – 삼호가 신주발행을 통해 고려개발 흡수합병
- ✓ PER 2.9x, 시가총액 수준의 순현금, 높은 ROE 등 저평가
- ✓ 모회사 대림산업 66%의 확고한 지배력 확보, 향후 그룹 내 대림건설의 역할이 중요
- ✓ 도급순위 상승에 따라 재건축/재개발 및 PF 사업 등 확대 + 주주가치 제고 기대
- ✓ 적정주가 40,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

### 성장하는 17위 업체 – 그룹 내 역할 변화 가능성

2020년 7월 도급순위 30위의 삼호와 54위의 고려개발이 합병하며, 17위의 대림건설이 탄생하였다. 기존 삼호와 고려개발은 e편한세상 브랜드를 활용하여 중소형 주택사업을 진행하거나, 대림산업의 신용보강을 통해 PF 사업을 진행하였다. 합병 이후 도급순위 상승과 재무안전성 강화에 따라 수도권과 지방광역시에서 독자적인 대형 주택사업 입찰 및 PF 사업이 확대될 것으로 판단된다.

### 재무 안정성 – 시가총액 수준의 순현금, 배당 정책 변화 기대

2020년 기말 기준 순현금은 시가총액 수준으로 추정된다. 당사의 사업구조가 재건축/재개발 중심이라는 점을 고려하면 토지 매입비가 크지 않으며, 향후 연평균 2,000억원 수준의 현금흐름 창출이 가능하다. 급증하는 순현금 가치를 인정받기 위해서는 결국 배당 정책 변화가 필요하다. 삼호는 워크아웃 졸업 후 2018년부터 배당을 재개하였다. 모회사 대림산업이 66%의 확고한 지배력을 확보한 입장에서 향후 주주가치 제고방안, 배당정책 등에 대한 변화가 예상된다.

### 극단적인 저평가 – PER 2.9x, ROE 30%

2020년 매출 1.9조원, 영업이익 2,326억원, 2021년 매출 2.1조원, 영업이익 2,628억원으로 각각 PER 2.9x와 2.8x 수준이다. 향후 수도권 및 광역시 도시재생 사업에서 중소형 업체 중 유일하게 상위업체와 경쟁이 가능하다.

2021년 영업이익 기준 Target multiple은 대형건설업체 대비 20% 할인한 3.2x를 적용하며, 향후 배당성향 또는 주주가치 정책이 변화될 경우 순현금 가치에 대한 추가 반영이 가능하다. 적정주가 40,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018 | 965.6 | 90.9 | 64.5 | 4,251 | -0.1 | 24,218 | 3.4 | 0.6 | -1.1 | 18.7 | 116.6 |
| 2019 | 1,279.9 | 143.0 | 95.1 | 6,265 | 47.4 | 30,161 | 3.2 | 0.7 | -0.8 | 23.0 | 86.0 |
| 2020E | 1,903.8 | 232.6 | 165.4 | 8,876 | 41.7 | 27,795 | 2.9 | 0.9 | 0.2 | 29.9 | 121.3 |
| 2021E | 2,144.1 | 262.8 | 206.3 | 9,356 | 5.4 | 35,890 | 2.8 | 0.7 | -0.5 | 27.8 | 100.4 |
| 2022E | 2,325.2 | 288.3 | 224.2 | 10,164 | 8.6 | 44,561 | 2.6 | 0.6 | -1.1 | 23.9 | 85.0 |

# Contents


Key Chart 3

**1. 위기와 산업재편 4**
1) 2009년 금융위기 = 100대 건설업체 중 60% 부도 및 워크아웃 4
2) 2009~2014년 건설산업 재편과 체질 개선 6
3) 삼호, 고려개발 워크아웃 진행(2008~2015년) 9

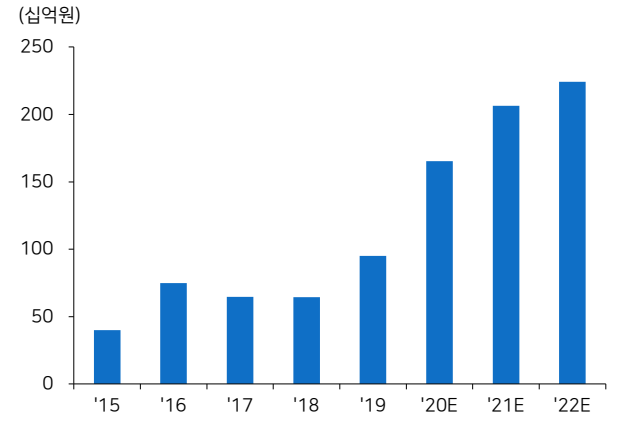
**2. 살아남은 자의 호황국면 진입 13**
1) 효율성과 안전성을 확보한 상태에서 주택 가격 상승 본격화 13
2) 삼호, 고려개발 실적 턴어라운드 16

**3. 2020~2025년 브랜드를 가진 중소형 건설업체의 도약 시기 19**
1) 시장에서 소외되는 이유는 성장의 한계 = 토지 부족 문제 19
2) 신규 토지 개발이 아니라 이미 존재하는 토지의 개발시대 20
3) 7월 공공 재건축, 재개발 법안 - 건축비 증가로 연결 22

**4. 합병 이후 대림건설의 그룹 내 역할과 배당 정책 변화 24**
1) 2020년 7월 대림건설 출범과 이후 그룹 내 역할 24
2) 이익의 장기 성장 지속 29

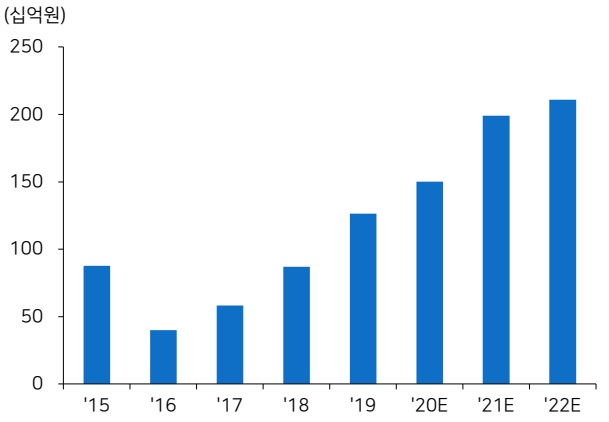
# Key Chart

**그림1 대림건설 순이익 추이**



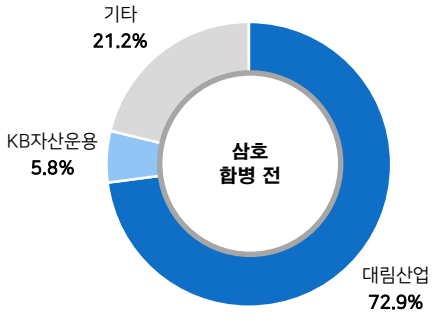

자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림2 대림건설 영업활동현금흐름 추이**



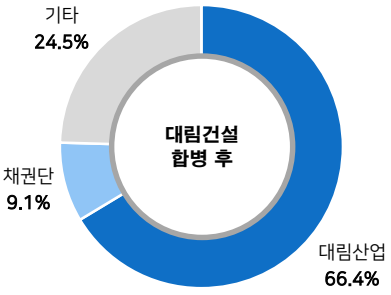

자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림3 삼호 합병 전 지분구조**



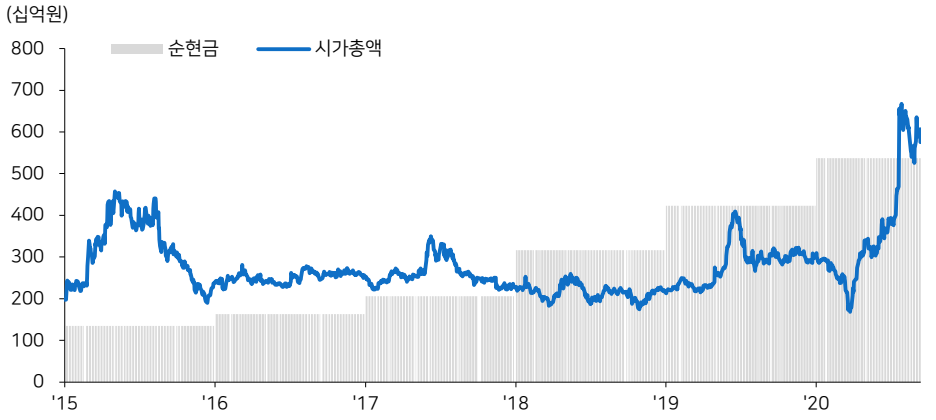

자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림4 대림건설 합병 후 지분구조**




자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림5 대림건설 시가총액 vs 순현금 추이**




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

# 1 위기와 산업재편

## 2009년 금융위기 = 100대 건설업체 중 60% 부도 및 워크아웃

**금융위기 = 자산 가격 하락 = 악성 미분양 주택 증가로 100대 건설업체 중 60% 부도**

2008~2009년 발생한 금융위기는 건설업종에서 부동산 가격의 하락과 미분양 증가로 연결되었다. 미분양 주택의 대규모 할인 판매에도 불구하고, 수도권 미분양은 해소되는데 오랜 시간이 필요했으며 미분양 손실 및 현금흐름 악화는 결국 100대 건설업체 중 60%에 가까운 업체의 부도 또는 워크아웃으로 연결되었다.

**IMF = 업계 전체의 부도**
**금융위기 = 하위 업체 부도**

비슷한 위기를 겪었던 IMF와 달랐던 점은 외환위기 당시에는 상위 건설업체와 하위 건설업체 모두 부도 위기를 겪으면서 건설업 전체가 재편되었다. 반면 2009년 금융위기는 대형건설업체 대부분이 자산매각, 유상증자 등을 통해 생존하고, 중견 건설업체들을 중심으로 업계 재편이 진행되었다는 점이다.

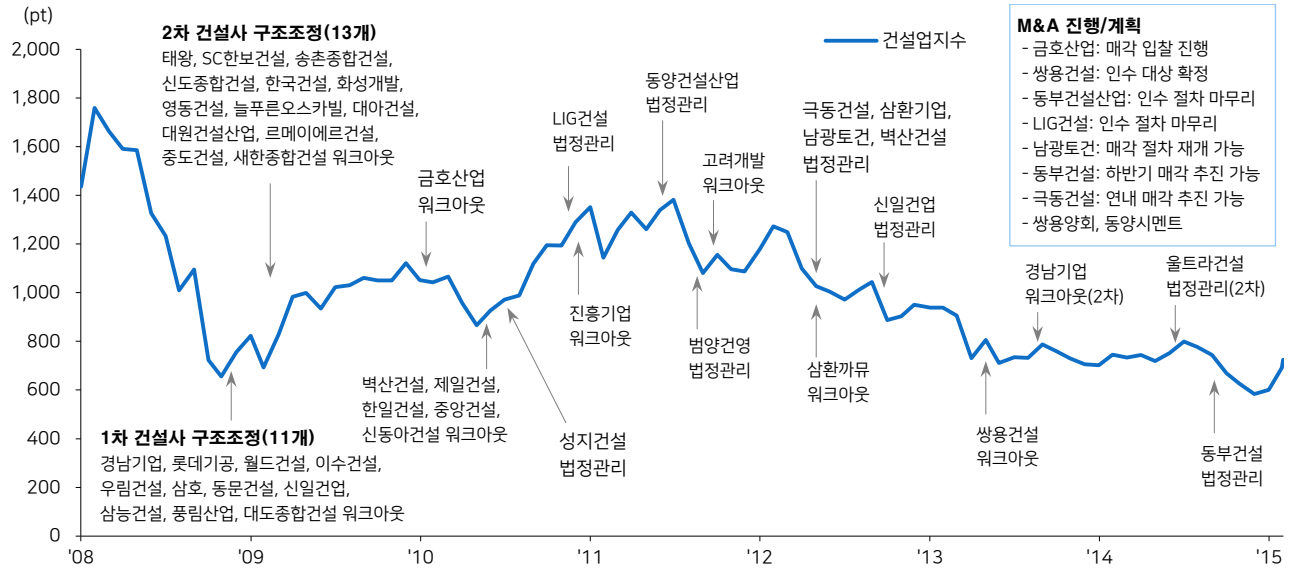
**미분양 = 드러난 Risk**
**미착공 PF = 잠재 부실 확대**

시장의 예상보다 충격이 컸던 것은 당시 건설업체가 직접 금융보다 PF 프로젝트를 중심으로 레버리지를 사용하면서 재무제표에 드러나지 않았던 부실이 지속적으로 확대되었기 때문이다. 지방 미분양의 정리는 2~3년의 기간으로 해결되었으나, 2014년 까지도 대부분의 업체가 미착공 PF 관련 손실을 지속적으로 반영하였다.

**2014년까지 수많은 건설업체가 회생절차 진행 및 M&A 대기, 삼호와 고려개발도 워크아웃 진행**

2014년 금호산업, 쌍용양회, 동부건설, 남광토건 등 크고 작은 건설업체 매물이 소화되지 않은 상태로 매각을 기다리고 있었다. **삼호는 1차 구조조정 시기인 2008년 워크아웃 신청, 고려개발은 2011년 워크아웃을 신청하면서 두 업체 역시 미분양 및 PF 관련 손실과 부도 위기를 피하지 못하였다.**

그림6 **2009년 중소형 건설업체 중심으로 구조조정 진행**




자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 건설업체 구조조정 내역

| 구분 | 진행 | 업체명 |
|---|---|---|
| 2009년 (2~6월) | 기업회생정차(법정관리) 결정 | 대동종합건설, 삼능건설 |
| (건설1차) | MOU 체결후 워크아웃 | 이수건설, 동문건설, 월드건설, 풍림산업, 우림건설, 삼호, 경남기업 |
| | 워크아웃졸업 | 롯데기공, 신일건업 |
| 2009년 (5~6월) | 기업회생정차(법정관리) 결정 | 송촌종합건설, 영동건설, 중도건설, 태왕 |
| (건설2차) | MOU 체결후 워크아웃 | 신도종합건설, 화성개발, 르메이에르건설, 한국건설 |
| | 경영정상화 계획 확정, 워크아웃 | 새한종합건설 |
| | 워크아웃 확정 | 늘푸른오스카빌 |
| | 경영정상화 계획 확정, 워크아웃 조기졸업 | 대원건설산업 |
| | 워크아웃졸업 | 대아건설, SC한보건설 |
| 2010년 2분기 | 기업회생정차(법정관리) 결정 | 금광건업, 금광기업, 남진건설, 진성건설, 풍성건설, 대신건설, 성지건설 |
| (건설 3차) | 기업회생정차(법정관리) 개시 | 성원건설, 남양건설, 풍성주택 |
| | 워크아웃 신청 | 금호산업 |
| | 워크아웃 결정 | 금광기업, 성우종합건설, 벽산건설, 신동아건설, 남광토건, 한일건설, 중앙건설, 제일건설, 청구, 한라주택 |
| 2010년 4분기 | 워크아웃결정 | 동일토건 |
| 2011년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 월드건설, LIG건설 |
| | 채권은행 관리절차 개시 | 진흥기업 |
| 2011년 2분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 남영건설, 남부토건, 동양건설사업 |
| | 워크아웃 졸업 | 경남기업, 이수건설 |
| 2011년 3분기 | 워크아웃 신청 | 신일건업 |
| 2011년 4분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 범양건업, 임관토건 |
| | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 현진건설, 대우산업개발 |
| | 워크아웃 결정 | 고려개발 |
| 2012년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 성지건설, 영동건설, 금광기업, 남진건설 |
| 2012년 2분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 풍림산업, 우림건설, 벽산건설 |
| | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 임광토건 |
| 2012년 3분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 삼환기업, 남광토건, 극동건설 |
| 2012년 4분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 한라산업개발, 신일건업 |
| 2013년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 한일건설, 동보주택건설 |
| | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 삼환기업 |
| | 워크아웃 신청 | 쌍용건설 |
| 2013년 2분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 풍림산업 |
| | 워크아웃 신청 | STX건설 |
| 2013년 4분기 | 워크아웃 신청 | 경남기업 |
| 2014년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 시작 | 쌍용건설 |
| 2014년 4분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 울트라건설, 동부건설 |
| 2015년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 쌍용건설, 경남기업 |
| 2015년 3분기 | 기업회생절차(법정관리) 시작 | 삼부토건, 천원종합개발 |
| | 채권금융기관 공동관리 절차 종결 | 금호산업 |
| 2016년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 남광토건 |
| 2016년 2분기 | 기업회생절차(법정관리) 시작 | 성우종합건설 |
| 2016년 3분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 남양건설 |
| 2016년 4분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 울트라건설, 동부건설 |
| | 채권금융기관 공동관리 절차 종결 | 삼호 |
| 2017년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 우진엔지니어링 |
| | 기업회생절차(법정관리) 시작 | 한일건설 |
| | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 티이씨건설, 천원종합개발 |
| 2017년 4분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 삼부토건, 한일건설, 성우종합건설 |
| 2018년 1분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 풍림산업 |
| 2018년 2분기 | 기업회생절차(법정관리) 신청 | 삼환기업 |
| 2018년 3분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 성우종합건설더블유, 대림종합건설 |
| 2018년 4분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 풍림산업 |
| 2019년 2분기 | 기업회생절차(법정관리) 종결 | 세원건설 |
| 2019년 4분기 | 채권금융기관 공동관리 절차 종결 | 고려개발 |

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 2009~2014년 건설산업 재편과 체질 개선

**모든 건설업체가 동일한 생존 전략**

건설산업 전체가 붕괴되는 과정에서 당시 기업들에게 필요했던 것 또는 강요되었던 전략은 모두 동일하다.

**2000~2009년 수익성 악화를 감내하는 성장 전략**

2000년대 이후 모든 건설업체가 초점을 맞춰왔던 전략은 신규 수주 확대(국내, 해외 모두)를 통한 성장이었다. 일정 부분 수익성을 포기하더라도 시공 경험의 확대가 곧 장기적인 외형 성장과 기업가치 확대로 연결된다는 관점에서 모든 사업이 진행되었다. 2002~2009년 수익성의 편차는 있으나 건설업체의 매출은 한해도 빠짐없이 성장하였다.

**성장 포기 - 유상증자, 자산매각, 워크아웃 신청 등 극단적이 현금 확보 전략**

부동산 시장의 회복 및 기업의 영속성을 담보하기 어려워진 상황에서 모든 건설업체는 성장을 포기하고 1)현금흐름의 확보 및 부채 비율 축소(자산 매각, 유상증자, 워크아웃) 2) 비용 통제(구조조정, 인건비 축소) 3) 레버리지 축소(부채비율 관리, 신규 PF 중단) 4) 수익성 안정화(시공 경험이 풍부하고 안정성이 보장된 분야에만 진출) 등의 형태로 생존에만 초점을 맞추게 되었다.

**판관비 감축 - 실적 개선이 이루어지는 과정에서도 직원수 감소**

2012년까지는 PF 손실 중 일부가 판관비(대손상각비)로 처리되면서 판관비율은 오히려 점진적으로 상승하였으나, 이후에는 지속적으로 하락하였다. 특히 비용 통제가 가능한 인건비 및 광고비 축소, 기타 구조조정 작업은 실적 회복과 무관하게 2018년까지 지속적으로 추진되었다.

**사옥 및 비 영업용 자산 매각, 유상증자, 출자 전환 등 진행**

2008~2015년 대형 건설업체와 중소형 건설업체를 구분하지 않고 유상증자가 가능한 업체는 대부분 이를 진행하였고, PF 관련 손실이 컸던 업체는 출자 전환을 통해 자본 확보와 부채비율 축소를 위해 노력하였다. 사옥 및 기타 자산 매각 등 극단적인 수준의 현금흐름 확보 전략이 동반되었다.

**주택사업 중단 - 신규 PF 프로젝트 중단 및 주택 분양 축소**

특히 주택사업 자체에 대한 거부감이 확대되면서 신규 주택 프로젝트를 대부분 중단하였다. PF 사업의 경우에도 신규 PF 보증은 중단, 기존 PF의 미착공 사업장 정리에 주력하면서 대형건설업체의 PF 잔액은 2008년 고점 대비 2013년 절반 이하로 축소되었다.

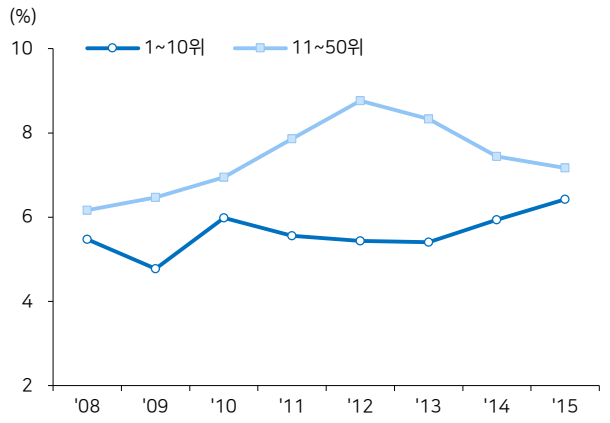
**외형 둔화를 감내하고 수익성을 확보하기 위한 전략은 2013년까지 가시적인 성과를 보이지 못함**

외형 감소를 감내하더라도 Risk를 축소하고, 수익성을 안정화 하기 위한 노력은 2013년까지는 가시적인 결과를 보이지 못했는데 이는 미착공 PF의 정리 과정이 너무 오래 걸렸기 때문이다. 2010년 이후 전체 미분양 주택이 급격히 감소하는 과정에서도 PF 잠재 손실 때문에 대형건설업체와 중소형 건설업체 모두 2013년까지 영업이익률은 지속적으로 하락하였다.

**중소형사 순차입금 역시 2010~2011년까지 높은 수준을 유지**

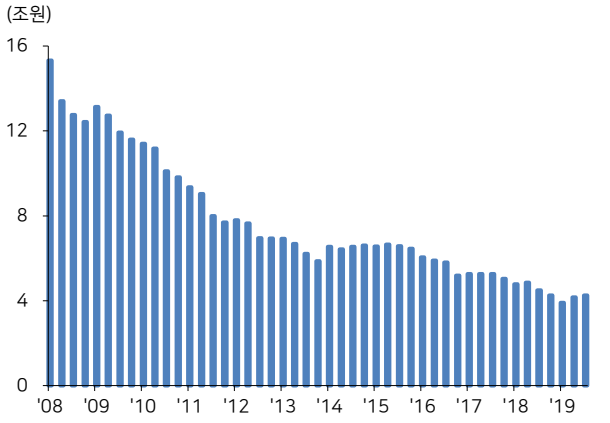
순차입금은 대형건설업체의 경우 2010~2012년 해외 플랜트 시장의 호황으로 주택 부문의 현금흐름 악화를 극복하는 모습이었으나, 2013년 이후 해외 플랜트 마저 부실화되면서 급격히 증가하였고, 중소형 건설업체의 순차입금은 2010년까지 높은 수준을 유지한 이후 점진적으로 개선되었다.

그림7 중소형 건설업체의 판관비율은 2013년 이후 하락



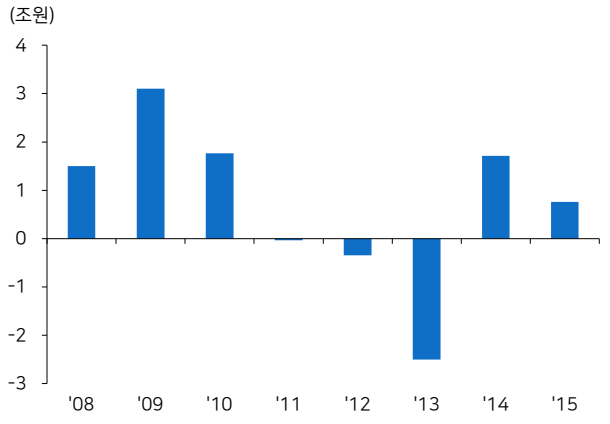

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주택사업 축소 - 대형사 PF 잔액 급감



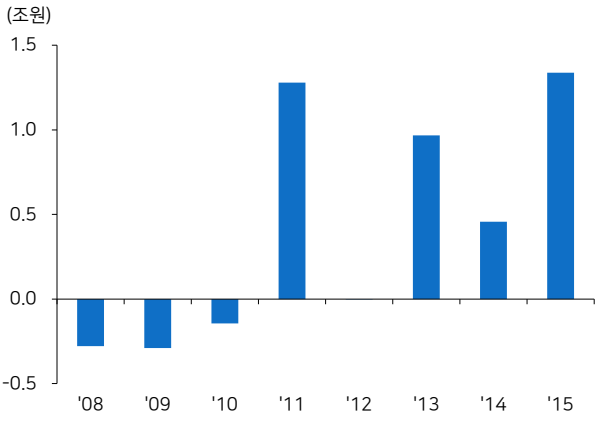

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림9 대형사 영업활동현금흐름 2011~2013년이 최악



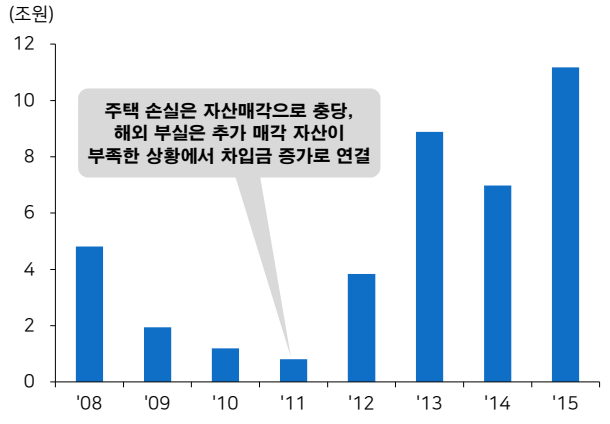

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중소형사 현금흐름 2013년 이후 본격적으로 개선



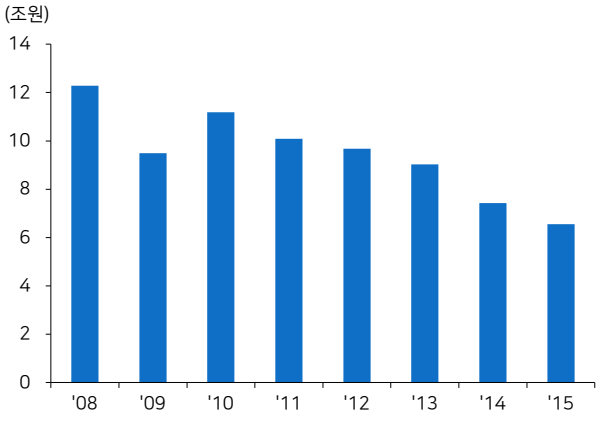

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림11 1~10위 업체 순차입금 추이



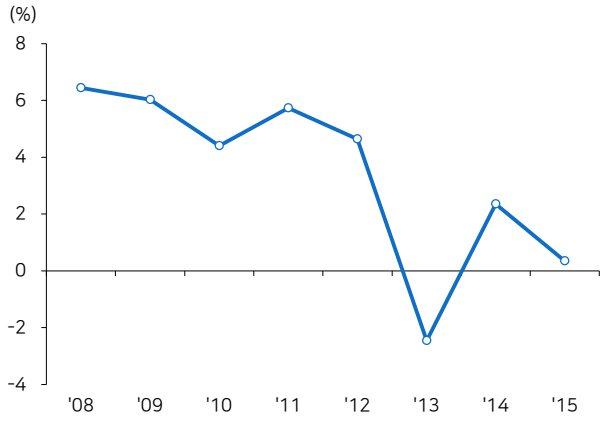

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림12 11~50위 업체 순차입금 추이



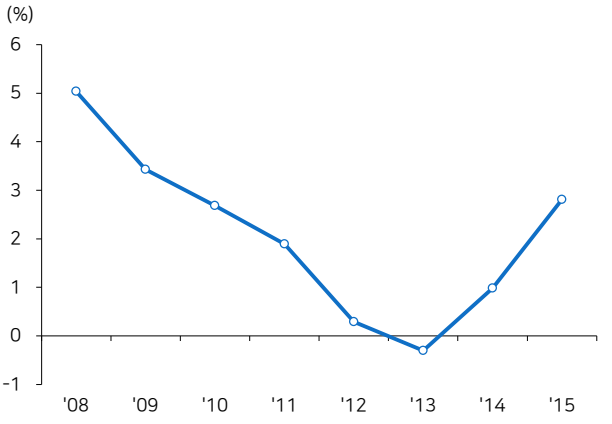

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림13 1~10위 업체 영업이익률 하락 지속




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림14 11~50위 업체 영업이익률 2013년까지 하락 이후 반등




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림15 대형사 합산시가총액 및 이벤트

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

## 삼호, 고려개발 체질개선 진행(2008~2015년)

**건설산업의 흐름과 동일하게 삼호, 고려개발의 워크아웃 및 효율성 개선 작업 진행**

삼호와 고려개발 역시 건설산업의 흐름과 동일하게 비용 통제, 유상증자, 출자전환, PF 축소, 수익성 확보 전략 등의 과정이 진행되었다. 판관비율은 극단적으로 낮아졌으며, PF 착공 전환 또는 매각을 통한 손실 확정을 통해 잠재 부실 정리, 유상증자 및 출자 전환을 통한 부채 비율 축소 등의 과정이 나타났다.

**7%~9% 수준의 판관비율은 2014년 3% 수준까지 하락**

삼호의 판관비율은 2008~2010년 7%~9% 수준에서 2014년 2%~3% 수준까지 떨어지면서 건설 업종 내 최저 수준으로 하락하였다. 워크아웃이 진행되는 과정에서 비용을 절감하였고, 이후 실적 개선에도 불구하고 직원 수 증가는 크지 않았기 때문이다. 고려개발 역시 판관비율은 2013~2014년 4% 수준까지 감소하면서 극단적인 비용통제 전략이 시행되었다.

**2015년까지 PF 부실 정리 마무리, 고려개발은 용인 성복을 제외한 나머지 프로젝트 정리**

PF 부실 측면에서 2015년까지 삼호는 대부분의 PF 미착공 사업장을 착공 전환하면서 부실 정리를 마무리했고, 고려개발의 경우 용인 성복 PF(2019년 최종 정리 및 매각)을 제외한 나머지 프로젝트 정리를 완료하였다.

**삼호는 2012년 이후 빠르게 개선, 고려개발은 2015년 자본잠식**

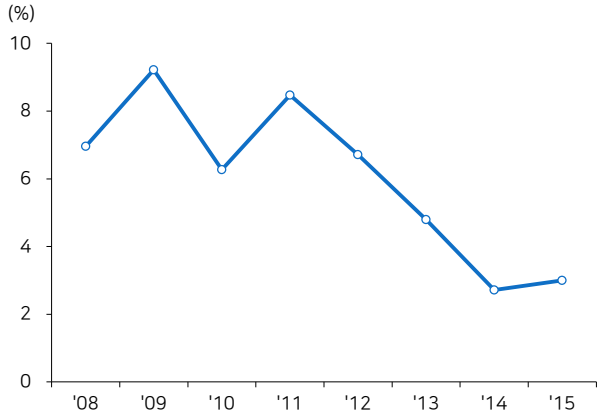
영업활동 현금흐름은 흑자를 유지하였으나, PF 보증 채무의 대위 변제 및 인수 등에 따른 변동성이 크게 나타났다. 특히 삼호가 2012년 이후 지속적으로 순현금 구조를 확대했던 반면, PF 부실처리가 늦었던 고려개발의 순차입금은 크게 개선되는 모습을 보이지 못했다.

고려개발은 2015년 잠재 부실에 대한 대규모 상각 및 자본잠식에 따라 워크아웃을 진행하였고, 이후 출자 전환과 유상증자를 통해 자본을 확충하였다

**삼호, 고려개발 양사 모두 2016년 이후에는 턴어라운드 준비 완료**

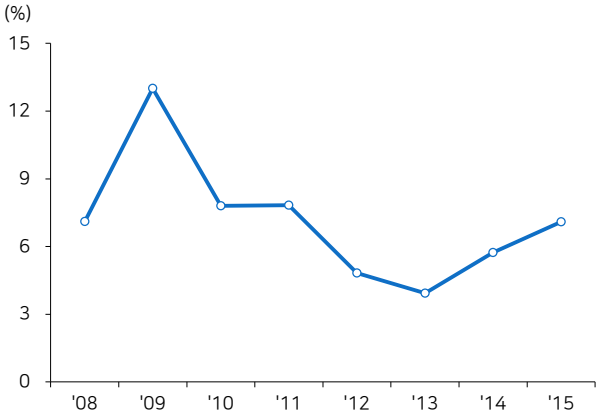
결국 삼호는 2012년 이후 낮아진 판관비율에 따른 영업이익 레버리지 확대, 부채비율 축소에 따른 신규 사업 확대, PF 및 미분양 해소에 따른 잠재 부실 정리 등 업황 회복 국면에 대한 준비과정이 대부분 완료된 상태였고, 고려개발은 2015년 대규모 상각 및 유상증자, 출자전환 등을 진행하면서 턴어라운드를 준비한 것으로 판단된다.

그림16 **삼호 판관비율 추이**



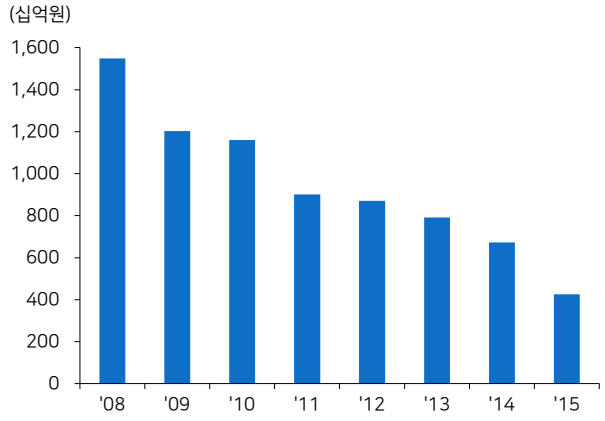

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림17 **고려개발 판관비율 추이**



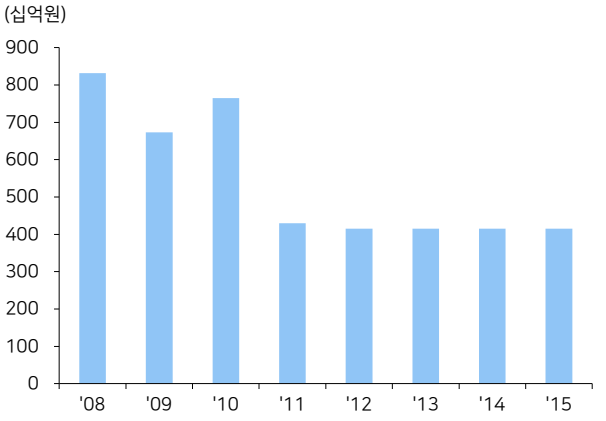

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림18 삼호 PF잔액 추이



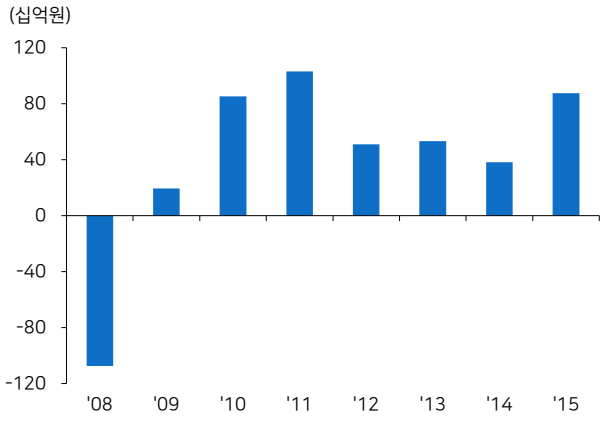

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림19 고려개발 PF잔액 추이



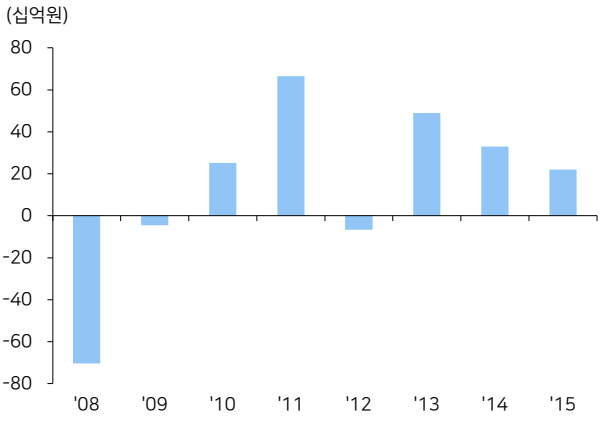

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림20 삼호 영업활동현금흐름 추이



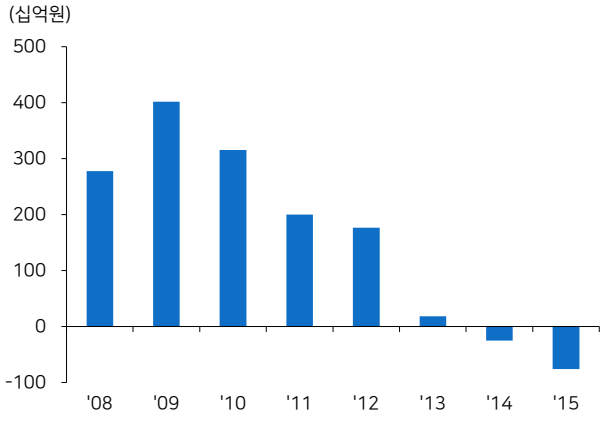

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림21 고려개발 영업활동현금흐름 추이



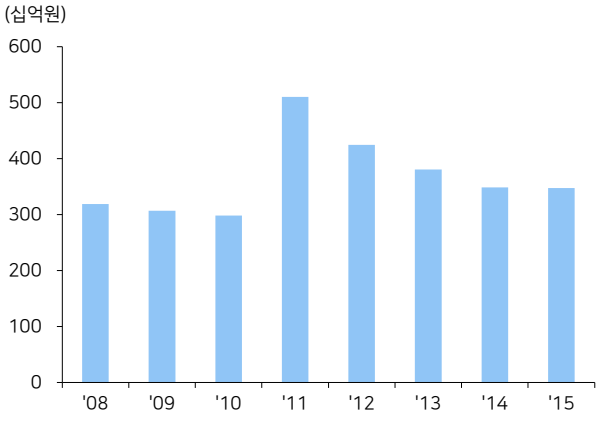

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림22 삼호 순차입금 추이 – 2014년 순현금 전환



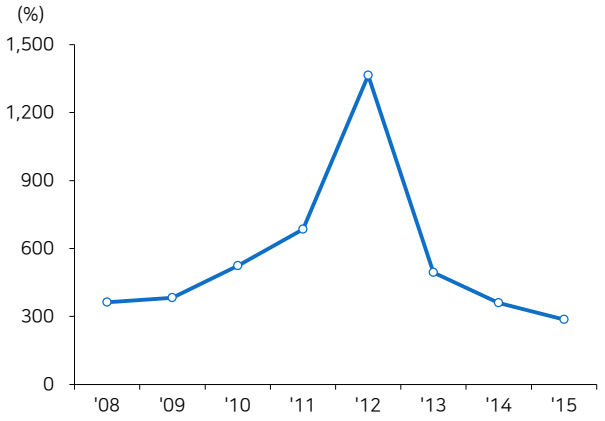

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림23 고려개발 순차입금 추이 – 2011년 이후 축소



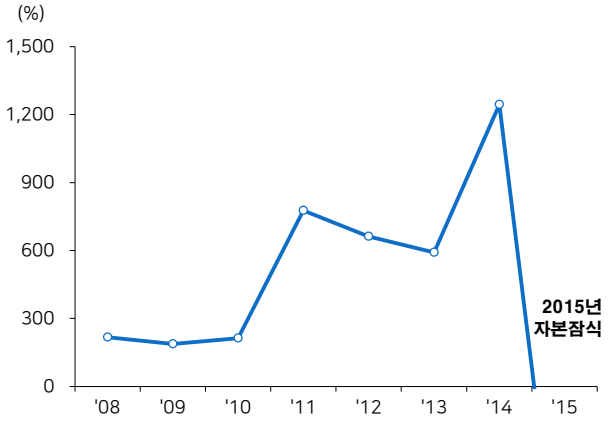

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림24 삼호 부채비율 추이



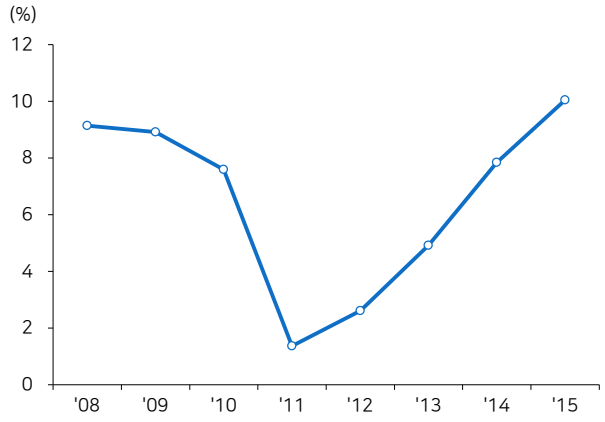

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림25 고려개발 부채비율 추이



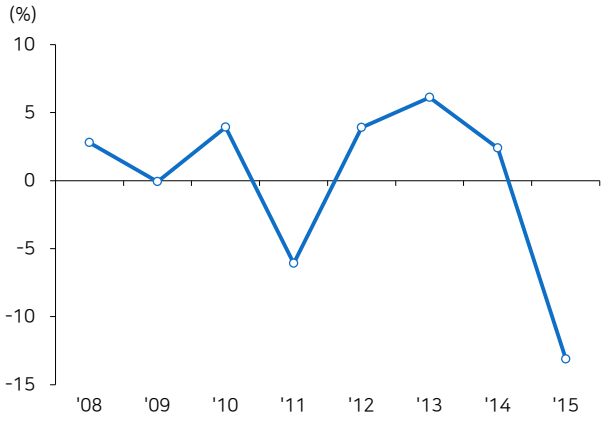

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림26 삼호 영업이익률 추이




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림27 고려개발 영업이익률 추이




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림28 삼호 시가총액 및 이벤트

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림29 고려개발 시가총액 및 이벤트

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

## 2 살아남은 자의 호황국면 진입

### 효율성과 안정성을 확보한 상태에서 주택 가격 상승 본격화

**부동산 시장의 회복으로 미분양 할인 판매 축소 및 신규 분양가 상승 = 매출 총 이익률 개선 + 낮은 판관비율이 영업이익률 개선으로 연결**

2009~2014년 진행된 지방 주택시장의 회복 국면에서 대부분의 건설업체가 지방 미분양 관련 손실 및 PF 부실 처리를 마무리하였다. 일부 사업장의 경우 미분양 주택의 할인 폭이 축소되거나 신규 분양가격이 상승하면서 환입이 발생하는 경우도 늘어나기 시작하였다.

비용 절감을 통해 판관비율이 역사적으로 낮은 수준에서 시작된 부동산 시장의 회복은 급격한 영업이익률 개선으로 연결되었다.

**재무적 안정성을 확보한 업체들의 주택사업 재개**

재무적인 측면에서는 유상증자 및 자산매각 등을 통해 안정성을 확대한 상태에서 2014년까지 회복이 더디게 나타났던 서울과 수도권 부동산 시장이 본격적으로 회복 국면에 진입하기 시작하면서 주택사업 재개 또는 확대 전략을 추진할 수 있는 기반으로 작용하였다.

**건설산업 내 구조조정으로 경쟁 강도 약화**

100대 건설업체 중 절반에 가까운 업체가 구조조정 또는 청산을 진행하고 있던 상황에서 비용의 효율성과 재무적인 여력을 확보한 건설업체의 경우 과거보다 낮아진 경쟁 강도로 신규 분양 프로젝트를 확대하기 시작하였다.

**2014년 이후 수도권 미분양 감소 본격화 및 주택 가격 상승으로 청약시장 회복**

지방 미분양 감소에도 불구하고 악성 미분양으로 분류되었던 수도권의 미분양은 2013년까지 해소되지 않았으나, 2014년부터 본격적으로 미분양 감소가 시작되어 현재 역대 최저 수준까지 하락하였다. 실수요 중심의 청약시장 회복으로 청약 경쟁률 역시 전국적으로 상승하기 시작하였다.

**2014~2019년 신규 분양가 상승 지속 및 수익성 확대**

강남, 서울, 수도권 부동산 시장은 2009~2014년 장기 침체를 보인 이후 2015년부터 본격적으로 반등하기 시작하였으며, 2018년까지 가격 상승이 가속화되는 모습을 보였다.

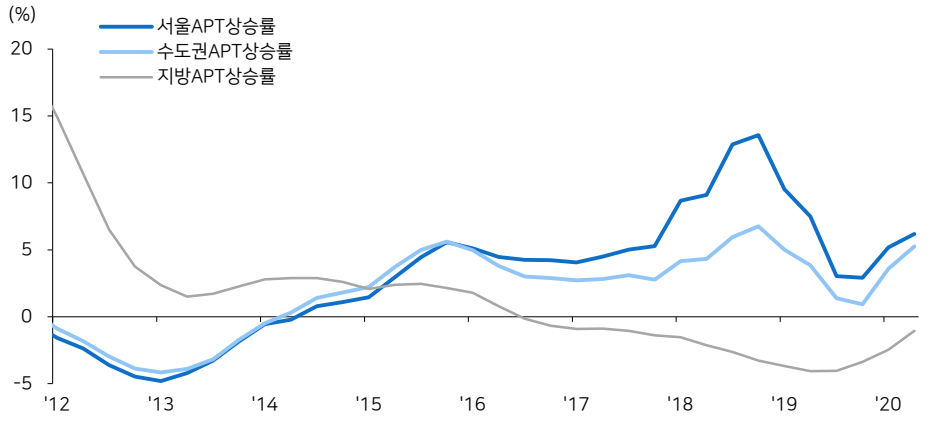
**살아 남은 업체들의 외형 성장 및 분양물량 확대**

건설업체의 신규 공급 관련 지표 중 청약 경쟁률 상승 및 미분양 해소는 신규 분양 확대로 연결되었고, 2009~2010년 연평균 20만호에 불과했던 분양시장은 2015~2018년 30만호~50만호 수준까지 확대되었다.

**중소형 건설업체의 영업이익률은 2015~2019년 4배 증가**

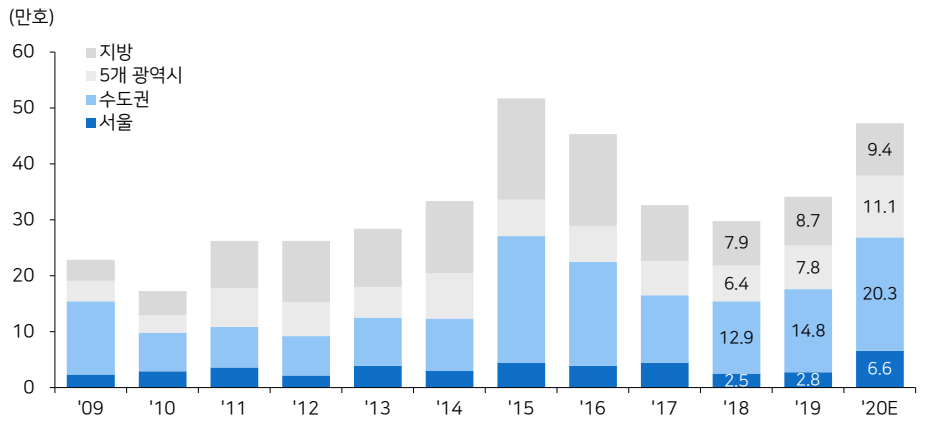
주택 가격 상승과 미분양 감소는 주택 부문의 매출 총 이익률 개선으로 연결되었고, 극단적으로 낮아진 판관비율 효과로 영업이익이 급증하였다. 특히 일부 중소형 건설업체는 부동산 시장의 호황과 맞물려 자체 개발사업 착공을 확대하면서 극단적인 영업이익 증가를 보였다. 2015년 평균 2%~3%에 불과했던 도급순위 10위~50위 중소형 건설업체의 영업이익률은 2018~2019년 평균 8%~9%까지 상승하면서 역사적 최대 수준의 수익성과 영업이익을 기록하였다.

그림30 2015년까지 지방 주택 가격 상승, 2015년 이후 서울, 수도권 가격 상승



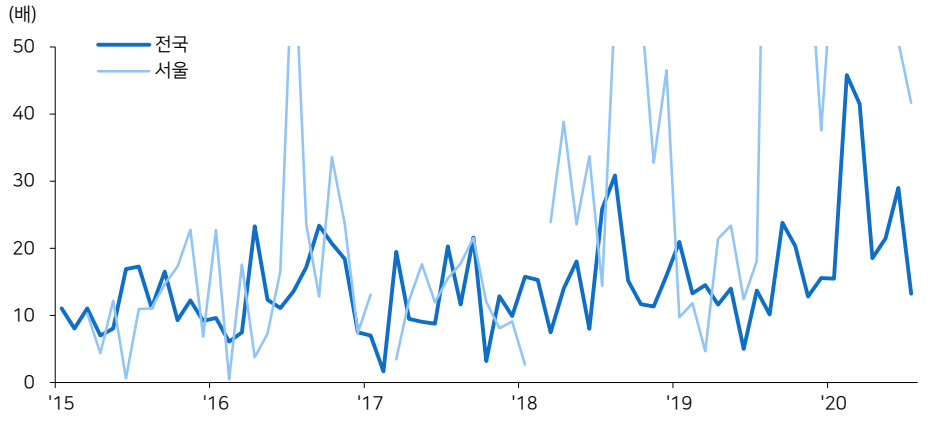

자료: KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

그림31 2014년까지 지방 중심의 미착공 사업지 분양 확대 → 2015년 이후 수도권 급증



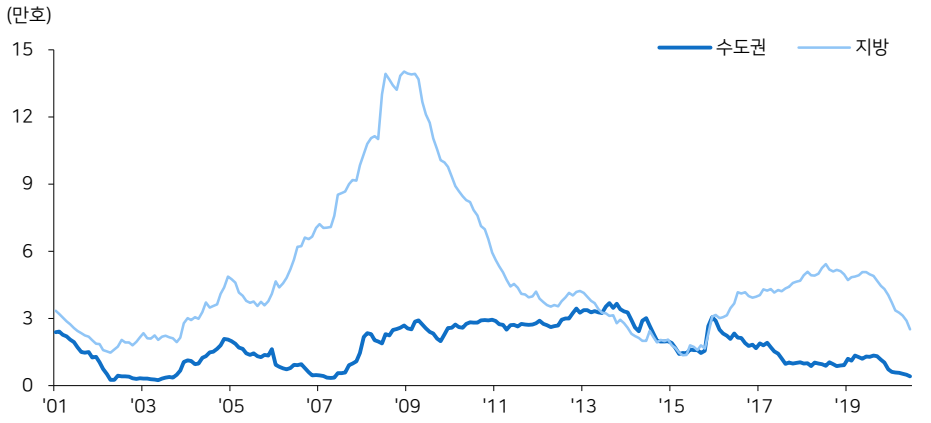

자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림32 청약경쟁률 추이



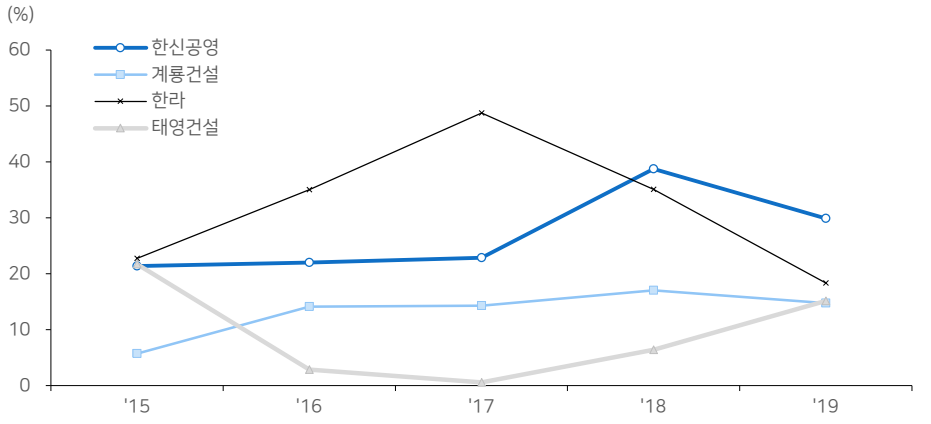

자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림33 지방 미분양 급감 이후 2014년부터 수도권 미분양도 급감



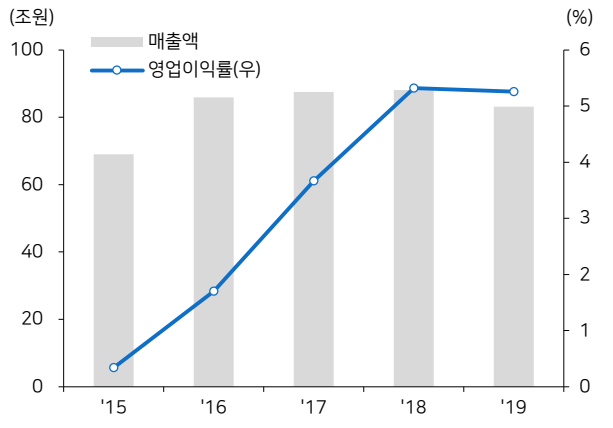

자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림34 중소형 건설사 매출액 대비 자체개발사업 비중 추이



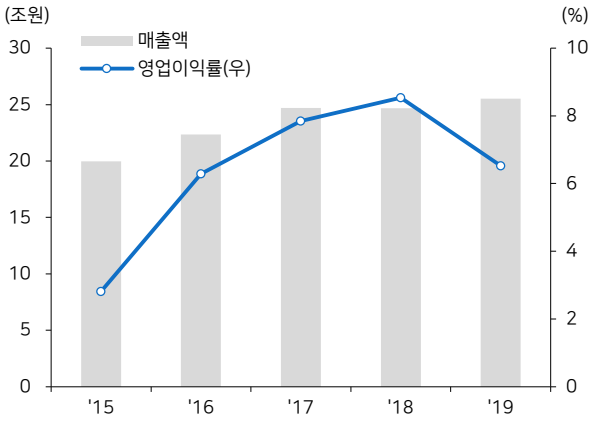

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림35 1~10위 업체 매출 및 영업이익률 추이




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림36 11~50위 업체 매출 및 영업이익률 추이




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

## 삼호, 고려개발 실적 턴어라운드

삼호와 고려개발의 실적 턴어라운드 역시 극단적으로 낮아진 판관비율 효과와 시장의 회복, 재건축/재개발 사업 중심으로 진행에 따라 성공적으로 나타났다.

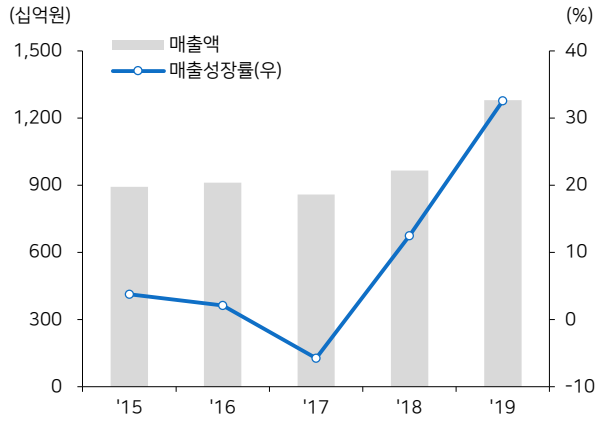
**개발사업이 없는 중소형 건설업체 중 독보적인 수익성**

두 업체 모두 워크아웃을 진행하던 시기에는 외형보다 수익성에 초점을 맞췄으며, 삼호의 경우 워크아웃 종료가 임박했던 2018년부터 외형, 수익성이 동반해서 급증하는 모습을 보였다. 2019년 삼호와 고려개발 모두 10% 수준 이상의 영업이익률을 기록하고 있으며, 특히 삼호의 경우 2020년 영업이익률 개선이 더 빠르게 진행되고 있다.

**시가총액 수준의 순현금 확보**

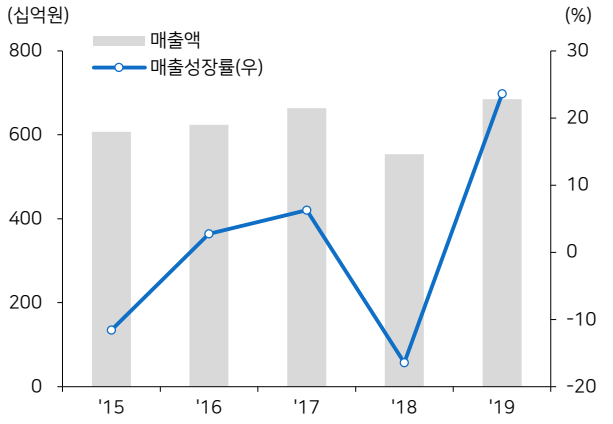
특히 삼호의 경우 개발사업 관련 토지비용 지출이 없어 대부분의 현금흐름이 순현금 증가로 연결되었으며, 2019년 3,500억원 수준의 순현금을 확보하였다. 고려개발의 경우 2015년 4,000억원 수준의 순차입금이 2019년 기말기준 1,000억원 수준까지 개선되었다.

**그림37 삼호 매출액 및 매출성장률 추이**



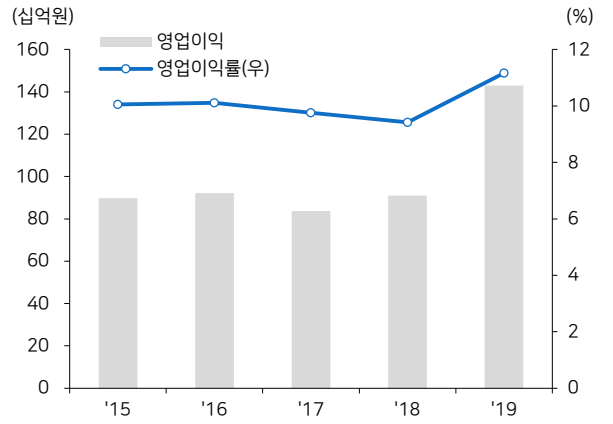

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

**그림38 고려개발 매출액 및 매출성장률 추이**



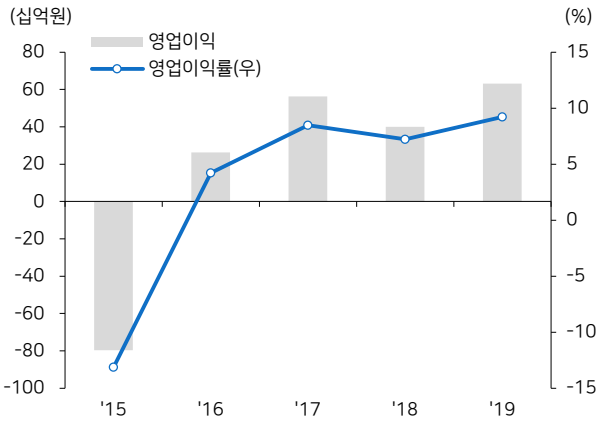

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

**그림39 삼호 영업이익 및 영업이익률 추이**



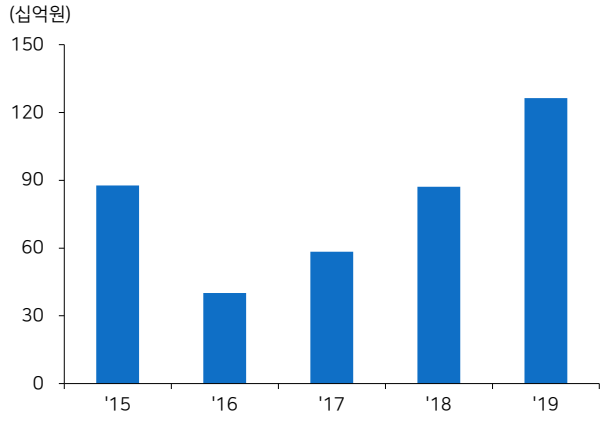

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

**그림40 고려개발 영업이익 및 영업이익률 추이**



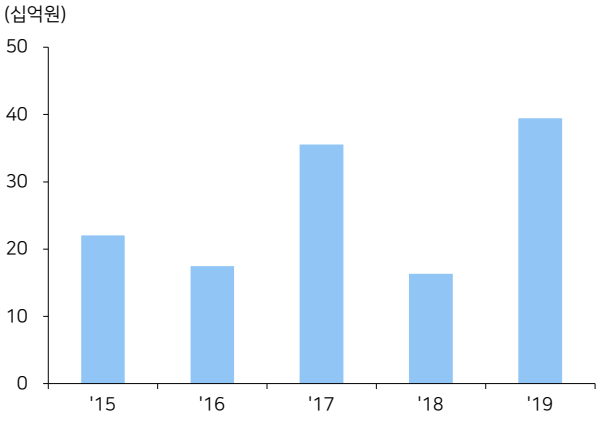

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림41 삼호 영업활동현금흐름 추이



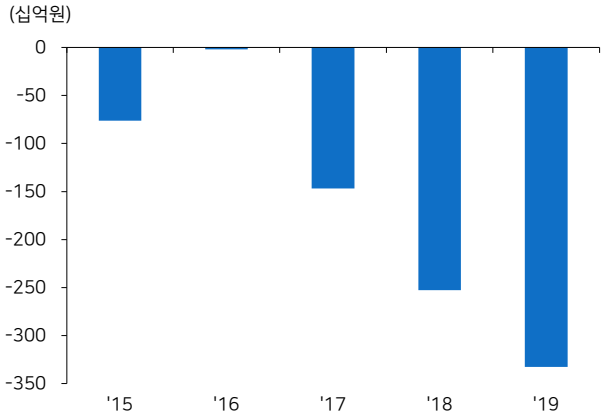

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림42 고려개발 영업활동현금흐름 추이



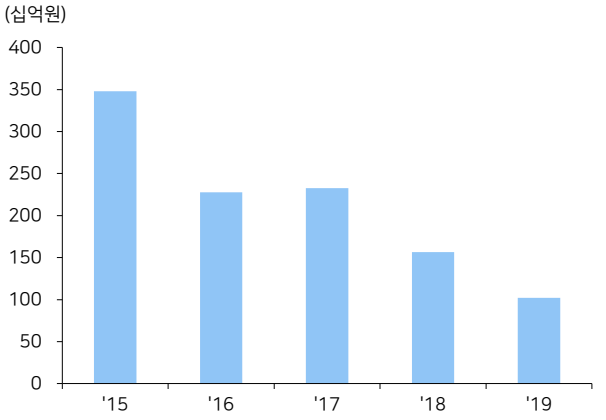

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림43 삼호 순차입금 추이(2014년 순현금 전환)



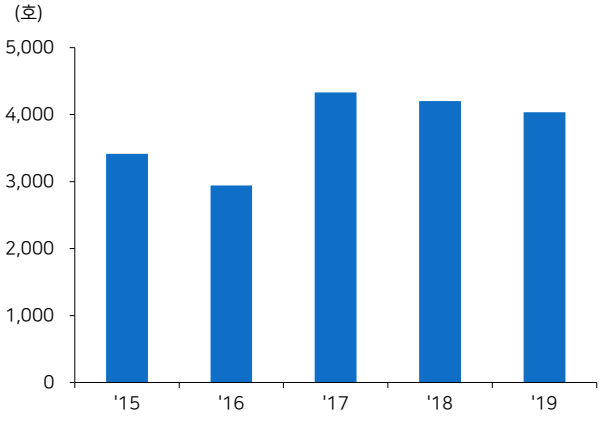

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림44 고려개발 순차입금 추이



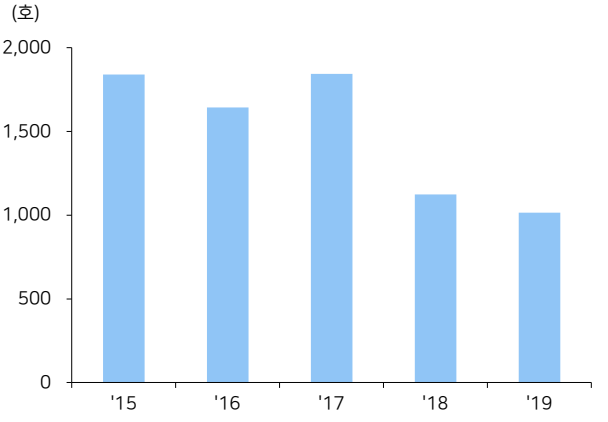

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림45 삼호 분양물량 추이



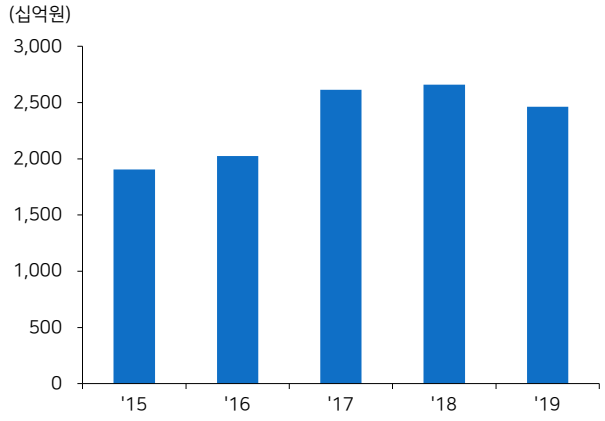

자료: 대림건설, 메리츠증권 리서치센터

그림46 고려개발 분양물량 추이



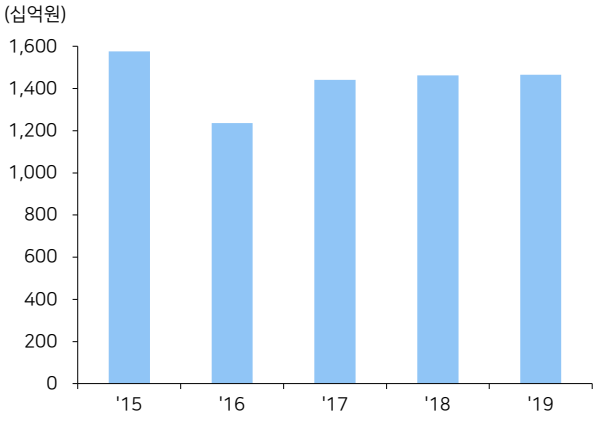

자료: 대림건설, 메리츠증권 리서치센터

그림47 삼호 수주잔고 추이



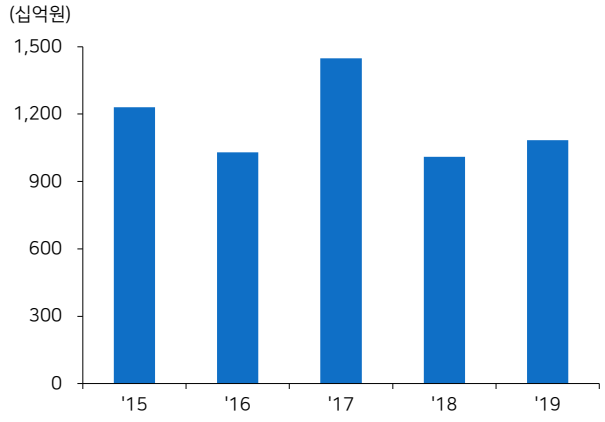

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림48 고려개발 수주잔고 추이



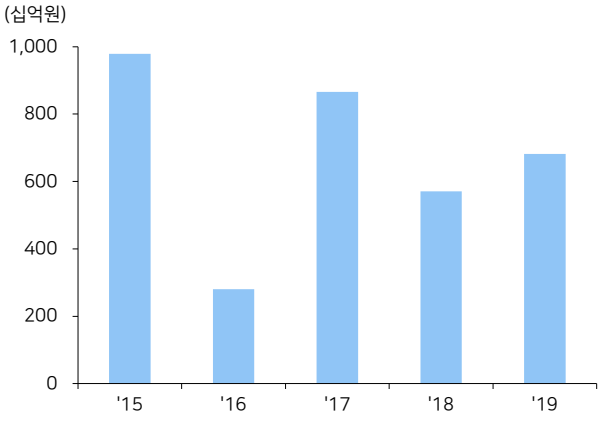

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림49 삼호 신규수주 추이




자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림50 고려개발 신규수주 추이




자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

# 3 2020~2025년 브랜드를 가진 중소형 건설업체의 도약 시기

## 시장에서 소외되는 이유는 성장의 한계 = 토지 부족 문제

**장기적으로 저평가 국면에 있는 대부분의 건설업체**

건설업종은 실적 개선과 순현금 확대, 극단적으로 낮은 Valuation 등 저평가 국면에도 불구하고 시장의 관심에서 소외되어 있다.

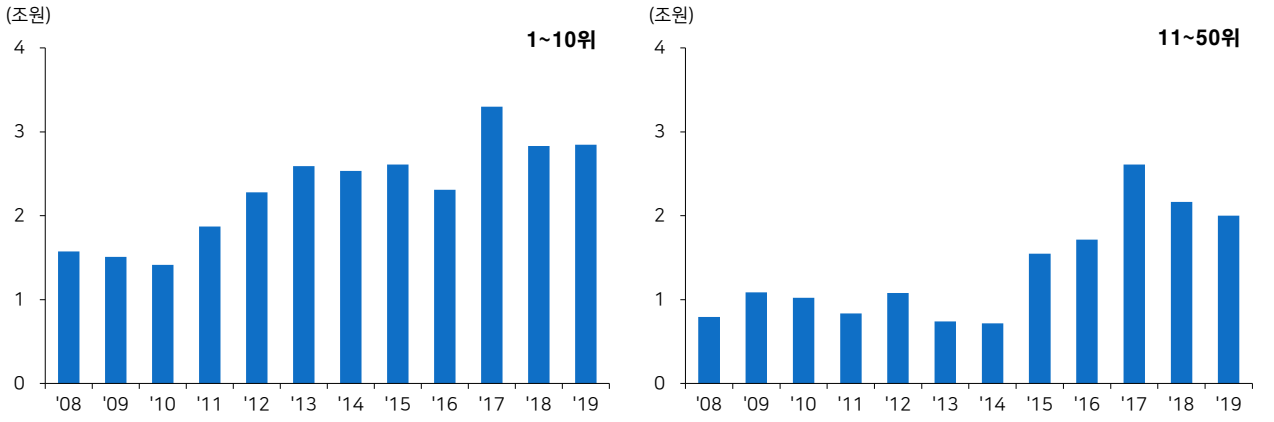
**성장을 위한 원재료(토지) 부족**

가장 근본적인 이유는 대부분의 이익이 주택 분양에서 발생하는 환경에서 성장을 위한 토지가 부족하기 때문이다. 2017년을 정점으로 모든 건설업체의 재고재산 내 용지 규모가 감소하기 시작하였다. 주택 용지 확보의 가장 큰 부분을 차지하는 LH공사의 토지 개발이 급감하면서 신규 토지 확보가 어려워졌기 때문이다.

**민간 PF 사업 규모도 축소**

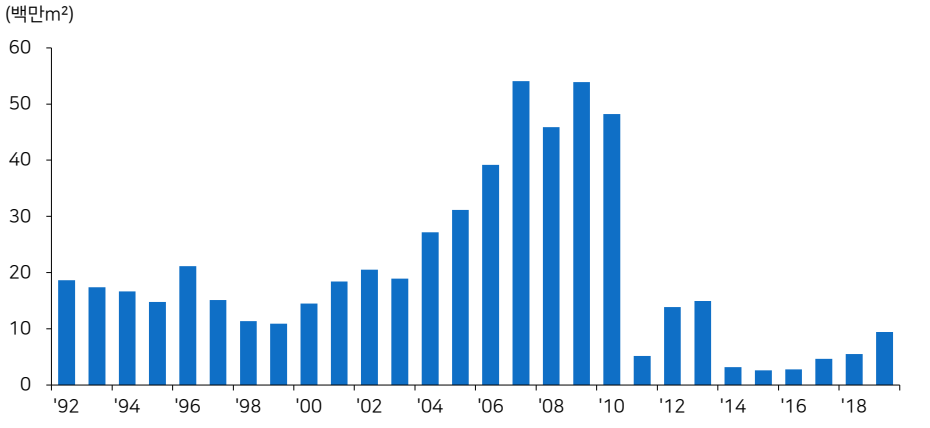
자체사업 용지만이 아니라 민간 PF 도급사업의 용지 확보도 어려워지면서 전국 분양물량은 2015년 정점 이후 2018~2019년 40% 이상 감소하였고, 대부분의 지역에서 이미 토지가 존재하는 재건축/재개발 시장만 확대되고 있다.

그림51 1~50위 건설업체 재고자산 내 용지 추이




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

그림52 LH공사 토지 공급 추이




자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

## 신규 토지 개발이 아니라 이미 존재하는 토지의 개발시대

**2025년까지 기존 토지의 활용에 참가하는 업체만 성장**

현재 토지가 부족한 상황에서 정부가 추진하는 3기 신도시 관련 토지가 시장에 본격적으로 공급되는 2023년까지 택지 부족 환경은 지속될 것으로 판단된다. 택지 개발이 완료되어도 착공이 본격화되기 까지는 2~3년의 시간이 더 필요할 것으로 전망된다. 결국 2025년까지 신규 개발 토지가 아니라 이미 존재하는 토지(재건축/재개발)에서 공사 물량을 확보하는 업체만 성장할 수 있다.

**서울 총 주택 290만호 중 52만호가 재건축/재개발 대상**

서울의 총 주택은 290만호이며 이 중 30년이 넘어 재건축/재개발이 가능한 주택은 52만호 수준으로 파악된다. 신규 토지 공급이 전무한 서울에서 주택 공급을 위해서는 대부분의 경우 기존 주택의 재건축/재개발 방식으로 이루어진다.

**서울은 규제 강화에 따른 착공 속도 둔화와 및 브랜드 경쟁 심화로 중소형 건설업체 진입 어려움**

정책 및 부동산 경기에 따라 변동성은 있으나 2006~2014년 연평균 2만호~3만호 수준에 불과했던 서울 재건축/재개발 분양은 2015~2017년 4만호까지 증가한 이후 2018~2019년 다시 하락, 그리고 2020년 급증한 분양 계획을 나타내고 있다. 문제는 재건축/재개발 관련 규제 강화 및 분양가 상한제 적용으로 21년 이후 분양 물량은 감소할 것으로 전망되는 점이다.

**서울 재건축/재개발에서 분양가 내 건축비 비중이 낮아 가격 경쟁력 중심의 중소형사는 배제**

특히 분양가가 높고, 전체 분양 가격에서 건축비 비중이 낮은 서울 지역의 재건축/재개발은 대부분 브랜드 경쟁력이 높은 대형 건설업체 중심으로 입찰 시장이 형성되어 있으며, 가격 경쟁력 중심의 중소형 건설업체는 진입이 거의 불가능하다.

**노후주택 규모는 수도권과 지방광역시 역시 서울 수준이지만, 구도심 개발은 지연**

문제는 수도권과 지방 광역시의 재건축 재개발이다. 수도권의 노후 주택 48만호, 지방 광역시의 노후 주택 61만호는 서울에 비해 시장 규모가 작지 않다. 그럼에도 불구하고 과거 20년간 수도권과 지방 광역시의 주택공급은 재건축/재개발 보다는 신규 택지를 중심으로 이루어졌다.

**수도권과 지방 역시 토지 부족, 2019년 이후 수도권/광역시 재건축/재개발 급증**

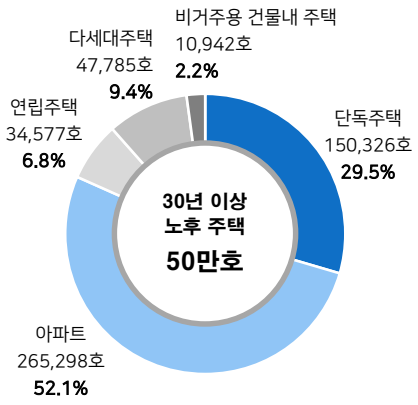
LH 중심으로 수도권 외각 및 지방 광역시 외각의 신도시 개발이 지속적으로 추진되면서, 구도심 개발에 대한 요구가 크지 않았기 때문이다. 문제는 2015년 이후로 거의 중단된 수도권 및 지방 광역시의 택지 개발이 신규 주택 공급 감소로 연결되고, 구도심의 노후주택 중 일부가 40년을 넘어가면서 2018년 이후 본격적으로 재건축/재개발 시대가 열리기 시작하였다.

20년간 꾸준히 재건축/재개발을 진행한 서울과 달리 수도권과 지방의 재건축/재개발은 처음 열리는 시장으로 누적된 노후주택 잔고는 오히려 더 클 수 있다.

**분양가 중 건축비 비중이 높은 지역은 브랜드를 가진 중소형 건설업체에게 기회가 될 것**

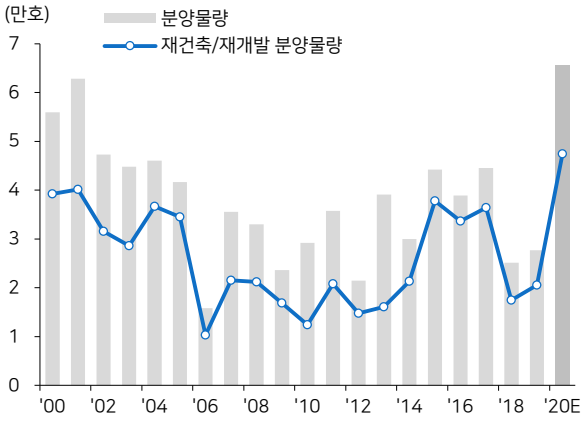
다른 측면에서 전체 분양가 중 건축비가 차지하는 비중이 낮은 서울과는 달리 수도권과 지방 재건축/재개발에서 신규 분양가 또는 사업비 중 건축비가 차지하는 비중은 현격하게 높아지며, 이 경우 경쟁력 있는 주택 브랜드를 가진 중소형 건설업체는 가격 경쟁력을 바탕으로 시장을 확대할 수 있다.

그림53 총 주택 중 30년 이상의 노후 주택수 50만호 [서울 총 주택수 290만호]



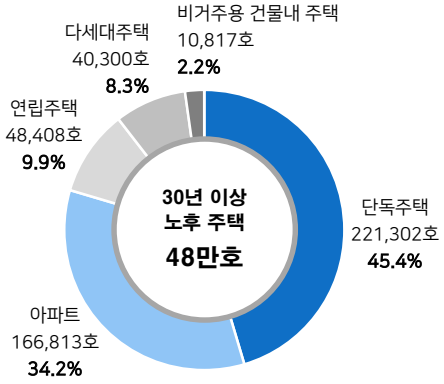

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림54 서울 재건축/재개발 및 전체 분양물량 추이



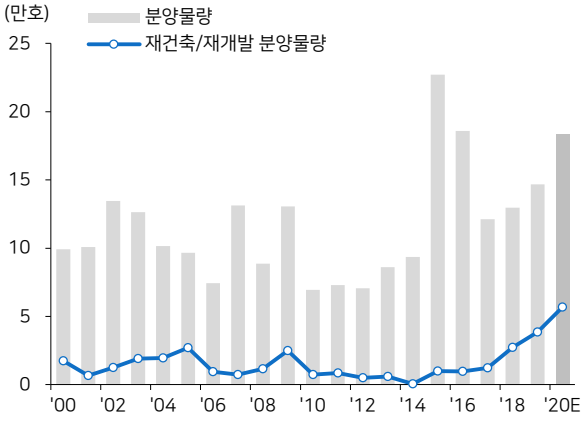

자료: 부동산114, 메리츠증권 리서치센터

그림55 총 주택 중 30년 이상의 노후 주택수 48만호 [수도권 총 주택수 515만호]



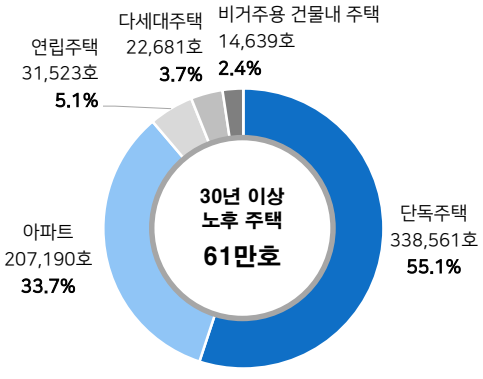

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림56 수도권 재건축/재개발 및 분양물량 증가



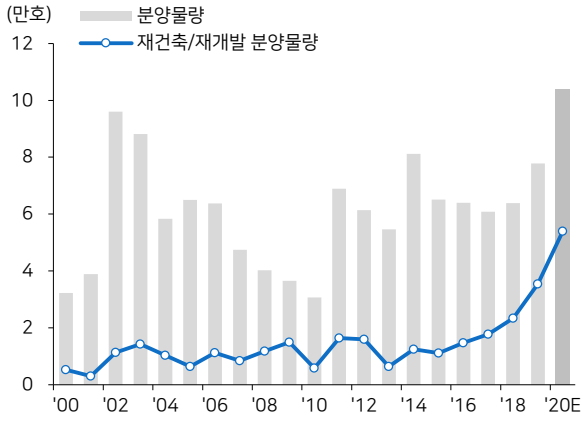

자료: 부동산114, 메리츠증권 리서치센터

그림57 총 주택 중 30년 이상의 노후 주택수 61만호 [광역시 총 주택수 340만호]




자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림58 광역시 재건축/재개발 및 분양물량 증가




자료: 부동산114, 메리츠증권 리서치센터

## 7월 공공재건축, 재개발 법안 - 건축비 증가로 연결

7월 발표한 공공 재건축, 재개발 관련 용적률 확대 적용은 강남의 경우 조합의 수요가 크지 않으나, 서울 외각에서의 재개발 프로젝트는 사업성 개선이 가능하다.

최근 신청을 하고 있는 지역 중 노량진, 영등포, 중계동, 강동구 등에서 공공 재건축 또는 재개발 프로젝트가 시행될 것으로 예상되며, 용적률 증가에 따라 건축비가 크게 증가하면서 서울권에서도 중소형 건설업체의 건축비 차이에 따른 가격 경쟁력이 부각될 수 있을 것으로 전망된다.

**표2 수도권 주택공급 방안 – 공공재개발 및 공공재건축 개요**

| 항목 | 공공재개발 | 공공재건축 |
|---|---|---|
| 용적률 | 최대 360% | 최대 500% |
| 사업기간<br>(조합설립~시행인가) | 사전타당성 조사 생략<br>구역지정 6개월 내 | 수권소위 심의 → 기간 단축 |
| 기부채납 | 조합원 물량 제외 50%<br>(공적임대 30%, 공공임대 20%) | 증가용적률 50~70%<br>공공임대 및 공공분양 |

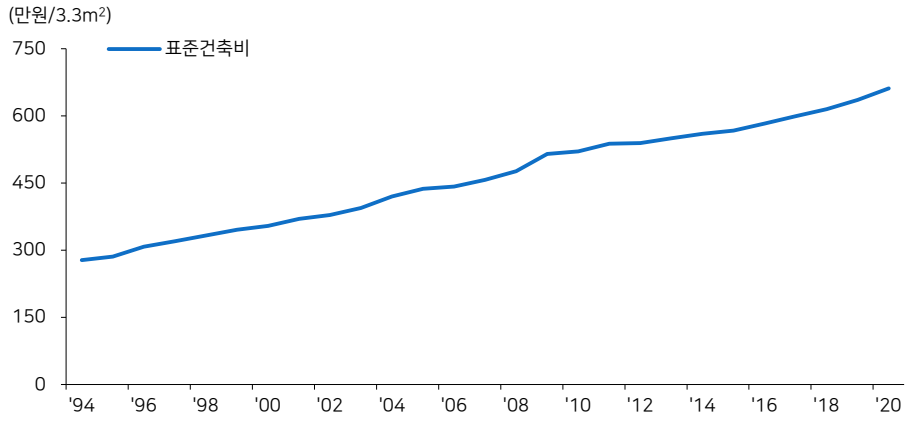
주: 용적률은 3종 일반 주거 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

**표3 9월 도시 및 주거환경 정비법 개정안 발의**

| | |
|---|---|
| 내용 | 공공재개발 사업에 법정 한도를 초과하는 용적률 인센티브를 주면서도,<br>기부채납 배율은 일반 재개발보다 낮춰 사업성 극대화 |
| 용적률 인센티브 | 360% (법적 상한(300%)의 120%) |
| 기부채납 | 20~50% (일반재개발의 기부채납 비율은 50~75%) |

자료: 메리츠증권 리서치센터

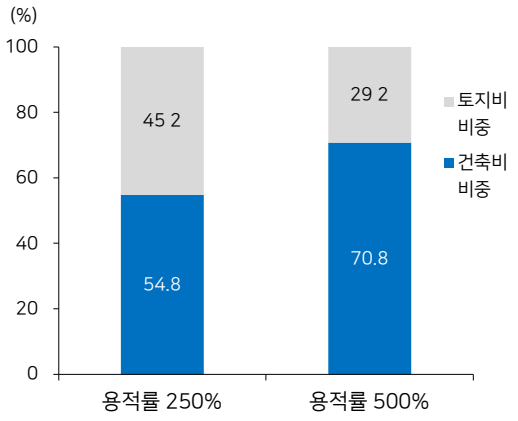
**그림59 표준건축비 추이**




자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

## 그림60 기준 용적률에 따른 총원가 대비 건축비 비중 변화

| | | | |
|---|---|---|---|
| (A) | 용적률 (%) | 250 | 500 |
| (B) | 대지면적 (평) | 13,200 | 13,200 |
| (C) = (A)×(B) | 연면적 (평) | 33,000 | 66,000 |
| (D) | 가구당 평수 (평) | 33 | 33 |
| (E) = (C) / (D) | 총가구수 (세대) | 1,000 | 2,000 |
| (F) | 전국평당 건축비 (만원/3.3m²) | 635 | 635 |
| (G) = (D)×(E)×(F) | 총건축비 (십억원) | 209 | 419 |
| (H) | 총토지비 (십억원) | 173 | 173 |
| (I) = (G)×(H) | 총분양원가 (십억원) | 383 | 592 |
| (J) = (G) / (I) | 총분양원가 대비 총건축비 비중 (%) | 54.8 | 70.8 |




주: 1) 평당건축비는 표준건축비 기준
2) 총분양원가는 총토지비+총건축비로 가정
자료: 메리츠증권 리서치센터

## 표4 2019년 아파트 브랜드 종합순위

| 순위 | 로고 | 아파트 브랜드 | 건설사 |
|---|---|---|---|
| 1위 | 자이 | 자이 | GS건설 |
| 2위 | 힐스테이트 | 힐스테이트 | 현대건설 |
| 3위 | 래미안 | 래미안 | 삼성물산 |
| 4위 | PRUGIO | 푸르지오 | 대우건설 |
| 5위 | THE SHARP | 더샵 | 포스코건설 |
| 6위 | LOTTE CASTLE | 롯데캐슬 | 롯데건설 |
| 7위 | | e편한세상 | 대림산업 |
| 8위 | IPARK | 아이파크 | HDC현대산업개발 |
| 9위 | Lynn | 린 | 우미건설 |
| 10위 | We've | 위브 | 두산건설 |

자료: 부동산114, 메리츠증권 리서치센터

# 4 합병 이후 대림건설의 그룹 내 역할과 배당 정책 변화

## 2020년 7월 대림건설 출범과 이후 그룹 내 역할 확대

**2020년 대림건설 출범**

2020년 7월 삼호는 신주 발행을 통해 고려개발을 흡수 합병하고, 사명을 대림 건설로 변경하였다. 2019년 기준으로 도급순위 30위의 삼호와 54위의 고려개발은 합병을 통해 도급순위 17위로 올라섰고, 장기적으로 10위권을 목표로 하고 있다.

**PER 2.9x의 극단적으로 낮은 Valuation**

PER 2.9x, 시가총액 수준의 순현금, 20%~30% 수준의 높은 ROE 등을 감안하면 현재 주가는 극단적인 저평가 국면에 있다. 특히 경쟁 중소형 건설업체가 개발사업 관련 용지 감소로 2020년 이후 실적이 둔화되는 반면, 재건축/재개발 중심의 동사는 신규 분양과 실적이 장기적으로 증가할 가능성이 높다는 점을 감안하면 현재의 저평가 수준은 과도하다.

**Valuation 할인은 건설산업 전체의 문제, 배당 확대 및 사업 확장 가능성이 필요**

다만 전체 건설산업의 Valuation이 할인을 받고 있는 상황에서 본격적인 기업가치의 회복을 위해서는 기업 자체의 변화가 크게 나타나야 하며, 이는 향후 대림 그룹 내 대림건설의 위상 및 신규 사업 관련 범위의 조정, 배당 정책의 변화 등을 통해 나타날 것이다.

1) **합병 이후 대림산업이 66% 지분율로 확고한 지배력을 확보하고 있으며, 관건은 향후 그룹 내 주택사업에서 역할 변화이다. 과거 대림산업과 컨소시엄을 형성하는 중소형 주택사업 중심의 사업구조에서 독자적인 사업 진행 및 대형 프로젝트 입찰이 확대될 것으로 전망된다.**

**주택사업의 경계가 분명 - 대림산업은 한강변 APT와 대규모 사업 담당, 대림건설은 중소형 e편한세상 프로젝트 담당**

기존 삼호와 고려개발의 주택사업은 모회사인 대림산업과 명확한 경계를 두고 진행되었다. 대림산업은 서울 지역의 ACRO 브랜드 활용이 가능한 프로젝트(한강변 APT 중심)와 1,000세대~1,500세대 이상의 대규모 주택사업 중심으로 분양사업을 진행하며, 삼호와 고려개발은 이를 제외한 나머지 지역에서 e편한세상 브랜드를 활용한 중소형 주택사업을 담당한다.

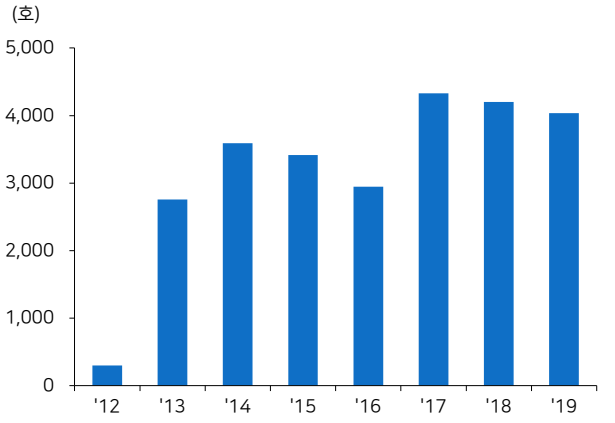
**합병 이후 도급 순위 상승 - 독자 프로젝트 진행, 대형사업 확장**

합병 이후 도급순위 상승과 재무 안정성 강화에 따라 서울을 제외한 수도권, 지방 광역시에서 대규모 주택사업의 독자적인 입찰이 가능하며, PF 사업 역시 대림산업의 신용보강 없이 진행될 것으로 판단된다. 2020년 수주를 진행하고 있는 4,000세대 규모의 인천 금송 지역의 대규모 재개발사업과 2020년 8월 인천 송월 재개발 프로젝트 등 신규 사업 확대가 본격화 될 것으로 전망된다.

**2020년 분양 계획 50% 증가**

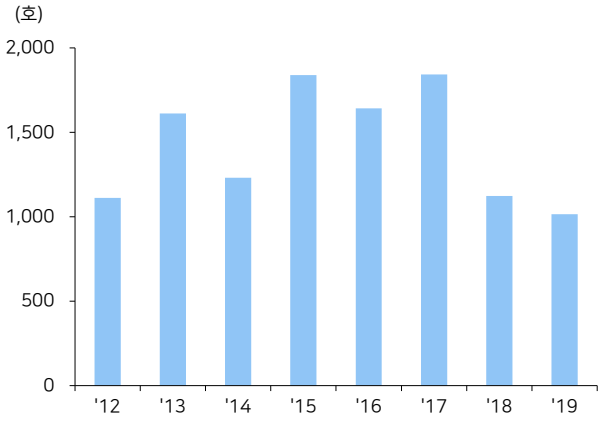
2019년 5,000세대 수준이었던 신규 분양물량은 코로나 2020년 소폭 감소한 이후 2021년부터 다시 증가세를 보일 것으로 전망된다.

그림61 삼호 분양물량 추이




자료: 대림건설, 메리츠증권 리서치센터

그림62 고려개발 분양물량 추이




자료: 대림건설, 메리츠증권 리서치센터

표5 2020년 대림건설 수주 현황

| 계약일 및 비고 | 계약명 | 계약금액 (십억원) |
|---|---|---|
| 2020-02-20 | 구월지구 A3BL 장기공공임대 및 소규모 공공임대 민간참여 공공주택 건설사업 | 64.9 |
| 2020-05-28 | 제주 더쇼어호텔 리노베이션 및 증축공사 | 91.8 |
| 2020-06-10 | e편한세상 지제역(가칭) 공동주택 신축공사 | 176.2 |
| 2020-06-12 | e편한세상 시티 부평역 오피스텔 신축사업 | 100.5 |
| 2020-06-25 | 전도관구역주택재개발정비사업 공사도급계약 | 264.3 |
| 2020-01-29 | 소태동 지역주택조합 공동주택 신축공사 | 46.4 |
| 2020-04-21 | 장미구역 주택재건축정비사업 | 84.6 |
| 2020-05-18 | 우진아파트 주택재건축정비사업 신축공사 | 47.4 |
| 2020-06-26 | 고양삼송물류센터 신축공사 | 43.1 |
| 2020-06-30 | 풍농 오산물류센터 신축공사 | 53.2 |
| 2020-07-29 | 용인 죽전70근린공원 특례사업 비공원시설 공동주택 신축공사 | 69.1 |
| 2020-07-31 | 단양군 단양읍 도전리 공동주택 신축공사 | 74.8 |
| 대림산업 공동수주 | 십정 5구역 재개발 사업 | 166.7 |
| 대림산업 공동수주 | 삼성 1구역 재개발 사업 | 217.3 |
| 대림Corp. 진행 | 인천 금송 재개발 사업 | 503.1 |
| 대림Corp. 공동수주 | 인천 송월아파트구역 재개발 사업 | 99.2 |
| | **합계** | **2,102.6** |

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

2) 2020년 기말 기준으로 순현금은 5,000억원을 상회할 것으로 추정되며 향후에도 연평균 2,000억원 수준의 현금흐름, 재건축/재개발 중심의 사업에서 토지 비용이 없다는 점을 감안시 현금 활용 방안이 필요하다. 모회사가 이미 66%의 확고한 지배력을 확보한 입장에서 향후 주주가치 제고 방안, 배당 정책, 사업확장 등에 대한 변화가 예상된다.

**건설업체의 순현금 가치는 일반적으로 인정받기 어려움 - 극단적으로 낮은 배당 성향 10% 수준**

일반적으로 건설업체의 현금흐름이 확대되고 순현금이 늘어날 경우 이는 배당이나 주주가치 제고 방향이 아니라 신규 사업을 위한 용지 매입에 쓰이는 경우가 대부분이다. 따라서 순현금의 가치를 인정받기 위해서는 결국 배당 정책의 변화가 필요하다.

**개발사업을 진행하지 않는 상황에서 연평균 2,000억원 수준의 현금흐름 축적**

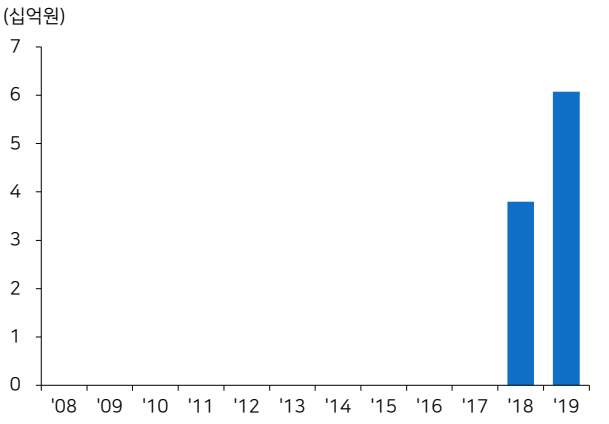
합병 이후 사업의 진행 방향이 여전히 개발사업이 아니라 재건축/재개발 중심으로 진행되면서 2020년 기말 기준 5,000억원의 순현금과 연평균 추가되는 2,000억원 수준의 현금흐름에 대한 활용이 중요해졌다.

삼호는 워크아웃 기간 동안 배당을 하지 못했고, 2018년 이후 10년만에 배당을 재개하기 시작하였다. 합병 이후 지배력이 확정된 상황에서 배당 성향을 높이거나, 자사주 매입 등 주주가치 제고 방안들이 시행될 가능성이 높다.

**그림63 삼호 주가 추이**

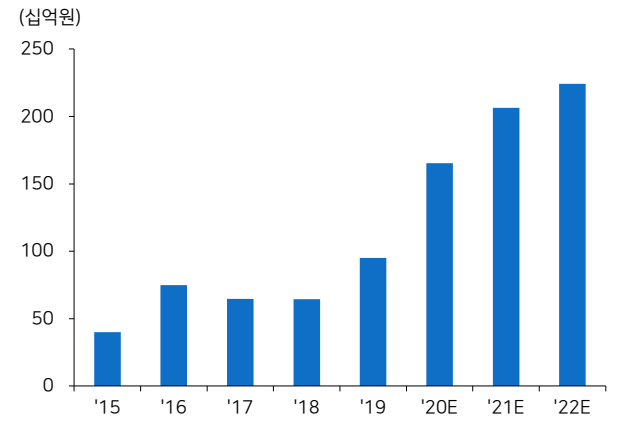
자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

**그림64 삼호 배당액 추이**



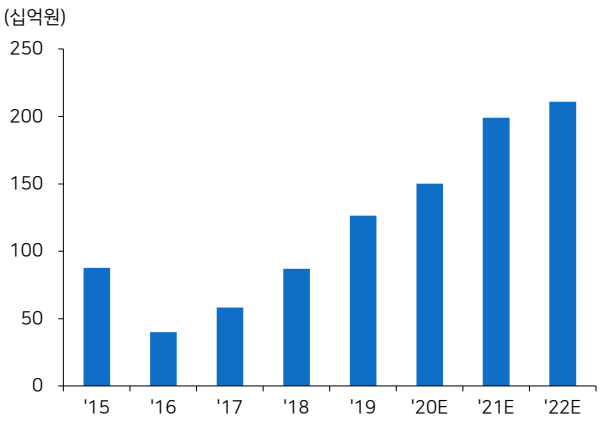

자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

**그림65 대림건설 순이익 추이**



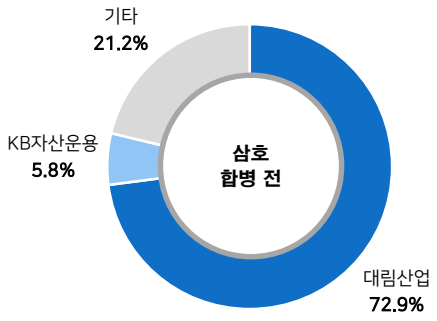

자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림66 대림건설 영업활동현금흐름 추이**



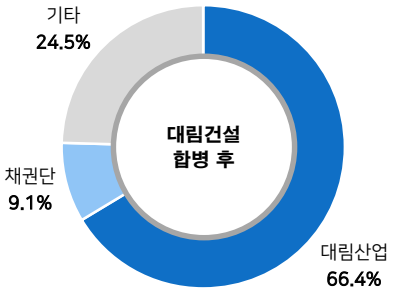

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림67 합병 전 지분구조



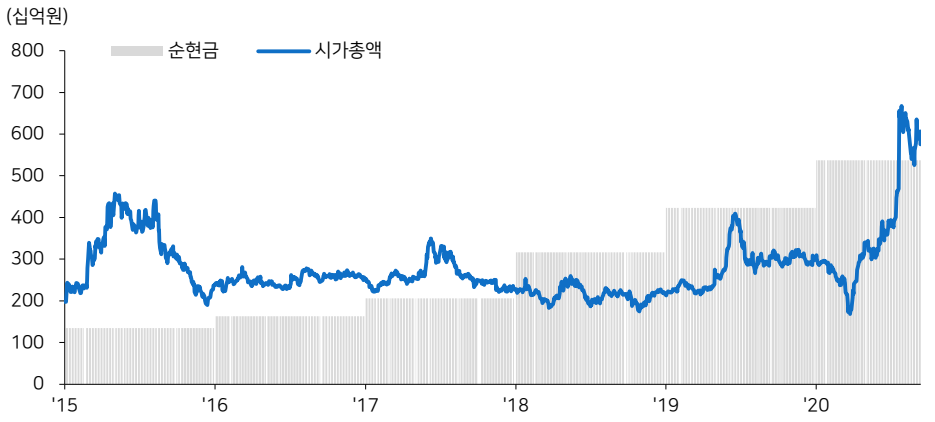

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림68 합병 후 지분구조




자료: 메리츠증권 리서치센터

그림69 대림건설 시가총액 vs 순현금 추이

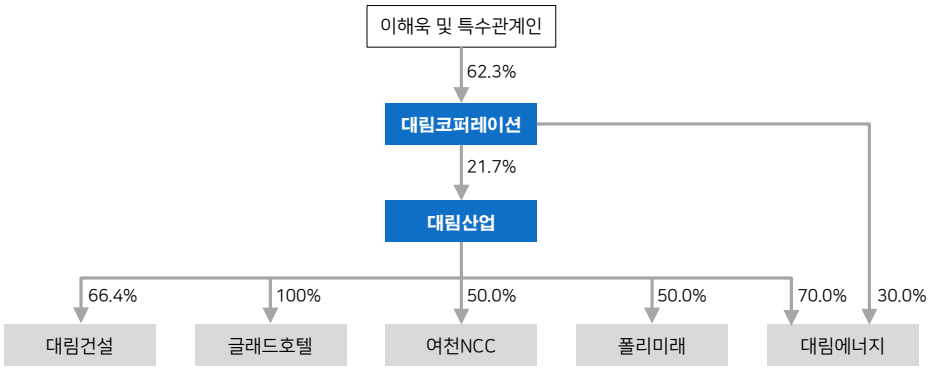



자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

대림산업은 9월 10일 유화와 건설부문의 인적·물적 분할을 발표하였다. 인적 분할 비율은 디엘(지주) 44%, 디엘이앤씨(건설) 56%이며, 물적 분할되는 디엘케미칼이 유화부문의 자회사 YNCC와 폴리미래 등을 지배하는 구조이다. 자회사 대림건설은 디엘이앤씨의 자회사로 편입된다.

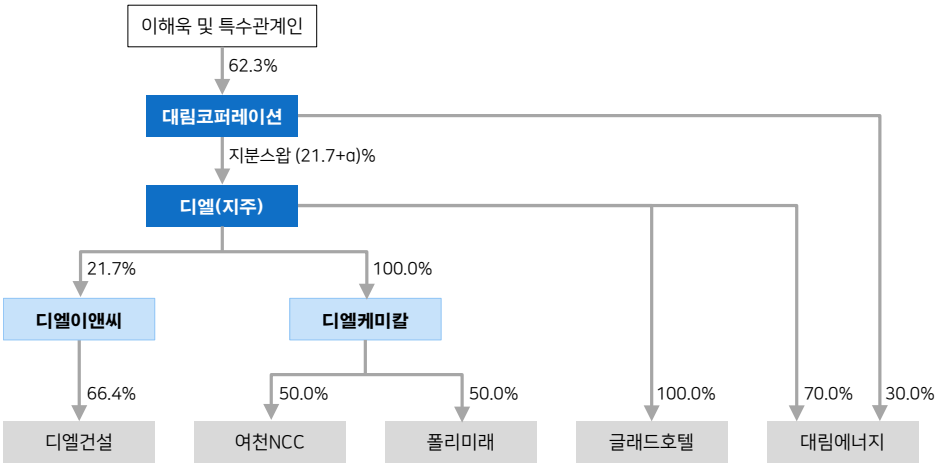
모회사의 분할이 대림건설에 미치는 영향은 당장 크지 않다. 다만 1) 지주 – 건설 – 건설로 연결되는 옥상옥 구조 2) 급증하는 순현금의 사용 방법 3) 그룹 내 2개 건설 부문의 필요성 등은 장기적으로 그룹 차원에서 해결이 필요하다.

**그림70 대림산업 지배구조**




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

**그림71 대림산업 변경 후 지배구조 예상안**




자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

## 이익의 장기 성장 지속

**상반기 실적 서프라이즈**

삼호의 상반기 매출은 7,655억원으로 전년 동기 대비 15.6% 증가, 영업이익은 1,161억원으로 전년 동기 대비 각각 42.5% 증가하였다. 고려개발은 분기 평균 130억원 수준의 영업이익을 기록하고 있다.

삼호의 경우 1분기 200억원 수준의 정산 이익이 반영되었다는 점을 감안하더라도 분기 평균 400억~500억원 수준의 영업이익을 기록하고 있다.

**하반기 고려개발 합산 효과, 2021년 분양 확대 영향으로 실적 개선 지속 전망되며 PER 2.8x**

3분기부터 합산 실적으로 발표되며, 2020년 실적에서 고려개발은 하반기 실적만 반영된다. 2020년 연간 매출은 1.9조원, 영업이익은 2,326억원, 2021년 연간 매출은 2.1조원, 영업이익은 2,628억원으로 추정되며 PER은 각각 2.9x와 2.8x 수준이다.

**시가총액 수준의 순현금, 연평균 2,000억원의 현금창출 능력, 중소형사 중 독보적인 브랜드 경쟁력**

연평균 2,000억원(현재 시가총액의 1/3 수준)의 현금흐름과 2020년 기말 기준 5,000억원 수준으로 추정되는 순현금 가치, 2020년 분양 확대 및 재건축/재개발 시장에서 중소형 업체 중 독보적인 경쟁력 등을 감안해 투자의 매수로 커버리지를 개시한다.

**순현금을 배제하고, 대형 건설업체 대비 20% 할인하여 영업이익 기준 3.2x multiple 적용**

대형 건설업체들의 현재 Valuation은 영업이익의 4.0x 수준이며, 중소형 건설업체는 이보다 할인되어 평가 받고 있다. 다만 동사의 경우 일반적인 중소형 건설업체와 달리 실적이 성장하는 국면에 있으며, 향후 수도권/지방의 재건축 재개발 확대 국면에서 상위 업체와 경쟁이 가능하다. 따라서 순현금 가치를 배제하더라도 대형 건설업체 대비 20% 이상의 할인율을 적용하기는 어려울 것으로 판단된다.

**적정주가 40,000원 제시**

2021년 영업이익 기준 Target multiple은 대형 건설업체 대비 20% 할인율을 적용한 3.2x를 기준으로 적정주가 40,000원을 제시한다.

향후 배당 성향 또는 주주가치 제고 정책이 부각될 경우 대형 건설업체 대비 상대적인 할인은 필요하지 않을 수 있으며 이 경우 추가 상승 가능성이 높다.

# 대림건설 (001880)

## Income Statement

| (십억원) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **965.6** | **1,279.9** | **1,903.8** | **2,144.1** | **2,325.2** |
| 매출액증가율 (%) | 12.5 | 32.6 | 48.7 | 12.6 | 8.4 |
| 매출원가 | 838.3 | 1,097.5 | 1,597.3 | 1,803.4 | 1,954.4 |
| 매출총이익 | 127.3 | 182.4 | 306.5 | 340.7 | 370.8 |
| 판매관리비 | 36.4 | 39.4 | 73.9 | 78.0 | 82.6 |
| **영업이익** | **90.9** | **143.0** | **232.6** | **262.8** | **288.3** |
| 영업이익률 | 9.4 | 11.2 | 12.2 | 12.3 | 12.4 |
| 금융손익 | 3.9 | 6.4 | 8.5 | 10.3 | 14.6 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -6.5 | -17.5 | -15.0 | 2.0 | -4.0 |
| 세전계속사업이익 | 88.3 | 131.9 | 226.1 | 275.1 | 298.9 |
| 법인세비용 | 23.8 | 36.8 | 60.6 | 68.8 | 74.7 |
| **당기순이익** | **64.5** | **95.1** | **165.4** | **206.3** | **224.2** |
| 지배주주지분 순이익 | 64.5 | 95.1 | 165.4 | 206.3 | 224.2 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **87.1** | **126.3** | **150.1** | **199.1** | **210.9** |
| 당기순이익(손실) | 64.5 | 95.1 | 165.4 | 206.3 | 224.2 |
| 유형자산상각비 | 0.4 | 5.0 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 무형자산상각비 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.3 |
| 운전자본의 증감 | -27.7 | -41.7 | -16.2 | -7.9 | -13.8 |
| **투자활동 현금흐름** | **6.5** | **-43.5** | **-96.3** | **-23.2** | **-18.2** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -0.5 | -0.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 27.6 | -12.0 | -67.7 | -7.5 | -6.4 |
| **재무활동 현금흐름** | **-94.1** | **-99.0** | **199.8** | **-34.4** | **-31.7** |
| 차입금의 증감 | -94.9 | -83.9 | 168.0 | -21.1 | -14.1 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 37.8 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -0.5 | -16.2 | 253.5 | 141.6 | 160.9 |
| 기초현금 | 330.7 | 330.2 | 314.0 | 567.5 | 709.0 |
| 기말현금 | 330.2 | 314.0 | 567.5 | 709.0 | 869.9 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 695.7 | 743.9 | 1,259.1 | 1,495.0 | 1,733.7 |
| 현금및현금성자산 | 330.2 | 314.0 | 567.5 | 709.0 | 869.9 |
| 매출채권 | 50.5 | 43.7 | 131.0 | 150.7 | 163.4 |
| 재고자산 | 1.2 | 0.7 | 45.0 | 50.6 | 54.9 |
| 비유동자산 | 100.4 | 107.8 | 174.7 | 181.6 | 187.5 |
| 유형자산 | 3.3 | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 2.7 |
| 무형자산 | 2.0 | 2.7 | 2.1 | 1.7 | 1.4 |
| 투자자산 | 46.9 | 58.8 | 126.6 | 134.1 | 140.5 |
| **자산총계** | **796.1** | **851.7** | **1,433.8** | **1,676.5** | **1,921.2** |
| 유동부채 | 309.9 | 357.6 | 592.8 | 660.4 | 713.1 |
| 매입채무 | 163.4 | 121.0 | 278.2 | 313.3 | 339.8 |
| 단기차입금 | 0.0 | 0.0 | 18.0 | 13.0 | 11.0 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 118.6 | 36.3 | 193.1 | 179.6 | 169.5 |
| 사채 | 40.6 | 0.0 | 140.0 | 120.0 | 105.0 |
| 장기차입금 | 50.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| **부채총계** | **428.5** | **393.9** | **786.0** | **840.0** | **882.6** |
| 자본금 | 75.9 | 75.9 | 103.4 | 103.4 | 103.4 |
| 자본잉여금 | 36.3 | 36.3 | 46.6 | 46.6 | 46.6 |
| 기타포괄이익누계액 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.2 |
| 이익잉여금 | 255.7 | 345.9 | 498.1 | 686.7 | 888.8 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | **367.6** | **457.8** | **647.8** | **836.5** | **1,038.6** |

## Key Financial Data

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 63,609 | 84,317 | 102,160 | 97,223 | 105,436 |
| EPS(지배주주) | 4,251 | 6,265 | 8,876 | 9,356 | 10,164 |
| CFPS | 7,737 | 12,200 | 11,721 | 12,037 | 12,913 |
| EBITDAPS | 6,034 | 9,772 | 12,526 | 11,946 | 13,095 |
| BPS | 24,218 | 30,161 | 27,795 | 35,890 | 44,561 |
| DPS | 250 | 400 | 600 | 800 | 1,000 |
| 배당수익률(%) | 1.7 | 2.0 | 2.3 | 3.1 | 3.8 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.8 | 2.6 |
| PCR | 1.9 | 1.6 | 2.2 | 2.2 | 2.0 |
| PSR | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| PBR | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| EBITDA | 91.6 | 148.3 | 233.4 | 263.4 | 288.8 |
| EV/EBITDA | -1.1 | -0.8 | 0.2 | -0.5 | -1.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 18.7 | 23.0 | 29.9 | 27.8 | 23.9 |
| EBITDA 이익률 | 9.5 | 11.6 | 12.3 | 12.3 | 12.4 |
| 부채비율 | 116.6 | 86.0 | 121.3 | 100.4 | 85.0 |
| 금융비용부담률 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| 이자보상배율(x) | 21.9 | 47.9 | 54.6 | 36.5 | 44.4 |
| 매출채권회전율(x) | 37.2 | 27.2 | 21.8 | 15.2 | 14.8 |
| 재고자산회전율(x) | 1,303.2 | 1,296.0 | 83.3 | 44.9 | 44.1 |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|---|---|---|
| 추천기준일<br>직전 1 개월간<br>종가대비 3 등급 | Buy | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 –20% 미만 |
| **산업** | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3 등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

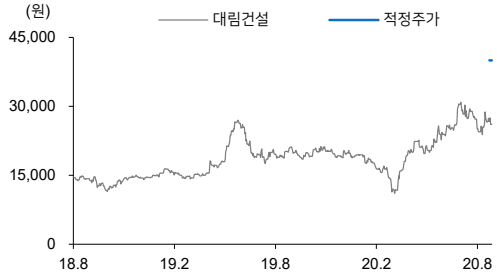
### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 78.8% |
| 중립 | 21.2% |
| 매도 | 0.0% |

2020 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

### 대림건설 (001880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2020.09.14 | 기업분석 | Buy | 40,000 | 박형렬 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이