

2018. 4. 27



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 120,000 원

현재주가 (4.26) 85,500 원

상승여력 40.4%

KOSPI 2,475.64pt

시가총액 29,754억원

발행주식수 3,480만주

유동주식비율 76.88%

외국인비중 32.00%

52주 최고/최저가 93,500원/70,200원

평균거래대금 171.5억원

주요주주(%)

대림코퍼레이션 외 6 인 23.12

국민연금 13.88

Templeton Asset Management, Ltd. 7.46

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 19.6 0.8 5.2

상대주가 17.7 1.0 -6.2

주가그래프



대림산업 000210

외형보다 수익성

- ✓ 토목 부문 원가율 91.3%로 정상화 단계 진입
- ✓ 주택 부문 원가율 84.9% 서프라이즈 기록
- ✓ DSA(대림 사우디 시공법인) 환입 발생
- ✓ 신규수주 부진에 따라 성장성은 크지 않으나, 건설 부문의 수익성 개선
- ✓ 실적 개선에 따라 Valuation 매력 증가

건설 부문의 수익성 개선

2017 년 지속적으로 실적에 악영향을 주었던 토목 부문의 수익성이 개선되었다. 1 분기 토목부문의 원가율은 91.3%로 정상화되었으며, 향후에도 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망된다. 주택 부문의 경우 정산 효과 등이 반영되면서 84.9%의 서프라이즈를 기록하였다. 2018 년 입주 예정 단지가 많다는 점을 감안하면 토목과 주택 부문이 이끄는 수익성 개선 국면이 지속될 것으로 판단된다.

특히 DSA(대림 사우디 시공법인)의 영업이익이 343 억원을 기록하였는데, 이는 라빅 프로젝트 관련 일회성 환입이 반영되었기 때문이다. 당사는 2017 년 이전에 대부분의 악성 해외 프로젝트를 준공한 상태로, 플랜트 부문의 원가율은 안정적으로 관리되고 있다.

성장성에 대한 우려를 감안하더라도 과도한 저평가

이미 2017 년 주택 부문의 매출 반영이 빠르게 나타났고, 기저효과를 감안하면 2018 년 주택 매출은 감소할 전망이다. 해외 부문의 경우 신규 수주 부진에 따라 매출 감소가 이어지고 있다. 해외 수주에 대한 보수적인 전략을 유지함에 따라, 성장성에 대한 우려는 있을 수 있다.

그러나 외형 감소에도 불구하고 2018 년 사상 최대 이익을 달성할 것으로 전망되며, 수익성 개선에 따라 2018 년 예상 PER 이 4.3x 에 불과하다. 최근 주가 상승에도 불구하고 Valuation 은 지나치게 저평가 상태로 판단된다. 투자 의견 매수와 목표주가 120,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,853.8	419.4	265.3	7,585	35.3	119,454	11.5	0.7	8.5	5.9	140.8
2017	12,335.5	545.9	490.5	13,980	72.7	131,198	5.9	0.6	6.6	10.1	135.4
2018E	11,941.2	846.1	694.2	19,888	46.4	148,678	4.3	0.6	4.4	12.9	113.7
2019E	11,415.2	746.3	646.6	18,521	-6.9	164,925	4.6	0.5	4.7	10.7	98.6
2020E	10,680.0	779.5	671.5	19,235	3.9	181,815	4.4	0.5	4.4	10.0	82.6

표1 대림산업 1Q18 실적 Review

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,833.1	2,511.4	12.8	3,290.7	-13.9	2,925.3	-3.2	2,541.7	11.5
영업이익	245.0	114.0	115.0	91.6	167.5	132.3	85.2	134.2	82.7
세전이익	308.4	192.7	60.1	-88.6	-448.0	213.8	44.2	174.4	76.8
순이익	239.7	139.0	72.4	-39.2	-711.0	157.6	52.1	130.9	83.1
영업이익률(%)	8.6	4.5		2.8		4.5		5.3	
순이익률(%)	8.5	5.5		-1.2		5.4		5.1	

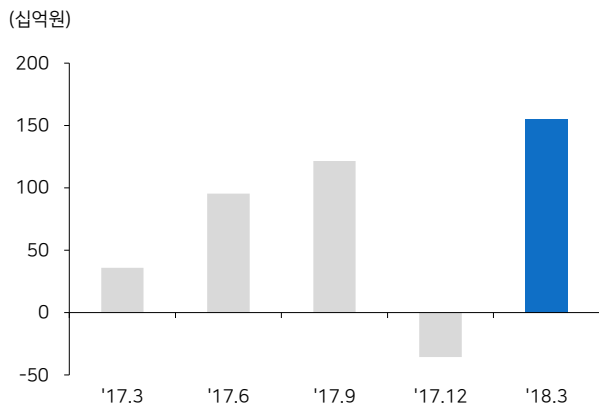
자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	13,231.5	13,747.2	11,941.2	11,415.2	-9.8	-17.0
영업이익	728.8	761.8	846.1	746.3	16.1	-2.0
세전이익	898.4	994.3	992.1	905.2	10.4	-9.0
지배순이익	662.3	751.3	694.2	646.6	4.8	-13.9

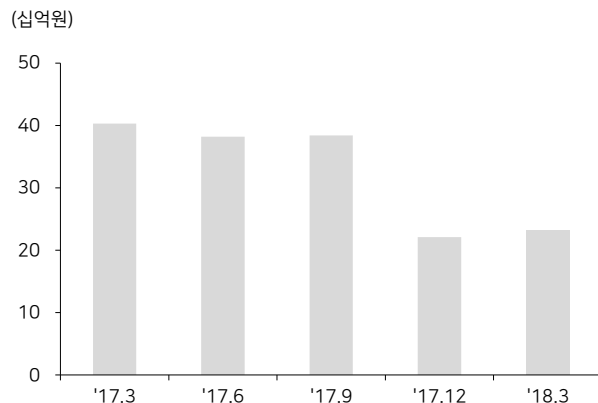
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 건설 부문 영업이익 추이



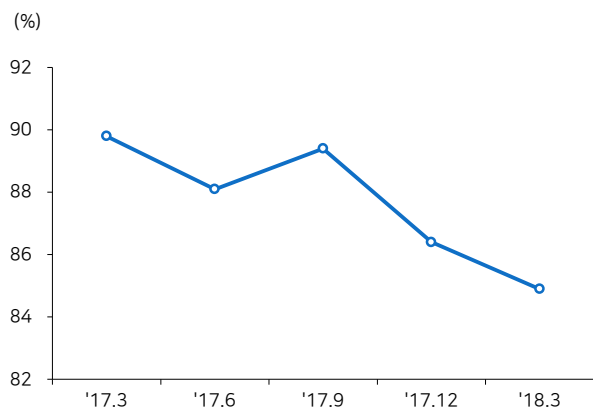
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 유화부문 영업이익 추이



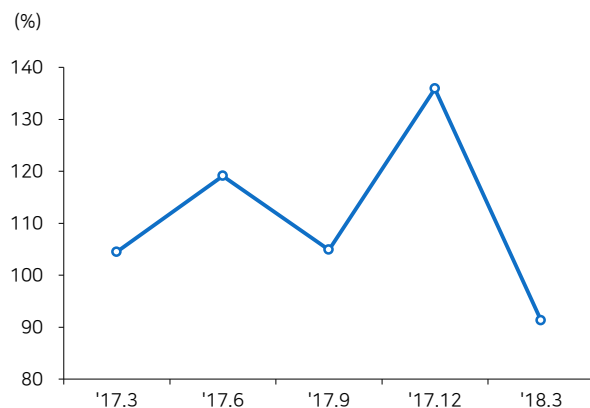
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 주택 원가율 추이



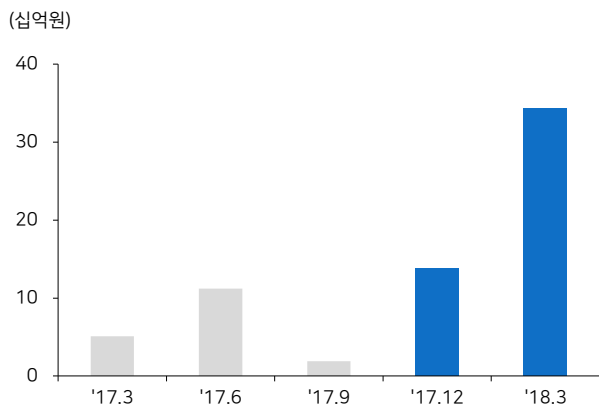
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 토목 원가율 추이



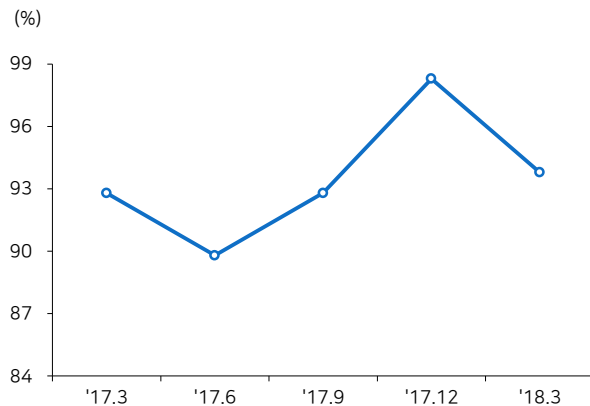
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 DSA 영업이익 추이



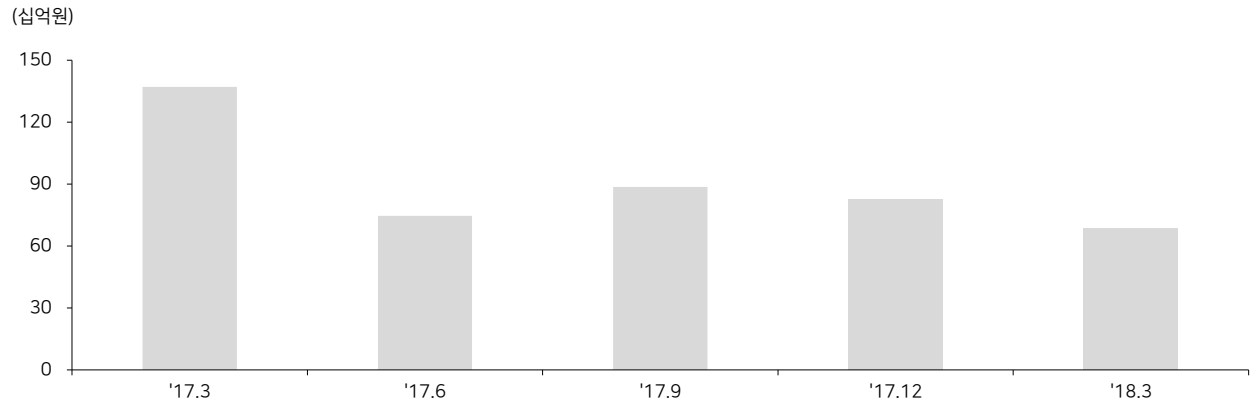
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 플랜트 원가율 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 YNCC 지분법 이익 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 PBR 밴드



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

대림산업 (000210)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,853.8	12,335.5	11,941.2	11,415.2	10,680.0
매출액증가율 (%)	3.6	25.2	-3.2	-4.4	-6.4
매출원가	8,877.9	11,139.5	10,439.1	10,017.5	9,220.3
매출총이익	975.9	1,196.1	1,502.2	1,397.7	1,459.7
판매관리비	556.5	650.2	656.1	651.4	680.1
영업이익	419.4	545.9	846.1	746.3	779.5
영업이익률	4.3	4.4	7.1	6.5	7.3
금융손익	-27.2	-126.2	-55.4	-43.4	-27.9
종속/관계기업손익	256.6	436.8	296.3	275.0	257.0
기타영업외손익	-212.4	-181.2	-94.9	-72.8	-61.5
세전계속사업이익	436.4	675.3	992.1	905.2	947.1
법인세비용	143.2	167.3	252.1	216.0	231.3
당기순이익	293.2	508.0	740.0	689.3	715.8
지배주주지분 순이익	265.3	490.5	694.2	646.6	671.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	147.0	437.6	652.8	373.4	267.8
당기순이익(손실)	293.2	508.0	740.0	689.3	715.8
유형자산상각비	101.6	110.9	110.8	127.9	130.4
무형자산상각비	6.9	8.4	6.8	6.0	5.3
운전자본의 증감	-545.8	-465.5	-204.8	-449.8	-583.7
투자활동 현금흐름	-699.4	-237.4	-295.1	-224.8	-88.4
유형자산의증가(CAPEX)	-254.1	-236.0	-300.0	-150.0	-150.0
투자자산의감소(증가)	-442.3	-365.2	-31.5	-46.9	26.0
재무활동 현금흐름	-46.3	153.9	-479.6	-259.9	-310.2
차입금의 증감	-155.2	354.6	-440.8	-240.4	-290.7
자본의 증가	34.0	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-590.7	354.6	-121.9	-111.3	-130.8
기초현금	2,167.9	1,577.2	1,931.8	1,809.9	1,698.7
기말현금	1,577.2	1,931.8	1,809.9	1,698.7	1,567.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,495.9	6,727.7	6,817.5	7,115.6	7,265.5
현금및현금성자산	1,577.2	1,931.8	1,809.9	1,698.7	1,567.9
매출채권	315.6	349.0	327.6	344.0	323.1
재고자산	902.0	718.1	674.1	694.3	652.1
비유동자산	5,895.6	6,674.8	6,888.7	6,951.7	6,939.9
유형자산	1,964.3	2,071.0	2,260.2	2,282.3	2,301.9
무형자산	61.4	70.2	63.4	57.4	52.1
투자자산	2,101.2	2,466.4	2,497.9	2,544.8	2,518.7
자산총계	12,391.5	13,402.5	13,706.2	14,067.3	14,205.4
유동부채	4,787.5	4,903.2	4,718.0	4,526.7	4,146.8
매입채무	1,622.0	1,617.3	1,665.8	1,699.2	1,595.9
단기차입금	305.3	164.7	124.7	84.7	44.7
유동성장기부채	593.4	793.3	593.3	493.3	393.3
비유동부채	2,458.7	2,805.0	2,573.4	2,455.9	2,277.7
사채	850.0	939.3	839.3	789.3	689.3
장기차입금	1,079.0	1,257.2	1,157.2	1,107.2	1,057.2
부채총계	7,246.1	7,708.2	7,291.4	6,982.6	6,424.5
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	538.8	539.2	539.2	539.2	539.2
기타포괄이익누계액	-64.9	-92.1	-92.1	-92.1	-92.1
이익잉여금	3,918.5	4,398.7	5,073.4	5,700.5	6,352.5
비지배주주지분	534.4	630.1	675.9	718.5	762.9
자본총계	5,145.4	5,694.3	6,414.8	7,084.6	7,780.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	283,154	354,469	343,139	328,022	306,897
EPS(지배주주)	7,585	13,980	19,888	18,521	19,235
CFPS	20,464	27,718	33,479	31,106	31,916
EBITDAPS	15,166	19,116	27,693	25,294	26,300
BPS	119,454	131,198	148,678	164,925	181,815
DPS	300	1,000	500	500	500
배당수익률(%)	0.3	1.2	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	5.9	4.3	4.6	4.4
PCR	4.3	3.0	2.6	2.7	2.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	527.8	665.2	963.7	880.2	915.2
EV/EBITDA	8.5	6.6	4.4	4.7	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	12.9	10.7	10.0
EBITDA 이익률	5.4	5.4	8.1	7.7	8.6
부채비율	140.8	135.4	113.7	98.6	82.6
금융비용부담률	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
이자보상배율(x)	4.4	5.2	8.3	8.4	9.7
매출채권회전율(x)	31.8	37.1	35.3	34.0	32.0
재고자산회전율(x)	11.4	15.2	17.2	16.7	15.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:박형렬,민사영)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

대림산업 (000210) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.06.14	산업분석	Buy	115,000	박형렬	-31.7	-29.0	
2016.07.19	산업브리프	Buy	115,000	박형렬	-31.2	-27.2	
2016.07.29	기업브리프	Buy	115,000	박형렬	-29.6	-24.4	
2016.08.25	산업분석	Buy	115,000	박형렬	-28.9	-22.2	
2016.10.26	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.8	-28.7	
2016.11.28	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-30.7	-26.2	
2017.01.25	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.1	-26.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.3	-26.2	
2017.05.23	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.5	-22.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.8	-22.1	
2017.10.26	1년 경과				-29.5	-27.5	
2017.11.03	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-28.5	-22.9	
2017.11.22	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-33.2	-22.9	
2018.04.27	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-	-	