

2018. 6. 29



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **130,000 원**

현재주가 (6.28) **76,100 원**

상승여력 **70.8%**

KOSPI 2,314.24pt

시가총액 26,483억원

발행주식수 3,480만주

유동주식비율 76.88%

외국인비중 32.91%

52주 최고/최저가 93,500원/70,200원

평균거래대금 265.7억원

주요주주(%)

대림코퍼레이션 외 6인 23.12

국민연금 13.88

Templeton Asset Management, Ltd. 5.24

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -15.2 -7.6 -10.8

상대주가 -9.1 -1.5 -8.2

주가그래프



# 대림산업 000210

실적은 나쁠 수 없고, 극단적으로 낮은 Valuation

- ✓ 2분기 영업이익은 전년동기 대비 27% 증가한 1,819억원 전망
- ✓ 건축 부문의 실적 개선 지속: 입주 정산 및 1분기 대비 매출 증가
- ✓ 사내 유화부문은 성수기 진입에 따라 1분기 대비 영업이익 증가
- ✓ 연결 대상이 되는 대림에너지, DSA 등과 관련된 실적은 1분기와 유사
- ✓ YNCC 를 포함한 지분법 이익은 1분기 대비 증가 전망

## 성장 모멘텀 부재에 따라 상대적으로 부진한 주가

2017 년 이후 이익성장을 주도하고 있는 것은 건설사업부문이다. 그러나 이익의 근간이 되는 건축 사업부의 매출은 신규 분양 감소에 따라 하반기 이후 점진적인 하락을 보일 것으로 전망된다. 해외 부문 역시 보수적인 수주 전략과 이란 관련 계약해지의 영향으로 매출 감소가 예상됨에 따라 성장에 대한 우려가 크다.

반면 동사가 계획하고 있는 성장은 유화 부문에 집중되어 있으며, 하반기 이후 사내유화, 폴리미래, YNCC, 미국 에틸렌 플랜트 등에 역대 최대 수준의 투자가 단행될 계획이다. 문제는 이 유화부문 투자에 대한 결과가 실적으로 나타나는 시점까지 오랜 기간을 필요로 한다는 점과 유화부문 업황에 대한 불안감, 건설부문의 단기 성장 모멘텀 부재 때문에 주가는 상대적으로 부진하였다.

## 그럼에도 불구하고 사상최대 수준의 실적, Valuation gap 축소 전망

2 분기 실적에서 1) 입주물량 증가와 주택부문 정산 효과에 따라 2 분기 건축 부문 이익 증가 2) 사내 유화 부문 성수기 효과로 1 분기 대비 개선 3) 지분법 이익에서 YNCC 는 전년 동기 및 전분기 대비 이익 증가할 전망 등에 따라 영업이익은 27.1% YoY 증가할 것으로 전망된다. 기존 추정치에서 큰 편차는 없을 것으로 전망되며, 이 경우 현재 Valuation 은 극단적으로 저평가되어 있다.

상반기 이란 관련 프로젝트 계약 해제, 유화 부문에 대한 우려, 낮은 해외 수주 가이던스 등 악재로 볼 수 있는 이벤트는 대부분 반영된 것으로 판단되며, 실적시즌을 앞두고 Valuation gap 을 줄여갈 시점으로 판단된다.

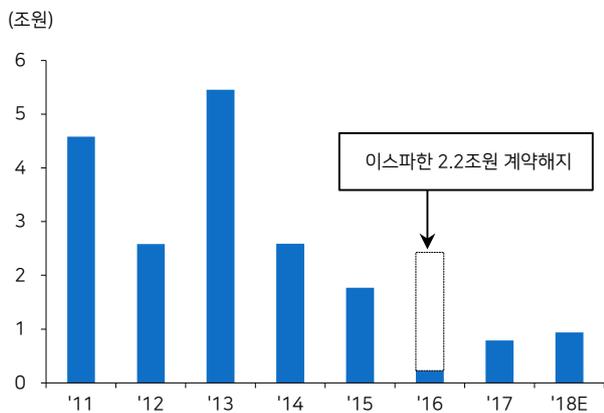
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,853.8	419.4	265.3	7,585	35.3	119,454	11.5	0.7	8.5	5.9	140.8
2017	12,335.5	545.9	490.5	13,980	72.7	131,198	5.9	0.6	6.6	10.1	135.4
2018E	11,890.5	818.6	686.1	19,656	39.4	141,113	3.9	0.5	4.4	13.1	120.8
2019E	11,831.8	775.1	641.6	18,378	-6.5	157,231	4.1	0.5	4.3	11.1	107.6
2020E	11,662.7	886.2	726.5	20,815	13.3	175,546	3.7	0.4	3.5	11.3	93.2

그림1 PBR 추이



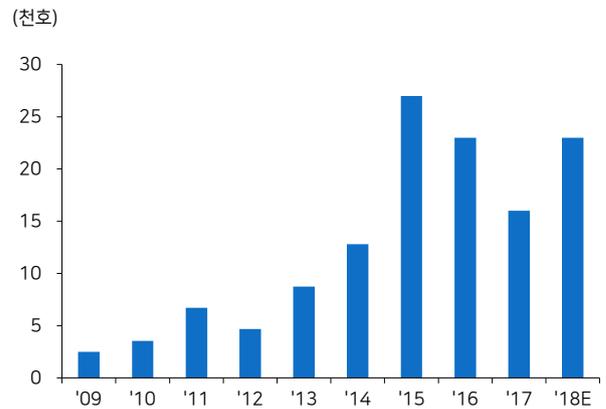
자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 해외 수주 추이



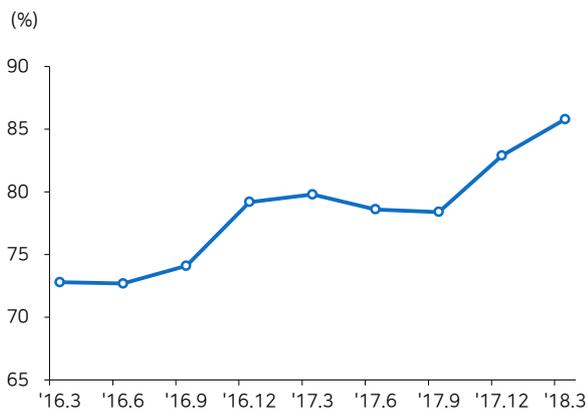
자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 분양물량 추이



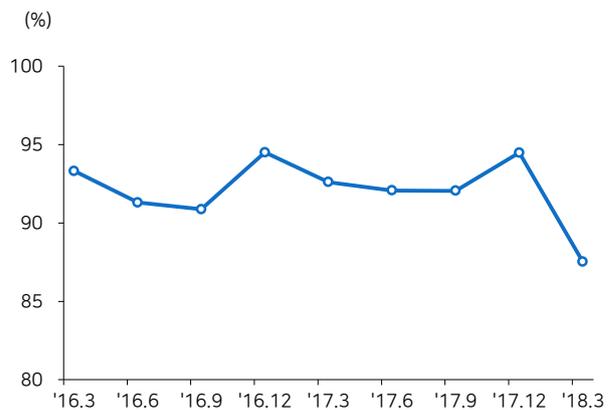
자료: 메리츠증권리서치센터

그림4 유화 부문 원가율



자료: 메리츠증권리서치센터

그림5 건축 부문 원가율



자료: 메리츠증권리서치센터

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	11,941.2	11,415.2	11,890.5	11,831.8	-0.4	3.6
영업이익	846.1	746.3	818.6	775.1	-3.2	3.9
세전이익	992.1	905.2	930.6	893.8	-6.2	-1.3
지배순이익	694.2	646.6	686.1	641.6	-1.2	-0.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대림산업 (000210)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>9,853.8</b>	<b>12,335.5</b>	<b>11,890.5</b>	<b>11,831.8</b>	<b>11,662.7</b>
매출액증가율 (%)	3.6	25.2	-3.6	-0.5	-1.4
매출원가	8,877.9	11,139.5	10,405.5	10,405.4	10,096.3
매출총이익	975.9	1,196.1	1,484.9	1,426.4	1,566.3
판매관리비	556.5	650.2	666.4	651.4	680.1
<b>영업이익</b>	<b>419.4</b>	<b>545.9</b>	<b>818.6</b>	<b>775.1</b>	<b>886.2</b>
영업이익률	4.3	4.4	6.9	6.6	7.6
금융손익	-27.2	-126.2	-67.9	-54.0	-39.4
중속/관계기업손익	256.6	436.8	301.4	275.0	257.0
기타영업외손익	-212.4	-181.2	-121.4	-102.3	-89.1
세전계속사업이익	436.4	675.3	930.6	893.8	1,014.6
법인세비용	143.2	167.3	225.9	234.8	268.5
<b>당기순이익</b>	<b>293.2</b>	<b>508.0</b>	<b>704.7</b>	<b>659.0</b>	<b>746.1</b>
지배주주지분 손이익	265.3	490.5	686.1	641.6	726.5

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>147.0</b>	<b>437.6</b>	<b>326.3</b>	<b>561.1</b>	<b>526.8</b>
당기순이익(손실)	293.2	508.0	704.7	659.0	746.1
유형자산상각비	101.6	110.9	133.0	154.1	153.6
무형자산상각비	6.9	8.4	7.9	6.5	5.6
운전자본의 증감	-545.8	-465.5	-703.8	-258.5	-378.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-699.4</b>	<b>-237.4</b>	<b>-420.4</b>	<b>-279.4</b>	<b>-192.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-254.1	-236.0	-335.5	-150.0	-150.0
투자자산의감소(증가)	-442.3	-365.2	-56.2	-100.6	-42.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-46.3</b>	<b>153.9</b>	<b>-410.6</b>	<b>-259.1</b>	<b>-309.5</b>
차입금의 증감	-155.2	354.6	-404.6	-239.6	-290.0
자본의 증가	34.0	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-590.7	354.6	-503.9	22.6	24.5
기초현금	2,167.9	1,577.2	1,931.8	1,427.9	1,450.5
기말현금	1,577.2	1,931.8	1,427.9	1,450.5	1,475.0

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>6,495.9</b>	<b>6,727.7</b>	<b>6,485.3</b>	<b>6,919.2</b>	<b>7,323.4</b>
현금및현금성자산	1,577.2	1,931.8	1,427.9	1,450.5	1,475.0
매출채권	315.6	349.0	338.1	355.0	355.1
재고자산	902.0	718.1	695.6	716.5	716.6
<b>비유동자산</b>	<b>5,895.6</b>	<b>6,674.8</b>	<b>6,950.7</b>	<b>7,040.7</b>	<b>7,074.3</b>
유형자산	1,964.3	2,071.0	2,260.3	2,256.2	2,252.5
무형자산	61.4	70.2	61.3	54.8	49.2
투자자산	2,101.2	2,466.4	2,522.6	2,623.2	2,665.9
<b>자산총계</b>	<b>12,391.5</b>	<b>13,402.5</b>	<b>13,436.0</b>	<b>13,960.0</b>	<b>14,397.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,787.5</b>	<b>4,903.2</b>	<b>4,784.9</b>	<b>4,753.3</b>	<b>4,614.2</b>
매입채무	1,622.0	1,617.3	1,665.8	1,699.2	1,699.5
단기차입금	305.3	164.7	172.1	132.1	92.1
유동성장기부채	593.4	793.3	605.6	505.6	405.6
<b>비유동부채</b>	<b>2,458.7</b>	<b>2,805.0</b>	<b>2,564.9</b>	<b>2,480.9</b>	<b>2,331.0</b>
사채	850.0	939.3	767.5	717.5	617.5
장기차입금	1,079.0	1,257.2	1,204.1	1,154.1	1,104.1
<b>부채총계</b>	<b>7,246.1</b>	<b>7,708.2</b>	<b>7,349.8</b>	<b>7,234.2</b>	<b>6,945.2</b>
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	-115.7	-115.7	-115.7
이익잉여금	3,918.5	4,398.7	4,804.9	5,427.1	6,134.0
비지배주주지분	534.4	630.1	639.3	656.6	676.3
<b>자본총계</b>	<b>5,145.4</b>	<b>5,694.3</b>	<b>6,086.2</b>	<b>6,725.7</b>	<b>7,452.4</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	283,154	354,469	341,680	339,995	335,134
EPS(지배주주)	7,585	13,980	19,656	18,378	20,815
CFPS	20,464	27,718	32,700	31,850	34,865
EBITDAPS	15,166	19,116	27,571	26,886	30,041
BPS	119,454	131,198	141,113	157,231	175,546
DPS	300	1,000	500	500	500
배당수익률(%)	0.3	1.2	0.7	0.7	0.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.5	5.9	3.9	4.1	3.7
PCR	4.3	3.0	2.3	2.4	2.2
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA	527.8	665.2	959.5	935.6	1,045.4
EV/EBITDA	8.5	6.6	4.4	4.3	3.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	13.1	11.1	11.3
EBITDA 이익률	5.4	5.4	8.1	7.9	9.0
부채비율	140.8	135.4	120.8	107.6	93.2
금융비용부담률	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	4.4	5.2	7.7	8.4	10.5
매출채권회전율(x)	31.8	37.1	34.6	34.1	32.9
재고자산회전율(x)	11.4	15.2	16.8	16.8	16.3

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 6월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 29일 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,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	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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)	
2016.07.19	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	-32.7	-22.9	
2018.05.28	산업분석	Buy	130,000	박형렬	-36.8	-31.0	
2018.06.29	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-	-	