

2018. 8. 3



## ▲ 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 (8.2) 79,200 원

상승여력 64.1%

KOSPI 2,270.20pt

시가총액 27,562억원

발행주식수 3,480만주

유동주식비율 76.88%

외국인비중 32.96%

52주 최고/최저가 92,500원/70,200원

평균거래대금 179.3억원

## 주요주주(%)

대림코퍼레이션 외 6 인 23.12

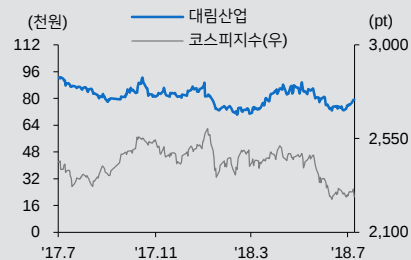
국민연금 14.61

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 7.5 -1.9 -12.7

상대주가 7.5 9.2 -6.6

## 주가그래프



## 대림산업 000210

## 인지부조화

- ✓ 2018년 1분기, 2분기 모두 시장의 기대치를 상회하는 실적
- ✓ 주택을 중심으로 건설부문의 이익 증가와 연결법인의 실적 개선
- ✓ 유화부문 성수기 효과 반영, 하반기 둔화 전망
- ✓ 주택부문 매출은 하반기 감소 전망, 다만 신규 분양은 회복
- ✓ 성장성 둔화를 반영하더라도 2018년 PER 3.8x, 2019년 PER 4.4x
- ✓ 장기간 지속되고 있는 적정가치 또는 실적 흐름과 주가의 괴리

## 하락을 걱정할 필요 없는 실적과 Valuation

2분기 영업이익은 건설과 연결법인의 실적 개선을 중심으로 시장의 기대치를 상회하였다. 주택 매출은 전년 동기와 유사한 1.6조원, 원가율은 86.2%를 기록하였다. 대림에너지, 대림자동차, 해외 건설법인에서 연결 영업이익의 개선도 두드러지게 나타났다. 시장이 우려하는 것은 신규 해외수주 부진과 2015~2017년 주택 분양이 각각 2.6만호, 2.3만호, 1.7만호로 감소함에 따라 향후 주택매출이 감소할 수 있다는 점이다. 그러나 실적이 둔화되는 2019년 PER이 4.4x에 불과하고, 2018년 주택분양은 2.0만호로 전년 대비 증가, 해외 수주 감소는 이미 매출이 1조원 수준으로 하락한 상황에서 추가적인 하향 요인이 아니라는 점에서 걱정이 과도하다.

## 인지부조화- 오류를 고치기보다 생각을 바꾼다

상반기 주가 흐름은 극단적으로 낮은 Valuation, 2분기 연속 실적 서프라이즈 등을 전혀 반영하지 않고 있다. 주가의 상승 또는 하락을 떠나서 대형 건설업체 중 주가 변동성이 가장 낮으며, 실적 개선에도 불구하고 시장의 관심이 크지 않다. 이는 장기간 지속되는 인지부조화(주가와 실적의 괴리)가 불편하기 때문에 '원래부터 저평가 기업'으로 시선을 돌리기 때문이다.

적정가치가 반영되기 까지 필요한 것은 시간일 수도 있고, 기업 또는 환경의 변화일 수도 있다. 기업의 변화는 1) 2018년 하반기 이후 시작되는 대규모 유화부문 설비투자: 3~5년의 공사기간을 감안하면 장기 유화 업황에 대한 판단이 서는 시점까지 주가 반영 어려움 2) 분할 또는 지배구조 변화: 즉각적인 주가 반영 가능 3) 부진한 해외수주 환경의 변화: 이란 등 강점을 가진 지역에서 환경변화 등이다. 기업을 바라보는 시각에 변화가 나타나기 위한 시간이 필요하나, 불안정한 시장환경에서 방어적 주식으로서의 가치는 이미 충분하다. 투자 의견 매수와 적정주가를 유지한다

| (십억원) | 매출액      | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|----------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 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 | 11,385.7 | 829.2 | 734.5         | 20,991            | 48.9       | 141,865    | 3.8        | 0.6        | 4.2              | 13.9       | 119.2       |
| 2019E | 11,399.0 | 740.1 | 624.8         | 17,840            | -15.0      | 157,047    | 4.4        | 0.5        | 4.0              | 10.8       | 111.1       |
| 2020E | 11,537.1 | 811.9 | 678.2         | 19,375            | 8.6        | 173,613    | 4.1        | 0.5        | 3.5              | 10.6       | 94.6        |

표1 대림산업 2Q18 실적 Review

| (십억원)    | 2Q18P   | 2Q17    | (% YoY) | 1Q18    | (% QoQ) | 컨센서스    | (% diff.) | 메리츠     | (% diff.) |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 매출액      | 2,957.0 | 3,106.3 | -4.8    | 2,836.1 | 4.3     | 2,834.6 | 4.3       | 3,201.6 | -7.6      |
| 영업이익     | 225.0   | 143.0   | 57.3    | 248.2   | -9.4    | 179.1   | 25.6      | 213.4   | 5.4       |
| 세전이익     | 300.7   | 220.4   | 36.5    | 311.5   | -3.5    | 219.2   | 37.2      | 245.6   | 22.4      |
| 순이익      | 214.8   | 102.2   | 110.2   | 243.9   | -11.9   | 151.7   | 41.6      | 175.1   | 22.7      |
| 영업이익률(%) | 7.6     | 4.6     |         | 8.8     |         | 6.3     |           | 6.7     |           |
| 순이익률(%)  | 7.3     | 3.3     |         | 8.6     |         | 5.4     |           | 5.5     |           |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

| (십억원) | 수정 전     |          | 수정 후     |          | 변화율 (%) |       |
|-------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|
|       | 2018E    | 2019E    | 2018E    | 2019E    | 2018E   | 2019E |
| 매출액   | 12,110.2 | 12,132.7 | 11,385.7 | 11,399.0 | -6.0    | -6.0  |
| 영업이익  | 868.0    | 831.9    | 829.2    | 740.1    | -4.5    | -11.0 |
| 세전이익  | 988.7    | 960.5    | 998.2    | 872.3    | 1.0     | -9.2  |
| 지배순이익 | 688.0    | 662.0    | 734.5    | 624.8    | 6.7     | -5.6  |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대림산업 (000210)

## Income Statement

| (십억원)      | 2016    | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액        | 9,853.8 | 12,335.5 | 11,385.7 | 11,399.0 | 11,537.1 |
| 매출액증가율 (%) | 3.6     | 25.2     | -7.7     | 0.1      | 1.2      |
| 매출원가       | 8,877.9 | 11,139.5 | 9,948.9  | 10,004.8 | 10,042.3 |
| 매출총이익      | 975.9   | 1,196.1  | 1,436.9  | 1,394.2  | 1,494.9  |
| 판매관리비      | 556.5   | 650.2    | 607.7    | 654.1    | 682.9    |
| 영업이익       | 419.4   | 545.9    | 829.2    | 740.1    | 811.9    |
| 영업이익률      | 4.3     | 4.4      | 7.3      | 6.5      | 7.0      |
| 금융손익       | -27.2   | -126.2   | -66.4    | -52.2    | -41.4    |
| 중속/관계기업손익  | 256.6   | 436.8    | 313.6    | 286.7    | 267.9    |
| 기타영업외손익    | -212.4  | -181.2   | -78.1    | -102.3   | -89.1    |
| 세전계속사업이익   | 436.4   | 675.3    | 998.2    | 872.3    | 949.4    |
| 법인세비용      | 143.2   | 167.3    | 243.8    | 230.5    | 252.8    |
| 당기순이익      | 293.2   | 508.0    | 754.4    | 641.8    | 696.6    |
| 지배주주지분 순이익 | 265.3   | 490.5    | 734.5    | 624.8    | 678.2    |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름      | 147.0   | 437.6   | 539.2   | 1,019.4 | 551.9   |
| 당기순이익(손실)      | 293.2   | 508.0   | 754.4   | 641.8   | 696.6   |
| 유형자산상각비        | 101.6   | 110.9   | 133.0   | 158.7   | 178.1   |
| 무형자산상각비        | 6.9     | 8.4     | 7.9     | 6.5     | 5.6     |
| 운전자본의 증감       | -545.8  | -465.5  | -540.6  | 212.5   | -328.4  |
| 투자활동 현금흐름      | -699.4  | -237.4  | -308.2  | -501.7  | -371.2  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -254.1  | -236.0  | -335.5  | -300.0  | -400.0  |
| 투자자산의감소(증가)    | -442.3  | -365.2  | 9.0     | -175.3  | 6.5     |
| 재무활동 현금흐름      | -46.3   | 153.9   | -411.6  | -277.2  | -329.3  |
| 차입금의 증감        | -155.2  | 354.6   | -405.6  | -238.5  | -290.5  |
| 자본의 증가         | 34.0    | 0.4     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 현금의 증가(감소)     | -590.7  | 354.6   | -179.8  | 240.4   | -148.6  |
| 기초현금           | 2,167.9 | 1,577.2 | 1,931.8 | 1,751.9 | 1,992.4 |
| 기말현금           | 1,577.2 | 1,931.8 | 1,751.9 | 1,992.4 | 1,843.8 |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 유동자산      | 6,495.9  | 6,727.7  | 6,521.3  | 6,987.4  | 6,949.6  |
| 현금및현금성자산  | 1,577.2  | 1,931.8  | 1,751.9  | 1,992.4  | 1,843.8  |
| 매출채권      | 315.6    | 349.0    | 310.5    | 326.0    | 312.9    |
| 재고자산      | 902.0    | 718.1    | 638.8    | 658.0    | 631.5    |
| 비유동자산     | 5,895.6  | 6,674.8  | 6,885.5  | 7,195.7  | 7,405.5  |
| 유형자산      | 1,964.3  | 2,071.0  | 2,260.3  | 2,401.6  | 2,623.5  |
| 무형자산      | 61.4     | 70.2     | 61.3     | 54.8     | 49.2     |
| 투자자산      | 2,101.2  | 2,466.4  | 2,457.4  | 2,632.6  | 2,626.2  |
| 자산총계      | 12,391.5 | 13,402.5 | 13,406.8 | 14,183.0 | 14,355.1 |
| 유동부채      | 4,787.5  | 4,903.2  | 4,765.9  | 4,976.7  | 4,661.9  |
| 매입채무      | 1,622.0  | 1,617.3  | 1,665.8  | 1,699.2  | 1,630.7  |
| 단기차입금     | 305.3    | 164.7    | 172.1    | 132.1    | 92.1     |
| 유동성장기부채   | 593.4    | 793.3    | 605.6    | 505.6    | 405.6    |
| 비유동부채     | 2,458.7  | 2,805.0  | 2,524.3  | 2,486.8  | 2,315.9  |
| 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  |
| 부채총계      | 7,246.1  | 7,708.2  | 7,290.2  | 7,463.5  | 6,977.8  |
| 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  | 4,834.0  | 5,420.0  | 6,059.4  |
| 비지배주주지분   | 534.4    | 630.1    | 640.6    | 657.5    | 675.9    |
| 자본총계      | 5,145.4  | 5,694.3  | 6,116.6  | 6,719.5  | 7,377.3  |

## Key Financial Data

|                        | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |         |         |         |         |         |
| SPS                    | 283,154 | 354,469 | 327,176 | 327,556 | 331,527 |
| EPS(지배주주)              | 7,585   | 13,980  | 20,991  | 17,840  | 19,375  |
| CFPS                   | 20,464  | 27,718  | 34,600  | 31,309  | 33,749  |
| EBITDAPS               | 15,166  | 19,116  | 27,876  | 26,010  | 28,610  |
| BPS                    | 119,454 | 131,198 | 141,865 | 157,047 | 173,613 |
| DPS                    | 300     | 1,000   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| 배당수익률(%)               | 0.3     | 1.2     | 1.3     | 1.3     | 1.3     |
| Valuation(Multiple)    |         |         |         |         |         |
| PER                    | 11.5    | 5.9     | 3.8     | 4.4     | 4.1     |
| PCR                    | 4.3     | 3.0     | 2.3     | 2.5     | 2.3     |
| PSR                    | 0.3     | 0.2     | 0.2     | 0.2     | 0.2     |
| PBR                    | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.5     | 0.5     |
| EBITDA                 | 527.8   | 665.2   | 970.1   | 905.2   | 995.6   |
| EV/EBITDA              | 8.5     | 6.6     | 4.2     | 4.0     | 3.5     |
| Key Financial Ratio(%) |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 5.9     | 10.1    | 13.9    | 10.8    | 10.6    |
| EBITDA 이익률             | 5.4     | 5.4     | 8.5     | 7.9     | 8.6     |
| 부채비율                   | 140.8   | 135.4   | 119.2   | 111.1   | 94.6    |
| 금융비용부담률                | 1.0     | 0.8     | 0.9     | 0.8     | 0.7     |
| 이자보상배율(x)              | 4.4     | 5.2     | 7.8     | 8.0     | 9.6     |
| 매출채권회전율(x)             | 31.8    | 37.1    | 34.5    | 35.8    | 36.1    |
| 재고자산회전율(x)             | 11.4    | 15.2    | 16.8    | 17.6    | 17.9    |

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 8월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 8월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 8월 03일 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 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   | 97.1% |
| 중립   | 2.9%  |
| 매도   | 0.0%  |

2018년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 대림산업 (000210) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천<br>확정일자 | 자료<br>형식 | 투자의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |          |      |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2016.08.25 | 산업분석     | Buy  | 115,000     | 박형렬 | -27.6   | -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 | -39.6   | -31.0  |                |
| 2018.08.03 | 기업브리프    | Buy  | 130,000     | 박형렬 | -       | -      |                |