

2018. 10. 22



▲ 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 (10.19) **82,900 원**

상승여력 **56.8%**

KOSPI 2,156.26pt

시가총액 28,849억원

발행주식수 3,480만주

유동주식비율 76.88%

외국인비중 39.26%

52주 최고/최저가 92,500원/70,200원

평균거래대금 148.7억원

주요주주(%)

대림코퍼레이션 외 6인 23.12

국민연금 14.13

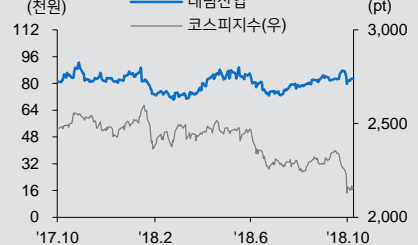
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 1.1 0.2 0.7

상대주가 8.2 15.6 15.5

주가그래프



대림산업 000210

변화는 내부가 아니라 외부

- ✓ PER 4.0x와 실적 서프라이즈에도 불구하고 업종 내에서는 상대수익률 부진
- ✓ 해외주주 가이드런스 충격, 유화부문 감익 우려, 대규모 석유화학 투자 부담 반영
- ✓ 실제로 해외주주는 부진, 유화부문 감익은 예상치 수준, 투자는 2019년 상반기 결론
- ✓ 2019년 사상최대 이익, 극단적으로 낮은 배당성향의 변화 가능성, 주주권 확대 요구
- ✓ 석유화학 부문을 중심으로 발주시장 개선 전망, 기저가 낮은 동사 역시 수혜 전망

발주환경 개선은 동사에게도 수혜, 사상최대 이익에 따른 배당 증가

PER 4.0x 가 유지되어야 할까? 부정적인 요인은 1) 2019년 상반기 확정할 예정인 대규모 석유화학 투자에 대한 부담 2) 이익의 기반이 되는 건축 매출의 감소 3) 유화 부문의 실적 불확실성 4) 보수적인 수주 전략 및 플랜트 매출의 감소 등이다.

그럼에도 불구하고 PER 4.0x 이다. 더 나빠질 부분이 없거나, 일부라고 긍정적인 변화가 나타날 때 합리적으로 적용 가능한 수준까지는 Valuation 이 회복될 것이다. 실적 둔화를 감안한 2019~2020년 숫자를 기준으로 PER 은 4.7x와 4.5x 이다.

향후 나타날 긍정적인 변화는 주주권 강화 흐름에 발맞춰 요구되는 배당성향 상향에 대한 요구이다. KOSPI 의 평균 배당 성향은 30% 수준이며, 동사 역시 극단적으로 낮은 배당성향(2017년 기준 7%)은 높아질 것이다.

플랜트 부문에서도 변화가 나타나고 있다. 지난 1년 제한된 발주 시장에서 프로젝트 대부분을 삼성엔지니어링이 수주하였다. 그러나 2019년 국내 정유 업체의 수직 계열화 전략, 순수 석유화학 업체의 대응에 따른 발주 물량, 2013~2014년 발주된 중동의 정유 플랜트 관련 후속 석유화학 등 발주 증가가 예상된다. 과거와 달리 경쟁 강도가 완화된 상태에서 발주 시장이 회복된다면, 동사 역시 일정 수준 이상의 플랜트 수주가 가능할 것이다. 4분기 사우디 마덴 암모니아 프로젝트(1조원)에 대한 결과를 기다리고 있으며, 2019년에는 롯데케미칼 타이탄 프로젝트 등을 비롯해 5조원 이상의 프로젝트에 입찰할 계획이다.

대규모 석유화학 투자에 대한 부정적인 시각을 반영하더라도, 예상되는 현금흐름 범위에서 투자가 가능하며, 재무적인 Risk 로 연결될 가능성은 낮다. 투자 의견 매수와 적정주가 130,000원을 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	11,389.9	864.1	740.7	21,116	52.2	141,505	3.9	0.6	4.3	14.1	120.2
2019E	10,941.0	771.5	616.9	17,547	-16.3	155,882	4.7	0.5	4.3	10.7	106.9
2020E	11,020.5	816.0	651.4	18,526	5.6	171,052	4.5	0.5	3.9	10.3	92.2

표1 대림산업 3Q18 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,656.5	3,427.2	-22.5	2,957.0	-10.2	2,738.3	-3.0
영업이익	196.8	197.3	-0.2	225.0	-12.5	190.4	3.4
세전이익	205.5	350.9	-41.4	300.7	-31.7	242.1	-15.1
지배순이익	146.6	288.5	-49.2	214.8	-31.7	172.8	-15.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	11,385.7	11,399.0	11,389.9	10,940.9	0.0	-4.0
영업이익	829.2	740.1	864.1	771.5	4.2	4.2
세전이익	998.2	872.3	1,022.8	881.3	2.5	1.0
지배순이익	734.5	624.8	740.7	616.9	0.9	-1.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대림산업 (000210)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,853.8	12,335.5	11,389.9	10,941.0	11,020.5
매출액증가율 (%)	3.6	25.2	-7.7	-3.9	0.7
매출원가	8,877.9	11,139.5	9,889.4	9,566.3	9,575.1
매출총이익	975.9	1,196.1	1,500.5	1,374.6	1,445.4
판매관리비	556.5	650.2	636.4	603.1	629.4
영업이익	419.4	545.9	864.1	771.5	816.0
영업이익률	4.3	4.4	7.6	7.1	7.4
금융손익	-27.2	-126.2	-44.5	-60.6	-49.1
중속/관계기업손익	256.6	436.8	290.9	272.7	255.4
기타영업외손익	-212.4	-181.2	-87.7	-102.3	-89.1
세전계속사업이익	436.4	675.3	1,022.8	881.3	933.2
법인세비용	143.2	167.3	250.0	232.8	248.4
당기순이익	293.2	508.0	772.8	648.5	684.8
지배주주지분 순이익	265.3	490.5	740.7	616.9	651.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	147.0	437.6	578.1	749.4	687.0
당기순이익(손실)	293.2	508.0	772.8	648.5	684.8
유형자산상각비	101.6	110.9	123.1	145.4	164.3
무형자산상각비	6.9	8.4	8.8	6.8	5.8
운전자본의 증감	-545.8	-465.5	-464.9	-51.3	-167.9
투자활동 현금흐름	-699.4	-237.4	-330.9	-445.9	-392.2
유형자산의증가(CAPEX)	-254.1	-236.0	-379.9	-300.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-442.3	-365.2	-34.1	-119.4	-8.5
재무활동 현금흐름	-46.3	153.9	-277.4	-297.4	-352.3
차입금의 증감	-155.2	354.6	-247.6	-239.3	-290.4
자본의 증가	34.0	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-590.7	354.6	-23.1	6.0	-57.5
기초현금	2,167.9	1,577.2	1,931.8	1,908.7	1,914.7
기말현금	1,577.2	1,931.8	1,908.7	1,914.7	1,857.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,495.9	6,727.7	6,559.1	6,689.8	6,651.7
현금및현금성자산	1,577.2	1,931.8	1,908.7	1,914.7	1,857.2
매출채권	315.6	349.0	311.9	327.5	317.9
재고자산	902.0	718.1	641.6	660.9	641.6
비유동자산	5,895.6	6,674.8	6,910.7	7,177.9	7,416.4
유형자산	1,964.3	2,071.0	2,294.9	2,449.5	2,685.3
무형자산	61.4	70.2	59.9	53.1	47.3
투자자산	2,101.2	2,466.4	2,460.6	2,580.0	2,588.5
자산총계	12,391.5	13,402.5	13,469.8	13,867.7	14,068.1
유동부채	4,787.5	4,903.2	4,687.3	4,571.0	4,316.6
매입채무	1,622.0	1,617.3	1,568.8	1,537.4	1,492.5
단기차입금	305.3	164.7	148.0	108.0	68.0
유동성장기부채	593.4	793.3	647.1	547.1	447.1
비유동부채	2,458.7	2,805.0	2,666.8	2,594.5	2,430.2
사채	850.0	939.3	933.1	883.1	783.1
장기차입금	1,079.0	1,257.2	1,194.4	1,144.4	1,094.4
부채총계	7,246.1	7,708.2	7,354.1	7,165.5	6,746.8
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	-116.2	-116.2	-116.2
이익잉여금	3,918.5	4,398.7	4,820.6	5,375.5	5,961.1
비지배주주지분	534.4	630.1	653.6	685.2	718.7
자본총계	5,145.4	5,694.3	6,115.7	6,702.3	7,321.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	283,154	354,469	327,297	314,395	316,682
EPS(지배주주)	7,585	13,980	21,116	17,547	18,526
CFPS	20,464	27,718	34,588	31,439	33,114
EBITDAPS	15,166	19,116	28,620	26,541	28,335
BPS	119,454	131,198	141,505	155,882	171,052
DPS	300	1,000	1,500	1,600	1,700
배당수익률(%)	0.3	1.2	1.8	1.9	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	5.9	3.9	4.7	4.5
PCR	4.3	3.0	2.4	2.6	2.5
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EBITDA	527.8	665.2	996.0	923.6	986.1
EV/EBITDA	8.5	6.6	4.3	4.3	3.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	14.1	10.7	10.3
EBITDA 이익률	5.4	5.4	8.7	8.4	8.9
부채비율	140.8	135.4	120.2	106.9	92.2
금융비용부담률	1.0	0.8	1.0	1.0	0.9
이자보상배율(x)	4.4	5.2	7.3	7.1	8.2
매출채권회전율(x)	31.8	37.1	34.5	34.2	34.2
재고자산회전율(x)	11.4	15.2	16.8	16.8	16.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 22일 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 직전 1개월간 증가대비 4 등급	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 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 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)	
2016.11.28	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-30.1	-26.2	
2017.01.25	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.0	-26.2	
2017.04.28	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.1	-26.2	
2017.05.23	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.2	-22.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.6	-22.1	
2017.11.03	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-29.5	-22.1	
2017.11.22	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.5	-22.1	
2017.11.28		1년 경과			-34.1	-25.5	
2018.04.27	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-33.3	-25.5	
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	-	-	