

2018. 11. 2



▲ 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 (11.1) 75,000 원

상승여력 73.3%

KOSPI 2,024.46pt

시가총액 26,100억원

발행주식수 3,480만주

유동주식비율 76.88%

외국인비중 39.60%

52주 최고/최저가 92,500원/70,200원

평균거래대금 155.1억원

주요주주(%)

대림코퍼레이션 외 6 인 23.12

국민연금 14.13

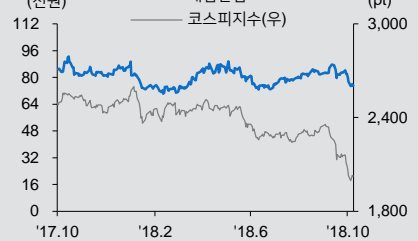
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -9.4 -12.8 -10.2

상대주가 4.6 8.4 13.4

주가그래프



(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	11,030.8	886.5	795.6	22,682	62.6	142,827	3.3	0.5	3.7	15.0	118.7
2019E	9,918.7	790.3	647.4	18,381	-19.0	157,595	4.1	0.5	3.7	11.2	105.1
2020E	10,238.8	824.7	674.0	19,123	4.0	172,852	3.9	0.4	3.2	10.6	93.6

대림산업 000210

‘저평가’라는 주홍글씨를 지울 수 있을 때!

- ✓ ‘저평가, Valuation 매력, 실적 대비 과도한 할인율’ 은 주홍글씨
- ✓ 주주에게 돌려주지 않는 실적은 의미가 없다. → 2017년 배당성향 8%
- ✓ 성장의지가 없는 기업의 Valuation 은 의미가 없다. → 1분기 수주 가이던스 쇼크
- ✓ 2018년 사상최대 이익: 배당성향 상향 기대 및 배당 수익률 개선
- ✓ 2019년 국내 및 해외 플랜트 입찰 확대 및 주택 부문 수익성 추가 개선

3분기 실적 개선: 2018년 1Q~3Q 모두 실적 서프라이즈

실적 서프라이즈가 지속되고, 주가는 움직이지 않는 상황이 반복됨에 따라 동사에 대한 보고서의 대부분은 저평가 또는 Valuation 매력에 초점을 맞추게 된다. 단기적으로 주가는 틀릴 수 있지만, 장기간에 지속되는 저평가 국면에서는 시장의 비합리성이 아니라 단기 실적으로 이루어지는 Valuation 을 반영하지 못하게 만드는 이유가 있다.

2014년 이후 급격한 턴어라운드와 실적 개선을 기록하고 있음에도 불구하고 동사가 가진 약점은 주주에 대한 환원 정책이 거의 없다는 점이다. 보유 자사주는 없으며, 2008년 이후 최대 실적을 기록한 2017년 배당성향은 8%에 불과하다. KOSPI 평균 배당성향이 30% 수준이라는 점을 감안하면 너무 낮다.

2013년 이후 발생한 해외 플랜트 부문의 대규모 손실처리, 그리고 극단적인 수익성 안정화 정책과 해외주주에 대한 보수적인 가이던스가 거꾸로 낮은 성장률 전망으로 이어지면서 투자자들이 기피하는 이유가 되었다.

2019년 건설업종 내 Top-picks 중 하나로 동사를 추천한다. 이는 1) 2018년 사상 최대 이익을 갱신, 2017년 8% 수준의 낮은 배당성향을 가정하더라도 배당금은 크게 증가하며, 사회적 요구에 따라 배당성향이 높아질 가능성 2) 국내 및 해외 플랜트 입찰 규모가 2019년 크게 확대(7조원 수준으로 증가) 3) 주택 및 건축 부문의 원가율 개선 지속 4) 2018년 진행된 유화부문의 감익 Cycle은 향후 속도 둔화, 2018년 기준으로 영업이익 내 유화부문 비중은 10% 수준에 불과하기 때문이다.

시장의 변동성 확대까지 고려해야 하는 상황에서 현재 동사의 Valuation 지표와 실적은 하방 Risk가 없다. 투자조건 매수와 적정주가 130,000원을 제시한다.

표1 대림산업 3Q18 실적 Review									
(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,463.8	3,427.2	-28.1	2957.0	-16.7	2,731.5	-9.8	2,640.7	-6.7
영업이익	205.5	197.3	4.2	225.0	-8.7	191.0	7.6	171.0	20.2
세전이익	259.7	350.9	-26.0	300.7	-13.7	239.7	8.3	181.8	42.8
순이익	180.7	288.5	-37.4	214.8	-15.9	171.0	5.7	132.8	36.1
영업이익률(%)	8.3	5.8		7.6		7.0		6.5	
순이익률(%)	7.3	8.4		7.3		6.3		5.0	

자료: 대림산업, 메리츠증권리서치센터

대림산업 (000210)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,853.8	12,335.5	11,030.8	9,918.7	10,238.8
매출액증가율 (%)	3.6	25.2	-10.6	-10.1	3.2
매출원가	8,877.9	11,139.5	9,510.5	8,535.5	8,797.1
매출총이익	975.9	1,196.1	1,520.4	1,383.2	1,441.7
판매관리비	556.5	650.2	633.9	592.9	617.0
영업이익	419.4	545.9	886.5	790.3	824.7
영업이익률	4.3	4.4	8.0	8.0	8.1
금융손익	-27.2	-126.2	-45.0	-58.6	-47.9
중속/관계기업손익	256.6	436.8	300.0	271.9	251.6
기타영업외손익	-212.4	-181.2	-53.5	-102.3	-89.1
세전계속사업이익	436.4	675.3	1,088.1	901.4	939.3
법인세비용	143.2	167.3	262.3	229.7	240.1
당기순이익	293.2	508.0	825.8	671.6	699.2
지배주주지분 순이익	265.3	490.5	795.6	647.4	674.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	147.0	437.6	737.8	743.1	865.1
당기순이익(손실)	293.2	508.0	825.8	671.6	699.2
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	-358.2	-80.6	-4.2
투자활동 현금흐름	-699.4	-237.4	-259.1	-420.4	-474.1
유형자산의증가(CAPEX)	-254.1	-236.0	-379.9	-300.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-442.3	-365.2	7.6	-95.3	-63.9
재무활동 현금흐름	-46.3	153.9	-278.1	-301.6	-367.2
차입금의 증감	-155.2	354.6	-248.2	-239.7	-289.8
자본의 증가	34.0	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-590.7	354.6	207.7	21.1	23.8
기초현금	2,167.9	1,577.2	1,931.8	2,139.4	2,160.6
기말현금	1,577.2	1,931.8	2,139.4	2,160.6	2,184.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	6,495.9	6,727.7	6,611.8	6,752.3	6,867.1
현금및현금성자산	1,577.2	1,931.8	2,139.4	2,160.6	2,184.4
매출채권	315.6	349.0	294.2	308.9	314.9
재고자산	902.0	718.1	605.3	623.5	635.6
비유동자산	5,895.6	6,674.8	6,869.0	7,112.2	7,405.9
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	2,418.9	2,514.2	2,578.1
자산총계	12,391.5	13,402.5	13,480.8	13,864.5	14,273.1
유동부채	4,787.5	4,903.2	4,675.2	4,552.0	4,487.8
매입채무	1,622.0	1,617.3	1,568.8	1,537.4	1,567.4
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	2,640.7	2,553.5	2,412.1
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	7,316.0	7,105.4	6,899.9
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	4,871.6	5,441.7	6,030.6
비지배주주지분	534.4	630.1	651.7	675.9	701.1
자본총계	5,145.4	5,694.3	6,164.8	6,759.1	7,373.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	283,154	354,469	316,978	285,020	294,218
EPS(지배주주)	7,585	13,980	22,682	18,381	19,123
CFPS	20,464	27,718	36,477	31,955	33,255
EBITDAPS	15,166	19,116	29,263	27,081	28,585
BPS	119,454	131,198	142,827	157,595	172,852
DPS	300	1,000	1,600	2,000	2,200
배당수익률(%)	0.3	1.2	2.1	2.7	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	11.5	5.9	3.3	4.1	3.9
PCR	4.3	3.0	2.1	2.3	2.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA	527.8	665.2	1,018.4	942.4	994.8
EV/EBITDA	8.5	6.6	3.7	3.7	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	15.0	11.2	10.6
EBITDA 이익률	5.4	5.4	9.2	9.5	9.7
부채비율	140.8	135.4	118.7	105.1	93.6
금융비용부담률	1.0	0.8	1.1	1.1	1.0
이자보상배율(x)	4.4	5.2	7.5	7.3	8.3
매출채권회전율(x)	31.8	37.1	34.3	32.9	32.8
재고자산회전율(x)	11.4	15.2	16.7	16.1	16.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 02일 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 4 등급	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 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	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-38.3	-31.0	
2018.10.22	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.4	-31.0	
2018.11.02	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-	-	