

대림산업 (000210)

건설



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	110,000원 (M)
현재주가 (1/31)	106,500원
상승여력	3%

시가총액	38,616억원
총발행주식수	38,600,000주
60일 평균 거래대금	187억원
60일 평균 거래량	194,262주
52주 고	106,500원
52주 저	70,200원
외인지분율	45.90%
주요주주	대림코퍼레이션 외 6 인 23.12%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.9	40.1	31.0
상대	(3.8)	29.0	52.5
절대(달러환산)	4.2	43.5	25.7

양호한 실적, 유화 회사로의 변모는 부담

4Q18 Review : 시장 예상치 소폭 상회

4분기 대림산업 연결 실적은 매출액 2.73조원(-17.1%, YoY), 영업이익 1,738억원(+89.8%, YoY)으로 시장 예상치를 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 대림산업 별도 매출은 주택 및 플랜트 부문 매출 감소로 전년동기대비 28% 감소한 반면, 연결자회사 매출은 삼호와 터키 해외법인 실적 기여 확대로 전년동기대비 53% 증가했다. 국내 S-oil Project 205억원을 비롯한 2건의 해외 현장(알제리 kais, 이란 이스파한) 등 플랜트 부문 추가원가가 약 850억원이 반영되었으나, 베트남 Thai Binh2을 비롯한 일부 현장 환입이 발생했다. 다만, 세전이익과 지배주주순이익은 영업외 비용 1,200억원 반영(대여금 및 비상장 주식 손상차손 등)과 여천NCC를 비롯한 지분법 이익 감소, 법인세 비용 증가로 시장 예상치를 크게 하회했다.

매출 둔화 불가피, 수주 회복과 마진 방어 기대

2019년 실적은 매출액 9.68조원(-11.9%, YoY), 영업이익 7,319억원(-14.1%, YoY)으로 추정한다. 2015~2017년 분양 감소에 따른 주택 부문 외형 성장 둔화는 불가피할 전망이나, 저마진 주택 현장 종료와 양호한 원가율 현장의 정산 이익 반영 등으로 주택 원가율은 유사한 수준을 이어갈 것으로 전망한다. 2019년, 수주 가이던스는 전년대비 1.5조원 증가한 10.3조원을 제시했다. 다만, 전반적인 국내 EPC사의 올해 해외 수주 계획이 전년대비 증가하는 반면, 동사의 경우 인니 롯데케미칼 NCC를 제외한다면 말레이시아 패트론/미국 USGC/모스크바 Refinery에서 전년과 유사한 1조원 수준에 그칠 전망이다.

목표주가 110,000원 유지, 투자의견은 기존 Buy에서 Hold로 하향

대림산업에 대한 목표주가는 기존 110,000원을 유지하나, 주가 상승으로 인한 목표주가와의 고리 축소로 투자의견은 기존 Buy에서 Hold로 하향한다. 플랜트본부 지방 이전 및 인력 축소 가능성 → 사우디 폴리부텐 증설 발표 → 미국 PTTGC 지분투자 결정(2019년 내 발표 예정) 등 유화회사로의 점진적인 변화는 건설섹터 내 동사의 Valuation 매력을 희석시키는 요인이다. 2월 중 발표가 예상되는 배당 공시 역시 시장 예상치 수준(주당 1,500원)을 크게 상회하지 않는다면 관련 기대감이 주가 상승의 지속적인 호재로 작용하기는 어려울 것으로 예상한다. 단기적인 건설/유화 부문의 가사성이 부각되지 않는다면 현 주가에서의 업사이드는 크지 않을 것으로 판단한다.

Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,292	-17.1	10.8	25,092	8.8
영업이익	1,738	89.8	-15.4	1,606	8.3
세전계속사업이익	427	흑전	-83.6	1,812	-76.4
지배순이익	167	흑전	-90.8	1,286	-87.0
영업이익률 (%)	6.4	+3.6 %pt	-1.9 %pt	6.4	0
지배순이익률 (%)	0.6	흑전	-6.7 %pt	5.1	-4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	98,538	123,355	109,861	96,761
영업이익	4,194	5,459	8,525	7,319
지배순이익	2,653	4,905	6,560	5,356
PER	10.8	6.1	5.5	7.0
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.1	6.6	4.3	5.1
ROE	5.9	10.1	12.5	9.5

자료: 유안타증권

대림산업 4Q18 Review

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,291	2,836	2,957	2,464	2,729	-17.1%	10.8%	2,509	8.8%
영업이익	92	248	225	205	174	89.8%	-15.4%	161	8.3%
세전이익	-89	312	301	260	43	흑전	-83.6%	181	-76.4%
지배주주순이익	-39	244	215	181	11	흑전	-93.8%	129	-91.2%
영업이익률	2.8%	8.8%	7.6%	8.3%	6.4%			6.4%	
세전이익률	-2.7%	11.0%	10.2%	10.5%	1.6%			7.2%	
지배주주순이익률	-1.2%	8.6%	7.3%	7.3%	0.4%			5.1%	

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

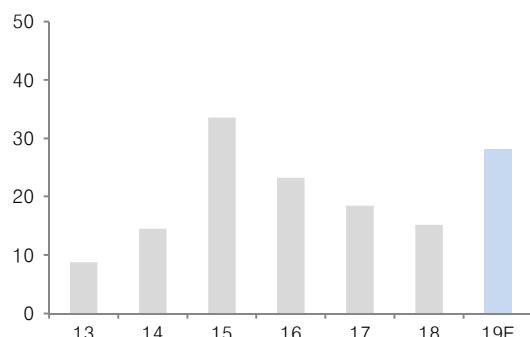
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	2019E
매출액 (연결)	2,511	3,106	3,427	3,291	12,336	2,836	2,957	2,464	2,729	10,986	9,676
건설	2,009	2,618	2,778	2,660	10,066	2,186	2,194	1,742	1,924	8,046	6,694
– 토목	278	300	343	286	1,207	295	312	276	352	1,235	1,280
– 플랜트	512	640	593	607	2,351	428	268	231	274	1,201	863
– 건축(주택포함)	1,211	1,670	1,833	1,755	6,469	1,454	1,605	1,227	1,290	5,576	4,517
– 조정	9	9	9	12	39	9	9	8	8	34	34
유화	304	287	290	281	1,162	298	314	321	270	1,203	1,164
연결자회사	198	201	359	350	1,108	350	449	401	535	1,734	1,818
% 원가율 (연결)	89.3%	89.8%	89.8%	92.1%	90.3%	85.4%	87.5%	86.1%	89.1%	87.0%	86.8%
건설	92.7%	92.2%	92.1%	94.5%	92.9%	87.6%	89.5%	87.0%	91.1%	88.8%	88.8%
– 토목	104.5%	119.1%	104.9%	135.9%	115.7%	91.3%	92.9%	96.0%	91.1%	92.7%	92.5%
– 플랜트	92.8%	89.8%	92.8%	98.3%	93.4%	93.8%	104.0%	79.5%	109.2%	96.8%	96.5%
– 건축(주택포함)	89.8%	88.1%	89.4%	86.4%	88.3%	84.9%	86.2%	86.2%	86.8%	86.0%	86.1%
유화	79.8%	78.6%	78.4%	82.9%	79.9%	85.8%	84.0%	86.0%	88.8%	86.1%	86.5%
연결자회사	69.7%	74.2%	81.0%	81.0%	77.7%	72.3%	80.2%	82.5%	82.3%	79.8%	79.5%
영업이익(연결)	114	143	197	92	546	248	225	205	174	853	732
건설	36	95	122	-36	217	159	126	135	88	507	393
유화	40	38	38	22	139	23	33	33	15	104	91
연결자회사	38	9	37	106	190	66	66	38	71	241	248
% 영업이익률(연결)	4.5%	4.6%	5.8%	2.8%	4.4%	8.8%	7.6%	8.3%	6.4%	7.8%	7.6%
건설	1.8%	3.6%	4.4%	-1.3%	2.2%	7.3%	5.7%	7.7%	4.6%	6.3%	5.9%
유화	13.3%	13.3%	13.2%	7.9%	12.0%	7.8%	10.6%	10.2%	5.6%	8.7%	7.8%
연결자회사	19.1%	4.7%	10.4%	30.2%	17.2%	18.9%	14.8%	9.5%	13.2%	13.9%	13.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 연간 주택 분양물량 추이 및 계획 [삼호, 고려개발 물량 제외]

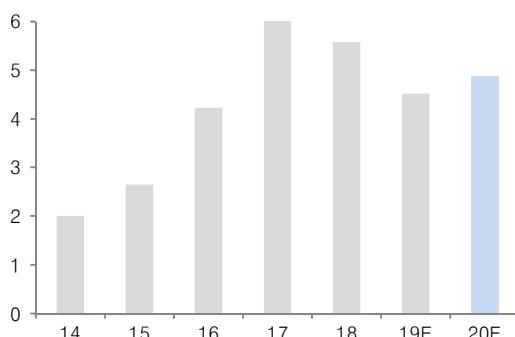
(천세대)



자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 연간 건축/주택부문 매출액 추이 및 전망

(조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,309	
1) 건설부문	1,982	
- 12개월 선행 NOPLAT	283	12개월 선행 기준, 법인세율 28% 적용
- Multiple	7	대형 건설사 평균 10% 할인
2) 유파부문	327	
- 12개월 선행 NOPLAT	65	12개월 선행 기준, 법인세율 28% 적용
- Multiple	5	유파 Target PER
2. 자산가치 (비영업가치)	1,072	
- 여전 NCC	770	19년 순이익, PER 5x, 지분율 50%, 비상장 30% 할인
- 기타 비상장	302	장부가, 30% 할인
3. 순차입금	-173	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,880	
- 발행주식수	34,800,000	
목표주가	110,000	반올림 적용
현재주가	106,500	1월 31일 종가 기준
Upside	3.3%	

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 (000210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	98,538	123,355	109,861	96,761	105,797
매출원가	88,779	111,395	95,630	83,987	91,776
매출총이익	9,759	11,961	14,231	12,774	14,021
판관비	5,565	6,502	5,705	5,455	5,989
영업이익	4,194	5,459	8,525	7,319	8,032
EBITDA	5,278	6,652	9,786	8,609	9,338
영업외순익	170	1,294	620	324	439
외환관련순익	192	-648	595	674	674
이자순익	-544	-651	-635	-595	-575
관계기업관련순익	2,566	4,368	2,543	2,228	2,184
기타	-2,043	-1,774	-1,883	-1,984	-1,844
법인세비용차감전순순익	4,364	6,753	9,146	7,643	8,471
법인세비용	1,432	1,673	2,337	2,064	2,287
계속사업순순익	2,932	5,080	6,809	5,579	6,184
중단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,932	5,080	6,809	5,579	6,184
지배지분순이익	2,653	4,905	6,560	5,356	5,936
포괄순이익	2,671	4,843	6,517	5,287	5,892
지배지분포괄이익	2,423	4,647	6,271	5,088	5,670

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	64,959	67,277	65,133	65,359	69,019
현금및현금성자산	15,772	19,318	24,386	22,379	25,476
매출채권 및 기타채권	29,511	31,672	23,542	24,237	24,459
재고자산	9,019	7,181	8,427	8,596	8,854
비유동자산	58,956	66,748	63,806	66,954	68,765
유형자산	19,642	20,710	20,960	21,212	21,415
관계기업등 지분관련자산	11,325	12,850	11,566	13,241	14,917
기타투자자산	9,687	11,814	9,756	10,787	10,787
자산총계	123,915	134,025	128,939	132,313	137,785
유동부채	47,874	49,032	44,582	43,754	44,391
매입채무 및 기타채무	32,893	32,679	26,390	26,412	27,929
단기차입금	3,053	1,647	1,346	1,296	966
유동성장기부채	5,934	7,933	7,751	7,981	7,531
비유동부채	24,587	28,049	23,431	22,858	22,378
장기차입금	10,790	12,572	9,462	9,412	9,012
사채	8,500	9,393	8,613	8,533	8,453
부채총계	72,461	77,081	68,013	66,612	66,769
지배지분	46,109	50,643	54,287	59,062	64,377
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
자본잉여금	5,388	5,392	5,392	5,392	5,392
이익잉여금	39,185	43,987	48,151	52,926	58,241
비지배지분	5,344	6,301	6,639	6,639	6,639
자본총계	51,454	56,943	60,926	65,701	71,016
순차입금	7,790	7,226	-2,717	-1,732	-6,089
총차입금	28,932	32,485	27,964	28,014	26,754

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,470	4,376	9,472	6,007	8,038
당기순이익	2,932	5,080	6,809	5,579	6,184
감가상각비	1,015	1,109	1,161	1,210	1,239
외환손익	-180	142	-225	-674	-674
종속,관계기업관련순익	-2,630	-4,681	-2,786	-2,228	-2,184
자산부채의 증감	-5,458	-4,655	-3,605	-5,064	-3,898
기타현금흐름	5,791	7,381	8,118	7,184	7,371
투자활동 현금흐름	-6,994	-2,374	-2,150	-4,828	-3,736
투자자산	-1,994	870	-623	-1,675	-1,675
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,541	-2,360	-1,834	-1,739	-1,739
유형자산 감소	59	23	301	277	297
기타현금흐름	-2,518	-907	6	-1,691	-619
재무활동 현금흐름	-463	1,539	-5,026	-771	-2,081
단기차입금	-1,748	-1,514	-301	-50	-330
사채 및 장기차입금	366	3,261	-4,097	100	-930
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-281	-253	-615	-808	-808
기타현금흐름	1,200	44	-13	-13	-13
연결범위변동 등 기타	80	5	2,773	-2,415	876
현금의 증감	-5,907	3,546	5,068	-2,007	3,097
기초 현금	21,679	15,772	19,318	24,386	22,379
기말 현금	15,772	19,318	24,386	22,379	25,476
NOPLAT	4,194	5,459	8,525	7,319	8,032
FCF	-4,097	-1,715	2,168	-170	1,533

자료: 유안타증권

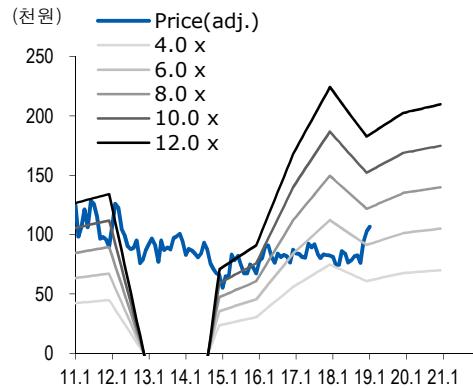
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

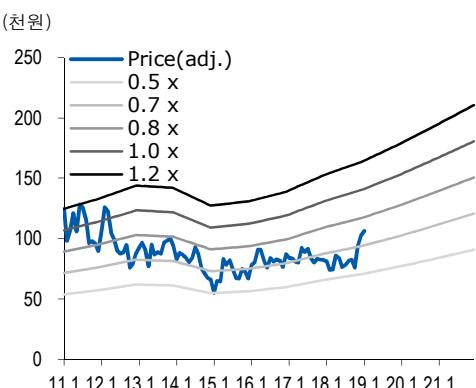
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	7,585	13,980	18,683	15,205	16,873
BPS	119,454	131,198	140,640	153,010	166,780
EBITDAPS	13,673	17,234	25,352	22,304	24,192
SPS	255,279	319,573	284,614	250,677	274,085
DPS	300	1,000	1,500	1,500	1,500
PER	10.8	6.1	5.5	7.0	6.3
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.1	6.6	4.3	5.1	4.2
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	3.6	25.2	-10.9	-11.9	9.3
영업이익 증가율 (%)	54.3	30.2	56.2	-14.2	9.7
지배순이익 증가율 (%)	28.3	84.9	33.8	-18.4	10.8
매출총이익률 (%)	9.9	9.7	13.0	13.2	13.3
영업이익률 (%)	4.3	4.4	7.8	7.6	7.6
지배순이익률 (%)	2.7	4.0	6.0	5.5	5.6
EBITDA 마진 (%)	5.4	5.4	8.9	8.9	8.8
ROIC	11.1	16.6	28.4	24.5	25.9
ROA	2.2	3.8	5.0	4.1	4.4
ROE	5.9	10.1	12.5	9.5	9.6
부채비율 (%)	140.8	135.4	111.6	101.4	94.0
순차입금/자기자본 (%)	16.9	14.3	-5.0	-2.9	-9.5
영업이익/금융비용 (배)	4.4	5.2	7.5	6.5	7.2

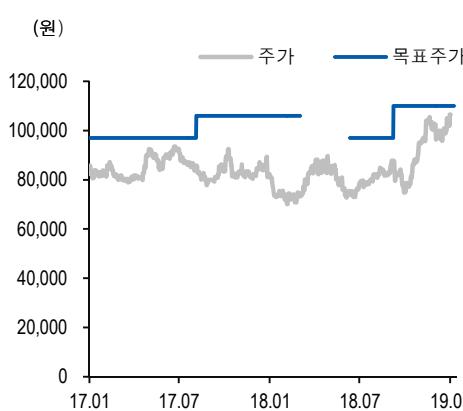
P/E band chart



P/B band chart



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-01	HOLD	110,000	1년		
2018-10-08	BUY	110,000	1년		
2018-07-12	BUY	97,000	1년	-17.52	-9.48
			당당자 변경		
2017-09-04	BUY	106,000	1년	-23.73	-12.74
2017-03-02	1년 경과 이후		1년	-11.60	-3.61
2016-03-02	BUY	97,000	1년	-13.34	-3.51

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	13.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

