



## ▲ 건설

Analyst 박형렬  
02. 6454-4872  
hr.park@meritz.co.kr

# 대림산업 000210

## 낮은 기대치, 실적 서프라이즈 이어질 것

- ✓ 주택 원가율 80.1% – 마곡 병원 및 영종도 주택 관련 460억 환입
- ✓ 플랜트 원가율 84.3% – 국내 발전 및 석유화학 플랜트 관련 180억 환입
- ✓ 연결법인 중 대림에너지, 삼호 실적 서프라이즈
- ✓ 2019년 주택 분양 확대, 자체사업 매출 인식, 해외 안정화에 따라 실적 개선
- ✓ 극단적으로 낮아진 Valuation 과 실적 상향이 주가 회복을 이끌 전망

### Buy

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>130,000 원</b>
<b>현재주가 (4.30)</b>	<b>96,800 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>34.3%</b>
KOSPI	2,203.59pt
시가총액	33,686억원
발행주식수	3,480만주
유동주식비율	76.88%
외국인비중	47.43%
52주 최고/최저가	106,500원/72,800원
평균거래대금	108.0억원
<b>주요주주(%)</b>	
대림코퍼레이션 외 6 인	23.12
국민연금	12.70
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	5.00
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	0.4 28.9 12.6
상대주가	-2.5 17.8 28.5

### 주가그래프



### 환입 또는 수익성 개선 이벤트가 지속될 2019년

1분기 실적 서프라이즈는 주택 부문에서의 환입과 준공 정산, 플랜트 환입의 영향이 가장 크다. 문제는 2분기 이후에도 자체 주택사업의 매출 인식, 입주 물량 증가에 따른 준공정산(2019년 연간 입주물량 2.2만호, 1분기 0.3만호) 등에 따라 주택부문에서 시장의 예상을 상회하는 수익성을 보여줄 가능성이 높다.

연결법인에서 삼호와 대림에너지의 실적 성장이 지속되고 있으며, 터키 교량 등을 비롯해 해외 법인의 영업이익이 늘어날 것으로 전망된다. 유화부문은 예상 수준의 감익 Cycle을 보이고 있다.

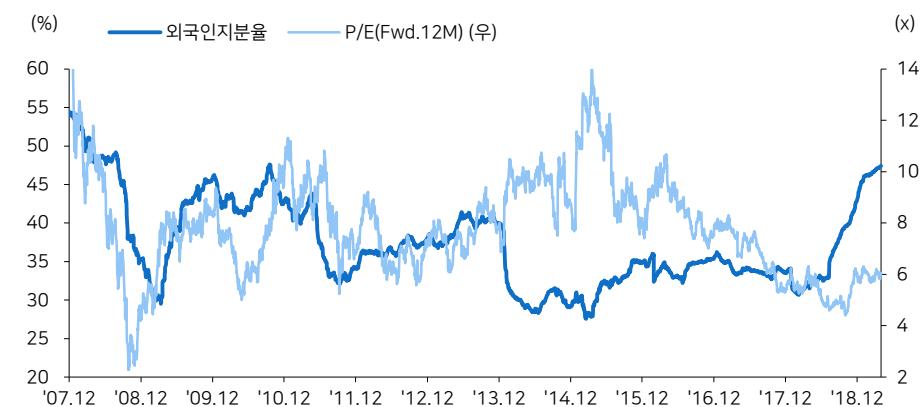
2019년 주택 매출이 전년 대비 1조원 정도 감소하면 실적에 대한 시장의 눈높이가 높지 않으나, 주택 매출 감소에도 불구하고 본사 수익성 개선과 연결법인의 실적 성장으로 연간 영업이익 및 세전 이익은 사상 최대를 기록한 2018년을 상회할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

### 전통적인 모멘텀은 크지 않지만, 극단적으로 낮아진 Valuation level

일반적으로 건설업종 투자의 선행지표 역할을 하는 신규 수주 모멘텀이 크지 않으며, 수주 전략 역시 여전히 보수적이다. 다만 1) 급격히 개선되는 영업활동 현금흐름과 순현금 전환 (1분기말 순현금 1,677억), 2) 2019년 4.5x에 불과한 PER valuation, 3) 점진적으로 확대될 것으로 예상되는 배당 등을 감안하면 전통적인 수주 모멘텀이 없더라도 비중확대가 필요하다. 투자의견 매수와 적정주가 130,000원을 유지한다.

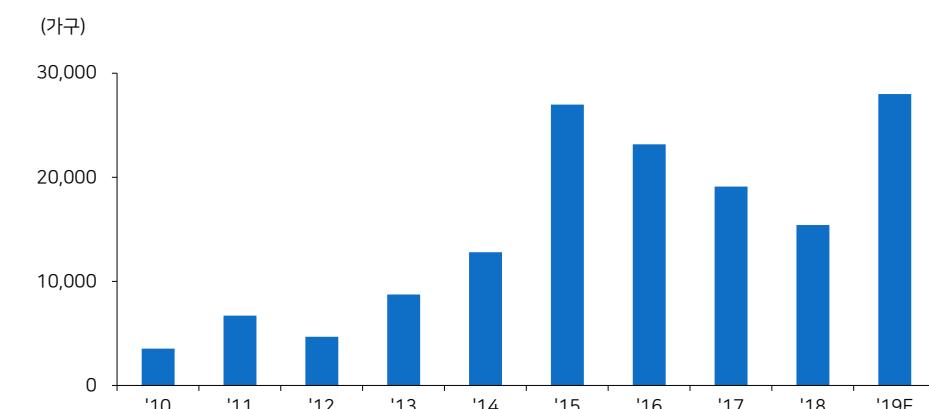
(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	12,335.5	545.9	490.5	13,980	72.7	131,198	5.9	0.6	6.6	10.1	135.4
2018	10,984.5	845.4	646.4	18,383	33.2	139,638	5.6	0.7	4.3	12.4	112.1
2019E	10,085.2	877.1	751.5	21,416	18.8	157,503	4.5	0.6	3.4	13.1	97.1
2020E	11,355.5	881.0	761.8	21,690	1.3	175,435	4.5	0.6	3.3	11.9	87.0
2021E	11,993.2	903.9	783.7	22,317	2.9	195,232	4.3	0.5	2.8	11.0	80.4

그림1 외국인 지분율 및 P/E 추이



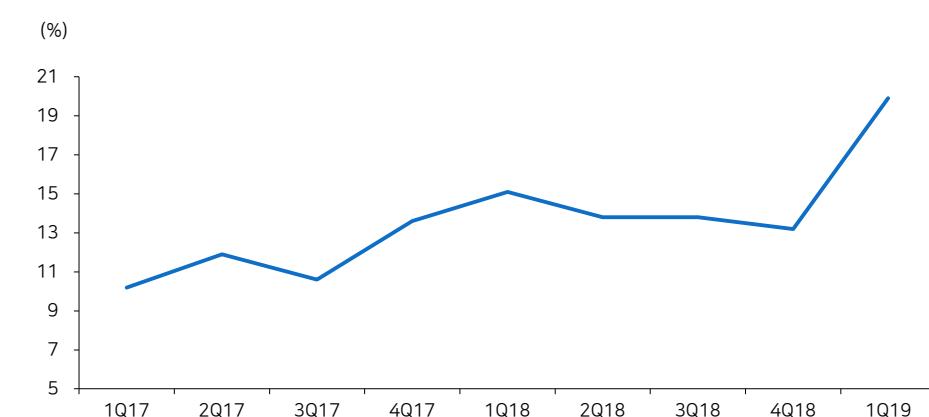
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 분양물량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 주택 마진율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 대림산업 (000210)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>12,335.5</b>	<b>10,984.5</b>	<b>10,085.2</b>	<b>11,355.5</b>	<b>11,993.2</b>
매출액증가율 (%)	25.2	-11.0	-8.2	12.6	5.6
매출원가	11,139.5	9,564.3	8,600.9	9,847.8	10,436.9
매출총이익	1,196.1	1,420.2	1,484.3	1,507.7	1,556.4
판매관리비	650.2	574.8	607.2	626.7	652.5
<b>영업이익</b>	<b>545.9</b>	<b>845.4</b>	<b>877.1</b>	<b>881.0</b>	<b>903.9</b>
영업이익률	4.4	7.7	8.7	7.8	7.5
금융손익	-126.2	-36.3	-34.3	-17.8	-1.1
종속/관계기업순이익	436.8	260.2	246.0	237.8	219.9
기타영업외순이익	-181.2	-174.8	-17.8	-14.5	-5.1
세전계속사업이익	675.3	894.4	1,071.0	1,086.5	1,117.7
법인세비용	167.3	216.4	266.8	271.2	279.1
<b>당기순이익</b>	<b>508.0</b>	<b>678.1</b>	<b>804.2</b>	<b>815.2</b>	<b>838.6</b>
지배주주지분 순이익	490.5	646.4	751.5	761.8	783.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>437.6</b>	<b>1,104.5</b>	<b>740.1</b>	<b>830.5</b>	<b>1,087.1</b>
당기순이익(손실)	508.0	678.1	804.2	815.2	838.6
유형자산상각비	110.9	120.3	130.5	126.8	122.6
무형자산상각비	8.4	10.3	8.1	6.7	5.6
운전자본의 증감	-465.5	-332.8	-202.6	-118.2	120.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-237.4</b>	<b>-380.8</b>	<b>-128.2</b>	<b>-706.7</b>	<b>-547.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-236.0	-148.5	-100.0	-100.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-365.2	210.2	8.9	-509.4	-417.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>153.9</b>	<b>-525.6</b>	<b>-304.7</b>	<b>-348.4</b>	<b>-207.5</b>
차입금의 증감	354.6	-570.7	-238.9	-286.5	-137.8
자본의 증가	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	354.6	202.7	307.2	-224.5	332.1
기초현금	1,577.2	1,931.8	2,134.5	2,441.7	2,217.2
기말현금	1,931.8	2,134.5	2,441.7	2,217.2	2,549.2

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>6,727.7</b>	<b>6,366.7</b>	<b>6,966.3</b>	<b>7,198.2</b>	<b>7,821.0</b>
현금및현금성자산	1,931.8	2,134.5	2,441.7	2,217.2	2,549.2
매출채권	349.0	273.6	287.3	323.2	345.3
재고자산	718.1	998.9	1,018.8	1,049.4	1,121.3
<b>비유동자산</b>	<b>6,674.8</b>	<b>6,467.1</b>	<b>6,419.6</b>	<b>6,895.5</b>	<b>7,254.8</b>
유형자산	2,071.0	2,070.2	2,039.7	2,012.9	1,960.4
무형자산	70.2	51.7	43.7	36.9	31.3
투자자산	2,466.4	2,157.6	2,148.7	2,658.0	3,075.5
<b>자산총계</b>	<b>13,402.5</b>	<b>12,833.7</b>	<b>13,386.0</b>	<b>14,093.7</b>	<b>15,075.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,903.2</b>	<b>4,530.0</b>	<b>4,424.0</b>	<b>4,483.7</b>	<b>4,714.3</b>
매입채무	1,617.3	1,217.8	1,193.5	1,074.1	1,147.7
단기차입금	164.7	186.9	146.9	106.9	66.9
유동성장기부채	793.3	626.9	526.9	426.9	426.9
<b>비유동부채</b>	<b>2,805.0</b>	<b>2,253.4</b>	<b>2,169.5</b>	<b>2,071.9</b>	<b>2,004.3</b>
사채	839.3	811.8	761.8	661.8	561.8
장기차입금	1,357.2	1,033.8	983.8	933.8	933.8
<b>부채총계</b>	<b>7,708.2</b>	<b>6,783.5</b>	<b>6,593.5</b>	<b>6,555.6</b>	<b>6,718.6</b>
자본금	218.5	218.5	218.5	218.5	218.5
자본잉여금	539.2	538.9	538.9	538.9	538.9
기타포괄이익누계액	-92.1	-160.3	-160.3	-160.3	-160.3
이익잉여금	4,398.7	4,793.0	5,482.6	6,174.8	6,938.9
비지배주주지분	630.1	660.2	712.9	766.3	821.2
<b>자본총계</b>	<b>5,694.3</b>	<b>6,050.2</b>	<b>6,792.5</b>	<b>7,538.1</b>	<b>8,357.2</b>

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	354,469	315,646	289,803	326,308	344,633
EPS(지배주주)	13,980	18,383	21,416	21,690	22,317
CFPS	27,718	36,603	35,743	35,567	35,831
EBITDAPS	19,116	28,045	29,185	29,152	29,657
BPS	131,198	139,638	157,503	175,435	195,232
DPS	1,000	1,700	1,600	1,800	1,800
배당수익률(%)	1.2	1.7	1.7	1.9	1.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.9	5.6	4.5	4.5	4.3
PCR	3.0	2.8	2.7	2.7	2.7
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	665.2	976.0	1,015.6	1,014.5	1,032.1
EV/EBITDA	6.6	4.3	3.4	3.3	2.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.4	13.1	11.9	11.0
EBITDA 이익률	5.4	8.9	10.1	8.9	8.6
부채비율	135.4	112.1	97.1	87.0	80.4
금융비용부담률	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(X)	5.2	7.4	8.9	9.9	11.4
매출채권회전율(X)	37.1	35.3	36.0	37.2	35.9
재고자산회전율(X)	15.2	12.8	10.0	11.0	11.1

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:박형렬)

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 증가대비 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	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**대림산업 (000210) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.23	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-27.0	-22.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-28.4	-22.1	
2017.11.03	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-28.3	-22.1	
2017.11.22	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-30.8	-22.1	
2018.04.27	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-30.8	-22.1	
2018.04.28	1년 경과				-29.0	-26.5	
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	-38.4	-31.0	
2018.11.02	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-38.5	-31.0	
2018.11.12	산업분석	Buy	130,000	박형렬	-34.1	-18.1	
2019.02.01	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-32.1	-18.1	
2019.05.02	기업브리프	Buy	130,000	박형렬	-	-	

