

대림산업 (000210)

건설

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (U)
목표주가	125,000원 (U)
현재주가 (4/30)	96,800원
상승여력	29%

시가총액	35,248억원
총발행주식수	38,600,000주
60일 평균 거래대금	108억원
60일 평균 거래량	111,959주
52주 고	106,500원
52주 저	72,800원
외인지분율	47.42%
주요주주	대림코퍼레이션 외 6인 23.12%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.4	(9.1)	12.6
상대	(2.5)	(9.0)	28.5
절대(달러환산)	(2.4)	(13.1)	2.9

매출 둔화에도 견조한 이익 시현

1Q19 Review : 어닝 서프라이즈 기록

2019년 1분기, 대림산업 연결 실적은 매출액 2.32조원(-18.1%, YoY), 영업이익 2,409억원(-3.0%, YoY)으로 영업이익은 시장 예상치를 30% 이상 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 전사 매출액은 전반적인 수주 및 국내 분양실적 감소에 기인한 둔화세가 이어진 반면, 1) 플랜트 현장(북평화력, 롯데 케미칼 증설 현장) 도급금액 180억원, 2) 주택부문 일회성 이익 460억원이 반영되며 전 사업부문에 걸쳐 원가율이 개선되었다. 자체 유휴부문 영업이익은 214억원으로 전년 대비 8% 감소하였다. 삼호, 대림에너지 등 실적 호조로 연결자회사 매출액과 영업이익은 전년 동기 대비 각각 49%, 10% 증가했다.

매출 성장 기반 마련이 보다 중요

2018년 분양 실적이 1.5만 세대에 그치며 전반적인 주택부문 매출 감소가 이어지고 있다. 1Q19 분양 실적은 약 0.3만 세대(상반기 내 0.8만 세대 분양 목표)로 2019년 2.8만 세대 분양 목표가 유효한만큼 하반기 이후 분양 성과가 매출 성장 기반 마련에 중요한 근거가 될 전망이다. 2019년, 동사는 플랜트 수주 목표에 대해 2조원 이상을 제시했다. 1분기 약 4,700억원 수주에 이어 국내 현대케미칼(0.6조원), 미국 USGC(0.6조원), 오만 석유화학(0.6조원), 인도네시아 타이탄NCC(1조원 이하) 등 주요 수주 파이프라인 감안 시, 연간 수주 목표 달성은 유효할 것으로 판단한다. 전반적인 건설/플랜트 부문에 기인한 매출 둔화가 이어지는 가운데 일회성 이익의 지속 여부를 낙관할 수 없는만큼 수주 및 주택 분양 확대를 통한 매출 성장 기반 마련이 보다 중요해졌다.

투자의견 Buy 상황, 목표주가는 기존 110,000원에서 125,000원으로 14% 상향

대림산업에 대해 투자의견은 기존 Hold에서 Buy로, 목표주가는 기존 110,000원에서 125,000원으로 14% 상향 제시한다. 투자의견 및 목표주가 변경의 근거는 1) 주가 하락으로 인한 목표주가 대비 상승 여력 확대 2) 추정치 상향 및 주요 건설 자회사 영업가치 반영 변경 등에 기인한다. 유휴 회사로의 점진적인 변모는 건설 섹터 내 Valuation 매력 희석 요인으로 판단하나, 여전히 건설 부문의 높은 이익 비중, 점진적인 건설(주택/플랜트) 수주 회복, 자회사 실적 개선 감안 시 2019년 기준 PER 5.6x의 Valuation 매력은 유효하다는 판단이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	23,221	-18.1	-14.9	21,958	5.8
영업이익	2,409	-3.0	44.5	1,753	37.4
세전계속사업이익	3,141	0.8	1,292.6	2,227	41.0
지배순이익	2,210	-9.4	3,049.8	1,522	45.3
영업이익률 (%)	10.4	+1.6 %pt	+4.3 %pt	8.0	+2.4 %pt
지배순이익률 (%)	9.5	+0.9 %pt	+9.2 %pt	6.9	+2.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	123,355	109,845	93,965	102,886
영업이익	5,459	8,454	8,063	8,100
지배순이익	4,905	6,464	6,131	6,016
PER	6.1	4.5	5.6	5.7
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.6	3.5	4.0	4.0
ROE	10.1	12.4	11.0	10.0

자료: 유안타증권

대림산업 1Q19 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,836	2,957	2,464	2,728	2,322	-18.1%	-14.9%	2,221	4.6%
영업이익	248	225	205	167	241	-3.0%	44.5%	183	31.3%
세전이익	312	301	260	23	314	0.8%	1292.6%	226	38.8%
지배주주순이익	244	215	181	7	221	-9.4%	3049.7%	159	38.9%
영업이익률	8.8%	7.6%	8.3%	6.1%	10.4%			8.3%	
세전이익률	11.0%	10.2%	10.5%	0.8%	13.5%			10.2%	
지배주주순이익률	8.6%	7.3%	7.3%	0.3%	9.5%			7.2%	

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	2,836	2,957	2,464	2,728	10,984	2,322	2,366	2,282	2,427	9,397	10,289
건설	2,186	2,194	1,742	1,924	8,046	1,521	1,620	1,552	1,610	6,303	7,050
- 토목	295	312	276	352	1,235	264	301	295	323	1,183	1,282
- 플랜트	428	268	231	274	1,201	176	208	187	203	773	1,035
- 건축(주택포함)	1,454	1,605	1,227	1,290	5,576	1,072	1,103	1,061	1,076	4,312	4,698
- 조정	9	9	8	8	34	9	9	9	9	34	34
유화	298	314	321	270	1,203	282	271	275	280	1,108	1,121
연결자회사	350	449	401	533	1,733	520	475	454	537	1,985	2,118
% 원가율 (연결)	85.4%	87.5%	86.1%	89.2%	87.1%	82.9%	85.9%	86.5%	86.3%	85.4%	86.4%
건설	87.6%	89.5%	87.0%	91.4%	88.9%	82.6%	88.2%	88.4%	88.2%	86.9%	88.3%
- 토목	91.3%	92.9%	96.0%	91.1%	92.7%	90.7%	91.8%	91.5%	91.2%	91.3%	91.2%
- 플랜트	93.8%	104.0%	79.5%	109.2%	96.8%	84.3%	93.5%	93.8%	92.5%	91.2%	92.2%
- 건축(주택포함)	84.9%	86.2%	86.2%	86.8%	86.0%	80.1%	86.0%	86.3%	86.2%	84.7%	86.5%
유화	85.8%	84.0%	86.0%	88.8%	86.1%	86.7%	87.3%	86.8%	87.0%	86.9%	86.3%
연결자회사	72.3%	80.2%	82.5%	81.8%	79.6%	81.7%	77.1%	80.2%	80.3%	79.9%	80.1%
영업이익(연결)	248	225	205	167	845	241	196	181	187	805	810
건설	159	126	135	88	507	147	115	107	104	473	479
유화	23	33	33	15	104	21	20	22	20	83	82
연결자회사	66	66	38	72	242	72	61	53	63	249	248
% 영업이익률(연결)	8.8%	7.6%	8.3%	6.1%	7.7%	10.4%	8.3%	8.0%	7.7%	8.6%	7.9%
건설	7.3%	5.7%	7.7%	4.6%	6.3%	9.7%	7.1%	6.9%	6.5%	7.5%	6.8%
유화	7.8%	10.6%	10.2%	5.6%	8.7%	7.6%	7.3%	7.9%	7.3%	7.5%	7.4%
연결자회사	18.9%	14.8%	9.5%	13.4%	14.0%	13.9%	12.9%	11.6%	11.7%	12.5%	11.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

삼호 분기실적 요약

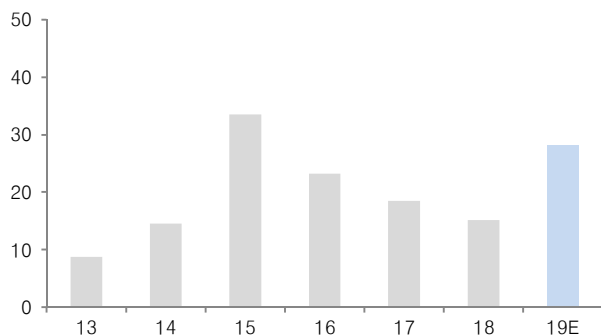
(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P(a)	YoY	QoQ
매출액	162	243	238	323	305	88%	-6%
영업이익	9	25	24	32	36	282%	12%
영업이익률	5.8%	10.5%	10.2%	9.9%	11.7%		

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 연간 주택 분양물량 추이 및 계획

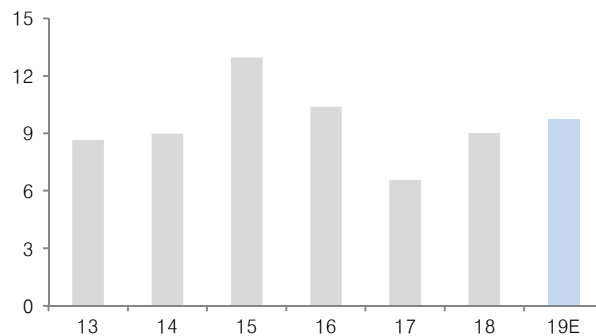
(천 세대)



자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 연간 수주금액 추이

(조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	2,768	
1) 건설부문 (별도+자회사)	2,473	
- 12개월 선행 NOPLAT	412	12개월 선행 기준, 지분을 고려, 법인세율 28% 적용
- Multiple	6	대형 건설사 평균 할인
2.유화부문 (별도)	295	
- 12개월 선행 NOPLAT	59	12개월 선행 기준, 법인세율 28% 적용
- Multiple	5	유화 Target PER
3. 주요 자회사/지분법회사	1,085	
- 여천 NCC	722	19년 평균 순이익 기준, Target PER 5x, 비상장 30%할인, 지분을 50%
- 고려개발	46	시가총액, 지분을 44%, 할인을 30% 적용
- 기타 관계기업, 공동주식	318	장부가 30% 할인
4. 순차입금	-494	2019년말 기준
5. 주주가치 (=1+2+3-4)	4,347	
- 발행주식수	34,800,000	
목표주가	125,000	반올림 적용
현재주가	96,800	4월 30일 종가 기준
Upside	25.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

2018년 4분기, 대림산업 Project 별 미청구공사 및 공사미수금 요약

(단위: 십억원)

Project	계약일	완성기한	미청구 공사 4Q17	미청구 공사 3Q18	미청구 공사 4Q18	공사 미수금 4Q18	미청구 공사 +공사 미수금	도급액	기 매출액	공정률	미청구 공사 /기 매출액	(미청구 공사 +공사 미수금) /기 매출액
북평화력발전	2012-09-24	2019-03-31	0	0	0	0	0	512	497	97.0%	0.0%	0.0%
아크로 서울포레스트	2017-08-16	2020-12-22	0	0	0	0	0	804	186	23.2%	0.0%	0.0%
터키 DIG Canakkale 교량	2017-07-04	2021-12-31	-	-	0	0	0	771	81	10.5%	0.0%	0.0%
사우디아라비아 DSA Elastomers	2012-07-01	2019-03-31	0	0	0	0	0	447	446	99.7%	0.0%	0.0%
e 편한세상 등단	2015-12-28	2018-01-31	93	0	0	0	0	563	563	100.0%	0.0%	0.0%
사우디아라비아 Elastomers	2012-07-01	2019-03-31	0	0	0	0	0	544	543	99.7%	0.0%	0.1%
오만 SRIP	2013-11-25	2019-06-30	0	0	0	1	1	1,229	1,168	95.0%	0.0%	0.1%
e 편한세상 용인 한숲시티	2015-10-19	2019-06-30	0	0	0	2	2	1,000	977	97.8%	0.0%	0.2%
S-OIL RUC Project	2015-07-03	2019-06-30	187	129	34	1	34	2,286	2,243	98.1%	1.5%	1.5%
싱가포르 TTP1	2015-03-01	2020-12-27	0	2	10	2	12	467	418	89.4%	2.4%	2.9%
베트남 Thai Binh2 PP	2012-05-22	2020-04-08	0	0	0	50	50	782	673	86.0%	0.0%	7.5%
필리핀 SBPL 500MW CFPP	2014-10-08	2019-09-15	54	0	0	51	51	507	450	88.7%	0.0%	11.2%
브루나이 Temburong CC2	2015-02-04	2019-05-26	70	23	20	34	54	497	424	85.3%	4.7%	12.8%
쿠웨이트 KNPC SHFP	2013-05-28	2019-12-17	0	34	45	42	87	544	483	88.9%	9.2%	18.0%
합계			403	188	108	184	292	10,954	9,151	83.5%	1.2%	3.2%

자료: 유안타증권 리서치센터 // 주: 음영은 현안 Project 를 의미, 미청구공사는 손상차손누계액 차감

대림산업 (000210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	123,355	109,845	93,965	102,886	110,015
매출원가	111,395	95,643	80,230	88,899	95,241
매출총이익	11,961	14,202	13,735	13,987	14,774
판매비	6,502	5,748	5,671	5,887	6,324
영업이익	5,459	8,454	8,063	8,100	8,450
EBITDA	6,652	9,760	9,393	9,408	9,752
영업외손익	1,294	491	875	789	794
외환관련손익	-648	152	-790	-790	-790
이자손익	-651	-624	-506	-486	-466
관계기업관련손익	4,368	2,602	2,305	2,184	2,074
기타	-1,774	-1,639	-135	-119	-25
법인세비용차감전순이익	6,753	8,944	8,938	8,889	9,244
법인세비용	1,673	2,164	2,401	2,489	2,588
계속사업순이익	5,080	6,781	6,537	6,400	6,656
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,080	6,781	6,537	6,400	6,656
지배지분순이익	4,905	6,464	6,131	6,016	6,256
포괄손익	4,843	6,115	6,457	6,320	6,576
지배지분포괄이익	4,647	5,847	6,135	6,004	6,247

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	67,277	63,666	66,451	66,117	68,259
현금및현금성자산	19,318	21,345	23,141	22,303	23,251
매출채권 및 기타채권	31,672	14,399	14,563	14,383	14,732
재고자산	7,181	9,989	10,139	10,341	10,652
비유동자산	66,748	64,671	66,939	69,683	72,677
유형자산	20,710	20,702	21,172	21,272	21,482
관계기업 등 자본관련자산	12,850	11,474	14,120	16,767	19,414
기타투자자산	11,814	10,102	9,353	9,423	9,623
자산총계	134,025	128,337	133,389	135,800	140,936
유동부채	49,032	45,300	48,604	46,758	46,731
매입채무 및 기타채무	32,679	17,754	18,521	19,500	19,911
단기차입금	1,647	1,869	1,689	1,459	1,309
유동성장기부채	7,933	6,269	7,819	8,269	8,375
비유동부채	28,049	22,534	20,416	19,314	18,879
장기차입금	13,572	10,338	10,188	9,888	9,538
사채	8,393	8,118	6,038	5,318	5,212
부채총계	77,081	67,835	69,020	66,072	65,610
지배지분	50,643	53,900	57,394	62,752	68,350
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
자본잉여금	5,392	5,389	5,389	5,389	5,389
이익잉여금	43,987	47,930	53,402	58,761	64,359
비지배지분	6,301	6,602	6,976	6,976	6,976
자본총계	56,943	60,502	64,370	69,728	75,326
순차입금	7,226	-2,137	-4,942	-5,055	-6,697
총차입금	32,485	26,632	25,772	24,972	24,472

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4,376	11,045	8,510	8,266	7,756
당기순이익	5,080	6,781	6,537	6,400	6,656
감가상각비	1,109	1,203	1,230	1,230	1,240
외환손익	142	21	790	790	790
종속, 관계기업 관련손익	-4,681	-3,015	-2,305	-2,184	-2,074
자산부채의 증감	-4,655	-3,328	-3,571	-3,477	-4,046
기타현금흐름	7,381	9,383	5,829	5,506	5,191
투자활동 현금흐름	-2,374	-3,808	-2,221	-1,854	-2,016
투자자산	870	-922	-342	-342	-342
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,360	-1,485	-1,800	-1,450	-1,580
유형자산 감소	23	53	100	120	130
기타현금흐름	-907	-1,453	-179	-182	-224
재무활동 현금흐름	1,539	-5,256	-1,364	-1,304	-1,004
단기차입금	-1,514	-227	-180	-230	-150
사채 및 장기차입금	3,261	-4,716	-680	-570	-350
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-253	-480	-750	-750	-750
기타현금흐름	44	167	247	247	247
연결범위변동 등 기타	5	46	-3,128	-5,947	-3,788
현금의 증감	3,546	2,027	1,797	-839	949
기초 현금	15,772	19,318	21,345	23,142	22,302
기말 현금	19,318	21,345	23,142	22,302	23,251
NOPLAT	5,459	8,454	8,063	8,100	8,450
FCF	-1,715	2,901	1,856	2,213	1,760

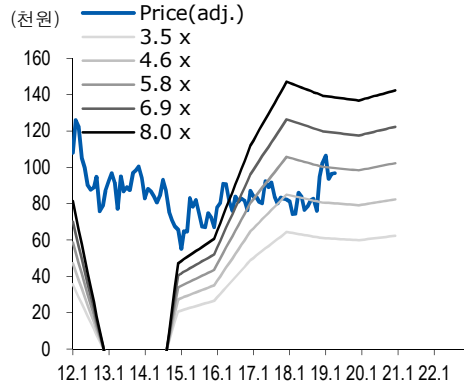
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

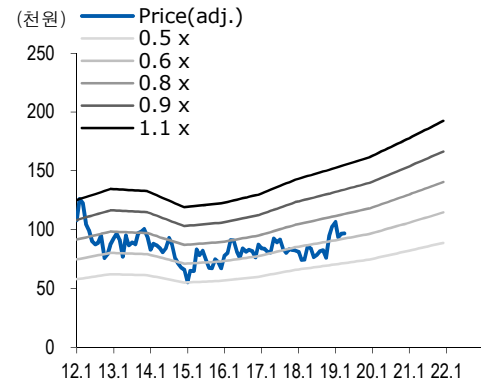
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	13,980	18,383	17,426	17,097	17,787
BPS	131,198	139,638	148,688	162,570	177,074
EBITDAPS	17,234	25,284	24,335	24,373	25,264
SPS	319,573	284,572	243,433	266,545	285,012
DPS	1,000	1,700	1,700	1,700	1,700
PER	6.1	4.5	5.6	5.7	5.4
PBR	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	6.6	3.5	4.0	4.0	3.6
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	25.2	-11.0	-14.5	9.5	6.9
영업이익 증가율 (%)	30.2	54.9	-4.6	0.5	4.3
지배순이익 증가율 (%)	84.9	31.8	-5.2	-1.9	4.0
매출총이익률 (%)	9.7	12.9	14.6	13.6	13.4
영업이익률 (%)	4.4	7.7	8.6	7.9	7.7
자배순이익률 (%)	4.0	5.9	6.5	5.8	5.7
EBITDA 마진 (%)	5.4	8.9	10.0	9.1	8.9
ROIC	16.6	35.7	38.9	29.6	28.3
ROA	3.8	4.9	4.7	4.5	4.5
ROE	10.1	12.4	11.0	10.0	9.5
부채비율 (%)	135.4	112.1	107.2	94.8	87.1
순차입금/자기자본 (%)	14.3	-4.0	-8.6	-8.1	-9.8
영업이익/금융비용 (배)	5.2	7.4	7.5	7.6	8.0

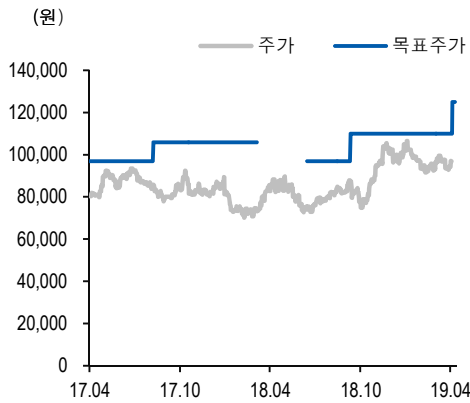
P/E band chart



P/B band chart



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-02	BUY	125,000	1년		
2019-02-01	HOLD	110,000	1년	-14.86	-
2018-10-08	BUY	110,000	1년	-16.43	-3.18
2018-07-12	BUY	97,000	1년	-17.52	-9.48
담당자 변경					
2017-09-04	BUY	106,000	1년	-23.73	-12.74
2017-05-31	1년 경과 이후		1년	-8.53	-3.61
2016-05-31	BUY	97,000	1년	-13.69	-3.61

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-30

※ 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 투자의사결정은 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.