대림산업 (000210)

건설

김기룡
02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	130,000원 (D)
현재주가 (10/8)	97,300원
상승여력	34%

시가총액	35,379억원
총발행주식수	38,600,000주
60일 평균 거래대금	126억원
60일 평균 거래량	125,768주
52주 고	121,500원
52주 저	74,900원
외인지분율	50.54%
주요주주	대림코퍼레이션 외 6인 23.12%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.2	(12.7)	11.3
상대	(1.6)	(12.0)	22.6
절대(달러환산)	0.5	(13.5)	5.7

양호한 실적, 매출 회복 기반 마련이 중요

3Q19 Preview : 시장 예상치 부합 전망

2019년 3분기, 대림산업 연결 실적은 매출액 2.25조원(-8.5%, YoY), 영업이익 2,150억원(+4.6%, YoY)으로 시장 예상치에 부합할 것으로 추정한다. 2018년 하반기부터 본격화된 주택 분양 축소에 기인한 매출 감소, 원가율 개선에 따른 이익 증가 흐름을 이어갈 전망이다. 2019년 상반기, 어닝 서프라이즈 요인이였던 주택 정산이익은 입주물량 및 정산이익 감소로 상반기 대비 관련 이익 규모는 감소할 것으로 추정한다. 다만, 4분기에는 인도 기준 자체사업지인 춘천한숲시티 실적 인식으로 재차 개선될 것으로 추정한다. 본사 유화부문은 제품 Spread 축소로 전년동기대비 32% 감소한 223억원을 시현할 것으로 추정한다. 연결자회사 영업이익은 삼호와 해외법인 등 자회사 실적 호조로 전년동기대비 40% 이상 증가할 것으로 전망한다.

국내 주택 실적 양호, 4분기 비주택 부문 수주가 관건

2019년, 주택 분양물량은 3분기 누계 기준 약 1.6만 세대로 연간 가이던스 약 2.8만 세대의 50% 이상을 달성했다. [2018년 : 약 1.5만 세대] 반면, 플랜트/토목 부문 수주는 부진한 흐름을 이어가고 있다. 2019년 3분기 누계 기준, 전사 수주금액은 약 4조원 수준으로 전년동기대비 소폭 감소한 것으로 추정된다. [2019년 수주 가이던스 : 10.3조원] 2019년 4분기, 오만 PTA(0.6조원), 미국 USGC(0.6조원) 등과 국내 현대케미칼 0.6조원 등 주요 Target Project에서의 실질적인 수주 성과가 보다 중요한 요인이 될 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가는 130,000원으로 10.3% 하향 조정

대림산업에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 해외수주 부진 및 주택 원가율 조정으로 실적 및 멀티플 조정분을 반영하여 130,000원으로 10.3% 하향 제시한다. 최근, 대림코퍼레이션 2대주주(지분 : 32.6%)가 통일과 나눔에서 KCGI로 변경되었다(9/27). 1) KCGI와 최대주주와의 지분경쟁보다는 대림산업을 통한 대림코퍼레이션 기업가치 상승에 동조할 가능성 2) 현 옥상옥 구조(대림코퍼레이션-대림산업)에서 중장기적인 양사의 합병 가능성을 고려한다면 해당 이벤트는 대림산업 주가에는 중립적/부정적으로 작용할 것으로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	22,540	-8.5	-8.7	23,528	-4.2
영업이익	2,150	4.6	-27.8	2,198	-2.2
세전계속사업이익	2,603	0.3	31.6	2,451	6.2
지배순이익	1,777	-1.7	30.7	1,684	5.5
영업이익률 (%)	9.5	+1.2 %pt	-2.6 %pt	9.3	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	7.9	+0.6 %pt	+2.4 %pt	7.2	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	123,355	109,845	95,319	102,953
영업이익	5,459	8,454	9,685	9,302
지배순이익	4,905	6,464	6,795	6,862
PER	6.1	4.5	5.0	5.0
PBR	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.6	3.5	3.8	3.8
ROE	10.1	12.4	11.9	10.9

자료: 유안타증권

대림산업 3Q19 Preview [컨센서스 1개월 기준 적용]

(단위: 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,464	2,728	2,322	2,468	2,254	-8.5%	-8.7%	2,345	-3.9%
영업이익	205	167	241	298	215	4.6%	-27.8%	218	-1.5%
세전이익	260	23	314	198	260	0.3%	31.6%	274	-4.9%
지배주주순이익	181	7	221	136	178	-1.7%	30.7%	179	-0.6%
영업이익률	8.3%	6.1%	10.4%	12.1%	9.5%			9.3%	
세전이익률	10.5%	0.8%	13.5%	8.0%	11.5%			11.7%	
지배주주순이익률	7.3%	0.3%	9.5%	5.5%	7.9%			7.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

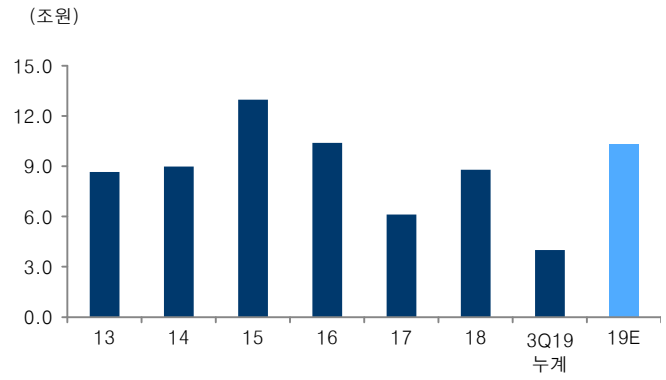
대림산업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액 (연결)	2,836	2,957	2,464	2,728	10,984	2,322	2,468	2,254	2,488	9,532	10,295
건설	2,186	2,194	1,742	1,924	8,046	1,521	1,609	1,495	1,638	6,263	6,910
- 토목	295	312	276	352	1,235	264	265	275	300	1,104	1,229
- 플랜트	428	268	231	274	1,201	176	151	199	216	741	924
- 건축(주택포함)	1,454	1,605	1,227	1,290	5,576	1,072	1,186	1,015	1,115	4,387	4,729
- 조정	9	9	8	8	34	9	7	7	7	30	28
유화	298	314	321	270	1,203	282	289	255	260	1,085	1,048
연결자회사	350	449	401	533	1,733	520	569	504	591	2,184	2,338
% 원가율 (연결)	85.4%	87.5%	86.1%	89.2%	87.1%	82.9%	83.1%	84.7%	84.7%	83.8%	85.3%
건설	87.6%	89.5%	87.0%	91.4%	88.9%	82.5%	82.2%	85.8%	85.5%	84.0%	86.4%
- 토목	91.3%	92.9%	96.0%	91.1%	92.7%	90.7%	88.8%	91.5%	92.5%	90.9%	91.7%
- 플랜트	93.8%	104.0%	79.5%	109.2%	96.8%	84.3%	92.4%	93.8%	94.0%	91.3%	93.0%
- 건축(주택포함)	84.9%	86.2%	86.2%	86.8%	86.0%	80.1%	79.2%	82.5%	81.8%	80.8%	83.6%
유화	85.8%	84.0%	86.0%	88.8%	86.1%	86.7%	85.8%	86.0%	87.2%	86.4%	85.7%
연결자회사	72.3%	80.2%	82.5%	81.8%	79.6%	81.8%	84.3%	80.7%	81.2%	82.0%	81.9%
영업이익(연결)	248	225	205	167	845	241	298	215	215	968	930
건설	159	126	135	88	507	147	195	137	133	611	573
유화	23	33	33	15	104	21	25	22	18	87	84
연결자회사	66	66	38	72	242	72	78	56	64	270	274
% 영업이익률(연결)	8.8%	7.6%	8.3%	6.1%	7.7%	10.4%	12.1%	9.5%	8.6%	10.2%	9.0%
건설	7.3%	5.7%	7.7%	4.6%	6.3%	9.7%	12.1%	9.2%	8.1%	9.8%	8.3%
유화	7.8%	10.6%	10.2%	5.6%	8.7%	7.6%	8.6%	8.7%	7.1%	8.0%	8.0%
연결자회사	18.9%	14.8%	9.5%	13.4%	14.0%	13.9%	13.8%	11.1%	10.8%	12.4%	11.7%

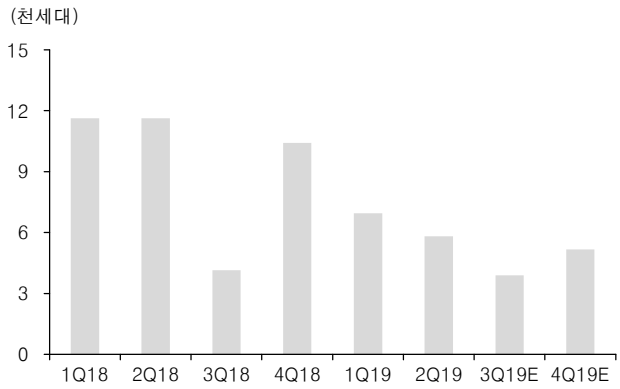
자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 연간 신규수주 추이 및 가이던스



자료: 대림산업, 유안타증권 리서치센터

대림산업 분기별 주택 입주물량 추이



자료: 대림산업, 유안타증권 리서치센터

대림산업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정 (단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	3,305	
1) 건설부문 (별도)	2,415	
- EBITDA	604	12개월 선행 기준
- EV/EBITDA	4	대형 Peer 평균 할인
2.유화부문 (별도)	347	
- EBITDA	87	12개월 선행 기준
- EV/EBITDA	4.0	화학 Cycle 고려한 Target Multiple
3) 연결자회사	543	
- 삼호	147	시가총액, 지분율 72.9%, 할인율 30% 적용
- 삼호 외	396	12개월 선행 기준, Multiple 4x(건설, 유화 평균 10% 할인), 비상장 30%할인
2. 자산가치 (비영업가치)	1,125	
- 여천 NCC	770	19년 EBITDA 5,500억원*EV/EBITDA 4.5x*비상장 30%할인*지분율50%
- 고려개발	41	시가총액, 지분율 44%, 할인율 30% 적용
- 기타 관계기업, 공동주식	313	장부가 30% 할인
4. 순차입금	-128	12개월 선행 기준
5. 주주가치 (=1+2+3-4)	4,557	
- 발행주식수㈜	34,800,000	
목표주가	130,000	
현재주가	97,300	10월 8일 종가 기준
Upside	33.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 (000210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	**123,355**	**109,845**	**95,319**	**102,953**	**109,144**
매출원가	111,395	95,643	79,891	87,835	93,641
매출총이익	11,961	14,202	15,428	15,118	15,503
판관비	6,502	5,748	5,743	5,816	6,009
영업이익	**5,459**	**8,454**	**9,685**	**9,302**	**9,494**
EBITDA	6,652	9,760	11,069	10,695	10,908
영업외손익	1,294	491	149	699	747
외환관련손익	-648	152	468	239	239
이자손익	-651	-624	-405	-404	-380
관계기업관련손익	4,368	2,602	2,175	2,099	2,099
기타	-1,774	-1,639	-2,089	-1,236	-1,211
법인세비용차감전순손익	6,753	8,944	9,834	10,001	10,241
법인세비용	1,673	2,164	2,569	2,700	2,765
계속사업순손익	5,080	6,781	7,265	7,300	7,476
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,080	6,781	7,265	7,300	7,476
지배지분순이익	**4,905**	**6,464**	**6,795**	**6,862**	**7,028**
포괄순이익	4,843	6,115	7,302	7,337	7,513
지배지분포괄이익	4,647	5,847	6,873	6,919	7,084

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

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	**67,277**	**63,666**	**62,614**	**62,794**	**65,321**
현금및현금성자산	19,318	21,345	19,658	19,644	21,272
매출채권 및 기타채권	31,672	14,399	14,660	14,853	15,753
재고자산	7,181	9,989	9,059	9,059	9,059
비유동자산	66,748	64,671	74,202	74,434	77,136
유형자산	20,710	20,702	21,501	22,350	23,179
관계기업등 지분관련자산	12,850	11,474	14,057	15,692	17,388
기타투자자산	11,814	10,102	12,738	11,252	11,252
자산총계	**134,025**	**128,337**	**136,816**	**137,228**	**142,457**
유동부채	49,032	45,300	46,066	42,359	43,049
매입채무 및 기타채무	32,679	17,754	18,050	18,690	19,050
단기차입금	1,647	1,869	1,470	1,360	1,080
유동성장기부채	7,933	6,269	5,722	6,232	6,832
비유동부채	28,049	22,534	23,283	21,197	19,367
장기차입금	13,572	10,338	9,607	9,457	8,907
사채	8,393	8,118	8,660	6,810	5,550
부채총계	**77,081**	**67,835**	**69,349**	**63,556**	**62,416**
지배지분	50,643	53,900	60,088	66,293	72,662
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	54,083	60,287	66,656
비지배지분	6,301	6,602	7,379	7,379	7,379
자본총계	**56,943**	**60,502**	**67,467**	**73,671**	**80,041**
순차입금	**7,226**	**-2,268**	**-297**	**-1,883**	**-5,001**
총차입금	32,485	26,632	26,039	24,439	22,949

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**4,376**	**11,045**	**7,202**	**7,774**	**8,150**
당기순이익	5,080	6,781	7,265	7,300	7,476
감가상각비	1,109	1,203	1,281	1,290	1,310
외환손익	142	21	-350	-239	-239
종속,관계기업관련손익	-4,681	-3,015	-2,279	-2,099	-2,099
자산부채의 증감	-4,655	-3,328	-5,911	-4,831	-4,981
기타현금흐름	7,381	9,383	7,197	6,353	6,683
투자활동 현금흐름	**-2,374**	**-3,808**	**-5,633**	**-4,166**	**-4,226**
투자자산	870	-922	-1,356	-520	-580
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,360	-1,485	-2,250	-2,250	-2,250
유형자산 감소	23	53	111	111	111
기타현금흐름	-907	-1,453	-2,138	-1,507	-1,507
재무활동 현금흐름	**1,539**	**-5,256**	**-1,808**	**-2,251**	**-2,141**
단기차입금	-1,514	-227	-399	-110	-280
사채 및 장기차입금	3,261	-4,716	-759	-1,490	-1,210
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-253	-480	-800	-800	-800
기타현금흐름	44	167	149	149	149
연결범위변동 등 기타	5	46	-1,448	-1,372	-155
현금의 증감	**3,546**	**2,027**	**-1,687**	**-14**	**1,628**
기초 현금	15,772	19,318	21,345	19,658	19,644
기말 현금	19,318	21,345	19,658	19,644	21,272
NOPLAT	**5,459**	**8,454**	**9,685**	**9,302**	**9,494**
FCF	**-1,715**	**2,901**	**377**	**1,102**	**1,112**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	13,980	18,383	19,335	19,529	20,003
BPS	131,198	139,638	155,669	171,742	188,243
EBITDAPS	17,234	25,284	28,675	27,708	28,258
SPS	319,573	284,572	246,940	266,717	282,757
DPS	1,000	1,700	1,700	1,700	1,700
PER	**6.1**	**4.5**	**5.0**	**5.0**	**4.9**
PBR	**0.6**	**0.6**	**0.6**	**0.6**	**0.5**
EV/EBITDA	**6.6**	**3.5**	**3.8**	**3.8**	**3.5**
PSR	**0.3**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.3**

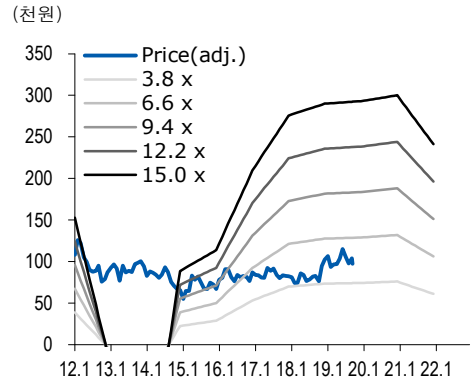
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	**25.2**	**-11.0**	**-13.2**	**8.0**	**6.0**
영업이익 증가율 (%)	**30.2**	**54.9**	**14.6**	**-4.0**	**2.1**
지배순이익 증가율 (%)	**84.9**	**31.8**	**5.1**	**1.0**	**2.4**
매출총이익률 (%)	9.7	12.9	16.2	14.7	14.2
영업이익률 (%)	**4.4**	**7.7**	**10.2**	**9.0**	**8.7**
지배순이익률 (%)	4.0	5.9	7.1	6.7	6.4
EBITDA 마진 (%)	5.4	8.9	11.6	10.4	10.0
ROIC	16.6	35.7	44.5	29.7	26.6
ROA	3.8	4.9	5.1	5.0	5.0
ROE	**10.1**	**12.4**	**11.9**	**10.9**	**10.1**
부채비율 (%)	135.4	112.1	102.8	86.3	78.0
순차입금/자기자본 (%)	14.3	-4.2	-0.5	-2.8	-6.9
영업이익/금융비용 (배)	5.2	7.4	9.6	9.2	9.5

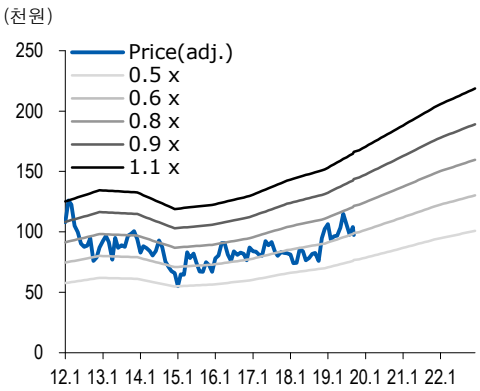
자료: 유안타증권

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

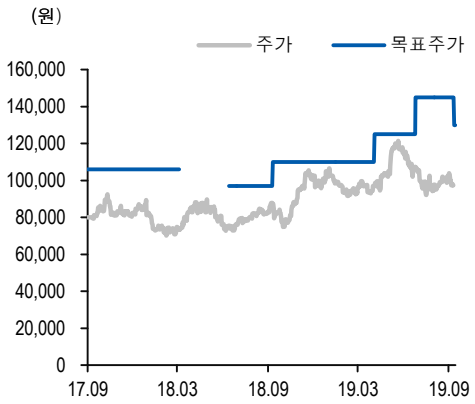
P/E band chart



P/B band chart



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-10	BUY	130,000	1년		
2019-07-24	BUY	145,000	1년	-31.76	-26.21
2019-05-02	BUY	125,000	1년	-12.81	-2.80
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
	담당자변경				
2017-09-04	BUY	106,000	1년	-23.76	-12.74

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-07

※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.