

2020. 1. 31



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

RA 김보라

02. 6454-4886

borakim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **140,000 원**

현재주가 (1.30) **83,800 원**

상승여력 **67.1%**

KOSPI 2,148.00pt

시가총액 29,162억원

발행주식수 3,480만주

유동주식비율 76.88%

외국인비중 48.83%

52주 최고/최저가 121,500원/82,600원

평균거래대금 102.7억원

주요주주(%)

대림코퍼레이션 외 6인 23.12

국민연금공단 12.79

BlackRock Fund Advisors 외 12인 5.00

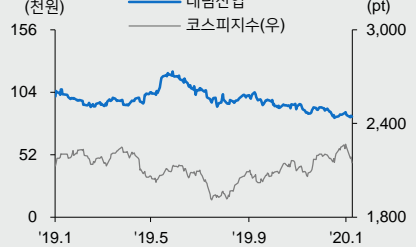
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.4 -20.6 -21.3

상대주가 -5.3 -24.6 -19.2

주가그래프



대림산업 000210

Stay or Stable

- ✓ 4분기 실적 서프라이즈 기록 - S-Oil PJ 관련 환입 700억 + 자체사업 효과
- ✓ 영업외부문에서 오산 세마 프로젝트 관련 총당 손실 1300억 인식(24년 착공 예정)
- ✓ 2019년 사상 최대 영업이익 1,1조원 기록, 2020년 영업이익도 유사한 수준
- ✓ 안정적인 실적 vs 성장이 없는 실적
- ✓ 복합기업의 이익 안정성 강화가 절대적으로 낮은 Valuation Level 을 높일 것

4분기 실적 서프라이즈 지속

2018년 하반기 이후 지속적으로 실적 서프라이즈를 기록하고 있는 이면에는 1) 자체 주택사업의 완공 매출 인식(세종, 춘천) 2) 도급 주택사업의 정산 이익 3) 연결 법인(삼호, 해외법인 등)의 실적 성장 등이다. 영업외 부문에서 인천 검단과 오산 세마 등 미착공 PF 관련 총당손실을 반영하였으나, 향후 착공 과정에서 회수 가능성이 있는 것으로 판단된다.

2020년 실적 사상최대 수준 유지+복합기업의 이익 다변화

2020년 영업이익은 2019년 발생한 일회성 이익의 감소(자체 주택사업 입주 효과 및 Soil 환입 등)에도 불구하고, 1) 고려개발 연결 인식 2) 서울숲 오피스 빌딩 매각 3) 2019년 인수한 미국 카리플렉스 실적 연결 반영 등에 따라 1조원을 상회하는 영업이익이 지속될 전망이다.

문제는 2019년 사상 최대이익 1.1조원 달성에도 불구하고 주가가 하락했다는 점이며, 2020년 정체될 것으로 예상되는 이익으로 주가 상승이 가능할지 여부이다.

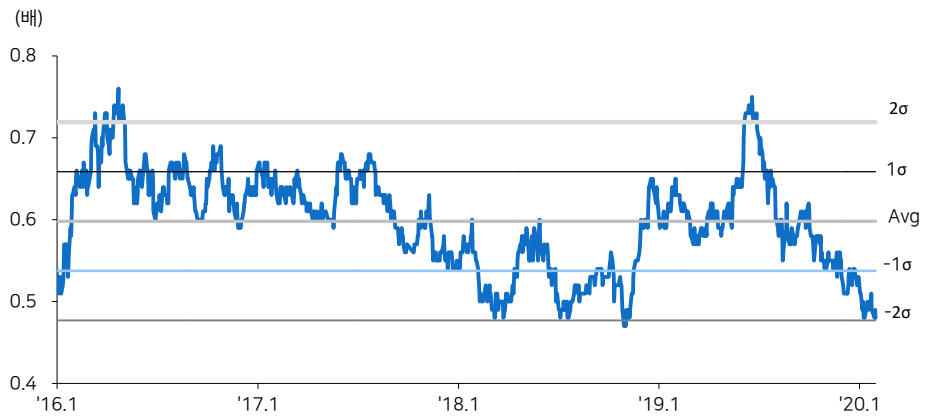
동사에 대한 투자 의견 매수와 적정주가를 유지하며, 향후 주가는 회복될 것으로 전망한다. 이는 1) 현재 4x 수준의 Valuation 이 정당화되기 위해서는 Cycle 산업의 특유의 급격한 이익감소가 동반되어야 하는데, 유화/건설/연결법인의 다변화 등으로 이익 안정성이 오히려 높아지고 있는 점 2) 각종 규제에도 불구하고 선행지표인 주택 분양 물량이 반등하고 있는 점(18년 1.5만호 19년 2.1만호 분양) 3) 투자 활동 및 M&A 확대에도 불구하고 순현금이 확대되는 점 등 때문이다.

(십억원)	매출액	영업이익	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
2019P	9,687.3	1,109.3	639.4	18,171	0.3	152,334	5.0	0.6	3.0	11.3	97.6
2020E	10,751.1	1,060.6	775.9	22,072	17.7	170,430	3.8	0.5	2.6	12.5	81.7
2021E	11,005.5	920.9	698.7	19,855	-10.0	186,427	4.2	0.4	2.6	10.1	77.7

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠	(% diff.)
매출액	2,736.3	2,727.6	0.3	2163.5	26.5	2,613.1	4.7	2,593.5	5.5
영업이익	347.7	166.7	108.6	223.0	55.9	256.6	35.5	256.2	35.7
세전이익	182.5	22.6	709.0	226.9	-19.6	237.1	-23.0	287.5	-36.5
순이익	119.1	7.0	1,596.6	160.5	-25.8	165.6	-28.1	194.0	-38.6
영업이익률(%)	12.7	6.1		10.3		9.8		9.9	
순이익률(%)	4.4	0.3		7.4		6.3		7.5	

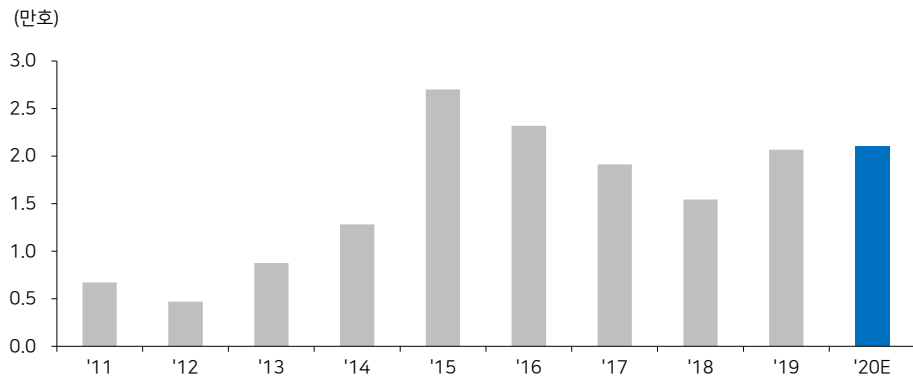
자료: 대림산업, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 대림산업 PBR 추이



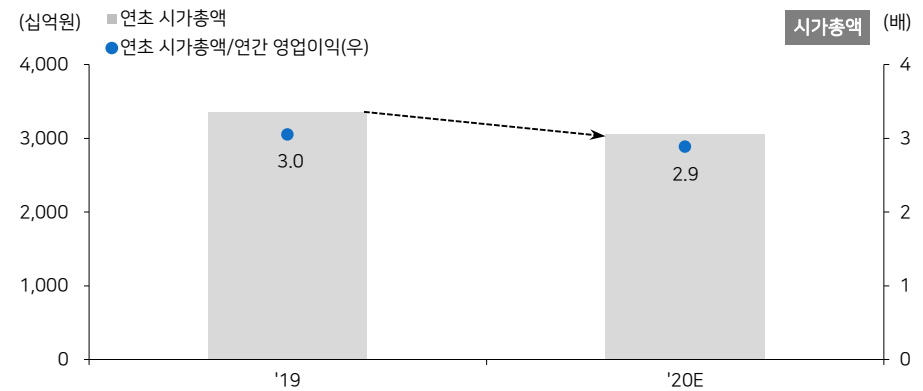
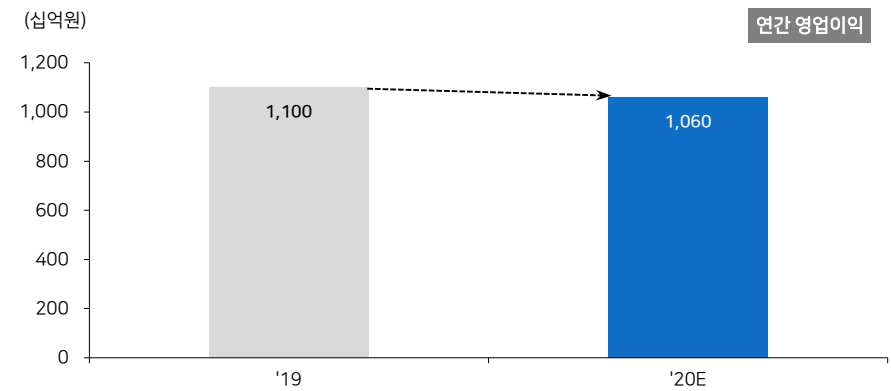
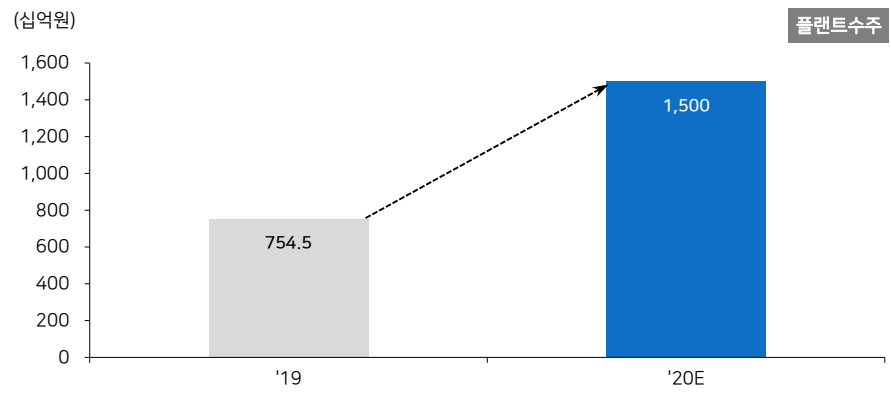
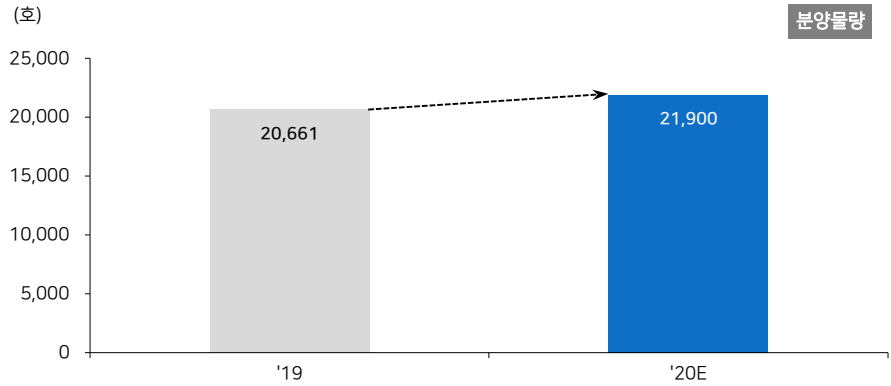
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 대림산업 분양물량 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 대림산업 2019 VS 2020E



자료: 대림산업, 메리츠증권증권 리서치센터

대림산업 (000210)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	12,335.5	10,984.5	9,687.3	10,751.1	11,005.5
매출액증가율 (%)	25.2	-11.0	-11.8	11.0	2.4
매출원가	11,139.5	9,564.3	7,998.1	8,946.9	9,286.2
매출총이익	1,196.1	1,420.2	1,689.2	1,804.3	1,719.3
판매관리비	650.2	574.8	579.9	743.6	798.4
영업이익	545.9	845.4	1,109.3	1,060.6	920.9
영업이익률	4.4	7.7	11.5	9.9	8.4
금융손익	-126.2	-36.3	-9.1	-42.2	-23.2
중속/관계기업손익	436.8	260.2	207.5	198.6	193.4
기타영업외손익	-181.2	-174.8	-386.1	-112.4	-91.9
세전계속사업이익	675.3	894.4	921.6	1,104.7	999.2
법인세비용	167.3	216.4	241.4	304.8	278.9
당기순이익	508.0	678.1	680.2	799.9	720.4
지배주주지분 손이익	490.5	646.4	639.4	775.9	698.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	437.6	1,104.5	760.1	890.7	1,012.5
당기순이익(손실)	508.0	678.1	680.2	799.9	720.4
유형자산상각비	110.9	120.3	144.3	142.0	135.6
무형자산상각비	8.4	10.3	10.5	8.7	6.8
운전자본의 증감	-465.5	-332.8	-344.8	-59.9	149.8
투자활동 현금흐름	-237.4	-380.8	-469.5	-331.7	-668.9
유형자산의증가(CAPEX)	-236.0	-148.5	-226.5	-100.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	-365.2	210.2	-199.7	-324.5	-475.6
재무활동 현금흐름	153.9	-525.6	-613.6	-62.9	-233.1
차입금의 증감	354.6	-570.7	-364.0	6.8	-155.7
자본의 증가	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	354.6	202.7	-322.7	496.1	110.6
기초현금	1,577.2	1,931.8	2,134.5	1,811.8	2,307.9
기말현금	1,931.8	2,134.5	1,811.8	2,307.9	2,418.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	6,727.7	6,366.7	6,426.0	6,414.7	6,851.5
현금및현금성자산	1,931.8	2,134.5	1,811.8	2,307.9	2,418.4
매출채권	349.0	273.6	287.3	253.1	298.5
재고자산	718.1	998.9	1,018.8	764.1	802.3
비유동자산	6,674.8	6,467.1	6,607.1	6,880.9	7,284.1
유형자산	2,071.0	2,070.2	2,061.0	2,019.0	1,953.4
무형자산	70.2	51.7	40.7	32.0	25.2
투자자산	2,466.4	2,157.6	2,322.5	2,647.0	3,122.6
자산총계	13,402.5	12,833.7	13,033.0	13,295.6	14,135.6
유동부채	4,903.2	4,530.0	4,430.2	3,868.4	4,105.3
매입채무	1,617.3	1,217.8	1,193.5	1,074.1	1,266.9
단기차입금	164.7	186.9	107.8	67.8	57.8
유동성장기부채	793.3	626.9	587.9	487.9	437.9
비유동부채	2,805.0	2,253.4	2,008.4	2,110.2	2,074.3
사채	839.3	811.8	583.2	783.2	683.2
장기차입금	1,357.2	1,033.8	925.0	875.0	875.0
부채총계	7,708.2	6,783.5	6,438.6	5,978.6	6,179.6
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	-175.7	-175.7	-175.7
이익잉여금	4,398.7	4,793.0	5,298.5	5,996.9	6,614.4
비지배주주지분	630.1	660.2	714.4	738.3	760.0
자본총계	5,694.3	6,050.2	6,594.5	7,316.9	7,956.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	354,469	315,646	278,371	308,940	316,249
EPS(지배주주)	13,980	18,383	18,171	22,072	19,855
CFPS	27,718	36,603	36,884	37,287	33,471
EBITDAPS	19,116	28,045	36,324	34,809	30,554
BPS	131,198	139,638	152,334	170,430	186,427
DPS	1,000	1,700	1,800	2,000	2,000
배당수익률(%)	1.2	1.7	2.0	2.4	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	5.9	5.6	5.0	3.8	4.2
PCR	3.0	2.8	2.5	2.2	2.5
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
EBITDA	665.2	976.0	1,264.1	1,211.3	1,063.3
EV/EBITDA	6.6	4.3	3.0	2.6	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.1	12.4	11.3	12.5	10.1
EBITDA 이익률	5.4	8.9	13.0	11.3	9.7
부채비율	135.4	112.1	97.6	81.7	77.7
금융비용부담률	0.8	1.0	1.1	1.0	0.9
이자보상배율(x)	5.2	7.4	10.7	9.7	9.1
매출채권회전율(x)	37.1	35.3	34.5	39.8	39.9
재고자산회전율(x)	15.2	12.8	9.6	12.1	14.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대림산업 (000210) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

