

대림산업 (000210)

건설



투자 의견	BUY (M)
목표주가	111,000원 (M)
현재주가 (8/28)	89,200원
상승여력	24%

시가총액	32,643억원
총발행주식수	38,600,000주
60일 평균 거래대금	207억원
60일 평균 거래량	241,490주
52주 고	104,000원
52주 저	49,000원
외인지분율	40.43%
주요주주	대림코퍼레이션 외 6인 23.12%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.6	3.8	(5.8)
상대	2.2	(10.5)	(22.3)
절대(달러환산)	7.7	8.7	(3.5)

주가 급등, 분할 기대감?

대림산업의 주가 급등, 업종 호재보다는 분할 기대감 반영 추정

8월 25일, 대림산업 주가는 13.5% 급등으로 마감했다. 일간 기준으로는 코로나 19로 인한 변동성 확대 시기였던 올해 3월 20일(KOSPI + 7.4%, 대림산업 + 15.6%) 이후 가장 높은 주가 상승률을 기록했다. 같은 날, 대림산업을 제외한 주요 대형 건설사 평균(현대건설 등 4개사 기준) 주가 상승률이 2.1% 수준임을 감안한다면 건설업종의 호재 반영보다는 대림산업의 개별 이슈에 기인한 결과로 판단한다.

대림산업 주가 상승의 가장 큰 이유로는 대림산업의 분할 기대감이 반영된 것으로 추정한다.

분할 기대감, 지나친 낙관론에 대해서는 경계할 필요

대림산업에 대한 시장의 기대 시나리오 중 하나는 별도 기준 건설과 유화 사업의 분할을 통한 복합기업의 디스카운트 해소 등에 있다. 이러한 분할 기대감의 배경에는 1) 건설 자회사 합병 [삼호 + 고려개발 → 대림건설] 과 대림 C&S 매각 결정 등 대림그룹 사업 재편 2) 8월 25일, '공정경제 3법' 으로 불리는 법안 제·개정안의 국무회의 의결 3) 대림산업 사옥 이전(기존 사옥 재건축 예정) 등이 영향을 미친 것으로 판단한다.

다만, 이러한 분할 기대감의 지나친 낙관론에 대해서는 경계할 필요가 있다는 판단이다. 대림산업은 현재 '오너 → 대림코퍼레이션 → 대림산업 → 대림건설 등 자회사' 의 지배구조를 가지고 있다. 중장기적인 대림코퍼레이션 + 대림산업 합병 시나리오 하에 (지주회사 지분 요건 강화를 위한) 대림산업의 지주/사업 회사로의 분할 등 다양한 방법에 대한 가능성은 동사의 분할 이벤트가 무조건적인 주주의 수혜로 판단하기 어려운 이유이다.

분할 가능성을 배제하더라도 저평가 매력은 유효

8월 25일 주가 급등에도 불구하고, 4분기 일회성(성수동 오피스 매각) 이익 반영 등 2020년 약 1.2조원의 최대 영업이익의 시현으로 현 주가는 Peer 대비 저평가 영역에 머물러 있다. 분할 기대감을 배제하더라도 동사에 대한 '매수' 의견은 유효하다는 판단이다. 북미 ECC 투자 철수 이후 Cariflex 브라질 Capa 증설 결정 등은 수술용 장갑 등에 사용되는 합성고무 수요 증가 수혜와 함께 동사의 화학 부문 specialty에 대한 투자 방향성은 지속될 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	24,579	13.6	-1.8	25,144	-2.2
영업이익	2,401	7.7	-21.6	2,549	-5.8
세전계속사업이익	2,543	12.1	-26.9	2,652	-4.1
지배순이익	1,652	2.9	-7.8	1,818	-9.1
영업이익률 (%)	9.8	-0.5 %pt	-2.4 %pt	10.1	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	6.7	-0.7 %pt	-0.5 %pt	7.2	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	109,845	97,001	107,379	106,733
영업이익	8,454	11,301	12,143	11,008
지배순이익	6,464	6,650	7,645	7,762
PER	4.5	5.2	4.1	4.0
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.5	3.3	2.9	3.2
ROE	12.4	11.7	12.2	11.1

자료: 유안타증권

국내의 주요 건설업체 기간별 주가변동 [20.08.28 일 증가 기준]

	1D	1W	1M	3M	YTD
현대건설	2.2%	0.5%	-4.8%	-3.5%	-22.8%
대림산업	13.5%	13.2%	6.6%	3.8%	-1.4%
대우건설	2.0%	-4.8%	-18.0%	-15.7%	-35.0%
GS 건설	2.9%	1.4%	-4.5%	-9.8%	-18.8%
삼성엔지니어링	1.3%	0.9%	-3.3%	-0.4%	-7.7%
HDC 현대산업개발	5.0%	7.9%	0.2%	3.3%	-39.6%
JGC	-2.1%	-1.6%	2.4%	-1.6%	-33.8%
Chiyoda	-0.7%	-2.6%	-3.6%	0.4%	-5.7%
Saipem	-0.1%	0.8%	-17.0%	-18.7%	-58.4%
Fluor	-0.6%	3.4%	-14.1%	-16.7%	-48.3%
Technicas Reunidas	1.0%	2.5%	-13.8%	-23.8%	-54.4%

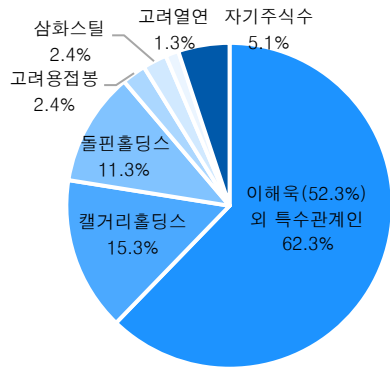
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

공정경제 3 법 주요내용 요약

법안	내용	세부내용
상법 개정안	다중대표소송 도입	- 모회사 주주가 손해를 발생시킨 자회사 이사를 상대로 법적 책임 추궁 가능
	감사위원 분리 선임	- 감사위원 중 1명 이상을 이사와 분리해 선출 : (자산총액 2조원 이상 또는 자산총액 1천억원 이상 중 감사위원회를 설치한 상장회사) - 감사위원 선임/해임 시 최대주주는 특수관계인 등 합산 3%, 일반주주는 3% 초과 주식에 의결권 제한
	주주총회 결의요건 완화	- 전자투표 활용한 감사 선임 시, 출석 주주 의결권의 과반수만으로 의결할 수 있도록 주주총회 요건 완화
공정거래법 개정안	전속고발제 폐지	- 누구나 담합행위 검찰 고발 가능, 검찰이 자체 판단으로 수사 착수 가능
	과징금 2배 상향	- 담합 : 10% → 20% / 시장지배력 남용 : 3% → 6% / 불공정거래행위 : 2% → 4% 과징금 비율 상향 - 법원의 자료 제출 명령제 도입
	일감 몰아주기 규제 기준 강화 신규 지주회사 지분 요건 강화	- 총수 일가 지분, 상장/비상장회사 모두 20% 이상으로 강화 (기존 총수 일가 지분 30% 이상 등) - 상장기업 : 20% → 30% / 비상장기업 : 40% → 50%
금융그룹감독법 제정안	금융그룹 감독에 관한 법률 제정안	- 금융자산 5조원 이상의 복합 금융그룹 중 비지주 금융그룹 감독 법적 근거 마련 : 대표회사로 선정한 금융사를 중심으로 그룹 위험관리 정책 마련 : 그룹 내부통제 관리기구 및 위험관리 협의회 설치 운영

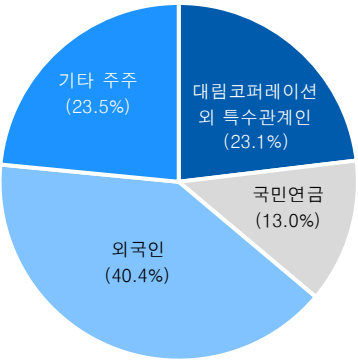
자료: 유안타증권 리서치센터

대림코퍼레이션 주주 구성



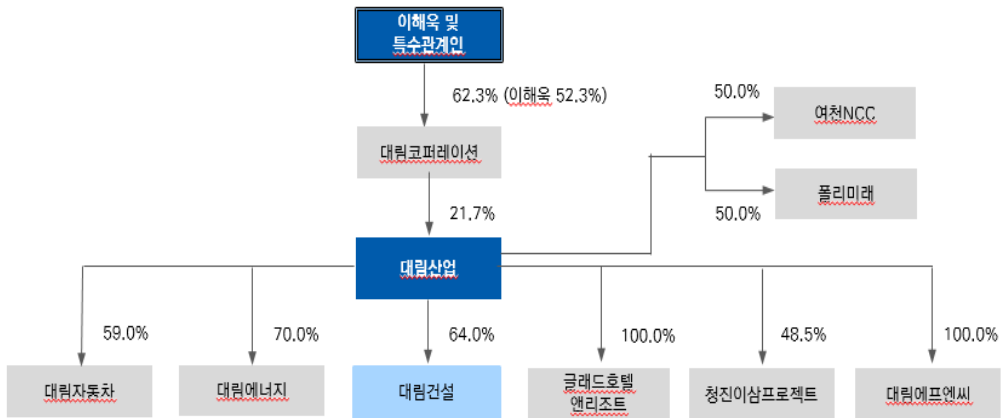
자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 주주 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

대림그룹 지배구조 및 대림산업 주요 자회사/지분법회사 요약



자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결)	2,322	2,468	2,164	2,747	9,700	2,509	2,502	2,458	3,269	10,738	10,673
건설	1,521	1,609	1,303	1,800	6,233	1,463	1,568	1,438	2,211	6,680	6,504
- 토목	264	265	274	281	1,085	216	213	225	232	886	1,016
- 플랜트	176	151	189	357	874	299	396	335	363	1,392	1,415
- 주택/건축	1,072	1,186	831	1,147	4,235	942	954	872	1,609	4,376	4,045
- 조정	9	7	9	15	39	7	6	6	7	26	28
유화	282	289	286	258	1,115	253	176	239	255	922	1,013
연결자회사	520	569	575	689	2,352	794	758	781	803	3,136	3,156
% 원가율 (연결)	82.9%	83.1%	83.2%	82.6%	82.9%	81.4%	82.4%	84.4%	83.3%	82.9%	83.9%
건설	82.5%	82.2%	84.1%	81.1%	82.3%	80.7%	82.0%	84.4%	82.6%	82.4%	83.8%
- 토목	90.7%	88.8%	92.2%	87.8%	89.9%	90.2%	95.1%	94.8%	92.2%	93.1%	90.5%
- 플랜트	84.3%	92.4%	80.0%	71.9%	79.7%	80.5%	80.2%	83.5%	83.8%	82.0%	83.6%
- 주택/건축	80.1%	79.2%	82.4%	82.1%	80.8%	78.3%	79.5%	81.8%	80.8%	80.2%	81.9%
유화	86.7%	85.8%	85.7%	88.9%	86.7%	88.6%	81.1%	85.1%	85.3%	85.3%	85.9%
연결자회사	81.8%	84.3%	79.9%	84.1%	82.6%	80.6%	83.4%	84.1%	84.4%	83.1%	83.5%
영업이익(연결)	241	298	223	369	1,130	290	306	240	378	1,214	1,101
건설	147	195	104	295	741	165	209	123	284	780	665
유화	21	25	23	6	75	5	19	21	17	62	76
연결자회사	72	78	96	67	314	120	78	97	77	371	360
% 영업이익률(연결)	10.4%	12.1%	10.3%	13.4%	11.7%	11.6%	12.2%	9.8%	11.6%	11.3%	10.3%
건설	9.7%	12.1%	8.0%	16.4%	11.9%	11.3%	13.3%	8.5%	12.8%	11.7%	10.2%
유화	7.6%	8.6%	7.9%	2.4%	6.7%	2.0%	10.8%	8.8%	6.8%	6.8%	7.5%
연결자회사	13.9%	13.8%	16.7%	9.8%	13.4%	15.1%	10.3%	12.4%	9.6%	11.8%	11.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

건설업종 Peer Valuation Table

기업		대림산업	현대건설	대우건설	GS 건설	삼성 ENG	JGC	Chiyoda	Saipem	Fluor	Technicas
시가총액 (백만달러)		2,626	3,076	1,083	1,708	1,923	2,818	659	2,170	1,354	722
P/E(배)	2017A	6.5	20.1	9.4	—	—	—	—	—	18.3	31.9
	2018A	6.1	15.9	7.4	5.6	50.3	35.2	40.3	—	11.4	95.7
	2019A	5.3	11.6	9.3	5.6	12.9	15.5	—	435.6	—	—
	2020E	4.3	8.8	4.6	4.4	8.1	29.4	5.2	—	7.6	11.6
	2021E	4.6	7.6	3.5	4.2	6.8	20.0	9.7	300.8	6.1	6.6
P/B(배)	2017A	0.6	0.6	1.1	0.6	2.4	1.3	1.2	0.8	2.2	3.3
	2018A	0.7	1.0	1.0	1.0	3.3	1.5	1.7	0.8	1.5	3.5
	2019A	0.5	0.7	0.8	0.6	2.8	0.9	—	1.1	—	4.2
	2020E	0.5	0.5	0.5	0.5	1.4	0.7	2.9	0.6	0.8	1.8
	2021E	0.5	0.5	0.4	0.4	1.2	0.7	7.9	0.6	0.7	1.4
ROE(%)	2017A	9.2	3.2	12.1	-5.3	-4.4	-5.5	-23.1	-7.0	5.9	9.0
	2018A	11.2	6.0	13.2	17.3	6.6	4.3	4.1	-11.1	7.1	3.0
	2019A	10.6	6.3	8.8	11.8	24.6	6.0	—	0.3	—	-2.8
	2020E	12.2	6.2	10.7	11.2	19.4	2.4	-94.9	-11.1	10.9	18.0
	2021E	10.5	6.8	12.6	10.9	19.2	4.2	31.6	0.2	13.8	20.8
EV/EBITDA(배)	2017A	7.0	4.0	7.3	7.8	25.2	—	2.9	5.8	7.6	9.6
	2018A	4.5	6.2	4.8	3.3	13.4	15.9	—	4.5	5.1	15.4
	2019A	3.0	4.9	7.4	4.2	7.2	8.7	—	4.4	—	9.1
	2020E	2.7	4.3	4.7	3.7	3.9	4.4	3.7	4.7	3.7	2.7
	2021E	2.5	3.6	3.8	3.2	2.9	3.1	3.8	3.8	3.1	1.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대림산업 (000210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액	109,845	97,001	107,379	106,733	108,617	
매출원가	95,643	80,425	88,989	89,546	91,303	
매출총이익	14,202	16,576	18,390	17,187	17,314	
판매비	5,748	5,275	6,247	6,180	6,245	
영업이익	8,454	11,301	12,143	11,008	11,069	
EBITDA	9,760	12,820	13,971	12,528	12,599	
영업외손익	491	-1,723	296	967	1,319	
외환관련손익	152	319	611	-146	-296	
이자손익	-624	-460	-501	-380	-350	
관계기업관련손익	2,602	2,142	1,024	2,037	2,229	
기타	-1,639	-3,724	-838	-544	-264	
법인세비용차감전순손익	8,944	9,578	12,439	11,974	12,389	
법인세비용	2,164	2,475	3,160	3,233	3,345	
계속사업순손익	6,781	7,103	9,279	8,741	9,044	
중단사업순손익	0	0	-819	0	0	
당기순이익	6,781	7,103	8,459	8,741	9,044	
지배지분순이익	6,464	6,650	7,645	7,762	8,022	
포괄순이익	6,115	7,101	8,484	8,766	9,068	
지배지분포괄이익	5,847	6,637	7,872	8,266	8,551	

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

현금흐름표					(단위: 억원)
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	11,045	9,522	10,919	9,616	10,096
당기순이익	6,781	7,103	8,459	8,741	9,044
감가상각비	1,203	1,408	1,467	1,430	1,440
외환손익	21	-91	-425	146	296
중속, 관계기업관련손익	-3,015	-2,499	-1,183	-2,037	-2,229
자산부채의 증감	-3,328	-4,367	-4,230	-4,274	-5,194
기타현금흐름	9,383	7,969	6,831	5,610	6,740
투자활동 현금흐름	-3,808	-1,373	-8,692	-4,169	-4,109
투자자산	-920	-2,150	-713	-580	-600
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,485	-1,685	-4,728	-4,108	-4,218
유형자산 감소	53	104	9	9	9
기타현금흐름	-1,455	2,358	-3,260	510	700
재무활동 현금흐름	-5,256	-3,868	1,731	-2,972	-3,722
단기차입금	-227	-1,269	-291	-200	-170
사채 및 장기차입금	-4,716	-1,810	3,133	-1,660	-2,440
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-480	-747	-650	-650	-650
기타현금흐름	167	-42	-462	-462	-462
연결범위변동 등 기타	46	-35	-1,856	-3,699	-1,096
현금의 증감	2,027	4,247	2,102	-1,223	1,170
기초 현금	19,318	21,345	25,592	27,693	26,470
기말 현금	21,345	25,592	27,693	26,470	27,640
NOPLAT	8,454	11,301	12,143	11,008	11,069
FCF	2,901	3,847	1,927	1,174	200

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

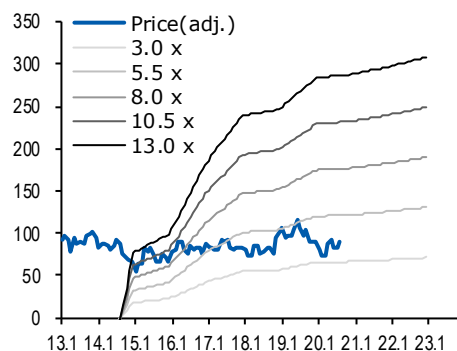
재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	63,666	67,397	68,050	68,647	70,927
현금및현금성자산	21,345	25,592	27,693	26,470	27,640
매출채권 및 기타채권	14,399	12,531	12,640	13,900	14,210
재고자산	9,989	11,201	8,680	9,020	9,380
비유동자산	64,671	67,055	76,863	82,772	86,740
유형자산	20,702	20,173	22,085	24,754	27,522
관계기업등 지분관련자산	11,474	13,376	14,023	14,603	15,203
기타투자자산	10,102	10,798	11,115	11,375	11,745
자산총계	128,337	134,452	144,913	151,419	157,667
유동부채	45,300	42,714	42,490	42,470	41,990
매입채무 및 기타채무	17,754	18,153	18,021	18,131	18,311
단기차입금	1,869	1,515	1,720	1,520	1,350
유동성장기부채	6,269	4,861	5,249	4,709	3,409
비유동부채	22,534	24,371	27,087	26,517	25,877
장기차입금	10,338	10,527	13,427	12,857	12,017
사채	8,118	8,963	8,270	7,720	7,420
부채총계	67,835	67,085	69,577	68,987	67,867
지배지분	53,900	59,373	66,457	73,552	80,920
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
자본잉여금	5,389	5,384	5,384	5,384	5,384
이익잉여금	47,930	53,299	60,438	67,696	75,214
비지배지분	6,602	7,994	8,879	8,879	8,879
자본총계	60,502	67,367	75,336	82,431	89,799
순차입금	-2,268	-2,279	-1,123	-1,811	-5,690
총차입금	26,632	26,591	29,486	27,656	25,066

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	18,383	18,962	21,822	22,158	22,860
BPS	139,638	153,815	172,168	190,549	209,637
EBITDAPS	25,284	33,212	36,194	32,455	32,641
SPS	284,572	251,297	278,184	276,511	281,392
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300	1,300
PER	4.5	5.2	4.1	4.0	3.9
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.5	3.3	2.9	3.2	2.8
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	-11.0	-11.7	10.7	-0.6	1.8	
영업이익 증가율 (%)	54.9	33.7	7.4	-9.3	0.6	
지배순이익 증가율 (%)	31.8	2.9	15.0	1.5	3.3	
매출총이익률 (%)	12.9	17.1	17.1	16.1	15.9	
영업이익률 (%)	7.7	11.7	11.3	10.3	10.2	
지배순이익률 (%)	5.9	6.9	7.1	7.3	7.4	
EBITDA 마진 (%)	8.9	13.2	13.0	11.7	11.6	
ROIC	35.7	66.4	41.2	24.8	22.6	
ROA	4.9	5.1	5.5	5.2	5.2	
ROE	12.4	11.7	12.2	11.1	10.4	
부채비율 (%)	112.1	99.6	92.4	83.7	75.6	
순차입금/자기자본 (%)	-4.2	-3.8	-1.7	-2.5	-7.0	
영업이익/금융비용 (배)	7.4	11.3	12.5	12.2	12.4	

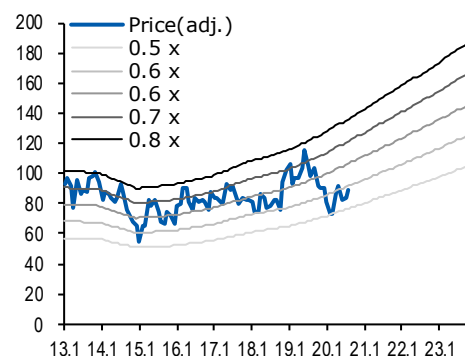
P/E band chart

(천원)



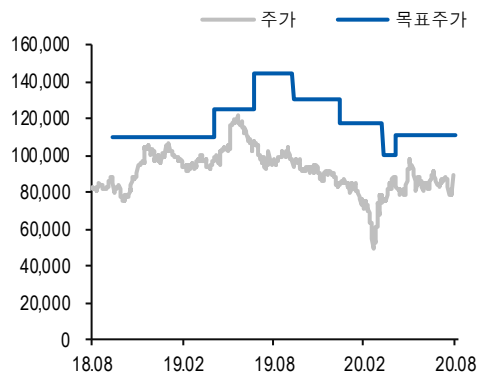
P/B band chart

(천원)



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-31	BUY	111,000	1년		
2020-05-04	BUY	111,000	1년		
2020-04-09	BUY	100,000	1년	-19.11	-11.90
2020-01-14	BUY	117,000	1년	-36.35	-25.13
2019-10-10	BUY	130,000	1년	-29.85	-24.69
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

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)	1.3
Buy(매수)	86.7
Hold(중립)	12.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-28

※ 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 투자사결정은 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.