

2020. 9. 14



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

RA 김보라

02. 6454-4886

borakim@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월) 40,000 원

현재주가 (9.11) 26,100 원

상승여력 53.3%

KOSPI 2,396.69pt

시가총액 5,756억원

발행주식수 2,205만주

유동주식비율 33.64%

외국인비중 2.59%

52주 최고/최저가 30,900원/11,100원

평균거래대금 39.4억원

주요주주(%)

대림산업 외 5인 66.36

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.6 63.1 28.9

상대주가 -5.8 29.9 10.2

주가그래프



대림건설 001880

도시재생 시대와 브랜드를 가진 건설

- ✓ 2020년 7월 대림건설 출범 - 삼호가 신주발행을 통해 고려개발 흡수합병
- ✓ PER 2.9x, 시가총액 수준의 순현금, 높은 ROE 등 저평가
- ✓ 모회사 대림산업 66%의 확고한 지배력 확보, 향후 그룹 내 대림건설의 역할이 중요
- ✓ 도급순위 상승에 따라 재건축/재개발 및 PF 사업 등 확대 + 주주가치 제고 기대
- ✓ 적정주가 40,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

성장하는 17위 업체 - 그룹 내 역할 변화 가능성

2020년 7월 도급순위 30위의 삼호와 54위의 고려개발이 합병하며, 17위의 대림건설이 탄생하였다. 기존 삼호와 고려개발은 e편한세상 브랜드를 활용하여 중소형 주택사업을 진행하거나, 대림산업의 신용보강을 통해 PF 사업을 진행하였다. 합병 이후 도급순위 상승과 재무안전성 강화에 따라 수도권과 지방광역시에서 독자적인 대형 주택사업 입찰 및 PF 사업이 확대될 것으로 판단된다.

재무 안정성 - 시가총액 수준의 순현금, 배당 정책 변화 기대

2020년 기말 기준 순현금은 시가총액 수준으로 추정된다. 당사의 사업구조가 재건축/재개발 중심이라는 점을 고려하면 토지 매입비가 크지 않으며, 향후 연평균 2,000억원 수준의 현금흐름 창출이 가능하다. 급증하는 순현금 가치를 인정받기 위해서는 결국 배당 정책 변화가 필요하다. 삼호는 워크아웃 졸업 후 2018년부터 배당을 재개하였다. 모회사 대림산업이 66%의 확고한 지배력을 확보한 입장에서 향후 주주가치 제고방안, 배당정책 등에 대한 변화가 예상된다.

극단적인 저평가 - PER 2.9x, ROE 30%

2020년 매출 1,903.8억, 영업이익 232.6억, 2021년 매출 2,144.1억, 영업이익 262.8억 원으로 각각 PER 2.9x와 2.8x 수준이다. 향후 수도권 및 광역시 도시재생 사업에서 중소형 업체 중 유일하게 상위업체와 경쟁이 가능하다.

2021년 영업이익 기준 Target multiple은 대형건설업체 대비 20% 할인한 3.2x를 적용하며, 향후 배당성향 또는 주주가치 정책이 변화될 경우 순현금 가치에 대한 추가 반영이 가능하다. 적정주가 40,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	965.6	90.9	64.5	4,251	-0.1	24,218	3.4	0.6	-1.1	18.7	116.6
2019	1,279.9	143.0	95.1	6,265	47.4	30,161	3.2	0.7	-0.8	23.0	86.0
2020E	1,903.8	232.6	165.4	8,876	41.7	27,795	2.9	0.9	0.2	29.9	121.3
2021E	2,144.1	262.8	206.3	9,356	5.4	35,890	2.8	0.7	-0.5	27.8	100.4
2022E	2,325.2	288.3	224.2	10,164	8.6	44,561	2.6	0.6	-1.1	23.9	85.0

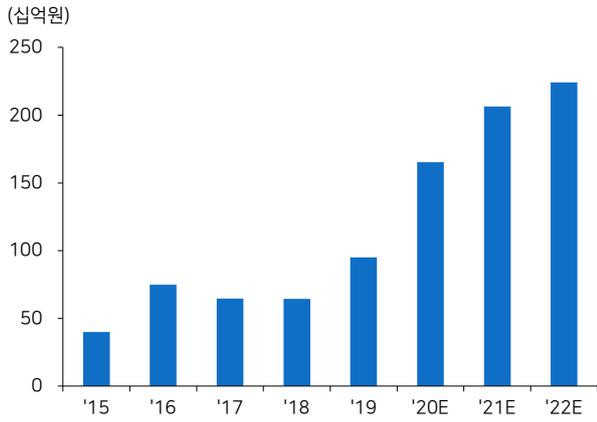


Contents

Key Chart	3
1. 위기와 산업재편	4
1) 2009년 금융위기 = 100대 건설업체 중 60% 부도 및 워크아웃	4
2) 2009~2014년 건설산업 재편과 체질 개선	6
3) 삼호, 고려개발 워크아웃 진행(2008~2015년)	9
2. 살아남은 자의 호황국면 진입	13
1) 효율성과 안전성을 확보한 상태에서 주택 가격 상승 본격화	13
2) 삼호, 고려개발 실적 턴어라운드	16
3. 2020~2025년 브랜드를 가진 중소형 건설업체의 도약 시기	19
1) 시장에서 소외되는 이유는 성장의 한계 = 토지 부족 문제	19
2) 신규 토지 개발이 아니라 이미 존재하는 토지의 개발시대	20
3) 7월 공공 재건축, 재개발 법안 - 건축비 증가로 연결	22
4. 합병 이후 대림건설의 그룹 내 역할과 배당 정책 변화	24
1) 2020년 7월 대림건설 출범과 이후 그룹 내 역할	24
2) 이익의 장기 성장 지속	29

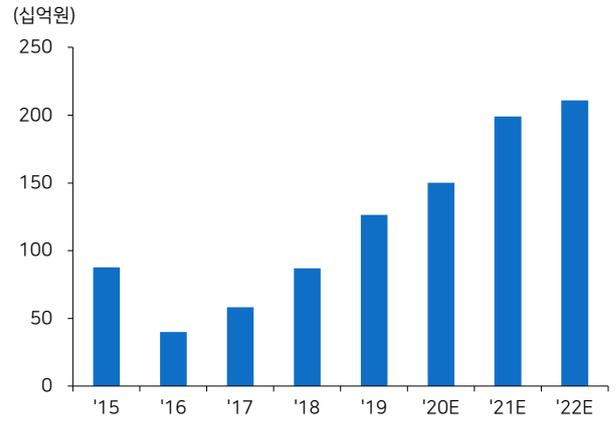
Key Chart

그림1 대림건설 순이익 추이



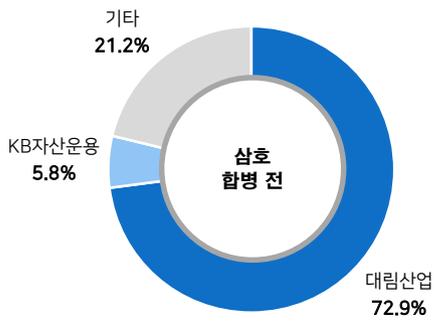
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 대림건설 영업활동현금흐름 추이



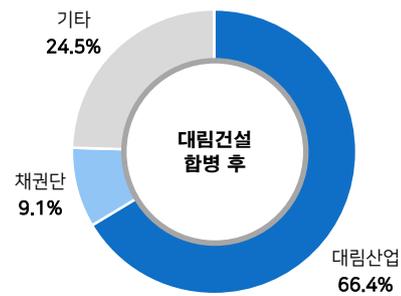
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 삼호 합병 전 지분구조



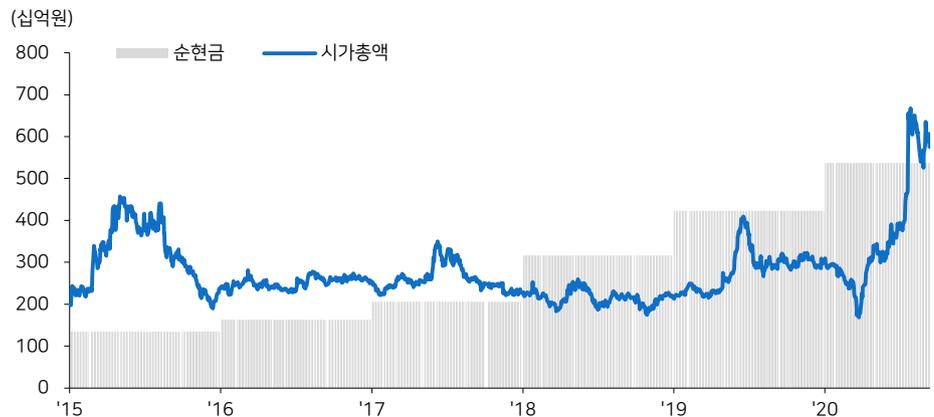
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 대림건설 합병 후 지분구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 대림건설 시가총액 vs 순현금 추이



자료: Quantisiwe, 메리츠증권 리서치센터

대림건설 (001880)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	965.6	1,279.9	1,903.8	2,144.1	2,325.2
매출액증가율 (%)	12.5	32.6	48.7	12.6	8.4
매출원가	838.3	1,097.5	1,597.3	1,803.4	1,954.4
매출총이익	127.3	182.4	306.5	340.7	370.8
판매관리비	36.4	39.4	73.9	78.0	82.6
영업이익	90.9	143.0	232.6	262.8	288.3
영업이익률	9.4	11.2	12.2	12.3	12.4
금융손익	3.9	6.4	8.5	10.3	14.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.5	-17.5	-15.0	2.0	-4.0
세전계속사업이익	88.3	131.9	226.1	275.1	298.9
법인세비용	23.8	36.8	60.6	68.8	74.7
당기순이익	64.5	95.1	165.4	206.3	224.2
지배주주지분 순이익	64.5	95.1	165.4	206.3	224.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	695.7	743.9	1,259.1	1,495.0	1,733.7
현금및현금성자산	330.2	314.0	567.5	709.0	869.9
매출채권	50.5	43.7	131.0	150.7	163.4
재고자산	1.2	0.7	45.0	50.6	54.9
비유동자산	100.4	107.8	174.7	181.6	187.5
유형자산	3.3	3.4	3.1	2.9	2.7
무형자산	2.0	2.7	2.1	1.7	1.4
투자자산	46.9	58.8	126.6	134.1	140.5
자산총계	796.1	851.7	1,433.8	1,676.5	1,921.2
유동부채	309.9	357.6	592.8	660.4	713.1
매입채무	163.4	121.0	278.2	313.3	339.8
단기차입금	0.0	0.0	18.0	13.0	11.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	118.6	36.3	193.1	179.6	169.5
사채	40.6	0.0	140.0	120.0	105.0
장기차입금	50.5	0.7	0.7	0.7	0.7
부채총계	428.5	393.9	786.0	840.0	882.6
자본금	75.9	75.9	103.4	103.4	103.4
자본잉여금	36.3	36.3	46.6	46.6	46.6
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	255.7	345.9	498.1	686.7	888.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.6	457.8	647.8	836.5	1,038.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	87.1	126.3	150.1	199.1	210.9
당기순이익(손실)	64.5	95.1	165.4	206.3	224.2
유형자산상각비	0.4	5.0	0.3	0.2	0.2
무형자산상각비	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3
운전자본의 증감	-27.7	-41.7	-16.2	-7.9	-13.8
투자활동 현금흐름	6.5	-43.5	-96.3	-23.2	-18.2
유형자산의증가(CAPEX)	-0.5	-0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	27.6	-12.0	-67.7	-7.5	-6.4
재무활동 현금흐름	-94.1	-99.0	199.8	-34.4	-31.7
차입금의 증감	-94.9	-83.9	168.0	-21.1	-14.1
자본의 증가	0.0	0.0	37.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-0.5	-16.2	253.5	141.6	160.9
기초현금	330.7	330.2	314.0	567.5	709.0
기말현금	330.2	314.0	567.5	709.0	869.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	63,609	84,317	102,160	97,223	105,436
EPS(지배주주)	4,251	6,265	8,876	9,356	10,164
CFPS	7,737	12,200	11,721	12,037	12,913
EBITDAPS	6,034	9,772	12,526	11,946	13,095
BPS	24,218	30,161	27,795	35,890	44,561
DPS	250	400	600	800	1,000
배당수익률(%)	1.7	2.0	2.3	3.1	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	3.4	3.2	2.9	2.8	2.6
PCR	1.9	1.6	2.2	2.2	2.0
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
PBR	0.6	0.7	0.9	0.7	0.6
EBITDA	91.6	148.3	233.4	263.4	288.8
EV/EBITDA	-1.1	-0.8	0.2	-0.5	-1.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.7	23.0	29.9	27.8	23.9
EBITDA 이익률	9.5	11.6	12.3	12.3	12.4
부채비율	116.6	86.0	121.3	100.4	85.0
금융비용부담률	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
이자보상배율(x)	21.9	47.9	54.6	36.5	44.4
매출채권회전율(x)	37.2	27.2	21.8	15.2	14.8
재고자산회전율(x)	1,303.2	1,296.0	83.3	44.9	44.1

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 종가대비 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	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대림건설 (001880) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.09.14	기업분석	Buy	40,000	박형렬	-	-	

