



## 대림건설 (001880)

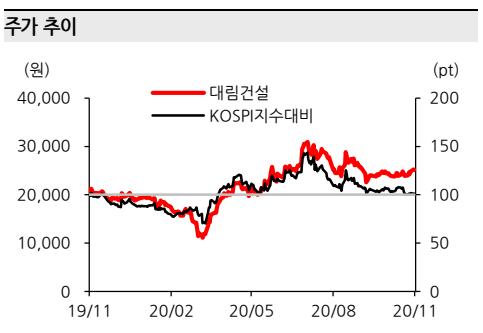
변화의 바람이 분다

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

## Not Rated

현재 주가(11/18)	25,500원
상승여력	
시가총액	5,624억원
발행주식수	22,053천주
52 주 최고가 / 최저가	30,900 / 11,100원
90 일 일평균 거래대금	22.17억원
외국인 지분율	2.5%
주주 구성	
대림산업 (외 6 인)	66.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.5	1.4	20.9	20.6
상대수익률(KOSPI)	-4.2	-7.0	-10.6	2.8
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	911	859	966	1,280
영업이익	92	84	91	143
EBITDA	93	84	92	148
지배주주순이익	75	65	65	95
EPS	4,935	4,256	4,251	6,265
순차입금	-163	-206	-316	-423
PER	3.4	3.5	3.4	3.2
PBR	1.0	0.7	0.6	0.7
EV/EBITDA	1.0	0.3	-1.1	-0.8
배당수익률	n/a	n/a	1.7	2.0
ROE	33.9	22.2	18.7	23.0



대림건설의 2020년 3분기 실적 NDR 후기를 작성했습니다. 양호한 재무 현황과 향후 실적 성장을 감안하면 벤류에이션 수준이 극히 낮다는 판단입니다. 현재로선 건설 업종 내 찾아보기 힘든 쌈 주식입니다.

## 커진 몸집과 달라진 능력치

2020년 7월 1일부로 대림건설(구, 삼호)과 고려개발의 합병이 이루어졌다. 삼호와 고려개발은 대림산업 내 계열사로 2019년 기준 각각 시공능력평가순위 30위, 54위에 위치해 있는 건설사였다. 합병 이후 자산총계 1.5조 원, 자본총계 8천억 원 규모의 회사로 거듭났으며, 시가총액도 5천억 원대 수준으로 KOSPI 건설업 내 손꼽히는 중견 건설사의 몸집을 갖추게 됐다. 올해 발표된 시공능력평가에서 전년 30위에서 단숨에 17위로 올라서며 확실한 레벨업을 보여줬다.

## 올해 도시정비 수주의 슈퍼 루키

삼호와 고려개발의 워크아웃 졸업으로 본격적인 수주의 서막이 올랐다면, 두 회사의 합병은 여기에 속도를 붙일 전망이다. 올해 신규 수주는 2.7조 원으로 작년 1.5조 원 대비 80% 가량 늘어날 전망이며, 내년에도 3조 원 이상의 수주를 계획하고 있다. 최근 수주에서 괄목할 만한 점은 도시정비 사업 수주 성과다. 동사는 'e편한세상' 브랜드 경쟁력을 바탕으로 대형 정비사업 수주에 본격적으로 나서기 시작했는데, 올해 도시정비 사업 수주만 1조 원을 돌파(3Q말 수주잔고 1.7조 원)하며 업계 내 7위를 기록해 대형사와 어깨를 나란히 했다. 이를 바탕으로 내년에는 9000세대에 가까운 분양 공급이 이루어질 계획이며, 이에 실적 성장도 점차 가속화될 전망이다.

## 현재로선 찾아보기 힘든 쌈 주식

양호한 재무 현황과 향후 실적 성장을 감안하면 동사의 벤류에이션 수준은 극히 낮다. 대림산업의 지배구조 관련 이슈가 대부분 해소되고 실적도 잠시 정체기에 접어들면서 주가가 고점대비 조정을 받았으나, 1) 수주 성과와 분양 계획을 통해 실적 성장의 가시성이 높아지고 있고, 2) 시가총액 대비 풍부한 순현금(3000~3500억 원)을 확보하고 있으며, 3) 현 주가가 12M Fwd. P/E 2.9배, P/B 0.66배('20년 예상 ROE 21%대)로 절대적으로도, 상대적으로도 낮은 수준에 머물러 있어 매수 전략이 유효한 구간이라는 판단이다.

## 1. 새 시대의 맞이

### 커진 몸집과 달라진 능력치

2020년 7월 1일부로 대림건설(구, 삼호)과 고려개발의 합병이 이루어졌다. 삼호와 고려개발은 대림산업 내 계열사로 2019년 기준 각각 시공능력평가순위 30위, 54위에 위치해 있는 건설사였다. 합병 이후 자산총계 1.5조 원, 자본총계 8천억 원 규모의 회사로 거듭났으며, 시가총액도 5천억 원대 수준으로 KOSPI 건설업 내 손꼽히는 중견 건설사의 몸집을 갖추게 됐다. 올해 발표된 시공능력평가에서 전년 30위에서 단숨에 17위로 올라서며 확실한 레벨업을 보여줬다.

두 회사의 합병 시너지는 긍정적으로 평가된다. 삼호는 주택에 강점이 있고, 고려개발은 토목에 강점이 있어 향후 균형있는 사업 포트폴리오를 바탕으로 안정적이고 지속적인 성장이 가능할 것으로 전망되기 때문이다. 대림건설은 이번 합병을 통해 기존 회사의 경쟁력을 강화하고 경영 시너지를 극대화해 2025년까지 10대 건설사 진입을 목표로 하고 있다고 밝혔다.

[표1] 회사 개요

회사명	대림건설(합병 후)	삼호	고려개발
대표이사	조남창	조남창	곽수윤
설립일	1956년 10월 17일	1956년 10월 17일	1965년 3월 31일
시공능력 순위	17위(2020년)	30위(2019년)	54위(2019년)
부채총액	7,621 억 원	4,946 억 원	4,092 억 원
자본총액	7,904 억 원	5,055 억 원	1,773 억 원
부채비율	96.4%	97.8%	230.8%
신용등급	BBB+(긍정적)	BBB+(안정적)	-

주: 삼호와 고려개발의 재무정보는 2020년 3월 기준 증권발행실적보고서의 내용

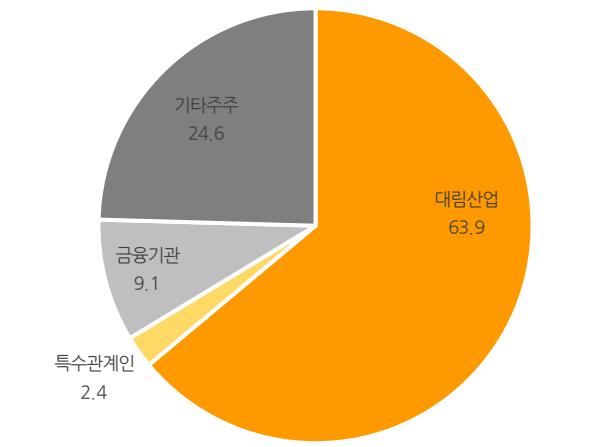
자료: 대림건설, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 합병관련 일정 및 내용

일정	내용	비고
2020.03.27	합병 계약 (삼호 : 고려개발 = 1: 0.4516274)	
2020.07.01	합병 기일	
2020.07.02	합병 등기	
2020.07.21	신주 상장	
2021.04.01	디엘건설(가칭) 상호 변경	예정

자료: 대림건설, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주주 구성(2020년 3분기 말 기준)



자료: 대림건설, Dart, 한화투자증권 리서치센터

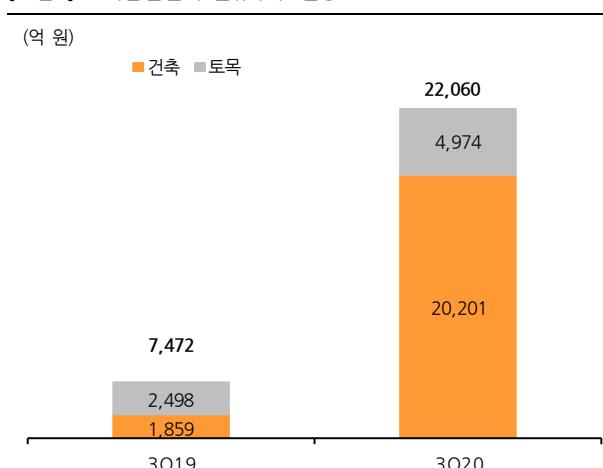
## 2. 본격적인 수주 성장과 그 의미

### 수주로 증명되는 경쟁력

삼호와 고려개발이 각각 2016년 12월, 2019년 11월에 워크아웃을 출업하면서 본격적인 수주의 서막이 올랐다면, 두 회사의 합병은 여기에 속도를 붙일 전망이다. '20년 3분기 누적 신규수주는 약 2.2조 원(3Q말 수주잔고 4.9조 원)으로 2019년 연간 신규수주 1.5조 원(연말 수주잔고 3.9조 원)대비 큰 폭으로 늘어났다. 올해 신규수주 목표는 약 2.7조 원(연말 수주잔고 5.3조 원)이며, 내년에도 3조 원 이상의 수주를 계획하고 있다.

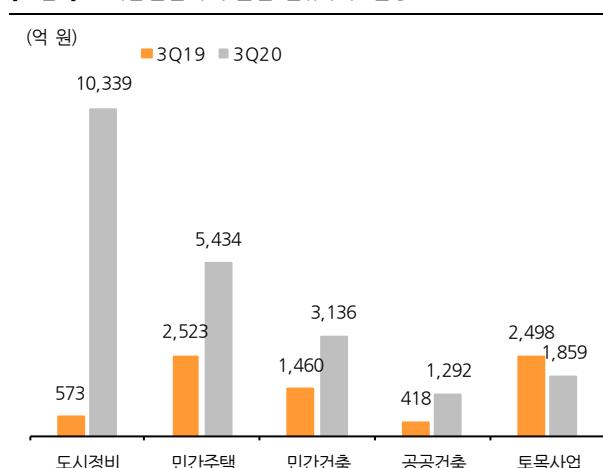
최근 수주에서 괄목할 만한 점은 도시정비 사업 수주 성과다. 동사는 'e편한세상' 브랜드 경쟁력을 바탕으로 대형 정비사업 수주에 본격적으로 나서기 시작했는데, 올해 도시정비 사업 수주만 1조 원을 돌파(3Q말 수주잔고 1.7조 원)하며 업계 내 7위를 기록해 대형사와 어깨를 나란히 했다. 주요 수주 현장으로는 동사 최대 규모 수주인 인천 금송구역(5031억 원)을 비롯해 대전 삼성 1구역, 인천 송월, 대전 옥계2구역 등이 있다. 참고로 본계약 체결 전 가계약 프로젝트의 규모만 약 2조 원이 넘어서는 것으로 파악돼 내년 이후의 수주 성과도 양호할 것으로 기대된다.

[그림2] 대림건설의 신규수주 현황



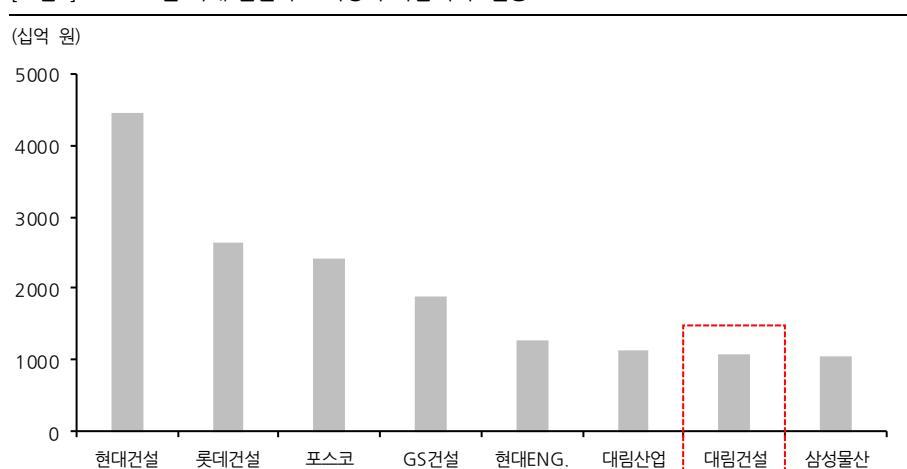
주: 삼호 및 대림건설 기준 / 자료: 대림건설, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 대림건설의 부문별 신규수주 현황



주: 삼호 및 대림건설 기준 / 자료: 대림건설, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 2020년 국내 건설사 도시정비 사업 수주 현황



주: 11월 2일 기준 / 자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

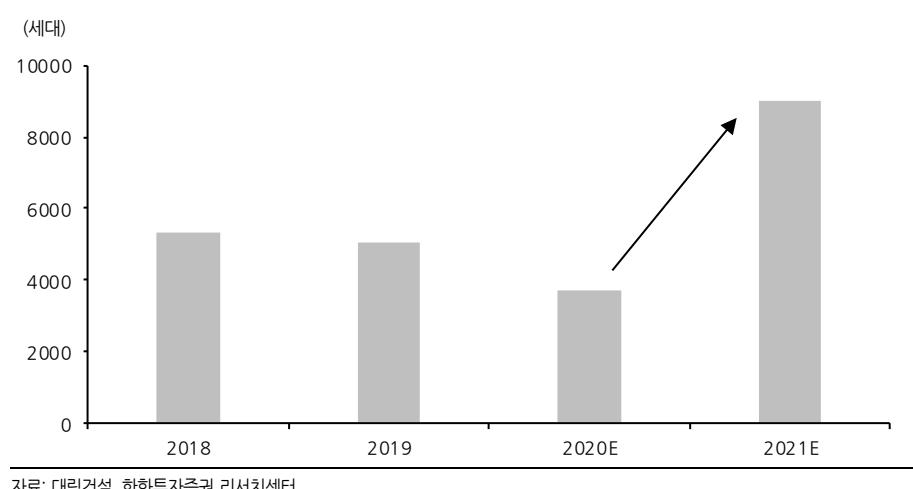
## 2021년 분양 증가

건축 부문의 두드러진 수주 성과와 풍부해진 수주잔고를 바탕으로 내년 이후 분양공급 물량도 크게 늘어날 전망이다. 삼호와 고려개발 합산 기준 분양 세대수는 2017년 6175 세대를 기록한 이후 2018년 5325세대, 2019년 5053세대, 2020년 예상 3713세대로 감소 추세를 나타냈으나 2021년에는 9000세대에 가까운 분양이 이루어질 계획이며 총 17개 사업지 중 12개가 상반기 분양 예정(세대수 기준 상반기 비중 53%)인 만큼 분양 성과의 가시성도 높다는 판단이다.

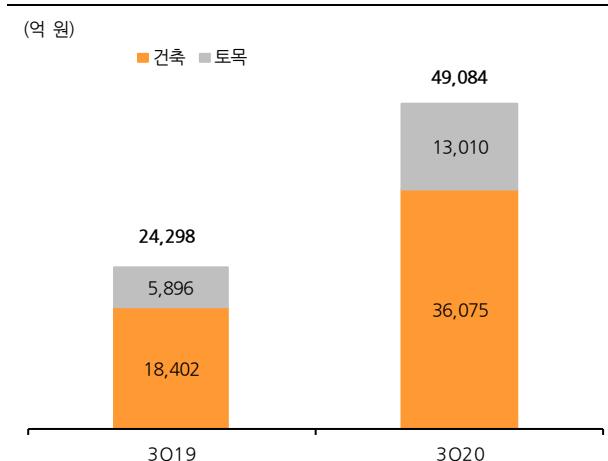
실적 성장  
가속화 전망

내년 중 이 분양 물량이 대부분 소화되고 나면 동사의 실적은 내후년부터 본격적인 성장 구간에 진입하게 된다. 대림건설은 올해 매출액 2.1조 원, 영업이익 2300억 원 수준을 달성할 것으로 추정되며, 내년에는 이의 중심의 안정적 성장을 이어가고 내후년부터는 보다 가파른 성장이 이어질 것으로 예상한다. 동사는 2025년 매출 3.5조 원, 영업이익 4000억 원 이상을 달성하고 10위권 건설사로 도약한다는 계획을 밝힌 바 있다.

[그림5] 대림건설과 고려개발 합산 분양공급 세대수 추이 및 계획



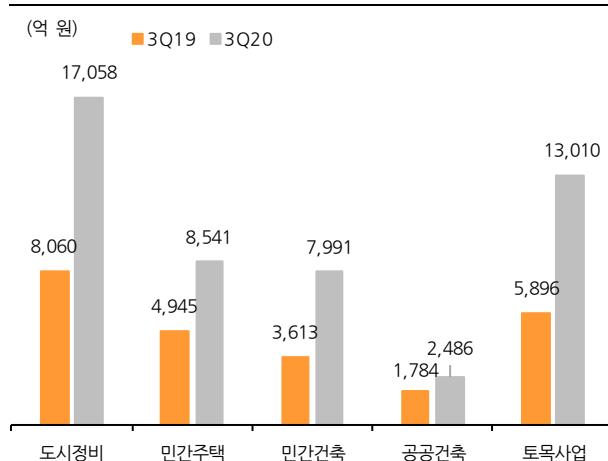
[그림6] 대림건설의 수주잔고 현황



주: 삼호 및 대림건설 기준

자료: 대림건설, 한화투자증권 리서치센터

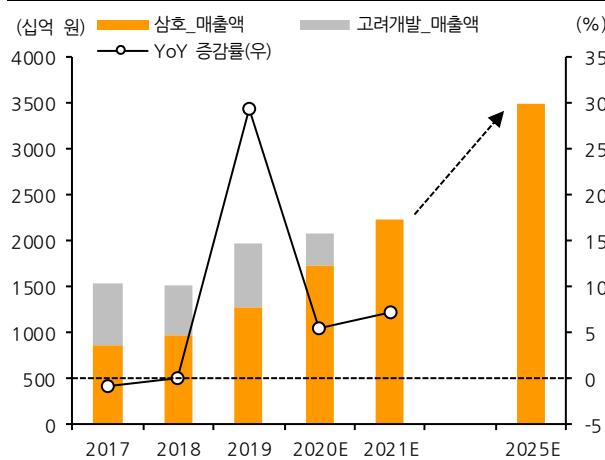
[그림7] 대림건설의 부문별 수주잔고 현황



주: 삼호 및 대림건설 기준

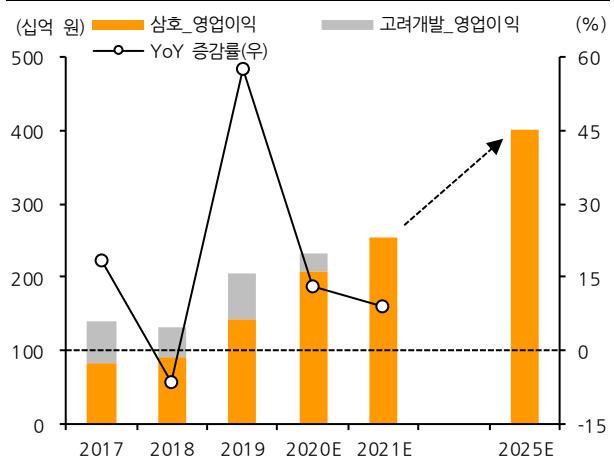
자료: 대림건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 대림건설과 고려개발 합산 매출액 추이 및 전망



자료: 대림건설, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 대림건설과 고려개발 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 대림건설, Dart, 한화투자증권 리서치센터

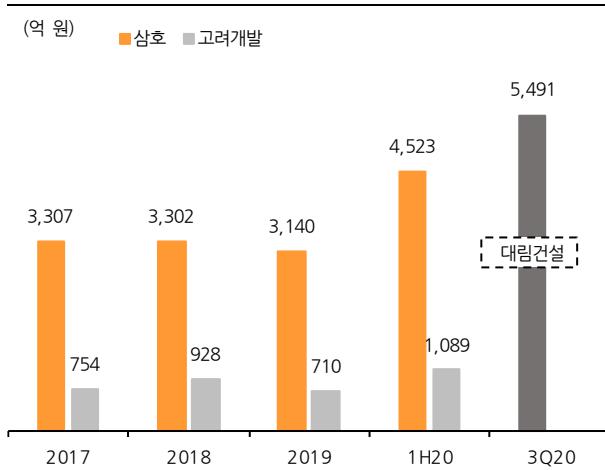
### 3. 순현금 기업의 최선은?

변화의 바람은  
주가에도 불어온다

동사는 올해 3분기 말 기준 현금 및 현금성 자산 5491억 원, 차입금 1868억 원을 보유하고 있으며, 연말까지 약 759억 원의 차입금을 상환해 순현금 3000~3500억 원, 부채비율 95.8%를 기록할 것으로 예상된다. 이를 바탕으로 지난 11월 9일에는 대림건설의 신용등급 전망이 BBB+(안정적)에서 BBB+(긍정적)으로 변경됐으며, 이에 따라 신용등급이 A-로 상향 조정될 가능성도 높아졌다. 건설사에 있어서 신용등급은 아파트 브랜드만큼 중요한 경쟁력이라는 점에서 상당한 의미가 있는 행보다.

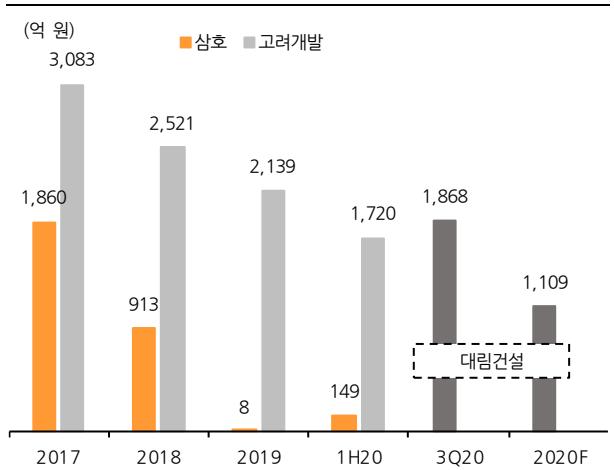
향후 주택을 중심으로 한 실적 성장이 예견됨에 따라 동사의 재무 현황은 더 좋아질 여지가 크다. 일차적으로는 차입금 상환을 통한 신용등급 상향에 초점을 두고 있지만 앞으로 3~4년 간 현금이 계속해서 쌓일 것으로 기대되는 만큼 신사업이나 배당 등 현금을 활용하는 과정에서의 기업가치 상승도 기대해볼 수 있겠다.

[그림10] 대림건설의 현금 및 현금성 자산 추이



자료: 대림건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 대림건설의 차입금 현황

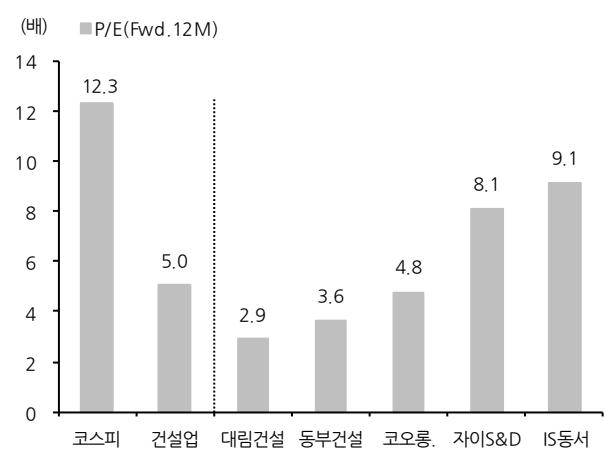


자료: 대림건설, 한화투자증권 리서치센터

현재로선  
찾아보기 힘든  
싼 주식

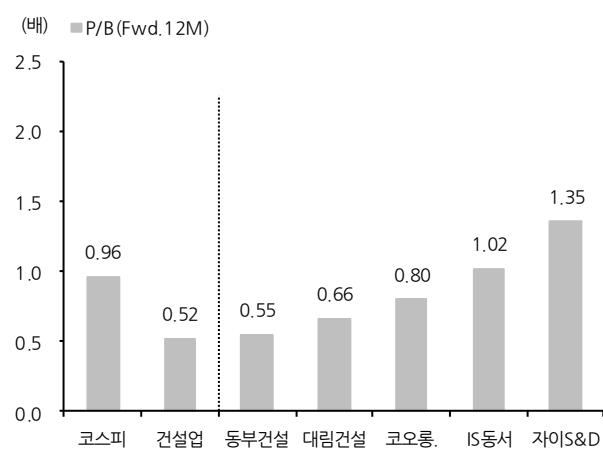
양호한 재무 현황과 향후 실적 성장을 감안하면 동사의 밸류에이션 수준은 극히 낮다. 모회사인 대림산업의 지배구조 관련 이슈가 대부분 해소되고 실적도 잠시 정체기에 접어들면서 주가가 고점대비 조정을 받았으나, 1) 수주 성과와 분양 계획을 통해 실적 성장의 가시성이 높아지고 있고, 2) 시가총액(약 5600억 원) 대비 풍부한 순현금(연말 3000~3500억 원 예상)을 확보하고 있으며, 3) 현 주가가 12M Fwd. P/E 2.9배, P/B 0.66 배('20년 예상 ROE 21%대)로 절대적으로도, 상대적으로도 낮은 수준에 머물러 있어 매우 전략이 유효한 구간이라는 판단이다.

[그림12] 중견 건설사 12M Fwd. P/E



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 중견 건설사 12M Fwd. P/B



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019	12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	893	911	859	966	1,280	유동자산	607	627	643	696	744
매출총이익	116	123	117	127	182	현금성자산	378	366	407	423	446
영업이익	90	92	84	91	143	매출채권	198	218	207	242	266
EBITDA	90	93	84	92	148	재고자산	5	5	0	1	1
순이자순익	-3	-1	5	4	7	비유동자산	100	113	129	100	108
외화관련손익	0	0	0	0	0	투자자산	97	109	122	95	102
지분법손익	0	0	0	0	0	유형자산	2	2	5	3	3
세전계속사업손익	54	96	87	88	132	무형자산	1	2	2	2	3
당기순이익	40	75	65	65	95	자산총계	707	739	772	796	852
지배주주순이익	40	75	65	65	95	유동부채	455	277	240	310	358
증가율(%)						매입채무	217	227	197	233	265
매출액	3.7	2.1	-5.8	12.5	32.6	유동성이자부채	198	17	10	11	21
영업이익	32.9	2.7	-9.1	8.5	57.3	비유동부채	68	204	209	119	36
EBITDA	32.9	2.7	-8.8	8.5	62.0	비유동이자부채	46	186	191	95	2
순이익	39.0	87.0	-13.8	-0.1	47.4	부채총계	524	481	449	428	394
이익률(%)						자본금	76	76	76	76	76
매출총이익률	13.0	13.5	13.6	13.2	14.2	자본잉여금	36	36	36	36	36
영업이익률	10.1	10.1	9.8	9.4	11.2	이익잉여금	68	143	207	256	346
EBITDA 이익률	10.1	10.2	9.8	9.5	11.6	자본조정	3	3	3	0	0
세전이익률	6.0	10.6	10.1	9.1	10.3	자기주식	0	0	0	0	0
순이익률	4.5	8.2	7.5	6.7	7.4	자본총계	183	258	323	368	458
현금흐름표						주요지표					
12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019	12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	88	40	58	87	126	주당지표					
당기순이익	40	75	65	65	95	EPS	2,639	4,935	4,256	4,251	6,265
자산상각비	0	0	1	1	5	BPS	12,066	17,020	21,250	24,218	30,161
운전자본증감	-1	-60	-51	-28	-42	DPS	0	0	0	250	400
매출채권 감소(증가)	-22	-30	5	-57	-18	CFPS	6,599	7,998	8,090	7,737	12,200
재고자산 감소(증가)	9	0	1	-1	1	ROA(%)	5.9	10.4	8.6	8.2	11.5
매입채무 증가(감소)	37	18	-31	37	8	ROE(%)	24.6	33.9	22.2	18.7	23.0
투자현금흐름	-40	-23	101	6	-44	ROIC(%)	82.3	194.1	87.6	100.6	253.8
유형자산처분(취득)	0	-1	0	2	-1	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	-1	-1	PER	5.9	3.4	3.5	3.4	3.2
투자자산 감소(증가)	-40	1	130	1	-24	PBR	1.3	1.0	0.7	0.6	0.7
재무현금흐름	-31	-30	0	-94	-99	PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
차입금의 증가(감소)	-31	-30	0	-94	-95	PCR	2.4	2.1	1.9	1.9	1.6
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	-4	EV/EBITDA	1.1	1.0	0.3	-1.1	-0.8
배당금의 지급	0	0	0	0	-4	배당수익률	n/a	n/a	n/a	1.7	2.0
총현금흐름	100	121	123	117	185	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-24	29	6	-32	-13	부채비율	285.9	186.2	139.3	116.6	86.0
(-)설비투자	0	1	0	0	1	Net debt/Equity	-73.4	-63.3	-63.9	-86.1	-92.4
(+)자산매각	0	-1	0	2	-1	Net debt/EBITDA	-149.1	-176.5	-244.0	-345.5	-285.4
Free Cash Flow	124	91	117	150	197	유동비율	133.3	226.1	268.3	224.5	208.0
(-)기타투자	25	53	74	55	72	이자보상배율(배)	15.5	16.0	14.6	21.9	47.9
잉여현금	99	38	42	96	124	자산구조(%)					
NOPLAT	67	72	62	66	103	투하자본	3.0	11.0	13.6	8.6	5.6
(+) Dep	0	0	1	1	5	현금+투자자산	97.0	89.0	86.4	91.4	94.4
(-)운전자본투자	-24	29	6	-32	-13	자본구조(%)					
(-)Capex	0	1	0	0	1	차입금	57.1	44.0	38.4	22.4	4.7
OpFCF	91	43	57	98	121	자기자본	42.9	56.0	61.6	77.6	95.3

주: IFRS 별도 기준

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2020년 11월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이재연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~-+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, 15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 별류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%