2020년 4월 1일

기업분석 | 건설/건자재

대림산업 (000210)

1Q20 Preview: 수급, 모멘텀, 펀더멘탈 삼박자

Analyst
김세련
02 3779 8634
sally.kim@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	100,000 원
현재주가	73,700 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI (3/31)		1,754.64 pt
시가총액		25,648 억원
발행주식수		34,800 천주
52주 최고가 /최저가		121,500 / 49,000 원
90일 일평균거래대금		139.28 억원
외국인 지분율		44.1%
배당수익률(20.12E)		2.3%
BPS(20.12E)		156,424 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	13.3%
	6 개월	-14.2%
	12 개월	-5.5%
주주구성	대림코퍼레이션	23.1%
	국민연금공단	12.9%
	BlackRock Fund Advisors	5.0%

Stock Price

들어올리는 수급, 외면할 수 없는 KCGI, 견고한 펀더멘탈

대림산업은 제 2의 한진칼이 될까? 대한항공 이슈가 마무리 된 KCGI의 다음 행보가 궁금하다. 대림산업의 지배구조를 살펴보면, 1) 최대주주인 대림코퍼레이션은 KCGI가 32.6%의 지분을 보유, 2대 주주로 등재되어 있으며, 2) 대림코퍼레이션의 대림산업 지분은 23.1%로 30%가 넘지 않는다. 3) 외국인 지분율도 44%로 높은 수준이다. 또한 4) 며칠 사이 '기타법인'이 계속 대림산업을 매수하고 있다. 이베스트투자증권은 지난 4분기 실적 리뷰 보고서를 통해 대림산업의 아쉬운 배당기조에 대해 언급한 바 있다. 대림산업은 Cariflex 사업부 인수 대금 지급을 포함한 화학 부문 CAPEX에 1조원 가량이 집행될 예정이다. 주택사업의 견조한 이익 증가에도 불구하고 배당이 전년 대비 23.4% 감소한 것은 투자자 입장에서 아쉬운 결정이다. 따라서 주주가치 제고를 위한 회사측의 새로운 의사 결정에 베팅하는 것은 합리적으로 판단, Trading BUY 의견을 유지하겠다. 건설 섹터 수급이 비어있기 때문에 주가 변동 폭이 확대된 상황이나, 전일 반등한 주가 기준으로도 PBR 0.47X, PER 3.75X이기 때문에 여전히 밸류에이션 메리트는 높다. 다만, 배당 이외에 자산 매각이나 유화 사업 분할의 시나리오까지 고려하기에는 대림산업의 재무구조가 우량하고, 화학 시황이 힘든 국면에서 시기적으로 분할을 논하기에는 바람직하지 않다는 판단이다. 또한 이해욱 부회장이 지난 3/27 정기 주총에서 사내이사 자리에서 물러난 바, 지분구조의 취약성에 따른 배당 기조의 전환 이외의 드라마틱한 이벤트에 대해 기대하는 것은 지나친 낙관이다.

1분기 실적은 연결법인인 삼호, 고려개발의 실적 개선과 플랜트 매출 턴어라운드에 따라 컨센서스 영업이익 대비 22% 높은 수준인 2,674억원으로 추정한다. 영업이익이 전년동기대비 감익될 그 어떤 요인도 존재하지 않는다. 단기 지배구조 모멘텀을 감안, 건설 Peer 대비 목표배수 프리미엄 적용에 따라 목표주가를 100,000원으로 상향한다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	10,984	9,689	10,004	10,386	10,310
영업이익	546	1,109	1,057	1,114	1,136
세전계속사업손익	894	921	1,082	1,136	1,159
순이익	678	680	811	852	869
EPS (원)	16,746	16,559	19,764	20,759	21,171
증감률 (%)	n/a	-1.1	19.4	5.0	2.0
PER (x)	6.1	4.5	3.7	3.6	3.5
PBR (x)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	4.2	2.8	1.9	1.2	0.5
영업이익률 (%)	5.0	11.4	10.6	10.7	11.0
EBITDA 마진 (%)	8.9	12.3	11.4	11.6	12.0
ROE (%)	13.0	12.6	14.2	13.3	12.2
부채비율 (%)	112.1	140.2	125.7	113.4	102.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

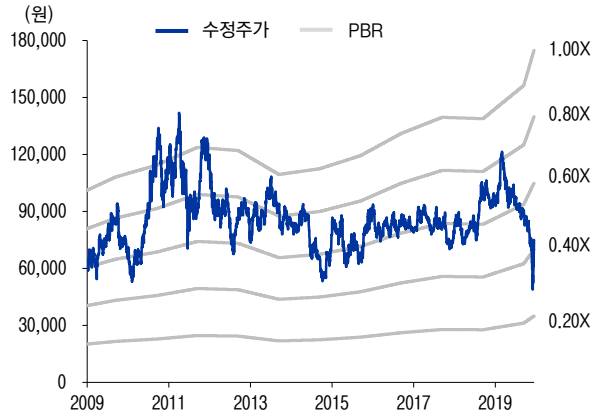
이베스트투자증권

표1 대림산업 목표주가 재산정

	2018	2019	2020E	2021E
BPS (원)	131,198	139,638	138,894	156,424
BPS 증가율 (%)	9.8	6.4	-0.5	12.6
PBR (X)	0.64	0.74	0.55	0.48
ROE (%)	10.5	13.0	12.6	14.2
적용BPS (원)	156,424	2020E BPS		
Target Multiple (X)	0.6	대형 건설주 목표배수 0.5X에서 20% 할증		
목표주가 (원)	100,000			
현재주가 (원, 03/31)	73,700			
Upside (%)	35.7			

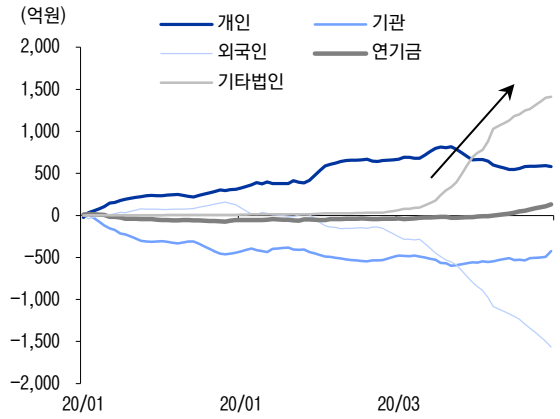
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 대림산업 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 대림산업 YTD 누적 순매수 추이

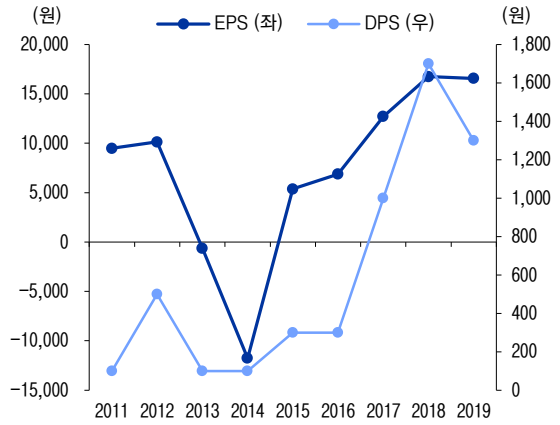


자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 대림산업 유화 부문 매출총이익 기여도

자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 대림산업 EPS, DPS 추이 비교



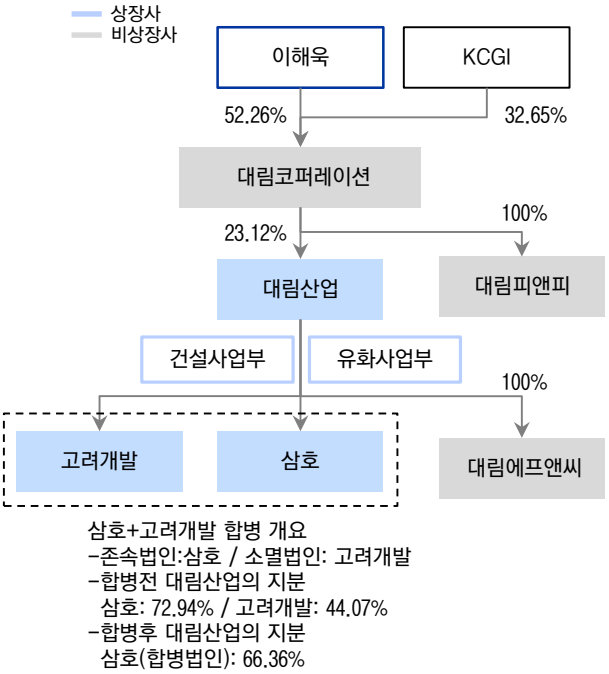
자료: 대림산업, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 대림코퍼레이션 주요 주주 및 KCGI 지분: 각 유한회사 지분 합산 32.6%

최대주주 및 특관자		
주주	주식수	지분율 (%)
이해욱	5,501,679	52.3
재단법인 대림문화재단	652,789	6.2
학교법인 대림학원	285,599	2.7
재단법인 대림수암장학문화재단	61,000	0.6
이해승	54,628	0.5
계	6,555,695	62.3
최대주주 외 5% 이상 주주		
유한회사 캘거리홀딩스	1,606,960	15.3
유한회사 돌핀홀딩스	1,191,614	11.3
재단법인 대림문화재단	652,789	6.2
유한회사 그레이스홀딩스	638,774	6.1
자기주식	534,005	5.1
총발행주식수	10,527,893	100.0

자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 대림그룹 지배구조 정리



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 대림산업 1Q20 Preview

(단위: 십억원)	1Q20E	1Q19	YoY (%,%p)	4Q19	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	2,558.0	2,322.1	10.2	2,736.3	-6.5	2,471.9	3.5
영업이익	267.4	240.9	11.0	347.7	-23.1	219.2	22.0
영업이익률 (%)	*10.5*	*10.4*	*0.1*	*12.7*	*-2.3*	*8.9*	*1.6*

자료: 대림산업, FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 대림산업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	9,689	10,004	10,386	2,322	2,468	2,164	2,736	2,558	2,476	2,330	2,640
건설	6,194	6,118	6,405	1,512	1,602	1,294	1,785	1,582	1,498	1,350	1,687
토목	1,085	944	932	264	265	274	281	224	235	239	246
플랜트	874	1,166	1,317	176	151	189	357	301	260	257	348
주택	4,235	4,008	4,155	1,072	1,186	831	1,147	1,057	1,003	854	1,093
유화	1,115	1,082	1,092	282	289	286	258	275	277	279	252
연결 및 기타	2,381	2,805	2,889	528	576	583	693	701	701	701	701
Sales Growth (YoY %)	-11.8	3.2	3.8	-18.0	-16.6	-12.2	0.3	10.2	0.3	7.7	-3.5
건설	-22.7	-1.2	4.7	-30.5	-26.7	-25.3	-6.8	4.6	-6.5	4.3	-5.5
토목	-12.1	-13.0	-1.2	-10.5	-15.0	-0.4	-20.1	-15.2	-11.6	-12.8	-12.5
플랜트	-27.2	33.4	13.0	-58.9	-43.7	-17.9	30.4	71.2	72.1	35.6	-2.7
주택	-24.1	-5.4	3.7	-26.3	-26.1	-32.3	-11.1	-1.4	-15.4	2.9	-4.6
유화	-7.3	-3.0	1.0	-5.4	-8.0	-10.9	-4.5	-2.5	-4.3	-2.6	-2.5
매출총이익률 (%)	17.0	15.8	15.7	16.8	17.3	15.6	18.0	16.8	17.3	15.6	16.4
건설	20.3	17.8	17.8	17.6	18.0	15.9	19.0	15.1	15.2	15.1	16.3
토목	10.1	9.6	9.8	9.3	11.2	7.8	12.2	9.0	9.2	9.3	10.7
플랜트	20.3	9.5	9.6	15.7	7.6	20.0	28.1	9.2	8.9	9.4	10.4
주택	19.2	18.6	18.6	19.9	20.8	17.6	17.9	18.1	18.3	18.5	19.4
유화	13.3	12.1	12.4	13.3	14.2	14.3	11.1	11.8	12.1	12.3	12.2
영업이익	1,109	1,057	1,114	241	298	223	348	267	255	237	297
건설	734	657	696	147	195	104	288	158	176	177	146
유화	78	71	71	21	25	23	10	19	18	19	14
(YoY %)	30.1	-4.7	5.4	-3.0	32.3	8.5	100.1	11.0	-14.4	6.2	-14.5
건설	45.7	-10.5	6.0	-5.1	55.0	-22.5	226.1	6.9	-9.6	69.7	-49.2
유화	-24.8	-10.0	1.0	-7.8	-25.0	-31.2	-36.4	-9.4	-26.1	-15.2	42.7
영업이익률 (%)	11.4	10.6	10.7	10.4	12.1	10.3	12.7	10.5	10.3	10.2	11.3
건설	11.8	10.7	10.9	9.7	12.1	8.1	16.1	8.2	9.2	9.2	8.7
유화	7.0	6.5	6.5	7.6	8.6	7.9	3.7	5.5	5.2	5.4	5.6
지배주주순이익	639	763	801	221	136	160	122	194	182	165	222
순이익률 (%)	6.6	7.6	7.7	9.5	5.5	7.4	4.4	7.6	7.4	7.1	8.4
(YoY %)	-1.1	19.4	5.0	-9.4	-36.7	-11.2	1,634.7	-12.4	33.9	2.8	82.5

자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

대림산업 (000210)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	6,367	6,487	7,206	7,991	8,796
현금 및 현금성자산	2,135	2,744	3,372	4,060	4,829
매출채권 및 기타채권	1,385	1,222	1,262	1,310	1,300
재고자산	999	794	807	809	854
기타유동자산	1,848	1,727	1,766	1,811	1,812
비유동자산	6,467	7,967	8,091	8,183	8,202
관계기업투자등	4,345	6,234	6,334	6,409	6,418
유형자산	2,070	1,680	1,705	1,722	1,732
무형자산	52	52	52	52	52
자산총계	**12,834**	**14,453**	**15,297**	**16,174**	**16,998**
유동부채	4,530	4,289	4,360	4,423	4,417
매입채무 및 기타재무	1,571	1,321	1,383	1,438	1,422
단기금융부채	841	846	852	857	863
기타유동부채	2,118	2,122	2,125	2,128	2,132
비유동부채	2,253	4,146	4,159	4,172	4,185
장기금융부채	1,849	1,868	1,887	1,905	1,925
기타비유동부채	404	2,278	2,273	2,267	2,261
부채총계	**6,783**	**8,435**	**8,519**	**8,596**	**8,602**
지배주주지분	5,390	5,361	6,038	6,751	7,479
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	539	539	539
이익잉여금	4,793	5,421	6,181	6,981	7,798
비지배주주지분(연결)	660	657	740	827	916
자본총계	**6,050**	**6,018**	**6,778**	**7,578**	**8,395**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**10,984**	**9,689**	**10,004**	**10,386**	**10,310**
매출원가	9,564	8,042	8,422	8,753	8,658
매출총이익	**1,420**	**1,647**	**1,582**	**1,633**	**1,652**
판매비 및 관리비	575	538	525	519	515
영업이익	**546**	**1,109**	**1,057**	**1,114**	**1,136**
(EBITDA)	976	1,189	1,144	1,208	1,238
금융손익	-123	-42	-41	-40	-39
이자비용	188	102	102	102	101
관계기업등 투자손익	260	300	70	80	90
기타영업외손익	-88	-446	-4	-18	-28
세전계속사업이익	**894**	**921**	**1,082**	**1,136**	**1,159**
계속사업법인세비용	216	242	270	284	290
계속사업이익	678	680	811	852	869
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**678**	**680**	**811**	**852**	**869**
지배주주	646	639	763	801	817
총포괄이익	**611**	**746**	**878**	**919**	**936**
매출총이익률 (%)	12.9	17.0	15.8	15.7	16.0
영업이익률 (%)	5.0	11.4	10.6	10.7	11.0
EBITDA마진률 (%)	8.9	12.3	11.4	11.6	12.0
당기순이익률 (%)	6.2	7.0	8.1	8.2	8.4
ROA (%)	5.2	5.0	5.5	5.4	5.2
ROE (%)	13.0	12.6	14.2	13.3	12.2
ROIC (%)	5.5	9.8	9.6	10.3	n/a

현금흐름표

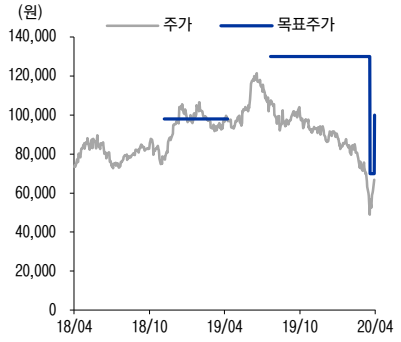
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**1,105**	**590**	**1,009**	**1,069**	**1,149**
당기순이익(손실)	678	680	811	852	869
비현금수익비용가감	759	394	573	585	594
유형자산감가상각비	120	69	77	84	91
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타현금수익비용	629	314	486	491	493
영업활동 자산부채변동	-333	-483	-375	-369	-314
매출채권 감소(증가)	-219	-163	40	48	-10
재고자산 감소(증가)	-92	-205	13	3	45
매입채무 증가(감소)	271	250	-62	-54	16
기타자산, 부채변동	-293	-365	-365	-365	-365
투자활동 현금	**-381**	**675**	**276**	**276**	**276**
유형자산처분(취득)	-997	5	5	5	5
무형자산 감소(증가)	-18	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-149	-145	-145	-145	-145
기타투자활동	784	816	416	416	416
재무활동 현금	**-526**	**-661**	**-661**	**-661**	**-661**
차입금의 증가(감소)	130	-2	-2	-2	-2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-48	-52	-52	-52	-52
기타재무활동	-656	-659	-659	-659	-659
현금의 증가	**203**	**609**	**628**	**688**	**769**
기초현금	1,932	2,135	2,744	3,372	4,060
기말현금	2,135	2,744	3,372	4,060	4,829

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	6.1	4.5	3.7	3.6	3.5
P/B	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.2	2.8	1.9	1.2	0.5
P/CF	2.5	2.9	1.9	1.8	1.8
배당수익률 (%)	1.7	1.9	2.3	2.3	2.3
성장성 (%)					
매출액	-11.0	-11.8	3.2	3.8	-0.7
영업이익	30.2	103.2	-4.7	5.4	2.0
세전이익	32.4	3.0	17.4	5.0	2.0
당기순이익	33.5	0.3	19.4	5.0	2.0
EPS	31.8	-1.1	19.4	5.0	2.0
안정성 (%)					
부채비율	112.1	140.2	125.7	113.4	102.5
유동비율	140.5	151.2	165.3	180.7	199.1
순차입금/자기자본(x)	5.7	1.6	-8.0	-16.4	-24.1
영업이익/금융비용(x)	2.9	10.8	10.4	11.0	11.2
총차입금 (십억원)	2,849	2,839	2,829	2,819	2,809
순차입금 (십억원)	342	95	-543	-1,241	-2,020
주당지표(원)					
EPS	16,746	16,559	19,764	20,759	21,171
BPS	139,638	138,894	156,424	174,897	193,761
CFPS	41,303	30,846	39,774	41,309	42,060
DPS	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700

자료: 대림산업, 이베스트투자증권 리서치센터

대림산업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2018.11.06	Buy	98,000	24.0		2.0
2019.04.10		커버리지제외			
2019.07.22	변경	김세련			
2019.07.22	Buy	130,000	-17.3		-30.9
2020.03.20	Buy	70,000	-4.6		-15.8
2020.04.01	Buy	100,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김세련)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
(업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)