



대림산업 (000210)

영업이익 1조 원의 비결

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 113,000원

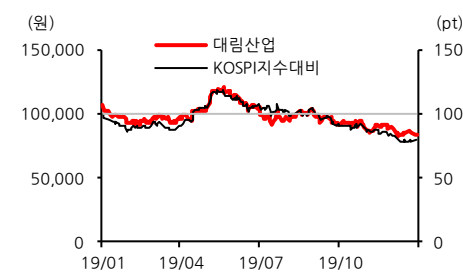
현재 주가(1/30)	83,800원
상승여력	▲34.8%
시가총액	29,162억원
발행주식수	34,800천주
52 주 최고가 / 최저가	121,500 / 82,600원
90 일 일평균 거래대금	102.78억원
외국인 지분율	48.9%
주주 구성	
대림코퍼레이션 (외 7 인)	23.1%
국민연금공단 (외 1 인)	12.8%
BlackRock Fund Advisors (외)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.4	-9.6	-20.6	-21.3
상대수익률(KOSPI)	-5.1	-12.9	-25.9	-18.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	10,984	9,689	10,791	11,089
영업이익	845	1,109	1,011	1,026
EBITDA	976	1,256	1,163	1,184
지배주주순이익	646	639	635	651
EPS	18,574	18,177	18,026	18,485
순차입금	-200	-8	470	268
PER	5.5	4.9	4.6	4.5
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.6	2.6	3.0	2.8
배당수익률	1.7	1.9	2.4	2.4
ROE	12.4	11.3	10.2	9.5

주가 추이



2019년 영업이익 1조 원 달성에 이어 2020년에도 이익 감소가 크지 않을 것으로 예상됩니다. 매출 회복, 양호한 수익성 지속, 연결 자회사 편입 효과 덕분입니다. 대림산업에 대해 투자의견 Buy 를 유지하며 목표주가는 순차입금 증가를 반영해 113,000 원으로 하향합니다.

2019년 연간 영업이익 1조 원 돌파

대림산업의 4분기 매출액은 2.7조 원, 영업이익은 3477억 원으로 전년 동기대비 각각 +0.3%, +108.7%의 성장률을 기록했다. 영업이익은 시장 컨센서스를 36% 상회했는데, 1) 두 자릿 수 감소를 지속하던 매출액이 플랜트 매출 회복 및 연결 자회사 실적 기여로 역성장을 멈췄고, 2) 주택 부문에서 인도기준 적용 자체사업장인 춘천 한솔시티(계약금 약 3천억 원)의 준공과 3) 플랜트 부문에서의 일회성 이익이 약 700억 원(S-Oil RUC관련 환입 포함) 발생했기 때문이다. 한편, 영업외로 주택 미착사업장 충당금(1300억 원)과 고려개발의 SOC지분 공정가치평가 손실(400억 원) 등이 반영되면서 순이익은 시장 기대치를 하회했다.

2020년 영업이익 1조 원의 비결

2019년에 이어 2020년에도 양호한 영업이익이 달성 가능할 전망이다. 플랜트 부문의 매출 회복, 안정적인 이익률 지속 등 본사 실적도 양호할 전망이지만 무엇보다 연결 자회사 편입 효과가 크다. 작년 12월부터는 워크아웃을 마친 고려개발이 연결로 편입됐으며, 3월 최종 인수 마무리를 앞두고 있는 Kraton의 Cariflex 실적도 올해 2분기부터 반영될 예정이다. 이들의 영업이익 기여만 약 1천억 원이 늘어날 전망이다. 다만, 북미 투자를 제외하고서라도 Cariflex 인수, 유화부문 증설 등 약 1조 원 가량의 투자가 올해 이루어질 예정이어서 현금흐름의 개선은 제한적이며, 이러한 이유로 배당 확대 가능성에 대해서도 선을 그었다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 113,000원으로 하향

대림산업에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 기존 130,000원에서 113,000원으로 하향한다. 2020년 실적 추정치의 상향 조정에도 불구하고 투자 확대에 따른 순차입금 증가를 반영했기 때문이다. 기수주분 및 분양 성과, 자회사 실적 개선으로 올해에도 1조 원 수준의 영업이익이 예상됨에 따라 동사의 낮은 밸류에이션은 더욱 부각될 전망이다. 현재 동사의 주가는 12M Fwd. P/E 4.5배, P/B 0.48배 수준이다.

[표1] 대림산업 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
A. 영업가치	4,394	
1) 건설	3,527	
EBITDA	1,031	2020년 예상 EBITDA에 건설 영업이익 비중 적용
목표배수(배)	3.4	최근 1년 평균 건설업종 EV/EBITDA
2) 유화	866	
EBITDA	132	2020년 예상 EBITDA에 유화 영업이익 비중 적용
목표배수(배)	6.5	최근 1년 평균 정유화학업종 EV/EBITDA
C. 순차입금	470	2020년 말 예상 순차입금
주주가치(A+B-C)	3,924	
주식수(천 주)	34,800	
적정 주가(원)	112,747	
목표 주가(원)	113,000	기존 13만 원에서 하향
현재 주가(원)	83,800	
상승 여력	35%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

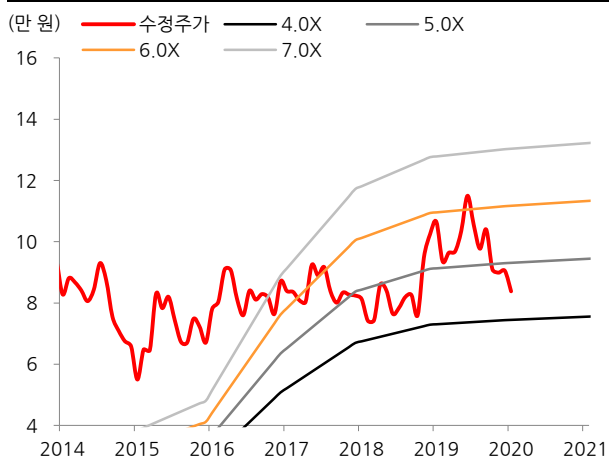
[표2] 대림산업의 실적 추정치 변화

(단위: 십억 원)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	4Q19E	2019E	2020E	4Q19P	2019P	2020E	4Q19P	2019P	2020E
매출액	2,540	9,493	10,564	2,736	9,689	10,791	7.7%	2.1%	2.2%
영업이익	273	1,035	945	348	1,109	1,011	27.3%	7.2%	7.0%
차배주주순이익	166	683	585	122	639	635	-26.5%	-6.4%	8.5%
영업이익률	10.8%	10.9%	8.9%	12.7%	11.4%	9.4%	2.0%P	0.5%P	0.4%P
순이익률	6.5%	7.2%	5.5%	4.4%	6.6%	5.9%	-2.1%P	-0.6%P	0.3%P

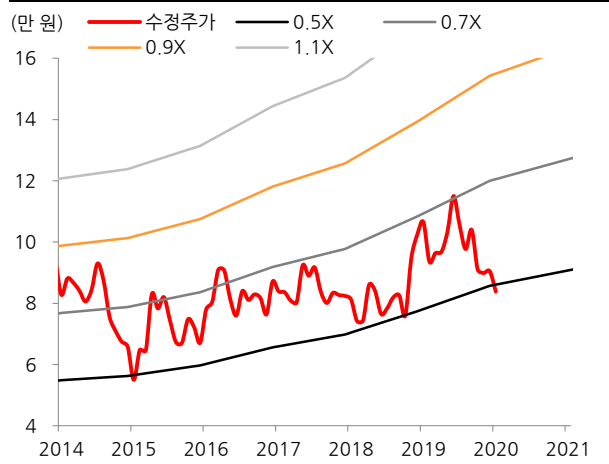
자료: 대림산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12개월 fwd. P/E 밴드



자료: Wisesfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12개월 fwd. P/B 밴드



자료: Wisesfn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 대림산업 2019년 4분기 실적

(단위: 십억 원)

	4Q18	3Q19	4Q19P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,730	2,164	2,736	2,540	2,613	0.2%	26.5%	7.7%	4.7%
영업이익	167	223	348	273	257	108.6%	55.9%	27.3%	35.5%
지배주주순이익	7	160	122	166	166	1634.7%	-24.1%	-26.5%	-26.5%
영업이익률	6.1%	10.3%	12.7%	10.8%	9.8%	6.6%P	2.4%P	2.0%P	2.9%P
순이익률	0.3%	7.4%	4.4%	6.5%	6.3%	4.2%P	-3.0%P	-2.1%P	-1.9%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

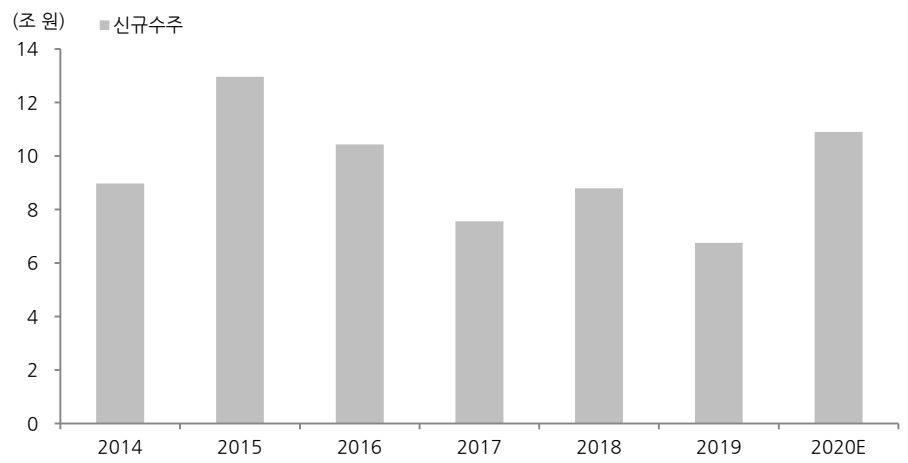
[표4] 대림산업의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019P	2020E
매출액	2,322	2,468	2,164	2,736	2,500	2,698	2,659	2,934	12,336	10,984	9,689	10,791
YoY(%)	-18.1	-16.6	-12.2	0.3	7.7	9.3	22.9	7.2	25.2	-11.0	-11.8	11.4
본사	1,802	1,898	1,589	2,052	1,766	1,888	1,874	2,044	11,228	9,252	7,341	7,572
건설	1,521	1,609	1,303	1,794	1,476	1,603	1,589	1,765	10,066	8,049	6,226	6,434
토목	264	265	274	281	256	261	255	278	1,207	1,235	1,085	1,050
건축	1,072	1,186	831	1,147	918	1,028	1,009	1,148	6,469	5,579	4,235	4,103
플랜트	176	151	189	357	293	306	317	333	2,351	1,201	874	1,248
유화	282	289	286	258	289	284	284	279	1,162	1,203	1,115	1,137
연결법인	520	569	575	685	735	810	785	890	1,108	1,733	2,348	3,220
매출원가	1,924	2,050	1,801	2,260	2,138	2,301	2,272	2,512	11,139	9,564	8,035	9,223
매출원가율(%)	82.9	83.1	83.2	82.6	85.5	85.3	85.5	85.6	90.3	87.1	82.9	85.5
본사	83.2	82.7	84.4	82.0	86.3	86.2	86.4	86.7	91.5	88.5	83.0	86.4
건설	82.6	82.1	84.1	81.0	86.1	86.1	86.3	86.0	92.9	88.8	82.3	86.1
유화	86.7	85.8	85.7	88.8	87.2	87.0	87.2	90.7	80.0	86.4	86.7	88.0
영업이익	241	298	223	348	214	262	247	288	546	845	1,109	1,011
YoY(%)	-3.0	32.3	8.5	108.7	-11.3	-11.9	10.8	-17.1	30.2	54.9	31.2	-8.8
영업이익률(%)	10.4	12.1	10.3	12.7	8.5	9.7	9.3	9.8	4.4	7.7	11.4	9.4
영업외손익	73	-100	4	-165	18	-12	-45	-79	129	49	-188	-117
세전이익	314	198	227	183	232	251	202	209	675	894	921	894
순이익	236	146	178	119	172	186	149	155	508	678	680	662
YoY(%)	-5.6	-35.3	-4.8	724.4	-27.4	27.1	-16.2	30.1	114.8	33.5	0.3	-2.7
순이익률(%)	10.2	5.9	8.2	4.4	6.9	6.9	5.6	5.3	4.1	6.2	7.0	6.1
지배주주순이익	221	136	160	122	165	178	143	149	490	646	639	635

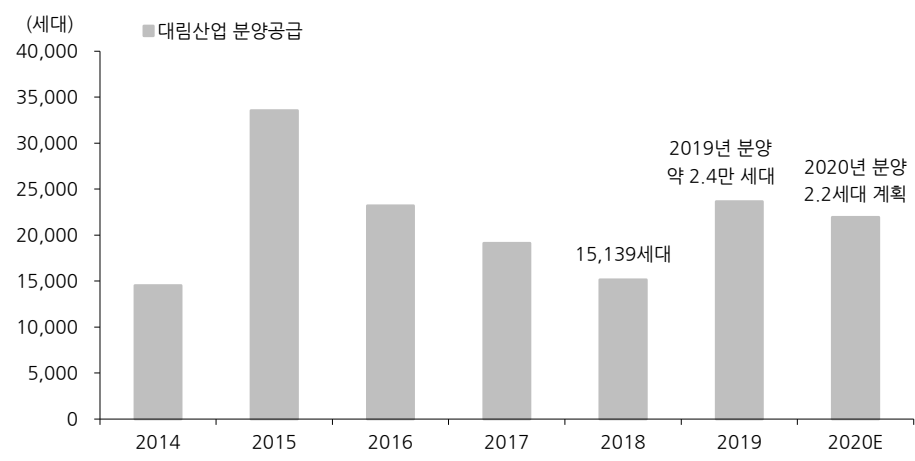
자료: 대림산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 대림산업의 신규수주 추이 및 목표: 2020년 연결기준 수주 목표 10.9조 원



자료: 대림산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 대림산업의 국내 주택 분양성과 및 목표



주: 대림산업 별도 기준

자료: 대림산업, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
매출액	12,336	10,984	9,689	10,791	11,089
매출총이익	1,196	1,420	1,655	1,568	1,594
영업이익	546	845	1,109	1,011	1,026
EBITDA	665	976	1,256	1,163	1,184
순이자손익	-64	-59	-48	-52	-49
외화관련손익	-65	15	40	0	0
지분법손익	437	260	213	137	144
세전계속사업손익	675	894	921	894	916
당기순이익	508	678	680	662	678
지배주주순이익	490	646	639	635	651
증가율(%)					
매출액	25.2	-11.0	-11.8	11.4	2.8
영업이익	30.2	54.9	31.2	-8.8	1.5
EBITDA	26.0	46.7	28.7	-7.4	1.8
순이익	73.3	33.5	0.3	-2.7	2.5
이익률(%)					
매출총이익률	9.7	12.9	17.1	14.5	14.4
영업이익률	4.4	7.7	11.4	9.4	9.3
EBITDA 이익률	5.4	8.9	13.0	10.8	10.7
세전이익률	5.5	8.1	9.5	8.3	8.3
순이익률	4.1	6.2	7.0	6.1	6.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
영업현금흐름	438	1,105	282	628	496
당기순이익	508	678	680	662	678
자산상각비	119	131	146	152	158
운전자본증감	-465	-333	-251	-41	-188
매출채권 감소(증가)	-244	205	129	-65	-493
재고자산 감소(증가)	135	-92	18	-96	-43
매입채무 증가(감소)	574	44	139	109	336
투자현금흐름	-237	-381	-286	-1,030	-234
유형자산처분(취득)	-234	-143	-154	-706	-150
무형자산 감소(증가)	-3	-1	-1	-3	-3
투자자산 감소(증가)	23	-155	173	10	-18
재무현금흐름	154	-526	-281	-166	-77
차입금의 증가(감소)	175	-494	-284	-100	0
자본의 증가(감소)	-25	-48	-66	-66	-77
배당금의 지급	25	48	66	66	77
총현금흐름	965	1,274	863	668	684
(-)운전자본증가(감소)	-237	-482	652	41	188
(-)설비투자	236	149	164	706	150
(+)자산매각	-1	4	9	-3	-3
Free Cash Flow	965	1,611	57	-81	343
(-)기타투자	727	896	-96	331	63
잉여현금	238	715	153	-413	279
NOPLAT	411	641	819	748	759
(+) Dep	119	131	146	152	158
(-)운전자본투자	-237	-482	652	41	188
(-)Capex	236	149	164	706	150
OpFCF	531	1,105	150	154	579

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
유동자산	6,728	6,367	5,276	4,877	5,634
현금성자산	2,526	2,890	2,607	2,028	2,230
매출채권	3,130	1,385	900	965	1,458
재고자산	718	999	1,319	1,415	1,458
비유동자산	6,675	6,467	6,700	7,726	7,929
투자자산	4,534	4,345	4,653	5,121	5,329
유형자산	2,071	2,070	2,006	2,568	2,568
무형자산	70	52	42	37	33
자산총계	13,402	12,834	11,977	12,603	13,563
유동부채	4,903	4,530	3,175	3,213	3,580
매입채무	3,094	1,571	1,499	1,608	1,944
유동성이자부채	971	841	945	845	845
비유동부채	2,805	2,253	2,120	2,139	2,158
비유동이자부채	2,291	1,849	1,653	1,653	1,653
부채총계	7,708	6,783	5,295	5,352	5,739
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	539	539	539
이익잉여금	4,399	4,793	5,368	5,937	6,511
자본조정	-92	-160	-160	-160	-160
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	5,694	6,050	6,682	7,251	7,825

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019P	2020E	2021E
주당지표					
EPS	14,095	18,574	18,177	18,026	18,485
BPS	131,198	139,638	154,533	169,281	184,143
DPS	1,000	1,700	1,700	2,000	2,000
CFPS	24,989	33,000	22,360	17,313	17,723
ROA(%)	3.8	4.9	5.2	5.2	5.0
ROE(%)	10.1	12.4	11.3	10.2	9.5
ROIC(%)	9.0	13.6	16.6	13.3	12.3
Multiples(x, %)					
PER	5.8	5.5	4.9	4.6	4.5
PBR	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
PCR	3.3	3.1	4.0	4.8	4.7
EV/EBITDA	5.6	3.6	2.6	3.0	2.8
배당수익률	1.2	1.7	1.9	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	135.4	112.1	79.2	73.8	73.3
Net debt/Equity	12.9	-3.3	-0.1	6.5	3.4
Net debt/EBITDA	110.5	-20.4	-0.7	40.4	22.6
유동비율	137.2	140.5	166.2	151.8	157.4
이자보상배율(배)	5.2	7.4	10.5	9.3	9.5
자산구조(%)					
투하자본	40.4	39.1	41.8	45.7	45.5
현금+투자자산	59.6	60.9	58.2	54.3	54.5
자본구조(%)					
차입금	36.4	30.8	28.0	25.6	24.2
자기자본	63.6	69.2	72.0	74.4	75.8

[Compliance Notice]

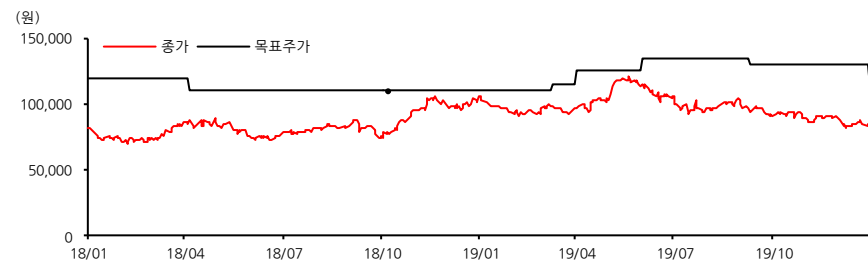
(공표일: 2020년 1월 31일)

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

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

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대림산업 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2018.05.04	2018.06.05	2018.07.09	2018.08.07	2018.09.10
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2018.10.08	2018.11.19	2019.01.23	2019.02.07	2019.04.09	2019.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	115,000	125,000
일 시	2019.05.20	2019.07.02	2019.08.01	2019.08.22	2019.10.10	2019.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	125,000	135,000	135,000	135,000	130,000	130,000
일 시	2019.11.21	2020.01.21	2020.01.31			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	130,000	130,000	113,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.05.04	Buy	110,000	-20.37	-3.18
2019.04.09	Buy	115,000	-16.84	-14.87
2019.05.02	Buy	125,000	-13.05	-2.80
2019.07.02	Buy	135,000	-24.86	-14.44
2019.10.10	Buy	130,000	-30.42	-24.69

[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. 밸류에이션 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: 2019년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%