



## Outperform(Maintain)

목표주가: 100,500원  
주가(4/21): 93,600원

시가총액: 32,573억원

건설/부동산  
Analyst 라진성  
02) 3787-5226  
jsr@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/21)	2,022.10pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	93,600원	61,000원
등락률	0.00%	53.44%
수익률	절대	상대
1W	11.8%	10.0%
1M	24.8%	26.1%
1Y	10.8%	17.5%

## Company Data

발행주식수	34,800천주
일평균 거래량(3M)	221천주
외국인 지분율	34.89%
배당수익률(16E)	0.32%
BPS(16E)	118,754원
주요 주주	(주)대림Corp. 외8인
	국민연금공단
	13.12%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	92,947	95,137	103,900	108,801
보고영업이익	-2,702	2,718	3,866	3,971
핵심영업이익	-2,702	2,718	3,866	3,971
EBITDA	-1,910	3,589	4,797	4,902
세전이익	-3,991	4,362	4,739	5,033
순이익	-4,405	2,170	3,285	3,926
지배주주지분순이익	-4,540	2,068	2,497	2,984
EPS(원)	-11,762	5,357	6,469	7,729
증감률(%Y Y)	적지	흑전	20.8	19.5
PER(배)	-5.6	12.5	14.5	12.1
PBR(배)	0.6	0.6	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	-16.5	10.2	9.7	9.3
보고영업이익률(%)	-2.9	2.9	3.7	3.6
핵심영업이익률(%)	-2.9	2.9	3.7	3.6
ROE(%)	-10.2	4.8	5.6	6.3
순부채비율(%)	12.0	16.4	14.1	10.3

## Price Trend



## 대림산업 (000210)

## 숫자는 좋지만 내용은 아쉬운 1분기 실적



〈장 후 실적발표〉 1분기 매출액 2.3조원(YoY +11.7%), 영업이익 908억원(YoY +32.2%)으로 어닝 서프라이즈를 시현했습니다. 하지만 쿠웨이트 SHFP 현장에서 558억원의 손실이 발생했습니다. 현재의 유가흐름을 감안하면 서프라이즈 실적을 견인한 유화부문의 실적 개선은 상반기까지 이어질 전망입니다. 다만 부진한 해외수주의 회복과 불확실성이 커지는 현안 프로젝트의 손실 축소가 관건으로 판단됩니다.

## &gt;&gt;&gt; Point 1. 어닝 서프라이즈를 기록했지만...

동사는 1분기 매출액 2조 2,537억원(YoY +11.7%, QoQ -16.5%), 영업이익 908억원(YoY +32.2%, QoQ +26.1%)을 기록해 어닝 서프라이즈를 시현했다. 하지만 쿠웨이트 SHFP 현장에서 558억원 가량의 손실이 발생하면서 플랜트부문 원가율이 103.9%(4Q15 88.3%, 1Q15 91.8%)로 치솟았다. DSA 역시 161억원의 손실을 기록했다. 그럼에도 불구하고, 1) 원가하락에 따른 스프레드 확대와 원가개선 활동을 통해 유화사업부의 원가율이 72.8%로 큰 폭의 개선을 보였고, 2) 7개 분기 만에 연결 종속회사의 영업이익이 흑자전환을 기록하면서 서프라이즈 실적을 견인했다. 다만, 투자자로부터의 배당금수익 1,700억원, 대림씨엔에스 구주매출에 따른 매각차익 470억원이 연결기준시 세전이익에는 포함되지 않지만 법인세 과세표준에는 포함돼 순이익은 기대치에 미치지 못했다.

## &gt;&gt;&gt; Point 2. 부진한 해외수주와 여전히 지속되는 해외 손실

동사의 1분기 해외수주는 462억원으로 해외수주목표 대비 달성률은 1%에 불과하다(전체 목표 대비는 23% 달성). 다만, 사우디에서 2건, 이란에서 7~8건 정도가 가시적인 파이프라인으로 파악돼 수주 모멘텀은 여전히 존재하고 있다. DSA는 161억원의 손실을 기록했지만, 주요 현안 프로젝트들이 올해 준공 예정이기 때문에 손실은 점차 축소될 가능성이 높다. 하지만 문제는 쿠웨이트 SHFP 프로젝트의 손실 발생이다. 작년 말 기준으로 진행률이 47.6%에 불과해 추가 손실에 대한 불확실성이 여전히 남아있다. 아직은 해외부문의 수주와 수익성 모두 우려를 쉽게 떨칠 수 없다는 판단이다.

## &gt;&gt;&gt; Point 3. 투자의견 Outperform, 목표주가 100,500원 유지

현재의 유가흐름을 감안하면 유화부문의 실적 개선은 상반기까지 이어질 것으로 전망된다. 연결종속회사 및 지분법회사들의 실적 개선도 지속적으로 이어질 것으로 예상된다. 다만 부진한 해외수주의 회복과 불확실성이 확대되고 있는 현안 프로젝트의 손실 축소가 관건이다.

## 대림산업 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	1Q14	4Q15	1Q16P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	20,182	26,986	22,537	11.7%	-16.5%	22,013	2.4%	22,487	0.2%
GPM	9.0%	7.8%	8.1%	-1%p	0.2%p	8.1%	0%p	8.9%	-0.9%p
영업이익	687	720	908	32.2%	26.1%	822	10.5%	776	17.0%
OPM	3.4%	2.7%	4.0%	0.6%p	1.4%p	4.0%	0%p	3.5%	0.6%p
세전이익	818	332	754	-7.8%	127.0%	956	-21.1%	977	-22.9%
순이익	560	145	350	-37.5%	141.3%	708	-50.6%	727	-51.8%

자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	20,182	23,977	23,992	26,986	22,537	25,689	25,817	29,857	95,137	103,900	108,801
매출총이익률(%)	9.0	8.0	7.9	7.8	8.1	8.4	9.1	8.4	8.2	8.5	8.7
영업이익	687	631	680	720	908	925	1,001	1,032	2,718	3,866	3,971
영업이익률(%)	3.4	2.6	2.8	2.7	4.0	3.6	3.9	3.5	2.9	3.7	3.6
세전이익	818	1,063	2,149	332	754	1,228	1,436	1,321	4,362	4,739	5,033
순이익	560	737	727	145	350	860	1,050	1,026	2,170	3,285	3,926

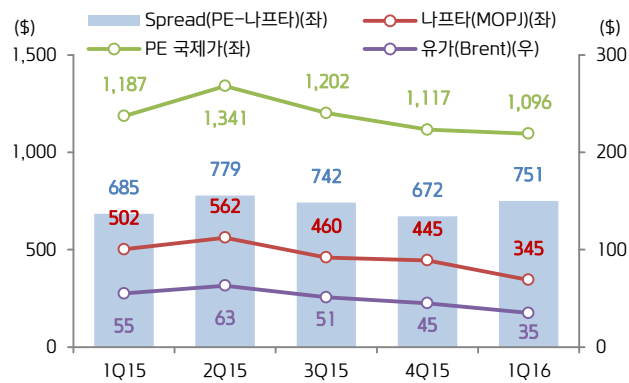
자료: 대림산업, 키움증권

## 쿠웨이트 프로젝트 현황 (2015년말 기준)

발주처	공사명	공사착공일	완공예정일	기본도금액	계약잔액	공정률	비고
KNPC	쿠웨이트 LPG Train 4	2010-07-19	2016-03-31	1,032,258	15,037	98.5%	3Q15 기준
Kuwait National Petroleum Company(SHFP)	쿠웨이트 KNPC SHFP	2013-05-28	2017-12-31	519,682	272,468	47.6%	1Q16 558억원 손실 반영
KUWAIT OIL COMPANY K.S.C.	쿠웨이트 KOC Telemetry	2012-06-11	2017-06-30	245,532	51,985	78.8%	
KNPC (FCC)	쿠웨이트 KNPC FCC Revamp	2013-06-26	2017-03-13	182,280	34,808	80.9%	

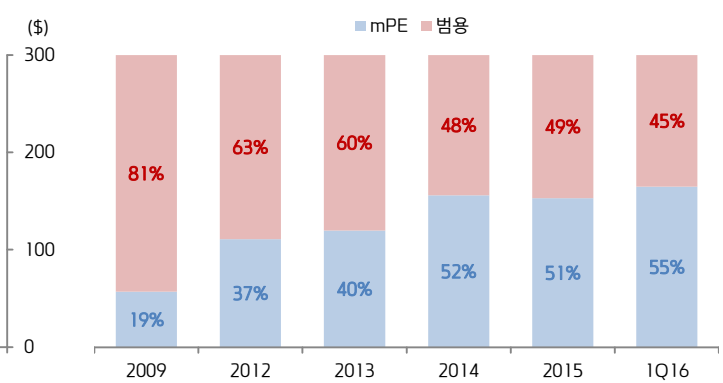
자료: 대림산업, 키움증권

## 유가 하락으로 PE-나프타 간 스프레드 확대



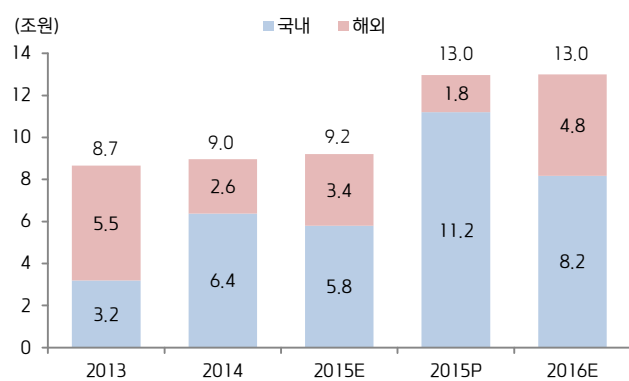
자료: 대림산업, 키움증권

## 고부가제품(mPE) 비중 지속 확대



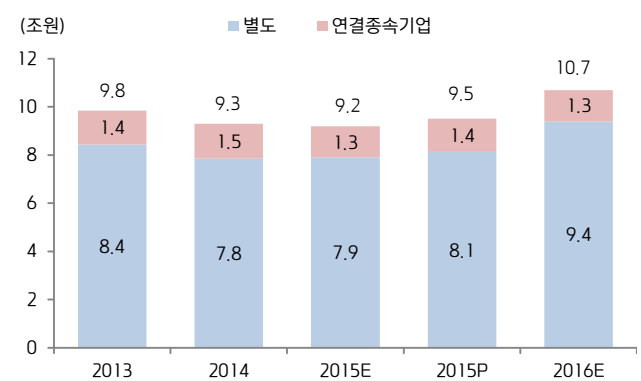
자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 2016년 신규수주 경영계획 및 현황



자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 2016년 매출 경영계획 및 현황



자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 2016년 주택 분양 계획 및 실적

분양단지	구분	시기	권역	지역	총 가구수	일반분양 (특별제외)	1순위 평균경쟁률	청약 결과
e편한세상 미사	일반도급	2월	수도권	경기도 하남	652	296	14.35:1	전 타입 1순위 청약 마감
e편한세상 테라스 오피	일반도급	3월	수도권	경기도 광주	573	569	0.86:1	전 타입 2순위 청약 마감 (2.34:1)
e편한세상 태재	일반도급	3월	수도권	경기도 광주	624	616	0.52:1	전 타입 2순위 청약 마감 (1.39:1)
e편한세상 양주신도시2차	일반도급	4월	수도권	경기도 양주	1,160			
e편한세상 시티 미사	일반도급	4월	수도권	경기도 하남	554			오피스텔
e편한세상 부산항	재개발	4월	지방	부산광역시	939	543		
e편한세상 상록	일반도급	5월	수도권	경기도 안산	597			아파트:559, 오피스텔:38
아크로 리버하임	재개발	5월	서울	동작구 흑성동	1,073	405		

자료: APT2you, 대림산업, 키움증권

## 대림산업 개별 공사별 세부 공시 대상 (2015년말 기준)

구분	발주처	공사명	공사착공일	완공예정일	기본도금액	계약잔액	공정률	대비
국내 공사	에스-오일(주)	S-Oil RUC Project 현장	2015-07-03	2018-12-31	1,932,010	1,896,867	1.8%	20.3%
	(주)생보부동산신탁	e편한세상 용인 한솔시티 현장	2015-10-19	2018-06-30	906,186	855,992	5.5%	9.5%
	한국토지주택공사	성남금광1구역 주택재개발 현장	2014-09-25	2021-03-30	768,800	768,800	0.0%	8.1%
	신반포1차재건축주택조합	아크로리버파크 반포 현장	2013-03-26	2016-08-31	567,325	240,444	57.6%	6.0%
	(주)지에스동해전력	북평화력발전(E) 현장	2012-09-24	2016-12-30	499,738	21,834	95.6%	5.3%
해외 공사	Oman Oil Refineries and Petroleum Industries Company SAOC	오만 SRIP 사업팀	2013-11-25	2017-12-31	1,230,923	571,610	53.6%	12.9%
	YANBU ARAMCO SINOPEC REFINING COMPANY(YERP-3)	사우디 YERP-3사업팀	2010-07-28	2016-06-30	1,000,825	13,542	98.6%	10.5%
	Tenaga Nasional Berhad	말레이시아 Fast Track 3A 사업팀	2013-08-21	2018-10-01	913,538	337,517	63.1%	9.6%
	Saudi Electricity Company (Shoiba)	사우디 Shoiba II 발전 사업팀	2011-10-29	2017-12-31	910,562	42,081	95.4%	9.6%
	ARAMCO OVERSEAS CO.B.V. & DOW EUROPE HOLDING B.V.(Isocyanates)	사우디SADARA Isocyanates사업팀	2011-09-15	2017-06-30	861,439	26,670	96.9%	9.1%
	ARAMCO OVERSEAS CO.B.V. & DOW EUROPE HOLDING B.V.	사우디 SADARA MFC 사업팀	2011-07-26	2016-11-30	790,785	21,970	97.2%	8.3%
	PVC(Petro Vietnam Construction Joint Stock Corporation)	베트남 Thai Binh2 PP 사업팀	2012-05-22	2018-12-31	789,798	305,002	61.4%	8.3%
	YANBU ARAMCO SINOPEC REFINING COMPANY(YERP-4)	사우디 YERP-4사업팀	2010-08-01	2017-12-31	643,140	25,634	96.0%	6.8%
	Saudi Arabian Mining Company	사우디 Maaden Ammonia 사업팀	2013-07-01	2019-07-31	632,861	65,378	89.7%	6.7%
	Al-Jubail Petrochemical Company	사우디 Elastomers 사업팀	2012-07-01	2016-12-31	532,143	38,486	92.8%	5.6%
	San Buenaventura Power Ltd.Co.	필리핀 SBPL 500MW CFPP 사업팀	2014-10-08	2019-12-31	529,308	527,521	0.3%	5.6%
	Kuwait National Petroleum Company(SHFP)	쿠웨이트 KNPC SHFP 현장	2013-05-28	2017-12-31	519,682	272,468	47.6%	5.5%
	Ministry of Development Negara Brunei Darussalam	브루나이 Temburong CC2 현장	2015-02-04	2018-11-26	495,120	428,807	13.4%	5.2%
	MARITIME AND PORT AUTHORITY OF SINGAPORE	싱가폴 TTP1 현장	2015-03-01	2020-12-27	491,914	440,646	10.4%	5.2%
DSA	ARAMCO OVERSEAS CO.B.V. & DOW EUROPE HOLDING B.V.(Isocyanates)	사우디 DSA SADARA ISOCYANATES 현장	2011-09-15	2018-06-30	559,775	100,846	82.0%	5.9%

주: 대비는 15년 매출액 기준

자료: 대림산업, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	92,947	95,137	103,900	108,801	115,174
매출원가	90,983	87,365	95,050	99,379	105,070
매출총이익	1,965	7,771	8,850	9,422	10,105
판매비및일반관리비	4,667	5,054	4,984	5,451	5,655
영업이익(보고)	-2,702	2,718	3,866	3,971	4,450
영업이익(핵심)	-2,702	2,718	3,866	3,971	4,450
영업외손익	-1,289	1,645	872	1,062	1,108
이자수익	483	1,114	425	451	481
배당금수익	14	14	0	0	0
외환이익	1,601	1,828	1,714	1,771	1,743
이자비용	811	799	841	841	841
외환손실	1,269	1,091	1,180	1,135	1,158
관계기업지분법손익	611	1,825	2,082	2,012	2,006
투자및기타자산처분손익	50	176	113	145	129
금융상품평가및기타금융이익	-483	-400	-397	-359	-340
기타	-1,485	-1,022	-1,044	-981	-911
법인세차감이익	-3,991	4,362	4,739	5,033	5,558
법인세비용	414	2,193	1,453	1,107	1,223
유효법인세율 (%)	-10.4%	50.3%	30.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	-4,405	2,170	3,285	3,926	4,335
지배주주지분순이익(억원)	-4,540	2,068	2,497	2,984	3,295
EBITDA	-1,910	3,589	4,797	4,902	5,380
현금순이익(Cash Earnings)	-3,613	3,041	4,216	4,856	5,266
수정당기순이익	-3,928	2,281	3,486	4,093	4,500
증감율(% YoY)					
매출액	-5.6	2.4	9.2	4.7	5.9
영업이익(보고)	적전	흑전	42.3	2.7	12.1
영업이익(핵심)	적전	흑전	42.3	2.7	12.1
EBITDA	적전	흑전	33.6	2.2	9.8
지배주주지분 당기순이익	적지	흑전	20.8	19.5	10.4
EPS	적지	흑전	20.8	19.5	10.4
수정순이익	적지	흑전	52.8	17.4	9.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	317	3,849	3,219	3,914	4,207
당기순이익	-4,405	2,170	3,285	3,926	4,335
감가상각비	711	795	873	873	873
무형자산상각비	81	77	57	57	57
외환손익	-109	30	-534	-636	-585
자산처분손익	-50	-176	-113	-145	-129
지분법손익	-611	-1,825	-2,082	-2,012	-2,006
영업활동자산부채 증감	-418	-788	-737	-714	-835
기타	5,119	3,567	2,470	2,565	2,496
투자활동현금흐름	-3,486	-1,020	-2,435	-2,232	-2,424
투자자산의 처분	-2,552	530	-807	-723	-869
유형자산의 처분	163	49	5	5	5
유형자산의 취득	-1,101	-1,955	-1,362	-1,362	-1,362
무형자산의 처분	-112	-49	0	0	0
기타	116	404	-271	-152	-197
재무활동현금흐름	1,249	5,107	-118	-118	-118
단기차입금의 증가	-5,938	-1,697	0	0	0
장기차입금의 증가	6,550	6,714	0	0	0
자본의 증가	678	150	0	0	0
배당금지급	-41	-57	-118	-118	-118
기타	0	-3	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	-1,905	7,955	666	1,564	1,665
기초현금및현금성자산	15,629	13,725	21,679	22,345	23,909
기말현금및현금성자산	13,725	21,679	22,345	23,909	25,575
Gross Cash Flow	882	4,298	6,453	6,616	7,170
Op Free Cash Flow	-3,822	-569	1,511	1,952	2,204

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	64,231	71,773	76,716	80,974	86,049
현금및현금성자산	13,725	21,679	22,345	23,909	25,575
유동금융자산	5,637	5,489	5,658	6,054	6,475
매출채권및유동채권	29,406	30,236	33,021	34,579	36,604
재고자산	9,336	8,294	9,058	9,485	10,041
기타유동비금융자산	6,128	6,075	6,635	6,947	7,354
비유동자산	41,736	48,876	50,573	51,735	53,101
장기매출채권및기타비유동채권	3,874	2,953	3,225	3,377	3,575
투자자산	20,241	24,007	24,677	25,051	25,538
유형자산	13,417	18,316	18,800	19,284	19,768
무형자산	778	658	658	658	658
기타비유동자산	3,426	2,942	3,213	3,365	3,562
자산총계	105,967	120,649	127,289	132,709	139,151
유동부채	43,005	51,073	54,613	56,593	59,167
매입채무및기타유동채무	29,662	28,878	31,538	33,025	34,960
단기차입금	3,259	5,386	5,386	5,386	5,386
유동성장기차입금	513	5,255	5,255	5,255	5,255
기타유동부채	9,570	11,554	12,434	12,926	13,566
비유동부채	18,309	21,518	21,451	21,083	20,733
장기매입채무및비유동채무	412	401	438	459	486
사채및장기차입금	13,794	16,928	16,928	16,928	16,928
기타비유동부채	4,104	4,189	4,085	3,696	3,319
부채총계	61,315	72,591	76,064	77,676	79,900
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
주식발행초과금	2,960	2,960	2,960	2,960	2,960
이익잉여금	34,896	36,726	39,117	41,996	45,187
기타자본	2,240	1,577	1,577	1,577	1,577
지배주주지분자본총계	42,281	43,448	45,839	48,718	51,909
비지배주주지분자본총계	2,371	4,610	5,386	6,315	7,341
자본총계	44,653	48,058	51,225	55,033	59,251
순차입금	5,342	7,890	7,224	5,660	3,995
총차입금	19,067	29,570	29,570	29,570	29,570

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

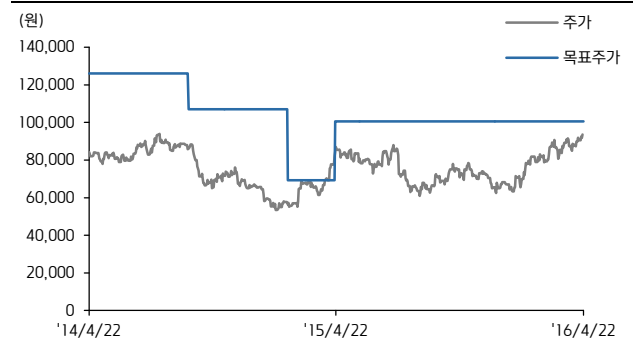
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-11,762	5,357	6,469	7,729	8,535
BPS	109,537	112,559	118,754	126,213	134,480
주당EBITDA	-4,949	9,298	12,427	12,698	13,938
CFPS	822	9,970	8,339	10,141	10,899
DPS	100	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-5.6	12.5	14.5	12.1	11.0
PBR	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	-16.5	10.2	9.7	9.3	8.4
PCFR	-7.0	8.5	8.6	7.4	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-2.9	2.9	3.7	3.6	3.9
영업이익률(핵심)	-2.9	2.9	3.7	3.6	3.9
EBITDA margin	-2.1	3.8	4.6	4.5	4.7
순이익률	-4.7	2.3	3.2	3.6	3.8
자기자본이익률(ROE)	-10.2	4.8	5.6	6.3	6.5
투자자본이익률(ROIC)	-11.3	5.2	9.6	10.7	11.5
안정성(%)					
부채비율	137.3	151.1	148.5	141.1	134.9
순차입금비율	12.0	16.4	14.1	10.3	6.7
이자보상배율(배)	N/A	3.4	4.6	4.7	5.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.0	3.2	3.3	3.2	3.2
재고자산회전율	9.4	10.8	12.0	11.7	11.8
매입채무회전율	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4

- 당사는 4월 21일 현재 '대림산업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가
대림산업 (000210)	2013/11/06	Buy(Maintain)	126,000원
담당자변경	2014/09/16	Buy(Reinitiate)	107,000원
	2014/10/22	Buy(Maintain)	107,000원
	2014/10/24	Buy(Maintain)	107,000원
	2015/01/14	Buy(Maintain)	107,000원
	2015/01/20	Buy(Maintain)	107,000원
	2015/02/10	Buy(Maintain)	69,300원
	2015/04/21	Buy(Maintain)	100,500원
	2015/07/24	Buy(Maintain)	100,500원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/01/29	Buy(Maintain)	100,500원
	2016/04/19	Outperform(Downgrade)	100,500원
	2016/04/22	Outperform(Maintain)	100,500원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%