



Outperform(Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(1/25): 89,400원

시가총액: 31,111억원

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

Stock Data

KOSPI (1/25)		2,562.23pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	93,500원	77,900원
등락률	-4.39%	14.76%
수익률	절대	상대
1M	10.2%	5.0%
6M	-3.2%	-7.9%
1Y	8.9%	-12.2%

Company Data

발행주식수	34,800천주
일평균 거래량(3M)	165천주
외국인 지분율	33.94%
배당수익률(17P)	0.36%
BPS(17P)	131,157원
주요 주주	(주)대림Corp. 외6인
	국민연금공단
	23.11%
	13.49%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	98,538	123,326	103,528	108,311
보고영업이익	4,194	5,468	5,591	5,943
핵심영업이익	4,194	5,468	5,591	5,943
EBITDA	5,278	6,668	6,801	7,152
세전이익	4,364	6,956	6,972	7,403
순이익	2,932	5,111	5,278	5,590
지배주주지분순이익	2,653	4,959	4,770	5,206
EPS(원)	6,873	12,848	12,358	13,487
증감률(%Y Y)	28.3	86.9	-3.8	9.1
PER(배)	12.7	6.4	7.2	6.6
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	9.4	7.2	6.8	6.2
보고영업이익률(%)	4.3	4.4	5.4	5.5
핵심영업이익률(%)	4.3	4.4	5.4	5.5
ROE(%)	5.9	10.3	9.0	9.0
순부채비율(%)	24.4	20.9	11.0	7.3

Price Trend



☒ 4Q17 실적 Review

대림산업 (000210)

실적 쇼크보다 아쉬운 해외 수주 경영계획



<장 후 실적발표> 4분기 매출액 3조 2,877억원(YoY +27.5%), 영업이익 925억원 (YoY +49.7%)으로 어닝 쇼크를 기록했습니다. 토목부문의 원가율 급등으로 시장 기대치를 크게 하회했습니다. 영업외에서도 주택 및 SOC 관련 충당금 반영으로 순이익은 적자전환 했습니다. 4분기 실적쇼크다 아쉬운 건 올해 수주 경영계획입니다. 결국 동사의 중장기적 성장을 위한 마지막 퍼즐은 '이란'이라는 판단입니다.

>> Point 1. 예상을 뛰어 넘는 어닝 쇼크

동사는 4분기 매출액 3조 2,877억원(YoY +27.5%, QoQ -4.1%), 영업이익 925억원 (YoY +49.7%, QoQ -53.1%)으로 어닝 쇼크를 기록했다. 매출은 건축부문의 증가로 시장기대치에 부합했지만, 영업이익은 토목부문의 원가율이 135.9%(4Q16 100.2%, 3Q17 104.9%)로 급격하게 상승하면서 시장기대치를 크게 하회했다. 주요인은 1) 평택 국제대교 붕괴 관련 재설계 비용 등, 2) 악산 산업단지 진입도로 공기연장, 3) 싱가폴 ThomsonLine T222 현장의 TBM 고장에 따른 공기지연 및 잔존가치 하락 등 추가원가가 반영됐다. 영업외에서도 1) 국내 주택 미착공 PF 사업장인 '오산세마'와 '해이리' 현장의 매출채권에 대한 충당금, 2) 신분당선 관련 손실, 3) 필리핀 등 해외 일부 사업장에 추가 손실 반영 등 총 1,900억원이 반영되면서 순이익은 적자전환했다.

>> Point 2. 4분기 실적 쇼크보다 아쉬운 올해 수주 경영계획

동사의 올해 수주 계획은 해외 1조원, 국내 6조원이다. 유가 상승을 비롯해 해외 발주 여건이 개선되고 시장의 수주 기대감이 증가하고 있다는 점을 감안하면 아쉬운 경영계획이다. 내장재 선발주로 인한 주택매출 감소와 해외수주 부진으로 동사가 제시한 매출 계획(10.3조, yoy -16.5%)처럼 올해 역성장은 불가피해 보인다. 결국 올해마저 해외수주가 부진하다면 내년에도 역성장이 이어질 가능성이 높다. 다만, 1분기에 연간 주택공급계획 26,513세대의 40%를 분양할 예정으로, 내년 매출은 소폭 증가할 전망이다. 유화계열은 북미 물량 유입으로 작년보다 매출 및 이익이 감소할 전망이다.

>> Point 3. 달러 거래 재개 시점이 re-rating의 시작

당사는 프리뷰 자료에서 실적 부진을 전망해 투자의견 및 목표주가를 하향했다. 예상 이상의 손실과 올해 역성장에도 불구하고 추가적인 하향을 하지 않은 이유는, 1) 토목부문의 정상화로 수익성 개선, 2) 삼호 매출 및 이익의 온기 반영, 3) 불확실성 확대에도 여전히 기대시장인 이란의 잠재력, 4) 매력적인 밸류에이션 등을 감안했다. 결론적으로 동사의 중장기적인 성장을 위한 마지막 퍼즐은 '이란'이다. 달러거래재개가 중요한 터닝포인트가 될 전망이며, 성사 시 동사의 re-rating이 본격화 될 전망이다.

대림산업 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q16	3Q17	4Q17P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	25,789	34,272	32,877	27.5%	-4.1%	33,957	-3.2%	33,594	-2.1%
GPM	8.0%	10.2%	7.9%	-0.1%p	-2.3%p	9.6%	-1.8%p	9.8%	-2%p
영업이익	618	1,973	925	49.7%	-53.1%	1,445	-36.0%	1,638	-43.5%
OPM	2.4%	5.8%	2.8%	0.4%p	-2.9%p	4.3%	-1.4%p	4.9%	-2.1%p
세전이익	539	3,509	-684	-226.8%	-119.5%	1,752	-139.0%	2,133	-132.1%
순이익	333	2,959	-388	-216.5%	-113.1%	1,337	-129.0%	1,610	-124.1%

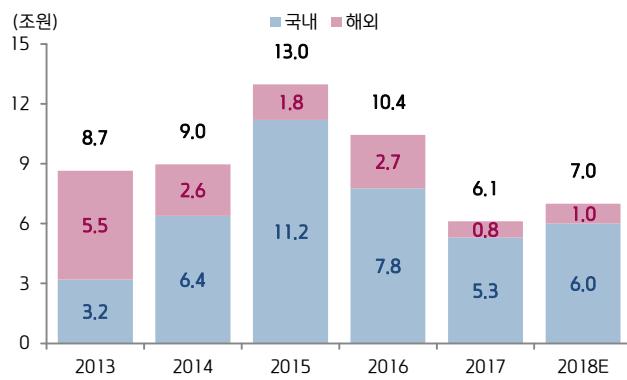
자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2016	2017P	2018E
매출액	22,537	25,638	24,574	25,789	25,114	31,063	34,272	32,877	98,538	123,326	103,528
토목	3,087	3,454	3,197	3,880	2,776	2,997	3,434	2,864	13,618	12,071	11,953
플랜트	5,286	4,970	4,413	4,903	5,118	6,403	5,925	6,067	19,572	23,513	10,969
건축	8,103	10,813	11,318	12,069	12,112	16,698	18,329	17,549	42,303	64,688	53,180
유화	2,734	2,794	2,721	2,495	3,041	2,867	2,902	2,809	10,744	11,619	11,038
연결종속법인	3,257	3,533	2,847	2,361	1,978	2,011	3,588	3,490	11,998	11,067	16,017
매출원가율	90.2	89.3	88.8	92.0	89.3	89.8	89.8	92.1	90.1	90.3	89.3
별도	90.6	89.1	88.9	93.0	91.0	90.8	90.8	93.4	90.4	91.5	91.0
연결종속법인	87.7	90.6	88.1	82.5	69.9	74.8	81.2	81.4	87.6	78.1	79.9
토목	91.0	93.4	93.9	100.2	104.5	119.1	104.9	135.9	94.9	115.7	99.7
플랜트	103.9	94.0	95.3	106.0	92.8	89.8	92.8	98.3	100.0	93.4	93.3
건축	87.3	89.4	88.3	88.0	89.8	88.1	89.4	86.4	88.3	88.3	89.7
유화	72.8	72.7	74.1	79.2	79.8	78.6	78.4	82.9	74.6	79.9	84.7
매출총이익률(%)	9.8	10.7	11.2	8.0	10.7	10.2	10.2	7.9	9.9	9.7	10.7
영업이익	908	1,362	1,307	618	1,140	1,430	1,973	925	4,194	5,468	5,591
영업이익률(%)	4.0	5.3	5.3	2.4	4.5	4.6	5.8	2.8	4.3	4.4	5.4
세전이익	701	1,731	1,393	539	1,927	2,204	3,509	-684	4,364	6,956	6,972
순이익	310	1,198	1,091	333	1,493	1,045	2,959	-388	2,932	5,111	5,278

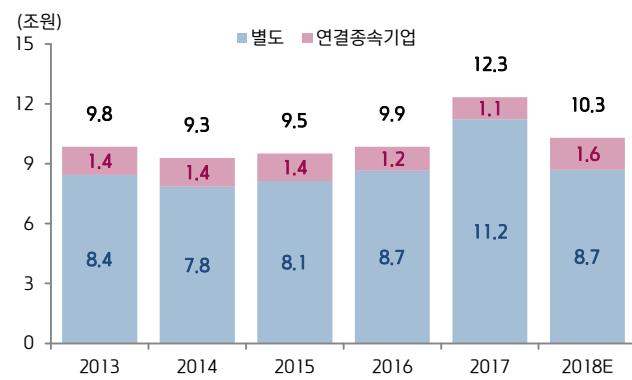
자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 수주 추이 및 목표 달성 현황



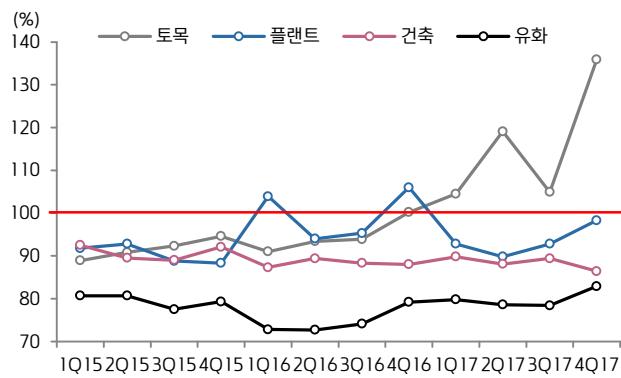
자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 매출 추이 및 목표 달성 현황



자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 부문별 원가율 추이



자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 PBR 밴드 차트



자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 해외 수주 파이프라인

국가	프로젝트	금액	경쟁상대
사우디	Maaden Ammonia #3	10억불	2015~2016년 #2 수행
인도네시아	롯데케미칼 Titan NCC	40억불	대림산업, GS건설, 삼성엔지니어링
러시아	움스크 정유	0.5~1억불	기존 프로젝트 추가 work
싱가폴	항만	10억불	대림산업, 현대건설
이란	기준 MOU 3건(박티아리舐, 플랜트2건) + 신규 1건		

자료: 대림산업, 키움증권

대림산업 2018년 주택공급 계획

구분	사업장 수	비중
자체사업	1	4%
재정비사업	11	58%
기타 일반 도급사업(신탁, 리츠 등)	7	38%
합계	19	26,513세대

주: 위 계획은 향후 일정에 따라 변경될 수 있음

자료: 대림산업, 키움증권

대림그룹 2017년, 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
대림산업	2017.2	e편한세상 영종하늘도시2차	수도권	1,520	1,515	0.11:1	청약 미달(순위내 0.38:1)
삼호	2	다산신도시 자연& e편한세상 3차	수도권	1,394	823	4.76:1	전 탑입 순위내 청약 마감(5.19:1)
대림산업	3	e편한세상 춘천 한숲시티	수도권	2,835	1,143	14.98:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 양주신도시3차	수도권	1,566	1,548	0.23:1	청약 미달(순위내 1.06:1)
대림산업	5	e편한세상 추동공원 2차	수도권	1,773	1,718	0.99:1	전 탑입 순위내 청약 마감(1.58:1)
대림산업	5	e편한세상 일광	지방	913	668	4.77:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	6	e편한세상 구리주택	수도권	733	567	10.00:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	7	아크로 서울포레스트	서울	280	277	2.18:1	청약 미달(순위내 2.89:1)
삼호	7	e편한세상 오션테라스	지방	1,038	718	228.12:1	전 탑입 1순위 청약 마감
삼호	7	e편한세상 신봉담	수도권	898	784	0.47:1	청약 미달(순위내 0.59:1)
대림산업	10	녹번역 e편한세상 캐슬	서울	2,441	412	9.82:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	10	고덕 아르테온	서울	4,066	1,071	10.52:1	전 탑입 1순위 청약 마감
고려개발	11	e편한세상 강동 에코포레	서울	366	69	13.99:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	12	e편한세상 송파 파크센트럴	서울	1,199	315	15.29:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	12	e편한세상 동래온천	부산	439	198	25.67:1	전 탑입 1순위 청약 마감
삼호	12	e편한세상 디오션시티2차	지방	423	410	2.53:1	전 탑입 1순위 청약 마감
고려개발	12	e편한세상 대전 에코포레	지방	2,267	1,282	1.10:1	청약 미달(순위내 1.32:1)
삼호	2018.1	e편한세상 남산	지방	348			
삼호	1	e편한세상 은수역	수도권	921			
삼호	1	e편한세상 금오파크	지방	1,210			
고려개발	1	e편한세상 동해	지방	644			
고려개발	1	e편한세상 둔산	지방	776			
대림산업	2	e편한세상 보라매 2차	서울	804			

자료: APT2you, 대림산업, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	95,137	98,538	123,326	103,528	108,311
매출원가	87,365	88,779	111,381	92,410	96,469
매출총이익	7,771	9,759	11,945	11,119	11,842
판매비및일반관리비	5,054	5,565	6,477	5,527	5,900
영업이익(보고)	2,718	4,194	5,468	5,591	5,943
영업이익(핵심)	2,718	4,194	5,468	5,591	5,943
영업외손익	1,645	170	1,488	1,381	1,460
이자수익	1,114	400	390	559	619
배당금수익	14	31	14	20	22
외환이익	1,828	1,056	2,418	1,737	1,634
이자비용	799	944	998	942	942
외환손실	1,091	864	3,134	1,999	1,984
관계기업지분법손익	1,825	2,566	4,363	2,492	2,661
투자및기타자산처분손익	176	-11	1,166	577	871
금융상품평가및기타금융이익	-400	-29	6	-10	-2
기타	-1,022	-2,034	-2,736	-1,052	-1,418
법인세차감전이익	4,362	4,364	6,956	6,972	7,403
법인세비용	2,193	1,432	1,845	1,694	1,813
유효법인세율 (%)	50.3%	32.8%	26.5%	24.3%	24.5%
당기순이익	2,170	2,932	5,111	5,278	5,590
지배주주지분순이익(억원)	2,068	2,653	4,959	4,770	5,206
EBITDA	3,589	5,278	6,668	6,801	7,152
현금순이익(Cash Earnings)	3,041	4,016	6,310	6,488	6,800
수정당기순이익	2,281	2,959	4,273	4,828	4,902
증감율(% YoY)					
매출액	2.4	3.6	25.2	-16.1	4.6
영업이익(보고)	흑전	54.3	30.4	2.3	6.3
영업이익(핵심)	흑전	54.3	30.4	2.3	6.3
EBITDA	흑전	47.1	26.3	2.0	5.2
지배주주지분 당기순이익	흑전	28.3	86.9	-3.8	9.1
EPS	흑전	28.3	86.9	-3.8	9.1
수정순이익	흑전	29.7	44.4	13.0	1.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,849	1,470	3,883	5,982	5,745
당기순이익	2,170	2,932	5,111	5,278	5,590
감가상각비	795	1,015	1,115	1,109	1,109
무형자산상각비	77	68	85	101	101
외환손익	30	-180	387	262	351
자산처분손익	-176	11	-1,166	-577	-871
지분법손익	-1,825	-2,566	-4,363	-2,492	-2,661
영업활동자산부채 증감	-788	-5,458	-5,554	-968	-1,608
기타	3,567	5,646	8,268	3,268	3,734
투자활동현금흐름	-1,020	-6,994	-1,297	-799	-3,759
투자자산의 처분	530	-4,400	-94	810	-986
유형자산의 처분	49	59	16	1	1
유형자산의 취득	-1,955	-2,541	-2,360	-2,548	-2,548
무형자산의 처분	-49	-115	0	0	0
기타	404	-16	1,172	938	-227
재무활동현금흐름	5,107	-463	1,337	-118	-118
단기차입금의 증가	-1,697	-9,674	-4,489	0	0
장기차입금의 증가	6,714	8,292	6,152	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-57	-281	-370	-118	-118
기타	147	1,200	44	0	0
현금및현금성자산의순증가	7,955	-5,907	3,953	5,065	1,868
기초현금및현금성자산	13,725	21,679	15,772	19,725	24,790
기말현금및현금성자산	21,679	15,772	19,725	24,790	26,658
Gross Cash Flow	4,298	7,121	8,893	7,544	7,923
Op Free Cash Flow	-569	-4,212	-2,697	1,927	1,541

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	71,773	64,959	69,384	72,913	78,657
현금및현금성자산	21,679	15,772	19,725	24,790	26,658
유동금융자산	5,489	5,371	5,020	6,310	6,785
매출채권및유동채권	30,236	29,132	33,331	27,461	30,946
재고자산	8,294	9,019	7,197	8,627	7,737
기타유동비금융자산	6,075	5,665	4,111	5,725	6,531
비유동자산	48,876	58,956	67,297	65,101	67,417
장기매출채권및기타비유동채권	2,953	5,020	3,696	3,102	3,246
투자자산	24,007	29,279	33,740	31,637	32,145
유형자산	18,316	19,642	23,208	24,646	26,084
무형자산	658	614	811	811	811
기타비유동자산	2,942	4,401	5,843	4,905	5,131
자산총계	120,649	123,915	136,681	138,014	146,074
유동부채	51,073	47,874	49,054	46,550	48,818
매입채무및기타유동채무	28,878	31,263	29,363	29,580	30,946
단기차입금	5,386	3,053	1,346	1,346	1,346
유동성장기차입금	5,255	1,439	1,700	1,700	1,700
기타비유동부채	11,554	12,119	16,645	13,925	14,826
비유동부채	21,518	24,587	30,740	29,416	29,736
장기매입채무및비유동채무	401	928	589	494	517
사채및장기차입금	16,928	19,310	22,402	22,402	22,402
기타비유동부채	4,189	4,349	7,749	6,520	6,817
부채총계	72,591	72,461	79,794	75,967	78,553
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
주식발행초과금	2,960	2,960	2,960	2,960	2,960
이익잉여금	36,726	39,185	43,922	48,587	53,688
기타자본	1,577	1,779	1,560	1,560	1,560
지배주주지분자본총계	43,448	46,109	50,627	55,292	60,393
비지배주주지분자본총계	4,610	5,344	6,260	6,756	7,127
자본총계	48,058	51,454	56,887	62,048	67,520
순차입금	7,890	12,531	11,873	6,808	4,939
총차입금	29,570	28,303	31,598	31,598	31,598

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	5,357	6,873	12,848	12,358	13,487
BPS	112,559	119,454	131,157	143,244	156,458
주당EBITDA	9,298	13,673	17,274	17,619	18,530
CFPS	9,970	3,808	10,061	15,497	14,882
DPS	300	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	12.5	12.7	6.4	7.2	6.6
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.2	9.4	7.2	6.8	6.2
PCFR	8.5	8.4	5.0	5.3	5.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.9	4.3	4.4	5.4	5.5
영업이익률(핵심)	2.9	4.3	4.4	5.4	5.5
EBITDA margin	3.8	5.4	5.4	6.6	6.6
순이익률	2.3	3.0	4.1	5.1	5.2
자기자본이익률(ROE)	4.8	5.9	10.3	9.0	9.0
투하자본이익률(ROIC)	5.2	10.0	13.3	13.2	13.3
안정성(%)					
부채비율	151.1	140.8	140.3	122.4	116.3
순차입금비율	16.4	24.4	20.9	11.0	7.3
이자보상배율(배)	3.4	4.4	5.5	5.9	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	3.3	3.9	3.4	3.7
재고자산회전율	10.8	11.4	15.2	13.1	13.2
매입채무회전율	3.3	3.3	4.1	3.5	3.6

Compliance Notice

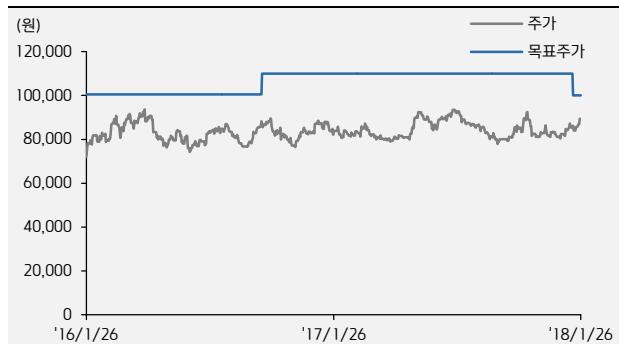
- 당사는 1월 25일 현재 '대림산업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점			괴리율(%)		
				평균 주기대비	최고 주기대비	최저 주기대비	평균 주기대비	최고 주기대비	최저 주기대비
대림산업 (000210)	2015/10/29	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-30.50	-21.99			
	2016/01/29	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-23.58	-8.56			
	2016/04/19	Outperform (Downgrade)	100,500원	6개월	-23.31	-6.87			
	2016/04/22	Outperform (Maintain)	100,500원	6개월	-23.13	-6.87			
	2016/04/25	Outperform (Maintain)	100,500원	6개월	-22.86	-6.87			
	2016/06/10	Outperform (Maintain)	100,500원	6개월	-21.69	-16.62			
	2016/07/18	Buy(Upgrade)	100,500원	6개월	-21.14	-16.62			
	2016/07/29	Buy(Maintain)	100,500원	6개월	-19.39	-12.14			
	2016/10/12	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-20.47	-18.64			
	2016/10/26	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.93	-18.64			
	2017/01/18	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-23.88	-18.64			
	2017/01/25	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-24.30	-18.64			
	2017/04/17	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-27.29	-26.09			
	2017/04/28	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-26.57	-24.91			
	2017/05/22	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-22.96	-15.91			
	2017/06/20	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.89	-15.91			
	2017/07/19	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-21.35	-15.00			
	2017/07/28	Outperform (Downgrade)	110,000원	6개월	-22.31	-15.00			
	2017/10/17	Outperform (Maintain)	110,000원	6개월	-23.67	-21.55			
	2017/10/25	Outperform (Maintain)	110,000원	6개월	-23.28	-20.91			
	2017/11/03	Outperform (Maintain)	110,000원	6개월	-23.68	-15.91			
	2018/01/15	Outperform (Maintain)	100,000원	6개월	-14.09	-10.60			
	2018/01/26	Outperform (Maintain)	100,000원	6개월					

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%