대림산업(000210)

매수(유지)

목표주가: 130,000원(유지)

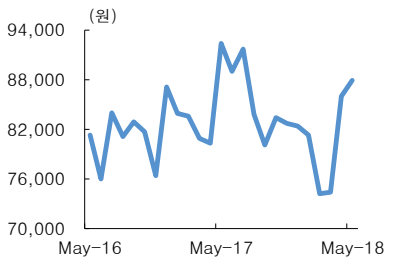
Stock Data

KOSPI(5/18)	2,461
주가(5/18)	87,900
시가총액(십억원)	3,059
발행주식수(백만)	35
52주 최고/최저가(원)	93,500/70,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,157
유동주식비율/외국인지분율(%)	76.9/32.4
주요주주(%) 대림코퍼레이션 외 6 인	23.1
국민연금	13.9

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.6	6.4	10.0
KOSPI 대비(%p)	8.4	9.3	2.4

주가추이



자료: WISEfn

다른 것이 틀린 것은 아니다

이란 후폭풍

미국의 이란 핵협상 탈퇴로 이란 사업을 중점 추진했던 대림산업의 주가가 약세다. 2016년 수주한 이란 '이스파한' 정유의 early work을 마무리한 상황인데 전액 발주처 자금으로 정산도 끝나 손익 영향은 없다. 단지 시기는 불분명할지라도 매출을 기대했던 공사가 사라진 실망감이 컸다. 게다가 늘 그렇듯 보수적 가이던스로 외형 축소의 우려가 만연한 상황이다. 이에 수주 현황과 손익을 점검해 보았다.

2018년 수주 목표 7조원 중 토목은 초과 달성 예상

올해 수주 가이던스는 건축 5조원, 토목과 플랜트 각각 1조원 등 총 7조원이다. 올해 예상 매출 8조원보다 적은 수준이라 실망스러운 수치였다. 그러나 최근 예상을 엎고 GTX(0.8조원)를 수주했는데 가이던스에 미포함된 프로젝트라 사실상 토목 수주는 2조원으로 초과 달성 가능성이 높다. 플랜트는 0.6조원의 국내 공사, 완공 단계인 S-OIL의 증액공사(RHDS, 1,500억원), 러시아와 필리핀에서 1천억원의 수주 가능성이 매우 높다. 플랜트 가이던스는 가능성 높은 상기 프로젝트만 감안한 것으로 6월 발표될 사우디 '마덴 암모니아#3'(1조원)은 포함되지 않았다. 대림산업은 2014년 암모니아 #2를 원활히 완공해 발주처의 신뢰를 얻은 상태다. 경쟁사는 스페인의 드라가도스뿐인데 암모니아 공정의 경험이 없다. 이 프로젝트는 단순히 가격만으로 EPC업체가 결정되는 것은 아니라 여전히 기대 가능하고, 수주 시 플랜트 수주는 2조원에 육박한다.

'돈되는 수주'만 한다

역사적으로 대림산업의 해외수주는 평균 2조원이었다. 2008~2011년에만 연평균 3.8조원을 기록했는데 당시 업계 풍조가 외형 팽창주의적이던 영향도 있었다. 그러나 1,600명의 플랜트 인력과 적절한 capacity가 인당 매출 11억원으로 추산된다는 점에서 최적의 수익성을 보일 수 있는 해외수주는 2조원대로 판단한다. 해외수주 목표가 3조~6조원인 타사 대비 의지가 약해 보일 수 있으나 전략의 차이일 뿐이다. 대림산업은 수의계약이나 잘 아는 지역, 가격보다 기술 위주의 입찰로 안건 자체가 적은 대신, 철저한 수익성 위주로 수주하고 수익성을 2배 이상 낸다는 전략이다. 따라서 다른 것이 나쁘게 읽혀질 필요는 없다. 2분기에도 7%의 영업이익률이 예상되는 이익 호조의 상황에서 대림산업을 다시 볼 때다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	9,854	419	265	6,868	28.3	528	12.7	8.5	0.7	5.9	0.3
2017A	12,336	546	490	12,702	84.9	665	6.5	6.6	0.6	10.1	1.2
2018F	10,357	734	735	19,079	50.2	857	4.6	4.9	0.6	13.6	1.1
2019F	10,397	742	740	19,208	0.7	872	4.6	4.7	0.5	12.2	1.1
2020F	10,883	846	805	20,908	8.8	979	4.2	3.9	0.5	11.9	1.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자
kyungja.lee@truefriend.com

김치호
chiho.kim@truefriend.com

해외수주 활동 재개

통상 해외수주, 특히 플랜트는 2년에 걸친 견적 과정과 프로젝트 준비 이후 결과물을 받아 들게 된다. 유가가 지금 오른다 해서 바로 건설사들이 수주를 하는 것은 아니다. Pure EPC로 꾸준히 해외사업에 집중한 삼성엔지니어링을 제외하고는 대부분의 건설사는 그간 주택사업에만 전념했기에 올 상반기 대체로 해외수주가 저조하다. 대림산업도 그간 이란에 집중했기에 마찬가지인 상황이다. 그러나 작년 하반기부터 이란 악재를 상쇄하기 위해 플랜트 수주 활동을 재개했다. 결국 업계 상황은 대동소이하나 대외적인 가이던스 제시에 있어 표현 방식은 차이가 있었다.

그간 플랜트 발주는 대부분 해외에서 나왔지만 올해부터 국내사 발주가 늘어난다는 점이 대림산업에게는 기회다. 유화사업을 갖고 있어 주요 산업단지(대산, 여천, 온산)에 수주 경험이 많고 리스크 관리에 강해 국내 수주는 절대 놓치지 않는 모습을 보여왔다. 국내 화학기업은 2018년 중소 규모 증설을 시작으로 2019년 대규모 콤플렉스 투자를 이어갈 것이다. 올해 대림산업은 관계사 증설을 포함, 총 7,500억원의 플랜트 수주 가능성이 매우 높다. 국내 사업은 이익률이 문제지, 우발 리스크는 거의 없다. 2019년에는 롯데케미칼의 타이탄 NCC(40억달러), 현대케미칼의 HPC(2.7조원), GS칼텍스의 MFC 등 메가 프로젝트, 특히 석유화학 플랜트 발주가 많다.

대림산업은 대부분의 플랜트 공정에 강점이 있다. 상대적으로 약했던 발전플랜트도 국내 최대 규모의 발전소인 포천파워를 완공하며 경험을 축적했다. 특히 다양한 제품별 라이센스가 필요해 진입장벽이 높은 화학플랜트에는 가장 많은 경험을 갖고 있다. 글로벌 발주의 중심은 점차 정유에서 석유화학으로 넘어가고 있다.

<표 1> 대림산업 입찰 프로젝트

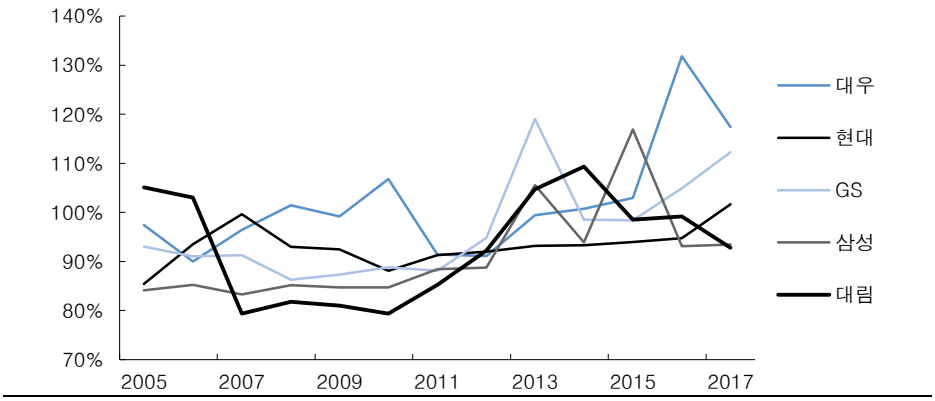
(단위: 조원)

입찰 결과	국가	프로젝트	금액	입찰 업체
6 월	사우디	마덴암모니아 #3	0.9	대림산업 등, 대림산업이 수행한 #2 와 동일 플랜트
8 월	한국	S-OIL RHDS	0.2	대림산업 등
2H18	러시아	옴스크 정유	0.1	Construction management (수의계약)
2H18	한국	YNCC 등 계열사	0.3	대림산업
2H18	한국	국내 화학회사	0.3	대림산업
2H18	베트남	하수처리 시설	0.2	포스코건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, GS 건설
2019	말레이시아	롯데케미칼 타이탄 NCC	3.5	삼성엔지니어링, 대림산업, GS 건설 등
2019	한국	현대케미칼 HPC	2.7	현대엔지니어링+현대건설, 삼성엔지니어링, GS 건설, 대림산업 등
2019	한국	GS 칼텍스 MFC	2.0	현대엔지니어링+현대건설, 삼성엔지니어링, GS 건설, 대림산업 등

자료: 한국투자증권

[그림 1]은 업체별 해외 원가율 추이다. 2017년은 매출이 적고 change order 효과로 비교의 의미가 크지 않다 할지라도, 업계가 정상적 이익을 내던 2007~2012년에도 대림산업의 해외 매출이익률은 경쟁사의 2배에 달했다.

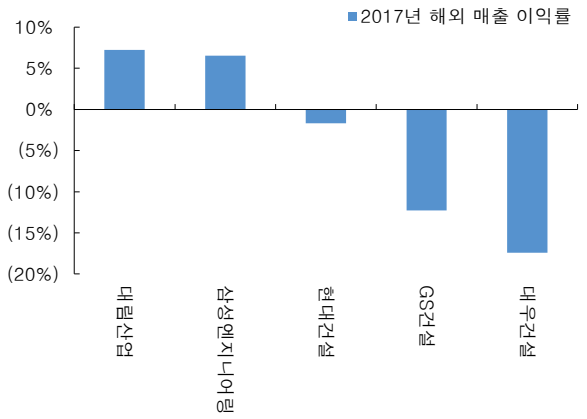
[그림 1] 업체별 해외 원가율 비교



주: 삼성엔지니어링은 전사 원가율(해외 원가율 미공개)
자료: 각 사, 한국투자증권

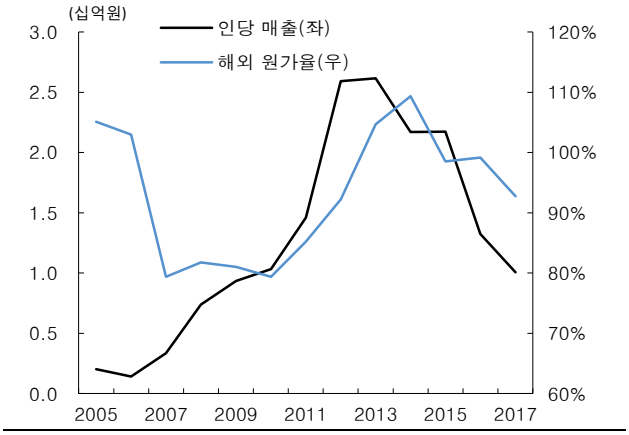
대림산업이 해외에서 이례적인 손실을 냈던 2013~2015년 인당 매출은 22억~26억원에 달해, 통상 플랜트의 적정 매출규모인 11억원을 크게 상회했다. 2017년 인당 매출은 10억원으로 줄었고 2018년은 8억원으로 하락할 전망이다. 대림산업이 최적의 수익성을 내며 성장하려면 적절한 연간 플랜트 수주는 2조원으로 추정된다. '마덴 암모니아'를 수주한다면 2조원을 달성하게 돼 최적의 수익성 시현이 가능하다. 만약 실패한다면 2019년 3조원의 수주가 필요한데, 강해지는 시황과 국내 화학기업의 투자 계획 감안 시 어려운 것은 아니라고 판단된다.

[그림 2] 2017년 해외 매출 이익률 비교



주: 삼성엔지니어링은 전사 매출 이익률(해외 원가율 미공개)
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 3] 대림산업의 플랜트 사업 인당 매출과 해외 원가율



자료: 대림산업, 한국투자증권

2분기 영업이익률 7% 전망

2분기 매출은 전년대비 17% 감소한 2.6조원을 예상하나 '용인 한숲시티'등 대형 주택현장이 완공되며 영업이익률은 7.0%로 전년대비 2.4%p 상승할 것으로 추정한다. 1분기 실적 서프라이즈를 일회적 요인만으로 치부할 수는 없다. 가장 드라마틱한 변화를 보인 사업부는 토목이었다. 2017년 125.6%에 육박했던 토목 원가율은 올 1분기 91%로 대폭 하락했고 안정된 수준을 이어갈 것이다. 1분기 사우디 '라빅'현장의 change order로 300억원의 이익 효과가 있었다. 현재 오만 '소하르' 정유 현장에 claim을 신청한 상태로 향후에도 upside는 열려 있다.

매분기 실적에서 더 이상 loss making 현장은 없다는 것을 입증하고 있다는 것이 중요하다. 경쟁사의 1/2 수준의 수주를 하더라도, 2배의 이익률을 창출하며 이익 중심의 경영을 하겠다는 전략이다. 다른 것이 나쁜 것은 아니다.

<표 2> 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출	**2,511**	**3,106**	**3,427**	**3,288**	**2,833**	**2,580**	**2,610**	**2,333**	**9,854**	**12,333**	**10,357**	**10,397**
YoY	*11.4%*	*21.2%*	*39.5%*	*27.5%*	*12.8%*	*(16.9%)*	*(23.8%)*	*(29.0%)*	*3.6%*	*25.2%*	*(16.0%)*	*0.4%*
본사	2,314	2,905	3,068	2,939	2,483	2,185	2,190	1,868	8,654	11,226	8,727	8,297
건설	2,010	2,619	2,778	2,658	2,186	1,895	1,920	1,626	7,580	10,064	7,627	7,142
토목	177	190	200	178	162	102	122	200	994	744	586	639
건축(주택)	1,210	1,670	1,833	1,755	1,454	1,473	1,207	1,181	4,228	6,468	5,314	4,876
플랜트	273	390	410	370	333	75	262	28	644	1,442	698	269
해외	341	360	340	330	225	236	320	212	1,684	1,371	993	1,322
유화	304	287	290	281	298	290	270	243	1,075	1,162	1,100	1,155
DSA	134	65	14	27	44	15	70	151	437	240	280	300
원가율	89.3%	89.8%	89.8%	92.1%	85.5%	86.3%	87.5%	83.6%	90.1%	90.3%	85.8%	85.7%
건설	92.7%	92.1%	92.1%	94.6%	87.6%	87.5%	89.0%	91.3%	93.0%	92.9%	88.7%	89.3%
토목	110.0%	115.8%	117.9%	160.3%	90.0%	96.0%	97.0%	97.3%	96.0%	125.6%	95.0%	95.0%
건축(주택)	89.8%	88.1%	87.6%	88.3%	84.9%	86.5%	87.0%	85.7%	88.1%	88.3%	86.0%	87.0%
플랜트	92.5%	94.0%	94.6%	99.0%	94.0%	94.0%	95.0%	97.1%	104.8%	95.2%	94.5%	94.5%
해외	92.0%	88.0%	88.6%	107.5%	92.5%	91.0%	91.0%	91.8%	96.1%	93.8%	91.5%	91.0%
유화	79.8%	78.6%	78.4%	82.9%	85.8%	79.0%	80.0%	74.1%	74.5%	79.9%	80.0%	79.0%
DSA	96.2%	83.1%	86.0%	48.1%	22.6%	85.0%	88.0%	93.3%	110.9%	86.7%	80.4%	90.0%
영업이익	114	143	197	93	245	180	146	162	425	547	734	742
본사	76	134	160	(13)	179	165	115	32	325	356	491	412
건설	36	95	122	(36)	155	127	86	(7)	133	217	361	265
유화	40	38	38	22	23	38	29	40	192	139	130	148
DSA	5	11	2	14	34	2	8	10	(37)	32	55	30
연결자회사	33	(2)	35	92	32	13	23	120	137	158	188	300
영업이익률	4.5%	4.6%	5.8%	2.8%	8.6%	7.0%	5.6%	6.9%	4.3%	4.4%	7.1%	7.1%
본사	3.3%	4.6%	5.2%	(0.5%)	7.2%	7.5%	5.3%	1.7%	3.8%	3.2%	5.6%	5.0%
건설	1.8%	3.6%	4.4%	(1.3%)	7.1%	6.7%	4.5%	(0.5%)	1.9%	2.2%	5.3%	4.2%
유화	13.3%	13.3%	13.2%	7.9%	7.8%	13.1%	10.7%	16.5%	17.9%	12.0%	11.8%	12.8%
DSA	3.8%	17.2%	13.9%	51.1%	77.4%	15.0%	12.0%	6.7%	(8.5%)	13.3%	19.6%	10.0%
지분법이익	159	99	100	79	83	88	93	86	257	436	350	322
고려개발	5	4	4	(13)	(0)	7	4	9	(27)	(1)	20	22
YNCC	137	75	89	83	69	70	80	71	242	383	290	260
폴리미래	11	11	12	11	9	11	9	11	63	45	40	40
세전이익	193	220	351	(68)	308	218	219	233	465	696	979	985
지배주주순이익	139	102	289	(34)	240	160	162	174	286	496	735	740

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 건설사 peer valuation

		현대건설	삼성엔지니어링	GS 건설	대림산업	대우건설
시가총액(십억원)		7,795	3,959	3,400	3,059	2,943
PER	2016A	8.3	68.7	NM	12.7	NM
(배)	2017A	20.1	NM	NM	6.5	9.4
	2018F	14.0	36.5	6.6	4.6	13.7
	2019F	12.7	12.8	13.9	4.6	11.6
	2020F	13.1	10.7	14.4	4.2	13.4
PBR	2016A	0.8	2.0	0.6	0.7	1.0
(배)	2017A	0.6	2.4	0.6	0.6	1.0
	2018F	1.1	3.5	0.9	0.6	1.2
	2019F	1.0	2.7	0.8	0.5	1.0
	2020F	0.9	2.2	0.8	0.5	1.0
ROE	2016A	9.5	7.4	(0.8)	5.9	(30.9)
(%)	2017A	3.2	(4.5)	(5.2)	10.1	12.1
	2018F	8.2	10.0	14.6	13.6	9.1
	2019F	8.4	24.0	6.2	12.2	9.7
	2020F	7.5	22.6	5.6	11.9	7.7
OPM	2016A	6.2	1.0	1.3	4.3	(4.2)
(%)	2017A	5.8	0.8	2.7	4.4	3.6
	2018F	6.6	2.6	7.4	7.1	4.2
	2019F	6.9	5.5	4.2	7.1	4.5
	2020F	6.7	6.6	4.4	7.8	4.2
OP growth	2016A	6.4	NM	17.1	54.3	NM
(%)	2017A	(14.9)	(33.1)	122.9	30.2	NM
	2018F	13.9	237.3	178.9	34.4	(0.6)
	2019F	9.3	165.9	(45.8)	1.2	(0.2)
	2020F	(3.2)	18.7	(4.7)	14.0	(12.6)

주: 5월 17일 종가 기준
자료: 한국투자증권

기업개요

대림산업은 토목, 건축, 플랜트 등의 종합건설업을 하는 건설사업부와 석유화학제품을 생산하는 석유화학사업부로 구성, 대림그룹 계열사 전반을 지배하는 대림산업은 매출액 비중이 가장 큰 회사로 대림그룹의 58.3% 차지

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	6,496	6,728	6,110	6,134	6,421
현금성자산	1,577	1,932	2,071	2,079	2,177
매출채권및기타채권	2,951	3,167	2,227	2,235	2,340
재고자산	902	718	725	728	762
비유동자산	5,896	6,675	6,072	6,365	6,452
투자자산	2,101	2,466	2,116	2,118	2,140
유형자산	1,964	2,071	2,344	2,628	2,618
무형자산	61	70	59	59	62
자산총계	12,392	13,402	12,182	12,498	12,873
유동부채	4,787	4,903	3,066	2,781	2,474
매입채무및기타채무	3,289	3,268	2,278	2,287	2,394
단기차입금및단기사채	305	165	0	0	0
유동성장기부채	593	793	750	707	677
비유동부채	2,459	2,805	2,744	2,663	2,597
사채	850	939	909	879	829
장기차입금및금융부채	1,145	1,351	1,403	1,350	1,314
부채총계	7,246	7,708	5,811	5,444	5,071
지배주주지분	4,611	5,064	5,737	6,414	7,157
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	539	539	539	539
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,918	4,399	5,095	5,796	6,562
비지배주주지분	534	630	635	640	645
자본총계	5,145	5,694	6,372	7,054	7,802

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	9,854	12,336	10,357	10,397	10,883
매출원가	8,878	11,139	8,883	8,909	9,292
매출총이익	976	1,196	1,474	1,487	1,591
판매관리비	557	650	740	745	745
영업이익	419	546	734	742	846
금융수익	86	62	115	116	116
이자수익	40	39	50	51	51
금융비용	113	189	80	75	75
이자비용	94	104	80	75	75
기타영업외손익	(212)	(181)	(140)	(120)	(120)
관계기업관련손익	257	437	350	322	305
세전계속사업이익	436	675	979	985	1,072
법인세비용	143	167	239	240	262
연결당기순이익	293	508	740	745	810
지배주주지분순이익	265	490	735	740	805
기타포괄이익	(26)	(24)	(24)	(24)	(24)
총포괄이익	267	484	716	721	787
지배주주지분포괄이익	242	465	711	716	782
EBITDA	528	665	857	872	979

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	147	438	(272)	300	185
당기순이익	293	508	740	745	810
유형자산감가상각비	102	111	116	122	125
무형자산상각비	7	8	8	8	8
자산부채변동	(546)	(465)	(756)	(257)	(466)
기타	291	276	(380)	(318)	(292)
투자활동현금흐름	(699)	(237)	641	(123)	72
유형자산투자	(254)	(236)	(390)	(409)	(117)
유형자산매각	6	2	2	2	2
투자자산순증	(440)	(159)	677	297	260
무형자산순증	(10)	(3)	4	(8)	(11)
기타	(1)	159	348	(5)	(62)
재무활동현금흐름	(46)	154	(229)	(170)	(160)
자본의증가	122	6	0	0	0
차입금의순증	(138)	175	(186)	(126)	(116)
배당금지급	(28)	(25)	(39)	(39)	(39)
기타	(2)	(2)	(4)	(5)	(5)
기타현금흐름	8	1	0	0	0
현금의증가	(591)	355	140	8	97

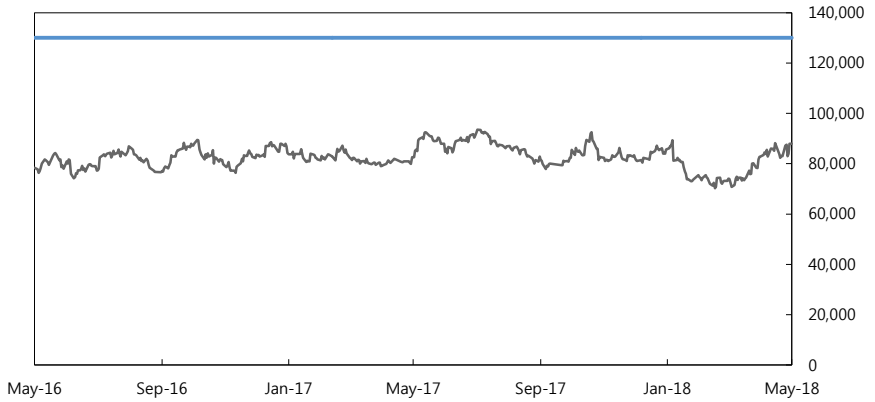
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	6,868	12,702	19,079	19,208	20,908
BPS	119,454	131,198	148,621	166,173	185,419
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.6	25.2	(16.0)	0.4	4.7
영업이익증가율	54.3	30.2	34.4	1.2	14.0
순이익증가율	28.3	84.9	49.8	0.7	8.8
EPS증가율	28.3	84.9	50.2	0.7	8.8
EBITDA증가율	47.1	26.0	28.8	1.7	12.3
수익성(%)					
영업이익률	4.3	4.4	7.1	7.1	7.8
순이익률	2.7	4.0	7.1	7.1	7.4
EBITDA Margin	5.4	5.4	8.3	8.4	9.0
ROA	2.4	3.9	5.8	6.0	6.4
ROE	5.9	10.1	13.6	12.2	11.9
배당수익률	0.3	1.2	1.1	1.1	1.1
배당성향	4.4	7.9	5.3	5.2	4.8
안정성					
순차입금(십억원)	792	735	383	250	15
차입금/자본총계비율(%)	56.5	57.3	46.6	40.4	35.1
Valuation(X)					
PER	12.7	6.5	4.6	4.6	4.2
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.5	6.6	4.9	4.7	3.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
대림산업(000210)	2016.04.25	매수	130,000원	-36.7	-30.2
	2017.04.25	1년경과		-36.2	-28.1



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 20일 현재 대림산업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.