

대림산업 (000210)

건설



Ki-ryong Kim

+822 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	97,000원 (I)
현재주가 (7/11)	75,500원
상승여력	28%

시가총액	27,446억원
총발행주식수	38,600,000주
60일 평균 거래대금	263억원
60일 평균 거래량	316,179주
52주 고	93,500원
52주 저	70,200원
외인지분율	32.56%
주요주주	대림코퍼레이션 외 6인 23.12%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.2)	(0.7)	(16.7)
상대	(4.9)	6.5	(12.5)
절대(달러환산)	(15.7)	(5.4)	(14.4)

양호한 실적, 해외 수주 부진 해소가 관건

지속되는 해외 수주 부진

2017년에 이어 올해 역시 해외 수주 부진은 이어질 전망이다. 지연되고 있는 사우디 마덴 암모니아 1조원 외에는 연내 의미있는 수주 가능한 해외 Project는 부재한 상황이다. 2016년, 12월 수주로 인식했던 이란 이스파한 정유공장 개선공사 2.3조원 타결로 해외 수주 잔고 확보가 더욱 절실해지고 있다. 2019년 해외 수주로는 롯데케미칼 타이탄 NCC와 필리핀, 말레이시아 플랜트에서 수주를 목표하고 있다.

이익 개선 기대감은 유효

2018년 2분기 실적은 매출액 2.74조원(-11.8%, YoY), 영업이익 1,706억원(+19.2%, YoY)으로 시장 예상치에 부합할 것으로 추정한다. 해외 수주 부진과 함께 국내 S-oil RUC Project(1.7조원) 종료로 플랜트 부문의 매출 둔화 부담은 당분간 지속될 전망이다. 2018년 매출액은 전년대비 두 자리 수 감소할 전망이다. 다만, 전년도 부진했던 토목 원가율 개선(2017년 : 116% → 2018E : 95%)과 3Q17부터 지분법 회사에서 연결 실적으로 반영된 삼호 편입효과로 이익단에서의 개선은 유효할 전망이다. 2018년 영업이익은 전년대비 28% 증가한 6,984억원을 추정한다. 2017년 선제적 clean화로 크게 개선되었던 해외 손익은 올해 특별한 환입이 없다면 관련 영향은 크지 않을 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 97,000원으로 커버리지 개시.

대림산업에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 97,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum-Of-The-Parts)를 적용하여 건설과 유회부문 12개월 선행 세후영업이익에 각각 PER 7x(국내 EPC 평균 8x 할인), 5x(대한유화 2018년 기준 PER)를 적용하여 산출하였다. 성장 우려를 불식할 해외 수주 부재로 주가 역시 상대적으로 부진한 흐름이 이어지고 있다. 다만, 이익단에서의 성장과 2018년 기준 PER 4.4x에 불과한 저평가 매력을 보유했다는 측면에서 투자의견은 Buy를 제시한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,400	-11.8	-3.4	28,451	-3.7
영업이익	1,706	19.2	-31.3	1,788	-4.6
세전계속사업이익	2,044	-7.2	-34.4	2,167	-5.7
지배순이익	1,447	41.7	-40.7	1,537	-5.8
영업이익률 (%)	6.2	+1.6 %pt	-2.6 %pt	6.3	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.3	+2.0 %pt	-3.3 %pt	5.4	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	98,538	123,355	109,215	105,937
영업이익	4,194	5,459	6,984	6,414
지배순이익	2,653	4,905	6,247	5,669
PER	10.8	6.1	4.2	4.7
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.1	6.6	4.5	4.5
ROE	5.9	10.1	11.9	10.0

자료: 유안타증권

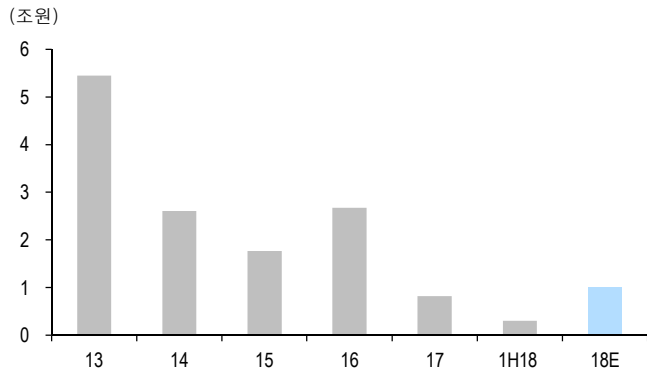
대림산업 2Q18 Preview (단위: 십억원)									
	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,106	3,427	3,291	2,836	2,740	-11.8%	-3.4%	2,845	-3.7%
영업이익	143	197	92	248	171	19.2%	-31.3%	179	-4.6%
세전이익	220	351	-89	312	204	-7.2%	-34.4%	217	-5.7%
지배주주순이익	102	289	-39	244	145	41.7%	-40.7%	154	-5.8%
영업이익률	4.6%	5.8%	2.8%	8.8%	6.2%				
세전이익률	7.1%	10.2%	-2.7%	11.0%	7.5%				
지배주주순이익률	3.3%	8.4%	-1.2%	8.6%	5.3%				

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망 (단위: 십억원)											
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
매출액 (연결)	2,511	3,106	3,427	3,291	12,336	2,836	2,740	2,595	2,750	10,921	10,594
건설	2,009	2,618	2,778	2,660	10,066	2,186	2,063	1,956	2,060	8,265	7,951
- 토목	278	300	343	286	1,207	295	298	289	317	1,199	1,266
- 플랜트	512	640	593	607	2,351	428	379	325	321	1,453	1,392
- 건축(주택포함)	1,211	1,670	1,833	1,755	6,469	1,454	1,377	1,333	1,413	5,576	5,253
- 조정	9	9	9	12	39	9	9	9	10	37	40
유화	304	287	290	281	1,162	298	292	288	288	1,166	1,152
연결자회사	198	201	359	350	1,108	350	385	351	402	1,488	1,491
% 원가율 (연결)	89.3%	89.8%	89.8%	92.1%	90.3%	85.4%	87.4%	88.4%	88.6%	87.4%	88.0%
건설	92.7%	92.2%	92.1%	94.5%	92.9%	87.6%	89.2%	89.9%	89.7%	89.1%	89.4%
- 토목	104.5%	119.1%	104.9%	135.9%	115.7%	91.3%	95.8%	96.3%	96.2%	94.9%	94.5%
- 플랜트	92.8%	89.8%	92.8%	98.3%	93.4%	93.8%	94.8%	96.5%	96.0%	95.2%	95.5%
- 건축(주택포함)	89.8%	88.1%	89.4%	86.4%	88.3%	84.9%	86.1%	86.8%	86.7%	86.1%	86.5%
유화	79.8%	78.6%	78.4%	82.9%	79.9%	85.8%	83.8%	84.4%	84.9%	84.7%	84.9%
연결자회사	69.7%	74.2%	81.0%	81.0%	77.7%	72.3%	80.3%	83.0%	85.5%	80.5%	83.0%
영업이익(연결)	114	143	197	92	546	248	171	149	131	698	641
건설	36	95	122	-36	217	155	115	101	88	463	424
유화	40	38	38	22	139	23	24	21	17	86	84
연결자회사	38	9	37	106	190	66	31	26	26	149	134
% 영업이익률(연결)	4.5%	4.6%	5.8%	2.8%	4.4%	8.8%	6.2%	5.7%	4.8%	6.4%	6.1%
건설	1.8%	3.6%	4.4%	-1.3%	2.2%	7.1%	5.6%	5.2%	4.2%	5.6%	5.3%
유화	13.3%	13.3%	13.2%	7.9%	12.0%	7.8%	8.3%	7.4%	6.0%	7.4%	7.3%
연결자회사	19.1%	4.7%	10.4%	30.2%	17.2%	18.9%	8.1%	7.4%	6.5%	10.0%	9.0%

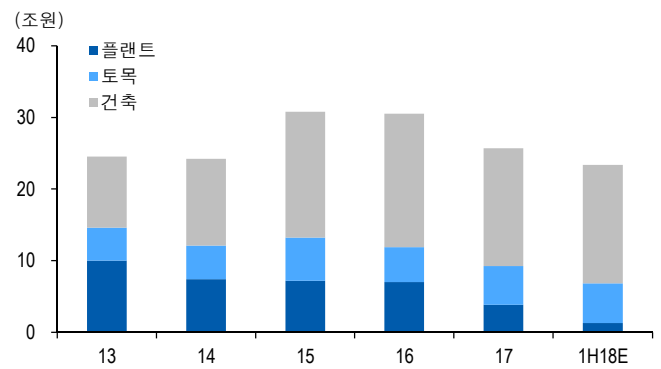
자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 해외 신규수주 추이



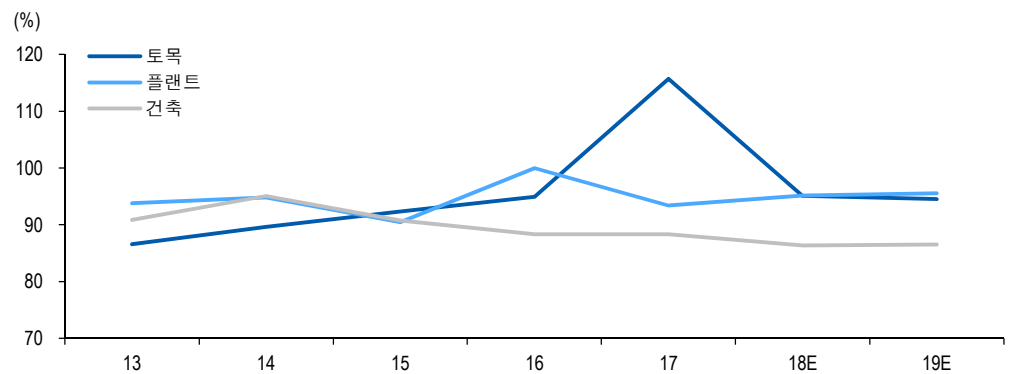
자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 사업부문별 수주잔고 추이



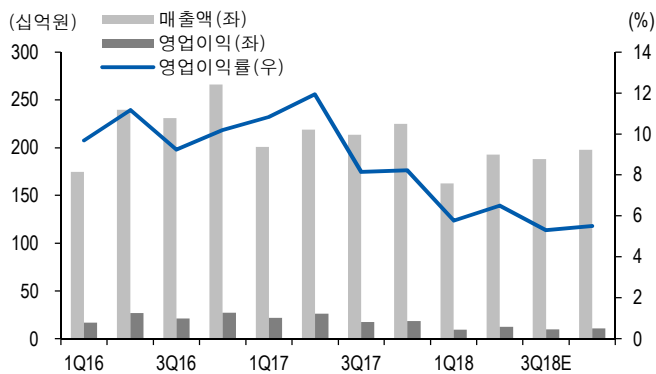
자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 사업부문별 원가율 추이



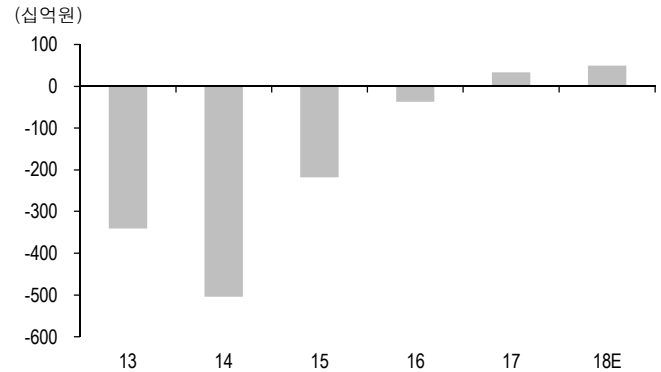
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 삼호 매출액, 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

연간 사우디 시공법인(DSA) 영업손익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정			(단위: 십억원, 배, 원)
항목	기업가치	비고	
1. 영업가치	2,251		
1) 건설부문	1,939		
- 12개월 선행 NOPLAT	277	12M 선행 영업이익, 법인세율 27% 적용	
- PER	7	대형 건설사 PER 8x 할인	
2) 유화부문	312		
- 12개월 선행 NOPLAT	62	12M 선행 영업이익, 법인세율 27% 적용	
- PER	5	대한유화 2018년 PER 적용	
2. 자산가치 (비영업가치)	1,520		
- 여천 NCC	975	18년 순이익, PER 5x 적용, 지분율 50%, 비상장 20% 할인	
- 삼호	144	지분율 41.8%, 상장사 시가총액 적용	
- 고려개발	107	지분율 62.2%, 상장사 시가총액 적용	
- 기타 비상장	293	장부가, 30% 할인	
3. 순차입금	387	1Q19 기준	
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,384		
- 발행주식수	34,800,000		
목표주가	97,000	반올림 적용	
현재주가	75,500	7월 11일 종가 기준	
Upside	28.5%		

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 (000210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	98,538	123,355	109,215	105,937	105,024
매출원가	88,779	111,395	95,455	93,251	92,685
매출총이익	9,759	11,961	13,760	12,686	12,338
판매비	5,565	6,502	6,776	6,272	6,212
영업이익	4,194	5,459	6,984	6,414	6,127
EBITDA	5,278	6,652	8,244	7,712	7,443
영업외손익	170	1,294	1,509	1,592	1,677
외환관련손익	192	-648	37	86	86
이자손익	-544	-651	-648	-578	-518
관계기업관련손익	2,566	4,368	3,831	3,754	3,678
기타	-2,043	-1,774	-1,711	-1,670	-1,570
법인세비용차감전순이익	4,364	6,753	8,493	8,006	7,803
법인세비용	1,432	1,673	2,062	2,162	2,107
계속사업순이익	2,932	5,080	6,431	5,844	5,696
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,932	5,080	6,431	5,844	5,696
지배지분순이익	2,653	4,905	6,247	5,669	5,526
포괄손익	2,671	4,843	6,257	5,670	5,522
지배지분포괄이익	2,423	4,647	6,013	5,449	5,307

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	64,959	67,277	70,772	71,660	73,228
현금및현금성자산	15,772	19,318	22,963	24,309	26,805
매출채권 및 기타채권	29,511	31,672	30,207	30,071	29,271
재고자산	9,019	7,181	8,881	8,614	8,540
비유동자산	58,956	66,748	67,208	70,140	72,063
유형자산	19,642	20,710	21,782	22,651	23,472
관계기업 등 자본관련자산	11,325	12,850	13,194	14,355	15,515
기타투자자산	9,687	11,814	10,564	11,533	11,533
자산총계	123,915	134,025	137,980	141,800	145,290
유동부채	47,874	49,032	52,230	52,853	52,206
매입채무 및 기타채무	32,893	32,679	31,841	32,134	31,387
단기차입금	3,053	1,647	2,421	2,371	2,221
유동성장기부채	5,934	7,933	9,226	9,606	9,856
비유동부채	24,587	28,049	25,002	22,917	21,917
장기차입금	10,790	12,572	13,441	12,641	11,141
사채	8,500	9,393	6,005	4,925	5,425
부채총계	72,461	77,081	77,232	75,770	74,123
지배지분	46,109	50,643	54,068	59,349	64,486
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
자본잉여금	5,388	5,392	5,392	5,392	5,392
이익잉여금	39,185	43,987	47,630	52,911	58,049
비지배지분	5,344	6,301	6,681	6,681	6,681
자본총계	51,454	56,943	60,748	66,030	71,167
순차입금	7,790	7,226	3,111	214	-3,181
총차입금	28,932	32,485	32,043	30,493	29,593

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,470	4,376	5,764	5,562	4,863
당기순이익	2,932	5,080	6,431	5,844	5,696
감가상각비	1,015	1,109	1,170	1,230	1,258
외환손익	-180	142	-15	-86	-86
종속, 관계기업 관련손익	-2,630	-4,681	-3,961	-3,754	-3,678
자산부채의 증감	-5,458	-4,655	-3,556	-1,657	-1,789
기타현금흐름	5,791	7,381	5,695	3,984	3,462
투자활동 현금흐름	-6,994	-2,374	-3,032	-3,093	-3,073
투자자산	-1,994	870	-793	-1,161	-1,161
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,541	-2,360	-2,755	-2,453	-2,453
유형자산 감소	59	23	394	354	374
기타현금흐름	-2,518	-907	122	167	167
재무활동 현금흐름	-463	1,539	-989	-2,086	-1,436
단기차입금	-1,748	-1,514	774	-50	-150
사채 및 장기차입금	366	3,261	-1,227	-1,500	-750
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-281	-253	-523	-523	-523
기타현금흐름	1,200	44	-13	-13	-13
연결범위변동 등 기타	80	5	1,902	965	2,141
현금의 증감	-5,907	3,546	3,645	1,347	2,495
기초 현금	21,679	15,772	19,318	22,963	24,310
기말 현금	15,772	19,318	22,963	24,310	26,805
NOPLAT	4,194	5,459	6,984	6,414	6,127
FCF	-4,097	-1,715	237	1,870	1,547

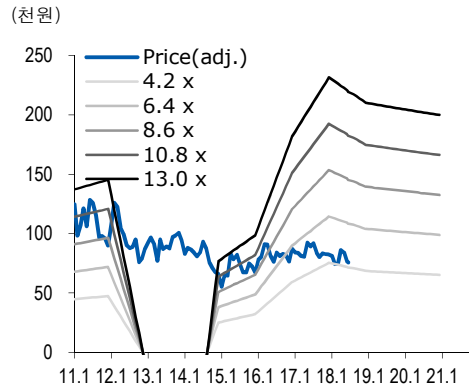
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

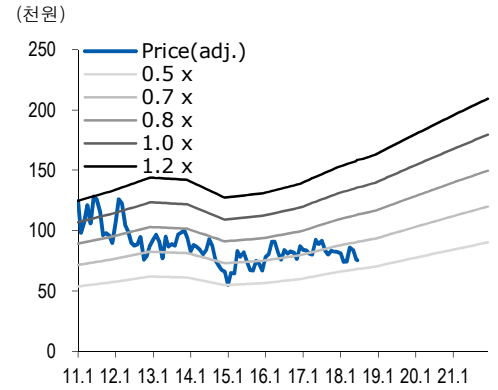
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	7,585	13,980	17,836	16,176	15,763
BPS	119,454	131,198	140,072	153,753	167,063
EBITDAPS	13,673	17,234	21,357	19,980	19,283
SPS	255,279	319,573	282,940	274,449	272,082
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	10.8	6.1	4.2	4.7	4.8
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.1	6.6	4.5	4.5	4.2
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	3.6	25.2	-11.5	-3.0	-0.9
영업이익 증가율 (%)	54.3	30.2	27.9	-8.2	-4.5
지배순이익 증가율 (%)	28.3	84.9	27.4	-9.2	-2.5
매출총이익률 (%)	9.9	9.7	12.6	12.0	11.7
영업이익률 (%)	4.3	4.4	6.4	6.1	5.8
자배순이익률 (%)	2.7	4.0	5.7	5.4	5.3
EBITDA 마진 (%)	5.4	5.4	7.5	7.3	7.1
ROIC	11.1	16.6	22.1	19.7	18.6
ROA	2.2	3.8	4.6	4.1	3.8
ROE	5.9	10.1	11.9	10.0	8.9
부채비율 (%)	140.8	135.4	127.1	114.8	104.2
순차입금/자기자본 (%)	16.9	14.3	5.8	0.4	-4.9
영업이익/금융비용 (배)	4.4	5.2	6.5	6.2	6.1

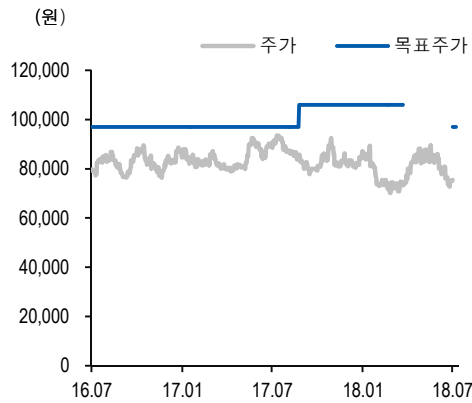
P/E band chart



P/B band chart



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-12	BUY	97,000	1년		
	담당자 변경				
2017-09-04	BUY	106,000	1년	-23.73	-12.74
2016-07-24	1년 경과 이후		1년	-13.08	-3.61
2015-07-24	BUY	97,000	1년	-17.15	-3.51

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.3
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

