



## BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(8/6): 79,100원

시가총액: 27,527억원

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

## Stock Data

KOSPI (8/6)	2,286.50pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	92,500 원	70,200원
등락률	-14.49%	12.68%
수익률	절대	상대
1M	5.5%	4.8%
6M	2.9%	10.4%
1Y	-11.1%	-6.9%

## Company Data

발행주식수	34,800 천주
일평균 거래량(3M)	212천주
외국인 지분율	32.94%
배당수익률(18E)	1.26%
BPS(18E)	140,840원
주요 주주	(주)대림Corp. 외6인
	국민연금공단
	23.11%
	14.45%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	123,355	109,315	108,845	110,925
보고영업이익	5,459	8,060	7,592	7,822
핵심영업이익	5,459	8,060	7,592	7,822
EBITDA	6,652	9,245	8,777	9,007
세전이익	6,753	9,482	8,549	8,976
순이익	5,080	7,299	6,612	6,961
자배주주지분순이익	4,905	6,908	6,284	6,566
EPS(원)	12,707	17,895	16,280	17,010
증감률(%Y Y)	84.9	40.8	-9.0	4.5
PER(배)	6.5	4.4	4.9	4.7
PBR(배)	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	7.3	5.0	5.0	4.7
보고영업이익률(%)	4.4	7.4	7.0	7.1
핵심영업이익률(%)	4.4	7.4	7.0	7.1
ROE(%)	10.1	13.2	11.0	10.4
순부채비율(%)	21.5	17.2	12.7	8.7

## Price Trend



## ☑ 2Q18 실적 Review

## 대림산업 (000210)

## 레벨 업 된 어닝, 필요한 건 수주 서프라이즈



〈장 후 실적발표〉 2분기 매출액 2조 9,570억원(YoY -4.8%), 영업이익 2,250억원 (YoY +57.3%)으로 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 레벨업 된 이익 시현에도 동사의 주가는 과도한 저평가 국면입니다. 상반기 대비 부진한 하반기 실적으로 인해 추세적인 주가 방향성은 플랜트 수주 결과에서 나오겠지만, 동사의 이익레벨과 사업환경을 감안하면 P/E 5배 미만은 너무 싸다는 판단입니다.

## &gt;&gt; Point 1. 어닝 서프라이즈! 레벨 업 된 어닝

동사는 2분기 매출액 2조 9,570억원(YoY -4.8%, QoQ +4.3%), 영업이익 2,250억원 (YoY +57.3%, QoQ -9.4%)으로 어닝 서프라이즈를 기록했다. 일회성 이익이 50억원에 불과함에도 양호한 주택매출과, 건축 및 토목부문의 원가율 개선, 유화부문의 스프레드 확대에 따른 견고한 실적 등이 주요인이다. 일회성 손익은 1) S-OIL RUC 현장에서 도급정산 지연으로 500억원의 추가원가 반영, 2) 국내 자체성 주택 현장에서 준공정산이익 400억원, 3) 베트남 발전 프로젝트와 S-OIL SUPER 패키지 프로젝트에서 준공원가 환입 150억원 등이 발생했다. 삼호, DSA 등 연결종속법인의 실적도 크게 개선됐다. 아시아 지역 NCC 정기보수에 따른 에틸렌 가격 강세로 YNCC의 실적이 호조세를 유지하면서 지배주주순이익은 두배 이상 개선됐다. 하반기에는 'Cost Plus Fee' 방식인 S-oil RUC 현장의 추가원가가 환입 될 예정으로 플랜트부문 수익성은 개선될 전망이다. 주택매출이 상반기에 예상을 상회하고 있어, 하반기 실적은 주택매출의 감소폭에 달렸다. 미국 PTTGCA와 공동 추진하고 있는 북미 석유화학 PJT는 9월에 총투자비를 산출하고, 내년 2분기까지 스터디 완료 후 최종 의사결정을 내릴 예정이다.

## &gt;&gt; Point 2. 해외수주가 아니라 플랜트 수주가 중요

플랜트 수주 부진과 하반기 주택매출 감소로 올해 역성장은 불가피해 보인다. 올해마저 플랜트 수주가 부진하면 역성장이 길어질 가능성이 높다. 이란 이스파한 계약 타결에 따라 현재 플랜트 수주잔고는 1.2조원에 불과하다. 결국 동사는 플랜트 수주가 굉장히 중요하다. 플랜트 파이프라인은 국내 화학업체 프로젝트 3,000억원, 국내 관계사 3건 4,500억원, 말레이시아 정유 1,200억원 등 1.2조원을 예상하고 있으며, 해외에서 4건(7,000억원)이 진행 중에 있어 절반만 수주해도 1.5조원이 가능할 전망이다. 여기에 사우디 마덴 암모니아 phase 3(8억불)까지 감안하면 최대 2조원 이상 기대해 볼 수 있다. 특히 내년에는 국내외 정유/화학 업체들의 CAPEX 투자가 예정돼 있다는 점도 긍정적이다. GTX-A 수주(7,390억원)는 4분기 실시협약 이후 인식될 예정이다.

## &gt;&gt; Point 3. '국내-해외'에서 벗어나 공정별 비교방식 적용

레벨업 된 이익 시현에도 동사의 주가는 과도한 저평가 국면이다. 역성장 우려 및 이를 해소할 수 있는 모멘텀 부재가 원인이라는 판단이다. 해외수주 부진에 대한 타개책이 필요하다. 다만, 해외수주 부진이 인력의 문제로 귀결된다는 점을 감안하면, 이는 국내외 플랜트 수주를 통해 해소 가능하다. 다행스럽게도 플랜트 발주 환경에 대한 개선 시그널이 나타나고 있다. 더불어 올해 주택공급계획인 2만세대를 성공적으로 분양한다면 매출 감소속도 둔화도 가능하다. 하반기 주택에서 큰 폭의 매출 감소 등 상반기 대비 부진한 실적이 전망된다. 따라서 추세적인 주가 방향성은 플랜트 수주 결과에서 나오겠지만, 동사의 이익레벨과 사업환경을 감안하면 P/E 5배 미만은 너무 싸다.

## 대림산업 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18 P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	25,114	31,063	34,272	32,907	28,361	29,570	26,126	25,259	123,355	109,315	108,845
토목	2,776	2,997	3,434	2,864	2,954	3,199	3,569	3,145	12,071	12,866	13,924
플랜트	5,118	6,403	5,925	6,067	4,276	2,684	1,932	2,134	23,513	11,026	9,617
건축	12,112	16,698	18,329	17,549	14,536	16,050	13,574	13,295	64,688	57,455	57,775
유화	3,041	2,867	2,902	2,809	2,975	3,144	2,860	2,814	11,619	11,793	11,911
연결종속법인	1,978	2,011	3,588	3,499	3,531	4,486	4,096	3,751	11,076	15,863	15,304
매출원가율	89.3	89.8	89.8	92.1	85.4	87.5	87.3	87.4	90.3	86.9	87.1
별도	91.0	90.8	90.8	93.4	87.4	88.8	88.3	88.5	91.5	88.2	88.4
연결종속법인	69.9	74.8	81.2	81.0	71.5	80.1	82.1	81.5	78.0	79.0	79.5
토목	104.5	119.1	104.9	135.9	91.3	92.9	93.0	93.3	115.7	92.7	93.0
플랜트	92.8	89.8	92.8	98.3	93.8	104.0	95.1	95.5	93.4	96.8	94.7
건축	89.8	88.1	89.4	86.4	84.9	86.2	86.8	86.9	88.3	86.2	86.5
유화	79.8	78.6	78.4	82.9	85.8	84.0	84.3	84.5	79.9	84.7	86.3
매출총이익률(%)	10.7	10.2	10.2	7.9	14.6	12.5	12.7	12.6	9.7	13.1	12.9
영업이익	1,140	1,430	1,973	916	2,482	2,250	1,775	1,553	5,459	8,060	7,592
영업이익률(%)	4.5	4.6	5.8	2.8	8.8	7.6	6.8	6.1	4.4	7.4	7.0
세전이익	1,927	2,204	3,509	-886	3,115	3,007	1,920	1,440	6,753	9,482	8,549
순이익	1,493	1,045	2,959	-418	2,505	2,258	1,490	1,046	5,080	7,299	6,612

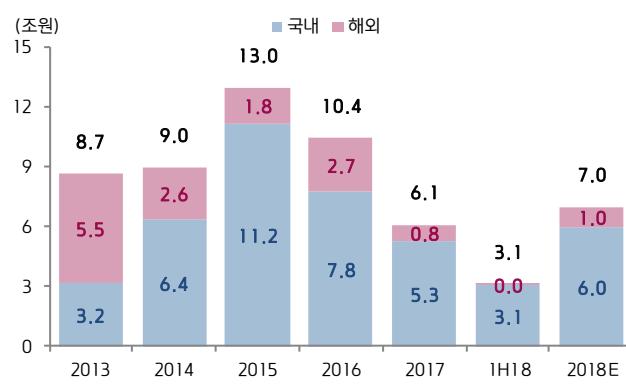
자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	2Q17	1Q18	2Q18P		당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스
매출액	31,063	28,361	29,570	-4.8%	4.3%	28,797	2.7%	28,196 4.9%
GPM	10.2%	14.6%	12.5%	2.3%p	-2.1%p	12.2%	0.3%p	12.2% 0.3%p
영업이익	1,430	2,482	2,250	57.3%	-9.4%	1,845	22.0%	1,791 25.6%
OPM	4.6%	8.8%	7.6%	3%p	-1.1%p	6.4%	1.2%p	6.4% 1.3%p
세전이익	2,204	3,115	3,007	36.5%	-3.5%	2,194	37.0%	2,203 36.5%
순이익	1,045	2,505	2,258	116.0%	-9.9%	1,554	45.3%	1,569 43.9%

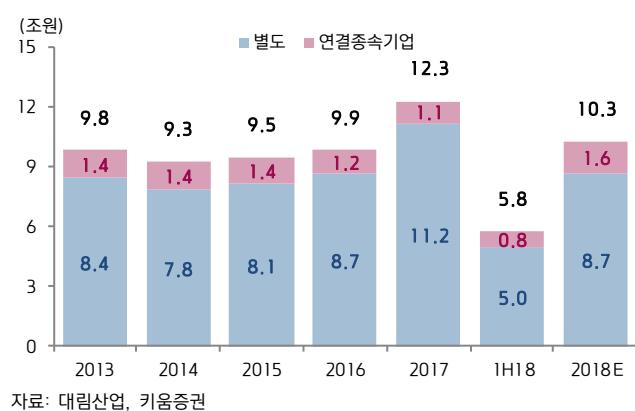
자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 수주 추이 및 목표 달성 현황



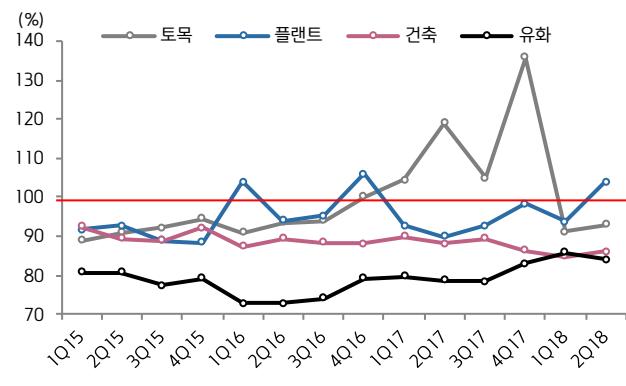
자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 매출 추이 및 목표 달성 현황



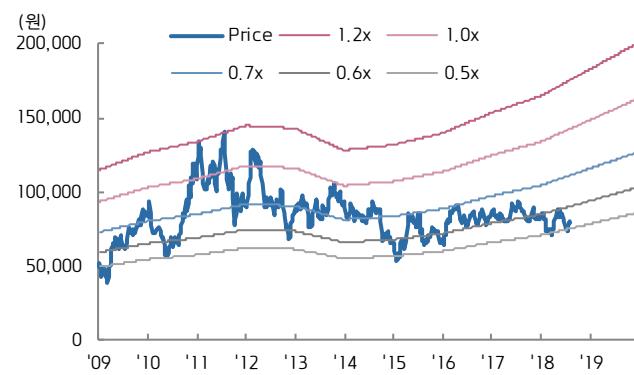
자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 부문별 원가율 추이



자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 PBR 밴드 차트



자료: 대림산업, 키움증권

## 대림산업 국내외 플랜트 수주 파이프라인

건설사	상반기	하반기	내년
대림산업		국내 화학업체(3,000억원)	
		국내 관계사 3건(4,500억원)	
		말레이시아 정유(1,200억원)	
		해외 4건(7,000억원)	
		사우디 Maaden Ammonia 3공장(8억불) 6월 말 결과 예상, 2015~2016년 #2 수행	
		인도네시아 롯데케미칼 Titan NCC(40억불) 대림산업 vs 삼성엔지니어링 vs GS 건설	
		러시아 움스크 정유(0.5~1억불) 기존 프로젝트 추가 work	

자료: GS건설, 대림산업, 삼성엔지니어링, 키움증권

## 대림그룹 2018년 신규공급 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
삼호	1	e편한세상 온수역	수도권	921	156	31.54:1	전 탑입 1순위 청약 마감
삼호	1	e편한세상 금오피크	지방	1,210	1,152	1.84:1	전 탑입 순위내 청약 마감(2.17:1)
고려개발	1	e편한세상 동해	지방	644	637	0.25:1	청약 미달(순위내 0.39:1)
고려개발	1	e편한세상 둔산	광역시	776	166	274.93:1	전 탑입 1순위 청약 마감
삼호	1	e편한세상 남산	광역시	348	191	346.51:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	2	e편한세상 보라매 2차	서울	804	500	9.50:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	3	e편한세상 창원 파크 센트럴	지방	1,253	849	0.35:1	청약 미달(순위내 0.43:1)
대림산업	3	e편한세상 선부광장	수도권	719	219	2.53:1	전 탑입 순위내 청약 마감(2.97:1)
대림산업	4	e편한세상 순천	지방	605	486	15.55:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	4	e편한세상 금정산	광역시	1,969	1,101	2.05:1	전 탑입 순위내 청약 마감(2.41:1)
대림산업	4	e편한세상 양주신도시4차	수도권	2,038	1,979	0.62:1	청약 미달(순위내 1.03:1)
삼호	4	e편한세상 대전법동	광역시	1,503	346	13.67:1	전 탑입 1순위 청약 마감
삼호	4	e편한세상 문래	서울	263	134	31.61:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	4	e편한세상 인창 어반포레	수도권	632	247	27.14:1	전 탑입 1순위 청약 마감
대림산업	5	e편한세상 오산세교	수도권		49	0.45:1	청약 미달(순위내 0.76:1)
대림산업	8	e편한세상 영천	지방	1,210			
삼호	8	e편한세상 서울대입구2차	서울	519			

자료: APT2you, 대림산업, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	98,538	123,355	109,315	108,845	110,925
매출원가	88,779	111,395	94,992	94,823	96,480
매출총이익	9,759	11,961	14,323	14,022	14,445
판매비및일반관리비	5,565	6,502	6,263	6,430	6,623
영업이익(보고)	4,194	5,459	8,060	7,592	7,822
영업이익(핵심)	4,194	5,459	8,060	7,592	7,822
영업외손익	170	1,294	1,422	957	1,153
이자수익	400	391	419	464	498
배당금수익	31	14	34	26	25
외환이익	1,056	1,205	750	1,027	903
이자비용	944	1,042	1,082	1,082	1,082
외환손실	864	1,854	739	1,256	1,017
관계기업지분법손익	2,566	4,368	3,279	3,263	3,346
투자및기타자산차분손익	-11	1,169	167	66	22
금융상품평가및기타금융이익	-29	-71	-33	-52	-43
기타	-2,034	-2,885	-1,373	-1,499	-1,499
법인세차감전이익	4,364	6,753	9,482	8,549	8,976
법인세비용	1,432	1,673	2,183	1,937	2,015
유효법인세율 (%)	32.8%	24.8%	23.0%	22.7%	22.4%
당기순이익	2,932	5,080	7,299	6,612	6,961
지배주주지분이익(억원)	2,653	4,905	6,908	6,284	6,566
EBITDA	5,278	6,652	9,245	8,777	9,007
현금순이익(Cash Earnings)	4,016	6,273	8,484	7,797	8,146
수정당기순이익	2,959	4,254	7,192	6,600	6,974
증감율(% YoY)					
매출액	3.6	25.2	-11.4	-0.4	1.9
영업이익(보고)	54.3	30.2	47.6	-5.8	3.0
영업이익(핵심)	54.3	30.2	47.6	-5.8	3.0
EBITDA	47.1	26.0	39.0	-5.1	2.6
지배주주지분 당기순이익	28.3	84.9	40.8	-9.0	4.5
EPS	28.3	84.9	40.8	-9.0	4.5
수정순이익	29.7	43.8	69.1	-8.2	5.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,470	4,376	3,239	4,166	4,696
당기순이익	2,932	5,080	7,299	6,612	6,961
감가상각비	1,015	1,109	1,087	1,087	1,087
무형자산상각비	68	84	98	98	98
외환손익	-180	142	10	229	114
자산처분손익	11	-1,169	-167	-66	-22
지분법손익	-2,566	-4,368	-3,279	-3,263	-3,346
영업활동자산부채 증감	-5,458	-4,655	-7,131	-2,339	-1,121
기타	5,646	8,152	5,322	1,808	926
투자활동현금흐름	-6,994	-2,374	-1,059	-1,744	-2,166
투자자산의 처분	-4,400	-1,585	187	-472	-770
유형자산의 처분	59	23	55	55	55
유형자산의 취득	-2,541	-2,360	-1,421	-1,421	-1,421
무형자산의 처분	-115	-38	0	0	0
기타	-16	1,578	106	93	-30
재무활동현금흐름	-463	1,539	-91	-437	-437
단기차입금의 증가	-9,674	-5,988	-274	0	0
장기차입금의 증가	8,292	7,736	620	-0	-0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-281	-253	-437	-437	-437
기타	1,200	44	-1	0	0
현금및현금성자산의순증가	-5,907	3,546	2,096	1,986	2,094
기초현금및현금성자산	21,679	15,772	19,318	21,414	23,400
기말현금및현금성자산	15,772	19,318	21,414	23,400	25,493
Gross Cash Flow	7,121	9,646	10,711	9,657	9,882
Op Free Cash Flow	-4,212	-1,753	-1,162	3,298	4,710

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	64,959	67,277	70,325	74,275	78,759
현금및현금성자산	15,772	19,318	21,414	23,400	25,493
유동금융자산	5,371	5,941	5,597	6,116	6,663
매출채권및유동채권	29,132	31,300	31,346	31,040	30,664
재고자산	9,019	7,181	8,730	10,472	12,625
기타유동비금융자산	5,665	3,537	3,237	3,247	3,314
비유동자산	58,956	66,748	67,003	67,086	67,689
장기매출채권및기타비유동채권	5,020	3,949	4,153	4,101	4,175
투자자산	29,279	35,041	34,288	34,239	34,458
유형자산	19,642	20,710	20,870	21,148	21,427
무형자산	614	702	667	667	667
기타비유동자산	4,401	6,346	7,024	6,931	6,961
자산총계	123,915	134,025	137,327	141,361	146,448
유동부채	47,874	49,032	48,464	48,091	49,360
매입채무및기타유동채무	31,263	30,945	28,213	28,142	28,675
단기차입금	3,053	1,647	2,121	2,121	2,121
유동성장기차입금	1,439	2,888	2,890	2,890	2,890
기타비유동부채	12,119	13,553	15,241	14,938	15,674
비유동부채	24,587	28,049	27,942	26,174	23,467
장기매입채무및비유동채무	928	618	382	356	363
사채및장기차입금	19,310	21,984	21,732	21,732	21,732
기타비유동부채	4,349	5,448	5,828	4,086	1,372
부채총계	72,461	77,081	76,406	74,265	72,827
자본금	2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
주식발행초과금	2,960	2,960	2,960	2,960	2,960
이익잉여금	39,185	43,987	47,944	53,836	60,008
기타자본	1,779	1,510	1,275	1,275	1,275
지배주주지분자본총계	46,109	50,643	54,364	60,257	66,428
비지배주주지분자본총계	5,344	6,301	6,557	6,840	7,192
자본총계	51,454	56,943	60,921	67,097	73,621
순차입금	12,531	12,250	10,498	8,513	6,419
총차입금	28,303	31,568	31,913	31,913	31,913

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	6,873	12,707	17,895	16,280	17,010
BPS	119,454	131,198	140,840	156,105	172,094
주당EBITDA	13,673	17,234	23,951	22,738	23,335
CFPS	3,808	11,338	8,392	10,794	12,166
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	12.7	6.5	4.4	4.9	4.7
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.4	7.3	5.0	5.0	4.7
PCFR	8.4	5.1	3.6	3.9	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.3	4.4	7.4	7.0	7.1
영업이익률(핵심)	4.3	4.4	7.4	7.0	7.1
EBITDA margin	5.4	5.4	8.5	8.1	8.1
순이익률	3.0	4.1	6.7	6.1	6.3
자기자본이익률(ROE)	5.9	10.1	13.2	11.0	10.4
투하자본이익률(ROIC)	10.0	14.7	21.7	18.8	18.5
안정성(%)					
부채비율	140.8	135.4	125.4	110.7	98.9
순차입금비율	24.4	21.5	17.2	12.7	8.7
이자보상배율(배)	4.4	5.2	7.4	7.0	7.2
활동성(배)					
매출채권회전율	3.3	4.1	3.5	3.5	3.6
재고자산회전율	11.4	15.2	13.7	11.3	9.6
매입채무회전율	3.3	4.0	3.7	3.9	3.9

## Compliance Notice

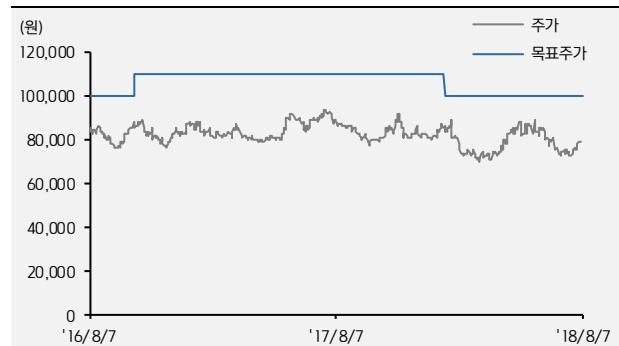
- 당사는 8월 6일 현재 '대림산업' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
대림산업 (000210)	2016/07/29	Buy(Maintain)	100,500원 6개월	-18.24	-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	-23.63	-10.60	
	2018/04/18	Outperform (Maintain)	100,000원 6개월	-23.01	-10.60	
	2018/04/27	Outperform (Maintain)	100,000원 6개월	-20.83	-10.30	
	2018/07/23	Buy(Upgrade)	100,000원 6개월	-22.56	-20.50	
	2018/08/07	Buy(Maintain)	100,000원 6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%