

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

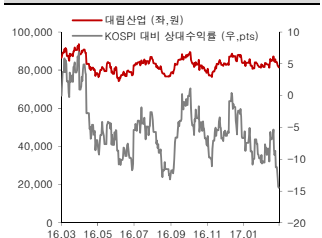
Company Data

자본금	219 십억원
발행주식수	3,480 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,864 십억원
주요주주	
(주)대림코퍼레이션(외)	23.34%
국민연금공단	13.25%
외국인지분율	34.63%
배당수익률	.34%

Stock Data

주가(17/03/24)	82,300 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.44
52주 최고가	93,600 원
52주 최저가	74,200 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.3%	-11.37%
6개월	3.30%	-8.52%
12개월	-6.96%	-5.32%

대림산업 (000210/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

유화부문 다소 감익에도, 건설 턴어라운드로 호실적 지속될 것

대림산업에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 110,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. SK 증권은 이란 수주 기대감이 지속되고, 해외 부문 턴어라운드로 높은 이익 개선이 기대되는 대림산업을 2017 년 건설주 내 Top-picks 종목으로 추천한다. 유화부문의 소폭 감익에도 여전히 호실적 지속, 사우디 현안 프로젝트의 마무리로 인해 2017 년은 훨씬 안정적이고 편안한 이익 가시성이 확보되었다는 판단이다.

이란, 여전히 강한 신규 수주 모멘텀

미국 트럼프 대통령 당선 이후 아직 미국이 이란 일차 제재 (Primary Sanction)을 해제하지 않고 있어 핵합의 재협상에 대한 시장의 우려가 있음에도 불구하고, 이란은 핵합의 주요 내용을 착실히 준수해오고 있다. 제재에 따른 우려를 불식시키듯 최근 (03/13) 대림산업은 이란 아스파한 정유 개선 공사 프로젝트를 2.2 조원에 수주했다. 파이낸싱을 요하는 이란 수주의 특성상 수출입은행, 무역보험공사 등의 자금 지원 외 나머지 자금 조달 갭을 메우는 것이 중요한데, 과거 대림산업의 이란 수주 경험에 따른 레코드 확보로 크게 어려움은 없을 것으로 보인다. 연내 대림산업은 이란 시장에서만 토목, 다운스트림 등의 부문에서 3 개 이상, 총 4 조원의 신규 프로젝트가 추진될 것으로 기대된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 110,000 원 제시, 건설주 Top-picks 로 추천

2016 년까지 호황을 보이던 유화사업 부문은 제품 스프레드 축소로 전년 대비 다소 감익이 나타날 것으로 보인다. 그러나 건설 부문의 해외 현안 프로젝트 마무리에 따른 마진율 개선으로 인해 전체 이익률 방어를 넘어서 추가적 개선까지 견인할 것으로 보인다. 사우디 사라다, 라빅, 마덴, SBR 4 개 프로젝트의 경우 이미 기계적 준공 단계로 접어들어 마무리되었다. 남은 현안 프로젝트라면 오만 SRIP, 쿠웨이트 SHFP 정도인데, 상반기 내 기계적 준공을 목표로 하고 있기 때문에 추가 비용이 발생한다고 하더라도 연간 기준 건설부문 이익률 상승 기조는 유효할 전망이다. 즉, 실적이 좋았던 유화 부문의 감익, 마진율이 좋지 않았던 건설 해외 부문의 이익률 턴어라운드로 전체 실적 개선은 지속될 것으로 보인다. 현 주가 수준에서 밸류에이션 메리트 역시 유효하다고 판단, 2017 년 건설주 내 Top-picks 종목으로 추천한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	9,295	9,514	9,854	10,974	10,892	10,519
yoy	%	-5.6	2.4	3.6	11.4	-0.7	-3.4
영업이익	십억원	-270	272	419	545	600	570
yoy	%	적전	흑전	54.3	29.9	10.1	-5.0
EBITDA	십억원	-191	359	528	657	729	714
세전이익	십억원	-399	436	436	610	631	592
순이익(지배주주)	십억원	-454	207	265	414	428	402
영업이익률	%	-2.9	2.9	4.3	5.0	5.5	5.4
EBITDA마진	%	-2.1	3.8	5.4	6.0	6.7	6.8
순이익률	%	-4.9	2.2	2.7	3.8	3.9	3.8
EPS	원	-11,762	5,357	6,873	10,716	11,096	10,402
PER	배	n/a	12.5	12.7	7.7	7.4	7.9
PBR	배	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	n/a	8.1	7.3	5.5	5.0	4.8
ROE	%	-9.9	5.1	6.5	9.9	9.7	8.4
순차입금	십억원	383	587	801	746	799	593
부채비율	%	137.3	151.1	140.8	149.3	138.9	128.3

Valuation 및 실적 추정

SK 증권은 대림산업에 대해 목표주가 110,000 원, 투자 의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 해외 업황이 돌아서는 가운데 특히 이란에서의 수주 경쟁력을 바탕으로 해외 수주 기대감이 지속되는 대림산업을 2017 년 건설 Top-picks 종목으로 추천한다. 목표 주가는 1) 국내 건설주 평균 PBR 에서 10% 할인한 0.9X 를 목표 배수로 설정했으며, 2) Sum-of-the-parts 에 따라서도 유사한 목표주가를 산출했다.

대림산업의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 해외 수주 모멘텀이 지속되는 시장 환경에서, 이란이라는 강력한 수주 타겟이 확보되어 있으며, 최근 수주한 2.2 조원의 정유 개선공사 이외에도 3 개 프로젝트가 추가적으로 진행될 것으로 기대된다. 2) 유화부문 감익이 예상되나, 사우디 현안 프로젝트의 마무리에 따라 건설 부문 이익 턴어라운드가 나타날 것으로 전망한다. 3) 10% 수준으로 개선될 ROE 대비 현 주가 수준은 건설업 2017E 평균 PBR 1.0X 에 못미치는 0.7X 수준으로, 밸류에이션 메리트가 높아 보인다.

대림산업 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	112,559	119,454	120,497	131,379
BPS Growth (%)	2.8	6.1	0.9	9.0
PBR (X)	0.61	0.74	0.69	0.63
ROE (%)	5.1	6.5	9.9	9.7
Target BPS (원)	121,155	2017~2018E 평균 BPS		
Target PBR (X)	0.90	건설 2017E PBR 1.0X에서 10% 할인		
목표주가 (원)	110,000			
종가 (원, 03/24)	82,300			
Upside (%)	33.7			

자료: FnGuide, SK 증권

대림산업 목표주가 산정 (Sum-of-the-parts)

SOTP Valuation	(십억원)
대림산업 영업가치 (C=A+B)	4,724
건설부문 영업가치 (A)	4,363
2017E 건설 EBITDA	545
EV/EBITDA 배수 (X)	8
유화부문 영업가치 (B)	361
2017E 유화 EBITDA	52
EV/EBITDA 배수 (X)	7
2017E 순차입금 (D)	746
주주가치 (E=C-D)	3,978
# of Shares (천주, F)	34,800
주당 NAV (원, E/F)	110,000
종가 (원, 03/24)	82,300
Upside (%)	33.7

자료: FnGuide SK 증권

2017 년 매출액은 전년동기대비 11.4% 증가한 10 조 9,738 억원, 영업이익은 전년동기대비 28.1% 증가한 5,447 억원으로 추정한다. 주택 부문 기성액 증가에 따라 건축 매출액은 2017 년 5 조원 이상을 달성할 것으로 예상된다. 영업이익의 경우에는 유화 부문 제품 스프레드 축소에 따른 감익에도 불구하고, 해외 현안 프로젝트 준공으로 인한 플랜트 부문 이익 개선 및 토목 부문 마진을 정상화에 따라 전년보다 양호한 수준의 이익 턴어라운드가 기대된다.

대림산업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	9,514	9,854	10,974	2,254	2,564	2,457	2,579	2,513	2,809	2,765	2,887
건설	6,974	7,549	9,090	1,648	1,924	1,893	2,085	2,038	2,335	2,285	2,432
토목	1,382	1,362	1,320	309	345	320	388	295	336	318	371
플랜트	2,946	1,957	2,625	529	497	441	490	655	690	630	649
건축	2,646	4,230	5,145	810	1,081	1,132	1,207	1,088	1,309	1,337	1,412
유화	1,141	1,074	1,101	273	279	272	250	279	279	284	259
연결	1,399	1,230	783	333	361	292	244	196	196	196	196
Sales Growth (YoY %)	24	3.6	11.4	11.7	6.9	2.4	-4.4	11.5	9.6	12.5	11.9
건설	7.8	8.3	20.4	24.5	8.8	7.6	-1.8	23.7	21.4	20.7	16.6
토목	22.2	-1.5	-3.1	38.9	16.2	-6.6	-25.5	-4.3	-2.8	-0.4	-4.5
플랜트	-11.7	-33.6	34.1	-21.6	-38.0	-41.2	-31.9	23.9	38.9	42.8	32.4
건축	32.3	59.9	21.6	89.7	61.5	69.8	36.8	34.3	21.0	18.1	17.0
유화	-16.1	-5.9	2.5	-4.7	-0.7	-9.3	-8.5	1.9	-0.2	4.4	4.0
Sales Growth (QoQ %)				-16.5	13.8	-4.1	5.0	-2.6	11.8	-1.6	4.4
건설				-22.4	16.8	-1.6	10.2	-2.2	14.5	-2.1	6.4
토목				-40.7	11.9	-7.4	21.4	-23.9	13.7	-5.2	16.4
플랜트				-26.6	-6.0	-11.2	11.1	33.5	5.4	-8.7	3.0
건축				-8.2	33.4	4.7	6.6	-9.8	20.2	2.1	5.6
유화				0.2	2.2	-2.6	-8.3	11.7	0.1	1.9	-8.7
매출총이익률 (%)	8.2	9.9	10.6	9.8	10.7	11.2	8.0	10.0	10.6	10.9	10.7
토목	9.7	5.1	10.4	9.0	6.6	6.1	-0.2	9.8	10.1	10.4	11.1
플랜트	8.0	0.0	4.0	-3.9	6.0	4.7	-6.0	2.2	4.6	4.7	4.6
건축	10.5	11.7	11.4	12.7	10.6	11.7	12.0	11.1	11.1	11.7	11.5
유화	17.8	25.5	25.2	27.2	27.3	25.9	21.4	26.3	25.8	24.4	24.1
영업이익	272	425	545	91	136	131	67	115	141	144	145
건설	267	153	348	4	61	56	32	79	88	93	88
유화	159	197	150	54	57	52	34	35	34	36	45
영업이익률 (%)	2.9	4.3	5.0	4.0	5.3	5.3	2.6	4.6	5.0	5.2	5.0
건설	3.8	2.0	3.8	0.3	3.2	3.0	1.5	3.9	3.8	4.1	3.6
유화	13.9	18.4	13.6	19.9	20.5	18.9	13.7	12.6	12.3	12.5	12.1
지배주주순이익	207	265	414	23	114	103	26	85	111	117	101
순이익률 (%)	2.2	2.7	3.8	1.0	4.5	4.2	1.0	3.4	3.9	4.2	3.5

자료: 대림산업, SK 증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	6,423	7,177	6,496	7,025	6,951
현금및현금성자산	1,372	2,168	1,577	1,642	1,599
매출채권 및 기타채권	2,941	3,024	2,913	3,307	3,282
재고자산	934	829	902	902	895
비유동자산	4,174	4,888	5,896	5,719	6,361
장기금융자산	946	727	969	978	988
유형자산	1,342	1,832	1,964	2,113	2,239
무형자산	78	66	61	61	61
자산총계	10,597	12,065	12,392	12,744	13,312
유동부채	4,301	5,107	4,787	5,163	5,258
단기금융부채	377	1,064	449	454	459
매입채무 및 기타채무	2,966	2,888	3,126	3,496	3,585
단기충당부채	34	55	126	127	129
비유동부채	1,831	2,152	2,459	2,470	2,481
장기금융부채	1,378	1,691	1,929	1,937	1,945
장기매입채무 및 기타채무	41	40	93	94	95
장기충당부채	115	116	133	134	135
부채총계	6,131	7,259	7,246	7,633	7,739
지배주주지분	4,228	4,345	4,611	4,651	5,071
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	505	505	539	539	539
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,490	3,673	3,918	4,364	4,825
비지배주주지분(연결)	237	461	534	460	502
자본총계	4,465	4,806	5,145	5,111	5,573
부채와자본총계	10,597	12,065	12,392	12,744	13,312

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	32	385	147	263	156
당기순이익(손실)	-441	217	293	457	473
비현금수익비용가감	514	247	400	443	465
유형자산감가상각비	71	79	102	106	122
무형자산상각비	8	8	7	7	7
기타	480	373	532	532	532
운전자본감소(증가)	-42	-79	-546	-637	-782
매출채권의감소(증가)	76	-195	-473	394	-25
재고자산의감소(증가)	148	98	-0	0	-7
매입채무의증가(감소)	57	198	589	-369	-89
기타	-322	-179	-662	-662	-662
법인세납부	-66	-108	-168	-114	-130
투자활동으로 인한 현금흐름	-349	-102	-699	-311	-311
금융자산감소(증가)	-136	171	-364	15	15
유형자산처분(취득)	16	5	6	5	5
무형자산감소(증가)	-11	-5	-10	0	0
기타투자활동	-108	-78	-78	-78	-78
재무활동으로 인한 현금흐름	125	511	-46	105	105
단기금융부채의 증가(감소)	-594	-170	-967	5	5
장기금융부채의 증가(감소)	655	671	829	8	8
자본의 증가(감소)	68	0	0	0	0
배당금지급	-4	-4	-12	-12	-12
기타재무활동	0	13	104	104	104
현금의 증가	-190	795	-591	65	-43
기초현금	1,563	1,372	2,168	1,577	1,642
기말현금	1,372	2,168	1,577	1,642	1,599
FCF	-78	189	-107	9	-98

자료: 대림산업 SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	9,295	9,514	9,854	10,974	10,892
매출원가	9,098	8,737	8,878	9,814	9,692
매출총이익	196	777	976	1,159	1,200
매출총이익률(%)	2.1	8.2	9.9	10.6	11.0
판매비와관리비	467	505	557	615	600
영업이익	-270	272	419	545	600
영업이익률(%)	-2.9	2.9	4.3	5.0	5.5
조정영업이익	-270	272	419	545	600
비영업손익	-129	164	17	65	31
순금융손익	-33	31	-54	-48	-48
외환관련손익	33	74	19	52	48
관계기업등 투자손익	61	183	257	186	188
세전계속사업이익	-399	436	436	610	631
세전계속사업이익률(%)	-4.3	4.6	4.4	5.6	5.8
계속사업법인세	41	219	143	152	158
계속사업이익	-441	217	293	457	473
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-441	217	293	457	473
순이익률(%)	-4.7	2.3	3.0	4.2	4.3
지배주주	-454	207	265	414	428
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.9	2.2	2.7	3.8	3.9
비지배주주	13	10	28	43	45
총포괄이익	-469	129	267	483	499
지배주주	-481	121	242	438	453
비지배주주	12	8	25	45	46
EBITDA	-191	359	528	657	729

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	-5.6	2.4	3.6	11.4	-0.7
영업이익	적전	흑전	54.3	29.9	10.1
세전계속사업이익	적지	흑전	0.0	39.7	3.5
EBITDA	적전	흑전	47.1	24.5	11.0
EPS	적지	흑전	28.3	55.9	3.5
수익성(%)					
ROA(%)	-4.1	1.9	2.4	3.6	3.6
ROE(%)	-9.9	5.1	6.5	9.9	9.7
EBITDA마진(%)	-2.1	3.8	5.4	6.0	6.7
안정성(%)					
유동비율(%)	149.4	140.5	135.7	136.1	132.2
부채비율(%)	137.3	151.1	140.8	149.3	138.9
순차입금/자기자본(%)	8.6	12.2	15.6	14.6	14.3
EBITDA/이자비용(배)	-2.4	4.5	5.6	7.5	8.3
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-11,762	5,357	6,873	10,716	11,096
BPS	109,537	112,559	119,454	120,497	131,379
CFPS	-159	495	572	740	773
주당 현금배당금	100	100	300	300	300
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	18.3	13.7	8.7	8.4
PER(최저)	n/a	9.4	9.0	6.9	6.7
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
PCR	-412.8	135.6	152.3	111.2	106.4
EV/EBITDA(최고)	n/a	10.2	7.7	6.6	6.0
EV/EBITDA(최저)	n/a	6.8	5.7	5.5	5.0

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.03.27	매수 (신규) <애널리스트 변경>	110,000원
2016.04.22	매수	120,000원
2016.02.01	매수	90,000원
2015.10.29	매수	90,000원
2015.04.21	매수	90,000원



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----