



2017/01/02

건설 장문준

(2122-9181) moonjoon.chang@hi-ib.com

대림산업(000210)

이란 텃밭 열고 이제는 꽃길만 걷자

Buy (Maintain)

■ 4Q16 Preview: 매출 2.8조원, 영업이익 1,075억원 전망

2016년 4분기 대림산업의 연결기준 매출은 2.8조원(+4.4% YoY, +14.7% QoQ) 영업이익은 1,075억원(+49.2% YoY, -14.7% QoQ)을 기록할 것으로 전망된다. 유화부문의 양호한 이익률이 유지되는 가운데 DSA의 영업적자 규모가 지속적으로 축소되며 영업이익이 전년동기 대비 49% 이상 증가하고 YNCC 등 지분법 관계사의 실적호조가 이어지며 지배주주순이익은 936억원을 기록할 것으로 예상된다.

전년동기 대비 큰 폭의 개선에도 영업이익과 순이익이 시장기대치를 하회할 것으로 예상하는 것은 동사의 연초계획(영업이익 4,000억원) 대비 우수한 실적 추이를 감안할 때 주춧이나 해외부문에서 보수적인 비용반영이 일부 이루어질 수 있음을 감안하였기 때문이다.

■ 드디어 이란수주 재개, 이란에 대한 기대감을 높여 볼 시간

동사는 지난 12월 29일 2.3조원 규모의 이란 Esfahan Refinery Upgrade Project의 LOA(낙찰통지서)를 수령하였다. 1월 중 본계약 체결 후 오는 8월 경 착공에 이를 것으로 예상되는데 ①더딘 진행으로 인해 그간 실체가 불분명하다고 평가 받던 이란 수주가 우려와 달리 본격적으로 진행되기 시작했음을 보여주었고, ②프로젝트 성격 상 양호한 마진확보가 가능성이 높다는 점에서 의미가 크다는 판단이다.

동사의 경우 이번 프로젝트 이외에도 다수의 수의계약 안건을 확보하고 있으며 수출입은행 등 공적금융기관의 금융지원방안이 구체화 되어가는 상황인 만큼 향후 박티아리 수력발전(19억달러)과 이스파한 철도(50억불) 등 이란發 신규수주를 지속적으로 기대해 볼 수 있을 전망이다.

■ 업종 최선호주, 투자의견 Buy와 목표주가 106,000원 유지

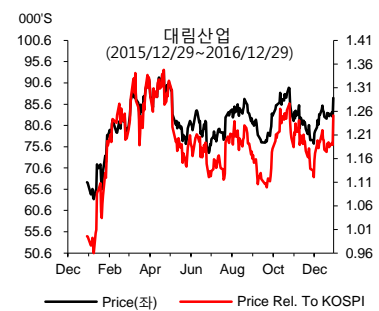
대림산업에 대하여 투자의견 Buy와 목표주가 106,000원을 유지한다. ①유화부문의 호실적 바탕 위에 건설부문의 개선이 이루어지고 있으며 ②전반적인 수주환경 개선 기대 속에 이란發 신규수주를 현실화 시키며 성장성에 대한 우려를 불식시키고 있는 만큼 업종 최선호주로 지속 추천한다.

목표주가(6M)	106,000원
종가(2016/12/29)	87,100원

Stock Indicator

자본금	219십억원
발행주식수	3,860만주
시가총액	3,148십억원
외국인지분율	35.6%
배당금(2015)	300원
EPS(2016E)	8,635원
BPS(2016E)	120,112원
ROE(2016E)	7.2%
52주 주가	62,500~93,600원
60일평균거래량	137,476주
60일평균거래대금	11.4십억원

Price Trend



<표 1> 대림산업 4Q16 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q16(F)	4Q15	3Q16	%YoY	%QoQ	기존추정	%Diff	컨센서스(3M)	%Diff
매출액	2,818	2,699	2,457	4.4	14.7	2,818	0.0	2,841	-0.8
영업이익	108	72	131	49.2	-17.7	108	-0.5	125	-13.8
지배주주순이익	94	15	103	538.2	-8.9	95	-1.5	99	-5.2
영업이익률	3.8	2.7	5.3			3.8			
지배주주순이익률	3.3	0.5	4.2			3.4			

자료: 대림산업, FnGuide, 하이투자증권

<표 2> 대림산업 분기실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16(F)	2015	2016(F)	2017(F)
매출	2,018	2,398	2,399	2,699	2,254	2,564	2,457	2,818	9,514	10,093	10,266
건설	1,328	1,773	1,765	2,109	1,655	1,931	1,901	2,255	6,974	7,741	8,182
유화	287	281	300	273	273	279	272	271	1,141	1,096	1,126
기타연결법인/조정	403	343	335	317	326	353	285	292	1,399	1,256	958
매출원가율(%)	91.0	92.0	92.1	92.2	90.2	89.3	88.8	90.8	91.8	89.8	89.9
건설	91.5	91.5	89.8	90.9	93.5	91.5	90.9	91.7	90.9	91.8	90.5
유화	80.7	79.2	77.5	80.7	72.8	72.7	74.1	79.7	79.5	74.8	84.0
기타연결법인/조정	96.4	104.6	117.1	110.6	87.7	90.6	89.0	94.5	106.6	90.4	92.0
판관비	114	130	122	139	131	138	144	151	505	564	534
판관비율(%)	5.6	5.4	5.1	5.2	5.8	5.4	5.9	5.4	5.3	5.6	5.2
영업이익	69	63	68	72	91	136	131	108	272	465	499
영업이익률(%)	3.4	2.6	2.8	2.7	4.0	5.3	5.3	3.8	2.9	4.6	4.9
지분법이익	29	61	52	42	46	75	54	42	183	217	140
세전이익	82	106	215	33	70	173	139	126	436	508	542
지배주주순이익	51	71	70	15	23	114	103	94	207	333	390

자료: 대림산업, 하이투자증권

이란 이스파한 정유시설 개선공사 LOA 수령

대림산업은 지난 12월 29일 공시를 통해 2.3조원 규모의 이란 Esfahan Refinery Upgrade Project의 LOA(낙찰통지서)를 수령하였다고 밝혔다.

발주처는 이란국영정유회사 NIORC의 자회사인 EORC로 수도 테헤란에서 남쪽으로 400여 km 떨어진 이스파한 지역의 기존 정유공장에 고부가가치 제품 생산을 위한 추가 설비를 짓는 프로젝트다. 동사는 설계와 구매, 시공, 금융 조달 등 사업 전반에 걸친 모든 업무를 단독으로 진행할 계획이다. 본계약은 오는 1월 체결 예정이며 착공은 하반기에 이루어질 것으로 전망된다.

동사의 금번 수주는 2.3조원에 이르는 규모 뿐 아니라 내용면에서도 의미가 크다고 볼 수 있는데 첫째, 더딘 진행으로 인해 그동안 실체가 불분명하다고 평가받던 이란 수주가 우려와 달리 본격적으로 진행되기 시작했음을 보여주었고 둘째, 프로젝트 성격 상 양호한 마진확보가 가능할 것으로 판단되기 때문이다.

이란 내 프로젝트의 본격적 수주가 지연되었던 것은 시공사가 주선할 수 있는 ECA자금(통상 60%)과 발주처가 조달하는 자금(통상 20%)만으로는 프로젝트 전체 펀딩이 불가능했기 때문인데 동 프로젝트의 경우 계약을 분리하여 국내 ECA자금 비율을 최대한 높임으로써 프로젝트의 진행이 가능해지는 것으로 파악된다.

또한 동 프로젝트의 경우 대림산업이 양호한 마진을 확보할 수 있을 것으로 판단되는데 ①단순 EPC가 아닌 금융 조달이 역무에 포함된 수의계약 이므로 계약자 입장에서 유리한 조건으로 수주가 이루어졌을 가능성이 높고, ②과거 동사가 동일 Site에서 유사 공사를 진행하다 경제제재 이슈로 공사를 중단한 바 있어 Site 및 기존설비에 대한 이해도가 높을 것으로 예상되고 ③착공 기준 2년여의 시차가 존재하는 S-Oil 온산 프로젝트의 설계·구매 인력들이 향후 자연스럽게 동 프로젝트에 재배치되며 효율적 인력운영이 가능할 것으로 전망되기 때문이다.

<그림 1> 이스파한은 이란 중앙부에 위치



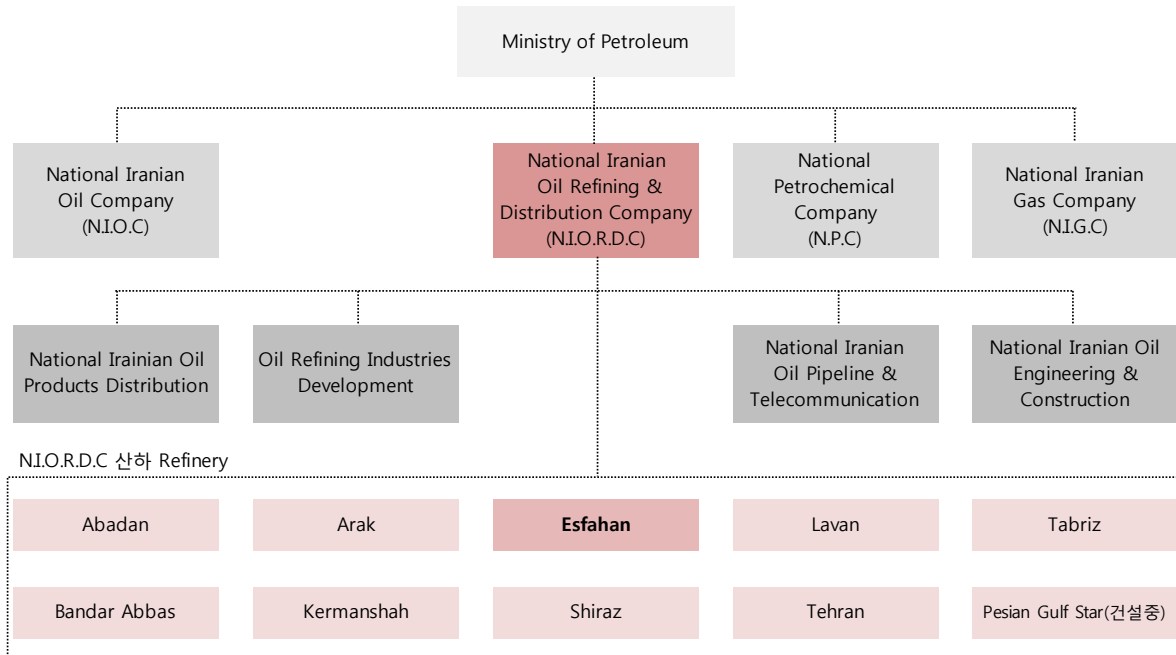
자료: Google, 하이투자증권

<표 3> 이스파한 정유공장 개선 프로젝트 개요 및 진행상황

구분	내용
사업명	Esfahan Refinery Upgrading Project
발주처	EORC (Esfahan Oil Refining Co.)
사업규모	약 2.3조원
사업내용	기존정유시설 공사관련 설계, 구매, 시공 및 금융조달
시공사	대림산업 (단독)
공기	착공일로부터 48개월
진행상황	2016.05 MOA 체결
	2016.12 LOA(Letter of Award) 접수
	2017.01(E) 본계약 체결
	2017.08(E) 착공

자료: 대림산업, 하이투자증권

<그림 2> 발주처 EORC 는 이란 국영 정유회사인 NIORDC 의 자회사



자료: NIORDC, 하이투자증권

<표 4> 이스파한 정유공장 개선 프로젝트 내용: 기존 설비의 생산량을 대폭 증가시키는 대형 공사

(단위: Mil. \$/일)

제품	기존 생산량 (16.3기준)	증가량	증가율
LPG	2.2	2.1	95%
가솔린	12.0	8.5	71%
중유	10.9	10.0	92%
등유	2.1	-	
가스유	20.9	-	
항공유	1.2	-	
나프타	1	-	

자료: NIORDC, MEED, 하이투자증권

<표 5> 대림산업은 2007년 이스파한 정유시설 증설공사 중 일부를 수주하여 수행한 바 있으나 이란제재로 인하여 중단

프로젝트명	기간		공정률(%)	
	시작	끝	계획	실제
Process Development & Optimization of Esfahan Refinery	2003	2025	-	-
Development & Optimization of Esfahan Refinery (DRP)	2007	-	99.7	29.4
Process Development & Optimization of Esfahan Refinery	2003	-	100.0	16.0

자료: NIORDC, 하이투자증권

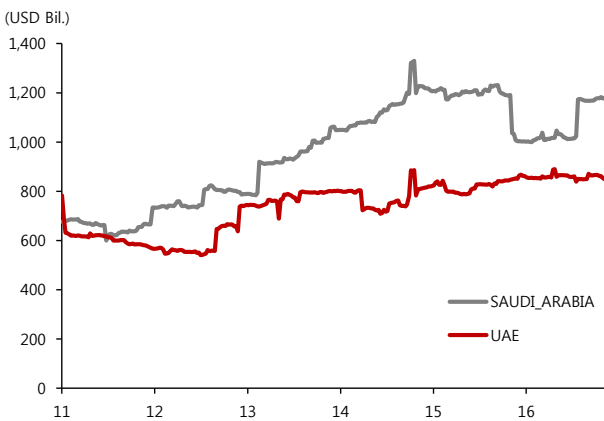
차별화된 수주시장 보유한 업종 최선희주

2016년을 저점으로 점차 개선이 예상되는 발주환경 속에서 우리는 무엇보다 차별화된 수주전략을 보유하고 있느냐가 한국건설업체에 대한 투자 포인트가 될 것으로 판단하고 있다. 이에 따라 작년 11월 14일 발간된 『2017년 건설업 전망: 해외수주의 반등을 다시 써보려 해』를 통해 커버리지 업체 중 대립산업을 최선희주로 상향하였다.

동사의 경우 동 금번 LOA 수령 프로젝트 이외에도 다수의 수의계약 안건을 확보하고 있으며 이란 프로젝트에 대한 수출입은행 등 공적금융기관의 금융지원방안이 구체화 되어가는 상황인 만큼 향후 박티아리 수력발전(19억달러)과 이스파한 철도(50억불)등 이란發 신규수주를 지속적으로 기대해 볼 수 있을 전망이다.

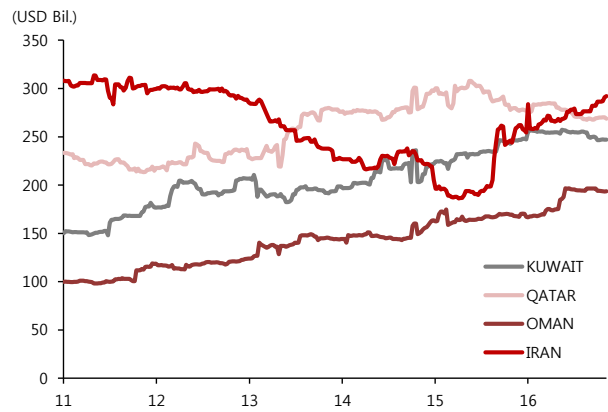
물론 도널드 트럼프의 미국 대통령 당선 영향으로 이란시장의 불확실성이 증가한 것은 사실이다. 그러나 ①핵합의안은 유엔 안전보장이사회 결의를 득한 것으로 단순히 한 정부 또는 국가가 이를 뒤집을 수는 없으며 ②트럼프의 입장은 기존 핵합의안을 무효화 한다기 보다는 개선하겠다 것으로 사업가 출신답게 이란 핵협상을 실용적인 측면에서 접근할 가능성이 높고 ③이란이 중동국가 중에서는 눈에 띄게 초기단계 프로젝트가 증가하고 있는 지역임을 복합적으로 고려한다면 이란시장에서 수주 가능성이 상대적으로 높은 대립산업을에 대한 지속적인 주목이 필요하다는 판단이다.

<그림 4> 사우디, 쿠웨이트 프로젝트시장 인덱스 추이



자료: MEED Project, 하이투자증권

<그림 5> 중동 기타지역 프로젝트시장 인덱스 추이: 이란 시장의 확인한 개선세



자료: MEED Project, 하이투자증권

<표 6> 대림산업 이란 內 수주추진 주요 프로젝트

구분	프로젝트	규모	진행상황
플랜트	이스파한(Esfahan) 정유시설	18억 달러	LOA 수령 / EPC 계약 예정
발전/토목	박티아리(Bakhtiari) 수력발전	19억 달러	EPC 가계약
철도/토목	이스파한-아와즈(Esfahan-Ahwaz) 철도	53억 달러	EPC 가계약
건축	타브리즈(Tabriz) 병원	미정	MOU
플랜트	사우스파(South Pars) LNG	35억 달러	협상재개

자료: 대림산업, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	7,177	7,089	7,153	7,488
현금 및 현금성자산	2,168	2,069	2,060	2,215
단기금융자산	549	549	546	543
매출채권	3,076	3,028	3,080	3,215
재고자산	829	880	895	934
비유동자산	4,888	5,132	5,342	5,565
유형자산	1,832	1,775	1,683	1,602
무형자산	66	58	52	47
자산총계	12,065	12,221	12,495	13,052
유동부채	5,107	5,050	5,059	5,133
매입채무	1,576	1,671	1,700	1,775
단기차입금	539	539	539	539
유동성장기부채	725	725	725	725
비유동부채	2,152	2,052	1,952	2,052
사채	858	808	758	858
장기차입금	833	783	733	733
부채총계	7,259	7,102	7,010	7,185
지배주주지분	4,345	4,636	4,984	5,352
자본금	219	219	219	219
자본잉여금	505	505	505	505
이익잉여금	3,673	3,994	4,372	4,770
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	461	483	500	515
자본총계	4,806	5,120	5,485	5,867

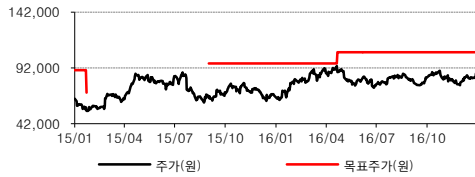
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,514	10,093	10,266	10,716
증가율(%)	2.4	6.1	1.7	4.4
매출원가	8,737	9,063	9,233	9,660
매출총이익	777	1,030	1,033	1,057
판매비와관리비	505	564	534	534
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	272	465	499	523
증가율(%)	-200.6	71.2	7.4	4.7
영업이익률(%)	2.9	4.6	4.9	4.9
이자수익	111	40	55	60
이자비용	80	90	75	70
지분법이익(손실)	183	217	140	100
기타영업외손익	-117	-114	-83	-53
세전계속사업이익	436	508	542	566
법인세비용	219	152	136	141
세전계속이익률(%)	4.6	5.0	5.3	5.3
당기순이익	217	356	407	424
순이익률(%)	2.3	3.5	4.0	4.0
지배주주귀속 순이익	207	333	390	410
기타포괄이익	-88	-30	-30	-30
총포괄이익	129	326	377	394
지배주주귀속총포괄이익	123	305	361	381

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	385	139	301	323
당기순이익	217	356	407	424
유형자산감가상각비	79	106	93	81
무형자산상각비	8	8	6	5
지분법관련손실(이익)	183	217	140	100
투자활동 현금흐름	-102	-404	-351	-351
유형자산의 처분(취득)	5	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	5	-	-	-
금융상품의 증감	781	-99	-12	151
재무활동 현금흐름	511	-112	-112	88
단기금융부채의증감	737	-	-	-
장기금융부채의증감	-100	-100	100	-50
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-12	-12	-12
현금및현금성자산의증감	795	-99	-9	154
기초현금및현금성자산	1,372	2,168	2,069	2,060
기말현금및현금성자산	2,168	2,069	2,060	2,215

주요투자지표				
	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	5,357	8,635	10,097	10,610
BPS	112,559	120,112	129,127	138,655
CFPS	7,614	11,585	12,655	12,829
DPS	300	300	300	300
Valuation(배)				
PER	12.5	10.1	8.6	8.2
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
PCR	8.8	7.5	6.9	6.8
EV/EBITDA	7.4	5.8	5.5	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.8	7.4	8.1	7.9
EBITDA 이익률	3.8	5.7	5.8	5.7
부채비율	151.1	138.7	127.8	122.5
순부채비율	5.0	4.6	2.7	1.6
매출채권회전율(x)	3.1	3.3	3.4	3.4
재고자산회전율(x)	10.8	11.8	11.6	11.7

자료 : 대림산업, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2016-04-22	Buy	106,000
2015-09-02(담당자변경)	Buy	96,000
2015-01-23	Buy	70,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:장문준\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-