

대림산업 000210

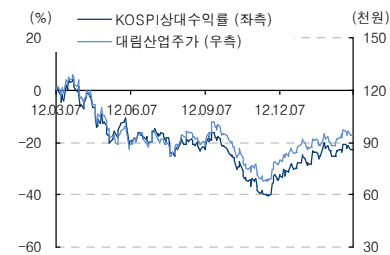
Mar 07, 2013

Trading Buy [유지]
TP 101,000원 [상향]

Company Data

현재가(03/06)	94,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	128,500 원
52 주 최저가(보통주)	67,600 원
KOSPI (03/06)	2,020.74p
KOSDAQ (03/06)	544.36p
자본금	2,185 억원
시가총액	33,607 억원
발행주식수(보통주)	3,480 만주
발행주식수(우선주)	380 만주
평균거래량(60 일)	21.7 만주
평균거래대금(60 일)	201 억원
외국인지분(보통주)	37.45%
주요주주	
대림코퍼레이션 외 9 인	24.00%
국민연금기금	7.55%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0%	6.6%	-21.7%
상대주가	0.6%	-0.8%	-22.5%

9만원대 주가 횡보의 이유

낮은 밸류에이션, 그러나 상승에 필요한 조건이 아직 불충분

대림산업의 투자 의견을 Trading Buy로 유지한다. 그러나 목표주가는 이전보다 12.2% 상향 조정한 101,000원으로 제시한다. 이는 원가를 하향 조정과 지분법 이익 상향 조정에 따른 결과이다. 회사는 업종내에서 상대적으로 밸류에이션이 낮다는 장점을 보유하고 있으나, 추세적인 주가 상승을 이어가기 위한 3가지 조건이 아직 갖춰지지 않았다. 우리는 회사에 의한 조건 충족 가능성이 높다고 판단해, 현 시점에서 조정시 매수 이후 보유하는 전략을 권고한다.

주가 상승을 위한 조건 3가지

동사 주가의 상승을 위해선 추세적인 당기순이익 증가를 담보할 1) 성장 가능한 양질의 가시적인 해외수주 확보 2) 부타디엔과 에틸렌 마진 개선 지속 3) 국내 아파트 분양 시황 개선 등이 필요하다.

대림산업의 해외수주는 3월 현재 약 8,500억원(로이스트 물량 포함), 연간 목표(8.7조원) 대비 달성률 9.8%를 시현하고 있다. 2월 기준, 부타디엔과 에틸렌 마진은 지난해 연말대비 개선되었으나, 부타디엔의 경우엔 전년동월대비 63.7% 낮은 수준을 기록하고 있다. 국내 아파트 분양 시황은 일반 아파트 가격 약세 속에, 미분양이 다시 증가하면서 부진한 모습이다.

2013년 당기순이익 4,524억원(+11.8%, yoy) 예상

회사의 올해 매출액과 당기순이익은 지난해보다 각각 3.1%, 11.8% 증가한 10.6조원, 4,524억원에 달할 전망이다. 이익 성장은 외형 증가 및 원가를 하락, 지분법 손익 개선에 따른 것이다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	7,691	7,988	10,253	10,571	10,998
YoY(%)	0.9	3.9	28.4	3.1	4.0
영업이익 (십억원)	430	516	524	568	592
OP 마진(%)	5.6	6.5	5.1	5.4	5.4
순이익 (십억원)	352	380	405	452	475
EPS(원)	10,139	10,492	11,182	12,499	13,128
YoY(%)	3.0	3.5	6.6	11.8	5.0
PER(배)	11.6	8.6	7.8	7.5	7.2
PCR(배)	7.4	4.8	3.6	3.7	3.6
PBR(배)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	9.6	6.5	6.0	5.4	4.7
ROE(%)	8.9	8.6	8.5	8.7	8.4



| 건설 |

연구위원 조주형

3771-9675

jhcho@iprovest.com

1. 낮은 밸류에이션, 그러나

투자의견 T-Buy
당기순이익 증가 전망에
대한 신뢰 높여야.....

대림산업의 투자의견을 Trading Buy로 유지한다. 그러나 목표주가는 이전보다 12.2% 상향 조정한 101,000원으로 제시한다. 이는 원가율 하향 조정과 지분법 이익 상향 조정에 따른 결과이다. 우리는 기존 추정치에서 해외 공사 원가율은 하향 조정, 국내 공사 원가율은 상향 조정을 했다. 지분법 이익은 주로 YNCC의 손익 개선 전망을 감안해서 지난해보다 43.0% 증가한 665억원으로 조정했다.

회사는 업종내에서 상대적으로 밸류에이션이 낮다는 장점을 보유하고 있으나, 추세적인 주가 상승을 이어가기 위한 3가지 조건이 아직 갖춰지지 않았다. 이는 결국 당기순이익 증가 전망에 대한 신뢰도를 높여주는 근거들이다. 우리는 회사에 의한 조건 충족 가능성이 높다고 판단해, 현 시점에서 조정시 매수 이후 보유하는 전략을 권고한다.

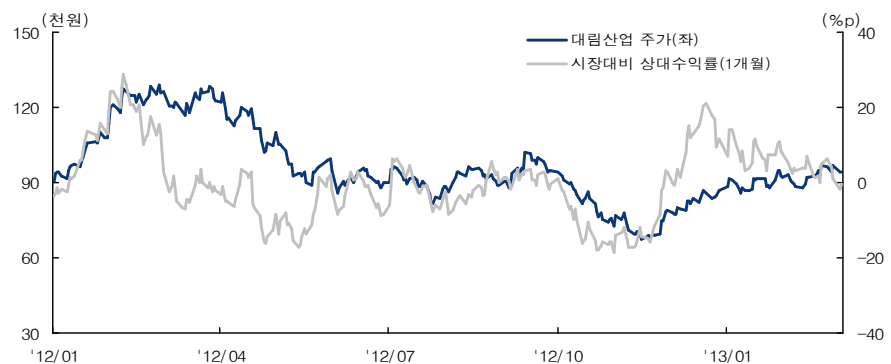
도표 1. 국내외 건설업체 시장대비 상대 수익률과 밸류에이션

	Price	1D	5D	1M	3M	6M	YTD	12M FWD PE
JGC	2,563.0	0.8	-1.0	-1.0	-33.3	-31.7	-19.2	12.8
Technip	82.1	0.5	-6.0	-1.5	-12.8	-12.6	-9.5	14.0
Saipem	21.5	5.4	2.6	10.5	-34.4	-47.5	-24.9	18.5
Petrofac	1,492.0	0.4	-9.2	-10.7	-18.8	-17.7	-17.1	10.8
TR	38.0	-0.3	-5.9	-1.3	1.8	-5.3	5.2	13.8
삼엔	151,000	-0.2	-3.0	-6.3	-14.3	-30.0	-9.9	10.2
삼물	66,200	0.3	0.3	0.2	5.2	-3.8	4.6	21.0
대우	9,080	1.8	-0.9	0.0	-5.5	-14.6	-9.9	12.1
대림	94,300	0.1	-2.4	0.6	14.2	-0.9	7.2	7.4
현대	67,100	-0.1	-1.6	-3.6	-6.1	-0.2	-5.3	10.9
GS	55,000	-0.7	-1.9	-2.7	0.5	-30.0	-5.2	12.5

자료: Bloomberg, Datastream, 교보증권 리서치센터

주) 2013/03/06 종가기준, 해외업체 2013/03/05 종가기준

도표 2. 대림산업 시장대비 상대수익률과 주가 추이



자료: Dataguide, 교보증권 리서치센터

2. 주가 상승을 위한 조건 3가지

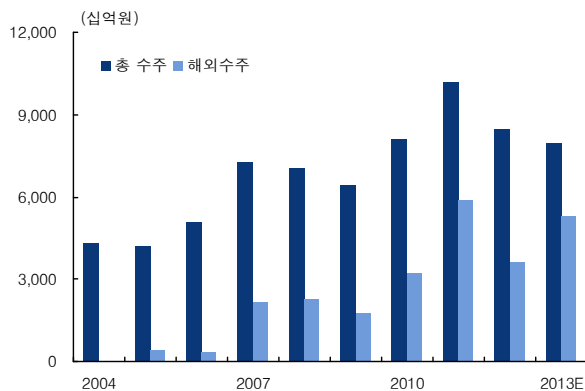
주가 상승을 위한 3가지 조건

대림산업 주가의 상승을 위해선 추세적인 당기순이익 증가를 담보할 1) 성장 가능한 양질의 가시적인 해외수주 확보 2) 에틸렌과 부타디엔 마진 개선 지속 3) 국내 아파트 분양 시황 개선 등이 필요하다.

1. 해외수주 증가

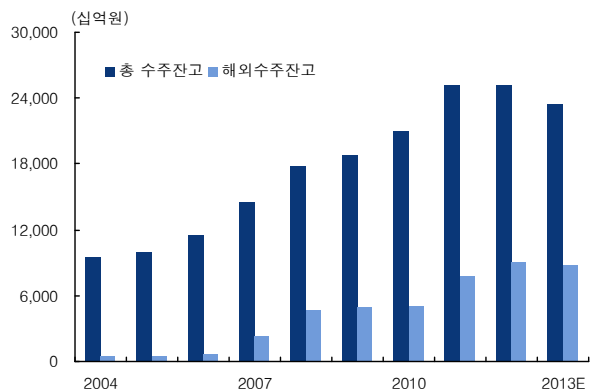
성장을 위해선 역시 해외수주의 양적인 증가가 반드시 필요하다. 최근 탐방을 통해 확인한 대림산업의 해외수주는 3월 현재 약 8,500억원(최근 언론에 발표된 쿠웨이트 탈황 플랜트 로이스트 포함), 연간 목표(8.7조원) 대비 달성률 9.8%를 시현하고 있다. 지금이 계절적인 비수기라는 점을 감안할 때, 아직 연간 목표달성 여부에 대한 평가는 이르다.

도표 3. 연간 총 수주와 해외수주 추이



자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

도표 4. 연간 수주잔고와 해외수주잔고 추이

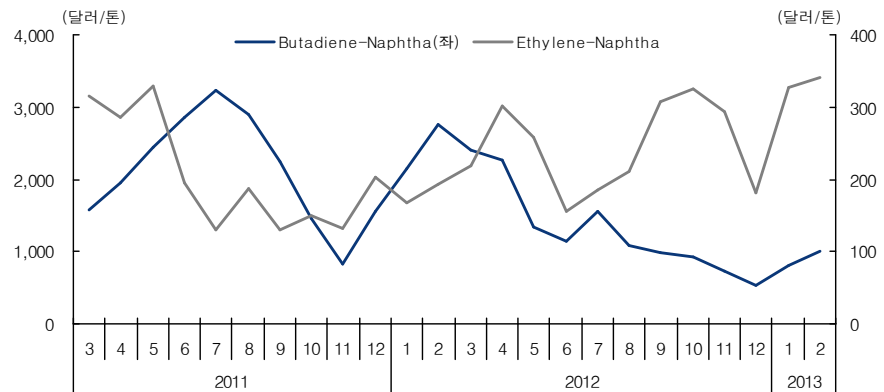


자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

2. 에틸렌과 부타디엔 마진 개선

동사 기업가치(자회사 YNCC 손익)에 큰 영향을 주는 부타디엔과 에틸렌 마진은 지난해 연말대비 개선되는 모습이다. 그러나 2월 기준, 부타디엔 스프레드는 1,002.3으로 전년동기대비 63.7% 낮은 수준이다. 에틸렌 마진은 341.0으로 전년동월대비 76.3% 높은 모습이다. 일단 마진이 유지되거나 폭이 확대될 가능성은 충분하다고 보지만, 위낙 단기 변동성이 큰 특징을 감안할 필요가 있다. 지난 한해 부타디엔 마진은 2월 2,764.6에서 12월 527.0까지 큰 폭으로 움직인 바 있다. 에틸렌 마진 역시 지난해 6월 155.8에서 10월 325.0까지 상승한 바 있다. 대체로 부타디엔 마진이 좋았던 지난해 1분기는 지분법 평가이익이 401억원을 기록했지만, 그렇지 못한 지난해 4분기엔 건설 자회사의 적자 결산까지 겹치면서 136억원의 손실을 시현한 바 있다.

도표 5. 부타디엔 마진과 에틸렌 마진 추이



자료: Cischem, 교보증권 리서치센터

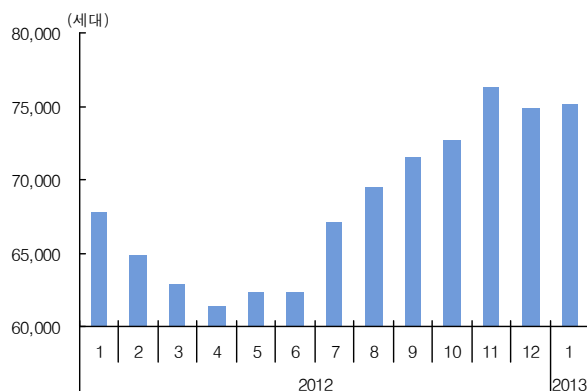
3. 아파트 분양 상황 개선

해외수주에 경쟁력이 높은 동사의 경우에도 당기순이익의 추세적인 성장 전망을 가져가기 위해선 국내 아파트 분양 상황의 뒷받침은 반드시 필요하다. 이는 약 20%의 매출 비중을 가진 아파트 사업 손익(건축 매출비중 23.2%, 2012년 별도 기준)과 자회사인 삼호의 재무적인 부담(대손평가손 등)이 국내 아파트 분양 상황에 연결되어 있기 때문이다. 대림산업은 지난해 주택관련 대손충당금 등으로 1,797억원을 정리한 바 있다.

국내 아파트 분양 상황은 일반 아파트 가격 약세 속에, 미분양이 다시 증가하면서 대체로 부진한 모습이다. 2월 서울 강남지역 일부 재건축 아파트의 가격 상승이 나타나고 있지만, 여전히 분양에 직접적인 영향을 주는 전국, 특히 서울 수도권 일반 아파트 가격은 전월대비 하락(2월 기준)이 이어지고 있는 상황이다.

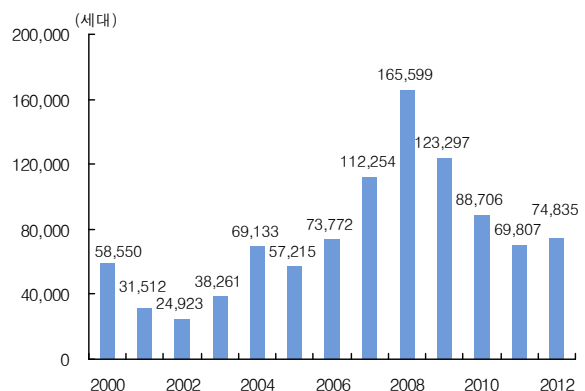
최근 정부 발표에 따르면 국내 미분양 아파트는 지난 1월 75,180가구, 지난달대비 345가구(+0.5%, mom) 증가를 기록했다. 지난해 12월, 소폭 감소했던 미분양이 다시 증가하는 모습을 보였다. 지역별 미분양은 수도권이 직전월대비 1,237세대(+3.8%, mom) 급증한 33,784세대, 지방은 892세대(-2.1%, mom) 감소한 41,396세대이다.

도표 6. 전국 미분양 추이(월간)



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

도표 7. 전국 미분양 추이(연간)



자료: 부동산114, 교보증권 리서치센터

[대림산업 000210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	7,691	7,988	10,253	10,571	10,998
매출원가	6,731	7,058	9,217	9,473	9,855
매출총이익	960	930	1,036	1,098	1,143
매출총이익률 (%)	12.5	11.6	10.1	10.4	10.4
판매비와관리비	530	492	547	556	577
영업이익	430	516	524	568	592
영업이익률 (%)	5.6	6.5	5.1	5.4	5.4
EBITDA	498	571	579	623	642
EBITDA Margin (%)	6.5	7.1	5.6	5.9	5.8
영업외손익	7	4	41	64	72
관계기업손익	192	38	47	67	72
금융수익	133	95	107	107	109
금융비용	-183	-129	-128	-125	-124
기타	-135	0	15	15	15
법인세비용차감전순이익	436	519	565	632	663
법인세비용	85	140	160	179	188
계속사업순이익	352	380	405	452	475
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	352	380	405	452	475
당기순이익률 (%)	4.6	4.8	3.9	4.3	4.3
비지배지분순이익	-2	14	15	17	18
지배지분순이익	353	366	390	436	457
지배순이익률 (%)	4.6	4.6	3.8	4.1	4.2
매도가능금융자산평가	0	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익	0	-91	-91	-91	-91
포괄순이익	352	285	310	357	380
비지배지분포괄이익	0	17	18	21	22
지배지분포괄이익	352	268	292	336	358

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	657	501	334	518	531
당기순이익	352	380	405	452	475
비현금항목의 가감	201	286	455	441	442
감가상각비	60	50	50	51	46
외환손익	-3	-1	-22	-25	-13
지분법평가손익	-192	-38	-47	-67	-72
기타	337	275	474	482	482
자산부채의 증감	104	-128	-343	-185	-197
기타현금흐름	0	-37	-183	-191	-190
투자활동 현금흐름	-469	-647	-149	-154	-99
투자자산	18	-36	-16	-16	-16
유형자산	-101	-302	-50	-55	0
기타	-386	-309	-83	-83	-83
재무활동 현금흐름	-78	190	69	94	99
단기차입금	530	-296	117	-90	14
사채	-233	296	-99	12	-4
장기차입금	52	646	0	-21	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-24	-20	-4	-4	-4
기타	-403	-436	55	197	94
현금의 증감	112	44	65	340	309
기초 현금	1,200	1,281	1,325	1,390	1,730
기말 현금	1,312	1,325	1,390	1,730	2,039
NOPLAT	346	377	376	407	424
FCF	418	2	37	222	278

주: 2010 년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	5,868	7,159	7,819	8,161	8,625
현금및현금성자산	1,312	1,325	1,390	1,730	2,039
매출채권 및 기타채권	2,654	3,313	3,908	4,043	4,226
재고자산	923	1,378	1,367	1,274	1,222
기타유동자산	979	1,143	1,154	1,114	1,139
비유동자산	3,999	3,606	3,673	3,766	3,813
유형자산	1,879	1,635	1,635	1,639	1,593
관계기업투자금	810	665	712	778	850
기타금융자산	500	935	951	967	982
기타비유동자산	810	371	376	382	388
자산총계	9,867	10,765	11,492	11,927	12,438
유동부채	3,803	4,650	5,053	5,037	5,084
매입채무 및 기타채무	1,513	2,572	2,935	2,943	3,014
차입금	694	469	586	497	511
유동성채무	588	468	392	457	419
기타유동부채	1,007	1,140	1,140	1,140	1,140
비유동부채	1,829	1,478	1,396	1,394	1,383
차입금	276	578	578	557	557
전환증권	623	468	369	381	377
기타비유동부채	929	432	450	457	449
부채총계	5,632	6,127	6,450	6,432	6,467
지배지분	4,119	4,417	4,803	5,234	5,687
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	1,343	513	513	513	513
이익잉여금	2,080	3,623	4,009	4,441	4,894
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	117	221	240	261	284
자본총계	4,236	4,637	5,042	5,495	5,971
총차입금	2,208	2,093	2,035	2,002	1,973

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

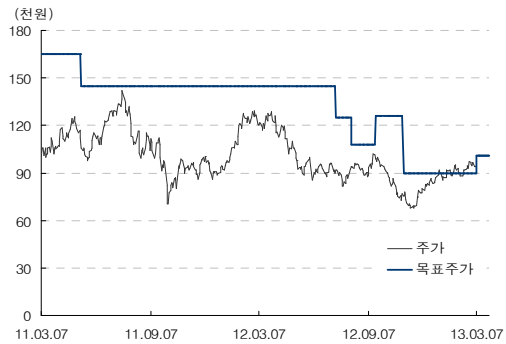
12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	10,139	10,492	11,182	12,499	13,128
PER	11.6	8.6	7.8	7.5	7.2
BPS	106,711	114,427	124,418	135,596	147,342
PBR	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	12,901	14,785	15,002	16,132	16,641
EV/EBITDA	9.6	6.5	6.0	5.4	4.7
SPS	221,004	229,544	294,635	303,767	316,022
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
CFPS	10,819	65	969	5,749	7,202
DPS	100	100	100	100	100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	0.9	3.9	28.4	3.1	4.0
영업이익 증가율	-14.3	20.0	1.7	8.2	4.2
순이익 증가율	-3.6	8.1	6.6	11.8	5.0
수익성					
ROIC	9.4	11.0	10.8	11.3	11.7
ROA	3.6	3.5	3.5	3.7	3.8
ROE	8.9	8.6	8.5	8.7	8.4
안정성					
부채비율	132.9	132.1	127.9	117.0	108.3
순차입금비율	22.4	19.4	17.7	16.8	15.9
이자보상배율	3.1	4.9	5.7	6.2	6.6

대림산업 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2011.01.21	Strong Buy	165,000	2012.11.05	T-Buy	90,000
2011.05.13	Buy	145,000	2013.01.07	T-Buy	90,000
2011.06.07	Buy	145,000	2013.03.07	T-Buy	101,000
2011.08.12	Buy	145,000			
2012.02.02	Buy	145,000			
2012.04.18	Buy	145,000			
2012.05.08	Buy	145,000			
2012.07.13	Buy	125,000			
2012.08.09	Buy	108,000			
2012.09.18	Buy	126,000			
2012.10.04	Buy	126,000			

Compliance Notice

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

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자등급 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%