대림산업(000210)

매수(유지)

목표주가: 106,000원(유지)

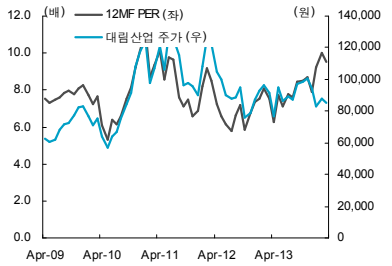
Stock Data

KOSPI(3/26)		1,964
주가(3/26)		84,900
시가총액(십억원)		2,955
발행주식수(백만)		35
52주 최고/최저가(원)		108,500/73,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)		26,388
유동주식비율/외국인지분율(%)		76.0/30.4
주요주주(%)	대림코퍼레이션 외 10인	24.0
	국민연금공단	10.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.6)	(15.1)	(7.3)
상대주가(%p)	(4.3)	(13.0)	(6.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1Q14 Preview: PBR 0.6배 벗어나기

1Q14 preview: 변곡점이 될 1분기 실적

지난 4분기 실적 이후, 업계에 지속된 cost overrun 이슈에서 대림산업 역시 자유롭지 못했다. 따라서 비록 손실 규모는 적었을지라도, 이유 있는 주가 조정이었다고 판단한다. 이제 향후 이익 회복의 속도와 레벨이 문제지, 추가 부실이 나올 가능성은 낮다고 본다. 이는 1) 안정된 미청구공사액 매출채권[그림 6 참조], 2) 상반기에 마무리 국면에 진입할 문제현장('쇼아이바' 발전/'사다라' 화공플랜트, 기계적 준공 9~10월)의 진행률 감안시 예측치 못한 비용이 새로 나타날 가능성은 낮기 때문이다. 1분기 매출 2.2조원(-10.7%YoY), 영업이익 550억원(-56%YoY, 컨센서스 750억원), 세전이익 670억원(-58%YoY)로 추정한다. 일회성 요인으로 '대구지하철' 담합 과징금 55억원의 판관비 반영을 가정했다. 1분기는 매출 역성장이 큰 시기라 100~200억원의 영업이익 오차가 크게 중요하지 않다고 판단한다. 올해 이익의 방향성을 결정짓는 변수는 해외 현장의 추가적 비용 발생여부로 보기 때문이다.

Top line 우려, 2분기부터 완화될 것

지금 시장은 손익보다 성장성 우려를 더 하는 것 같다. 올해 해외수주 5조원을 하회할 경우 2015년 매출 성장이 어렵기 때문이다. 해외수주 목표는 6.7조원이지만 현재 해외수주 계약고는 3억달러에 불과하다. 확보 프로젝트까지 포함해 목표의 절반 가량 달성한 타사들 대비 저조하다. 그러나 대림산업은 매해 대부분의 해외수주가 하반기 계약되는 패턴을 보여 단순 비교는 어렵다. 현재 입찰 중인 프로젝트는 1) 말레이시아 Rapid 정유(3개 패키지 입찰, 각 10~14억달러), 2) 쿠웨이트 'Lower Fars heavy oil' (중질유 개발, 약 20억달러), 3) 사우디 IGCC 발전(3개 패키지 입찰, 각 10~20억달러) 등이다. 결과는 2분기부터 순차적으로 발표된다. 1990년대 중반, 말레이시아 현장에서 대형 손실의 수업료 지불 이후, 오히려 이 지역에서 양질의 수주를 지속하고 있다. 또한 사우디 IGCC에는 국내 업체 중 유일하게 3개 패키지 모두 입찰 중이다. IGCC와 연관성이 높은 CCS 기술 인증을 보유한 국내 유일의 건설사라는 측면이 도움이 될 것으로 보여, 수주 결과를 비관할 필요는 없을 것이다.

PBR 0.6배의 call option, Top pick 유지

1분기 실적은 바닥을 확인하는 계기가 될 것이다. 상반기 문제 현장의 기성을 소화하고 나면 하반기부터 수익성 좋은 오만 '소하르' 정유, 사우디 '마덴' 플랜트, 말레이시아 '만중' IPP 등이 인식되기 시작한다. 우상향의 실적 방향성은 명확해 이제 이익의 레벨을 결정지을 수주와 자회사의 이익 개선 등, 긍정적 요인이 더 크다고 판단한다. 더불어 하반기 이란 제재가 완화될 경우 텃밭인 이란에서 upside 요인이 발생할 수 있다. 현재 PBR은 0.6배로 대형사 중 가장 낮고 역사적으로도 하단이다. 잃을 것 없는 주가 수준으로 판단한다. SOTP 방식으로 산출한 목표주가 106,000원과 top pick 의견을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2012A	10,253	486	560	391	10,128	7.0	548	8.6	5.2	0.7	8.5
2013A	9,847	40	(14)	(25)	(648)	0.0	112	NM	30.1	0.8	(0.5)
2014F	9,908	366	380	301	7,818	0.0	448	10.9	6.8	0.6	6.2
2015F	10,145	467	537	399	10,354	32.4	559	8.2	5.6	0.6	7.7
2016F	10,835	490	561	417	10,820	4.5	592	7.8	5.2	0.6	7.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

<표 1> 분기실적 추정

(단위: 십억원)

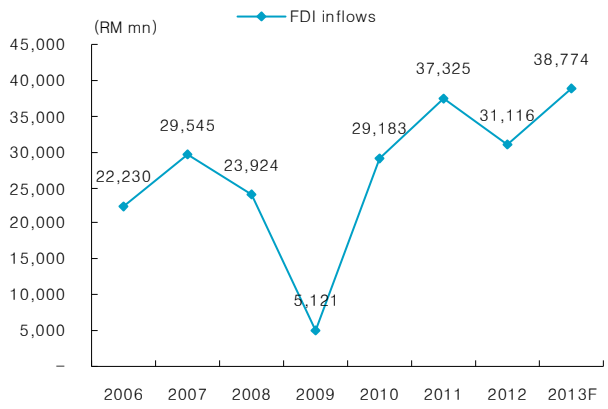
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2013	2014F
매출	2,516	2,474	2,418	2,439	2,246	2,272	2,384	3,006	9,847	9,908
YoY	22.7	0.2	(11.3)	(18.9)	(10.7)	(8.2)	(1.4)	23.2	(4.0)	0.6
대림산업_본사	2,144	2,027	2,042	2,232	1,909	1,805	2,057	2,543	8,446	8,313
DSA	231	277	248	60	189	284	189	284	815	945
기타	141	170	128	147	148	183	139	179	586	649
원가율	89.6%	91.1%	90.1%	108.6%	91.8%	91.7%	89.9%	91.4%	94.8%	91.2%
대림산업_본사	89.6%	90.5%	88.7%	96.9%	91.9%	91.4%	89.9%	91.0%	91.5%	91.0%
DSA	97.8%	104.7%	108.9%	603.9%	102.0%	102.0%	99.0%	99.0%	141.0%	100.5%
영업이익	124	112	124	(320)	55	84	121	107	40	366
영업이익률	4.9%	4.5%	5.1%	-13.1%	2.4%	3.7%	5.1%	3.6%	0.4%	3.7%
(대림산업_본사)	4.9%	5.0%	6.4%	-2.7%	2.1%	3.3%	4.6%	3.3%	3.3%	3.3%
(DSA)	1.2%	-5.3%	-9.5%	-506.3%	-2.0%	-2.0%	1.0%	1.0%	-41.9%	-1.2%
지분법손익	10	(5)	20	29	22	25	30	24	55	100
고려개발	(5)	2	1	2	1	2	2	4	(1)	9
삼호	0	0	0	3	2	3	2	4	4	11
YNCC	16	(6)	19	25	16	15	22	14	54	67
KRCC	0	2	1	1	0	2	1	0	3	3
Polymirae	3	3	3	1	3	3	3	2	11	11
포천 IPP	(4)	(6)	(4)	(1)	0	0	0	0	(16)	0
세전이익	158	103	116	(391)	67	104	131	79	(14)	380
순이익	121	78	90	(299)	51	78	100	75	(10)	304

자료: 대림산업, 한국투자증권

입찰 프로젝트 1) 말레이시아 Rapid 정유 콤플렉스

말레이시아 남부 'Pengerang'에 건설하는 페트로나스 발주의 정유 및 석유화학 시설이다. 총 24개 패키지로 발주되며 현재 9개의 정유 패키지 입찰이 진행되고 있다. 대림산업은 4~5월 발표될 3개 패키지의 결과를 대기 중이다. 중동의 일반적 방식인 최저가 낙찰제가 아닌 기술과 가격 동시 심사로 수익성 우려는 상대적으로 낮다. ASEAN 경제 우려가 있으나 말레이시아는 ASEAN 내 가장 건전한 국가다. 작년 말레이시아의 국내외 투자는 사상 최대치(2,165억 링귓)였고 신규 일자리는 19만개 증가했다. 말레이시아 장관은 연초 Rapid 콤플렉스를 비롯, 다양한 프로젝트 진행 상황이 순조로울 것이라고 언급했다.

[그림 1] 말레이시아 FDI inflow



자료: Bank of Malaysia

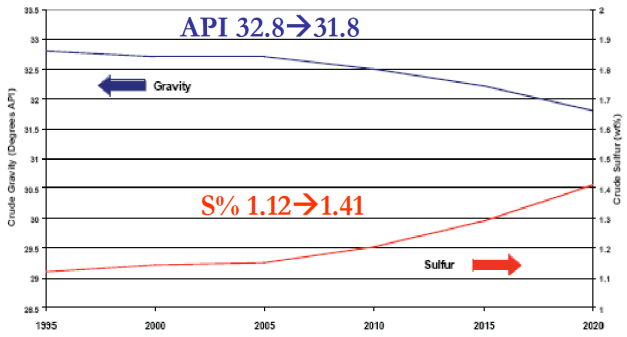
[그림 2] Rapid complex 계획안

자료: Petronas

입찰 프로젝트 2) 쿠웨이트 Lower Fars Heavy oil project (LFHO)

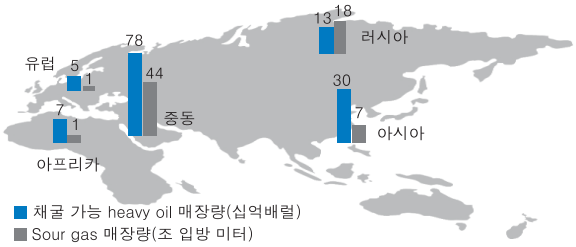
북부 쿠웨이트의 사막지역에 매장된 70~150억배럴의 중질유 개발 프로젝트다. 중동을 비롯한 세계 오일과 가스 광구는 성숙기에 접어들며 과거와 달리 점성과 황함유량이 높은 중질유 비중이 높아지고 있다. 특히 중동은 북아프리카에 비해 중질유 비중과 잠재 매장량이 많다. 높은 기술력을 요구하는 중질유 개발은 향후 중동에서 지속 발주될 유형의 프로젝트다. 쿠웨이트 유전의 평균 API는 30인 반면, 이 유전의 API 범위는 11~17에 달한다. 개발 후 이 지역 원유는 내년 초 발주가 예상되는 'New Refinery Project' (NRP)의 feedstock으로 사용된다. 이 프로젝트의 EPC 규모는 42억달러로 대림산업은 SK건설과 컨소시움으로 참여했다. 그 외 입찰 컨소시움은 사이펨+현대중공업, 현대건설+GS건설+도쌀(인도), 삼성엔지니어링+페트로팩이다.

[그림 3] 글로벌 crude oil 트렌드– heavy & sour (중질유 증가)



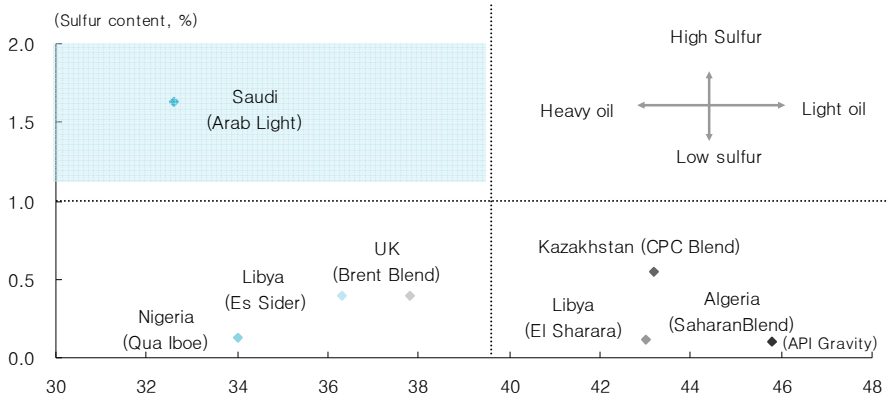
자료: Central bank of Venezuela

[그림 4] 채굴 가능한 heavy oil과 sour gas 매장량



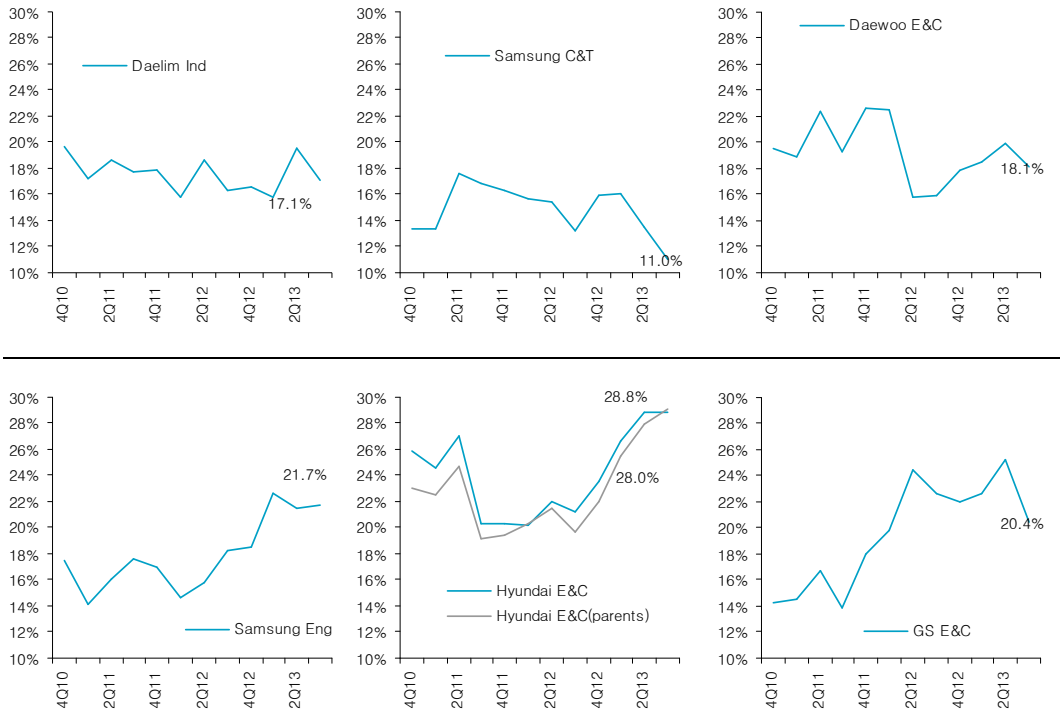
자료: Central bank of Venezuela

[그림 5] 중동 원유, 황함유량 높아



자료: EIA

[그림 6] 각사 분기별 미청구공사액/매출액 트렌드 (마지막 숫자는 4Q13 수치임)



주: 미청구공사잔액이란 발주처와의 이견으로 아직 청구하지 못한 매출채권
자료: 각사 감사보고서

<표 2> 대림산업 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	금액	비고
1) 영업가치	2,841	
건설 영업가치	2,320	
건설 NOPLAT	232	12 개월 Forward 영업이익 기준
건설 목표배수	10.0	시장 P/E
유화 영업가치	521	
유화 NOPLAT	65	12 개월 Forward 영업이익 기준
유화 목표배수	8.0	목표배수 8 배 적용
2) YNCC	428	12 개월 Forward 지분법손익 기준, 목표배수 8 배
3) 대림에너지	242	포천파워, DCF 로 산출
4) 순차입금	-195	2014 년 예상 기준
주주가치 (1+2+3-4)	3,706	
발행주식수 (천주)	34,800	
주당가치 (원)	106,000	

자료: 한국투자증권

<표 3> 대림산업의 해외 진행현장과 추가원가 반영 내역

(단위: 십억원)

본사- Project	계약시기	완공시기	도급액	도급잔액	진행률	추가원가 반영					
						2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	총계
Libya BIA Passenger Terminal	Apr-13	Feb-14	22	19	13.6%						
Vietnam OMon TPP Unit No.2	Aug-12	Nov-15	276	237	14.1%						
Vietnam Thai Binh2 PP	May-12	Aug-15	756	642	15.1%						
Brunai Sungai bridge	Jun-13	Jun-16	102	98	4.2%						
Saudi Elastomers	Jul-12	Apr-16	505	382	24.5%						
Saudi Rabigh II CP1/CP2	Jul-12	Oct-16	313	285	9.2%						
Saudi SABUCO Butanol&Syngas	Dec-12	Sep-15	223	178	20.2%						
Saudi SADARA MFC	Jul-11	Oct-14	751	166	77.8%						
Saudi SAMAPCO CA/EDC	Mar-10	Oct-13	361	16	95.6%						
Saudi Shoaiba II power	Oct-11	Sep-14	910	154	83.0%						
Saudi YERP-3	Jul-10	May-14	958	82	91.5%						
Saudi YERP-4	Jul-10	Jun-14	582	64	89.0%						
Saudi JER	Jul-09	Dec-13	559	11	98.1%						
Saudi SADARA Isocyanates	Sep-11	Mar-15	773	352	54.4%						
Singapore MCE	Oct-08	Jun-14	477	11	97.7%						
Iran SPGD PH-12 Teherran	Sep-09	Apr-14	607	103	83.0%						
Iran LNG U&J	Jun-09	Feb-14	120	117	2.6%						
Kuwait KNPC FCC Revamp	Jun-13	Aug-16	201	201	0.0%						
Kuwait KNPC SHFP	May-13	Aug-16	574	574	0.0%						
Kuwait KOC Telemetry	Jun-12	Mar-15	183	141	23.0%						
Kuwait LPG TRAIN 4	Jul-10	Feb-14	981	28	97.1%					79	79
Phillipine SM200 Phase I	Mar-11	Sep-15	162	130	19.5%						
Phillipine JG Summit NCC	Dec-09	Feb-14	369	13	96.4%						
Phillipine Petron RMP-2	Dec-10	Jun-15	1,617	326	79.8%						
Phillipine SRPI 100 Coal fired Power Station	Dec-12	Jul-16	167	167	0.0%						
Nepal, Upper Trishuli(E)	Apr-12	Oct-18	233	233	0.0%						
OLD HARBOUR 360MW	Jun-12	Jan-15	417	417	0.0%						
Kuwait KNPC FCC Revamp	Jun-13	Aug-16	176	175	0.5%						
Malaysia Fast Track 3A	Aug-13	Oct-17	917	917	0.0%						
Total			14,293	6,239	56.3%						

DSA법인- Project	계약시기	완공시기	도급액	도급잔액	진행률	추가원가 반영					
						2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	총계
Saudi DSA Elastomer Project	Sep-12	Apr-16	295	239	18.8%						
Saudi DSA JER	Jul-09	Dec-13	358	1	99.7%						
Saudi DSA Kayan HDPE	Aug-08	Dec-13	267	0	99.8%						
Saudi DSA Kayan LDPE	Dec-09	Dec-13	177	1	99.2%						
Saudi DSA Kayan PC	Feb-07	Dec-13	557	3	99.5%						
Saudi DSA NCP POLYMER	Dec-07	Dec-13	545	0	100.0%						
Saudi DSA Rabigh II CP-1/CP-2	Jul-12	Oct-16	163	157	3.2%						
Saudi DSA RTIP MFC	Jul-11	Oct-14	280	160	42.8%					137	137
Saudi DSA SABUCO Butanol&Syngas	Dec-12	Sep-15	96	94	1.3%						
Saudi DSA SAMAPCO CA/EDC	Mar-10	Oct-13	316	44	86.2%						
Saudi DSA SHOAIBA II power	Oct-11	Sep-14	412	58	85.9%	15		13	22	227	277
Saudi DSA SADARA ISOCYANATES	Sep-11	Mar-15	477	347	27.2%					26	26
Saudi DSA YERP-3	Jul-10	May-14	375	115	69.5%					38	38
Saudi DSA YERP-4	Jul-10	Jun-14	159	51	68.2%						
Total			4,478	1,271	71.6%	15	0	13	22	536	587

자료: 대림산업 3분기 사업보고서, 한국투자증권

용어해설

- API : 원유의 비중을 나타내는 단위, API도에 따라 경질유, 중질유, 중질유로 나뉘어 가격결정에 영향을 미침

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	7,292	6,933	6,889	7,203	7,693
현금성자산	1,477	1,563	1,486	1,522	1,625
매출채권및기타채권	3,481	3,263	3,283	3,449	3,684
재고자산	1,155	1,036	1,043	1,217	1,300
비유동자산	3,714	3,850	3,835	3,868	4,020
투자자산	1,693	1,682	1,692	1,733	1,850
유형자산	1,517	1,402	1,372	1,346	1,327
무형자산	79	81	81	83	89
자산총계	11,006	10,783	10,724	11,070	11,713
유동부채	4,779	4,460	4,266	4,166	4,385
매입채무및기타채무	2,961	2,858	2,477	2,536	2,275
단기차입금및단기사채	336	327	324	323	322
유동성장기부채	341	538	606	665	727
비유동부채	1,309	1,452	1,305	1,368	1,390
사채	448	563	513	563	553
장기차입금및금융부채	432	469	369	372	375
부채총계	6,088	5,913	5,571	5,534	5,775
지배주주지분	4,779	4,714	4,992	5,367	5,760
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	507	506	506	506	506
자본조정	(0)	0	0	0	0
이익잉여금	4,005	3,961	4,259	4,653	5,066
비지배주주지분	140	156	162	170	178
자본총계	4,919	4,870	5,154	5,537	5,938

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	10,253	9,847	9,908	10,145	10,835
매출원가	9,219	9,338	9,037	9,113	9,743
매출총이익	1,034	509	871	1,032	1,092
판매관리비	548	469	505	565	602
영업이익	486	40	366	467	490
금융수익	96	117	52	51	53
이자수익	64	47	47	46	48
금융비용	102	126	84	84	88
이자비용	79	75	84	84	88
기타영업외손익	36	(102)	(50)	0	0
관계기업관련손익	45	57	100	103	106
세전계속사업이익	560	(14)	384	537	561
법인세비용	159	(3)	77	130	136
연결당기순이익	401	(10)	307	407	425
지배주주지분순이익	391	(25)	301	399	417
기타포괄이익	(20)	(20)	(20)	(20)	(20)
총포괄이익	381	(30)	287	387	405
지배주주지분포괄이익	372	(44)	282	379	397
EBITDA	548	112	448	559	592

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	817	35	9	(47)	232
당기순이익	401	(10)	307	407	425
유형자산감가상각비	57	65	75	85	95
무형자산상각비	5	7	7	7	7
자산부채변동	136	(156)	(287)	(454)	(207)
기타	218	129	(93)	(92)	(88)
투자활동현금흐름	(333)	(270)	14	(16)	(170)
유형자산투자	(156)	(137)	(60)	(74)	(91)
유형자산매각	2	15	15	15	15
투자자산순증	(172)	(214)	70	43	(31)
무형자산순증	(9)	(5)	(7)	(9)	(13)
기타	2	71	(4)	9	(50)
재무활동현금흐름	(331)	320	(99)	99	42
자본의증가	0	2	0	0	0
차입금의순증	(290)	339	(89)	111	54
배당금지급	(19)	(19)	(4)	(4)	(4)
기타	(22)	(2)	(6)	(8)	(8)
기타현금흐름	(1)	1	0	0	0
현금의증가	152	86	(77)	36	104

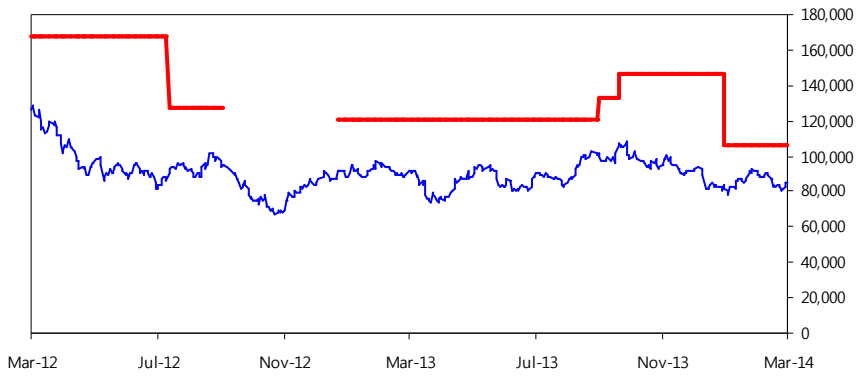
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	10,128	(648)	7,818	10,354	10,820
BPS	123,800	122,126	129,319	139,041	149,228
DPS	500	100	100	100	100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	28.4	(4.0)	0.6	2.4	6.8
영업이익증가율	11.1	(91.8)	822.8	27.5	4.9
순이익증가율	7.0	0.0	0.0	32.4	4.5
EPS증가율	7.0	0.0	0.0	32.4	4.5
EBITDA증가율	11.4	(79.6)	300.5	24.8	6.1
수익성(%)					
영업이익률	4.7	0.4	3.7	4.6	4.5
순이익률	3.8	(0.3)	3.0	3.9	3.8
EBITDA Margin	5.3	1.1	4.5	5.5	5.5
ROA	3.7	(0.1)	2.9	3.7	3.7
ROE	8.5	(0.5)	6.2	7.7	7.5
배당수익률	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
안정성					
순차입금(십억원)	(418)	(180)	(195)	(106)	(189)
차입금/자본총계비율(%)	31.8	39.0	35.2	34.7	33.3
Valuation(X)					
PER	8.6	NM	10.9	8.2	7.8
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	5.2	30.1	6.8	5.6	5.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
대림산업(000210)	2012.04.09	매수	168,000 원
	2012.08.06	매수	128,000 원
	2012.09.28	중립	-
	2013.01.16	매수	121,000 원
	2013.09.25	매수	133,000 원
	2013.10.15	매수	146,000 원
	2014.01.24	매수	106,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 3월 26일 현재 대림산업 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 대림산업 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

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