



대림산업 (000210)

건설



김기룡

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

지주회사



최남곤

02 3770 5604

namkon.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	111,000원 (M)
현재주가 (9/9)	94,900원
상승여력	17%

시가총액	35,077억원
총발행주식수	38,600,000주
60일 평균 거래대금	240억원
60일 평균 거래량	274,657주
52주 고	104,000원
52주 저	49,000원
외인지분율	40.56%
주요주주	대림코퍼레이션 외 6 인 23.12%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.0	2.9	(2.5)
상대	8.8	(5.2)	(17.1)
절대(달러환산)	9.8	3.9	(1.9)

대림그룹 지배구조 개편 가능성 점검

높아진 대림산업 분할 가능성, 주가 상승 가능성은 회사의 둘

대림산업 지배구조 개편 가능성이 높아졌다. 여대야소로 재편된 21대 국회의 공정 경제 3법 추진 의지, 2019년 개정 세법 등의 제도 변화는 대림산업의 지주회사 전환 시기를 앞당길 것으로 전망된다. 개정 세법 고려 시 과세 특례를 적용 받기 위해서는 내년 1분기까지는 회사 분할 이사회를 개최해야 한다는 의미이다. 이해우 회장 입장에서 대림산업 지배구조 개편의 핵심 목표는 지배력 강화에 맞춰져 있을 것이다. 이해우 외 특수관계인의 대림산업 지분율은 23.1%에 불과한 상황이다. 외국인투자자와 국민연금은 총 53%의 대림산업 지분을 소유하고 있다.

유안타증권은 여러 지배구조 개편 시나리오 중 대림산업의 인적분할 시나리오 가능성이 가장 높을 것으로 전망하고 있다. ①건설 & 유화 부문을 당장 분리하지 않기 때문에, 유화 부문 투자 재원 확보에 대한 고민을 덜 수 있고, ②현물출자 → 대림건설 합병 → 대림피엔피 출자(혹은 합병) 등의 과정을 거치면서, 대주주의 대림산업에 대한 지배력을 획기적으로 높일 수 있다는 장점이 있다. 대주주 입장에서는 이와 같은 방식으로 모든 프로세스를 마칠 경우, 지배력이 비약적으로 높아지게 된다. 하지만 소수주주 입장에서는 이런 방식이 ‘투자자의 이익을 담보하지는 않는다’는 아쉬움이 있다. 지주회사 전환 이후의 일반적인 기업 가치 개선의 핵심 키워드는 ①주주환원 정책 강화, ②히든 밸류 부각, ③친환경, 저탄소 기반의 사업 기회 모색 등 다양한 카테고리로 연결되어 있다. 인적분할의 경우 주식매수청구권이 인정되지 않기에, 과도한 주식매수청구권에 따른 딜 브레이크 상황은 없겠지만, 대림산업의 최근 6개월간 주가 상승률이 36%에 달할 정도로 높았다는 점에서 분할 발표 이후 새롭게 제시할 청사진이 투자자의 눈높이에 맞지 않을 경우, 오히려 주가 하락 가능성에 노출될 수 있다. 분할 이후의 주가 상승은 오로지 회사의 둘인 것이다.

지배구조 개편 가능성, 대림산업의 기업가치 변화 점검

대림그룹의 지배구조 개편 가능성을 고려한다면 시장의 관심은 대림산업의 건설과 유화 부문의 사업분할을 통한 복합기업의 디스카운트 해소 가능성에 주목할 것으로 전망한다. 위 가정을 바탕으로 SOTP Valuation을 통해 산출한 대림산업의 목표주가는 140,000원 수준으로 판단한다. 다만, 대림그룹 지배구조 개편에 있어 단기적인 건설/유화 사업 분할 가능성은 높지 않을 것으로 전망한다. 현 대림산업의 화학 부문 성장 방향성이 지속된다면 분할 유화법인을 통한 신규사업 추진에 대한 재무적 부담이 따를 것으로 예상하기 때문이다. 각 사업의 Valuation gap이 크지 않다는 점 역시 건설/유화 분할을 통한 대주주 지배력 강화에 대한 매리트가 낮아지는 이유이다.

대림산업에 대해 기존 투자의견 Buy와 목표주가 111,000원을 유지한다. 대림그룹의 지배구조 개편과 함께 금번 Report의 판단과 다른 단기적인 대림산업의 건설/유화 분할 현실화는 목표주가 상향의 근거로 판단하며 추후 확정 시 이를 반영해 목표주가를 상향할 예정이다.

시계 제로에 진입한 대림산업의 지배구조 개편

대림산업 지배구조 개편 가능성은 높아졌다. 여대야소로 재편된 21대 국회의 공정 경제 3법 추진 의지, 2019년 개정 세법 등의 제도 변화는 대림산업의 지주회사 전환 시기를 앞당길 것으로 전망된다. ※정부와 여당이 주도가 되어 21대 국회에서 추진 중인 공정 경제 3법은 상법, 공정거래법, 금융그룹감독법을 지칭한다. 공정거래법안은 신규 지주회사의 지분 요구를 20% → 30%로 높이는 내용이며, 상법안은 소수 주주의 권한을 강화하고 기업 지배구조 개선을 위한 내용을 담고 있다.

30대 대기업 집단 중 아직 지주회사 체제로 전환하지 않은 기업 집단 중 금융계열사를 보유한 삼성, 현대차, 한화 그룹과 달리 대림산업, 신세계, 현대백화점 그룹은 지주회사 체제 전환에 대한 의사 결정이 비교적 쉽게 이뤄질 수 있다. 하지만 신세계, 현대백화점 그룹의 지배구조 개편은 형제간 계열 분리에 대한 고민까지 담아야 한다는 점을 고려하면, 2020년 하반기 지주회사 전환의 첫번째 후보는 대림산업이라 할 수 있겠다.

공정 경제 3법과 개정 세법은 왜 지주회사 전환을 유도하는가?

상법 개정안은 소수 주주의 권리 강화에 초점이 맞춰져 있다. 전자 투표제도 의무화, 감사위원 분리 선임, 다중대표소송 도입 등이 현실화되면 최대주주의 이사회 및 감사 구성에 대한 영향력은 축소될 수 밖에 없다. 소수주주권이 강화되는 상황에서 각 그룹사가 지주사 전환을 서두를 것으로 전망되는 이유는 지주회사 전환 시, 자사주 활용과 현물출자를 통해 최대주주의 지배력을 높일 수 있기 때문이다. 낮은 배당성향, 유화 부문에 대한 지속적 투자로 인한 일부 투자자의 불만이 내재된 대림산업의 경우, 최대주주 및 특수관계인 지분율이 23.1%로 낮기 때문에, 상법 개정에 따른 소수 주주 권리 강화에 더욱 민감할 수 밖에 없는 입장일 것이다.

상장 자회사 지분 규제(30%)를 포함한 공정거래법 개정 움직임도 대주주 입장에서는 신경이 쓰이는 부분이다. 대림산업의 경우 보유 자사주가 없기 때문에, 인적 분할 후 현물 출자 과정까지 마치더라도 지주회사의 사업회사에 대한 보유 지분율은 23.1%에서 크게 벗어나지 않을 것으로 전망된다. 대림산업은 사업회사 지분율을 높일 수 있는 다른 대안을 찾거나, 공정거래법 개정 전 지주회사 전환을 서둘러야 하는 이유가 될 수 있다.

정부는 2019년 세법 개정을 통해 지주회사 개편 과정에서 대주주가 다른 계열사 주식을 현물출자하고 지주회사 주식을 받을 때 발생하는 양도 차익에 대해 과세 이연되는 특혜를 없애고, 2022년부터는 4년 거치 후 3년 간 분할 납부하도록 했다. 대주주 입장에서는 2021년 말까지 지주회사 전환 과정을 마치지 못한다면, 부과되는 양도세만큼의 비용이 추가되는 셈이다.

[표 1] 공정 경제 3법 주요내용 요약

법안	내용	세부내용
상법 개정안	다중대표소송 도입	<ul style="list-style-type: none"> - 모회사 주주가 손해를 발생시킨 자회사 이사를 상대로 법적 책임 추궁 가능 - 감사위원 중 1명 이상을 이사와 분리해 선출
	감사위원 분리 선임	<ul style="list-style-type: none"> : (자산총액 2조원 이상 또는 자산총액 1천억원 이상 중 감사위원회를 설치한 상장회사) - 감사위원 선임/해임 시 최대주주는 특수관계인 등 합산 3%, 일반주주는 3% 초과 주식에 의결권 제한
	주주총회 결의요건 완화	<ul style="list-style-type: none"> - 전자투표 활용한 감사 선임 시, 출석 주주 의결권의 과반수만으로 의결할 수 있도록 주주총회 요건 완화
공정거래법 개정안	전속고발제 폐지	<ul style="list-style-type: none"> - 누구나 담합행위 검찰 고발 가능, 검찰이 자체 판단으로 수사 착수 가능
	과징금 2배 상향	<ul style="list-style-type: none"> - 담합 : 10% → 20% / 시장지배력 남용 : 3% → 6% / 불공정거래행위 : 2% → 4% 과징금 비율 상향 - 법원의 자료 제출 명령제 도입
	일감 몰아주기 규제 기준 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 총수 일가 지분, 상장/비상장회사 모두 20% 이상으로 강화 (기존 총수 일가 지분 30% 이상 등)
	신규 지주회사 지분 요구 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 상장기업 : 20% → 30% / 비상장기업 : 40% → 50%
금융그룹감독법 제정안	금융그룹 감독에 관한 법률 제정안	<ul style="list-style-type: none"> - 금융자산 5조원 이상의 복합 금융그룹 중 비지주 금융그룹 감독 법적 근거 마련 : 대표회사로 선정한 금융사를 중심으로 그룹 위험관리 정책 마련 : 그룹 내부통제 관리기구 및 위험관리 협의회 설치 운영

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 2019 세법 개정안

2. 법인세 및 부가가치세

▶지주회사 설립·전환 시 현물출자 등의 과세특례 조정 ('조세특례제한법' 제 38 조의 2)

현물출자 등 과세특례 제도를 유지하되 과세 방식을 변경하고자, 현물출자 등에 따른 양도차익에 대한 법인세를 4년 거치 3년 분할 납부 방식으로 조정

본 개정사항은 2022. 1. 1. 이후 2024. 12. 31.까지 현물출자하거나 주식을 교환하는 분부터 적용

자료: 유안타증권 리서치센터

금년 하반기 중 지주 전환 공식화 가능성 높음

통상적으로 지주회사 분할의 첫걸음인 회사 분할 이사회 후, 최종 단계인 현물출자 과정까지 마무리 되는 물리적 시간은 약 9~10개월 정도가 소요된다[표 2]. 개정 세법 고려 시 과세 특례를 적용 받기 위해서는 내년 1분기까지는 회사 분할 이사회를 개최해야 한다는 의미이다. 지주회사와 사업회사간 가격 변동에 따른 현물출자 시점에 대한 선택의 여유를 갖기 위해서는 올해 안으로 이사회를 개최하는 것이 여러모로 대주주에게 유리할 것이다.

[표 2] 지주회사 전환 후 현물출자 마무리까지는 약 9~10 개월 소요

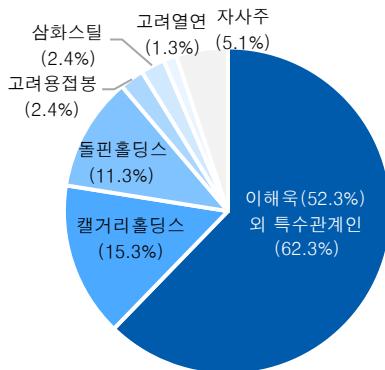
	현대중공업	SK 케미칼	HDC
회사분할 이사회 ~ 현물출자 마무리	9개월 소요	10개월 소요	10개월 소요
회사 분할 이사회	2016.11.15	2017.06.21	2017.12.05
주주총회	2017.02.27	2017.10.27	2018.03.23
인적분할	2017.04.01	2017.12.01	2018.05.01
매매거래정지	2017.03.30~2017.05.09	2017.11.29~2018.01.04	2018.04.27~2018.06.11
신주의 상장	2017.05.10	2018.01.05	2018.06.12
유상증자 이사회 결의	2017.06.12	2018.02.22	2018.07.31
공개매수 청약	2017.07.12~2017.07.31	2018.03.26~2018.04.16	2018.08.30~2018.09.18
신주 상장	2017.08.14	2018.04.30	2018.10.11

자료: 유안타증권 리서치센터

지주회사 전환의 핵심 목표는 ‘최대주주의 지배력 강화’

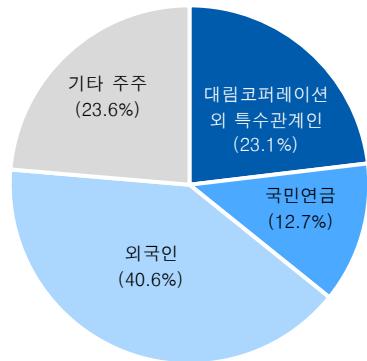
이해욱 회장 입장에서 대림산업 지배구조 개편의 핵심 목표는 지배력 강화에 맞춰져 있을 것이다. 이해욱 외 특수관계인의 대림산업 지분율은 23.1%에 불과한 상황이다. 외국인투자자와 국민연금은 이해욱 회장 지배력의 약 2배에 달하는 총 53%의 대림산업 지분을 소유하고 있다. 지난 3월 12일 이해욱 의장은 대림산업의 사내이사를 사퇴한다고 밝힌 바 있다. 표면적으로는 이사회 중심의 전문 경영인 체제를 강화한다는 목적이었으나, 취약한 지분 구조의 한계가 사내 이사 사퇴의 결정적 배경으로 판단된다. 실제로 대림산업의 지분 13%를 보유한 국민연금의 지지를 얻지 못한다면 사내이사 연임 여부를 자신할 수 없는 상황에서, 국민연금이 오너 일가의 이사 선임 안건에는 100% 반대표를 행사했던 사실을 간과할 수 없었을 것이다. 이런 상황을 토대로 대림산업의 지주회사 전환 방식에 대한 예측을 다음과 같이 해볼 수 있겠다.

[그림 2] 대림코퍼레이션 주주 구성



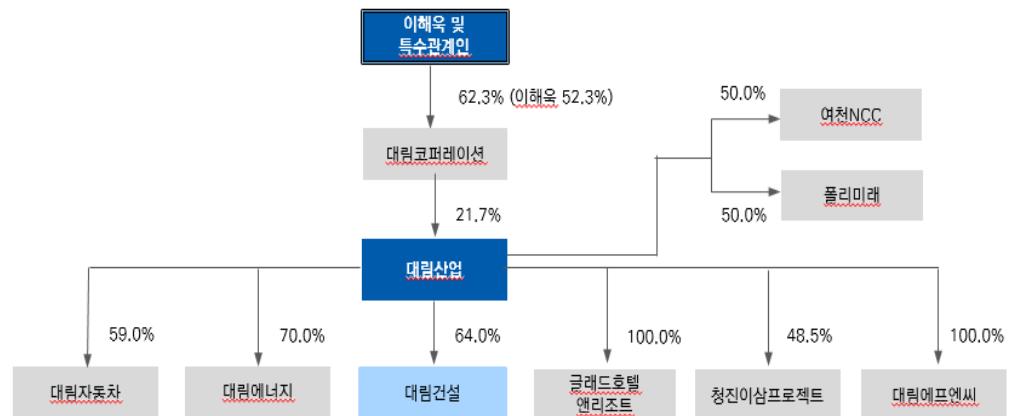
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 대림산업 주주 구성



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 대림그룹 지배구조 및 대림산업 주요 자회사/지분법회사 요약



자료: 유안타증권 리서치센터

① 대림코퍼레이션과의 합병 시나리오 가능성 점검

대림산업 지배구조 개편 왕좌의 게임(19.07.24) 자료를 통해 유안타증권은 대림산업 지배구조 개편 형태로『대림코퍼레이션과 대림산업간 합병』 방식을 예상했다.

당시 그렇게 전망했던 이유는 대림코퍼레이션의 성장 과정이 타 그룹사의 승계 과정과 유사한 것으로 판단했기 때문이었고, 합병을 통해 승계가 마무리 되는 과정이 일반적이었기 때문이다. 실제로 오너 3세인 이해욱 회장으로의 승계 과정은 『대림코퍼레이션 설립 → 대림H&L 합병 → 대림I&S 합병』으로 이어진다. 대림코퍼레이션 설립(1994년) 이후, 이해욱 회장은 지분 100%를 보유한 대림H&L과 대림코퍼레이션 합병(2008년)을 통해 대림코퍼레이션의 2대 주주(32%)에 올라섰다. 당시 대림코퍼레이션은 대림산업의 원재료 수입을 통해 성장했고, 대림H&L은 그룹 내 해운 중개업을 통해 성장했다. 2015년에는 이 회장이 지분 89%를 보유한 대림I&S와 대림코퍼레이션간 합병 작업이 진행됐으며, 이를 통해 이해욱 회장은 대림코퍼레이션에 대한 지분율을 52%로 끌어올렸다.

[표 3] 2008년 합병 전 대림H&L 실적 추이

(단위: 십억원)

년도	매출액	영업이익	순이익
2001	20.4	1.0	0.5
2002	56.5	1.9	3.9
2003	60.1	2.0	1.7
2004	93.6	5.8	3.9
2005	127.8	11.6	4.4
2006	171.9	10.3	7.5
2007	201.5	12.0	12.3

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 2015년 합병 전 대림 I&S 실적 추이

(단위: 십억원)

년도	매출액	영업이익	순이익
1999	48.6	2.2	-1.2
2000	105.0	5.9	4.7
2001	73.4	1.3	0.6
2002	80.9	2.5	1.2
2003	91.9	3.4	2.0
2004	97.9	4.7	3.1
2005	109.5	5.1	3.2
2006	138.2	10.0	9.4
2007	158.4	12.2	10.7
2008	174.1	17.5	13.1
2009	211.8	22.3	13.3
2010	178.7	17.5	7.0
2011	196.3	21.0	14.1
2012	289.6	27.8	23.8
2013	278.7	17.8	13.8
2014	267.6	21.0	16.6

자료: 유안타증권 리서치센터

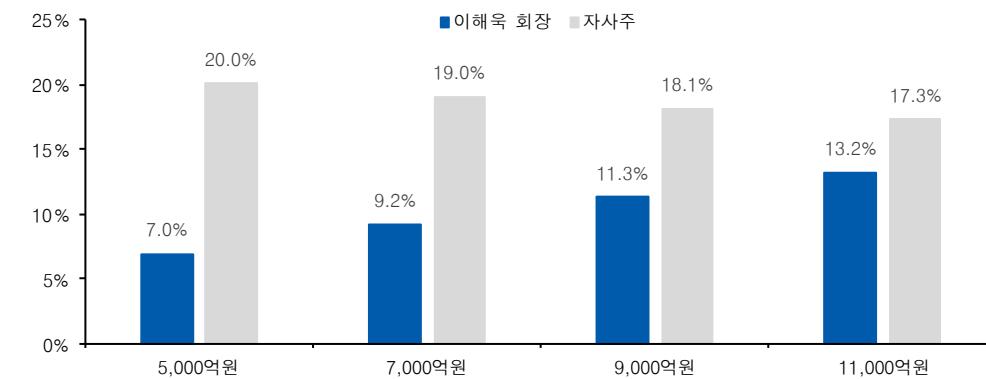
하지만 이러한 가정에는 두가지 결함 요소가 있다.

합병 비율 설정 : 오너가 지분 52%를 소유한 대림코퍼레이션과 대림산업간 합병은 전형적 비상장법인과 상장법인간 합병이다. 이 과정에서는 비상장법인에 대한 가치 평가, 합병 시 시가 적용을 받는 대림산업의 저평가에 대한 대림산업 주주들의 반발 가능성성이 높다. 합병은 주주총회 특별결의 사안(참석주주 2/3 이상의 동의)이라는 점을 감안할 필요가 있다. 삼성물산-제일모직 합병(2015년), 현대모비스-현대글로비스 분할 합병(2018년) 당시의 논란을 고려하면, 현실적으로 대림코퍼레이션과 대림산업간 합병은 불가능한 미션에 가까워 보인다.

지배력 : 20년 이후 대림코퍼레이션의 실적 부진이 눈에 띈다. (별도 기준) 당기순이익은 843억원(17년) → 724억원(18년) → 241억원(19년)으로 급감했다. 20년 반기 기준 순이익은 288억원(-14.2% YoY)로 부진했다. 이해우 회장 입장에서는 대림코퍼레이션 가치 평가를 높여야 지배력이 높아질 수 있기 때문에, 양사의 합병 타이밍이 적절하지 않다는 문제가 있다. 최대한 양보해서 2018년 당시의 실적으로 회복한다고 가정해 보았다. 대림코퍼레이션의 2018년 당기순이익 규모는 724억원으로, 편의상 P/E 멀티플을 10배 적용 시 약 7,000억원의 가치 평가가 가능하다. 사업부별로 접근 시, 당기순이익 규모는 석유화학 트레이딩 840억원, 해운물류 41억원, IT 서비스 271억원, 기타 24억원 규모이다. 여기에 각각 P/E 멀티플 5배, 15배, 15배, 10배 적용 시, 약 9,000억원의 가치 평가가 가능하다. 대림코퍼레이션(9,000억원), 대림산업(3조2,608억원) 합병 시, 이해우 회장의 합병 법인에 대한 지분율은 11.2%, 자사주 18%로 지분 구성이 바뀌게 된다. 이해우 회장 입장에서는 합병 이후 오히려 지배력이 약화되는 셈이다.

그럼에도 불구하고 대림코퍼레이션과의 합병을 통해 지배구조 개편 작업이 진행된다면, 대림산업 주주 입장에서는 단기 ‘부정적’, 장기 ‘긍정적’ 영향을 받을 것으로 판단된다. 단기 ‘부정적’으로 판단하는 근거는 ①피합병대상인 대림코퍼레이션 실적 부진에 따른 기대감 회복, ②오너 소유 기업과의 합병이라는 진부한 테마에 노출되기 때문이다. 장기 ‘긍정적’으로 판단하는 근거는 ①오너와 소수주주의 이해관계가 일치, ②일감몰아주기 영향 제거, ③최대주주 지분율 약화(7~13.2%)에 따른 주주 행동주의 노출 가능성 등이다.

[그림 5] 대림코퍼레이션 Value 변화에 따른 이해득 회장의 합병 법인 지분율 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] 대림코퍼레이션 실적 추이

(단위: 백만원)

	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
매출액	3,197,379	2,986,236	2,687,457	703,390	770,893	863,187	648,766	700,766	755,762	613,119	617,810	581,027	413,809
매출총이익	224,318	193,398	176,316	51,275	52,475	49,265	40,383	41,117	48,301	33,931	52,967	49,700	39,375
영업이익	135,113	96,623	70,105	30,512	30,026	27,671	8,414	18,235	23,666	9,275	18,929	21,100	12,497
당기순이익	84,350	72,492	24,155	25,840	22,008	23,811	833	17,390	16,287	-6,189	-3,333	13,018	15,827
석유화학	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
매출액	2,302,614	2,050,656	1,608,422	480,551	547,738	628,040	394,327	473,719	506,122	327,063	301,518	332,730	176,711
매출총이익	126,798	108,194	88,797	25,293	30,251	27,120	25,530	27,650	31,548	14,140	15,459	41,557	22,071
영업이익	79,522	68,971	40,963	14,817	19,568	14,509	20,077	17,724	21,074	3,380	-1,215	27,072	9,747
당기순이익	70,225	84,092	53,691	21,007	25,788	17,082	20,215	25,995	21,167	4,482	2,047	18,345	9,021
물류	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
매출액	342,718	387,797	502,088	86,035	84,536	107,924	109,302	92,498	118,687	150,468	140,435	133,364	112,592
매출총이익	36,138	22,619	30,748	6,598	4,510	8,590	2,921	2,396	4,138	6,878	17,336	-2,472	6,699
영업이익	13,259	-899	2703	985	-878	2,259	-3,265	-3471	-2,547	280	8,441	-9,548	-453
당기순이익	12,571	4,157	-103	3,650	-861	4,671	-3,303	2,715	5,971	373	-9,162	-222	-7,343
ITC	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
매출액	413,855	347,488	278,667	87,554	91,651	77,957	90,326	68,765	66,741	64,362	78,799	64,816	63,872
매출총이익	51,656	52,470	42,364	13,845	14,918	11,651	12,056	9,542	9,611	9,580	13,631	8,679	8,812
영업이익	38,855	27,363	21,839	11,142	11,705	8,430	-3,914	4,688	4,474	4,326	8,351	3,769	3,392
당기순이익	38,085	27,108	21,741	10,915	11,711	8,424	-3,942	4,590	4,480	4,329	8,342	3,794	24,543
기타	2017	2018	2019	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
매출액	138,192	200,295	298,280	49,250	46,968	49,266	54,811	65,784	64,212	71,226	97,058	50,117	60,635
매출총이익	9,726	10,115	14,407	5,539	2,796	1,904	-124	1,529	3,004	3,333	6,541	1,936	1,794
영업이익	3,477	1,188	4,600	3,568	-369	2,473	-4,484	-706	665	1,289	3,352	-193	-189
당기순이익	2,587	2,435	3,773	5,266	-1,936	2,563	-3,458	254	880	161	2,478	7541	-177

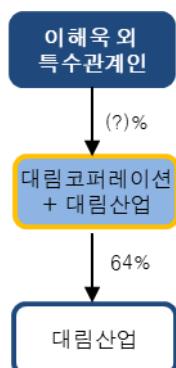
자료: 유안타증권 리서치센터

② 건설 VS 유화 부문 인적 분할 가능성 점검

대림산업 지배구조 개편에 대한 투자자들의 컨센서스는 건설 사업 & 유화 사업 분할이다[그림 7]. 하지만 이러한 시나리오 역시 결함이 있는데, ①유화 부문의 영업이익 비중은 58% 수준으로 아직은 투자가 더 필요한 상황이다. 실제로 2010년 이후 진행한 투자의 상당부분이 유화 부문에 집중되어 있었다. ②보통은 사업부간 Valuation이 크게 차이가 날 때 이런 방식의 분할 전략을 채택한다. 하지만 현 시장 상황은 건설과 유화 부문의 Valuation 격차가 크지 않다. 분할에 따른 실익이 적다는 의미이다.

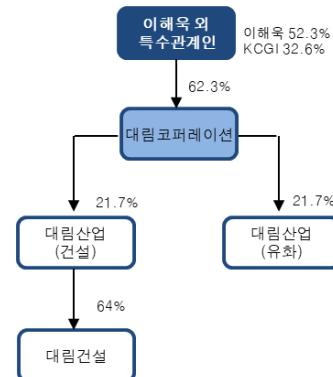
대림산업 주주입장에서는 ①대림산업 건설 부문 → 유화 부문 지원 가능성 제거에 따른 리스크 축소와 배당 확대 가능성을 기대할 수 있겠다. 하지만 유화 부문의 투자 재원 축소에 따른 사업 확대 가능성은 작아짐을 피할 수 없을 것이다.

[그림 6] 대림산업의 지배구조 개편 시나리오 #1 (대림코퍼레이션 & 대림산업 합병)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 대림산업의 지배구조 개편 시나리오 #2 (대림산업의 사업부 인적 분할)



자료: 유안타증권 리서치센터

③ 대림산업 투자 VS 사업 부문 인적 분할 가능성 점검

일반적인 지주회사 전환 공식 그대로 대림산업 투자 부문과 사업 부문으로의 인적 분할 가능성을 배제할 수 없다. 가장 클래식한 방법이긴 하지만, 기존 주주의 반발을 억제하면서 대주주의 지배력을 높일 수 있는 가장 효과적인 방법이기도 하다.

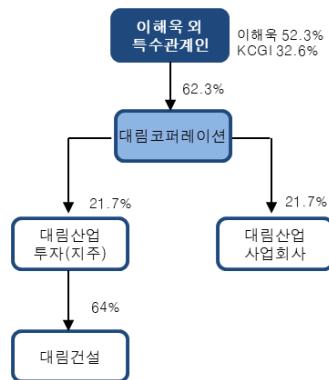
- 1) 대림산업의 투자 부문과 사업 부문간 인적 분할
- 2) 대림산업의 투자 부문에 사업 부문 현물 출자
- 3) 대림산업 사업 부문과 대림건설 합병, 대림피엔피 합병(현물출자)
- 4) 대림산업 건설 부문과 유화 부문 인적 분할

유안타증권은 대림산업의 인적분할 시나리오(③) 가능성이 높을 것으로 전망

유안타증권은 제기한 3가지 시나리오 중 대림산업의 인적분할 시나리오 가능성이 가장 높을 것으로 전망하고 있다. 이러한 방식대로 진행할 경우, 대주주 입장에서는 앞서 제기했던 두 가지 시나리오의 문제점을 해소할 수 있다. ①건설 & 유화 부문을 당장 분리하지 않기 때문에, 유화 부문 투자 재원 확보에 대한 고민을 덜 수 있고, ②현물출자 → 대림건설 합병 → 대림피엔피 출자(혹은 합병) 등의 과정을 거치면서, 대주주의 대림산업에 대한 지배력을 획기적으로 높일 수 있다는 장점이 있다. 예를 들면 지주회사 전환 과정을 거치면서 HDC에 대한 정몽규 및 특수관계인 지분율은 18.83%(지주회사 전환 전) → 38.03%(지주회사 전환 후)로 높아졌다.

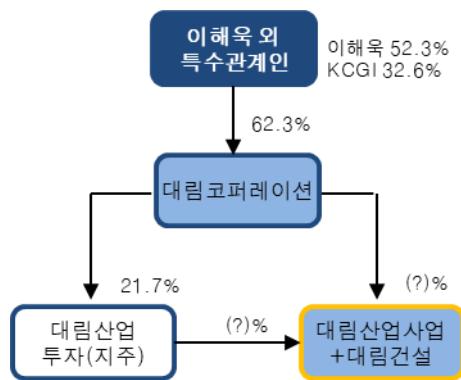
대주주 입장에서는 이와 같은 방식으로 모든 프로세스를 마칠 경우, 지배력이 비약적으로 높아지게 된다. 하지만 소수주주 입장에서는 이런 방식이 ‘투자자의 이익을 담보하지는 않는다’는 아쉬움이 있다. 실제로 최근까지 지주회사 전환을 선택한 많은 기업들의 주가 변화는 사례 별로 다르게 나타났기 때문이다.

[그림 8] 지배구조 개편 시나리오 #3-1(대림산업의 투자 & 사업 인적분할)



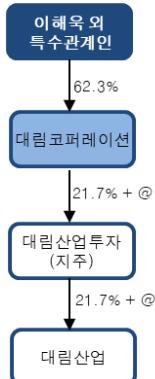
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 지배구조 개편 시나리오 #3-2 (대림산업 사업회사 & 대림건설 합병)



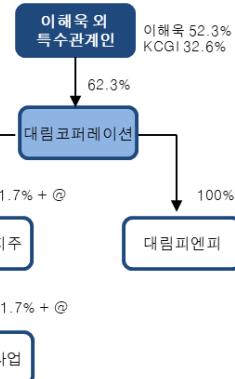
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 지배구조 개편 시나리오 #3-3 (사업회사 현물출자)



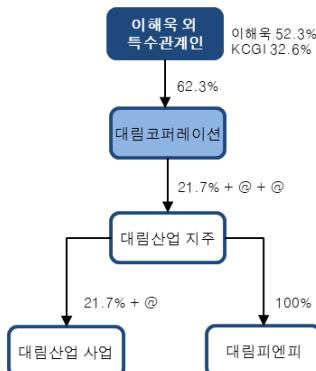
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 지배구조 개편 시나리오 #3-4 (대림피엔피 활용)



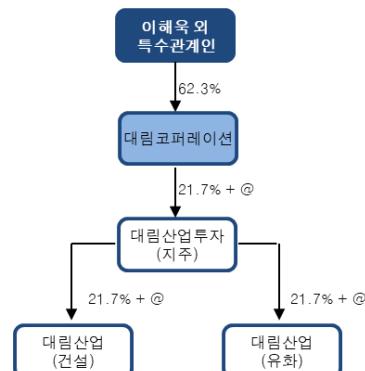
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 지배구조 개편 시나리오 #3-5 (대림피엔피 현물 출자 혹은 합병)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 지배구조 개편 시나리오 #3-6 (대림산업 건설 & 유화 인적분할)



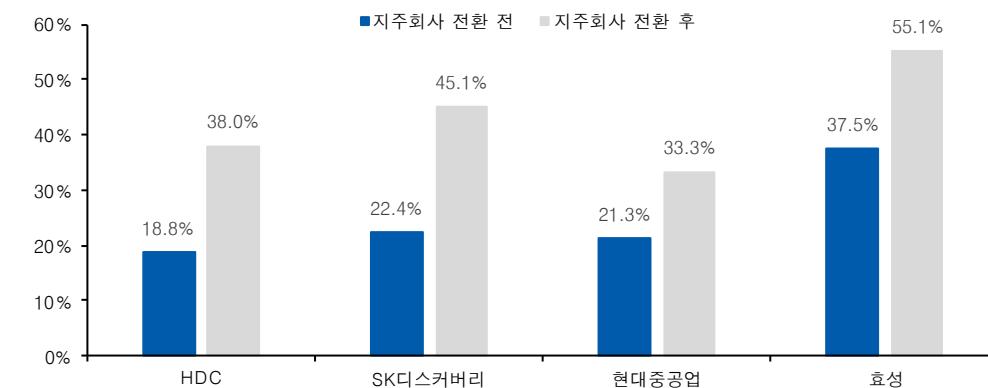
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] 대림산업 지배구조 개편에 따른 유불리 - 대주주 입장에서는 시나리오 #3이 유리할 것으로 판단됨

시나리오	기대효과	문제점
대림코퍼레이션 & 대림산업 합병	지배구조 단순화	대림코퍼레이션 기업 가치 적정성 논란 대주주의 부족한 지분 확보
대림산업 인적 분할(건설 & 유화)	건설&유화 분할에 따른 각 사업의 Valuation 정상화 건설 부문의 배당 확대 기대 현물 출자 시, 대주주의 지분 확대	유화 부문의 투자 재원 부족
대림산업 인적 분할(투자 & 사업) - 대림산업(사업) & 대림건설 합병	대주주의 지배력 강화 대림건설&대림산업(사업) 합병에 따른 현금 재원 확보 충분한 유화 부문 투자 재원 배당 확대 기대	건설 부문의 유화 부문 지원 지속

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 14] 지주회사 전환 이후 최대주주의 지배력 강화 사례

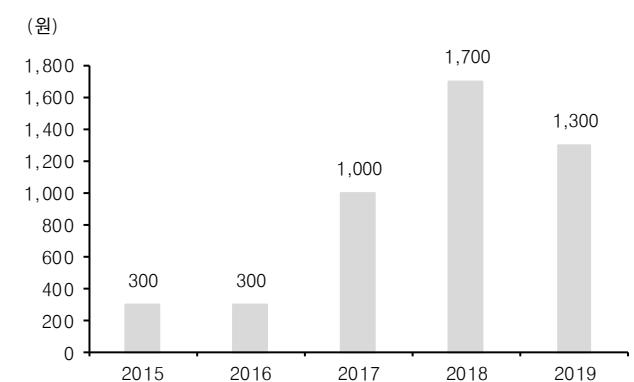


자료: 유안타증권 리서치센터

지주회사 전환 이후 주가 상승을 위한 조건은 명확. 회사는 투자자의 목소리를 들어야 할 것

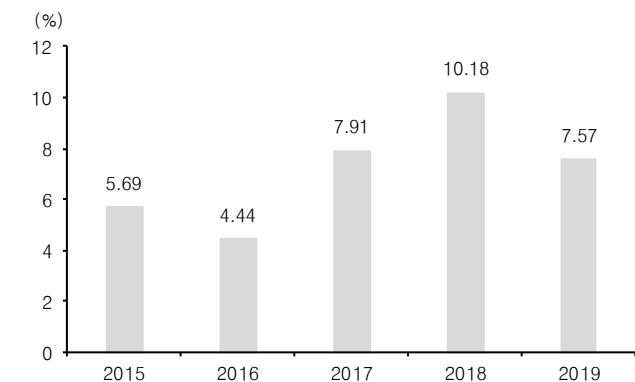
지주회사 전환은 단기적인 이벤트가 될 수 있어도, 무조건 해당 그룹의 주가 상승으로만 연결되지 않는다. 지주회사 전환 이후의 일반적인 기업 가치 개선의 핵심 키워드는 ①주주환원 정책 강화, ②하든 밸류 부각, ③친환경, 저탄소 기반의 사업 기회 모색 등 다양한 카테고리로 연결되어 있다. 대림산업의 지난 5년간 평균 배당성향(연결 기준)은 7.2% 수준에 불과하다. 특히 대규모 투자를 단행한 2019년 배당을 줄인 의사 결정에는 매우 큰 아쉬움이 남는다. 만약 지배구조 개편이 실제로 이뤄진다면, 이번 기회를 계기로 ①장기적인 관점에서의 배당 정책, ②유화, 건설 부문에만 맞춰져 있지 않은 친환경, 저탄소 등 ESG 기반의 사업 기회 창출 등을 담은 청사진을 제시해야 할 것이다. 인적분할의 경우 주식매수청구권이 인정되지 않기에, 과도한 주식매수청구권에 따른 딜 브레이크 상황은 없겠지만, 대림산업의 최근 6개월간 주가 상승률이 36%에 달할 정도로 높았다는 점에서 분할 발표 이후 새롭게 제시할 청사진이 투자자의 눈높이에 맞지 않을 경우, 오히려 주가 하락 가능성에 노출될 수 있다. 분할 이후의 주가 상승은 오로지 회사의 뜻인 것이다.

[그림 15] 대림산업의 DPS 추이



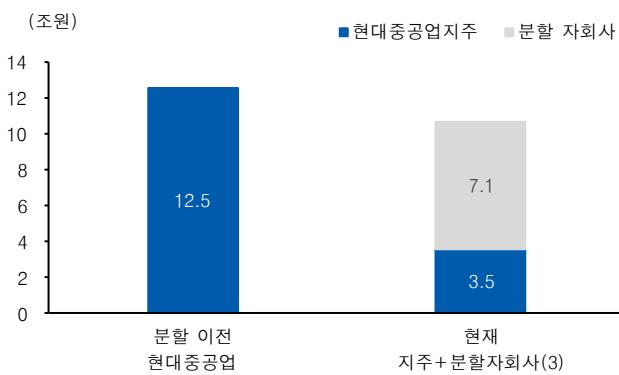
자료: 전자공시. 유안타증권 리서치센터

[그림 16] 대림산업의 배당성향 추이



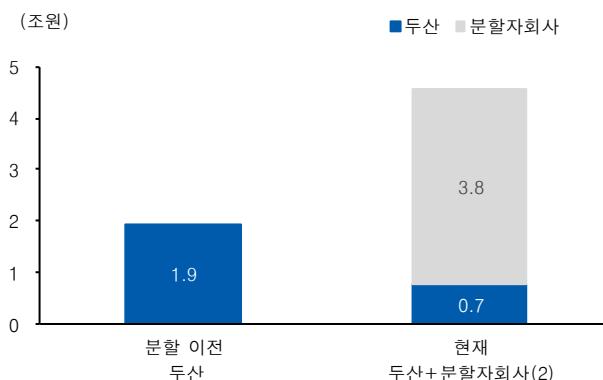
자료: 전자공시. 유안타증권 리서치센터

[그림 17] 분할 전 후의 현대중공업 지주 시가총액 비교



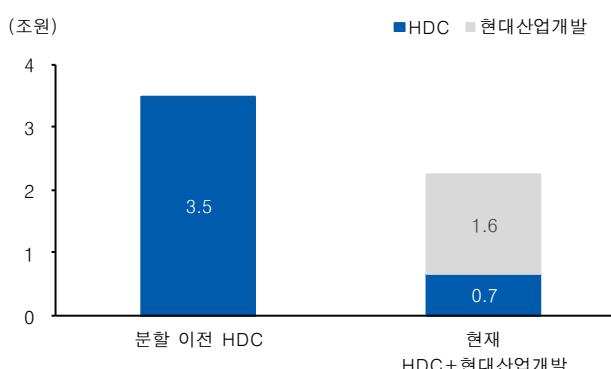
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 19] 분할 전 후의 두산 시가총액 비교



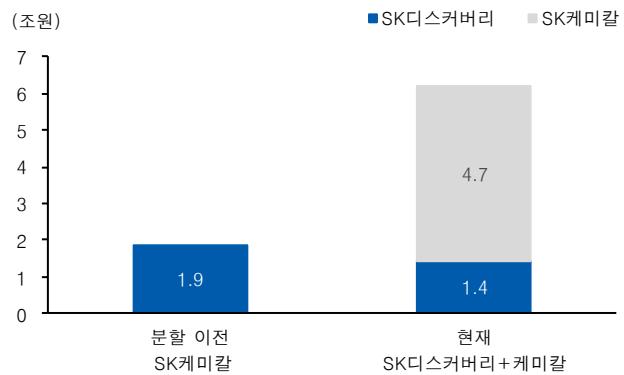
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 분할 전 후의 HDC 시가총액 비교



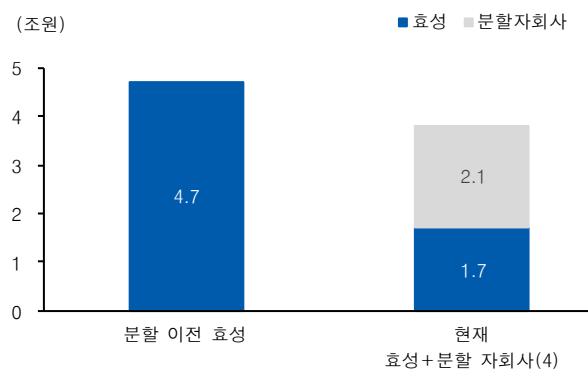
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 18] 분할 전 후의 SK 디스커버리 지주 시가총액 비교



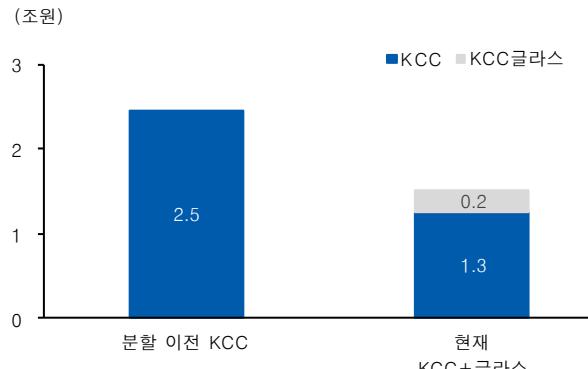
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 20] 분할 전 후의 효성 시가총액 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 22] 분할 전 후의 KCC 시가총액 비교



자료: 유안타증권 리서치센터

대림그룹의 변화 가능성을 기대하는 배경 요인

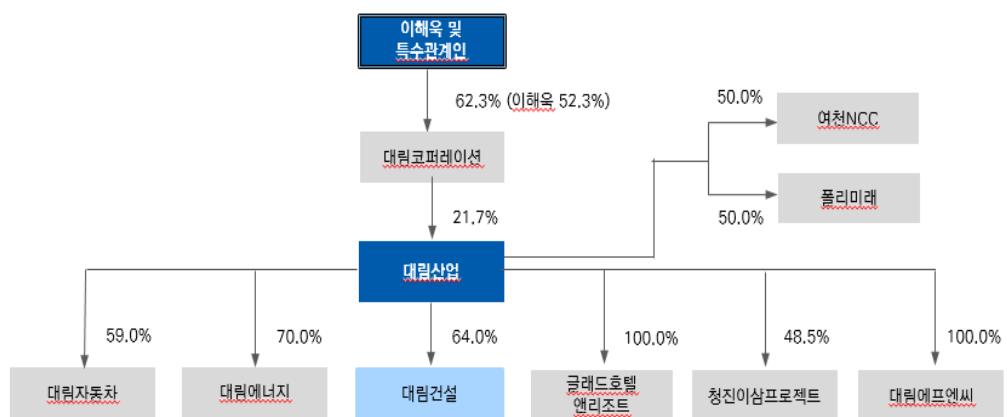
최근, 대림산업의 주가는 대림그룹의 지배구조 개편 가능성과 대림산업의 건설/유화 분할 기대감이 반영되며 상승한 것으로 판단한다. 이러한 배경에는 1) 올해 7월 1일자를 기준으로 건설 자회사인 삼호와 고려개발 합병을 통한 대림건설의 탄생 2) 대림씨엔에스(콘크리트 파일 등 제조)와 대림오토바이 사업부 매각 추진 3) 대림산업 사옥 이전 계획 등이 영향을 미친 것으로 판단한다. 제도적 측면에서는 2019년 개정 세법에서 다뤄진 과세 이연 특혜 폐지(현물출자 등에 따른 양도차익에 대한 법인세 납부 적용, 2022.01.01~2024.12.31), 21대 국회의 공정경제 3법 추진 등이 지주사 전환의 기대감을 높인 것으로 판단한다.

[표 7] 국내외 주요 건설업체 기간별 주가변동 [20.09.09 일 종가 기준]

	1W	1M	3M	6M	YTD
현대건설	-1.5%	-5.6%	-9.8%	-2.1%	-23.9%
대림산업	1.2%	10.0%	2.9%	36.2%	4.9%
대우건설	-2.8%	-17.0%	-26.4%	-24.4%	-38.5%
GS 건설	-0.8%	-5.4%	-12.0%	1.6%	-18.7%
삼성엔지니어링	-2.2%	-5.9%	-15.2%	-12.2%	-41.7%
HDC 현대산업개발	-2.6%	0.8%	6.7%	51.4%	1.3%
JGC	-1.9%	-5.2%	-12.9%	0.1%	-37.2%
Chiyoda	-1.1%	-2.6%	-12.7%	-0.4%	-5.7%
Saipem	-3.3%	-11.8%	-34.0%	-24.2%	-61.3%
Fluor	-9.3%	-26.8%	-41.6%	10.5%	-55.9%
Technicas Reunidas	-2.1%	-5.2%	-39.3%	-35.6%	-56.8%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 23] 대림그룹 지배구조 및 대림산업 주요 자회사/지분법회사 요약



자료: 유안타증권 리서치센터

건설과 유화 사업의 복합기업, 디스카운트 요인으로 작용

대림그룹의 지배구조 개편 시나리오를 고려한다면 시장의 관심은 우선적으로 대림산업의 건설과 유화 부문의 사업분할을 통한 복합기업의 디스카운트 해소 가능성에 주목할 것으로 전망한다. 해외 플랜트 건설과 화학 사업의 다소 상충되는 특성은 타 건설업체 대비 1) 실적 안정성 측면에서의 낮은 주가 변동성과 2) Valuation 측면에서의 디스카운트 요인으로 작용해왔다.

일례로 2016년 대림산업(별도 기준)의 건설 부문 영업이익은 사우디 Isocyanates, 쿠웨이트 (KNPC SHFP, LPG Train 4) 현장의 추가원가 반영 등으로 전년동기대비 50% 감소[2,631억원 (15) → 1,326억원('16)] 한 반면, PE(폴리에틸렌), PB(폴리부텐) 아이템을 중심으로 한 화학 부문은 유가 하락에 따른 Spread 개선효과 등으로 전년동기대비 19% 증가[1,616억원('15) → 1,921억원('16)]했다. 최근 실적은 건설 부문의 뚜렷한 이익 증가(주택 준공 정산이익, 플랜트 환입효과 등 반영)와 화학 부문의 이익 감소(PE Spread 축소, PB 경쟁 심화)의 특징을 보이고 있다. 유안타증권 추정치 기준, 2020년 대림산업의 별도 기준 영업이익 약 8,400억원 중 건설 부문 영업이익 기여도는 약 92% 수준으로 화학 부문의 실적 기여도는 과거 대비 낮아질 것으로 전망한다.

[그림 24] 주요 건설업체 주가 추이

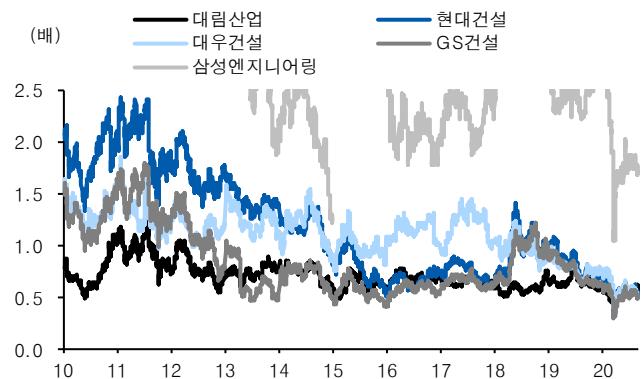


[그림 25] 주요 대형건설사 PER Chart



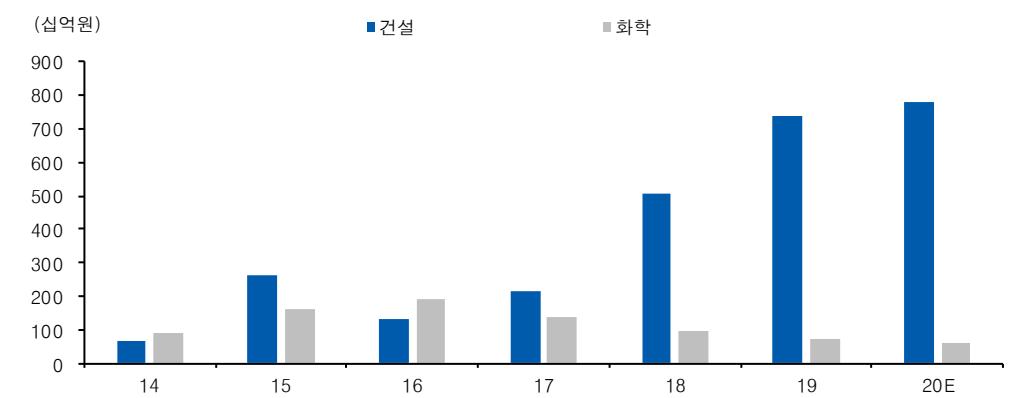
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 26] 주요 대형건설사 PBR Chart



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[그림 27] 연간 대림산업 별도 기준 사업부문별 영업이익



자료: 유안타증권 리서치센터

건설/유화 분할 현실화는 디스카운트 요인 해소의 긍정적 이벤트

대림산업의 별도 기준 건설과 유화 부문 영업가치는 각각 2조 2,700억원, 약 3,200억원 수준으로 추정한다. 각 사업부문 가치는 2021년 예상 EBITDA에 건설 부문은 3.0x(해외 수주 부진을 고려한 건설 Peer 평균 10% 할인), 유화 부문은 3.7x(NCC 업체 평균)을 적용하여 산출하였다. 건설 부문의 2021년 시점 적용은 1) 2020년 일회성 이익 (4Q20E 성수동 오피스 매각, 매출액 기준 약 6,000억원) 효과 제거 2) 2021년 영업이익 역성장 가능성을 고려한 보수적 기준을 적용하였기 때문이다. 이를 적용한 대림산업의 별도(건설+유화) 기준 영업가치는 현 대림산업 시가 총액(9/9일, 약 3.3조원)의 78.5% 수준이다. 대림건설(시가총액 5,910억원, 지분율 64%)을 비롯한 자회사와 여천NCC 등 지분법회사 가치 등을 감안한다면 최근 주가 상승에도 불구하고, 여전히 복합기업의 디스카운트 요인이 반영되고 있는 것으로 판단한다. 역으로, 건설/유화 사업의 분할 현실화는 이러한 디스카운트 해소의 긍정적 이벤트로 판단한다.

[표 8] 건설/화학 업종 Peer Valuation Table

기업		대림산업	현대건설	대우건설	GS 건설	삼성 ENG	롯데케미칼	대한유화	LG 화학
P/E(배)	2017A	6.5	20.1	9.4	—	—	5.6	7.6	16.0
	2018A	6.1	15.9	7.4	5.6	50.3	6.2	3.7	18.1
	2019A	5.3	11.6	9.3	5.6	12.9	9.4	6.8	77.7
	2020E	4.5	8.7	4.4	4.5	7.8	25.5	9.4	47.3
	2021E	4.8	7.5	3.3	4.2	6.6	10.0	6.0	31.2
P/B(배)	2017A	0.6	0.6	1.1	0.6	2.4	1.1	1.1	1.7
	2018A	0.7	1.0	1.0	1.0	3.3	0.7	0.6	1.4
	2019A	0.5	0.7	0.8	0.6	2.8	0.6	0.4	1.3
	2020E	0.5	0.5	0.4	0.5	1.4	0.5	0.5	2.9
	2021E	0.5	0.5	0.4	0.4	1.2	0.5	0.5	2.7
ROE(%)	2017A	9.2	3.2	12.1	-5.3	-4.4	21.5	15.5	11.6
	2018A	11.2	6.0	13.2	17.3	6.6	13.0	16.2	8.0
	2019A	10.6	6.3	8.8	11.8	24.6	5.5	6.1	1.7
	2020E	12.2	6.2	10.6	11.1	19.4	1.9	6.0	6.2
	2021E	10.6	6.8	12.6	10.9	19.1	5.0	8.8	8.6
EV/EBITDA(배)	2017A	7.0	4.0	7.3	7.8	25.2	3.5	4.8	6.6
	2018A	4.5	6.2	4.8	3.3	13.4	3.9	2.1	7.2
	2019A	3.0	4.9	7.4	4.2	7.2	4.5	2.6	10.5
	2020E	2.8	3.9	4.7	3.8	3.6	7.0	3.6	14.2
	2021E	2.6	3.2	3.7	3.3	2.6	4.7	2.7	11.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

위 가정을 바탕으로 SOTP(Sum-of-The-Parts)를 통해 산출한 대림산업의 목표주가는 약 140,000원 수준이다. 상장사인 대림건설을 제외한 연결자회사 영업가치는 대림산업 건설부문 멀티플의 20% 할인율(건설 해외법인 이익 기여도 고려)을 적용하였고 지분법인회사(여천 NCC, 폴리미래) 가치에는 비상장사 할인율 30%를 적용하였다.

다만, 앞서 언급한 대림그룹 지배구조 개편 시나리오 중 실질적인 건설/유화 사업부 분할 가능성은 높지 않을 것으로 전망한다. 현 대림산업의 화학 사업 확장 의지가 지속된다면 (분할) 유화법인을 통한 M&A, 신규 투자 등 추진에 재무적 부담이 따를 것으로 예상하기 때문이다. 최근, 투자 계획을 철수한 미국 ECC 투자는 대림산업 기준 수년에 걸쳐 약 1.5~2.0조원의 투자금이 필요한 것으로 알려진 바 있다. 건설/유화 부문의 Valuation 차이가 크지 않다는 점 역시 건설/유화 분할을 통해 대주주의 현물출자를 통한 지배력 강화에 대한 매리트가 낮아지는 이유이다.

[표 9] 대림산업 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	3,838	
1) 건설부문 (별도)	2,271	
– EBITDA	757	2021년 추정치 기준
– EV/EBITDA	3.0	2021년, 대형 건설사 Peer 평균 10% 할인
2. 유화부문 (별도)	321	
– EBITDA	87	2021년 추정치 기준
– EV/EBITDA	3.7	NCC 업체(롯데케미칼, 대한유화) 평균
3) 연결자회사	1,247	
대림건설	265	9/9일, 시가총액 5,910억원, 지분율 64%, 할인율 30% 적용
대림건설 외	982	
– EBITDA	409	2021년 추정치 기준
– EV/EBITDA	2.4	대림산업 건설부문 배수 20% 할인(해외법인 등 건설 자회사 이익 고려)
2. 자산가치	953	
– 여천 NCC	673	2021년(E) EBITDA * EV/EBITDA 3.7x, 비상장 30% 할인 * 지분율 50%
– 폴리미래	280	2021년(E) 순이익 * Target PER 8x, 비상장 30% 할인 * 지분율 50%
3. 순차입금	-15	2020년 상반기 별도 기준
4. 주주가치 (=1+2+3-4)	4,806	
– 발행주식수(주)	34,800,000	
목표주가	140,000	반올림 적용
현재주가	94,900	9월 9일 종가 기준
Upside	47.5%	

자료: 유안타증권 리서치센터

지배구조 개편 과정에서 자회사 가치 부각 가능성 점검

대림그룹의 지배구조 개편 과정에서 자회사 재평가를 통한 기업가치 상승 효과는 상대적으로 크지 않을 것으로 전망한다.

2020년 상반기 기준, 대림산업은 총 20개(매각 예정인 대림씨엔에스, 대림오토바이 제외) 이상의 자회사를 보유하고 있다. 2020년 추정 연결자회사 실적 내 상장사인 대림건설 실적(삼호+고려개발 단순 합산 기준) 기여도는 매출액과 영업이익 기준 각각 68%, 63%로 높은 비중을 차지하고 있다. 1) 사업 포트폴리오 다변화를 목적으로 한 자회사 가치 2) 이익 규모와 매각 등을 고려한 재평가 상승여력은 대림산업 기업가치 대비 상대적으로 크지 않을 것으로 전망한다.

[표 10] 대림산업 주요 연결자회사 요약 [매각 예정인 대림씨엔에스, 대림오토바이 제외]

기업	사업영역	지분율(%)	상장	세부내용
대림건설	도로 건설업	64.0	O	2020년 7월, 삼호 + 고려개발 합병
대림자동차공업(주)	자동차 부품 제조업	59.0	X	2018년 1월, 이륜차 사업부문 인적분할(신설 : 대림오토바이)
글래드호텔앤리조트	호텔업	100.0	X	2019년, 2월 사명 변경 (오라관광 → 글래드호텔앤리조트)
해외법인	산업플랜트/토목 건설업	100.0	X	사우디(Daelim Saudi Arabia), 터키(DAELIM INSAAT GELISTIRME)
대림에너지(주)	발전소 등 개발	70.0	X	포승그린파워(100%), 포천파워(33.3%), 호주 밀머란 SPC(61.2%)보유
청진이삼프로젝트(주)	부동산임대업	48.5	X	지분을 과반수 미만, 주주간 협약을 통해 이사회 과반수 임명/해임 권한 등 지배력 유효

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[표 11] 대림산업 주요 자회사 연간 실적 추이 및 전망 [대림건설 실적은 삼호 + 고려개발 단순합산]

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
연결 자회사 매출	1,405	1,449	1,378	1,200	1,108	1,733	2,352	3,136
대림건설 (삼호+고려개발)	-	-	-	-	439	966	1,380	2,126
해외법인	815	756	755	437	138	189	290	399
cariflex	-	-	-	-	-	-	-	188
대림에너지	-	9	0	6	35	87	102	107
청진이삼프로젝트	-	-	-	42	42	43	44	44
대림자동차	389	384	383	384	347	314	297	232
글래드호텔	59	64	65	84	91	93	100	80
기타/조정	143	236	175	247	17	41	139	-39
연결 자회사 영업이익	-236	-425	-153	95	190	242	314	371
대림건설 (삼호+고려개발)	-	-	-	-	36	91	152	232
해외법인	-341	-504	-218	-37	32	75	88	79
cariflex	-	-	-	-	-	-	-	32
대림에너지	-	3	-9	-4	16	47	42	32
청진이삼프로젝트	-	-	-	31	31	31	31	28
대림자동차	24	16	11	12	1	7	9	0
글래드호텔	14	15	2	12	9	7	10	-7
기타/조정	68	45	61	80	66	-14	-17	-23

자료: 유안타증권 리서치센터

화학 부문의 성장 방향성 지속

대림산업의 화학사업 확대를 통한 성장 방향성은 유지되고 있는 것으로 파악되고 있다. 최근 PTTGC와 신규투자 계획을 검토했던 미국 오하이오주 ECC 투자 건은 철수 결정을 내렸으나, 이후 cariflex 브라질 공장의 Capa 증설 계획이 언론을 통해 보도된 바 있다. 기존에 추진 중이었던 사우디 PB(폴리부텐) 투자 계획 역시 유효한 것으로 파악되고 있다.

대림산업은 기존 미국 Kraton사가 보유한 cariflex(IRL 생산시설 및 원천기술 등) 사업부를 6,182억원에 인수하며 2020년 3월부터 연결 실적으로 반영하고 있다. 최근, 코로나 19로 인한 수술용 고무장갑 수요 증가는 cariflex의 합성고무 사업에는 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 파악되고 있다. cariflex의 연평균 실적은 매출액 1,700억원, 영업이익 500억원 수준이다.

[표 12] 대림산업 화학부문 투자 요약

(단위 : 백만원)

시기	사업부문	구분	투자 기간	투자대상자산	투자효과	총투자액	기투자액	당기 투자액	향후 투자액
2015	PB2	PB2 75천톤 증설 사업	2년	기계장치 등	생산성 향상	31,100	27,169	20,385	3,931
		PB2 공장 2차 증설 사업	2년	기계장치 등	생산성 향상	42,800	5,149	5,149	37,651
	여수공장	여수산단 녹지해제 사업	5년	공업용지	공장 신설 부지 확보	29,300	550	292	28,750
		EPO Pilot Plant 건설	2년	기계장치 등	신제품 개발	11,000	362	362	10,638
2016	PB2	PB2 공장 2차 증설 사업	2년	기계장치 등	생산성 향상	42,800	41,163	36,014	1,637
	여수공장	여수산단 녹지해제 사업	5년	공업용지	공장 신설 부지 확보	29,300	2,405	1,855	26,895
		EPO Pilot Plant 건설	2년	기계장치 등	신제품 개발	23,000	10,063	9,701	12,937
2017	여수공장	여수산단 녹지해제 사업	5년	공업용지	공장 신설 부지 확보	29,300	8,399	5,994	20,901
2018	여수공장	여수산단 녹지해제 사업	5년	공업용지	공장 신설 부지 확보	29,300	12,947	4,548	16,353
		PE2 증설	3년	기계장치 등	생산성 향상	211,100	4,188	4,188	206,912
		EPO Pilot 증설	2년	기계장치 등	생산성 향상	14,600	1,697	1,697	12,903
		PE1 노후화 전기설비 교체	1년	기계장치 등	공정안정성 향상	4,660	4,660	4,660	-
2019	여수공장	여수산단 녹지전환 사업 PE2 증설	6년 3년	공업용지 기계장치 등	공장 신설 부지 확보 생산성 향상	44,869 208,698	14,669 54,947	1,722 50,759	30,200 53,751
2020	여수공장	여수산단 녹지전환 사업 PE2 증설	6년 3년	공업용지 기계장치 등	공장 신설 부지 확보 생산성 향상	36,569 208,698	15,223 123,621	554 68,673	21,346 85,078

자료: 유안타증권 리서치센터

2020년 영업이익은 창사 이래 최대 실적, 2021년 역성장 우려 상존

2020년, 대림산업 실적은 매출액 10.7조원(+10.7%, YoY), 영업이익 1.21조원(+7.4%, YoY)으로 연간 영업이익은 창사 이래 최대 실적을 기록할 것으로 전망한다. 2020년 상반기 실적은 국내 주택과 국내외 플랜트 현장의 정산이익 반영 등으로 시장 예상치를 20% 상회하는 호실적을 기록했다. 2020년 기준으로는 1) 고려개발 (현 대림건설, 2020년 1월~), cariflex(2020년 3월~) 연결편입 효과와 2) 2020년 4분기, 아크로 서울 포레스트 오피스 매각(매출액 약 6,000억원)을 통한 일회성 이익 반영 등이 올해 실적 개선의 주요 요인이 될 전망이다.

다만, 2021년 영업이익은 자회사 연결 편입효과와 일회성 이익 소멸로 전년동기대비 9% 감소할 것으로 추정한다.

[표 13] 대림산업 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결)	2,322	2,468	2,164	2,747	9,700	2,509	2,502	2,458	3,269	10,738	10,673
건설	1,521	1,609	1,303	1,800	6,233	1,463	1,568	1,438	2,211	6,680	6,504
- 토목	264	265	274	281	1,085	216	213	225	232	886	1,016
- 플랜트	176	151	189	357	874	299	396	335	363	1,392	1,415
- 주택/건축	1,072	1,186	831	1,147	4,235	942	954	872	1,609	4,376	4,045
- 조정	9	7	9	15	39	7	6	6	7	26	28
유화	282	289	286	258	1,115	253	176	239	255	922	1,013
연결자회사	520	569	575	689	2,352	794	758	781	803	3,136	3,156
% 원가율 (연결)	82.9%	83.1%	83.2%	82.6%	82.9%	81.4%	82.4%	84.4%	83.3%	82.9%	83.9%
건설	82.5%	82.2%	84.1%	81.1%	82.3%	80.7%	82.0%	84.4%	82.6%	82.4%	83.8%
- 토목	90.7%	88.8%	92.2%	87.8%	89.9%	90.2%	95.1%	94.8%	92.2%	93.1%	90.5%
- 플랜트	84.3%	92.4%	80.0%	71.9%	79.7%	80.5%	80.2%	83.5%	83.8%	82.0%	83.6%
- 주택/건축	80.1%	79.2%	82.4%	82.1%	80.8%	78.3%	79.5%	81.8%	80.8%	80.2%	81.9%
유화	86.7%	85.8%	85.7%	88.9%	86.7%	88.6%	81.1%	85.1%	85.3%	85.3%	85.9%
연결자회사	81.8%	84.3%	79.9%	84.1%	82.6%	80.6%	83.4%	84.1%	84.4%	83.1%	83.5%
영업이익(연결)	241	298	223	369	1,130	290	306	240	378	1,214	1,101
건설	147	195	104	295	741	165	209	123	284	780	665
유화	21	25	23	6	75	5	19	21	17	62	76
연결자회사	72	78	96	67	314	120	78	97	77	371	360
% 영업이익률(연결)	10.4%	12.1%	10.3%	13.4%	11.7%	11.6%	12.2%	9.8%	11.6%	11.3%	10.3%
건설	9.7%	12.1%	8.0%	16.4%	11.9%	11.3%	13.3%	8.5%	12.8%	11.7%	10.2%
유화	7.6%	8.6%	7.9%	2.4%	6.7%	2.0%	10.8%	8.8%	6.8%	6.8%	7.5%
연결자회사	13.9%	13.8%	16.7%	9.8%	13.4%	15.1%	10.3%	12.4%	9.6%	11.8%	11.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

투자의견 Buy 및 목표주가 111,000원 유지

대림산업에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 111,000원을 유지한다. 목표주가는 기존 2020년 추정 BPS 172,168원에 Target PBR 0.64x(PBR Band 평균) 적용 방법을 그대로 유지했다.

대림그룹의 지배구조 개편 가능성과 함께 금번 Report의 판단과 다른 단기적인 대림산업의 건설/유화 분할 현실화는 목표주가 상향의 근거로 판단하며 추후 확정 시 이를 반영해 목표주가를 상향할 예정이다.

[표 14] 대림산업 목표주가 산정

(단위: 원, 배)

항목	금액	비고
BPS	173,631	2020년 예상치 기준
PBR	0.64	PBR Band 평균 적용 ,
목표주가	111,000	반올림 적용
현재주가	94,900	9월 9일 종가 기준
업사이드	17%	

자료: 유안타증권 리서치센터

대림산업 (000210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	109,845	97,001	107,379	106,733	108,617	
매출원가	95,643	80,425	88,989	89,546	91,303	
매출총이익	14,202	16,576	18,390	17,187	17,314	
판관비	5,748	5,275	6,247	6,180	6,245	
영업이익	8,454	11,301	12,143	11,008	11,069	
EBITDA	9,760	12,820	13,971	12,528	12,599	
영업외손익	491	-1,723	296	967	1,319	
외환관련손익	152	319	611	-146	-296	
이자손익	-624	-460	-501	-380	-350	
관계기업관련손익	2,602	2,142	1,024	2,037	2,229	
기타	-1,639	-3,724	-838	-544	-264	
법인세비용차감전순손익	8,944	9,578	12,439	11,974	12,389	
법인세비용	2,164	2,475	3,160	3,233	3,345	
계속사업순손익	6,781	7,103	9,279	8,741	9,044	
종단사업순손익	0	0	-819	0	0	
당기순이익	6,781	7,103	8,459	8,741	9,044	
지배지분순이익	6,464	6,650	7,645	7,762	8,022	
포괄순이익	6,115	7,101	8,484	8,766	9,068	
지배지분포괄이익	5,847	6,637	7,872	8,266	8,551	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	11,045	9,522	10,919	9,616	10,096	
당기순이익	6,781	7,103	8,459	8,741	9,044	
감가상각비	1,203	1,408	1,467	1,430	1,440	
외환손익	21	-91	-425	146	296	
증속, 관계기업관련손익	-3,015	-2,499	-1,183	-2,037	-2,229	
자산부채의 증감	-3,328	-4,367	-4,230	-4,274	-5,194	
기타현금흐름	9,383	7,969	6,831	5,610	6,740	
투자활동 현금흐름	-3,808	-1,373	-8,692	-4,169	-4,109	
투자자산	-920	-2,150	-713	-580	-600	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,485	-1,685	-4,728	-4,108	-4,218	
유형자산 감소	53	104	9	9	9	
기타현금흐름	-1,455	2,358	-3,260	510	700	
재무활동 현금흐름	-5,256	-3,868	1,731	-2,972	-3,722	
단기차입금	-227	-1,269	-291	-200	-170	
사채 및 장기차입금	-4,716	-1,810	3,133	-1,660	-2,440	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-480	-747	-650	-650	-650	
기타현금흐름	167	-42	-462	-462	-462	
연결범위변동 등 기타	46	-35	-1,856	-3,699	-1,096	
현금의 증감	2,027	4,247	2,102	-1,223	1,170	
기초 현금	19,318	21,345	25,592	27,693	26,470	
기말 현금	21,345	25,592	27,693	26,470	27,640	
NOPLAT	8,454	11,301	12,143	11,008	11,069	
FCF	2,901	3,847	1,927	1,174	200	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

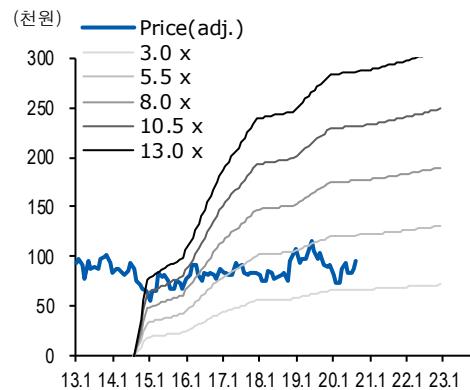
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		63,666	67,397	68,050	68,647	70,927
현금및현금성자산		21,345	25,592	27,693	26,470	27,640
매출채권 및 기타채권		14,399	12,531	12,640	13,900	14,210
재고자산		9,989	11,201	8,680	9,020	9,380
비유동자산		64,671	67,055	76,863	82,772	86,740
유형자산		20,702	20,173	22,085	24,754	27,522
관계기업등 지분관련자산		11,474	13,376	14,023	14,603	15,203
기타투자자산		10,102	10,798	11,115	11,375	11,745
자산총계		128,337	134,452	144,913	151,419	157,667
유동부채		45,300	42,714	42,490	42,470	41,990
매입채무 및 기타채무		17,754	18,153	18,021	18,131	18,311
단기차입금		1,869	1,515	1,720	1,520	1,350
유동성장기부채		6,269	4,861	5,249	4,709	3,409
비유동부채		22,534	24,371	27,087	26,517	25,877
장기차입금		10,338	10,527	13,427	12,857	12,017
사채		8,118	8,963	8,270	7,720	7,420
부채총계		67,835	67,085	69,577	68,987	67,867
지배지분		53,900	59,373	66,457	73,552	80,920
자본금		2,185	2,185	2,185	2,185	2,185
자본잉여금		5,389	5,384	5,384	5,384	5,384
이익잉여금		47,930	53,299	60,438	67,696	75,214
비지배지분		6,602	7,994	8,879	8,879	8,879
자본총계		60,502	67,367	75,336	82,431	89,799
순차입금		-2,268	-2,279	-1,123	-1,811	-5,690
총차입금		26,632	26,591	29,486	27,656	25,066

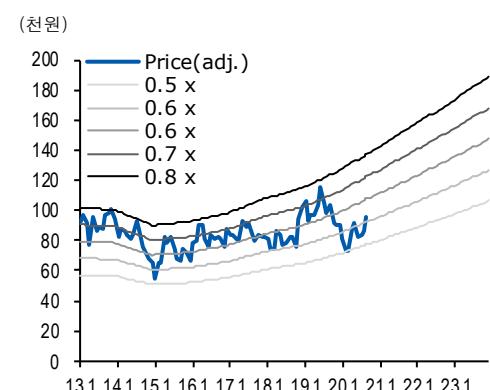
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		18,383	18,962	21,822	22,158	22,860
BPS		139,638	153,815	172,168	190,549	209,637
EBITDAPS		25,284	33,212	36,194	32,455	32,641
SPS		284,572	251,297	278,184	276,511	281,392
DPS		1,700	1,300	1,300	1,300	1,300
PER		4.5	5.2	4.3	4.3	4.2
PBR		0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA		3.5	3.3	3.1	3.4	3.0
PSR		0.3	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		-11.0	-11.7	10.7	-0.6	1.8
영업이익 증가율 (%)		54.9	33.7	7.4	-9.3	0.6
지배순이익 증가율 (%)		31.8	2.9	15.0	1.5	3.3
매출총이익률 (%)		12.9	17.1	17.1	16.1	15.9
영업이익률 (%)		7.7	11.7	11.3	10.3	10.2
지배순이익률 (%)		5.9	6.9	7.1	7.3	7.4
EBITDA 마진 (%)		8.9	13.2	13.0	11.7	11.6
ROIC		35.7	66.4	41.2	24.8	22.6
ROA		4.9	5.1	5.5	5.2	5.2
ROE		12.4	11.7	12.2	11.1	10.4
부채비율 (%)		112.1	99.6	92.4	83.7	75.6
순차입금/자기자본 (%)		-4.2	-3.8	-1.7	-2.5	-7.0
영업이익/금융비용 (배)		7.4	11.3	12.5	12.2	12.4

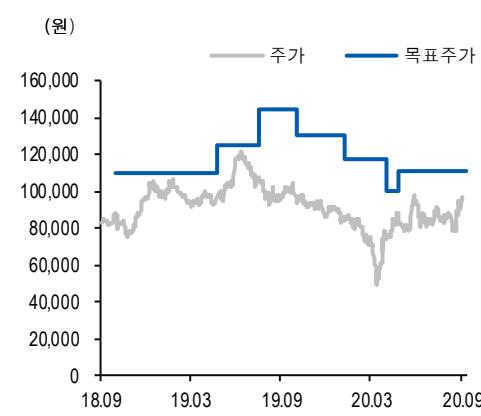
P/E band chart



P/B band chart



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-10	BUY	111,000	1년		
2020-05-04	BUY	111,000	1년		
2020-04-09	BUY	100,000	1년	-19.11	-11.90
2020-01-14	BUY	117,000	1년	-36.35	-25.13
2019-10-10	BUY	130,000	1년	-29.85	-24.69
2019-07-24	BUY	145,000	1년	-31.76	-26.21
2019-05-02	BUY	125,000	1년	-12.81	-2.80
2019-02-01	HOLD	110,000	1년	-14.86	-
2018-10-08	BUY	110,000	1년	-16.43	-3.18
2018-07-12	BUY	97,000	1년	-17.52	-9.48

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (실제주가^{*} - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-09-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡, 최남곤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.