

# 대림산업 (000210)

건설



김경용

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>111,000원 (M)</b>
현재주가 (9/10)	<b>92,800원</b>
상승여력	<b>20%</b>

시가총액	34,343억원		
총발행주식수	38,600,000주		
60일 평균 거래대금	247억원		
60일 평균 거래량	281,834주		
52주 고	104,000원		
52주 저	49,000원		
외인지분율	40.23%		
주요주주	대림코퍼레이션 외 6인 23.12%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.2	(0.2)	(5.8)
상대	7.7	(8.6)	(20.1)
절대(달러환산)	8.2	0.3	(5.1)

## 분할 결정, 지배력 강화와 화학 사업 확장 의지

### 대림산업, 기업분할 결정

대림산업은 1) 건설 사업부문(디엘이앤씨, 신설법인)의 인적분할 2) 존속법인(디엘)의 유화 사업부문(디엘케미칼)을 물적분할하는 결정 안을 공시했다. 존속법인 디엘과 신설법인 디엘이앤씨의 분할비율은 올해 상반기 기준 순자산 장부가액에 따라 0.44 : 0.56으로 결정되었으며 금번 분할 결정에 대한 주식매수청구권은 없다.

사측은 금번 기업분할 목적에 대해 1) 복합 기업의 디스카운트 해소 2) 사업별 최적화 전략을 통한 주주이익 극대화를 언급했다. 건설 부문(디엘이앤씨)은 Developer 사업모델 확대를 통한 사업 포트폴리오 고도화를, 유화 부문(디엘케미칼)은 적극적 투자 확대를 바탕으로 저원가 지역 진출 및 Specialty 비중 확대로 Global Top 20 석유화학회사 도약을 목표로 제시했다.

### 인적분할 : 지배력 강화 / 물적분할 : 화학 사업의 성장 방향성 재확인

금번 분할 결정으로 대림산업은 지주사 전환과 함께 순수 지주사인 디엘을 중심으로 한 화학/건설/기타 부문의 지배구조를 완성해 나갈 전망이다. 기존 대림코퍼레이션의 취약했던 대림산업 지분율(21.7%)은 인적분할과 현물출자 과정을 거쳐 존속법인(디엘) 지분율을 '21.7% + @' 로 높이는 지배력 강화 수순으로 이어질 전망이다.

디엘케미칼(신설)의 물적분할 결정은 대림산업의 성장 방향성이 화학 부문임을 보다 명확하게 나타낸 의사결정으로 판단한다. 사측은 디엘케미칼의 투자규모를 향후 5년 간 약 2~3조원 수준으로 예상했다. 해당 재원은 1) 기존 유화사업(PE, PB 등) 이익 2) 지분법회사인 여천NCC, 폴리미레를 통한 배당금 3) 디엘케미칼 자체 차입을 통해 관련 재원을 마련할 계획이다. 유상증자를 통한 외부 투자유치 가능성 역시 투자금 확보를 위해 활용 가능한 카드로 판단한다.

### 복합기업 디스카운트 해소는 긍정적, 뚜렷한 주주환원 정책 부재는 아쉬움

유안타증권은 '대림그룹 지배구조 개편 가능성 점검' Report를 통해 지배구조 개편 시나리오를 제시한 바 있다. 당사는 단기적으로는 유화 투자를 위해 건설 부문과의 사업부 분할 가능성을 낮을 것으로 예상한 반면, 금번 사측의 분할 결정은 지주사 전환과 건설/유화 분할의 최종적인 지배구조 개편 시나리오를 아우르는 상황이 되었다. (대림코퍼레이션 + 디엘 합병 시나리오 제외)

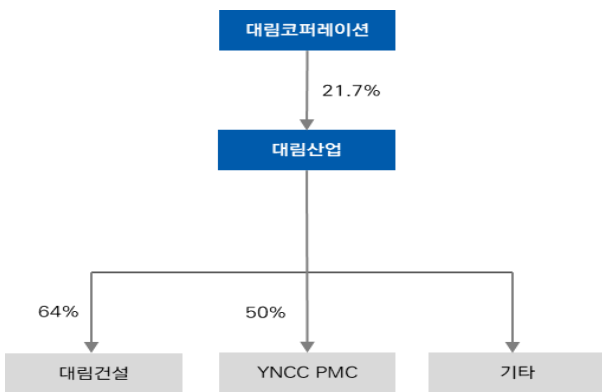
금번 분할 결정은 대림산업 저평가의 원인이었던 복합기업 디스카운트 해소에 긍정적 이벤트로 판단한다. 다만, 배당 정책의 주주 환원에 대한 명확한 가이드라인 부재는 아쉬운 요인으로 판단한다. 대림산업에 대한 투자이견과 목표주가는 추후 디엘(지주)과 디엘이앤씨(사업)의 valuation을 통해 재조정할 예정이다.

대림산업 분할 주요 일정

구분	일자
이사회 결의일	2020년 09월 10일
주주확정 기준일	2020년 09월 29일
주주총회 예정일	2020년 12월 04일
매매거래정지 예정기간	2020년 12월 29일 ~ 2021년 01월 22일
신주배정기준일	2020년 12월 31일
분할기일	2021년 01월 01일
분할등기 예정일	2021년 01월 04일
신주 상장예정일	2021년 01월 25일

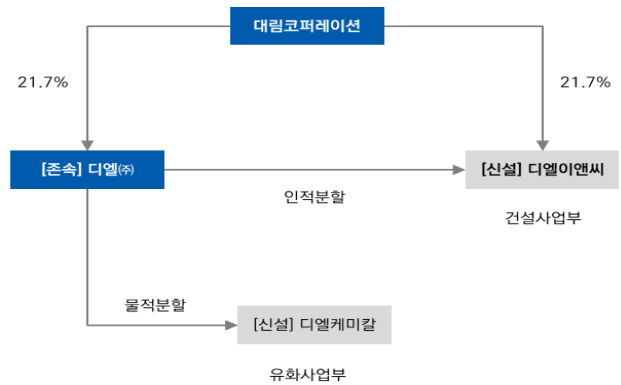
자료: 대림산업, 유안타증권 리서치센터

기존 지배구조



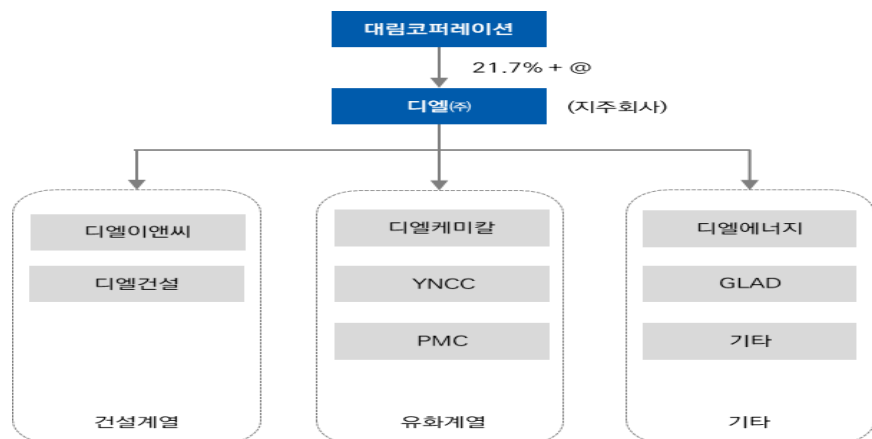
자료: 유안타증권 리서치센터

분할



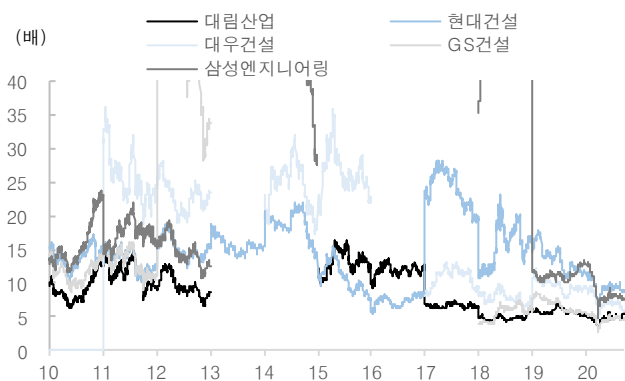
자료: 유안타증권 리서치센터

변경 후 지배구조 예상안 [시측 제시, 변경 가능성 존재]



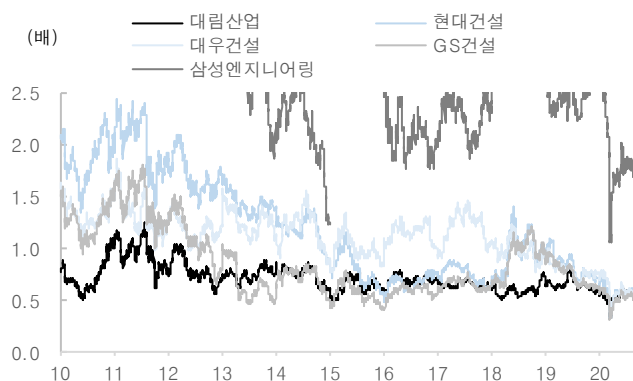
자료: 유안타증권 리서치센터

주요 대형건설사 PER Chart



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

주요 대형건설사 PBR Chart



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

건설/화학 업종 Peer Valuation Table [2020.09.10 일 종가 기준]

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	4.3	4.5	7.8	26.6	9.7	46.0
	2021E	4.8	7.5	3.3	4.1	6.6	10.5	6.2	31.3
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	0.6	2.9
	2021E	0.5	0.5	0.4	0.4	1.1	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	6.4
	2021E	10.6	6.8	12.6	10.9	19.1	5.0	8.8	8.7
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	4.6	3.8	3.6	7.2	3.6	14.2
	2021E	2.6	3.2	3.7	3.2	2.5	4.8	2.7	11.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대림산업 (000210) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(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
판매비	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
중단사업순손익	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 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 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
중속, 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

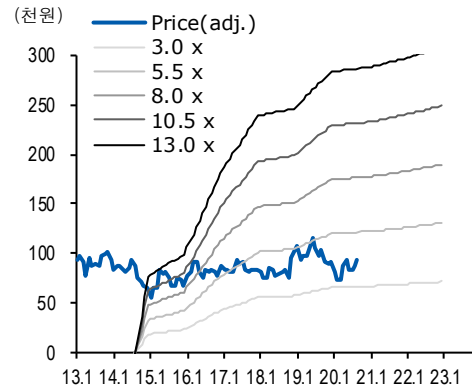
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

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

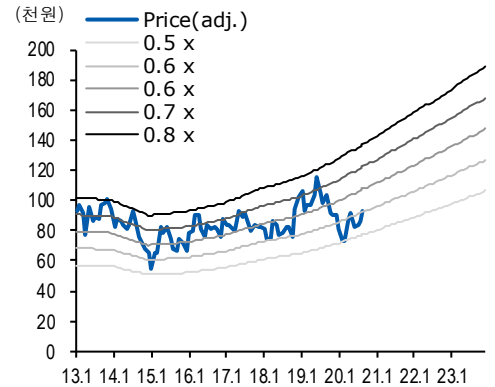
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	18,383	18,962	21,822	22,158	22,860
BPS	139,638	153,815	172,168	190,549	209,637
EBITDAPS	25,284	33,212	36,194	32,455	32,641
SPS	284,572	251,297	278,184	276,511	281,392
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300	1,300
PER	4.5	5.2	4.3	4.2	4.1
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.5	3.3	3.0	3.3	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

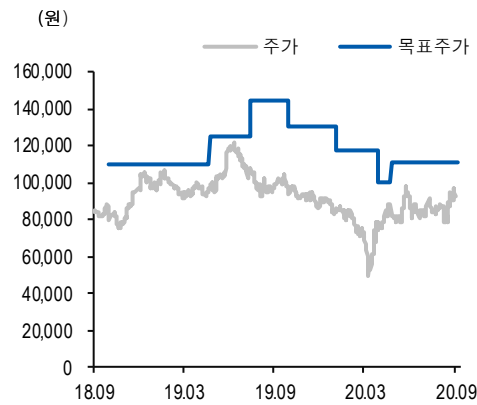
P/E band chart



P/B band chart



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-09-11	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: 과리율 = (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 2020-09-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 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 투자사결정은 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.