

# 대림산업

**BUY(유지)**

000210 기업분석 | 건설

목표주가(유지)	118,000원	현재주가(09/10)	92,800원	Up/Downside	+27.2%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 09. 11

## 소액주주 가치가 제고된 것인가?

### News

**기업분할 결정:** 전일(9/10) 대림산업은 인적분할과 물적분할을 통해 DL홀딩스, DL이앤씨, DL케미칼(가칭)로의 기업분할을 공시했다. DL홀딩스(자주)와 DL이앤씨(건설)는 0.44:0.56의 비율로 인적분할을 하고, DL홀딩스는 물적분할을 통해 DL케미칼(유화)을 지배하게 될 예정이다. 분할기일은 내년 1월 1일이다.

**공개매수, 현물출자 등의 방법으로 자주사가 이엔씨 지분 확보할 예정:** 방법 및 시점이 확정되지는 않았지만 기업분할 이후 DL홀딩스가 DL이앤씨의 지분을 확보하여 자주회사 체제를 구축할 예정이다. 계획 상으로는 대림그룹은 대주주 – 대림코퍼레이션 – DL홀딩스 – DL이앤씨(DL건설), DL케미칼(YNCC, PMC), 기타(DL에너지, 글래드호텔앤리조트 등)의 지배구조를 구축하게 된다.

### Comment

**Next step?:** 대림산업의 분할은 어느 정도 예상했던 바이다. 주식시장이 궁금해하는 것은 다음 단계인데 일단 대림산업 측은 컨퍼런스콜을 통해 1) 대림코퍼레이션과 DL홀딩스 간의 합병, 2) DL이앤씨와 DL건설(대림건설) 간의 합병 또는 매각에 대해 검토하고 있지 않다고 밝혔다. 현 단계에서는 DL홀딩스가 DL이앤씨의 지분을 확보하여 자주회사 체제를 구축하는 것이 최종적인 지배구조 개편 안이다. 또한 대림그룹 전반적인 배당정책 등 주주환원정책에 대해서도 특별한 변동사항을 발표하지 않았다. 이렇게 가정할 때 기업분할로 사업부별 재무구조와 실적이 명확해지면서 할인률이 해소될 수 있다는 점 이외에 주주가치가 상승할 수 있는 점을 특정하기 어려워 보인다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)			Stock Data		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고		49,000/104,000원		
매출액	10,984	9,700	11,313	10,890	11,077	KOSDAQ /KOSPI		884/2,396pt		
(증가율)	-11.0	-11.7	16.6	-3.7	1.7	시가총액		32,294억원		
영업이익	845	1,130	1,186	1,011	979	60일-평균거래량		281,834		
(증가율)	54.9	33.7	4.9	-14.7	-3.2	외국인지분율		40.3%		
자배주주순이익	646	665	806	763	742	60일-외국인지분율변동추이		-0.6%p		
EPS	18,383	18,962	23,006	21,789	21,182	주요주주	대림코퍼레이션 외 6 인	23.1%		
PER (H/L)	5.8/3.8	6.5/4.5	4.0	4.3	4.4	(천원)	대림산업(좌)			
PBR (H/L)	0.8/0.5	0.8/0.6	0.5	0.5	0.4	(pt)	KOSPI지수대비(우)			
EV/EBITDA (H/L)	4.4/3.1	4.0/3.0	3.5	3.9	3.9	0	0	0	0	0
영업이익률	7.7	11.7	10.5	9.3	8.8	19/09 19/12 20/04 20/07	주가상승률	1M 3M 12M		
ROE	12.4	11.7	12.8	10.8	9.6		절대기준	8.2 -0.2 -5.8		
							상대기준	7.7 -8.6 -20.1		

**유화 관련 투자는 증가할 전망:** 기업분할 이후 각 사의 성장전략에서 눈에 띄는 점은 유화부문에서의 명확한 비전 제시이다. 현재 국내 중견 석유화학회사의 포지션에서 25년까지 생산시설 투자를 통해 글로벌 기업으로의 성장을 목표로 삼았다. 총 투자규모는 2~3조원 수준으로 제시했고, PE의 생산 Capacity는 19년 460KTA에서 25년 1,500KTA로, Specialty 생산 Capacity는 205KTA에서 539KTA로의 증설을 목표로 삼았다. 다만 철회하기는 했지만 북미ECC 투자 및 카리플렉스 인수 등 분할 이전에도 유화 관련 투자는 활발히 진행되었었기 때문에 분할로 인한 긍정적 효과라고 보기에는 무리가 있다고 판단된다.

#### ■ Action

---

**소문이 현실화되었다:** 대림산업이 분할 목적에도 적시한 바와 같이 건설과 유화의 분할로 인해 재무구조 및 실적이 명확해짐에 따라 밸류에이션 할인률은 축소될 수 있을 것이다. 분할 이전 대림산업에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 118,000원을 유지하는 이유이다. 하지만 분할 기대감으로 대림산업 주가가 업종 내에서 상대적으로 상승률이 높았음을 상기할 필요가 있다고 판단된다. 분할로 인해 대주주 이외 소액주주의 지분가치가 상승하지 않는 한 할인률 해소로 인한 주가 상승은 단기 에 그칠 수 있다.

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>6,367</b>	<b>6,740</b>	<b>6,835</b>	<b>6,919</b>	<b>7,135</b>
현금및현금성자산	2,135	2,559	2,017	2,141	2,326
매출채권및기타채권	1,440	1,253	1,329	1,416	1,391
재고자산	999	1,120	1,306	1,257	1,279
<b>비유동자산</b>	<b>6,467</b>	<b>6,706</b>	<b>7,506</b>	<b>8,003</b>	<b>8,501</b>
유형자산	2,070	2,017	2,028	2,036	2,040
무형자산	52	66	55	46	38
투자자산	2,158	2,417	3,217	3,717	4,217
<b>자산총계</b>	<b>12,834</b>	<b>13,445</b>	<b>14,340</b>	<b>14,922</b>	<b>15,635</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,530</b>	<b>4,271</b>	<b>4,356</b>	<b>4,173</b>	<b>4,144</b>
매입채무및기타채무	1,775	1,815	1,900	1,717	1,687
단기应付 및 단기차채	187	151	151	151	151
유동성장기부채	627	486	486	486	486
<b>비유동부채</b>	<b>2,253</b>	<b>2,437</b>	<b>2,437</b>	<b>2,437</b>	<b>2,437</b>
사채및장기차입금	1,846	1,949	1,949	1,949	1,949
<b>부채총계</b>	<b>6,783</b>	<b>6,709</b>	<b>6,793</b>	<b>6,610</b>	<b>6,581</b>
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	538	538	538	538
이익잉여금	4,793	5,330	6,085	6,798	7,490
비자본주자분	660	799	854	906	957
<b>자본총계</b>	<b>6,050</b>	<b>6,737</b>	<b>7,547</b>	<b>8,312</b>	<b>9,054</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,105</b>	<b>952</b>	<b>484</b>	<b>720</b>	<b>794</b>
당기순이익	678	710	861	815	793
현금유동이 없는 비용 및 수익	596	820	367	319	310
유형 및 무형자산상각비	131	152	169	171	171
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-333</b>	<b>-437</b>	<b>-436</b>	<b>-154</b>	<b>-56</b>
매출채권및기타채권의감소	-219	-88	-76	-87	25
재고자산의감소	-92	234	-186	49	-22
마이너스부채증가증가	271	293	85	-183	-29
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-381</b>	<b>-137</b>	<b>662</b>	<b>-462</b>	<b>-475</b>
CAPEX	-149	-168	-168	-168	-168
투자자산의순증	309	-260	-700	-350	-350
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-526</b>	<b>-387</b>	<b>-134</b>	<b>-134</b>	<b>-134</b>
사채및차입금의증가	-571	103	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-48	-75	-50	-50	-50
기타현금흐름	5	-4	-1,555	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>203</b>	<b>425</b>	<b>-542</b>	<b>124</b>	<b>185</b>
기초현금	1,932	2,135	2,559	2,017	2,141
기말현금	2,135	2,559	2,017	2,141	2,326

자료: 대림산업 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>10,984</b>	<b>9,700</b>	<b>11,313</b>	<b>10,890</b>	<b>11,077</b>
매출원가	9,564	8,043	9,516	9,283	9,494
<b>매출총이익</b>	<b>1,420</b>	<b>1,658</b>	<b>1,796</b>	<b>1,606</b>	<b>1,583</b>
판관비	575	527	611	595	604
<b>영업이익</b>	<b>845</b>	<b>1,130</b>	<b>1,186</b>	<b>1,011</b>	<b>979</b>
EBITDA	976	1,282	1,354	1,182	1,150
<b>영업외손익</b>	<b>49</b>	<b>-172</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>67</b>
금융순익	-36	-27	14	-38	-35
<b>투자순익</b>	<b>260</b>	<b>214</b>	<b>100</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
기타영업외손익	-175	-359	-48	-48	-48
<b>세전이익</b>	<b>894</b>	<b>958</b>	<b>1,252</b>	<b>1,076</b>	<b>1,046</b>
증단사업이익	0	0	-84	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>678</b>	<b>710</b>	<b>861</b>	<b>815</b>	<b>793</b>
자비주주지분순이익	646	665	806	763	742
비자비주주지분순이익	32	45	55	52	51
<b>총포괄이익</b>	<b>611</b>	<b>710</b>	<b>861</b>	<b>815</b>	<b>793</b>
증감률(%YoY)					
매출액	-11.0	-11.7	16.6	-3.7	1.7
영업이익	54.9	33.7	4.9	-14.7	-3.2
EPS	31.5	31	21.3	-5.3	-2.8

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

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18,383	18,962	23,006	21,789	21,182
BPS	139,638	153,815	173,384	191,856	209,781
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	5.6	4.8	4.0	4.3	4.4
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.3	3.1	3.5	3.9	3.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	7.7	11.7	10.5	9.3	8.8
EBITDA마진	8.9	13.2	12.0	10.9	10.4
순이익률	6.2	7.3	7.6	7.5	7.2
ROE	12.4	11.7	12.8	10.8	9.6
ROA	5.2	5.4	6.2	5.6	5.2
ROI	23.1	29.2	26.0	20.5	19.4
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	112.1	99.6	90.0	79.5	72.7
이자보상배율(배)	7.4	11.3	14.1	12.1	11.7
배당성향(배)	8.7	6.4	5.3	5.5	5.7

주: 대림산업 DB 금융투자

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인인 “도점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이니 당시가 그 정확성이니 원전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가로 신작되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(15.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 대림산업 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
18/04/27	Buy	108,000	-24.4	-11.7			
18/12/05	Buy	126,000	-20.7	-3.6			
19/12/05		1년경과	-37.7	-27.3			
20/04/13	Buy	118,000	-	-			

주: \*표는 담당자 변경