

대림산업 (000210)

건설



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견

Not Rated (D)

대림산업 분할 상장 분석, 양사 주가 강세 전망

대림산업, 분할 재상장 개요

1월 25일, 대림산업은 지난 인적/물적분할의 후속 절차로 DL(존속)과 DL이앤씨(신설)로 재상장 될 예정이다. 분할비율은 DL : DL이앤씨 = 0.4437144 : 0.5562856으로 매매거래 직전 시가총액(약 2.89조원) 기준, DL은 약 1.28조원, DL이앤씨는 약 1.61조원 수준이다. DL이앤씨는 기존 대림산업의 별도 기준 건설부문과 대림건설(보통주 지분 63.9%), 해외법인(사우디, 터키)을 포함한다. DL은 물적분할 한 DL케미칼(지분 100%)을 비롯해 건설 부문을 제외한 기존 대림산업 기타 자회사(글래드호텔, Cariflex 등)의 지주사 역할을 한다. 기존 대림산업의 지분법 회사였던 여천NCC와 폴리미래는 DL케미칼 아래 위치하게 된다.

대림산업 분할 상장 : DL, DL이앤씨 양사 주가 강세 전망

DL이앤씨 : 목표 시가총액은 약 3.4조원으로 상승여력은 약 113%으로 추정한다. 목표 시가총액은 SOTP(Sum-Of-The-Parts)를 방식을 적용하여 1) DL이앤씨 기업가치 2.4조원(2021년 예상 EBITDA 8,114억원 * EV/EBITDA 3.0x, 주택/건축 중심의 사업구조를 고려한 Peer 가중치 평균)과 대림건설 0.4조원, 해외법인 0.1조원과 4Q20 아크로 서울 포레스트 오피스 매각 대금 유입을 반영한 DL이앤씨(별도) 순현금 약 0.5조원을 합산하여 산출하였다.

DL : 목표 시가총액은 약 2.0조원으로 상승여력은 57% 수준으로 추정한다. DL케미칼 관련 화학부문 영업가치는 유안타증권 석유화학 Target Multiple인 EV/EBITDA 6.5x를 적용하였으며 여천NCC, 폴리미래는 지분율 50%와 비상장, 투자자산 할인율을 각각 30% 적용하여 산출하였다. 글래드호텔을 비롯한 기타 주요 자회사는 장부가, 비상장 관련 각각 30%의 할인율을 적용하였다.

구조적인 복합기업 디스카운트 해소, 지주사 전환 과정 이어질 전망

금번 분할 및 재상장 이벤트는 건설과 화학 사업을 동시에 영위하며 발생했던 대림산업의 구조적인 복합기업 디스카운트를 빠르게 해소해 나갈 것으로 전망한다. 매매거래 기간 중 주택 공급확대 기대감 등으로 국내 주택사업을 영위하는 대형 건설사 주가 상승(4개사 평균 +28%) 역시 Peer 내 주가 수익률 Gap 축소 과정으로 이어질 전망이다.

DL이앤씨의 경우, 1) Bull Case(해외 수주 확대 및 신사업 추진 등)를 가정한 예상 시가총액 상단은 약 4.6조원(EV/EBITDA 4.5x, Peer 평균), 2) Bear Case[국내 대형 주택업체 EV/EBITDA 2.0x, + 해외법인 가치 '0'(향후 사우디/터키 신규수주 부재 가정)]를 고려한 예상 시가총액 하단은 약 2.5조원을 제시한다.

2019년, 삼호+고려개발 합병(대림건설)과 대림씨엔에스 매각 등에 이어 금번 분할 재상장을 통한 대림그룹 지배구조 개편 이후 대림(코퍼레이션)의 DL 지배력 강화 수순이 이어질 것으로 전망한다.

[표 1] 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

[표 2] 대림산업 사업구조 재편 분할 개요

분할법인	대림산업								
분할형태	인적/물적 분할 후 존속법인 지주회사 전환 [인적분할] 유화사업부 / 건설사업부 분리 [물적분할] 유화사업부 / 지주회사 분리								
분할법인 사 명	존속법인 : 디엘 주식회사 (DL Holdings Co., Ltd) 인적분할신설 : 디엘이앤씨 주식회사 (DL E&C Co., Ltd) 물적분할신설 : 디엘케미칼 주식회사 (DL Chemical Co., Ltd)								
분할비율	디엘(주) : 디엘이앤씨 = 0.4437144 : 0.5562856 ('20년 상반기 별도 재무제표 기준)								
발행주식수	<table style="width: 100%; border: none;"> <tr> <td style="text-align: center; border: 1px solid gray; border-radius: 10px; padding: 5px;">대림산업</td> <td style="font-size: 2em; vertical-align: middle;">➔</td> <td style="text-align: center; border: 1px solid gray; border-radius: 10px; padding: 5px;">디엘(주)</td> <td style="text-align: center; border: 1px solid gray; border-radius: 10px; padding: 5px;">디엘이앤씨</td> </tr> <tr> <td style="border: none;"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 34,800,000주 ▪ 우선주 : 3,800,000주 </td> <td style="border: none;"></td> <td style="border: none;"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 15,441,262주 ▪ 우선주 : 1,686,115주 </td> <td style="border: none;"> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 19,358,738주 ▪ 우선주 : 2,113,885주 </td> </tr> </table>	대림산업	➔	디엘(주)	디엘이앤씨	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 34,800,000주 ▪ 우선주 : 3,800,000주 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 15,441,262주 ▪ 우선주 : 1,686,115주 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 19,358,738주 ▪ 우선주 : 2,113,885주
대림산업	➔	디엘(주)	디엘이앤씨						
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 34,800,000주 ▪ 우선주 : 3,800,000주 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 15,441,262주 ▪ 우선주 : 1,686,115주 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 보통주 : 19,358,738주 ▪ 우선주 : 2,113,885주 						

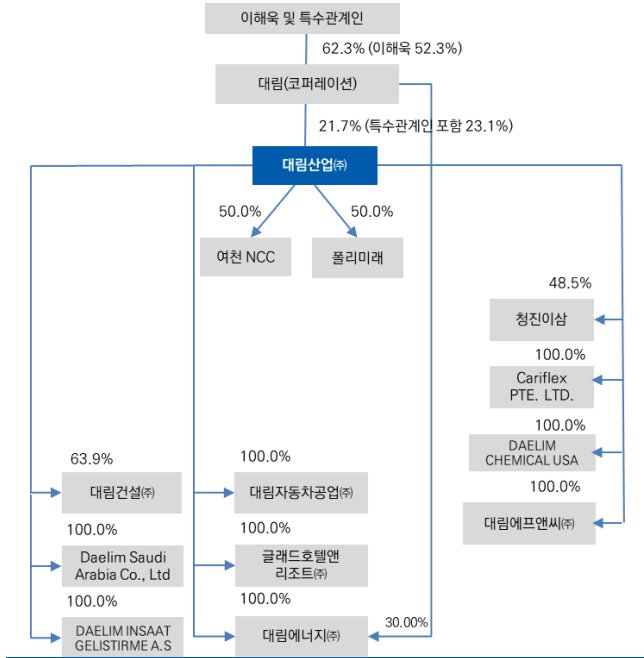
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 분할 대상장(기준가) 및 유안타증권 추정 시가총액

기업	분할비율	시가총액 (십억원)	유안타증권 목표 시가총액 (십억원)	% 상승여력
대림산업 (매매거래 정지 전)		2,888	5,447	
DL	44%	1,282	2,017	57%
DL 이앤씨	56%	1,607	3,430	113%

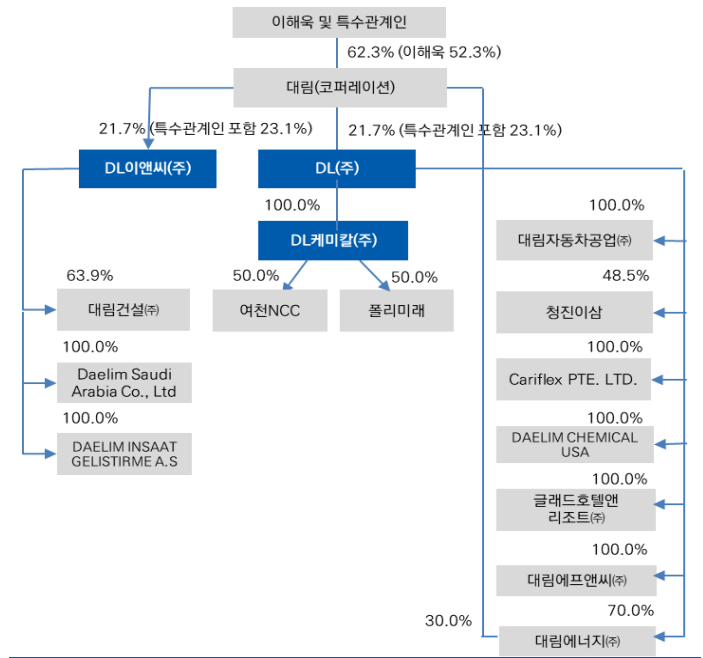
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 대림그룹 지배구조 [대림산업 분할 전]



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 대림그룹 지배구조 [대림산업 분할 후]



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 4] 분할 전 후 요약 재무구조

(단위: 억원)

"계정과목"	"분할 전"	"분할 후"		
		"분할준속회사 디엘(가칭)"	"인적분할신설회사 디엘에너지(가칭)"	"물적분할신설회사 디엘케미칼(가칭)"
자산총계	101,197	32,925	63,397	13,858
-유동자산	45,685	7,537	33,792	4,425
-비유동자산	55,512	25,388	29,605	9,433
부채총계	43,187	7,185	31,127	5,720
-유동부채	31,818	1,419	28,556	1,913
-비유동부채	11,369	5,766	2,571	3,807
자본총계	58,010	25,740	32,270	8,138
-자본금	2,185	1,111	1,074	300
-기타불입자본	5,395	-26,134	31,528	7,838
-이익잉여금	50,804	50,804	-	-
기타자본구성요소	-374	-41	-332	-
부채와 자본합계	101,197	32,925	63,397	13,858

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 5] DL 이앤씨 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 예상 시가총액

(단위: 십억원, 배)

항목	기업가치	EBITDA	EV/EBITDA	비고
1. 영업가치 (연결)	2,950			
- DL 이앤씨 (별도)	2,434	811	3.0	2021년 추정치 기준, 주택/건축 중심의 사업구조를 고려한 Peer 가중치 평균 시가총액 8,744억원(1/21일 종가) * 지분을 64% * 할인율 30%
- 대림건설	392			
- 해외법인	124	59	2.1	
2. 순차입금(순현금)	-480	2020년 DL 이앤씨(별도) 추정, 아크로 오피스 매각 및 재출자 금액 반영		
목표 시가총액	3,430	반올림 적용		
기준 시가총액	1,607	DL 이앤씨 기준 시가총액		
상승여력	113%			

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 6] DL 이앤씨 예상 시가총액 Case 분석 [DL 건설 가치, 순차입금(순현금) 가정은 동일]

(단위: 십억원, 배)

항목	예상 시가총액	EV/EBITDA	해외법인	비고
1) Bull Case (상단)	4,647	4.5	124	업종 Peer(국내 주택+해외사업) 평균
2) Base Case	3,430	3.0	124	
3) Bear Case (하단)	2,495	2.0	0	업종 Peer(국내 주택), 해외법인 가치 '0' 가정(사우디/터키 수주 부재)

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 7] DL SOTP(Sum-Of-The-Parts) 예상 시가총액

(단위: 십억원, 배)

항목	기업가치	EBITDA	EV/EBITDA	비고
1. 영업가치 (연결)	1,732			
1) DL 케미칼 (연결)	1,405	811	3.0	
- DL 케미칼(별도)	337	74	6.5	유안타증권 화학 Target Multiple, 비상장 30% 할인
- 여천 NCC	912	573	6.5	유안타증권 화학 Target Multiple, 지분을 50%, 비상장 30% 할인, 투자자산 30% 할인
- 폴리미래	155	98	6.5	유안타증권 화학 Target Multiple, 지분을 50%, 비상장 30% 할인, 투자자산 30% 할인
2) 기타 주요 자회사	327			
- 글래드호텔 & 리조트	88			장부가 50% 할인, 비상장 30% 할인
- 대림에너지	104			장부가 50% 할인, 비상장 30% 할인
- Cariflex	95			장부가 50% 할인, 비상장 30% 할인
- 청진이삼	39			장부가 50% 할인, 비상장 30% 할인
2. 순차입금(순현금)	-286	2020년 추정 기준, DL(연결)에서 DL 케미칼 제외		
목표 시가총액	2,017	반올림 적용		
기준 시가총액	1,282	DL 기준 시가총액		
상승여력	57%			

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 8] 대림산업(분할 전) 사업부문별 실적 요약 및 전망 * 4Q20 오피스 매각 주택/건축 실적 반영

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	2021E
매출액 (연결)	2,322	2,468	2,164	2,747	9,700	2,509	2,502	2,222	3,090	10,324	10,566
건설	1,521	1,609	1,303	1,800	6,233	1,463	1,568	1,267	2,060	6,358	6,474
- 토목	264	265	274	281	1,085	216	213	212	233	874	962
- 플랜트	176	151	189	357	874	299	396	282	266	1,242	1,086
- 주택/건축	1,072	1,186	831	1,147	4,235	942	954	768	1,555	4,218	4,401
- 조정	9	7	9	15	39	7	6	5	6	25	26
유화	282	289	286	258	1,115	253	176	202	231	861	956
연결자회사	520	569	575	689	2,352	794	758	753	799	3,104	3,136
% 원가율 (연결)	82.9%	83.1%	83.2%	82.6%	82.9%	81.4%	82.4%	82.0%	81.8%	81.9%	83.4%
건설	82.5%	82.2%	84.1%	81.1%	82.3%	80.7%	82.0%	83.2%	80.3%	81.4%	83.1%
- 토목	90.7%	88.8%	92.2%	87.8%	89.9%	90.2%	95.1%	89.9%	92.2%	91.9%	90.5%
- 플랜트	84.3%	92.4%	80.0%	71.9%	79.7%	80.5%	80.2%	86.1%	85.8%	82.8%	83.6%
- 주택/건축	80.1%	79.2%	82.4%	82.1%	80.8%	78.3%	79.5%	80.0%	77.4%	78.5%	81.1%
유화	86.7%	85.8%	85.7%	88.9%	86.7%	88.6%	81.1%	81.9%	85.3%	84.6%	86.4%
연결자회사	81.8%	84.3%	79.9%	84.1%	82.6%	80.6%	83.4%	80.0%	84.6%	82.2%	83.3%
영업이익(연결)	241	298	223	369	1,130	290	306	250	420	1,266	1,138
건설	147	195	104	295	741	165	209	112	328	814	713
유화	21	25	23	6	75	5	19	21	16	61	65
연결자회사	72	78	96	67	314	120	78	117	76	391	360
% 영업이익률(연결)	10.4%	12.1%	10.3%	13.4%	11.7%	11.6%	12.2%	11.2%	13.6%	12.3%	10.8%
건설	9.7%	12.1%	8.0%	16.4%	11.9%	11.3%	13.3%	8.8%	15.9%	12.8%	11.0%
유화	7.6%	8.6%	7.9%	2.4%	6.7%	2.0%	10.8%	10.5%	6.8%	7.1%	6.8%
연결자회사	13.9%	13.8%	16.7%	9.8%	13.4%	15.1%	10.3%	15.5%	9.5%	12.6%	11.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

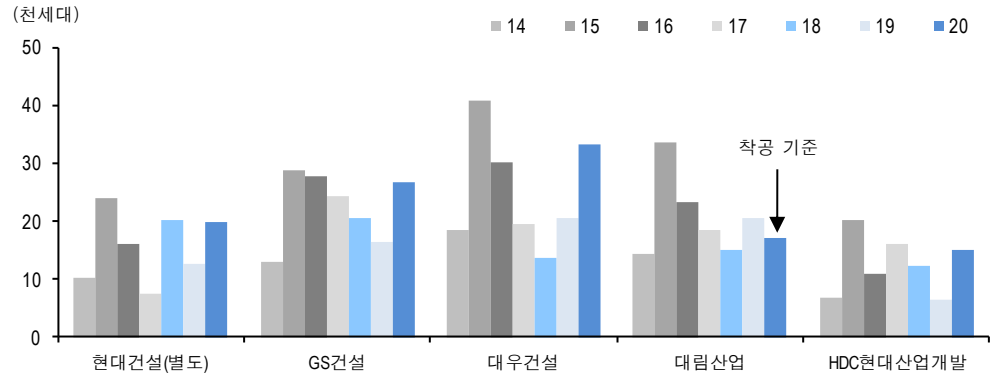
[표 9] 해외법인(사우디, 터키) 실적 추이

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	189	290	393	435	305
영업이익	75	88	78	87	58
% 영업이익률	39.6%	30.4%	19.8%	20.0%	19.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 주요 국내 건설사 주택 분양 실적



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[표 10] 커버리지 건설사 신사업 계획 요약

기업	항목	세부내용
현대건설	국내 연료전지 발전	현대차 그룹사 전략적 협업(수소)/ 주요 주기기 제작사 협의(퓨얼셀) 등
	조류발전	국내 유일의 지지물 구조 설치 경험 및 기술 보유 → 국내 project 확보할 계획
	오염도 정화	토양정화 원천기술/설계 역량 확보 → GBC
	원전 해체	선진사와 제휴를 통한 해체기술 확보 노력, 2021년 한국 원전해체연구소 착공
	그린바이오 스마트 시티	서산 농업바이오웰빙 특구 내 도시 + 농업 복합도시 개발(약 30만평)
	관광	케어팜('힐링'농장)/ 웰빙 관광특구 조성 / 농업 올림픽 개최(2025년)
	나노융합 플랫폼	첨단 농업, 바이오 생산 연구 시설 조성/ 레드 바이오(헬스케어 등) 육성 데이터센터
대림산업	의료용 합성고무 시장 진출	2020년 3월, Cariflex 인수
	디지털 Developer	건설 : Developer 사업 확대 등 수익성 중심의 사업 포트폴리오 고도화
대우건설	전기자동차 충전	휴맥스 EV (전기차 충전기 제조 및 충전서비스 전문기업) 19.9% 취득 : 푸르지오 주차장 내 전기차 충전 시설 및 서비스 사업 진출 목적
	드론 제조 및 소프트웨어 개발	아스트로엑스(드론시장에서 주목받고 있는 스타트업)에 지분 30% 투자
GS건설	해외 모듈업체 인수	폴란드 단우드, 영국 엘리먼트 인수 → 2020년 실적 반영
	PC(프리캐스트 콘크리트) 사업	충북 음성군과 프리캐스트 콘크리트 공장 설립을 위한 투자협약 체결 : PC 공법 - 구조물을 공장에서 제작해 현장에서 조립하는 공법 (공기단축+품질향상)
	데이터센터	현재 EPC 계약완료, 관련경험 축적할 계획. 지베스코 자산운용(지분 100% 보유)과 협업 - GS 건설: EPC+운영 / 지베스코 : 사업발굴 및 수수료 + 영업활동
	2차전지 배터리 재활용	2차전지 배터리 재활용 사업 진출 - 1차: 연간 4,500톤의 니켈, 코발트, 리튬, 망간 등 금속 생산시설 조성/운영 - 2차 투자를 통해 연간 약 10,000톤으로 확대
삼성 ENG	자산운용사 인수	지베스코자산운용 → 코고자산운용(부동산전문운용사) 인수
	스마트양식 클러스터 조성사업	스마트 양식 사업 → GS 이니마(자회사)가 보유한 수처리 기술 활용
	기술 기반 수주 자동화	모듈 제작 확대. PC 빌딩 제작 등 제조업화 기술 활용 자동 용접. 자동케이블 설치. 로봇 개발, 오토 라우팅 등
	프로세스 혁신	기자재 조기 확정 체제 및 프로세스 혁신.

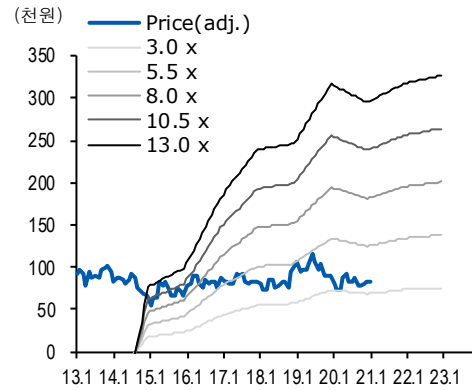
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 11] 국내 건설/화학 Valuation Table

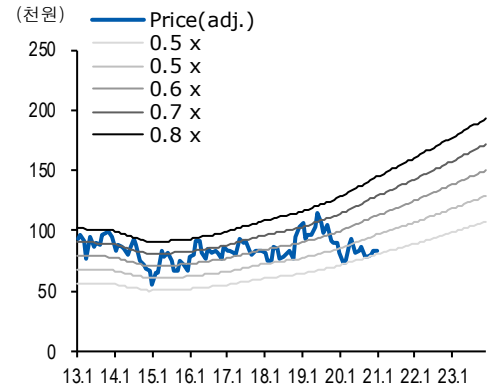
		GS 건설	현대건설	대우건설	대림산업	삼성 ENG	HDC 현산	롯데케미칼	대한유화
산업분류		건설	건설	건설	건설	건설	건설	화학	화학
현재주가(원)		43,500	44,800	6,460	83,000	13,500	30,950	294,500	275,000
시가총액(십억원)		3,511	4,989	2,685	2,888	2,646	2,040	10,094	1,788
주가수익률(%)	1D	-1.1	-0.8	-1.2	0.0	0.0	-0.3	0.7	-0.4
	1M	22.5	22.6	45.0	-7.8	7.1	22.8	13.3	26.4
	3M	54.3	40.4	113.6	1.7	23.3	51.3	21.4	45.9
	6M	57.0	25.8	83.0	-7.3	8.4	41.3	63.2	120.0
P/E(배)	2017A	-	20.1	9.4	6.5	-	-	5.6	7.6
	2018A	5.6	15.9	7.4	6.1	50.3	-	6.2	3.7
	2019A	5.6	11.6	9.3	5.3	12.9	2.7	9.4	6.8
	2020E	8.4	16.7	11.3	3.7	9.7	9.0	37.0	13.1
	2021E	6.6	11.5	7.1	4.2	8.2	5.8	10.4	7.8
P/B(배)	2017A	0.6	0.6	1.1	0.6	2.4	-	1.1	1.1
	2018A	1.0	1.0	1.0	0.7	3.3	1.1	0.7	0.6
	2019A	0.6	0.7	0.8	0.5	2.8	0.5	0.6	0.4
	2020E	0.8	0.7	1.0	0.5	1.7	0.8	0.8	0.9
	2021E	0.8	0.7	0.9	0.4	1.4	0.7	0.7	0.9
ROE(%)	2017A	-5.3	3.2	12.1	9.2	-4.4	-	21.5	15.5
	2018A	17.3	6.0	13.2	11.2	6.6	-	13.0	16.2
	2019A	11.8	6.3	8.8	10.6	24.6	20.3	5.5	6.1
	2020E	10.2	4.6	9.2	13.3	18.8	8.8	2.0	7.4
	2021E	12.0	6.1	13.2	10.7	18.9	12.6	7.2	11.5
EV/EBITDA(배)	2017A	7.8	4.0	7.3	7.0	25.2	-	3.5	4.8
	2018A	3.3	6.2	4.8	4.5	13.4	-	3.9	2.1
	2019A	4.2	4.9	7.4	3.0	7.2	1.2	4.5	2.6
	2020E	5.7	5.7	7.7	2.6	4.7	2.3	9.6	5.2
	2021E	4.7	4.3	5.5	2.4	3.8	2.0	5.2	3.5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 // 주 : 대림산업 분할로 인한 매매거래정지 (12/29 ~ 1/24)

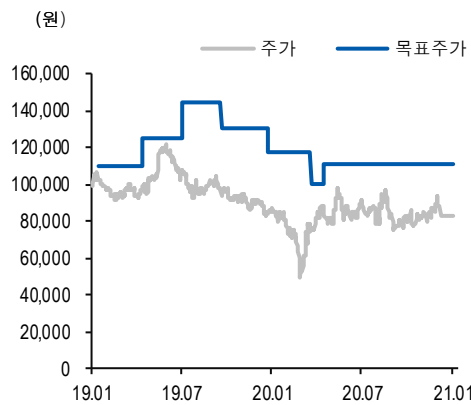
P/E band chart



P/B band chart



대림산업 (000210) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-22	Not Rated	-	1년	-	-
2020-05-04	BUY	111,000	1년	-24.20	-12.25
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

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)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-19

※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 투자의사결정은 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.