한화투자증권

2021년 1월 22일
기업 코멘트

대림산업 (000210)

잃어버린 주가를 찾아서

Buy(유지)

목표주가 113,000원, 현재 주가(1/21): 83,000원

Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

1/25, DL이앤씨 분할 재상장

- 지난 12월 4일, 대림산업의 인적 및 물적 분할 승인에 따라 2021년 1월 1일부로 대림산업은 DL㈜(존속법인/지주회사)과 DL이앤씨(신설법인/건설 사업회사)로 분할됨. 이에 작년 12월 29일부터 시작된 매매거래 정지 기간을 거쳐 오는 25일에 각 회사가 변경 및 재상장됨

- 거래정지기간 동안 건설업 주가 상승이 두드러졌음. KOSPI가 12.5% 오르는 동안 건설 업종은 17.1% 상승했고, 종목별로는 대우건설이 38%, HDC현대산업개발, GS건설, 현대건설이 나란히 24%의 상승률을 기록. 사실상 건설업 지수의 반등은 작년 9월 말부터 시작됐는데 대림산업의 분할 결정(9/10) 이후 한 달 동안의 거래정지(12/29~1/24)를 앞두고 상승세로부터 소외된 점을 감안하면 Peer와의 주가 괴리는 더욱 큼. 2020년 10월 이후 주가 상승률은 KOSPI 건설업이 44.9%로 높았고, 주택 사업을 영위하고 있는 4개 대형사 평균은 76.2%에 달함

- 주택 부문의 최근 현황을 살펴보면, 2020년 주택 신규수주는 별도 기준 목표 5.8조 원을 초과 달성한 5.9조 원을 기록한 것으로 파악되며, 분양 공급은 16800만 세대로 2019년 22644세대보다 감소. 다만, 올해 분양은 약 1.9만 세대로 다시 늘어날 전망이며, 자회사 대림건설의 분양 공급을 합산하면 작년 2.0만 세대에서 올해 2.7만 세대로 증가

DL이앤씨에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 160,000원 제시

- DL이앤씨(375500)의 적정 시가총액은 3.1조 원 수준으로 목표주가 16만 원 제시. DL이앤씨 별도 부문과 연결 자회사 대림건설 각각의 2021년 예상 자본총계에 적정배수를 감안해 계산. DL이앤씨는 목표배수 P/B 약 0.7배를 적용해 적정가치 2.66조 원을 산정했으며, 대림건설은 P/B 1.0배를 적용해 적정가치 0.98조 원을 산출한 후 보유 지분율 63.94%와 상장사 할인 30%를 감안해 줌

- 목표주가 16만 원은 DL이앤씨 연결 기준 P/B 0.73배, P/E 5.2배 수준. 2021년 예상 순이익은 약 6000억 원, ROE는 14.0%로 추정. 현재 KOSPI 건설업은 12M Fwd. P/B 0.66배, P/E 6.1배이며, 동종 업체(GS건설, 대우건설, HDC현대산업개발) 평균은 P/B 0.75배, P/E 6.2배임

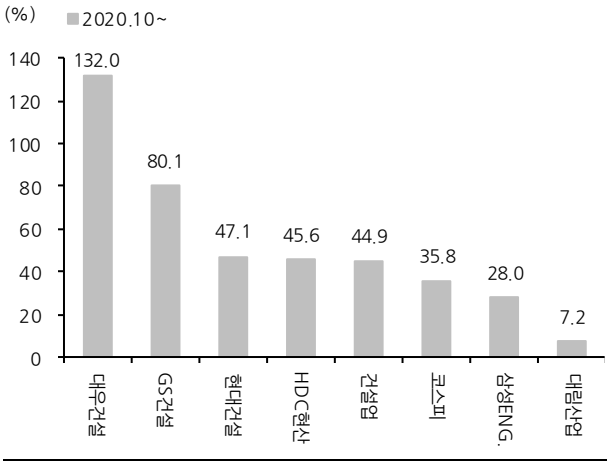
- DL이앤씨의 목표배수가 경쟁사의 P/B 0.8~0.9배 대비 낮은 이유는 안정적이고 높은 이익 실현에도 불구하고 주택 수주잔고 레벨이 상대적으로 낮고, 최근 분양 공급 증가가 두드러지지 않은데 있음. 따라서 새롭게 상장한 DL이앤씨가 향후 수주 성장, 분양 증가, 개발사업 확대 등 보다 적극적으로 주택 시장에 뛰어는 모습을 보여준다면 밸류에이션 할인도 해소될 것으로 예상

[표1] DL 이앤씨 목표주가 산정 (단위: 십억 원)

구분		비고
A. DL 이앤씨	2,657	
자본총계	3,640	2021 년 예상 자본총계
목표배수	0.7	2021 년 예상 ROE 11% 수준
B. 대림건설	437	보유 지분 63.94%, 상장사 지분 30% 할인
자본총계	975	2021 년 예상 자본총계
목표배수	1.0	2021 년 예상 ROE 19% 수준
합산 가치(A+B)	3,093	
주식수(천 주)	19,359	
적정 주가(원)	159,794	
목표 주가(원)	**160,000**	

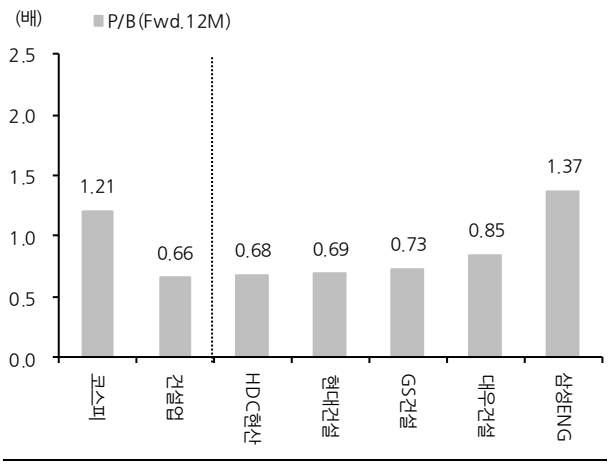
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2020 년 10 월 이후 종목별 주가 수익률



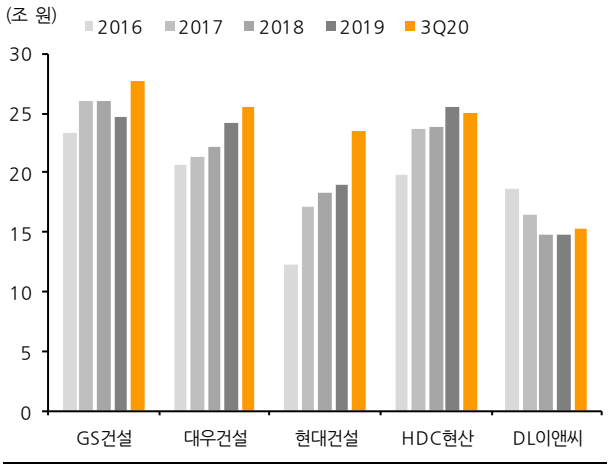
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 건설사 12M Fwd. P/B



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

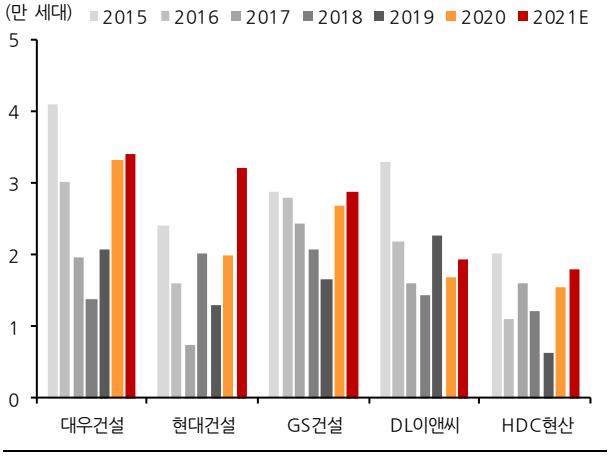
[그림3] 주요 건설사 주택 수주잔고 추이



주: 현대건설 별도기준, 대림산업 연결기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주요 건설사 주택 분양 공급 추이 및 계획



주: 각 사 별도기준

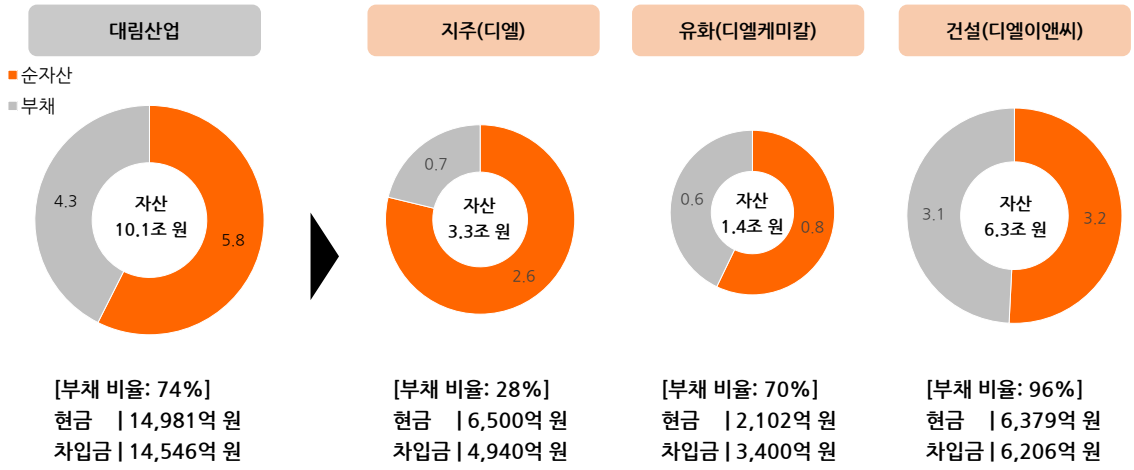
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 사업구조 재편 분할 개요

구분	개요		
분할법인	대림산업		
분할형태	인적/물적 분할 후 존속법인 지주회사 전환 [인적분할] 유화사업부 / 건설사업부 분리 [물적분할] 유화사업부 / 지주회사 분리		
분할법인 사명	존속법인: 디엘 주식회사(DL Holdings Co., Ltd) 인적분할신설 : 디엘이앤씨 주식회사 (DL E&C Co., Ltd) 물적분할신설 : 디엘케미칼 주식회사 (DL Chemical Co., Ltd)		
분할비율	디엘㈜: 디엘이앤씨 = 0.4437144 : 0.5562856 ('20 년 상반기 별도 재무제표 기준)		
발행주식수	[기존]	[변경 후]	
	대림산업 보통주: 34,800,000 주 우선주: 3,800,000 주	디엘㈜ 보통주: 15,441,262 주 우선주: 1,686,115 주	디엘이앤씨 보통주: 19,358,738 주 우선주: 2,113,885 주
주요 일정	'20 년 9 월 10 일 이사회 결의 및 주요사항 보고서 제출 '20 년 9 월 29 일 주주확정 기준일 '20 년 12 월 4 일 주주 총회 '21 년 1 월 1 일 분할기일 '21 년 1 월 25 일 분할 재상장		

자료: 대림산업, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 대림산업의 분할 전후 재무상태 비교



[부채 비율: 74%]
현금 | 14,981억 원
차입금 | 14,546억 원

[부채 비율: 28%]
현금 | 6,500억 원
차입금 | 4,940억 원

[부채 비율: 70%]
현금 | 2,102억 원
차입금 | 3,400억 원

[부채 비율: 96%]
현금 | 6,379억 원
차입금 | 6,206억 원

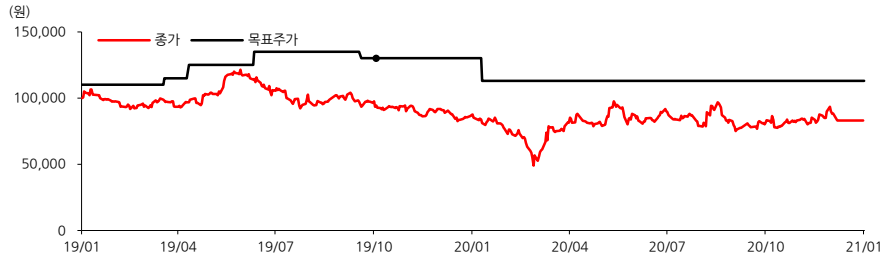
주: 2020년 반기 별도 기준
자료: 대림산업, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (공표일: 2021 년 1 월 22 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이재연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대림산업 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.01.23	2019.02.07	2019.04.09	2019.05.02	2019.05.20
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	110,000	115,000	125,000	125,000
일 시	2019.07.02	2019.08.01	2019.08.22	2019.10.10	2019.11.11	2019.11.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	135,000	135,000	135,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2020.01.21	2020.01.31	2020.02.04	2020.03.10	2020.04.06	2020.04.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	130,000	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000
일 시	2020.04.20	2020.05.04	2020.05.26	2020.07.16	2020.07.31	2020.08.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000
일 시	2020.08.11	2020.09.11	2020.11.02	2020.11.26	2021.01.04	2021.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.09	Buy	115,000	-16.84	-14.87
2019.05.02	Buy	125,000	-13.05	-2.80
2019.07.02	Buy	135,000	-24.86	-14.44
2019.10.10	Buy	130,000	-30.48	-24.69
2020.01.31	Buy	113,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2020 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%