

2021. 1. 22



▲ 건설

Analyst 박형렬  
02. 6454-4872  
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **120,000 원**

현재주가 (1.21) **83,000 원**

상승여력 **44.6%**

KOSPI	3,092.66pt
시가총액	28,884억원
발행주식수	3,480만주
유동주식비율	76.88%
외국인비중	32.33%
52주 최고/최저가	97,400원/49,000원
평균거래대금	370.9억원

주요주주(%)

대림 외 6 인	23.12
국민연금공단	13.34

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.2	-7.8	-4.6
상대주가	-22.0	-35.0	-32.4

주가그래프



# 대림산업 000210

2021년 1월 25일

- ✓ 1월 25일 분할 이후 재상장
- ✓ DL E&C 가치는 대부분 영업이익으로 결정 - 적정 시가총액은 3.2조원
- ✓ DL 지주 가치는 순자산 평가 - 적정 시가총액은 1.6조원
- ✓ 대형건설업체의 시가총액/영업이익 Valuation 이 5x를 상회 - 극단적인 저평가
- ✓ 장기적으로는 DL지주의 보유 지분 및 자산가치에 대한 재평가에 주목

## 2016~20년 영업이익의 3배 성장, 시가총액 3.0조원에서 2.9조원으로 감소

영업이익은 2016년 0.4조원에서 급증하기 시작한 이후 2019년 1조원을 넘어섰고, 2020년은 4분기 서울 숲 오피스 빌딩 매각 차익을 포함할 경우 사상 최대인 1.2조원을 기록할 것으로 전망된다. 3배에 가까운 영업이익 성장에도 불구하고, 기업가치 회복은 나타나지 않았으며, 2020년 9월 회사는 지배구조 강화와 기업가치 제고 방안으로 분할을 발표하였다.

## DL E&C의 21년 영업이익 0.8조원 추정 / 기준 시가총액 1.6조원

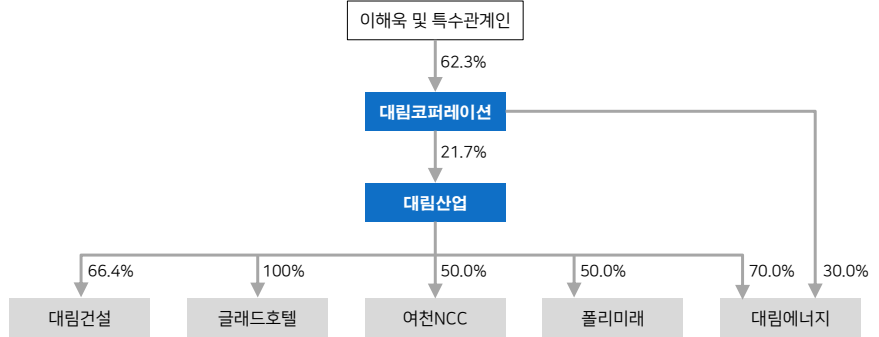
분할 이후 순자산 3.6조원의 DL E&C(건설)의 영업이익은 0.9조원으로 추정된다. 연평균 1.8만호 수준의 연간 분양물량과 주택 부문의 수익성을 고려하면, 이 수준의 이익이 장기간 유지될 것으로 전망된다. 2020년 12월 이후 건설업종의 주가 반등 국면에서 대형건설업체의 시가총액/영업이익이 평균 4.4x 수준까지 상승한 점을 감안하면 저평가 상태이다. 순수 건설업종 내에서의 Valuation 비교가 가능해짐에 따라 적정 시가총액은 3.2조원(주당165,300원)을 상회할 것으로 판단된다.

## DL 지주의 순자본 2.6조원/ 기준 시가총액 1.3조원

DL 지주의 순자본은 2.6조원이며, 지주 업체들의 평균 NAV 대비 할인율 50%를 감안하면 기준 시가총액 1.3조원은 평균적인 Valuation이다. 다만 DL지주의 경우 현재 장부가와 실제 시가와의 격차가 크게 나타나는 1) 여천 NCC(지분 50%, 장부가 0.4조원, 21년 지분법 이익 1,700억 추정 2) 폴리미래(지분 50%, 장부가 463억, 21년 지분법이익 추정 200억, 3) 카리플렉스의 증설 효과와 가치 4) D타워, 본사 사옥 등 자산에 대한 반영이 일어날 경우 장기적인 주가 상승이 예상된다. 적정 시가총액은 1.6조원(주당 103,600원) 이상이 될 것으로 판단된다.

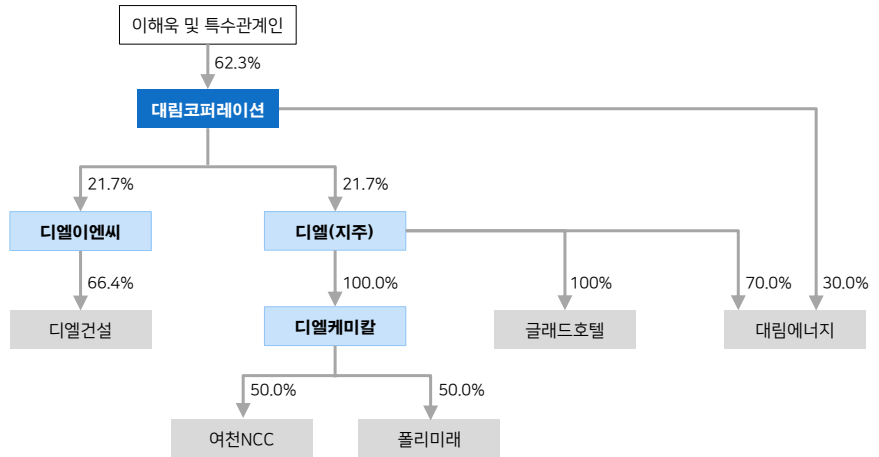
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	10,984.5	845.4	646.4	18,383	33.2	139,638	5.6	0.7	4.3	12.4	112.1
2019	9,700.1	1,130.1	665.0	18,962	5.0	153,815	4.8	0.6	3.1	11.7	99.6
2020E	9,925.4	1,196.5	800.3	22,829	24.9	173,158	3.7	0.5	2.9	12.7	92.1
2021E	10,924.5	1,087.4	734.5	20,937	-6.9	190,481	4.0	0.4	2.7	10.5	82.9
2022E	11,711.9	1,119.8	778.8	22,209	6.1	208,952	3.7	0.4	2.3	10.1	73.3

그림1 대림산업 지배구조



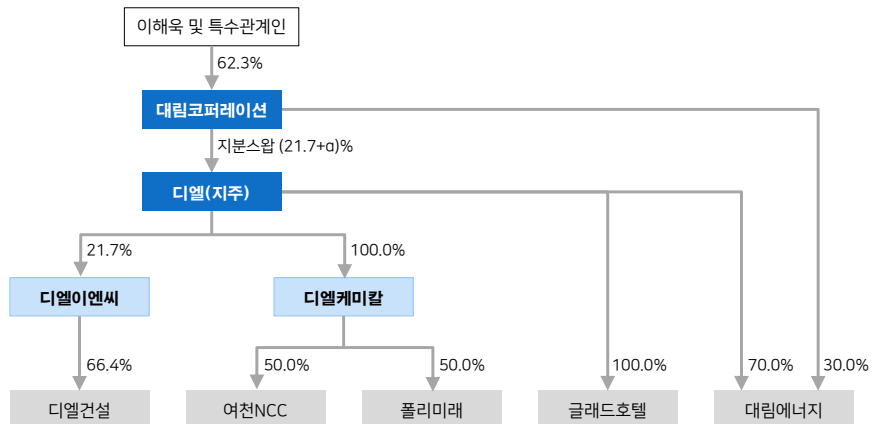
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대림산업 분할 직후



자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대림산업 변경 후 지배구조 예상안



자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

표1 분할 개요

<b>분할법인</b>	<b>대림산업</b>
<b>분할형태</b>	인적/물적 분할 후 존속법인 지주회사 전환 [인적분할] 유화사업부/건설사업부 분리 [물적분할] 유화사업부/지주회사 분리
<b>존속법인</b>	<b>디엘 주식회사(DL Holdings Co., Ltd)</b>
<b>사명</b>	인적분할신설: 디엘이앤씨 주식회사(DL E&C Co., Ltd) 물적분할신설: 디엘케미칼 주식회사(DL Chemical Co., Ltd)
<b>분할비율</b>	디엘(주) : 디엘이앤씨 주식회사 = 0.4437144 : 0.5562856 (*20년 상반기 별도 재무제표 기준)
<b>발행주식수</b>	(대림산업) 보통주: 34,800,000주, 우선주 3,800,000주 (디엘(주)) 보통주: 15,441,262주, 우선주 1,686,115주 (디엘이앤씨) 보통주: 19,358,738주, 우선주 2,113,885주

자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

표2 분할 관련 자산 부채 배분

(십억원)	분할전	분할존속 디엘	분할신설	
			디엘이앤씨	디엘케미칼
자산총계	10,119.7	3,292.5	6,339.7	1,385.8
유동자산	4,568.5	753.7	3,379.2	442.5
비유동자산	5,551.2	2,538.8	2,960.5	943.3
부채총계	4,318.7	718.5	3,112.7	572.0
유동부채	3,181.8	141.9	2,855.6	191.3
비유동부채	1,136.9	576.6	257.1	380.7
<b>자본총계</b>	<b>5,801.0</b>	<b>2,574.0</b>	<b>3,227.0</b>	<b>813.8</b>
자본금	218.5	111.1	107.4	30.0
기타불입자본	539.5	-2,613.4	3,152.8	783.8
이익잉여금	5,080.4	5,080.4	0.0	0.0
기타자본구성요소	-37.4	-4.1	-33.2	0.0
부채와 자본합계	10,119.7	3,292.5	6,339.7	1,385.8

자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

표3 2020년 2분기말 기준 분할 자산 배분 계획

(억원)	디엘 지주	디엘 E&C
<b>현금</b>	<b>6,500</b>	<b>6,379</b>
종속기업주식	20,753	2,317
투자부동산	1,147	4,262
<b>자산총계</b>	<b>32,926</b>	<b>63,397</b>
유동부채	1,419	28,556
<b>단기차입금</b>	<b>800</b>	<b>5,419</b>
비유동부채	5,767	2,571
<b>차입금 및 사채</b>	<b>4,141</b>	<b>787</b>
<b>부채총계</b>	<b>7,185</b>	<b>31,127</b>
<b>자본총계</b>	<b>25,740</b>	<b>32,270</b>

자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

2020 년 하반기 발생한 현금흐름 중 건설부문의 영업실적과 서울 숲 오피스 빌딩 매각잔금 0.6 조원 등은 모두 디엘 E&C 로 편입 예정이다. 이 경우 디엘 E&C 의 총 현금은 1.1 조원~1.2 조원, 순현금 0.6 조원 수준이 될 것이다.

2021 년 디엘 E&C 의 연간 매출은 8.6 조원, 연간 영업이익은 8,865 억원으로 전망된다. 2019 년 이후 주택 분양물량이 정체되어 있고, 플랜트 부문의 신규 수주가 저조하다는 점을 감안하더라도, 주택 부문의 높은 수익성을 감안하면 이 수준의 영업이익이 상당기간 이어질 것으로 전망된다.

동사의 경우 재상장 기준 시가총액 1.6 조원은 극단적인 저평가 상태이며, 대형건설업체 평균 4.4x 에서 20% 할인한 3.5x 를 적용할 경우 적정 시가총액은 3.1 조원으로 추정된다. 보유 순현금을 반영할 경우 추가 상승이 가능할 것이다.

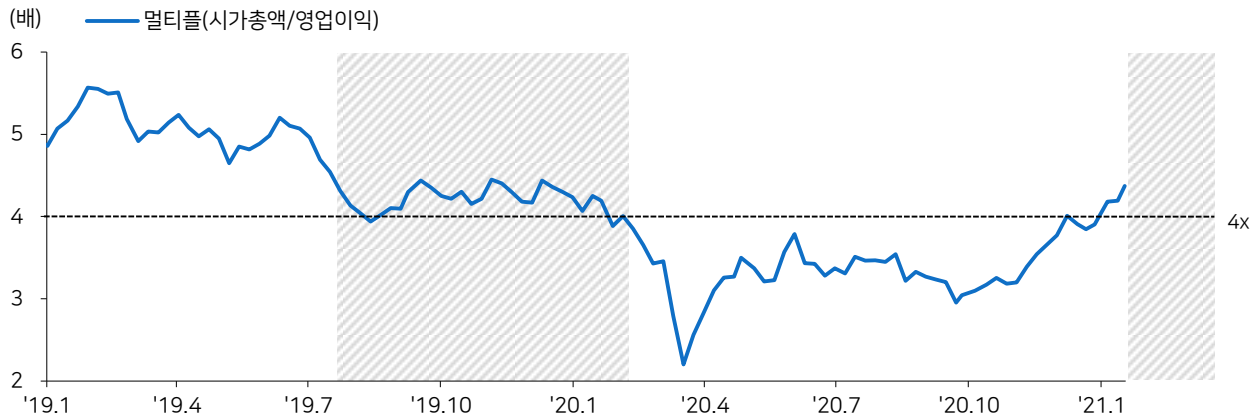
1 월 25 일 상장 시점 기준 주가는 83,000 원이며, 이 가격을 기준으로 시초가 Band 는 41,500 원~166,000 원이다. 시초가를 기준으로 30% 변동이 가능하다.

표4 분할 이후 디엘이앤씨 부문별 실적 추정

(십억원)	'21E	'22E	'23E
<b>전체 신규수주</b>	<b>8,651.5</b>	<b>9,084.1</b>	<b>9,356.6</b>
주택	6,741.7	7,078.7	7,291.1
인프라(토목)	1,158.2	1,216.1	1,252.5
플랜트	751.7	789.3	812.9
<b>주택매출</b>	<b>4,146.7</b>	<b>4,229.6</b>	<b>4,441.1</b>
주택원가	3,369.6	3,458.3	3,663.8
<b>토목매출</b>	<b>881.5</b>	<b>951.0</b>	<b>1,015.9</b>
토목원가	793.8	855.9	914.3
<b>플랜트매출</b>	<b>940.0</b>	<b>911.8</b>	<b>884.4</b>
플랜트원가	846.0	820.6	796.0
<b>전체영업이익</b>	<b>886.5</b>	<b>891.2</b>	<b>889.1</b>

자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대형건설업체 시가총액/영업이익 추이 - 평균 4.4x 까지 상승 / 디엘 E&C 기준가격은 1.8x 수준



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터  
 주: 12mF 영업이익 기준

물적 분할 대상인 디엘케미칼과 관련 자회사를 보유하게 되는 디엘(지주)의 경우 순자산은 2.6 조원이다.

가치 평가의 핵심은 연간 지분법 이익의 2x 수준에 불과한 석유화학 자회사들의 장부가, 카리플렉스의 증설 효과와 실적, 본사 사옥 및 광화문 D 타워 등에 대한 평가 수준이다. 일반적인 지주회사의 NAV 대비 할인율 50%를 적용하기에는 지주가 보유하고 있는 지분과 자산들에 대한 장부가격이 실제와 차이가 큰 것으로 판단된다.

보수적으로 개발사업이 진행되기 전 단계인 자산가치에 대한 반영을 배제하고, 카리플렉스 등 자회사 가치 역시 장부가로 반영한다. 다만 2021 년 실적이 크게 성장할 것으로 전망되는 여천 NCC 와 폴리미래에 대한 가치를 지분법 이익에 5x 수준을 적용할 경우 NAV 는 3.2 조원으로 추정된다. 평균적인 지주회사 할인율 50% 할인율을 적용할 경우 적정 시가총액은 1.6 조원으로 판단된다.

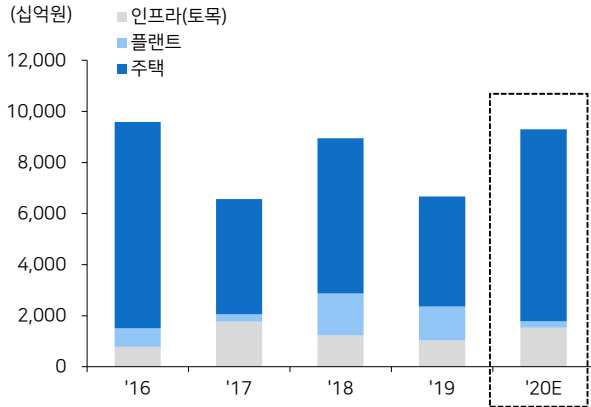
지주 부문 역시 건설부문과 마찬가지로 1 월 25 일 상장 시점 기준 주가는 83,000 원 이며, 이 가격을 기준으로 시초가 Band 는 41,500 원~166,000 원이다. 시초가를 기준으로 30% 변동이 가능하다. 1.6 조원 시가총액은 주당 102,000 원 수준이다.

표5 DL 지주 보유 지분

법인명	법인 위치	영업활동	지분율(%)	장부가(억원)
대림자동차공업(주)	대한민국	자동차 부품 제조업	100.0	1,435
글래드호텔앤리조트(주)	대한민국	호텔업	100.0	2,520
대림에너지(주)	대한민국	발전소 등 개발	70.0	2,971
청진이삼프로젝트(주)	대한민국	부동산임대업	48.5	1,122
Cariflex PTE.LTD.	싱가포르	석유화학 제품 제조업	100.0	2,728
여천NCC(주)	대한민국	석유화학계 기초화학 물질 제조업	50.0	3,843
폴리미래(주)	대한민국	합성수지 및 기타 플라스틱물질 제조업	50.0	463
<b>합계</b>				<b>15,083</b>

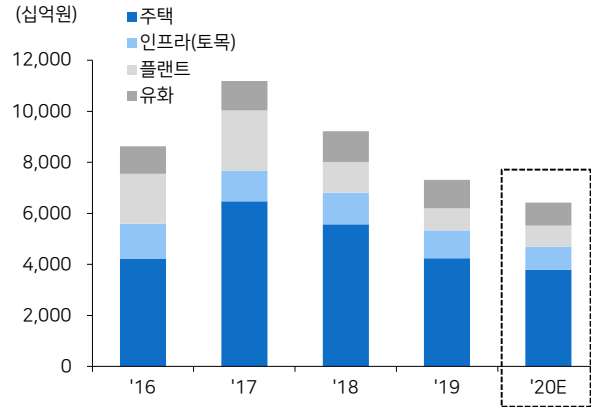
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신규수주



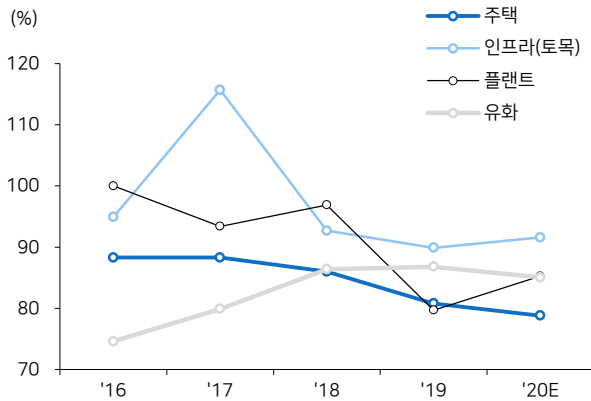
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림6 매출액



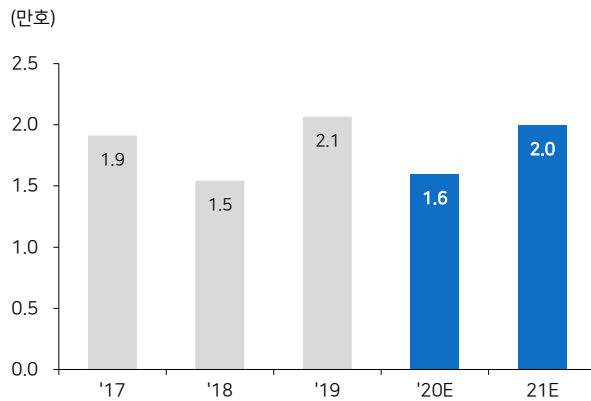
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림7 원가율



자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림8 분량물량



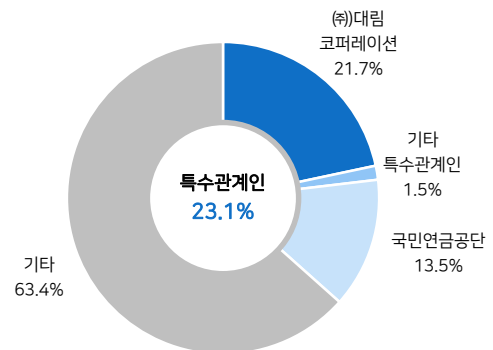
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림9 PBR



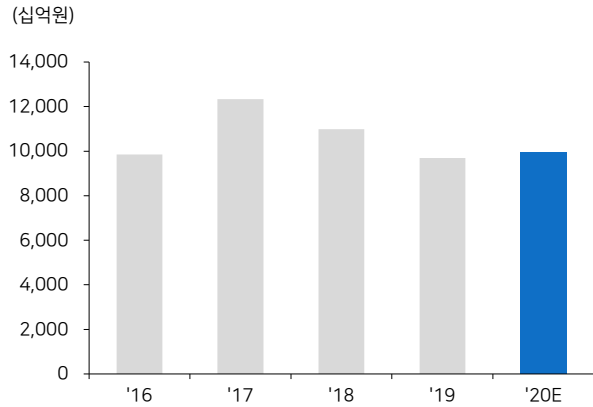
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림10 주주 현황



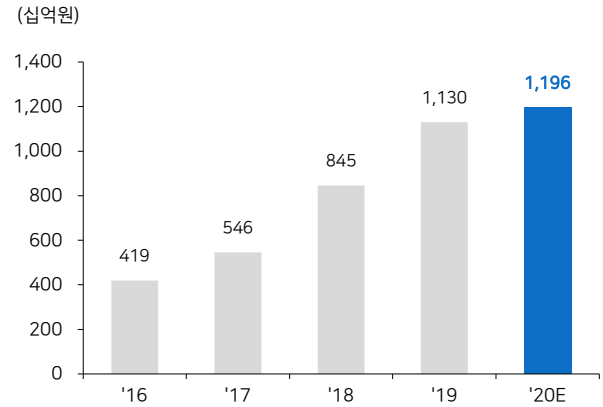
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림11 매출액 (연결)



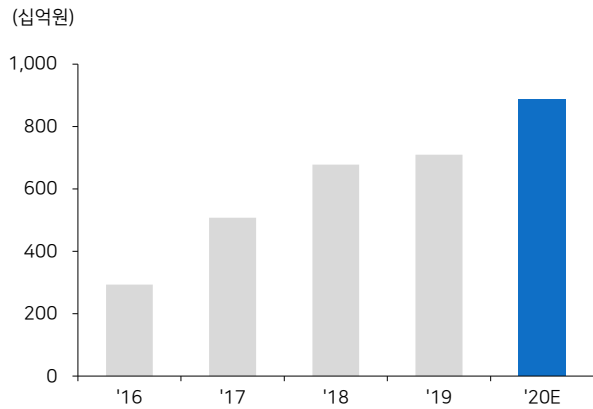
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림12 영업이익 (연결)



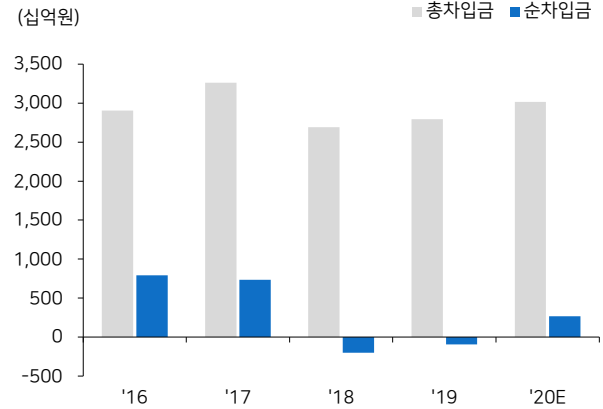
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림13 순이익 (연결)



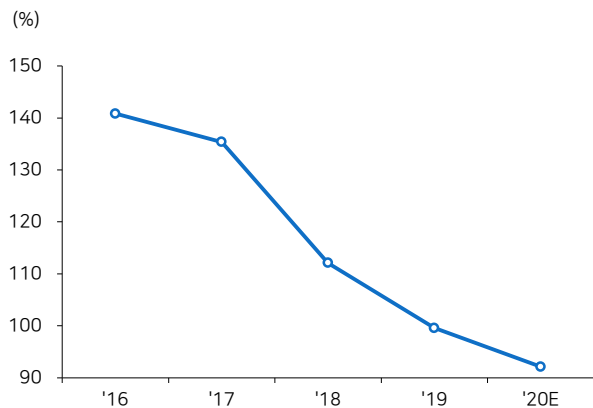
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림14 차입금 (연결)



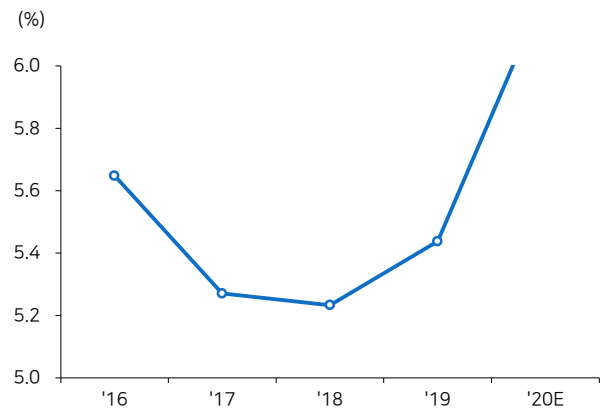
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림15 부채비율 (연결)



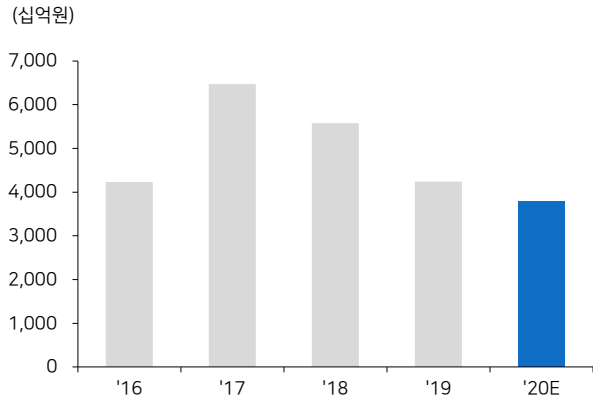
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림16 판관비율 (연결)



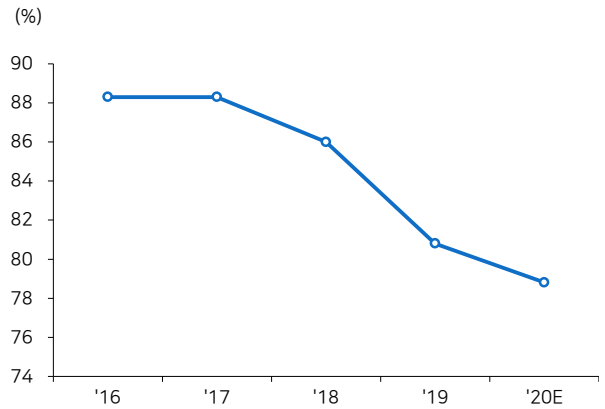
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연간 주택 매출액



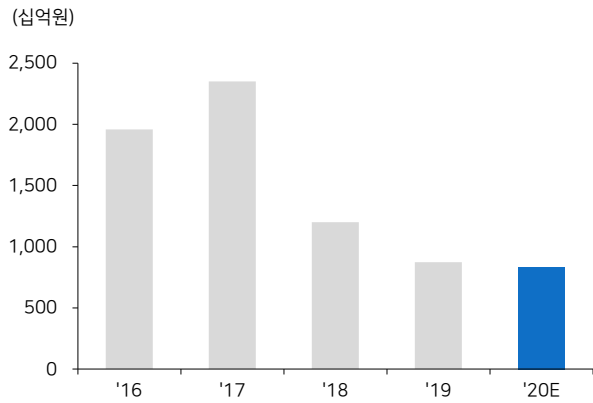
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연간 주택 원가율



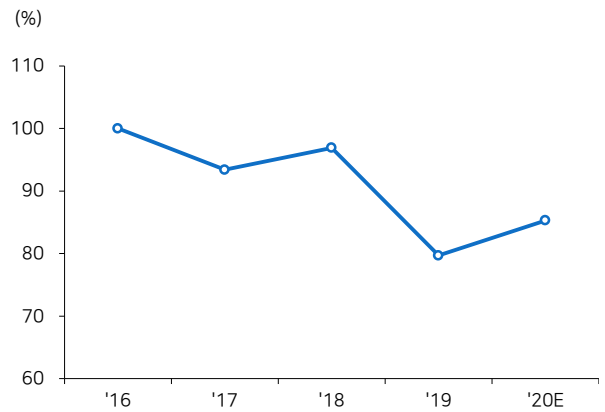
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림19 연간 플랜트 매출액



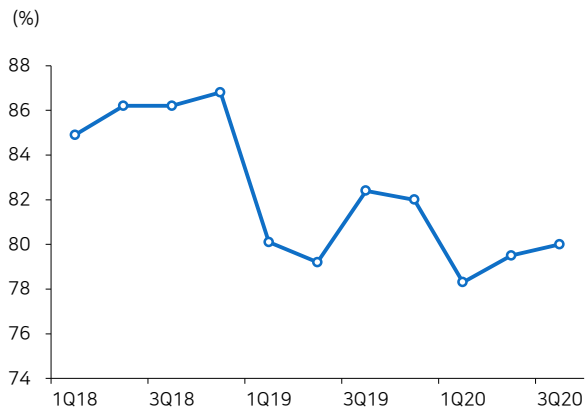
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림20 연간 플랜트 원가율



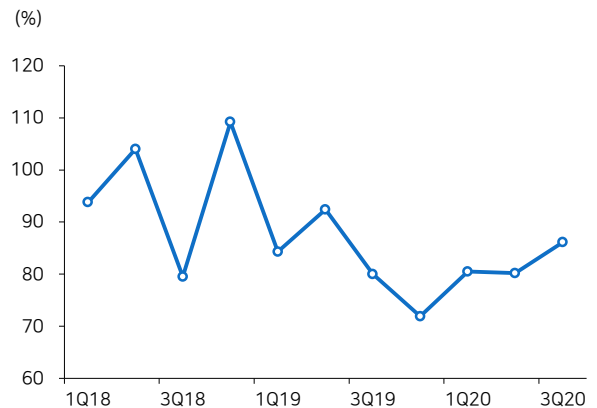
자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림21 분기별 주택 원가율



자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터

그림22 분기별 플랜트 원가율



자료: 대림산업, 메리츠증권 리서치센터



## 대림산업 (000210)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>10,984.5</b>	<b>9,700.1</b>	<b>9,925.4</b>	<b>10,924.5</b>	<b>11,711.9</b>
매출액증가율 (%)	-11.0	-11.7	2.3	10.1	7.2
매출원가	9,564.3	8,042.5	8,109.2	9,176.1	9,898.8
매출총이익	1,420.2	1,657.6	1,816.3	1,748.4	1,813.1
판매관리비	574.8	527.5	619.8	661.1	693.3
<b>영업이익</b>	<b>845.4</b>	<b>1,130.1</b>	<b>1,196.5</b>	<b>1,087.4</b>	<b>1,119.8</b>
영업이익률	7.7	11.7	12.1	10.0	9.6
금융손익	-36.3	-27.0	-36.8	-56.0	-43.7
중속/관계기업손익	260.2	214.2	136.8	176.0	185.6
기타영업외손익	-174.8	-359.5	-0.9	-27.3	-10.5
세전계속사업이익	894.4	957.8	1,295.6	1,180.2	1,251.3
법인세비용	216.4	247.5	335.0	354.1	375.4
<b>당기순이익</b>	<b>678.1</b>	<b>710.3</b>	<b>886.7</b>	<b>826.1</b>	<b>875.9</b>
지배주주지분 손이익	646.4	665.0	800.3	734.5	778.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,104.5</b>	<b>952.2</b>	<b>1,214.9</b>	<b>933.7</b>	<b>981.4</b>
당기순이익(손실)	678.1	710.3	886.7	826.1	875.9
유형자산상각비	120.3	140.8	158.2	157.8	144.2
무형자산상각비	10.3	11.1	34.6	33.4	31.1
운전자본의 증감	-332.8	-436.7	-218.2	-83.6	-69.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-380.8</b>	<b>-137.3</b>	<b>-1,358.3</b>	<b>-302.7</b>	<b>-259.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-148.5	-168.5	-449.1	-70.0	-70.0
투자자산의감소(증가)	210.2	-299.6	-331.6	-203.1	-186.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-525.6</b>	<b>-386.8</b>	<b>74.7</b>	<b>-252.4</b>	<b>-303.9</b>
차입금의 증감	-570.7	103.1	224.0	-194.3	-238.1
자본의 증가	-0.3	-0.4	67.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	202.7	424.7	-69.2	378.7	417.6
기초현금	1,931.8	2,134.5	2,559.2	2,489.9	2,868.6
기말현금	2,134.5	2,559.2	2,489.9	2,868.6	3,286.2

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>6,366.7</b>	<b>6,739.7</b>	<b>6,210.7</b>	<b>6,843.2</b>	<b>7,385.7</b>
현금및현금성자산	2,134.5	2,559.2	2,489.9	2,868.6	3,286.2
매출채권	1,011.6	754.6	739.5	827.8	838.8
재고자산	998.9	1,120.1	840.1	882.1	893.8
<b>비유동자산</b>	<b>6,467.1</b>	<b>6,705.5</b>	<b>7,871.2</b>	<b>7,953.1</b>	<b>8,034.0</b>
유형자산	2,070.2	2,017.3	2,024.7	1,936.9	1,862.6
무형자산	51.7	66.3	547.4	514.0	482.9
투자자산	2,157.6	2,417.4	2,745.0	2,948.1	3,134.3
<b>자산총계</b>	<b>12,833.7</b>	<b>13,445.2</b>	<b>14,081.9</b>	<b>14,796.3</b>	<b>15,419.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,530.0</b>	<b>4,271.4</b>	<b>3,998.4</b>	<b>4,053.8</b>	<b>4,011.2</b>
매입채무	1,217.8	1,266.3	1,139.7	1,162.5	1,177.9
단기차입금	186.9	151.5	188.9	178.9	138.9
유동성장기부채	626.9	486.1	349.4	299.4	249.4
<b>비유동부채</b>	<b>2,253.4</b>	<b>2,437.1</b>	<b>2,754.6</b>	<b>2,653.2</b>	<b>2,509.3</b>
사채	811.8	896.3	726.9	626.9	526.9
장기차입금	1,033.8	1,052.7	1,498.0	1,448.0	1,398.0
<b>부채총계</b>	<b>6,783.5</b>	<b>6,708.5</b>	<b>6,753.0</b>	<b>6,707.1</b>	<b>6,520.5</b>
<b>자본금</b>	<b>218.5</b>	<b>218.5</b>	<b>218.5</b>	<b>218.5</b>	<b>218.5</b>
자본잉여금	538.9	538.4	606.1	606.1	606.1
기타포괄이익누계액	-160.3	-149.6	-162.2	-162.2	-162.2
이익잉여금	4,793.0	5,329.9	6,021.5	6,690.2	7,403.1
비지배주주지분	660.2	799.4	645.0	736.6	833.8
<b>자본총계</b>	<b>6,050.2</b>	<b>6,736.7</b>	<b>7,328.9</b>	<b>8,089.2</b>	<b>8,899.3</b>

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	315,646	278,738	285,213	313,922	336,548
EPS(지배주주)	18,383	18,962	22,829	20,937	22,209
CFPS	36,603	43,978	45,318	41,015	42,248
EBITDAPS	28,045	36,839	39,921	36,740	37,217
BPS	139,638	153,815	173,158	190,481	208,952
DPS	1,700	1,300	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	1.7	1.4	1.8	1.8	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.6	4.8	3.7	4.0	3.7
PCR	2.8	2.1	1.8	2.0	2.0
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
EBITDA	976.0	1,282.0	1,389.3	1,278.6	1,295.1
EV/EBITDA	4.3	3.1	2.9	2.7	2.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.4	11.7	12.7	10.5	10.1
EBITDA 이익률	8.9	13.2	14.0	11.7	11.1
부채비율	112.1	99.6	92.1	82.9	73.3
금융비용부담률	1.0	1.0	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	7.4	11.3	12.2	11.8	13.0
매출채권회전율(x)	16.1	11.0	13.3	13.9	14.1
재고자산회전율(x)	12.8	9.2	10.1	12.7	13.2

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**대림산업 (000210) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

