

대림산업

000210

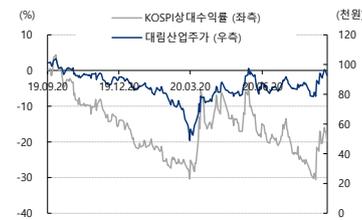
Sep 11, 2020

Hold 하향
TP 110,000 원 유지

Company Data

현재가(09/10)	92,800 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	104,000 원
52 주 최저가(보통주)	49,000 원
KOSPI (09/10)	2,396.48p
KOSDAQ (09/10)	884.30p
자본금	2,185 억원
시가총액	34,343 억원
발행주식수(보통주)	3,480 만주
발행주식수(우선주)	380 만주
평균거래량(60 일)	40.8 만주
평균거래대금(60 일)	364 억원
외국인자분(보통주)	40.27%
주요주주	
대림코퍼레이션 외 6 인	23.12%
국민연금공단	13.05%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.2	31.6	-5.8
상대주가	7.7	7.8	-20.1



건설/부동산 백광재

3771-9252, seoha100@iprovest.com



분할은 중립적 이슈

목표주가 11만원 유지, 투자의견 'Hold'로 하향

대림산업에 대해 목표주가 11만원 유지. 하지만 투자의견 'Hold'로 하향. 목표주가 유지는 현재 주가가 여전히 저평가된 수준이기 때문이며, 투자의견 하향은 분할 이후 디엘이엔씨 지분 취득가정에서 진행 될 현물출자 유상증자 과정에서의 신주 증가 효과에 따른 주당순이익·주당배당금 하락 효과가 전망되기 때문. 동사는 9월 10일 회사분할 결정 공시. 분할 기일은 2021년 1월 1일이고, 분할 방식은 인적분할과 물적분할을 병행하여 디엘지주(존속회사)·디엘이엔씨(인적분할 신설회사)·디엘케미칼(물적분할 신설회사, 디엘지주의 100% 자회사)로 분할하여 지주사 체제로 전환할 예정. 분할후 디엘지주는 상장을 유지하고, 디엘이엔씨는 재상장할 예정. 분할 배경은 서로 상이한 양 사업간 리스크 이전에 따른 고착화된 기업가치 저평가 해소와 개별 기업별 가치 재평가 → 주주이익 극대화임. 동사는 분할을 통해 건설 부문은 '디벨로퍼' 중심 Total Solution 사업자, 유회부문은 '글로벌 Top 20' 석유화학 회사로의 성장을 목표로 함.

분할 전 사업부별 재평가 기대로 긍정적, 분할 후 신주 증가 효과로 부정적

이번 분할로 대림산업은 존속회사인 순수지주사 디엘(주)와 인적분할될 디엘이엔씨(건설)로 주주 지분 분할 예정. 분할 직후 양사 모두 대림코퍼레이션의 자회사 위치이나, 분할 이후 디엘(주)가 주식매입, 공개매수 또는 현물출자 등의 방안을 통한 디엘이엔씨 지분 취득으로 지주사 체제 완성 검토. 당사는 분할 이후 디엘(주)가 디엘이엔씨 지분을 취득할 것으로 예상. 공정거래법상 지주사의 자회사 요건(지분을 20% 이상)에 따라 현물출자 유상증자(신주발행) 과정이 수반되고 대림코퍼레이션은 디엘이엔씨 보유지분 전량(21.67%)을 현물출자 할 것으로 전망. 이후 주식 교환비용, 공개매수 참여율에 따라 다르겠지만 대림코퍼레이션은 디엘(주) 지분을 40% 내외로 보유할 것으로 추정. 그 외 주주의 경우는 분할전은 사업부별 재평가 기대로 주가에 긍정적일 것으로 보이나, 이후 공개 매수에 참여한다면 지주사 디스카운트 효과, 참여하지 않는다면 신주발행에 따른 총주식수 증가로 주당순이익·주당배당금 감소 효과 발생. 한편 이번 건은 단순 분할로 주식매수 청구권은 없음.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2018.12	2019.12	2020.12E	2021.12E	2022.12E
매출액(십억원)	10,984	9,700	10,952	11,420	12,357
YoY(%)	-11.0	-11.7	12.9	4.3	8.2
영업이익(십억원)	845	1,130	1,226	1,130	1,285
OP 마진(%)	7.7	11.6	11.2	9.9	10.4
순이익(십억원)	678	710	800	845	951
EPS(원)	18,383	18,962	21,362	22,576	25,436
YoY(%)	31.5	3.1	12.7	5.7	12.7
PER(배)	5.6	4.8	4.4	4.2	3.7
PCR(배)	2.9	2.1	1.7	1.8	1.7
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	4.3	3.0	2.1	2.0	1.4
ROE(%)	12.4	11.7	11.9	11.3	11.4

[도표 1] 분할 개요 및 일정

02 분할 세부 내용

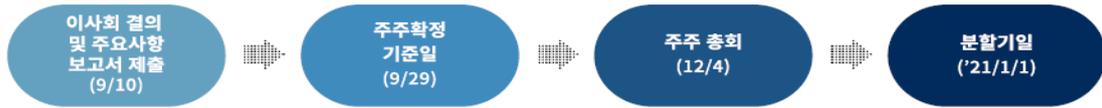
DAELIM

분할 개요 및 일정

① 사업구조 재편 분할 개요

분할법인	대림산업					
분할형태	인적/물적 분할 후 존속법인 지주회사 전환 [인적분할] 유화사업부 / 건설사업부 분리 [물적분할] 유화사업부 / 지주회사 분리					
분할법인사명	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 border="0"> <tr> <td> 대림산업 ■ 보통주 : 34,800,000주 ■ 우선주 : 3,800,000주 </td> <td style="text-align: center;">➔</td> <td> 디엘(주) ■ 보통주 : 15,441,262주 ■ 우선주 : 1,686,115주 </td> <td style="text-align: center;">➔</td> <td> 디엘이앤씨 ■ 보통주 : 19,358,738주 ■ 우선주 : 2,113,885주 </td> </tr> </table>	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
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		

② 향후 주요 일정(예정)



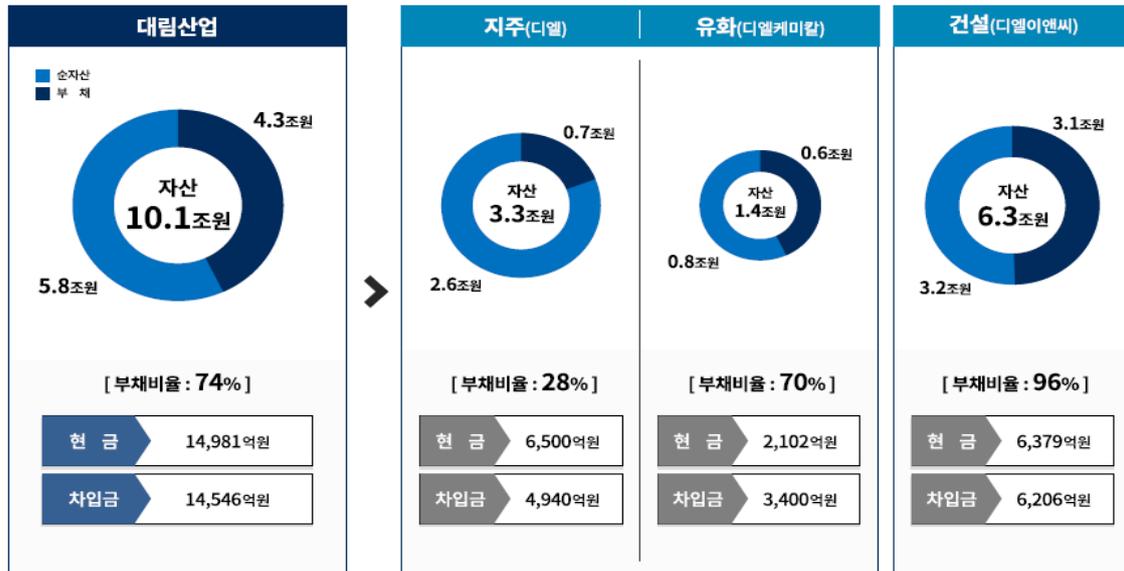
자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 분할 전후 재무상태 비교

02 분할 세부 내용

DAELIM

분할 전후 재무상태 비교 ('20년 반기 별도 기준)



자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 분할 구조

02 분할 세부 내용

DAELIM

분할 구조

분할된 건설, 유화 등 사업회사들을 자회사로 둔 순수 지주회사 체제로 전환

계열사별 독자 성장전략을 조율하고 이끌어 나갈 수 있는 지주회사 중심의 투명한 기업 지배구조 확립



* 현재 예상하는 지배구조 변경 후 예상되는 모습으로 추후 변경될 수 있음

[대림산업 000210]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	10,984	9,700	10,952	11,420	12,357
매출원가	9,564	8,043	9,159	9,729	10,506
매출총이익	1,420	1,658	1,793	1,690	1,851
매출총이익률 (%)	12.9	17.1	16.4	14.8	15.0
판매비와관리비	575	527	567	560	566
영업이익	845	1,130	1,226	1,130	1,285
영업이익률 (%)	7.7	11.7	11.2	9.9	10.4
EBITDA	976	1,282	1,377	1,275	1,412
EBITDA Margin (%)	8.9	13.2	12.6	11.2	11.4
영업외손익	49	-172	4	-4	-17
관계기업손익	260	214	200	192	184
금융수익	112	89	118	122	134
금융비용	-149	-116	-128	-127	-131
기타	-175	-359	-186	-191	-204
법인세비용차감전순손익	894	958	1,230	1,126	1,268
법인세비용	216	248	431	282	317
계속사업순손익	678	710	800	845	951
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	678	710	800	845	951
당기순이익률 (%)	6.2	7.3	7.3	7.4	7.7
비지배지분순이익	32	45	51	54	61
지배지분순이익	646	665	749	791	890
지배순이익률 (%)	5.9	6.9	6.8	6.9	7.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-67	0	-5	-5	-5
포괄순이익	611	710	794	839	946
비지배지분포괄이익	27	46	52	55	62
지배지분포괄이익	585	664	742	785	884

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	1,105	952	791	783	785
당기순이익	678	710	800	845	951
비현금항목의 가감	596	820	988	831	847
감가상각비	120	141	142	137	120
외환손익	2	-9	-20	-24	-26
지분법평가손익	-301	-250	-200	-192	-184
기타	775	938	1,066	910	938
자산부채의 증감	-333	-437	-827	-587	-679
기타현금흐름	164	-141	-169	-305	-334
투자활동 현금흐름	-381	-137	-426	-356	-237
투자자산	-92	-215	-150	-150	-150
유형자산	-149	-168	-290	-220	-100
기타	-140	246	14	14	13
재무활동 현금흐름	-526	-387	26	38	50
단기차입금	-23	-127	-8	-7	-7
사채	339	359	93	103	114
장기차입금	164	110	19	20	20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-48	-75	-50	-50	-50
기타	-958	-655	-29	-27	-26
현금의 증감	203	425	1,326	614	737
기초 현금	1,932	2,135	2,559	3,885	4,499
기말 현금	2,135	2,559	3,885	4,499	5,236
NOPLAT	641	838	797	848	964
FCF	290	385	-169	185	311

자료: 대림산업, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	6,367	6,740	7,236	7,930	8,838
현금및현금성자산	2,135	2,559	3,885	4,499	5,236
매출채권 및 기타채권	1,440	1,253	1,386	1,423	1,499
재고자산	999	1,120	1,265	1,319	1,427
기타유동자산	1,793	1,807	700	688	677
비유동자산	6,467	6,706	7,018	7,294	7,474
유형자산	2,070	2,017	2,135	2,189	2,139
관계기업투자금	1,147	1,338	1,488	1,638	1,788
기타금융자산	1,010	1,080	1,096	1,138	1,182
기타비유동자산	2,239	2,271	2,298	2,330	2,365
자산총계	12,834	13,445	14,254	15,224	16,312
유동부채	4,530	4,271	4,144	4,108	4,046
매입채무 및 기타채무	1,775	1,815	1,747	1,766	1,759
차입금	187	151	144	137	130
유동성채무	627	486	462	439	417
기타유동부채	1,941	1,819	1,792	1,766	1,741
비유동부채	2,253	2,437	2,581	2,747	2,944
차입금	1,034	1,053	1,072	1,092	1,112
사채	812	896	990	1,093	1,207
기타비유동부채	408	488	519	563	626
부채총계	6,783	6,709	6,725	6,855	6,990
지배지분	5,390	5,937	6,635	7,376	8,216
자본금	219	219	219	219	219
자본잉여금	539	538	538	538	538
이익잉여금	4,793	5,330	6,028	6,768	7,608
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	660	799	893	993	1,106
자본총계	6,050	6,737	7,529	8,369	9,322
총차입금	2,663	2,659	2,744	2,840	2,949

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	18,383	18,962	21,362	22,576	25,436
PER	5.6	4.8	4.4	4.2	3.7
BPS	139,638	153,815	171,902	191,083	212,844
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
EBITDAPS	25,284	33,212	35,673	33,038	36,572
EV/EBITDA	4.3	3.0	2.1	2.0	1.4
SPS	315,646	278,738	314,713	328,151	355,091
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	7,516	9,967	-4,372	4,799	8,059
DPS	1,700	1,300	1,300	1,300	1,300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	-11.0	-11.7	12.9	4.3	8.2
영업이익 증가율	54.9	33.7	8.4	-7.8	13.7
순이익 증가율	33.5	4.8	12.6	5.6	12.6
수익성					
ROIC	35.7	66.4	50.2	44.5	46.7
ROA	4.9	5.1	5.4	5.4	5.6
ROE	12.4	11.7	11.9	11.3	11.4
안정성					
부채비율	112.1	99.6	89.3	81.9	75.0
순차입금비율	20.8	19.8	19.2	18.7	18.1
이자보상배율	7.4	11.3	11.9	10.6	11.6

대림산업 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2018.10.10	Buy	120,000	(33.26)	(29.83)	2020.08.01	Buy	110,000	(21.10)	(12.09)
2018.11.02	Buy	120,000	(24.76)	(12.08)	2020.09.11	hold	110,000	-	
2019.01.17	Buy	120,000	(23.32)	(11.25)					
2019.02.01	Buy	120,000	(22.05)	(11.25)					
2019.04.15	Buy	120,000	(20.27)	(17.00)					
2019.05.08	Buy	120,000	(11.22)	1.25					
2019.07.22	Buy	130,000	(23.86)	(17.31)					
2019.10.16	Buy	130,000	(31.28)	(17.31)					
2020.03.24	Buy	90,000	(22.34)	(12.56)					
2020.04.08	Buy	90,000	(15.28)	(2.11)					
2020.05.06	Buy	90,000	(8.03)	8.22					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자 2020.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	86.1	13.9	0.0	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하