

DL이앤씨 (375500)

건설

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	180,000원 (I)
현재주가 (11/29)	113,500원
상승여력	59%

시가총액	23,450억원
총발행주식수	21,472,623주
60일 평균 거래대금	145억원
60일 평균 거래량	108,995주
52주 고	153,500원
52주 저	104,000원
외인지분율	25.75%
주요주주	DL 외 5 인 23.63%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.9)	(14.7)	0.0
상대	(14.2)	(8.1)	0.0
절대(탈려환산)	(17.6)	(16.4)	0.0

할인 요인 축소를 고려한다면 지나친 저평가

대림산업 지주사 전환, 건설 부문 DL이앤씨 신설

DL이앤씨는 기존 대림산업의 지주사 전환 과정에서 건설 부문의 인적분할 과정을 통해 설립되었다. 자회사로는 국내 건축(주택포함), 토목 사업을 영위하는 DL건설(64.0%, 구 대림건설)과 사우디 마덴, 터키 차나칼레 공사를 수행하는 해외법인(지분 100%)을 보유하고 있다. 1) 복합기업(건설/화학)의 디스카운트 해소, 2) 주주환원 정책 발표[지배주주 순이익 15% 주주 환원(현금배당 10% + 자기주식 매입 5%)] 3) 디벨로퍼형 사업 확대(기존 도급사업 위주) 등 과거 대림산업 시기의 멀티플 할인 요인은 점차 축소되고 있다.

주택 중심의 실적 성장, 디벨로퍼 비중 확대와 해외 수주 증가 가능성

2022년 연결 기준 실적은 매출액 8.48조원(+9.8%, YoY), 영업이익 9,786억원(+5.5%, YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 주택 부문을 중심으로 한 실적 개선과 더불어 추가적인 마진을 상향할 수 있는 디벨로퍼형 수주 증가로 추가적인 성장을 도모해 나갈 전망이다. COVID-19 여파로 전반적인 해외 현장 관련 추가원가 이슈의 우려가 상존하는 반면, 해외 손실 조기 안정화 및 수주 감소는 실적 불확실성을 축소하는 긍정적 요인으로 작용하고 있다.

2021년 주택 분양 가이던스 하향[20,330 → 15,660세대(별도 기준)]는 부정적 요인인 반면, 과거 3개년(별도 기준) 평균 0.6조원에 그쳤던 해외 수주 실적은 연내 러시아 플랜트(1.6조원), 필리핀 철도(0.4조원)를 비롯해 2022년 미국 USGC(0.6조원), 베트남 복합화력(0.4조원) 등 해외 수주 증가 가능성이 높아진 상황이다.

투자 의견 Buy 및 목표주가 180,000원으로 커버리지 개선

DL이앤씨에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개선한다. 목표주가는 2022년 추정 BPS 224,409원에 주요 건설 Peer 평균에 ROE를 고려한 PBR 0.8x를 적용하여 산출하였다. 분할 직후 디벨로퍼의 신사업 기대감은 수소에너지, CCS(이산화탄소 포집 시설) 등의 분야로 확대되었다. 연내 CCS 관련 500~1,000억원 규모의 실질적인 수주 성과와 CCS 관련 현대오일뱅크와 건축소재 사업 협약 체결 등 점진적으로 구체화되고 있다. 과거 멀티플 할인 요인 축소와 이익 성장, 신사업 분야 모멘텀 등을 고려한다면 과도한 저평가 구간으로 판단한다. 현 주가는 2022년 기준 PER 3.3x, PBR 0.53x에 불과하다(ROE : 15.1%).

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	22,838		26.4	22,112	3.3
영업이익	2,396		-7.5	2,498	-4.1
세전계속사업이익	2,196		-21.9	2,445	-10.2
지배순이익	1,520		-22.2	1,517	0.2
영업이익률 (%)	10.5		-3.8 %pt	11.3	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	6.7		-4.1 %pt	6.9	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	0	0	77,126	84,721
영업이익	0	0	9,273	9,786
지배순이익	0	0	6,127	6,743
PER	-	-	3.6	3.3
PBR	-	-	0.6	0.5
EV/EBITDA	-	-	1.5	1.1
ROE	0.0	0.0	29.3	15.1

자료: 유안타증권

DL이앤씨 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

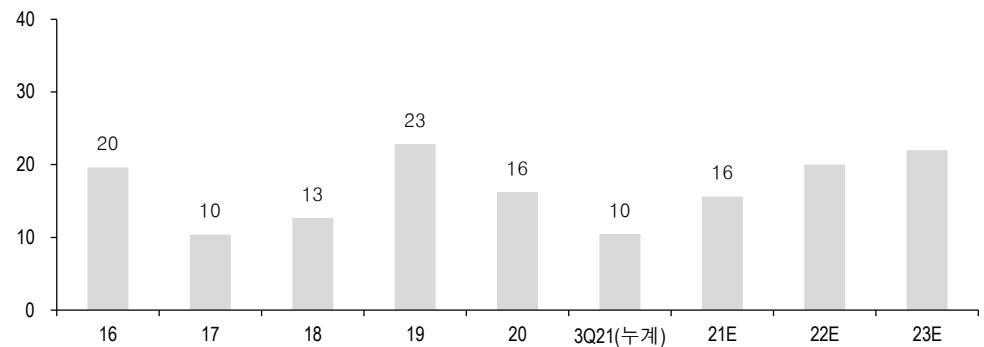
(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2021E	2022E
매출액 (연결)	1,951	1,999	1,828	2,613	8,391	1,700	1,922	1,807	2,284	7,713	8,472
DL 이앤씨 (별도)	1,456	1,562	1,262	1,972	6,252	1,196	1,332	1,235	1,674	5,437	6,156
- 주택	942	954	768	1,389	4,052	744	899	826	1,198	3,667	4,226
- 토목	216	213	212	256	896	180	208	187	229	803	884
- 플랜트	299	396	282	327	1,304	272	223	220	246	961	1,045
DL 건설	425	341	460	509	1,734	417	494	465	491	1,867	2,002
해외법인	71	96	107	132	405	90	97	111	121	418	318
영업이익 (연결)	250	272	188	309	1,019	200	229	259	240	927	979
DL 이앤씨 (별도)	165	209	112	256	741	124	158	183	183	647	705
DL 건설	70	46	53	34	203	63	54	53	43	213	238
해외법인	15	17	23	20	74	16	18	24	16	74	39
영업이익률	12.8%	13.6%	10.3%	11.8%	12.1%	11.8%	11.9%	14.3%	10.5%	12.0%	11.6%
DL 이앤씨 (별도)	11.4%	13.4%	8.8%	13.0%	11.9%	10.3%	11.9%	14.8%	10.9%	11.9%	11.5%
DL 건설	16.4%	13.6%	11.5%	6.7%	11.7%	15.1%	10.9%	11.4%	8.8%	11.4%	11.9%
해외법인	20.6%	17.5%	21.6%	15.0%	18.3%	18.3%	18.4%	21.9%	13.0%	17.8%	12.2%

주 : DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터 추정

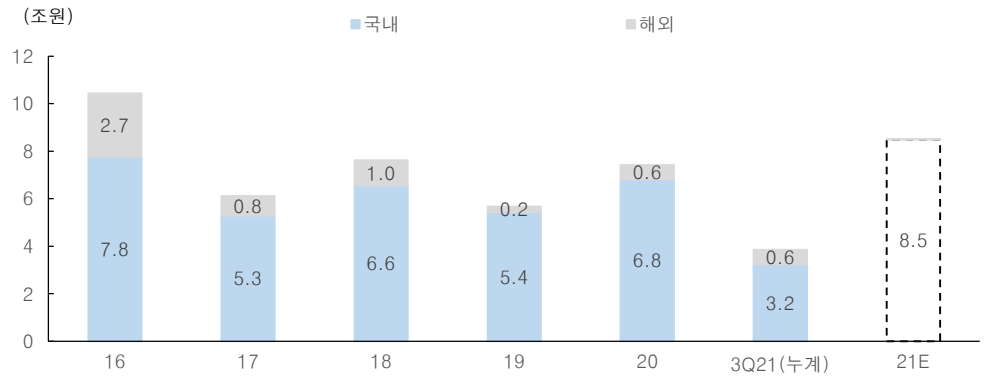
DL이앤씨 연간 주택 착공물량 추이 및 전망

(천세대)



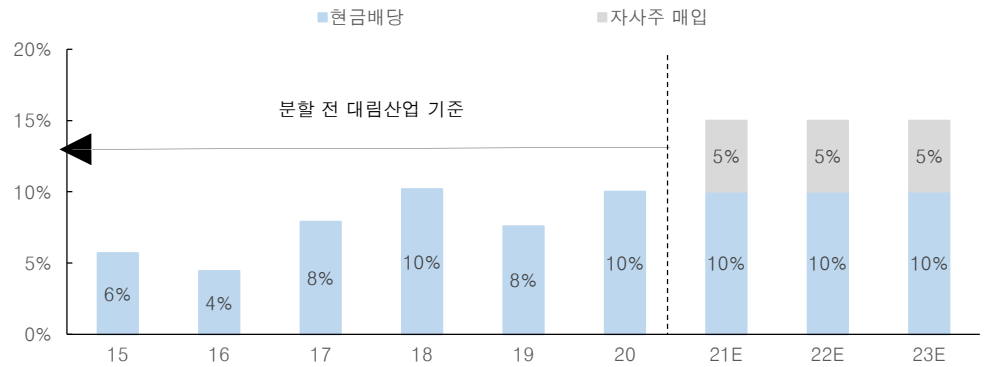
자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터

DL 이앤씨(별도 기준) 연간 국내/해외 수주 및 가이던스



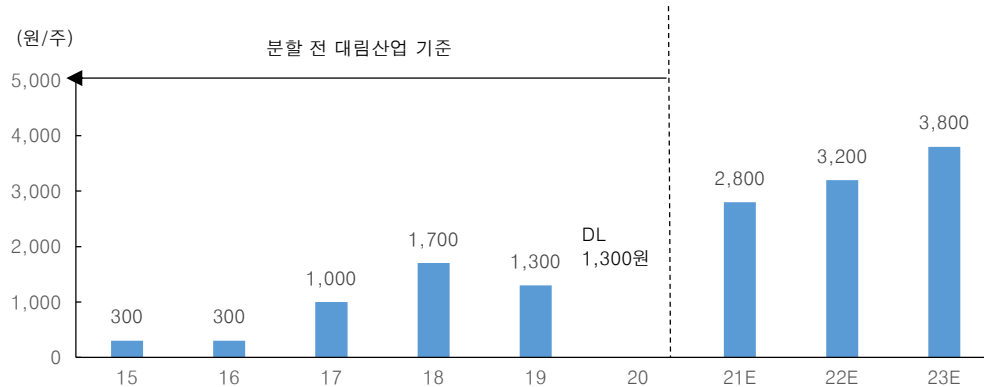
자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터

DL 이앤씨 연간 배당성향



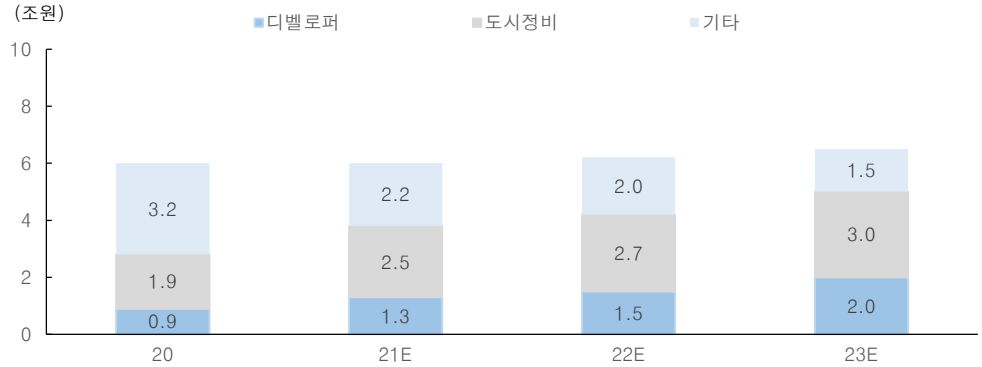
자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터

연간 DPS 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

DL 이앤씨 디벨로퍼 수주 확대



자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터

DL 이앤씨 신사업 주요 내용

1 수소 에너지

시장 전망

- 발전 / 수송 / 산업용 수요를 중심으로 수소경제 고성장 전망
- 수소 생산 및 액화/저장 분야의 EPC 및 Operation 영역 사업 진출
- '30년까지 약 4조원의 수소 생산 및 설비 투자 전망
 - 발전용 1조원, 수송용 0.5조원, 산업용 2.4조원

당사 역량

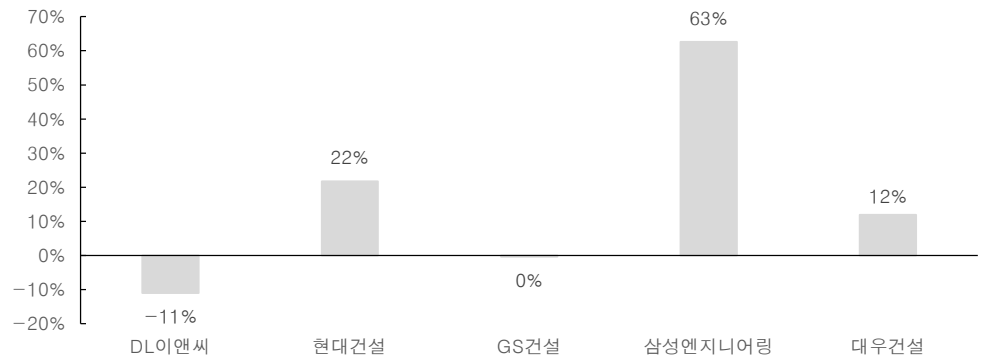
- 전통적인 개질 방식의 수소 생산 공장 EPC 실적 다수 보유
 - Oman SRIP (12만톤/년)
 - Russia OMSK (7.8만톤/년)
- 수소 에너지 Carrier로 가장 가능성 높은 암모니아 플랜트 경험
 - 사우디 Ma'aden Ammonia II 준공
 - 사우디 Ma'aden Ammonia III 수행 중

2 CCS (Carbon Capture Storage)

- 이산화탄소 배출 비용 및 친환경 부담이 큰 업체 Target
 - 발전(주요 발전 자회사) 및 제철 업종 대상 CCS 설비 제공
- '30년까지 연 5백만톤 CCS 설비 구축 전망 (CAPEX 2조 규모)
- 일일 3천톤 CO₂ 포집 기본 설계 및 EPC 수행 역량 보유
- 한전전력연구원 CCS 국책 연구과제 1, 2 단계 참여
 - 10MW급 (200톤/일) 보령화력 CO₂ 포집 플랜트 실적 보유
 - 150MW급 CO₂ 포집 플랜트 기본설계/FEED 수행

자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터

연초 이후 주요 건설업체 주가 수익률 [2021.01.25 DL 이앤씨 재상장]



자료: 유안타증권 리서치센터

DL 이앤씨 목표주가 산정

(단위: 원, 배)

항목	금액	비고
BPS	224,409	2022년 추정치 기준
PBR	0.8	건설 Peer 평균, ROE 고려
목표주가	180,000	반올림 적용
현재주가	113,500	11월 29일 종가 기준
상승여력	59%	

자료: 유안타증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	0	0	77,126	84,721	96,063	
매출원가	0	0	63,710	69,959	79,137	
매출총이익	0	0	13,415	14,762	16,927	
판매비	0	0	4,142	4,976	5,586	
영업이익	0	0	9,273	9,786	11,341	
EBITDA	0	0	10,055	10,586	12,161	
영업외손익	0	0	-38	124	218	
외환관련손익	0	0	508	101	-63	
이자손익	0	0	-7	20	40	
관계기업관련손익	0	0	17	84	98	
기타	0	0	-556	-81	143	
법인세비용차감전순손익	0	0	9,235	9,910	11,559	
법인세비용	0	0	2,668	2,775	3,236	
계속사업순손익	0	0	6,567	7,135	8,322	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	0	0	6,567	7,135	8,322	
지배지분순이익	0	0	6,127	6,743	7,865	
포괄순이익	0	0	6,566	7,135	8,322	
지배지분포괄이익	0	0	6,123	6,736	7,856	

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	0	0	4,974	5,258	6,399	
당기순이익	0	0	6,567	7,135	8,322	
감가상각비	0	0	655	670	690	
외환손익	0	0	-450	-101	63	
중속, 관계기업관련손익	0	0	-17	-84	-98	
자산부채의 증감	0	0	-4,425	-3,397	-3,612	
기타현금흐름	0	0	2,644	1,035	1,035	
투자활동 현금흐름	0	0	-3,019	-3,175	-3,328	
투자자산	0	0	-1,045	-1,057	-1,110	
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	-344	-1,160	-1,230	
유형자산 감소	0	0	51	22	22	
기타현금흐름	0	0	-1,681	-980	-1,010	
재무활동 현금흐름	0	0	882	-1,812	-2,265	
단기차입금	0	0	263	-33	-50	
사채 및 장기차입금	0	0	1,342	-150	-1,130	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	0	0	-44	-644	-44	
기타현금흐름	0	0	-680	-985	-1,041	
연결범위변동 등 기타	0	0	-717	2,826	2,927	
현금의 증감	0	0	2,120	3,097	3,734	
기초 현금	0	0	0	18,941	22,038	
기말 현금	0	0	18,941	22,038	25,772	
NOPLAT	0	0	9,273	9,786	11,341	
FCF	0	0	4,630	4,098	5,169	

자료: 유안타증권

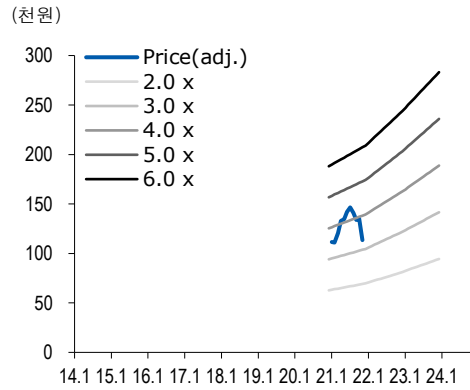
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	0	0	51,249	54,900	59,285	
현금및현금성자산	0	0	18,942	22,038	25,772	
매출채권 및 기타채권	0	0	7,650	7,906	8,267	
재고자산	0	0	9,420	9,490	9,580	
비유동자산	0	0	31,543	33,152	34,918	
유형자산	0	0	1,404	1,872	2,390	
관계기업등 지분관련자산	0	0	3,016	4,157	5,365	
기타투자자산	0	0	7,041	7,051	7,071	
자산총계	0	0	82,791	88,052	94,204	
유동부채	0	0	26,797	26,676	27,587	
매입채무 및 기타채무	0	0	10,542	10,872	11,112	
단기차입금	0	0	1,563	1,530	1,480	
유동성장기부채	0	0	403	454	1,446	
비유동부채	0	0	11,059	10,738	8,506	
장기차입금	0	0	3,514	3,512	2,580	
사채	0	0	4,466	4,266	3,076	
부채총계	0	0	37,857	37,414	36,094	
지배지분	0	0	41,869	47,573	55,045	
자본금	0	0	1,074	1,074	1,074	
자본잉여금	0	0	36,038	36,038	36,038	
이익잉여금	0	0	6,127	12,270	20,134	
비지배지분	0	0	3,065	3,065	3,065	
자본총계	0	0	44,935	50,639	58,110	
순차입금	0	0	-11,414	-14,973	-20,157	
총차입금	0	0	11,015	10,812	9,602	

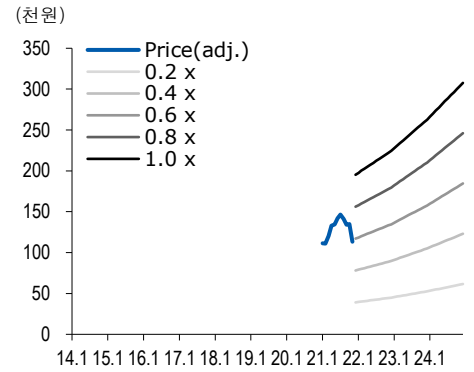
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	0	0	31,346	34,831	40,625	
BPS	0	0	195,224	224,409	262,633	
EBITDAPS	0	0	46,826	49,300	56,633	
SPS	0	0	359,181	394,553	447,376	
DPS	0	0	2,800	3,200	3,800	
PER	-	-	3.6	3.3	2.8	
PBR	-	-	0.6	0.5	0.4	
EV/EBITDA	-	-	1.5	1.1	0.5	
PSR	-	-	0.3	0.3	0.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	9.8	13.4	
영업이익 증가율 (%)	na	na	na	5.5	15.9	
지배순이익 증가율 (%)	na	na	na	10.0	16.6	
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	17.4	17.4	17.6	
영업이익률 (%)	0.0	0.0	12.0	11.6	11.8	
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	7.9	8.0	8.2	
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	13.0	12.5	12.7	
ROIC	0.0	0.0	203.3	101.7	104.1	
ROA	0.0	0.0	14.8	7.9	8.6	
ROE	0.0	0.0	29.3	15.1	15.3	
부채비율 (%)	0.0	0.0	84.2	73.9	62.1	
순차입금/자기자본 (%)	0.0	0.0	-27.3	-31.5	-36.6	
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	25.5	28.0	33.4	

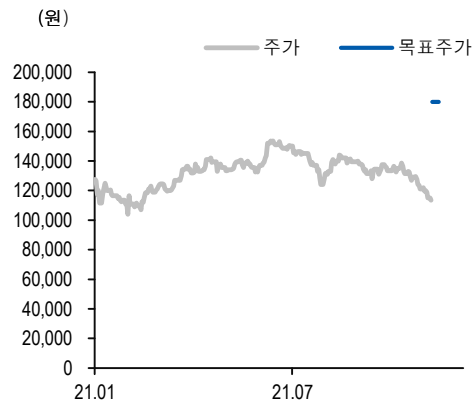
P/E band chart



P/B band chart



DL 이앤씨 (375500) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-11-30	BUY	180,000	1년		
2021-02-26	Not Rated	-	1년		-

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)	0.0
Buy(매수)	92.3
Hold(중립)	7.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-11-27

※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 투자사결정은 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.