

DL이앤씨 (375500)

영업가치가 반영되지 않은 극단적 저평가

건설



김기영

02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	66,000원 (M)
현재주가 (9/30)	34,300원
상승여력	92%

시가총액	14,377억원
총발행주식수	42,919,459주
60일 평균 거래대금	95억원
60일 평균 거래량	232,884주
52주 고	69,357원
52주 저	34,300원
외인지분율	22.23%
주요주주	DL 외 5 인 24.59%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(16.5)	(17.2)	(48.9)
상대	(5.1)	(10.4)	(27.2)
절대(달려환산)	(21.4)	(24.9)	(57.7)

3Q22 Preview : 시장 예상치 하회 전망

2022년 3분기, DL이앤씨 연결 기준 실적은 매출액 1.88조원(+4.2%, YoY), 영업이익 1,393억원(-46.2%, YoY)으로 당분기 영업이익은 현 시장 예상치를 하회할 것으로 추정한다. 비수기 영향과 맞물려 2022년 2분기 원자재 가격 급등에 따른 주택 부문 원가율 악화 요인이 당분기에도 잔여 현장의 원가 상승으로 이어질 것으로 전망한다 [주택 원가율(별도 기준) : 82.0%(1Q22) → 85.7%(2Q22) → 86.1%(3Q22E)]. 다만, 2022년 2분기 터키 차나칼레 추가원가(240억원) 반영에도 당분기 해외 토목/플랜트 Project에 대한 추가원가 반영 가능성은 제한적일 것으로 예상한다.

아쉬운 주택/토목, 플랜트 수주 성과를 통한 성장 동력 확보

2022년 3분기 누계 기준, 주택 착공(별도 기준) 실적은 약 0.8만 세대를 상회하며 낮아진 가이던스(2.0 → 1.5만 세대) 대비 달성률은 약 50%를 상회한 것으로 파악되고 있다. 주택 내 디벨로퍼형 수주 실적은 전년도와 유사한 1조원을 상회하는 수준의 성과 기초를 이어나갈 전망이다. 주택 및 토목 부문의 성과는 아쉬운 반면, 플랜트 부문의 수주를 통한 성장 동력 확보 전략은 유효할 것으로 예상된다. 2022년 3분기, LG화학 ABS(4,400억원) 수주에 이어 4분기에는 계획 대비 지연되었던 미국 USGC(0.6조원 이상)를 비롯해 카타르 라스라판(0.6조원), 사우디 마덴 인산염(0.6조원)에서의 성과가 성장 모멘텀 확보로 이어질 전망이다. DL케미칼의 미국 크레이트 인수로 기존 DL케미칼, 여천NCC 등과 더불어 DL그룹 내 화학 관계사 플랜트 수주 물량 확대 가능성 역시 기대할 수 있는 요인이 될 것으로 예상된다.

해외 플랜트 성과, 극단적 저평가 국면 해소 전망

9월 30일 기준, 동사의 시가총액은 약 1.4조원으로 순현금 규모와 유사한 수준까지 하락하며 영업가치에 대한 주가 반영은 사실상 미미한 상황이 되었다. 해외 성장 기대감 유/무와 주택 Exposure에 따른 업종 내 주가 차별화가 이어지며 동사의 소외 과정이 이어졌기 때문이다. 2021~2022년 러시아 수주 성과 및 실적 반영은 실망감으로 반영했으나, 2022년 4분기에 집중되어 있는 미국/사우디/카타르 Project와 2023년 국내 S-oil, 호주 뉴라이저 등 국내/해외 플랜트 수주 성과를 통한 성장 동력 확보는 극단적 저평가 국면의 할인 요인 축소로 작용할 것으로 전망한다. 현 주가는 2023년 기준 PER 2.7x, PBR 0.33x에 불과한 상황이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	18,827	4.2	0.3	19,417	-3.0
영업이익	1,393	-46.2	3.5	1,744	-20.1
세전계속사업이익	1,734	-38.3	2.2	1,774	-2.2
지배순이익	1,204	-38.4	9.3	1,184	1.7
영업이익률 (%)	7.4	-6.9 %pt	+0.2 %pt	9.0	-1.6 %pt
지배순이익률 (%)	6.4	-4.4 %pt	+0.5 %pt	6.1	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	0	76,317	77,267	83,797
영업이익	0	9,573	6,385	7,860
지배순이익	0	5,770	4,878	5,826
PER	-	4.4	2.7	2.3
PBR	-	0.7	0.3	0.3
EV/EBITDA	-	1.7	0.6	-0.1
ROE	0.0	27.7	11.1	11.9

자료: 유안타증권

DL 이앤씨 3Q22 Preview [컨센서스 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,807	2,203	1,515	1,877	1,883	4.2%	0.3%	1,944	-3.2%
영업이익	259	270	126	135	139	-46.2%	3.5%	161	-13.4%
세전이익	281	205	146	170	173	-38.3%	2.2%	166	4.6%
지배주주순이익	195	116	101	110	120	-38.4%	9.3%	114	5.3%
영업이익률	14.3%	12.2%	8.3%	7.2%	7.4%			8.3%	
세전이익률	15.6%	9.3%	9.6%	9.0%	9.2%			8.5%	
지배주주순이익률	10.8%	5.3%	6.7%	5.9%	6.4%			5.9%	

자료: 유안타증권 리서치센터

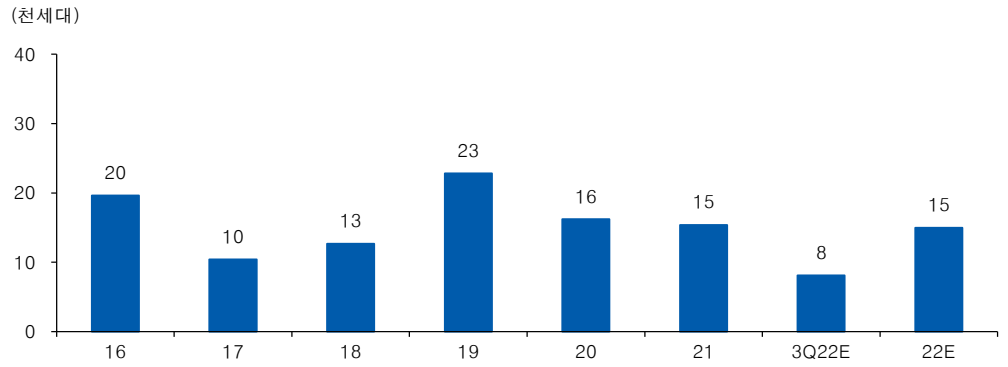
DL 이앤씨 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2022E	2023E
매출액 (연결)	1,700	1,922	1,807	2,203	7,632	1,515	1,877	1,883	2,452	7,727	8,380
DL 이앤씨 (별도)	1,197	1,332	1,235	1,486	5,249	1,112	1,391	1,326	1,829	5,658	6,252
- 주택	744	899	826	1,076	3,545	768	1,019	895	1,335	4,017	4,281
- 토목	180	208	187	245	820	214	230	226	244	914	972
- 플랜트	272	223	220	163	877	128	140	202	248	718	992
DL 건설	418	494	465	634	2,010	333	466	492	581	1,872	1,945
해외법인	90	97	111	86	383	73	23	67	46	208	194
연결/조정	-4	0	-4	-3	-11	-3	-3	-3	-3	-11	-11
(매출)원가율	81.1%	83.1%	81.6%	81.4%	81.8%	84.6%	87.2%	87.0%	84.8%	85.9%	84.5%
DL 이앤씨 (별도)	81.3%	82.2%	80.9%	77.9%	80.5%	82.6%	83.5%	85.3%	83.3%	83.7%	83.1%
- 주택	78.8%	80.2%	80.2%	76.4%	78.8%	82.0%	85.7%	86.1%	82.8%	84.1%	82.6%
- 토목	87.4%	86.7%	92.5%	85.9%	87.9%	85.6%	81.1%	85.8%	87.2%	84.9%	86.3%
- 플랜트	84.5%	85.7%	74.2%	76.2%	80.7%	81.8%	71.5%	82.5%	82.8%	80.3%	82.5%
DL 건설	80.5%	86.5%	84.4%	86.7%	84.8%	91.7%	91.5%	91.8%	89.2%	91.2%	88.7%
영업이익 (연결)	200	229	259	270	957	126	135	139	239	639	786
DL 이앤씨 (별도)	124	158	183	215	680	113	132	111	196	552	631
DL 건설	63	54	53	60	230	4	27	20	40	91	138
해외법인	16	18	24	-6	53	10	-23	11	5	4	28
연결조정	-3	-1	-1	0	-5	-1	-2	-3	-3	-8	-11
영업이익률	11.8%	11.9%	14.3%	12.2%	12.5%	8.3%	7.2%	7.4%	9.7%	8.3%	9.4%
DL 이앤씨 (별도)	10.3%	11.9%	14.8%	14.5%	12.9%	10.2%	9.5%	8.4%	10.7%	9.8%	10.1%
DL 건설	15.1%	10.9%	11.4%	9.4%	11.4%	1.2%	5.9%	4.0%	6.9%	4.9%	7.1%

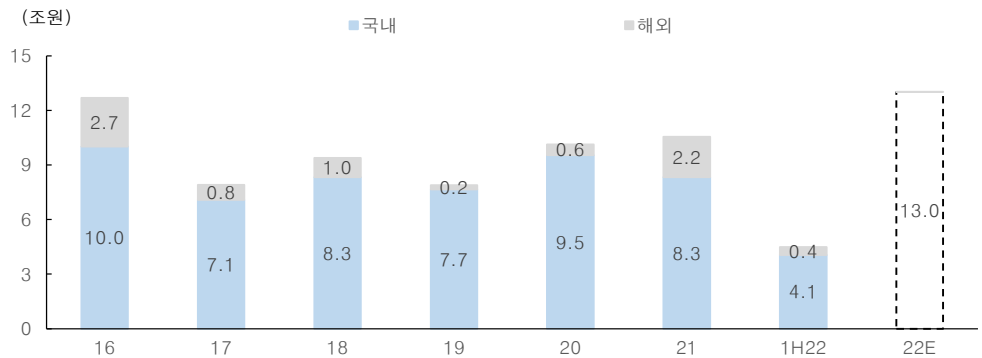
주: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터 추정

DL이앤씨 연간 주택 착공 세대 추이 (별도 기준)



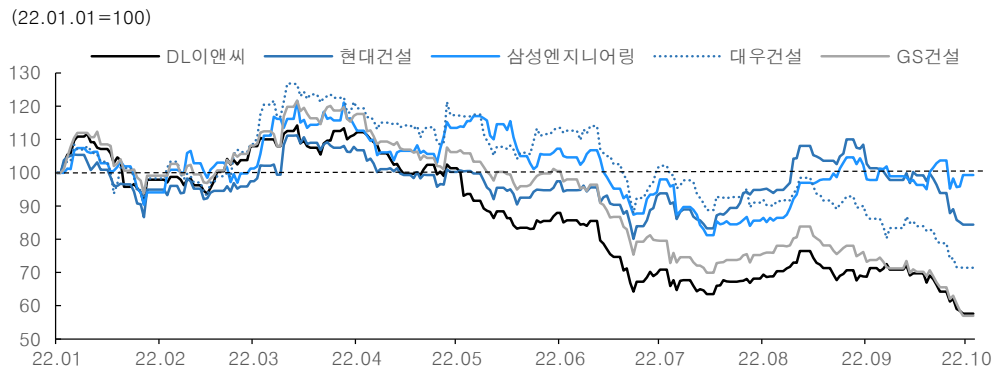
자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터

DL이앤씨(연결) 수주 실적 및 가이드스



자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터

2022년, 주요 대형건설사 주가 추이 [2022.01.01=100]



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	0	76,317	77,267	83,797	89,979
매출원가	0	62,453	66,373	70,783	75,697
매출총이익	0	13,864	10,894	13,014	14,282
판매비	0	4,291	4,509	5,153	5,583
영업이익	0	9,573	6,385	7,860	8,699
EBITDA	0	10,369	7,229	8,710	9,569
영업외손익	0	-480	789	674	862
외환관련손익	0	430	505	-40	10
이자손익	0	205	406	250	270
관계기업관련손익	0	-166	17	68	128
기타	0	-949	-139	396	454
법인세비용차감전순손익	0	9,093	7,174	8,534	9,561
법인세비용	0	2,734	2,156	2,518	2,773
계속사업순손익	0	6,358	5,018	6,017	6,788
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	6,358	5,018	6,017	6,788
지배지분순이익	0	5,770	4,878	5,826	6,465
포괄순이익	0	6,447	5,439	6,017	6,788
지배지분포괄이익	0	5,864	5,192	5,680	6,408

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	0	5,804	7,041	7,502	8,124
당기순이익	0	6,358	5,018	6,017	6,788
감가상각비	0	667	710	720	740
외환손익	0	-301	-499	40	-10
중속, 관계기업관련손익	0	166	-17	-68	-128
자산부채의 증감	0	-5,093	-604	-2,186	-2,316
기타현금흐름	0	4,006	2,432	2,980	3,050
투자활동 현금흐름	0	-3,380	-2,752	-3,793	-4,318
투자자산	0	-969	-518	-558	-603
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-143	-859	-1,330	-1,760
유형자산 감소	0	54	5	5	5
기타현금흐름	0	-2,322	-1,380	-1,910	-1,960
재무활동 현금흐름	0	1,136	-1,597	-3,426	-1,784
단기차입금	0	263	-53	-50	-70
사채 및 장기차입금	0	1,481	-193	-1,900	-140
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	-44	-683	-599	-665
기타현금흐름	0	-564	-668	-877	-909
연결범위변동 등 기타	0	65	-2,382	2,286	203
현금의 증감	0	3,626	311	2,569	2,225
기초 현금	0	16,821	20,448	20,759	23,327
기말 현금	0	20,448	20,759	23,327	25,552
NOPLAT	2146826281	9,573	6,385	7,860	8,699
FCF	0	5,661	6,182	6,172	6,364

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

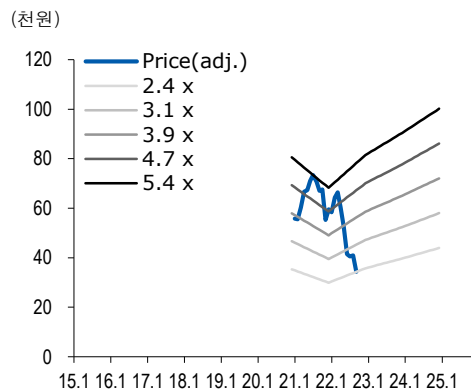
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	0	53,543	56,776	59,765	62,770
현금및현금성자산	0	20,448	20,759	23,327	25,552
매출채권 및 기타채권	0	8,682	9,840	10,250	10,840
재고자산	0	9,396	9,620	9,740	9,860
비유동자산	0	33,473	35,280	36,521	38,587
유형자산	0	1,321	1,743	2,348	3,363
관계기업등 지분관련자산	0	2,902	3,836	4,462	5,193
기타투자자산	0	7,753	7,988	8,068	8,198
자산총계	0	87,017	92,057	96,286	101,357
유동부채	0	31,367	32,083	32,094	31,694
매입채무 및 기타채무	0	13,455	13,960	14,390	14,840
단기차입금	0	1,563	1,510	1,460	1,390
유동성장기부채	0	403	173	94	34
비유동부채	0	10,678	10,811	8,940	8,830
장기차입금	0	3,637	3,881	3,250	3,170
사채	0	4,467	4,270	3,080	3,080
부채총계	0	42,045	42,894	41,034	40,524
지배지분	0	41,679	45,856	51,946	57,526
자본금	0	1,074	2,146	2,146	2,146
자본잉여금	0	36,101	35,005	35,005	35,005
이익잉여금	0	5,803	10,100	15,430	21,334
비지배지분	0	3,292	3,307	3,307	3,307
자본총계	0	44,971	49,163	55,253	60,833
순차입금	0	-12,716	-13,653	-18,191	-20,646
총차입금	0	11,102	10,734	8,804	8,624

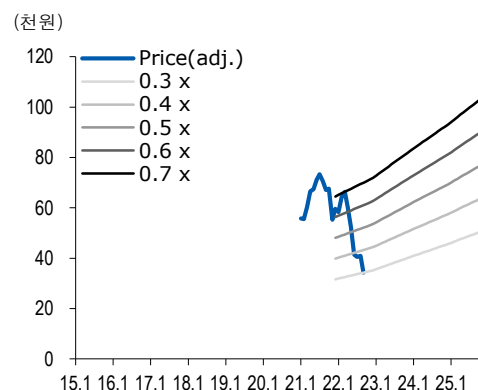
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	0	14,885	12,606	15,056	16,708
BPS	0	97,228	108,219	124,641	140,294
EBITDAPS	0	48,688	16,843	20,295	22,295
SPS	0	179,287	180,029	195,243	209,646
DPS	0	1,351	1,300	1,500	1,700
PER	-	4.4	2.7	2.3	2.1
PBR	-	0.7	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	-	1.7	0.6	-0.1	-0.3
PSR	-	0.4	0.2	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	1.2	8.5	7.4
영업이익 증가율 (%)	na	na	-33.3	23.1	10.7
지배순이익 증가율 (%)	na	na	-15.5	19.4	11.0
매출총이익률 (%)	0.0	18.2	14.1	15.5	15.9
영업이익률 (%)	0.0	12.5	8.3	9.4	9.7
지배순이익률 (%)	0.0	7.6	6.3	7.0	7.2
EBITDA 마진 (%)	0.0	13.6	9.4	10.4	10.6
ROIC	0.0	-192.7	-399.8	107.9	93.9
ROA	0.0	13.3	5.4	6.2	6.5
ROE	0.0	27.7	11.1	11.9	11.8
부채비율 (%)	0.0	93.5	87.2	74.3	66.6
순차입금/자기자본 (%)	0.0	-30.5	-29.8	-35.0	-35.9
영업이익/금융비용 (배)	0.0	26.5	16.8	23.1	26.4

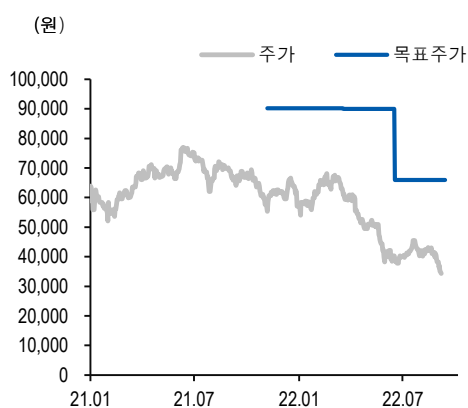
P/E band chart



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
2022-10-04	BUY	66,000	1년		
2022-07-11	BUY	66,000	1년		
2022-04-12	BUY	90,000	1년	-44.18	-32.11
2021-11-30	BUY	90,140	1년	-30.96	-24.44
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)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-10-01

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	18위 (73개 기업 중)
Total ESG 점수	+4점
E (Environment)	+1점
S (Social)	-1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	DL 이앤씨
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	375500 KS
Industry	건설
Analyst	김기룡
Analyst Contact	kiryong.kim@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
DL 이앤씨	1	-1	1	1
현대건설	-3	1	-1	-3
GS 건설	-1	-2	-1	-4
삼성엔지니어링	0	-3	-1	-4
대우건설	2	-3	1	0
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 DL 이앤씨 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+1	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	서스틴베스트: 2021 하반기 ESG 전체 등급 AA
+2	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	CCS, 수소에너지 등 친환경 신사업 및 디지털 기술을 적용한 스마트 건설 정착으로 자원절감 추진. 환경경영시스템 도입으로 환경목표 실행 및 성과평가 지속 2022년 이사회 산하 'ESG 경영위원회' 신설, 전사적 환경경영 강화. 건설사 최초 기후변화 관련 재무정보공개 협의체 가입 첫 여성 사외이사 선임, 이사회 다양성 강화

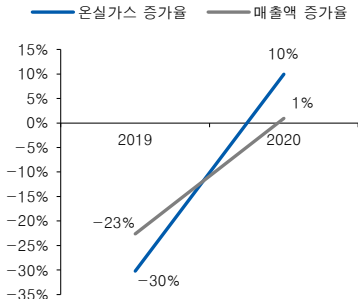
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 점성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-



Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

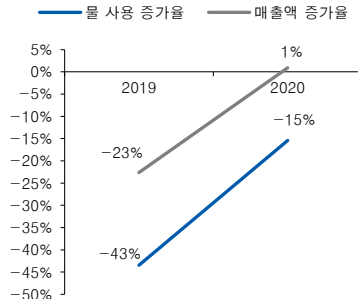


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

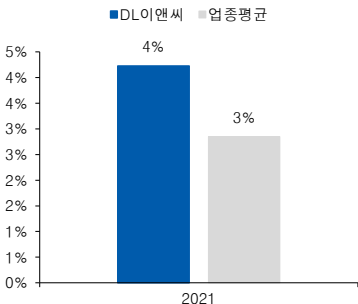


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 2년 연속 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +2점

Social

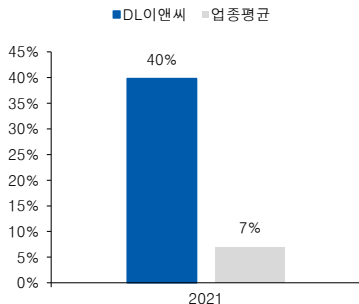


여성임원비율 vs. 업종 평균



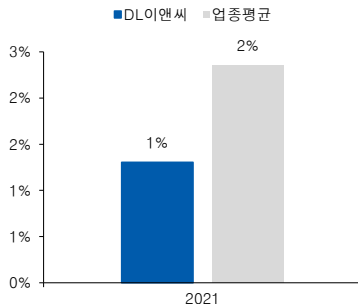
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 상위 = -1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

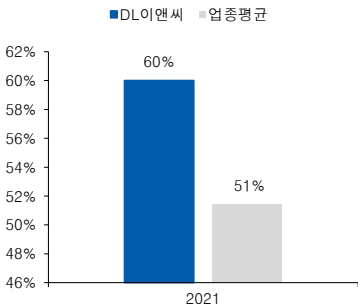


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

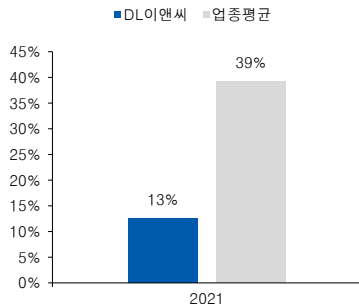


사외이사 비율 vs. 업종 평균



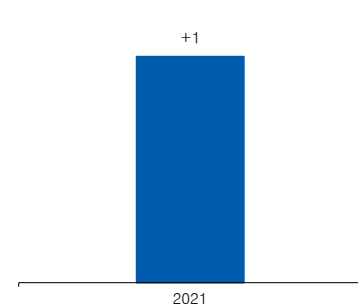
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사과 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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.