

DL이앤씨 (375500)

저평가 상태, 모멘텀 회복될 것

2021년 연간 매출 7조 7,594억원, 영업이익 8,689억원 전망

2021년 연간 실적은 매출액 7조 7,594억원 (YoY -11%), 영업이익 8,689억원 (YoY -18%)을 기록할 전망이다. 올해 매출액 및 영업이익의 전년 대비 감소는 ① 작년 4분기 '아크로 서울포레스트 비주거시설' 매각 매출 6천억원 인식에 따른 역기지영향과 ② 2019년 주택착공분의 (별도 기준 2.2만세대) 연내 매출 기여도가 2분기부터 상승하기 시작하는 점에 주로 기인한다.

올해 별도 2.2만세대, 연결 2.9만세대 착공 계획

2021년 별도 기준 주택 착공 예정세대수는 전년도 1.6만호 대비 38% 증가하는 2.2만세대로 파악된다. 동사가 63.9%의 지분을 보유하고 있는 자회사 DL건설의 경우, 2019년 워크아웃종료, 2020년 고려개발 합병에 따라 올해는 도급 경쟁력 회복이 예상되며, 연내 7천세대이상의 주택 착공이 예상된다. 이를 감안한 올해 연결 착공세대수는 전년대비 48% 증가하는 2.9만세대로 전망한다. 연결 기준 큰 폭의 주택착공 증가는 향후 2~3년간의 전사 실적개선으로 이어질 전망이다. 주택사업 특성상 양호한 현금흐름 또한 기대된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 165,000원 제시, 커버리지 재개

투자 의견 BUY, 목표주가 165,000원 제시하며 커버리지 재개한다. 목표주가는 2021년 추정 BPS 18.5만원에 목표 PBR 0.9배를 적용했다 (지속가능 ROE 8.6%). 목표 시가총액은 3.2조원이다. 최근 주가는 올해 상대적으로 낮은 정비 사업 비중(착공 기준 32%)과 낮아진 해외수주잔고에 따라 Peer 대비 약세 흐름 시현해왔다. 다만, ① 국내의 경우 올해부터 자회사 DL건설과의 주택사업 이원화 시너지가 기대되며 (DL이앤씨: 대형/수도권, DL건설: 중소형/지방) ② 해외의 경우 1분기부터 러시아/말레이시아에서 합산 4,770억원의 수주를 기록, 연간 플랜트 수주 목표의 32%를 달성하는 양호한 성과를 기록 중이기에 주가 모멘텀은 점차 회복할 전망이다. 현재 주가는 12개월 선행 PER 5.5배, PBR 0.67배로 저평가 되어있으며 (vs 대형 종합건설4사 평균 12개월 선행 PER 7.3배, PBR 0.75배), 매수 전략 유효 판단한다.

Initiation

BUY(신규)

| TP(12M): 165,000원(신규) | CP(4월 12일): 127,500원

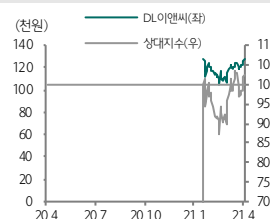
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,135.59
52주 최고/최저(원)	127,500/104,000
시가총액(십억원)	2,468.2
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	19,358.7
60일 평균 거래량(천주)	487.2
60일 평균 거래대금(십억원)	58.3
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	22.77
주요주주 지분율(%)	
대림 외 6인	23.12
국민연금공단	13.24
주가상승률	1M 6M 12M
절대	7.6 N/A N/A
상대	4.8 N/A N/A

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	7,617.0	8,187.0
영업이익(십억원)	804.0	904.0
순이익(십억원)	533.0	580.0
EPS(원)	25,028	27,011
BPS(원)	188,659	211,618

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	N/A	N/A	7,759.4	8,542.5	9,685.4
영업이익	십억원	N/A	N/A	868.9	918.5	999.7
세전이익	십억원	N/A	N/A	756.9	822.9	915.4
순이익	십억원	N/A	N/A	482.0	523.9	582.8
EPS	원	N/A	N/A	22,632	24,401	27,143
증감율	%	N/A	N/A	N/A	7.82	11.24
PER	배	N/A	N/A	5.61	5.20	4.68
PBR	배	N/A	N/A	0.69	0.61	0.54
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	2.13	1.48	0.88
ROE	%	N/A	N/A	12.13	12.37	12.24
BPS	원	N/A	N/A	185,017	209,418	234,117
DPS	원	N/A	N/A	0	2,710	2,710



건설 Analyst 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

2021년 연간 매출 7조 7,594억원, 영업이익 8,689억원 전망

2021년 매출은 전년대비 11% 감소하는 7조 7,594억원,

영업이익은 전년대비 18% 감소하는 8,689억원으로 전망

2021년 주택착공세대수는 별도 기준 전년대비 38% 증가하는 2.2만세대 예상

2021년 연간 실적은 매출액 7조 7,594억원 (YoY -11%), 영업이익 8,689억원 (YoY -18%)을 기록할 전망이다. 올해 매출 및 영업이익의 전년 대비 감소는 ① 2020년 4분기 '아크로 서울포레스트 비주거시설' 매각 매출 6천억원 인식에 따른 역기지영향과 ② 2019년 주택착공분의 (별도 기준 2.2만세대) 연내 매출 기여도가 2분기부터 상승하기 시작하는 점에 주로 기인한다.

올해 별도 기준 주택착공세대수는 전년도 1.6만호 대비 38% 증가하는 2.2만세대로 예상된다. 동사가 63.9%의 지분을 보유하고 있는 자회사 DL건설의 경우, 전년도 워크아웃 종료 및 합병에 따른 도급 경쟁력 회복이 기대되며, 올해 약 7천세대 이상의 착공이 예상되기에, 2021년 동사 연결 착공세대수는 전년 대비 48% 증가하는 2.9만세대에 달할 전망이다. 2020년 착공은 다소 부진했지만, 올해부터 착공 물량 증가와 함께 실적은 성장기에 돌입할 전망이다. 또한 주택사업 특성상 양호한 현금흐름이 기대된다.

표 1. DL이앤씨 분기실적핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	1,738	1,859	2,005	2,158	8,715	7,759	8,543
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-11.0%	10.1%
DL이앤씨 별도	1,153	1,244	1,363	1,480	6,258	5,240	5,728
건축/주택	755	801	907	983	4,052	3,446	3,668
토목	196	209	221	229	896	854	830
플랜트	202	234	236	268	1,304	940	1,230
DL건설	515	525	542	568	2,080	2,149	2,474
기타연결법인	70	90	100	110	377	370	340
매출원가	1,438	1,541	1,661	1,789	7,161	6,430	7,129
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-10.2%	10.9%
(% 원가율)	82.8%	82.9%	82.9%	82.9%	82.2%	82.9%	83.5%
DL이앤씨 별도	942	1,019	1,115	1,212	5,093	4,288	4,719
건축/주택	600	638	720	782	3,183	2,740	2,927
토목	164	175	186	192	723	717	701
플랜트	177	206	209	238	1,097	830	1,090
DL건설	438	447	463	486	1,771	1,835	2,125
기타연결법인	58	75	83	91	296	307	286
매출총이익	299	318	344	368	1,554	1,330	1,413
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-14.4%	6.3%
(% GPM)	17.2%	17.1%	17.1%	17.1%	17.8%	17.1%	16.5%
판관비	101	108	116	136	501	461	495
(% 판관비율)	5.8%	5.8%	5.8%	6.3%	5.8%	5.9%	5.8%
영업이익	199	210	227	232	1,053	869	919
(% YoY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-17.5%	5.7%
(% OPM)	11.4%	11.3%	11.3%	10.8%	12.1%	11.2%	10.8%
세전이익	171	182	199	204	909	757	823
지배순이익	109	116	127	130	527	482	524

자료: DL이앤씨, DL건설, 하나금융투자

DL이앤씨 투자 의견 BUY,
목표주가 165,000원
제시하며 커버리지 재개

분할 이후 커버리지 재개, 투자 의견 BUY 및 목표주가 165,000원 제시

투자 의견 BUY, 목표주가 165,000원을 제시하며 커버리지 재개한다. 목표주가는 2021년 추정 BPS 18.5만원에 목표 PBR 0.9배를 적용했다 (지속가능 ROE 8.6%). 목표 시가총액은 3.2조원이다. 최근 주가는 올해 상대적으로 낮은 정비사업비중(착공 기준 32%)과 낮아진 해외수주잔고에 따라 Peer 대비 약세 흐름 시현해왔다.

다만, ① 국내의 경우 올해부터 자회사 DL건설과의 주택사업 이원화 시너지가 기대되며 (DL이앤씨: 대형/수도권, DL건설: 중소형/지방) ② 해외의 경우 1분기부터 러시아/말레이시아에서 합산 4,770억원의 수주를 기록, 연간 플랜트 수주 목표의 32%를 달성하는 양호한 성과를 기록 중이기에 주가 모멘텀은 점차 회복할 전망이다.

현재 주가는 12개월 선행 PER 5.5배, PBR 0.67배로 저평가 되어있으며 (vs 대형 종합 건설4사 평균 12개월 선행 PER 7.3배, PBR 0.75배), 매수 전략 유효 판단한다.

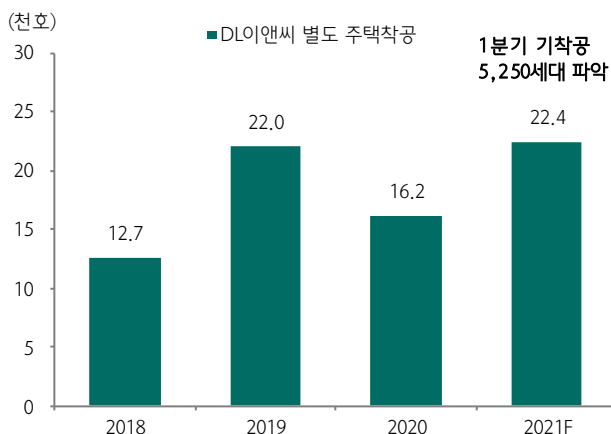
표 2. DL이앤씨 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
자기자본비용 (%)	9.40	
52주배타	1.10	분할 이전 기간은 (주)DL 52주배타 가중 적용
시장기대수익률 (%)	8.71	KOSPI 2000~ 12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	1.76	국고 10년물 최근 6개월 평균
지속가능성장률 (%)	2.15	(ROE x 목표 유보율 25%)
지속가능 ROE (%)	8.61	2021~2025F 평균 ROE 조정
목표 PBR (배)	0.89	
선형 BPS (원)	185,017	2021F BPS
목표주가 (TP, 원)	165,000	
현재주가 (CP, 원)	127,500	
Upside(%)	29%	

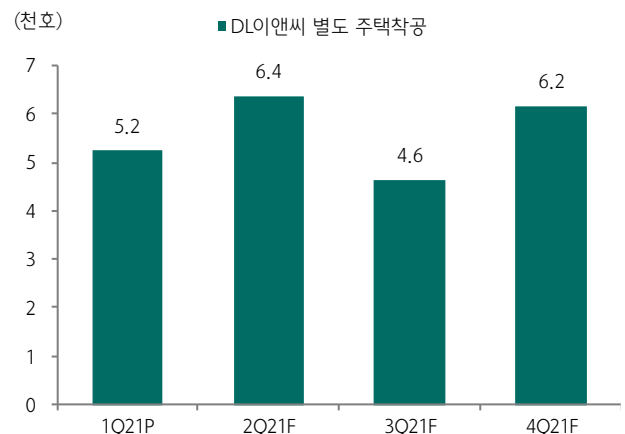
자료: 하나금융투자

그림 1. DL이앤씨 연도별 주택착공 추이



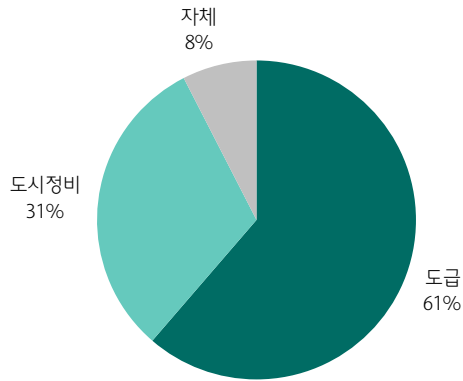
자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 2. DL이앤씨 2021년 분기별 주택착공 계획



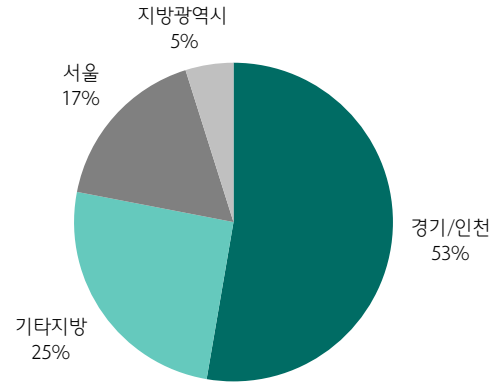
자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 3. 2021년 주택 공급계획 사업유형별 비중



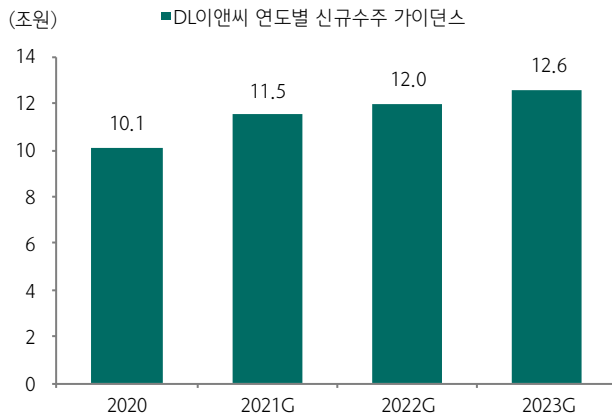
주: 착공 및 착공계획 세대수 기준
자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 4. 2021년 주택 공급계획 지역별 비중



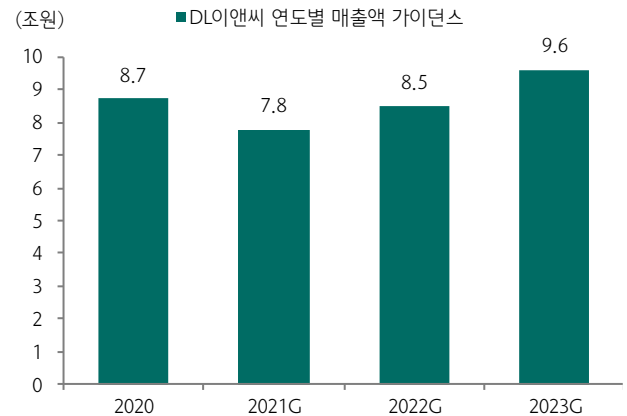
주: 착공 및 착공계획 세대수 기준
자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 5. DL이앤씨 중기 신규수주 가이드نس ('21.2.5 사측공시기준)



자료: DL이앤씨, 하나금융투자

그림 6. DL이앤씨 중기 매출 가이드نس ('21.2.5 사측공시기준)



자료: DL이앤씨, 하나금융투자

표 3. DL(주) 유상증자 공시 요약

항목	값
① DL(주) 증자 보통주 신주수 (예정, 천주)	12,670
② DL(주) 신주 발행가액 (예정, 원)	78,286
① x ② 타법인 증권 취득자금 (예정, 십억원)	992
③ DL이앤씨(주) 공개매수수량 (예정, 천주)	8,400
④ DL이앤씨 주당 공개매수가격 (원)	118,085
③ x ④ 공개매수총액 (예정, 십억원)	992
신주의 배당기산일(결산일)	2021-01-01
일반공모개시일	2021-04-21
일반공모종료일	2021-05-10
납입기일	2021-05-12
신주권교부 및 신주의 상장예정일	2021-06-03

주: DL(주) 2021/3/19 공시 기준

주2: DL(주) 신주의 발행가액은 청약일정 과거 제3거래일부터 제5거래일까지의 가중산술평균주가로 결정

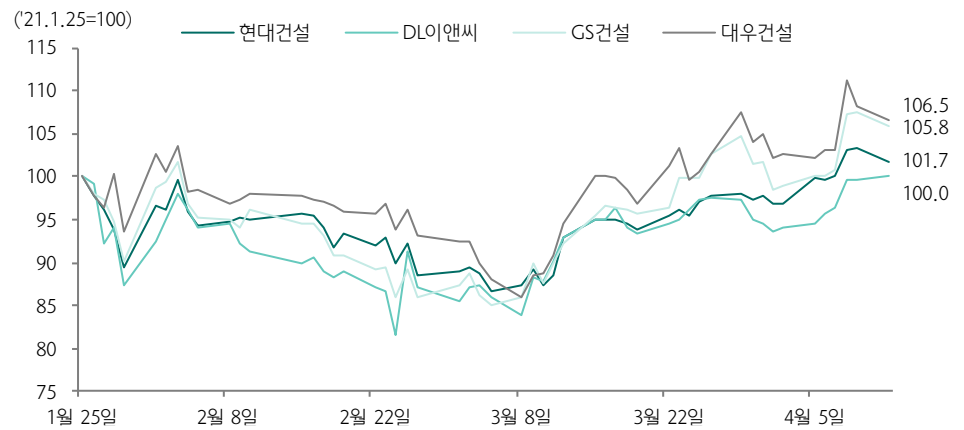
주3: 신주발행주식수는 공개매수수량의 변동에 따라 변동될 수 있으며, 상기 유상증자 일정은 관계기관과의 협의 과정에서 변동 가능

자료: DL이앤씨, 하나금융투자

2021년 1월 25일 분할 상장 이후
DL이앤씨 주가는 상대적으로
부진한 흐름 지속

국내 주택 사업 자회사 시너지
및 해외수주 회복으로
모멘텀 회복될 전망

그림 7. DL이앤씨 분할 상장일 이후 대형 건설사 주가 흐름



자료: Quantwise, 하나금융투자

표 4. 국내 종합건설4사 밸류에이션 비교

	PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
	2020	2021F	2022F	2020	2021F	2022F	2020	2021F	2022F
현대건설	34.1	11.9	10.0	0.6	0.7	0.7	1.8	6.3	7.1
GS건설	9.7	6.6	6.1	0.7	0.8	0.7	7.7	13.1	12.8
대우건설	7.3	6.1	4.6	0.7	0.9	0.7	11.1	15.8	17.5
DL이앤씨	N/A	5.6	5.2	N/A	0.7	0.6	N/A	12.1	12.4
4사 평균	N/A	7.6	6.5	N/A	0.8	0.7	N/A	11.8	12.4

자료: 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	N/A	N/A	7,759.4	8,542.5	9,685.4
매출원가	N/A	N/A	6,429.6	7,129.5	8,125.0
매출총이익	N/A	N/A	1,329.8	1,413.0	1,560.4
판매비	N/A	N/A	460.8	494.5	560.7
영업이익	N/A	N/A	868.9	918.5	999.7
금융손익	N/A	N/A	(16.0)	(9.6)	(0.3)
중속/관계기업손익	N/A	N/A	(8.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	N/A	N/A	(88.0)	(86.0)	(84.0)
세전이익	N/A	N/A	756.9	822.9	915.4
법인세	N/A	N/A	183.2	199.1	221.5
계속사업이익	N/A	N/A	573.8	623.7	693.8
중단사업이익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
당기순이익	N/A	N/A	573.8	623.7	693.8
비지배주주지분 손익	N/A	N/A	91.8	99.8	111.0
지배주주순이익	N/A	N/A	482.0	523.9	582.8
지배주주지분포괄이익	N/A	N/A	573.8	623.7	693.8
NOPAT	N/A	N/A	658.7	696.2	757.8
EBITDA	N/A	N/A	868.9	918.5	999.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	10.09	13.38
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	5.69	8.85
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	5.71	8.84
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	5.71	8.84
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	N/A	8.69	11.24
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	7.82	11.24
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	N/A	17.14	16.54	16.11
EBITDA이익률	N/A	N/A	11.20	10.75	10.32
영업이익률	N/A	N/A	11.20	10.75	10.32
계속사업이익률	N/A	N/A	7.39	7.30	7.16

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	N/A	N/A	22,632	24,401	27,143
BPS	N/A	N/A	185,017	209,418	234,117
CFPS	N/A	N/A	36,295	38,772	42,645
EBITDAPS	N/A	N/A	40,803	42,777	46,557
SPS	N/A	N/A	364,356	397,833	451,056
DPS	N/A	N/A	0	2,710	2,710
추가지표(배)					
PER	N/A	N/A	5.61	5.20	4.68
PBR	N/A	N/A	0.69	0.61	0.54
PCFR	N/A	N/A	3.50	3.28	2.98
EV/EBITDA	N/A	N/A	2.13	1.48	0.88
PSR	N/A	N/A	0.35	0.32	0.28
재무비율(%)					
ROE	N/A	N/A	12.13	12.37	12.24
ROA	N/A	N/A	5.97	6.14	6.10
ROIC	N/A	N/A	30.85	32.33	34.44
부채비율	N/A	N/A	85.95	81.54	80.06
순부채비율	N/A	N/A	(26.96)	(35.45)	(41.96)
이자보상배율(배)	N/A	N/A	14.48	15.72	16.14

주: 재무제표 및 현금흐름추정은 사측이 제공한 2020년도 재무데이터에 기반하였음

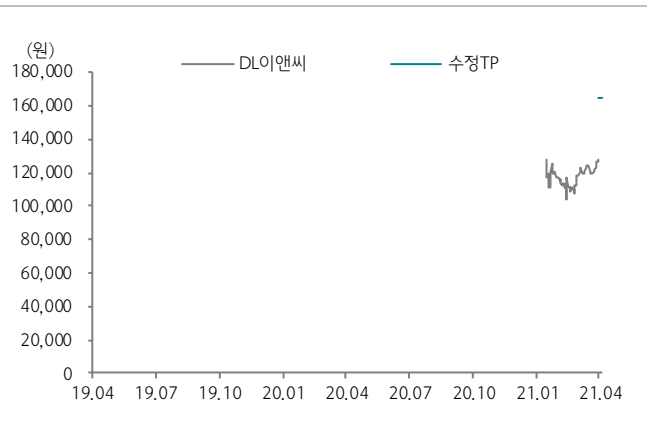
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	N/A	N/A	5,111.8	6,035.4	7,091.3
금융자산	N/A	N/A	2,118.5	2,758.3	3,400.0
현금성자산	N/A	N/A	1,980.8	2,606.7	3,228.1
매출채권	N/A	N/A	1,089.8	1,199.8	1,360.4
재고자산	N/A	N/A	917.5	1,010.2	1,145.3
기타비유동자산	N/A	N/A	986.0	1,067.1	1,185.6
비유동자산	N/A	N/A	2,957.3	2,974.8	3,000.2
투자자산	N/A	N/A	325.0	342.4	367.8
금융자산	N/A	N/A	152.6	152.6	152.6
유형자산	N/A	N/A	137.7	137.7	137.7
무형자산	N/A	N/A	44.7	44.7	44.7
기타비유동자산	N/A	N/A	2,449.9	2,450.0	2,450.0
자산총계	N/A	N/A	8,069.2	9,010.1	10,091.4
유동부채	N/A	N/A	2,973.0	3,232.1	3,601.0
금융부채	N/A	N/A	470.2	490.2	510.2
매입채무	N/A	N/A	1,021.2	1,124.3	1,274.7
기타유동부채	N/A	N/A	1,481.6	1,617.6	1,816.1
비유동부채	N/A	N/A	756.8	814.9	885.9
금융부채	N/A	N/A	478.4	508.4	538.4
기타비유동부채	N/A	N/A	278.4	306.5	347.5
부채총계	N/A	N/A	3,729.8	4,047.0	4,486.9
지배주주지분	N/A	N/A	3,972.8	4,496.7	5,027.1
자본금	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
자본조정	N/A	N/A	3,623.3	3,623.3	3,623.3
기타포괄이익누계액	N/A	N/A	(132.5)	(132.5)	(132.5)
이익잉여금	N/A	N/A	482.0	1,005.9	1,536.3
비지배주주지분	N/A	N/A	366.6	466.4	577.4
자본총계	N/A	N/A	4,339.4	4,963.1	5,604.5
순금융부채	N/A	N/A	(1,169.9)	(1,759.7)	(2,351.4)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	N/A	N/A	601.6	623.7	680.1
당기순이익	N/A	N/A	573.8	623.7	693.8
조정	N/A	N/A	2	1	0
감가상각비	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
지분법손익	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	N/A	2.0	1.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	N/A	N/A	11.8	(9.7)	(14.1)
투자활동 현금흐름	N/A	N/A	(264.1)	17.5	15.9
투자자산감소(증가)	N/A	N/A	(325.0)	(17.4)	(25.4)
자본증가(감소)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	N/A	60.9	34.9	41.3
재무활동 현금흐름	N/A	N/A	(47.4)	(8.4)	(64.4)
금융부채증가(감소)	N/A	N/A	120.0	50.0	50.0
자본증가(감소)	N/A	N/A	(107.4)	0.0	0.0
기타재무활동	N/A	N/A	(60.0)	(58.4)	(61.9)
배당지급	N/A	N/A	0.0	0.0	(52.5)
현금의 증감	N/A	N/A	1,980.8	625.8	621.5
Unlevered CFO	N/A	N/A	772.9	832.5	915.7
Free Cash Flow	N/A	N/A	601.6	623.7	680.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

DL이앤씨



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최저
21.4.13	BUY	165,000		

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.85%	6.15%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 4월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2021년 4월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- 지분의 매각 또는 취득의 중개·주선·대리·조언 관련 법인 및 상대법인
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- B업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증·배서·담보제공·채무인수 등 채무이행 직·간접 보장 법인
- 모집 또는 매출 관련 계약 체결 법인(신규상장후 40일간 적용)

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.