In-depth

17 May 2021

콜라보

DL그룹

새로운 시작

정유/화학 박일선 onelinep@ktb.co.kr
건설 · 대체투자 라진성 jsra@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가
DL	BUY	12만원
DL이앤씨	BUY	18만원

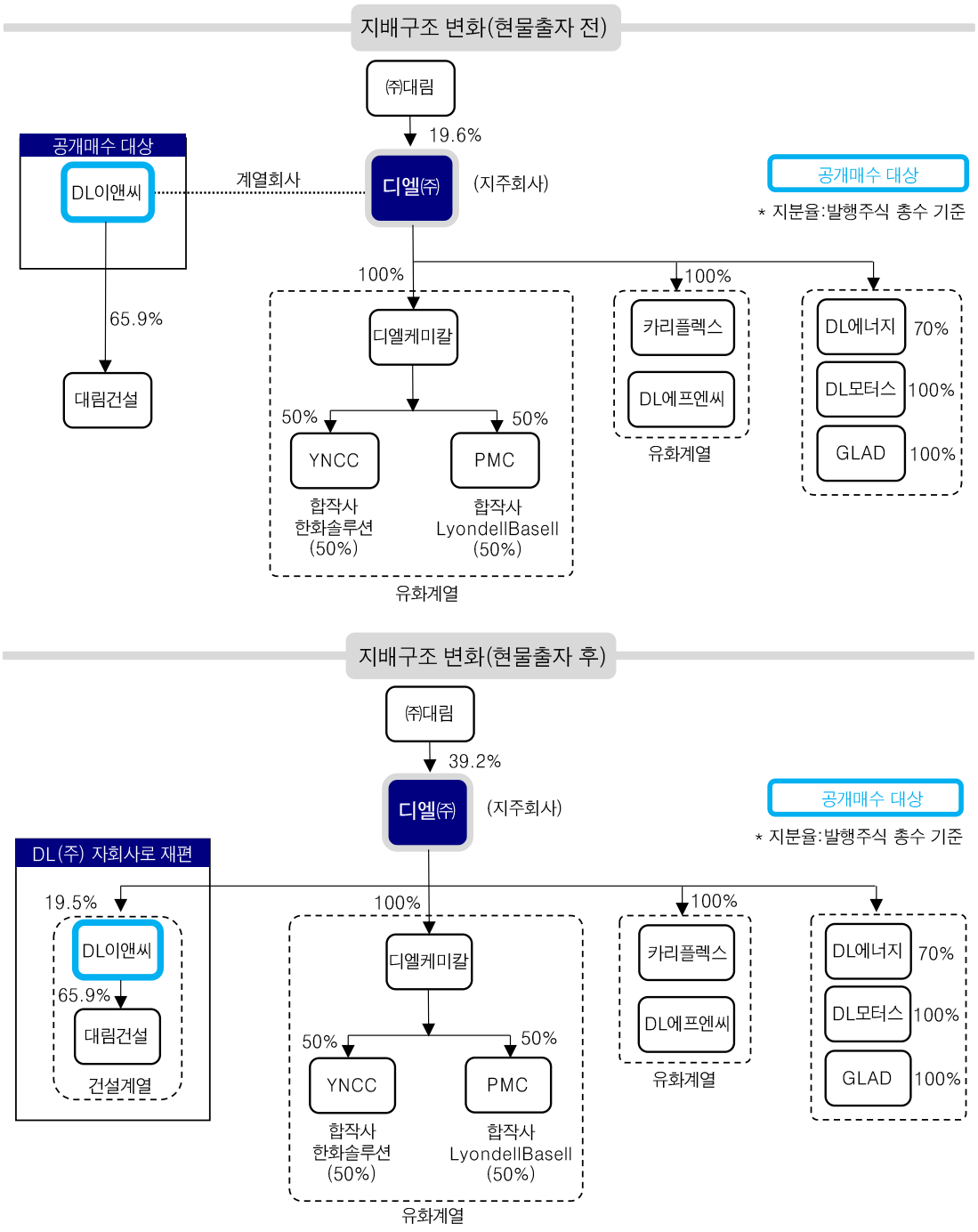






ktb 투자증권

Focus Chart 01 지배구조



Source: DL, KTB투자증권

공개매수 대상 최대 주식수는 당초 DL이앤씨 전체 발행주식의 39%인 840만주였으나, 5/10일 마무리된 청약에 따라 실제 공개매수 대상 주식수는 551만주로 결정되었다. 이로 인해 DL의 보통주 기준 주식수는 유상증자 이전 1,544만주에서 2,096만주로 증가했다(희석률 26%). 신주상장 및 거래 개시 예정일은 6/3일이며, **지주회사 요건(상장 자회사 지분 20%) 충족을 위해 연내로 DL이앤씨 주식 0.46%를 추가적으로 취득해(예상 비용 80~140억원) 지배구조 개편을 완료할 예정**이다.

Focus Chart 02 사업구조



Source: DL, KTB투자증권

이 페이지는 편집상 공백입니다.

종목별 투자의견

DL (000210) p6

DL이앤씨 (375500) p22



DL
(000210)

BUY

정유/화학 박일선 onelinep@ktb.co.kr

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	120,000		신규
Earnings			

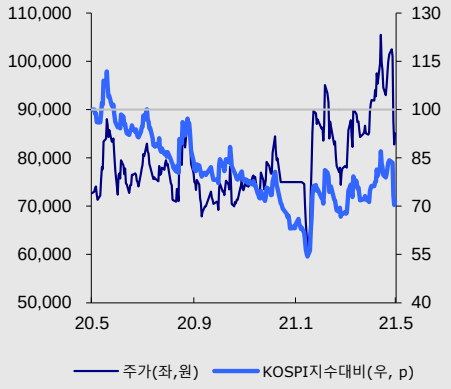
Stock Information

현재가(5/14)	85,100원
예상 주가상승률	41.0%
시가총액	13,141억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	15,441천주
52주 최저가/최고가	61,000 – 105,500원
3개월 일평균거래대금	317억원
외국인 지분율	22.5%
주요주주지분율(%)	
대림 (외 6인)	23.1
국민연금공단 (외 1인)	13.4

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	5.7	5.4	7.4
PBR(배)	1.5	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	13.9	5.2	4.3
배당수익률(%)	1.7	2.4	2.4

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(5.0)	16.1	19.8	13.5
KOSPI대비 상대수익률(%)	(4.1)	(10.3)	(44.0)	3.7

Price Trend



ktb 투자증권

앞으로 드러날 진가

▸ Issue

유화 중심 지주사인 DL의 커버리지 개시

▸ Pitch

– 목표주가 12만원 신규 제시하며 커버리지 개시. EV/EBITDA 멀티플을 부여해 SOTP 방식으로 산출한 유화 가치는 3조 2,668억원으로 NAV 기여도는 69.1%. 6/3 유상증자를 반영한 목표 NAV는 2조 4,815억원으로 목표 지주사 할인율 50% 적용

– PB 개선, PE 및 IR라텍스 증설 따른 21년 실적 개선폭 대비 최근 주가 하락은 과도. 연내 유화 부문 신규 투자까지 가시화될 경우 추가적 기업 가치 및 주가 상승 가능할 전망

▸ Rationale

– 투자포인트는 1) 스페셜티 투자 확대 따른(19년 20.5만톤 → 25년 53.9만톤) 성장성 확보, 2) 시황 변동에 따른 리스크가 적어 안정적으로 연결 실적에 기여할 수 있는 제품인 IR라텍스의 증설, 3) 2H21부터 나타날 비유화 계열사의 턴어라운드

– 1Q21 매출액 5,099억원(YoY +32.1%), 영업이익 660억원(YoY +193.1%, OPM 12.9%), 순이익 3,246억원(YoY +45.4%, NIM 63.7%) 기록. 분할효과 등 비경상적 요인 제외한 실적은 영업이익 399억원, 순이익 776억원 수준. 1~2월 PB의 판매 부진 및 PE의 가동률 축소, 카리플렉스의 정기보수(1.5개월)로 영업이익이 감소했으며 분할 과정에서 회계처리로 미실현이익이 일시에 환입된 효과

– 2021E 매출액 2조 2,097억원(YoY +41.1%), 영업이익 2,569억원(YoY +115.8%, OPM 11.6%) 전망. m-LLDPE/BOCD 25만톤 증설분의 이익 기여와 함께, PB 판매량 증가로 DL케미칼은 하반기에도 안정적 실적을 기록할 것으로 예상. 카리플렉스의 증설 효과(브라질 공장 기존 CAPA 대비 2배)도 하반기부터 나타날 전망

– 5/12 DL이앤씨 지분 21.7%(보통주 기준) 취득. 공개매수 대상 주식수는 551만주로 결정되었으며(희석률 26%), 6/3 신주상장 및 거래 개시 예정. 지분법이익 증가뿐 아니라 DL이앤씨로부터의 배당수익을 유화 부문 M&A나 JV 투자 재원으로 활용할 수 있다는 점에서 실질적인 주주가치 훼손 영향은 제한적일 것으로 전망

▸ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,660	1,566	2,210	2,487	2,736	2,807	2,872
영업이익	136	119	257	286	293	303	309
EBITDA	288	309	431	460	474	494	513
순이익	710	573	686	526	526	521	527
자산총계	–	–	6,712	7,187	7,656	8,108	8,572
자본총계	–	–	3,380	3,798	4,216	4,631	5,050
순차입금	–	–	858	577	376	211	45
매출액증가율	(84.9)	(5.7)	41.1	12.6	10.0	2.6	2.3
영업이익률	8.2	7.6	11.6	11.5	10.7	10.8	10.8
순이익률	42.8	36.6	31.1	21.1	19.2	18.6	18.3
EPS증가율	2.9	(24.1)	22.8	(27.3)	(0.0)	(0.8)	1.1
ROE	–	–	25.6	17.7	15.5	13.7	12.5

Note: K-IFRS 연결 기준. 2020년 B/S는 중단사업 회계처리 미반영 기준 / Source: KTB투자증권

DL은

DL은 1939년 설립된 대림산업이 2021년 1월 4일 인적, 물적 분할을 실시하며 전환된 지주회사이다. 대림산업 기준으로 1976년 한국거래소 유가증권시장에 상장되었다.

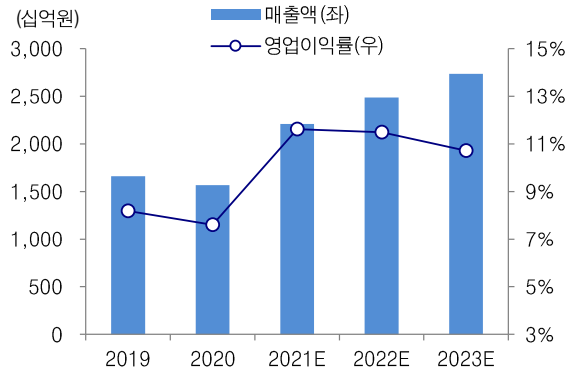
연결대상 종속회사들이 영위하는 사업은 크게 유화 계열과 비유화 계열로 분류된다. 과거 대림산업의 석유화학 사업부는 지주회사 체제 출범 과정에서 물적분할되며 DL케미칼로 명칭이 변경되었으며 제품은 PE, PB, EPO로 구성되어 있다. 유화 계통의 BOPP, EVA 필름 사업부는 지주사 재편 이전인 2020년 4월에 DL FnC로 분할되었으며, 비슷한 시기인 2020년 3월에는 스페셜티 고무 사업을 영위하는 카리플렉스를 인수해 유화 계통 포트폴리오를 확대했다. 이외에도 YNCC(50%), 폴리미래(50%)를 지분법 회사로 보유하고 있다. 비유화 계열로는 에너지 디벨로퍼 사업을 영위하는 DL에너지, 호텔 사업을 영위하는 글래드호텔앤리조트, 자동차 부품 사업을 영위하는 DL모터스 등이 존재한다.

2021년 지주회사 전환 과정에서 구 대림산업의 건설 부문 사업에 해당하는 DL이앤씨 지분 20% 이상 취득을 위해 현재 현물출자 방식의 유상증자가 진행 중이다. 상반기 내로 지주사로의 전환이 마무리될 예정이며, 최대주주로는 현재 ㈜ 대림 외 6인이 지분 23.1%를 보유하고 있다.

시가총액 1.3조원이고 KOSPI 기타금융업종에 속해있다.

Financials

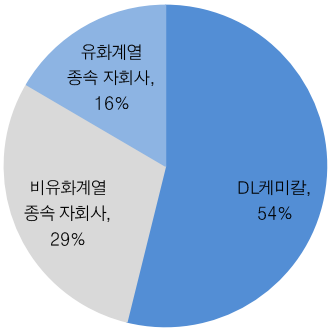
- 2019년 하반기부터 시작된 미중 무역분쟁 장기화로 인한 수요 부진 및 유화 시황 악화로 OPM은 7.6%를 기록했다
- 2020년 실적은 2021년 예정된 PE 증설 위한 선제적 정기보수 및 윤활유 수요 감소로 매출액과 OPM 하락세를 시현했다
- 2021년은 수요 회복과 함께 PE(+25만톤), IR라텍스(기존 브라질 CAPA 대비 2배) 증설에 따른 매출액 증가를 예상한다. 또한 해당 제품들이 고부가 스페셜티라는 점에서 OPM 또한 반등할 것으로 전망한다.



Source: DL, KTB투자증권

사업부문 Breakdown

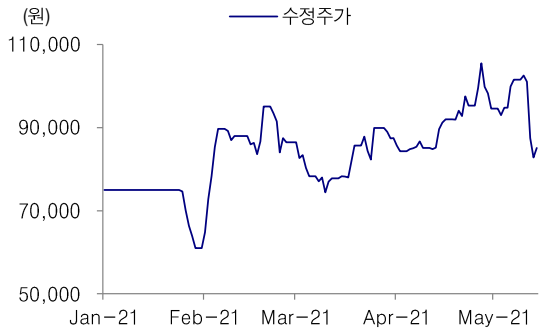
- 2020년 연간 기준 매출액은 1조 5,661억원으로 매출 비중은 DL케미칼 54%, 비유화 종속 자회사 29%, 유화 종속 자회사 16% 순이다.
- DL케미칼은 HDPE와 더불어 스페셜티에 해당하는 PB(폴리부텐), m-LLDPE/BOCD, EPO(에틸렌 및 프로필렌 중합체) 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 지분법회사인 YNCC(대림 50%+한화 50%)로부터 에틸렌, 프로필렌, C4유분 등을 장기공급계약 형태로 조달하고 있다.
- 유화 종속 자회사 부문은 1Q20부터 연결 실적에 반영되기 시작다. 중장기적인 스페셜티 확대 기조에 따라 스페셜티 합성고무 사업을 영위하고 있는 카리플렉스는 수요 성장세에 맞춰 점진적으로 증설 등의 방안을 검토할 예정이다.



Source: DL, KTB투자증권

주가

- 2021년 대림산업이 DL홀딩스(존속), DL이앤씨(인적분할), DL케미칼(물적분할)로 분할됨에 따라 1/24일까지 거래가 정지되었다.
- 1/25 재상장 이후 상반기 안으로 DL이앤씨와의 지분 스왑을 위한 현물출자 방식의 유상증자가 예정되어 있다는 점으로 인해 주가는 약세를 보였으나, 석유화학 시황 호조로 3월 중순부터 반등세를 보였다.
- 시장 기대치에 부합하지 못했던 1Q21 실적발표를 기점으로 최근 주가는 하락세를 시현 중이다. 다만 PB 시황 개선, PE 및 IR라텍스 증설분 따른 실적 개선이 예상됨에 따라, 기업 가치와 주가 상승이 가능할 것으로 전망한다. 이외에도 연내 유화 부문 신규 투자 모멘텀까지 기대할 수 있을 전망이다.



Source: Dataguide, KTB투자증권

I. Valuation

투자의견 BUY, TP 12만원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, TP 12만원 제시

DL(000210)에 대해 투자의견 BUY 및 TP 12만원으로 커버리지를 개시한다.

유화 가치는 3조 2,668억원으로 NAV 기여도는 69.1%

EV/EBITDA 멀티플을 부여해 산출한 유화 가치는 3조 2,668억원으로 NAV 기여도는 69.1%이다. DL케미칼 7,358억원, 카리플렉스 5,907억원, DL FnC 453억원, YNCC 1조 5,317억원(지분율 50% 고려), PMC 3,632억원(지분율 50% 고려)으로 부문별 가치를 추산하였다. 비유화 부문 연결 자회사의 경우 2020년 사업보고서 기준 장부가액을 적용했으며, 현물출자에 따라 지분법 자회사로 편입된 DL이앤씨는 상장사라는 점을 고려해 5/14 기준 시가총액을 적용했다.

목표 NAV는 2조 4,815억원으로 목표 지주사 할인율 50%를 적용

목표 NAV는 2조 4,815억원으로 투자자산가치-(순차입금+우선주)를 산출한 후 목표 지주사 할인율 50%를 적용한 수치다. 영업가치는 분기보고서를 통해 배당, 브랜드, 임대수익이 구체화되는 시점에 밸류에이션에 반영할 예정이다. 한편 6/3 DL이앤씨 지분 취득을 위한 유상증자가 예정되어 있다는 점을 고려해서 주식수는 유상증자 효과를 반영한 2,095만주를 적용해 목표주가 12만원을 제시한다.

Fig. 01: DL 목표가 밸류에이션

(십억원)					비고
(1) 투자자산가치					
1) 유화 계열					
비상장 연결종속	21E EBITDA	Multiple	평가금액	NAV 비중	
DL케미칼	171	4.3	736	15.6%	롯데케미칼, 대한유화의 2021년 implied EV/EBITDA 멀티플 4.3배 적용
카리플렉스	75	7.9	591	12.5%	글로벌 IR라텍스 Peer 업체의 2021년 EV/EBITDA 멀티플 7.9배 적용
DL FnC	11	4.3	45	1.0%	DL케미칼 멀티플 동일하게 적용
비상장 지분법	21E EBITDA	Multiple	평가금액	NAV 비중	
YNCC	356	4.3	1,532	32.4%	지분율 50% 고려한 뒤, DL케미칼 멀티플 동일하게 적용
PMC(폴리미래)	55	6.6	363	7.7%	지분율 50% 고려한 뒤, 효성화학의 2021년 implied EV/EBTIDA 멀티플 6.6배 적용
소계			3,267	69.1%	
2) 비유화 계열					
비상장 연결종속	지분율	장부가	평가금액	NAV 비중	
DL모터스	100%	186	186	3.9%	4Q20 장부가 적용
글래드호텔앤리조트	100%	308	308	6.5%	4Q20 장부가 적용
DL에너지	70%	333	333	7.0%	4Q20 장부가 적용
청진이삼	48%	50	50	1.0%	4Q20 장부가 적용
상장 지분법	지분율	시가총액	평가금액	NAV 비중	
DL이앤씨	22%	2,701	586	12.4%	5/14 종가 139,500원 기준
소계			1,462	30.9%	
소계			4,729		
(2) 우선주 시가총액			86		1,686,115주 x 5/14 종가 50,800원
(3) 순차입금			-120		1Q21 별도 기준
실질 NAV			4,963		(1)-(2)-(3)
목표 할인율			50%		유화 부문 NAV 기여도 69.1%
목표 NAV			**2,481**		
보통주 주식수(천주)			20,956		6/3 유상증자 감안한 주식수
목표주가(원)			**120,000**		
현재주가(원)			85,100		5/14 종가
Upside(%)			**41.0%**		

Source: DL, KTB투자증권

Fig. 02: 글로벌 Peer Valuation

구분	업체	국가	Mkt Cap. (Mil. USD)	Performance(%)					PER (X)		PBR(X)		ROE(%)		EV/EBITDA(X)	
				1W	1M	3M	6M	YTD	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
석유화학	LG화학	한국	53,523	(7.1)	(4.2)	(13.7)	21.1	3.6	20.9	21.1	3.1	2.8	15.9	13.6	9.0	8.5
	롯데케미칼	한국	8,597	(8.6)	(0.7)	(7.7)	6.0	2.4	6.2	6.6	0.7	0.6	11.4	9.9	3.5	3.5
	한화솔루션	한국	7,481	(5.9)	(11.1)	(16.1)	(7.6)	(5.1)	9.2	9.1	1.1	1.0	13.0	11.4	7.3	6.7
	금호석유	한국	6,600	(13.2)	(3.4)	(7.8)	76.2	68.3	4.9	6.3	1.7	1.4	37.5	23.6	3.5	4.4
	대한유화	한국	1,570	(11.7)	(11.4)	(25.8)	20.4	18.3	6.5	6.6	0.8	0.7	13.5	11.7	3.2	3.2
	DL	한국	1,167	(16.2)	(6.7)	(1.0)	16.1	13.5	2.9	2.9	0.3	0.3	11.3	10.1	2.4	2.6
	효성화학	한국	1,068	(11.5)	29.3	59.1	187.8	140.9	6.7	4.9	2.1	1.5	36.4	34.1	5.5	4.5
	SABIC	사우디	98,227	1.7	5.3	19.7	28.1	21.1	28.3	25.4	2.2	2.1	8.0	9.2	11.1	10.4
	BASF	독일	77,175	(1.5)	(2.9)	2.5	23.3	7.0	14.5	14.0	1.8	1.8	11.3	11.6	8.4	8.1
	Sasol	남아공	10,588	(1.5)	2.1	16.6	125.7	77.0	8.2	6.3	0.9	0.8	14.0	15.4	5.4	4.5
	LyondellBasell	미국	38,140	0.0	6.5	18.6	48.8	24.4	8.0	9.0	3.5	3.0	48.8	34.0	6.8	7.5
	Westlake Chemical	미국	13,339	0.5	9.7	19.5	41.4	27.6	11.8	15.0	2.0	1.7	17.2	15.0	6.6	7.6
	OLIN	미국	7,449	0.5	11.0	63.0	123.0	90.5	8.9	9.0	3.5	2.9	38.3	29.4	5.7	5.8
	Wanhua Chemical	중국	50,434	(3.0)	(1.1)	(26.4)	17.6	13.6	16.5	15.2	5.0	4.0	31.2	27.4	12.1	11.4
	SINOPEC SPC	중국	5,313	1.8	5.4	6.0	15.5	12.8	12.2	11.4	1.3	1.3	11.0	11.8	6.7	6.4
	Formosa Plastics	태국	21,745	(9.0)	(11.6)	6.3	9.8	(0.9)	12.2	13.9	1.7	1.6	13.7	11.4	12.7	16.1
	PTTGC	태국	9,658	(2.9)	10.7	5.5	33.0	15.4	13.2	14.3	1.0	1.0	8.1	7.0	9.2	9.1
	Mitsubishi Chemical	일본	11,657	(0.9)	0.7	14.1	46.8	35.6	-	11.2	1.1	1.0	(3.6)	10.0	11.6	7.6
	LC Titan	말레이	1,862	0.3	34.7	45.1	45.7	22.0	9.1	14.6	0.6	0.6	7.1	4.0	2.2	2.9
IR라텍스	Zeon	일본	3,645	(3.4)	(0.2)	1.5	34.0	13.7	15.7	12.7	1.3	1.2	8.8	10.2	7.5	6.2
	Denka	일본	3,444	(4.4)	(4.6)	(0.7)	28.9	5.6	15.2	11.6	1.4	1.3	9.1	11.1	8.4	7.2
	Showa Denko	일본	4,892	2.0	4.5	32.7	85.8	62.7	157.6	18.0	1.3	1.3	0.5	7.7	10.0	8.5
	Kuraray	일본	3,749	(5.7)	(7.2)	(6.3)	5.7	5.4	14.3	12.2	0.8	0.7	5.6	6.7	5.2	5.0

Source: Bloomberg, KTB투자증권

II. 실적 전망

2021E 영업이익 2,569억원(YoY +115.8%, OPM 11.6%) 예상

2021년 매출액 2조 2,097억원, 영업이익 2,569억원 예상

2021년 실적은 매출액 2조 2,097억원(YoY +41.1%), 영업이익 2,569억원(YoY +115.8%, OPM 11.6%)을 기록할 것으로 예상한다. COVID-19 영향으로 수요 부진을 겪었던 2020년 대비 전 부문에 걸친 증익이 전망된다.

DL케미칼의 매출액 1조 2,433억원(YoY +48.1%), 영업이익 1,161억원(YoY +91.6%, OPM 11.6%)을 예상한다. m-LLDPE/BOCD 25만톤 증설분의 이익 기여와 함께, 윤활유 첨가제 시황 개선에 따른 PB 판매량 증가로 하반기에도 안정적 실적 기여가 기대된다. 카리플렉스는 매출액 2,694억원(YoY +35.5%), 영업이익 448억원(YoY +34.4%, OPM 16.6%)을 예상한다. 1Q21 실적은 1~2월 브라질 공장 정기보수로 인해 영업이익 42억원을 기록하며 다소 부진했으나, 하반기부터 브라질 공장 증설로(기존 CAPA 대비 2배) 판매량(Q)이 확대될 전망이다. 한편 IR라텍스 공급 계약은 2~3년 간의 장기 계약 형태로, 현재 NB라텍스 가격 대비 약 4배 높은 판가(P) 또한 안정적으로 유지될 것으로 전망한다.

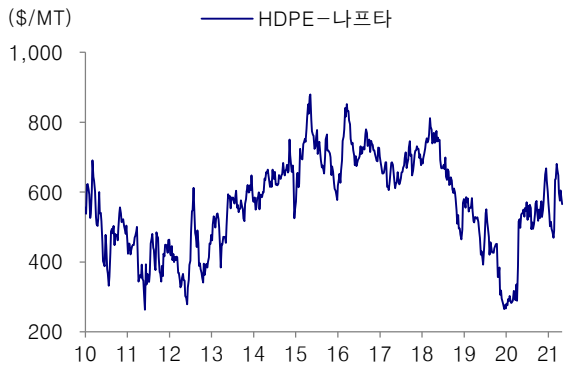
비유화계열 종속 자회사 합산 기준 매출액 5,257억원(YoY +13.9%), 영업이익 751억원(YoY +95.5%, OPM 14.3%)을 예상한다. 상반기보다는 하반기 큰 폭의 실적 개선을 추정하는데 DL모터스의 경우 2차전지 부품 수율 개선에 따라 2H21 흑자전환이 예상되며, 글래드 또한 공실률이 회복되며 턴어라운드가 가능할 것으로 전망한다.

Fig. 03: DL의 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액	385.9	365.3	410.9	447.8	509.9	541.3	569.1	589.4	607.2	607.0	626.0	647.1	1,566.1	2,209.7	2,487.4
YoY	*-8.4%*	*-13.0%*	*-5.8%*	*17.6%*	*32.1%*	*48.2%*	*38.5%*	*31.6%*	*19.1%*	*12.1%*	*10.0%*	*9.8%*	*-5.7%*	*41.1%*	*12.6%*
QoQ	*1.4%*	*-5.3%*	*12.5%*	*9.0%*	*13.9%*	*6.1%*	*5.1%*	*3.6%*	*3.0%*	*0.0%*	*3.1%*	*3.4%*			
별도	4.9	4.3	4.4	7.0	8.4	9.7	10.4	11.2	36.0	36.0	36.0	36.0	20.6	39.7	144.0
유화계열 종속자회사	7.5	88.3	81.7	80.4	72.1	87.2	99.4	97.0	99.0	100.9	100.8	103.1	257.9	355.7	403.8
DL케미칼	252.6	175.6	202.0	209.1	283.2	321.6	315.4	323.1	329.8	339.8	336.3	340.8	839.3	1,243.3	1,346.8
카리플렉스	7.5	68.7	62.2	60.4	50.1	64.8	77.4	77.0	77.8	78.9	79.2	81.1	198.8	269.4	317.0
DL FnC	-	19.6	19.5	20.0	22.0	22.4	21.9	20.0	21.1	22.0	21.7	22.1	59.1	86.3	86.9
비유화계열 종속자회사	122.9	86.3	112.0	140.2	126.8	114.1	135.3	149.4	133.9	121.7	144.2	158.5	461.4	525.7	558.3
DL모터스	63.3	48.4	59.8	71.7	72.1	72.6	77.7	75.3	75.7	76.2	81.6	79.0	243.2	297.7	312.6
글래드호텔앤리조트	14.5	13.4	16.6	16.3	11.8	16.1	19.9	19.6	14.2	19.3	23.9	23.5	60.8	67.4	80.8
DL에너지	34.2	13.7	24.8	41.1	32.1	14.7	26.5	43.2	32.9	15.0	27.2	44.2	113.8	116.5	119.4
청진이삼	10.9	10.8	10.8	11.1	10.8	10.8	11.1	11.4	11.1	11.1	11.5	11.8	43.6	44.2	45.5
영업이익	22.5	26.3	54.5	28.1	66.0	49.3	69.6	72.0	76.4	55.4	77.0	76.9	119.0	256.9	285.6
%OPM	*5.8%*	*7.2%*	*13.3%*	*6.3%*	*12.9%*	*9.1%*	*12.2%*	*12.2%*	*12.6%*	*9.1%*	*12.3%*	*11.9%*	*7.6%*	*11.6%*	*11.5%*
YoY	*-57.3%*	*10.0%*	*-19.5%*	*31.3%*	*193.1%*	*87.4%*	*27.8%*	*156.1%*	*15.8%*	*12.3%*	*10.5%*	*6.9%*	*-12.5%*	*115.8%*	*11.2%*
QoQ	*5.1%*	*16.9%*	*107.2%*	*-48.4%*	*134.7%*	*-25.3%*	*41.3%*	*3.3%*	*6.1%*	*-27.5%*	*39.0%*	*-0.1%*			
별도	0.0	0.0	0.0	0.0	-5.9	-3.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-8.9	0.0
유화계열 종속자회사	0.3	12.6	11.0	12.3	5.2	13.2	15.5	15.3	15.6	15.8	15.8	16.2	36.2	49.3	63.4
DL케미칼	5.2	18.4	21.9	15.1	20.3	39.4	28.1	28.4	32.7	32.8	31.9	31.4	60.6	116.1	128.8
카리플렉스	0.3	11.7	10.0	11.3	4.2	12.0	14.3	14.2	14.4	14.6	14.6	15.0	33.3	44.8	58.6
DL FnC	-	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	2.9	4.5	4.8
비유화계열 종속자회사	20.8	-4.7	21.6	0.7	21.1	-0.3	26.0	28.3	28.1	6.7	29.3	29.3	38.4	75.1	93.4
DL모터스	-0.4	-1.6	-6.5	-21.0	-5.9	-2.9	0.0	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	-29.5	-6.5	9.4
글래드호텔앤리조트	-2.8	-3.1	2.4	1.6	-0.4	0.0	2.0	2.5	1.3	1.7	2.2	2.8	-1.9	4.1	8.0
DL에너지	15.3	-5.0	17.1	13.1	19.0	-5.3	15.9	15.1	16.5	-5.4	16.3	15.5	40.5	44.7	42.8
청진이삼	8.7	5.0	8.6	7.0	8.4	7.9	8.1	8.3	8.1	8.1	8.4	8.6	29.3	32.8	33.2
지분법이익	-	-	-	-	158.5	64.7	75.4	78.0	96.4	97.1	96.7	95.7	-	376.6	385.9
YNCC	-38.7	53.2	58.8	48.4	62.7	46.6	39.1	41.5	59.5	59.9	59.5	58.4	121.7	215.6	237.3
PMC	8.0	18.6	11.8	5.5	9.7	9.8	11.3	11.5	11.9	12.2	12.1	12.3	43.9	42.5	48.6
DL이앤씨	-	-	-	-	-	8.3	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	-	58.3	100.0
당기순이익	223.2	-	-	-	324.6	137.3	116.9	107.3	135.7	118.0	136.5	135.6	572.7	686.1	525.7
%NPM	*57.8%*	-	-	-	*63.7%*	*25.4%*	*20.5%*	*18.2%*	*22.4%*	*19.4%*	*21.8%*	*20.9%*	*36.6%*	*31.1%*	*21.1%*

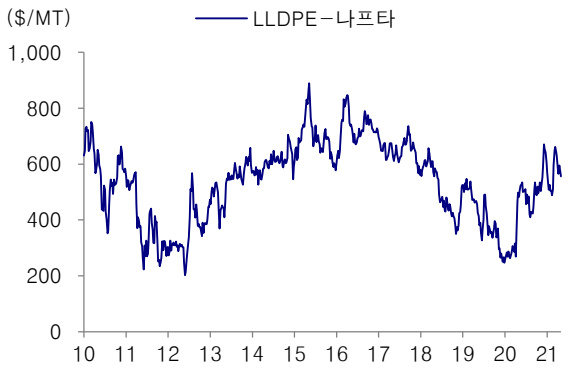
Source: DL, KTB투자증권

Fig. 04: HDPE lagging 스프레드 추이: DL케미칼



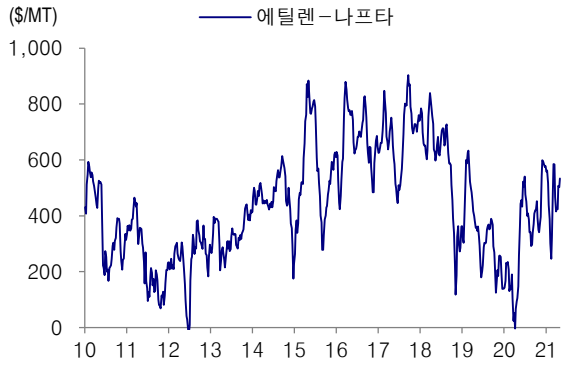
Source: 씨스켐, KTB투자증권

Fig. 05: LLDPE lagging 스프레드 추이: DL케미칼



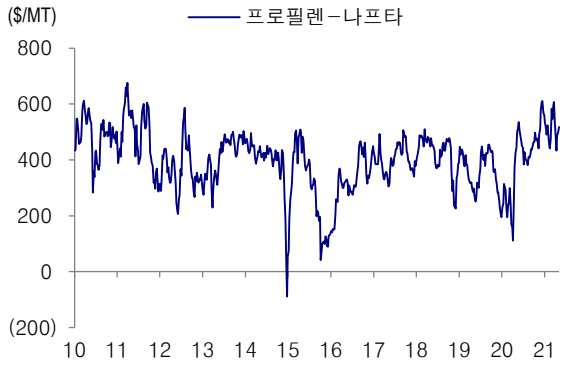
Source: 씨스켐, KTB투자증권

Fig. 06: 에틸렌 lagging 스프레드 추이: YNCC



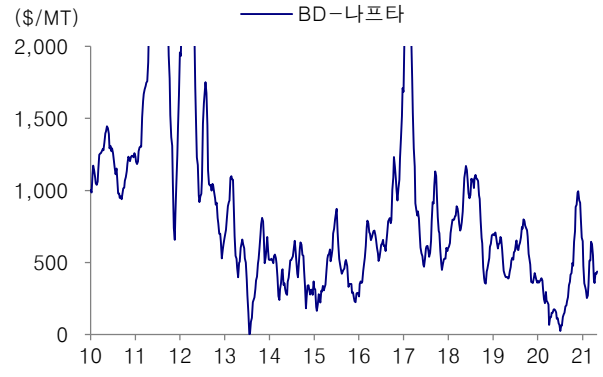
Source: 씨스켐, KTB투자증권

Fig. 07: 프로필렌 lagging 스프레드 추이: YNCC



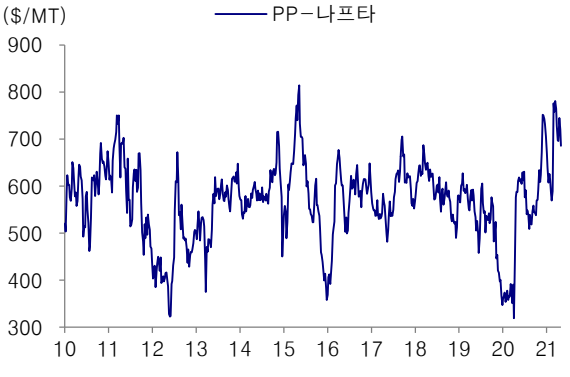
Source: 씨스켐, KTB투자증권

Fig. 08: BD lagging 스프레드 추이: YNCC



Source: 씨스켐, KTB투자증권

Fig. 09: PP lagging 스프레드 추이: PMC



Source: 씨스켐, KTB투자증권

III. 투자포인트

III-1. DL케미칼: 스페셜티 제품 확대를 통한 수익성 확보

PB, PE, EPO 사업을 영위하고 있는 DL케미칼

과거 대림산업의 석유화학 사업부에 해당하는 DL케미칼은 1) PB(폴리부텐), 2) PE 계열의 HDPE, m-LLDPE(메탈로센 촉매를 활용한 LLDPE)/BOCD, 3) EPO(에틸렌과 프로필렌의 중합체)를 보유하고 있다. 제품별 CAPA는 PE 71만톤(HDPE 18만톤+m-LLDPE /BOCD 53만톤), PB 20만톤, EPO 0.5만톤 순이다.

스페셜티 제품인 PB, m-LLDPE/BOCD에 주목할 필요

동사는 스페셜티 제품인 PB, m-LLDPE/BOCD에 기술적 강점을 가지고 있어 높은 성장 잠재력을 보유하고 있다. 기업 분할 당시에도 적극적인 증설을 통해 스페셜티 확대 의지를 표명했는데(2019년 20.5만톤 → 2025년 53.9만톤), 영업이익 기준 2019년 15%였던 스페셜티 비중을 2025년 40% 이상까지 늘려 매출액 2조원 및 영업이익 3천억원 달성을 목표로 하고 있다.

Con-PB와 HR-PB로 구분되는 PB 제품

1) PB(폴리부텐):

PB는 C4 유분을 기초로 한 폴리머로 윤활유 첨가제, 폭약용 유화제, 연료 첨가제, 점접착제 등에 사용되는 제품이다. 범용으로 사용되는 Con-PB와 고반응성 제품인 HR-PB로 구분되는데, HR-PB는 반응성이 높아 첨가제로 사용 시 효율적으로 제품 성능을 향상시킬 수 있고 염소 성분이 없어 친환경 기준 충족에 적합한 제품이다. 현재 글로벌 HR-PB 시장 규모는 70.6만톤으로 추정되고 있으며, 환경규제 강화 등의 영향으로 인해 2030년 115만톤까지(2020~2030년 CAGR +5%) 성장할 것으로 전망되고 있다.

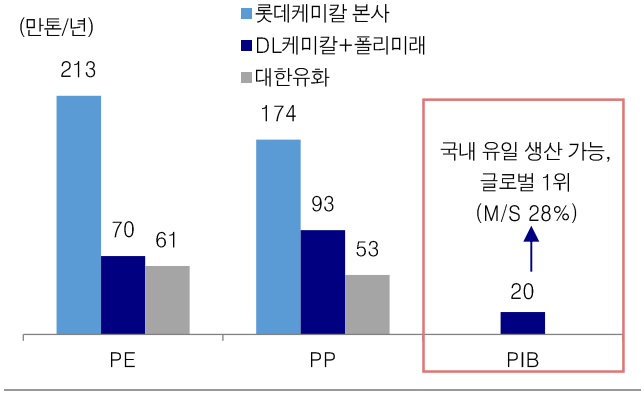
PB 병행 생산이 가능한 국내 유일, 글로벌 Top 3 업체

동사는 국내 최초로 1993년 Con-PB, 2010년 HR-PB 상업화에 성공하였으며 단일 공장에서 Con-PB와 HR-PB를 병행생산할 수 있는 기술 라이선스를 보유하고 있다. 해당 기술을 보유하고 있는 글로벌 Peer는 BASF(유럽), TPC Group(미국) 2개사뿐으로 진입 장벽이 높은 편이다. 이러한 기술적 우위로 인해 2015년에는 글로벌 윤활유 첨가제 1위 업체인 미국 Lubrizol에 PB 병행 생산 기술을 국내 최초로 수출해, Lubrizol이 생산하는 PB 독점 판매권을 보유하고 있으며 일정 부분 로열티를 수취하고 있다. 현재 CAPA는 20만톤으로 글로벌 1위(M/S 28%) 규모이며, 2025~2026년까지 33만톤으로(공정 효율화 5만톤 및 사우디 8만톤) 생산능력을 확대할 계획이다.

OPM 20% 내외 안정적 유지 전망

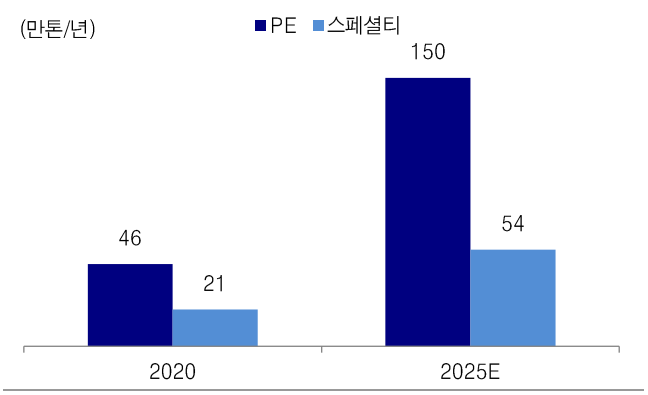
저가 원재료 투입에 따른 수익성 향상 또한 기대된다. PB 원료로서 흔히 사용되는 이소부틸렌 대비 저가인 C4 잔사유(Raffinate-1)를 활용하는 기술을 글로벌 최초로 개발한 바 있어 OPM 20% 내외의 안정적 수익 창출이 지속적으로 가능할 전망이다.

Fig. 010: 2021년 말 기준 주요 업체별 폴리머 국내 생산능력 비교



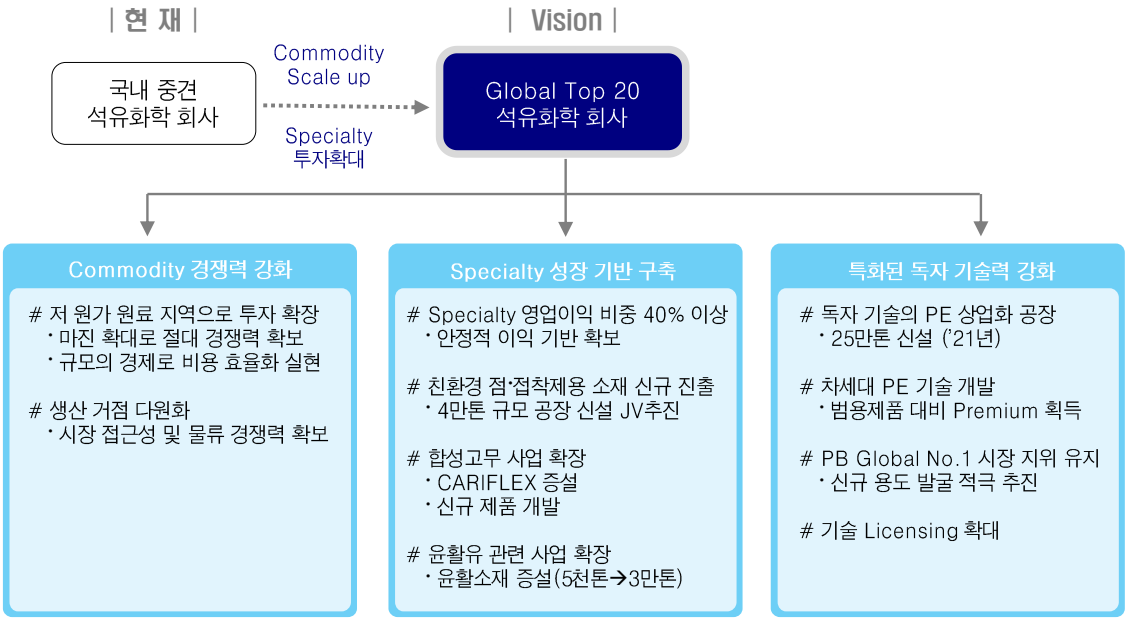
Source: 각 사, KTB투자증권

Fig. 011: DL케미칼의 중장기 제품별 생산능력 확대 계획



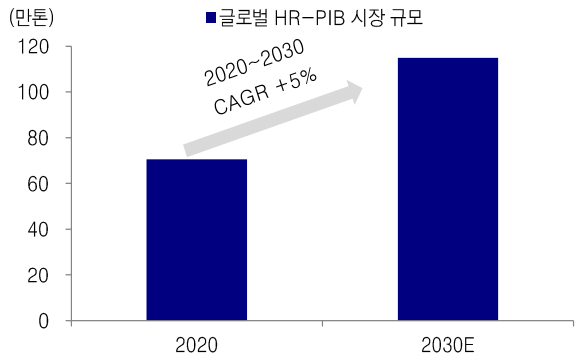
Source: DL, KTB투자증권 Note: 스페셜티에는 PB, EPO, IR, IRL 포함

Fig. 012: DL케미칼 전략 방향



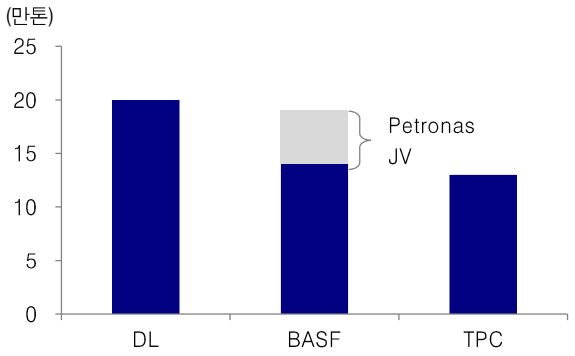
Source: DL, KTB투자증권

Fig. 013: 글로벌 HR-PB 시장 전망



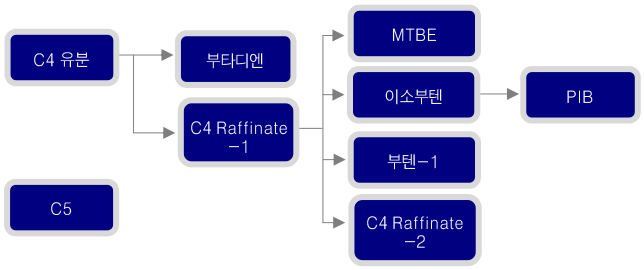
Source: 업계 자료, KTB투자증권

Fig. 014: 주요 업체별 PB CAPA 비교



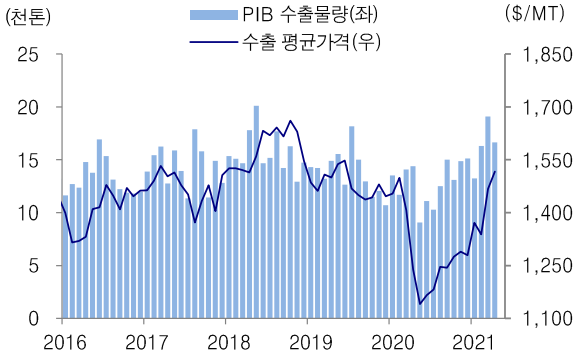
Source: 업계 자료, KTB투자증권

Fig. 015: PB 계통도



Source: DL, YNCC, KTB투자증권

Fig. 016: PB 수출 추이



Source: KITA, KTB투자증권
Note: 동사 PB 제품의 매출 비중은 수출 95%, 내수 5%

2) m-LLDPE/BOCD:

고부가 m-LLDPE 국내 1위 업체 (M/S 28%)

DL케미칼의 PE 제품은 산업용보다는 포장재용(소비재) 위주이다. 특히 메탈로센 촉매를 활용한 m-LLDPE는 2006년에 국내 최초로 상업화를 완료한 제품이다. m-LLDPE는 범용 LLDPE 대비 최소 150$/톤의 프리미엄을 가진 고부가 제품이며, 동사는 탄탄한 기술력을 바탕으로 국내 1위 업체 지위를 유지 중이다(M/S 28%).

m-LLDPE 전용 공장 25만톤 증설

최근 동사는 독자적 촉매 및 공정 기술을 바탕으로 m-LLDPE 전용 공장을 증설했다(2021년 1월, +25만톤). 이로 인해 HDPE와 m-LLDPE의 제품별 CAPA는 2020년 기준 각각 18만톤, 28만톤에서 현재 18만톤, 53만톤까지 확대되었다. 특히 이번 증설분에는 BOCD 제품 또한 포함되어 있는데, BOCD는 2016년 ExxonMobil이 처음

전세계에서 2번째로 기술 개발에 성공한 BOCD

개발한 제품으로 동사는 2018년 두번째로 기술 개발에 성공한 바 있다. 물성과 가공성이 m-LLDPE 대비 우수해 m-LLDPE에 비해서도 추가적 프리미엄을 받을 수 있는 제품이라는 점에서 향후 시장 확대 시 이익 기여도가 클 것으로 전망된다. 추후 라이선스 아웃까지 염두에 두었다는 점에서 추가적 모멘텀 또한 기대해볼 수 있다는 판단이다.

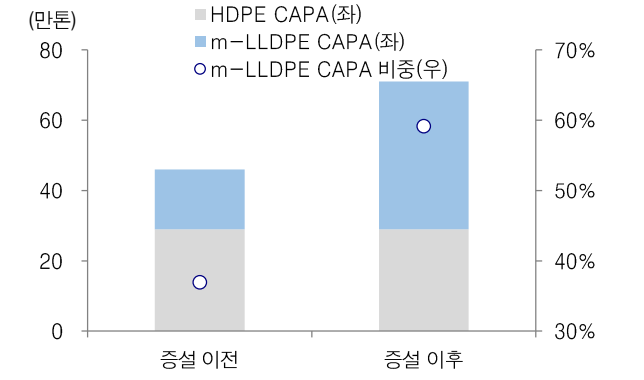
3) EPO:

메탈로센 촉매를 사용해 에틸렌과 프로필렌을 중합한 차세대 제품인 EPO는 PB와 같은 윤활유 첨가제이지만 다른 역할을 가지고 있다. 분산제와 청정제 용도로 흔히 쓰이는 PB와 달리, EPO는 윤활유 교체 주기를 연장해주기 위해서 점도 지수를 개선하는 점도 조절제로 사용되기 때문이다.

2023~2024년까지 3만톤 규모로 증설할 계획

2015년 독자 기술 개발을 시작했으며, 2018년 파일럿 설비를 거쳐 2020년 초 0.5만톤 규모로 상업가동을 시작했다. 2023~2024년까지 3만톤 규모로 증설할 계획이며, 기존 제품인 PB와의 시너지를 통해 점진적으로 실적 증가에 기여할 것으로 기대된다.

Fig. 017: PE CAPA 구분



Source: DL, KTB투자증권

Fig. 018: 윤활유 첨가제의 용도별 구분 및 제품별 DL CAPA

종류	제품	CAPA(만톤/년)
분산제	PB	20
청정제		
점도조절제	EPO	0.5
산화방지제 등 기타		

Source: DL, KTB투자증권

III-2. 기타 유화 계열사: 국내 유일 IR라텍스 업체

범용 제품 대비 시황 변동 리스크가 적은 유화 계열 연결 종속회사들의 제품 포트폴리오 (IR라텍스, EVA)

DL케미칼 이외에도 유화 계열 연결 종속자회사들의 스페셜티 제품 또한 범용 제품 대비 시황 변동에 따른 리스크가 적어 안정적으로 연결 실적에 기여할 전망이다. 동사는 2020년 3월 미국 Kraton으로부터 스페셜티 고무 사업을 영위하고 있는 카리플렉스 사업부를 5억 3,000만달러(약 6,200억원)에 인수해 고무 및 라텍스 제품으로 유화 계통 포트폴리오를 확대했다. 한편 과거 대림산업의 석유화학 사업부에서 2020년 4월 BOPP, EVA 등 필름 사업이 분할해 만들어진 DL FnC 또한 유화 계열 연결 종속 자회사로 분류할 수 있다.

1) 카리플렉스(Cariflex):

이소프렌모노머를 원료로 IR(이소프렌고무) 및 IR라텍스를 제조하는 계열사로서, 글로벌 수술용 합성고무 장갑 M/S(75%) 1위 업체에 해당한다. 사업 구조는 1) 브라질 자체 공장을 통한 IR라텍스 수출, 2) YNCC 등 아시아 NCC에서 이소프렌모노머를 수입한 뒤 IR을 제조하는 미국 지사에서의 IR 판매, 3) 일본 OEM 공장(Sumitomo Seika)을 통한 IR라텍스 수출로 구분된다(Fig. 19). 매출액 비중은 IR 20%, IR라텍스 80%로 구성되어 있다.

IR라텍스는 천연고무에 비해 알러지 유발 물질(단백질)이 없어서 안정성이 높고, NB라텍스 대비 강성이 높아 수술용 장갑 등 고품질 의료재료에 적합한 특징을 가지고 있다. 이로 인해 ASP가 NB라텍스 대비 약 4배 가량 높은 것으로 알려져 있으며, 공급 계약도 2~3년간의 장기 계약 위주로 체결되고 있어 시황에 관계 없이 판가가 안정적으로 유지될 수 있다. 이로 인해 18% 이상의 OPM, 30% 이상의 EBITDA 마진 창출이 가능할 전망이다.

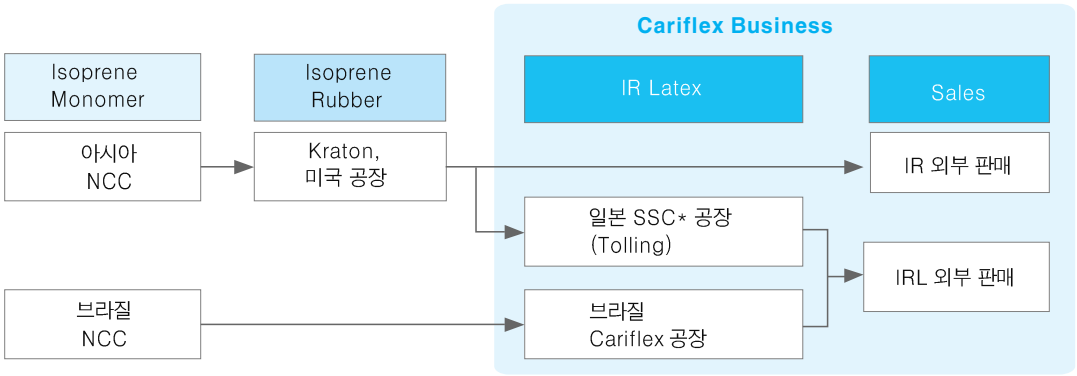
P의 안정적 유지 + Q의 증가(브라질 증설)

한편 동사는 글로벌 수요 성장(CAGR +8%)에 맞춰 5,000만달러(약 600억원)를 투자해 브라질 공장의 CAPA를 기존 대비 2배 증설할 계획이다. 2021년 6월 완공 예정으로 올해 예정된 경쟁사들의 증설은 없다는 점에서 M/S 확대 및 실적 기여가 전망된다. 증설에 따른 손익 기여도는 매출액 700억원, 영업이익 150억원으로 예상된다.

2) DL FnC:

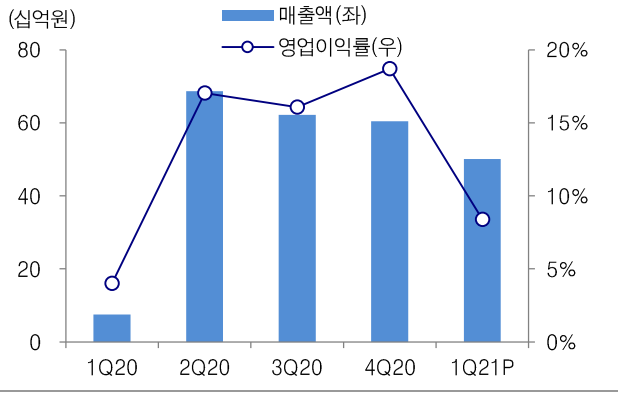
BOPP 필름부터 EVA 코팅까지 생산을 일원화한 계열사로서, BOPP 기준으로 국내 생산능력 1위(3.2만톤)에 해당한다. 식품포장, 테이프, 종이합지, 데코시트 등으로 사용되며 경쟁사로는 율촌화학이 있다. 또한 동사는 BOPP 필름에 EVA 수지를 코팅해 EVA 필름을 판매하고 있는데 CAPA는 0.7만톤이다. EVA는 태양전지 시트 소재 등으로 사용된다는 점에서 태양광 모듈 수요 확대 흐름에 따라 EVA 수요 성장의 수혜를 입을 수 있을 것으로 전망한다.

Fig. 019: Cariflex 사업 구조



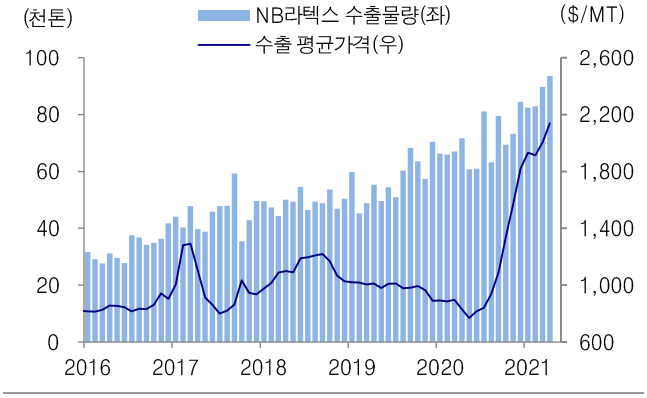
Source: DL, KTB투자증권

Fig. 020: 카리플렉스 매출액 및 영업이익률 추이



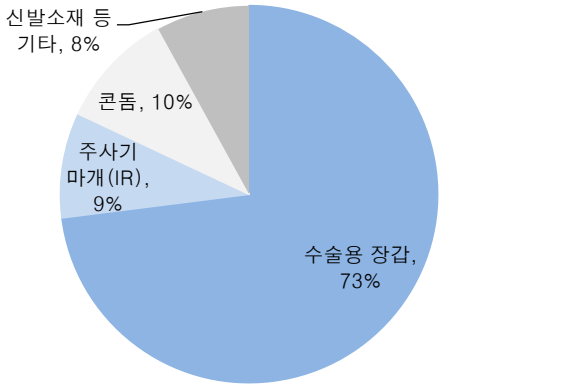
Source: DL, KTB투자증권
Note: 2020년 3월 인수

Fig. 021: NB라텍스 수출 추이



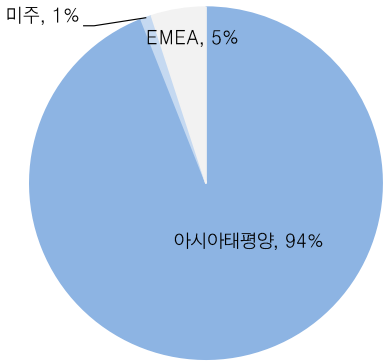
Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 022: 카리플렉스의 제품군별 매출 비중



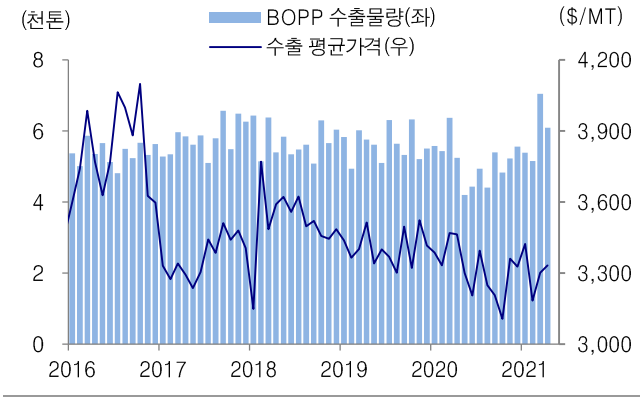
Source: DL, Kraton, KTB투자증권

Fig. 023: 1Q20 카리플렉스 지역별 매출 비중



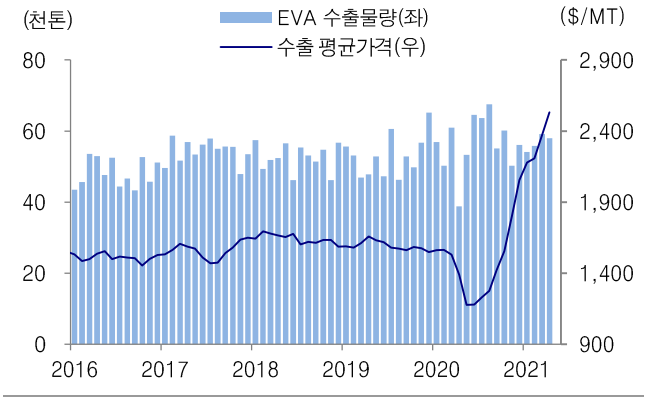
Source: Kraton, KTB투자증권
Note: TTM(최근 12개월) 기준으로 DL의 카리플렉스 인수 이전 수치

Fig. 024: BOPP 수출 추이



Source: KITA, KTB투자증권

Fig. 025: EVA 수출 추이



Source: KITA, KTB투자증권

III-3. 유화 계열 지분법회사: 일괄생산 체제로 안정적 원료 수급

동사는 지분법회사인 YNCC와 PMC(폴리미래)를 통해 원재료 조달부터 최종제품까지 이르는 일괄생산 체제를 구축하고 있다.

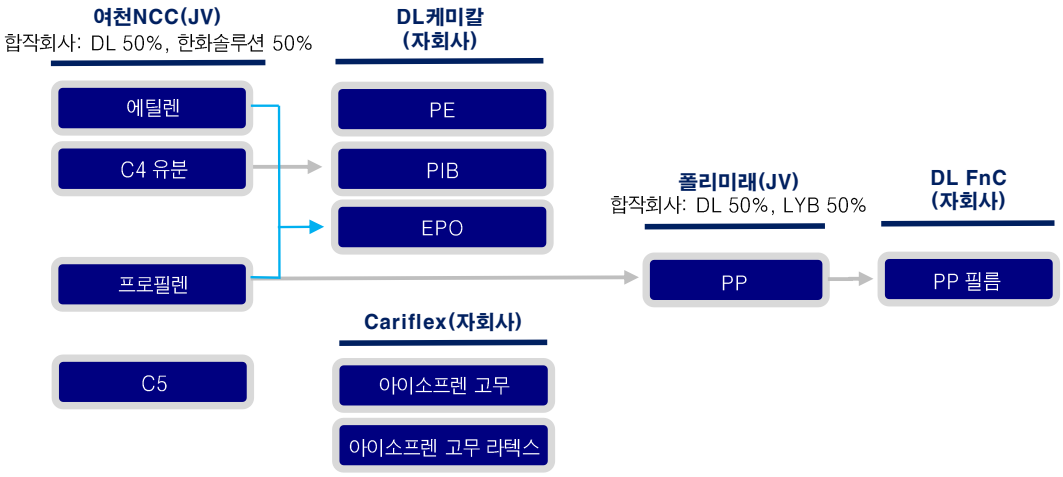
여수 산업단지 내 1위, 국내 3위 CAPA(228.5만톤) 보유한 YNCC

YNCC는 한화의 NCC와 대림산업의 NCC가 통합되어 만들어진 합작회사로, 에틸렌 기준 228.5만톤 규모로 여수 산업단지 내 CAPA 기준 1위 업체이며(총 CAPA의 36.8%) 국내 3위 업체이다. 한화솔루션, 디엘케미칼, 폴리미래 등 관계사와 장기공급계약을 맺고 생산 제품을 판매하고 있다. 제품별 장기계약 비중은 에틸렌 73%, 프로필렌 57%로 DL케미칼과 폴리미래 모두 안정적으로 원료를 수급할 수 있는 체제이다.

Metocene PP 및 자동차 컴파운드용 PP가 주력인 PP 전문 업체인 폴리미래

폴리미래는 LyondellBasell과 합작해서 설립된 PP 전문업체이다. 총 CAPA는 113만톤으로 폴리미래 73만톤, 울산PP(SK어드밴스드와의 JV) 40만톤으로 구성되어 있다. 국내 경쟁사로는 효성화학(국내 64만톤+베트남 60만톤)이 있지만 PP-R을 주력으로 하고 있어 고객처 및 시장이 구분되어 있다. 동사의 경우 메탈로센 촉매를 활용한 Metocene PP(LyondellBasell)와 자동차 컴파운드용 PP를 주력 제품으로 판매하고 있다.

Fig. 026: ㈜DL의 유화 부문 계통도



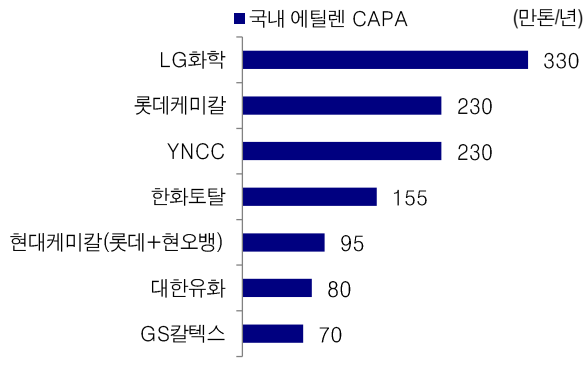
Source: DL, KTB투자증권

Fig. 027: YNCC의 고객처별 장기공급계약 내용

제품명	계약자	계약 기간	계약 물량 (만톤/년)
에틸렌	한화솔루션	2006.1~2024.12	115
	디엘케미칼	2006.1~2024.12	49
	폴리미래	2006.1~2024.12	3
프로필렌	한화솔루션	2006.1~2024.12	10
	디엘케미칼	2006.1~2024.12	1
	폴리미래	2006.1~2024.12	62
이소부텐	디엘케미칼	2006.1~2024.12	12

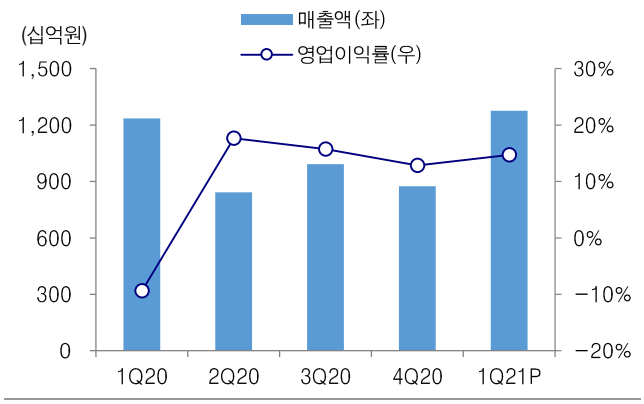
Source: Dart, KTB투자증권

Fig. 028: 국내 업체들의 2021년 말 기준 에틸렌 CAPA 전망



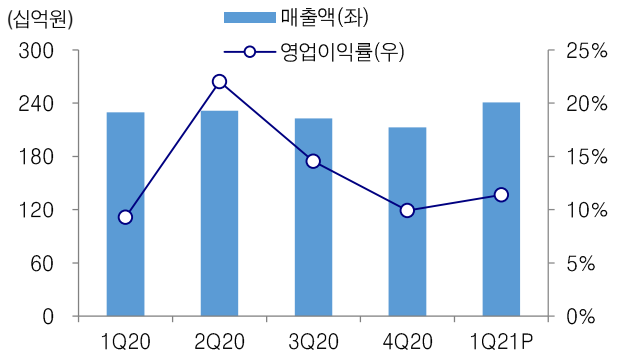
Source: 각 사, KTB투자증권

Fig. 029: YNCC 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



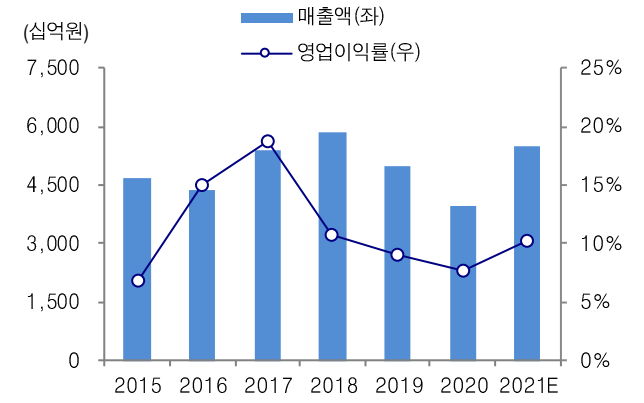
Source: YNCC, KTB투자증권

Fig. 030: 폴리미래 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



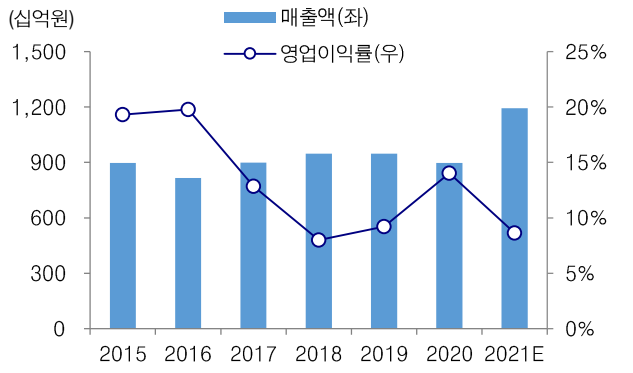
Source: 폴리미래, KTB투자증권

Fig. 031: YNCC 연간 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



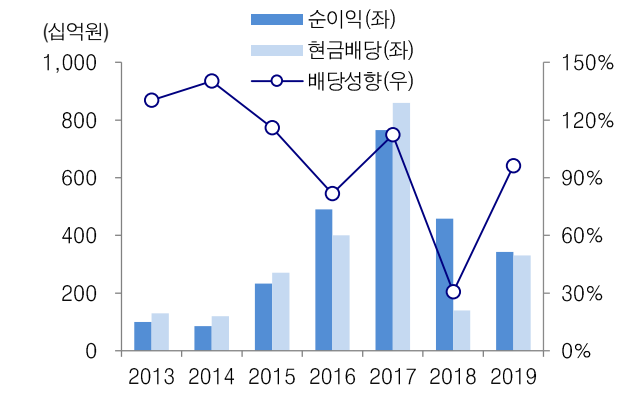
Source: YNCC, KTB투자증권

Fig. 032: 폴리미래 연간 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



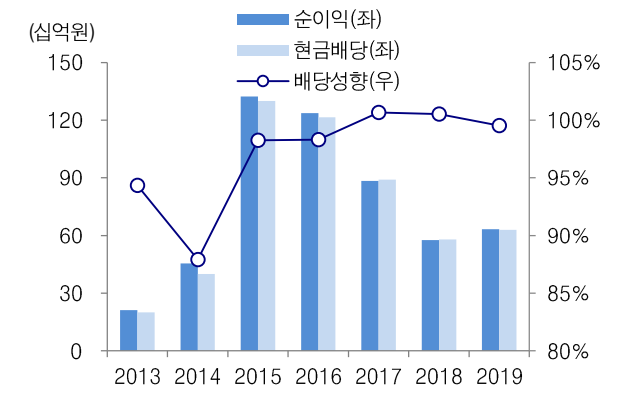
Source: 폴리미래, KTB투자증권

Fig. 033: YNCC의 배당성향 추이



Source: YNCC, KTB투자증권

Fig. 034: 폴리미래의 배당성향 추이



Source: 폴리미래, KTB투자증권

III-4. 비유화 계열사: 하반기부터 나타날 턴어라운드

비유화 계열 연결 종속회사들은 하반기 실적 개선폭이 클 것으로 전망

동사는 지주회사로서 유화 이외에도 비유화 계열 연결 종속 자회사들을 보유하고 있다. 주요 계열사들의 실적 회복은 수율 문제, COVID-19 지속, 계절성 등으로 상반기보다는 하반기 개선폭이 클 것으로 전망한다.

1) DL모터스(100%):

자동차 부품 회사로, 내연기관과 2차전지 부품을 모두 생산하고 있다. 내연기관 자동차용 부품으로는 자동차용 제동장치, 클러치, 축, 기어, 변속기, 휠 및 완충기, 밸브바디 등을 제조하고 있으며, 2차전지 부품으로는 엔드플레이트 부품(배터리 겉면 감싸는 케이스) 등을 판매하고 있다. 2020년 국내 고객사향 엔드플레이트 부품 신규수주에 성공했으나, 수율 문제 및 항공 운송 비용 발생으로 인해 295억원의 영업적자를 기록했다. 다만 생산라인이 안정화됨에 따라 하반기부터 점차 수율이 회복되며 2021년 매출액은 2,977억원(YoY +22.4%), 영업이익은 -65억원(YoY 적자축소, OPM -2.2%)을 기록할 것으로 전망한다.

2) 글래드호텔앤리조트(100%):

호텔 및 골프장을 운영하는 회사로 매출 비중은 호텔 82.5%, 골프장 17.5%로 구성되어 있다. 관광호텔업이라는 사업의 특성 상 COVID-19 영향으로 인해 2020년 영업적자 19억원을 시현했으나, 점진적으로 공실률이 회복되며 2021년 매출액은 674억원(YoY +10.8%), 영업이익은 41억원(YoY 흑자전환, OPM +6.1%)을 기록할 것으로 전망한다.

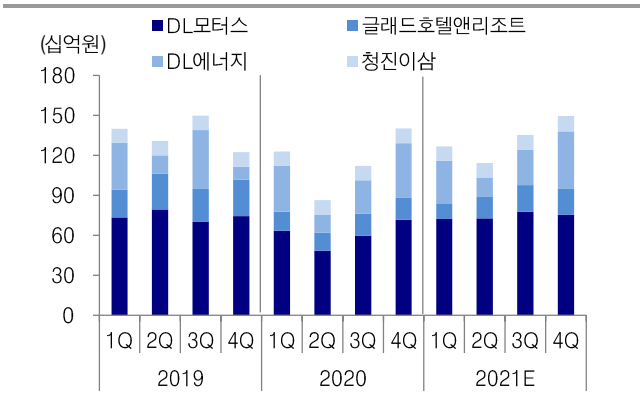
3. DL에너지(70%):

에너지 디벨로퍼 회사로 한국, 미국, 호주, 칠레 등 7개국에 투자해 가스터빈, 바이오매스, 풍력, 태양광 발전소 등을 운영하고 있다. 발전 사업에 투자해 지분을 가지는 중간 지주사 성격으로서, 다른 자회사들 대비 실적 변동성이 크지 않다. 다만 2Q 정기보수가 통상적으로 예정되어 있어 2H21부터 이익 기여가 예상된다. 2021년 매출액은 1,165억원(YoY +2.3%), 영업이익은 447억원(YoY +10.5%, OPM +38.4%)을 기록할 것으로 전망한다.

4. 청진이삼(48%):

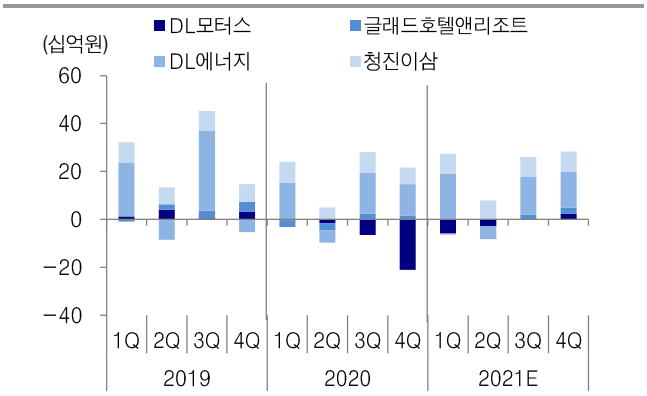
부동산 관련 사업 회사로(개발, 임대 및 공급) 광화문 D타워 건설 당시 설립되었다. 건물 전체를 임대하는 마스터리스 계약 형태라는 점에서 실적 변동성이 크지 않다. 2021년 매출액은 442억원(YoY +1.3%), 영업이익은 328억원(YoY +11.8%, OPM 74.2%)을 예상한다.

Fig. 035: 비유화 계열 주요 회사 분기별 매출액 추이 및 전망



Source: DL, KTB투자증권

Fig. 036: 비유화 계열 주요 회사 분기별 영업이익 추이 및 전망



Source: DL, KTB투자증권

IV. 위험요인

현물출자 따른 유상증자 영향 점검

지주회사로의 전환 위한 현물출자 방식의 유상증자 필연적

동사는 공정거래법상 지주회사의 전환을 위해 연내 대림산업에서 인적분할된 DL이앤씨의 지분 20% 이상을 확보하기 위해 DL이앤씨의 주식을 현물출자 받고, 이를 위한 대가로 DL의 주식을 신주로 발행하여 교환하는 지분 스왑 과정을 진행 중이다.

공개매수 대상 주식수 551만주, 희석률은 26%

공개매수 대상 최대 주식수는 당초 DL이앤씨 전체 발행주식의 39%인 840만주였으나, 5/10일 마무리된 청약에 따라 실제 공개매수 대상 주식수는 551만주로 결정되었다. 이로 인해 DL의 보통주 기준 주식수는 유상증자 이전 1,544만주에서 2,096만주로 증가했다(희석률 26%). 신주상장 및 거래 개시 예정일은 6/3일이며, 연내로 DL이앤씨 주식 0.46%를 추가적으로 취득해(예상 비용 80~140억원) 지주사 요건인 20%를 채워 지배구조 개편을 완료할 예정이다.

DL이앤씨 지분 취득 기대효과
1) 지분법이익 증가,
2) 배당수익의 투자재원 활용

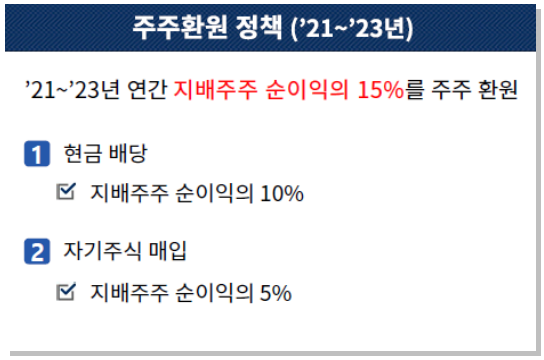
스왑 과정에서 유상증자에 따른 주주가치 희석 우려가 제기되기도 했다. 그러나 1) DL이앤씨의 지분법회사 편입(보통주 기준 지분 21.7% 취득)으로 3분기부터 분기당 최소 250억원 이상의 지분법이익 반영에 따른 순이익 증가가 기대되고, 2) DL이앤씨의 주주환원책(지배주주 순이익의 10%를 배당)에 따라 얻을 수 있는 배당수익을 유화부문(2025년까지 지속적 투자 확대 목표)의 M&A나 JV 투자 재원으로 활용할 수 있다는 점에서 실질적인 주주가치 훼손 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

Fig. 037: DL 유상증자 개요

항목	내용
증권의 종류	보통주
자금조달의 목적	타법인 증권 취득자금
신주(보통주) 발행 수	5,515천주
증자전 발행주식총수(보통주)	15,441천주
증자후 발행주식총수(보통주)	20,956천주
주식 수 기준 희석효과	26%
신주 발행가액	89,829원
유상증자 대금	4,954억원

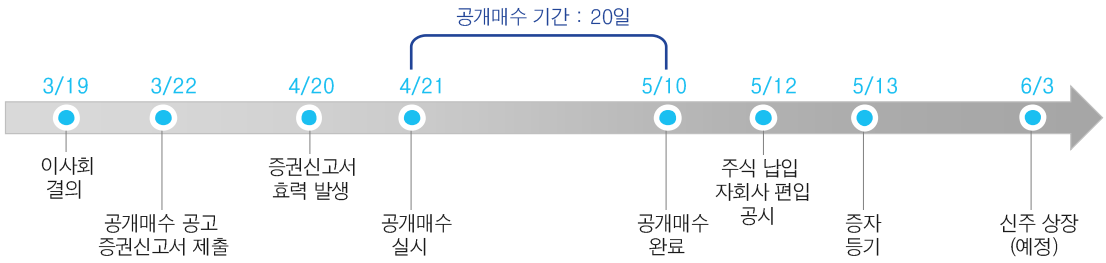
Source: Dart, KTB투자증권

Fig. 038: DL이앤씨의 주주환원책



Source: DL이앤씨

Fig. 039: 공개매수 일정



Source: DL, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	-	-	1,981.4	2,329.9	2,589.2
현금성자산	-	-	935.5	1,216.7	1,417.8
매출채권	-	-	419.8	461.0	496.2
재고자산	-	-	226.1	248.2	267.2
비유동자산	-	-	4,730.8	4,856.8	5,066.8
투자자산	-	-	2,745.9	2,857.4	2,973.5
유형자산	-	-	1,527.8	1,561.1	1,672.6
무형자산	-	-	457.1	438.3	420.8
자산총계	-	-	6,712.3	7,186.7	7,656.0
유동부채	-	-	1,600.2	1,646.0	1,686.7
매입채무	-	-	374.6	411.3	442.8
유동성이자부채	-	-	315.6	315.6	315.6
비유동부채	-	-	1,732.5	1,742.5	1,752.9
비유동이자부채	-	-	1,477.9	1,477.9	1,477.9
부채총계	-	-	3,332.7	3,388.5	3,439.5
자본금	-	-	246.1	246.1	246.1
자본잉여금	-	-	1,071.7	1,071.7	1,071.7
이익잉여금	-	-	6,393.5	6,812.1	7,230.4
자본조정	-	-	-	-	-
자기주식	-	-	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자본총계	-	-	3,379.6	3,798.1	4,216.5
투하자본	-	-	2,785.8	2,864.3	3,020.2
순차입금	-	-	858.0	576.8	375.7
ROA	-	-	6.7	7.6	7.1
ROE	-	-	25.6	17.7	15.5
ROIC	-	-	6.4	8.8	8.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	-	1,566.1	2,209.7	2,487.4	2,736.4
증가율 (Y-Y,%)	-	-	41.1	12.6	10.0
영업이익	-	119.0	256.9	285.6	293.2
증가율 (Y-Y,%)	-	-	115.8	11.2	2.7
EBITDA	-	308.9	430.9	460.0	473.9
영업외손익	-	(74.6)	397.4	308.4	300.7
순이자수익	-	(55.0)	(72.7)	(67.3)	(67.3)
외화관련손익	-	(15.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	-	84.5	376.6	385.9	378.0
세전계속사업손익	-	44.4	654.8	600.9	600.7
당기순이익	-	572.7	686.1	525.8	525.6
지배기업당기순이익	-	505.0	672.4	515.3	515.1
증가율 (Y-Y,%)	-	-	19.8	(23.4)	(0.0)
NOPLAT	-	56.4	186.2	249.9	256.6
(+) Dep	-	189.9	174.0	174.4	180.6
(-) 운전자본투자	-	(254.1)	(337.8)	21.5	17.6
(-) Capex	-	430.2	209.0	174.1	260.0
OpFCF	-	70.1	489.1	228.7	159.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	-	-	(41.4)	14.4	20.4
영업이익증가율(3Yr)	-	-	(32.8)	28.1	35.1
EBITDA증가율(3Yr)	-	-	(23.9)	16.9	15.3
순이익증가율(3Yr)	-	-	0.4	(9.5)	(2.8)
영업이익률(%)	-	7.6	11.6	11.5	10.7
EBITDA마진(%)	-	19.7	19.5	18.5	17.3
순이익률 (%)	-	36.6	31.1	21.1	19.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	-	-	817.3	292.3	310.4
당기순이익	-	-	686.1	525.8	525.6
자산상각비	-	-	174.0	174.4	180.6
운전자본증감	-	-	334.0	(21.5)	(17.6)
매출채권감소(증가)	-	-	-	(41.1)	(35.2)
재고자산감소(증가)	-	-	-	(22.2)	(19.0)
매입채무증가(감소)	-	-	-	36.7	31.4
투자현금	-	-	42.4	83.8	(14.6)
단기투자자산감소	-	-	-	(1.8)	(1.9)
장기투자증권감소	-	-	-	327.0	316.7
설비투자	-	-	(209.0)	(174.1)	(260.0)
유무형자산감소	-	-	(14.6)	(14.7)	(14.7)
재무현금	-	-	(1,104.2)	(96.7)	(96.7)
차입금증가	-	-	-	0.0	0.0
자본증가	-	-	-	(96.7)	(96.7)
배당금지급	-	-	50.4	96.7	96.7
현금 증감	-	-	(244.5)	279.3	199.2
총현금흐름(Gross CF)	-	-	483.3	313.8	328.1
(-) 운전자본증가(감소)	-	-	-	21.5	17.6
(-) 설비투자	-	-	209.0	174.1	260.0
(+) 자산매각	-	-	(14.6)	(14.7)	(14.7)
Free Cash Flow	-	-	859.7	376.0	295.9
(-) 기타투자	-	-	(319.9)	(327.0)	(316.7)
잉여현금	-	-	-	703.0	612.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	-	-	15,889	11,497	11,491
BPS	-	-	47,558	56,587	65,582
DPS	-	-	2,000	2,000	2,000
Multiples(x,%)					
PER	-	-	5.4	7.4	7.4
PBR	-	-	1.8	1.5	1.3
EV/ EBITDA	-	-	5.2	4.3	3.7
배당수익율	-	-	2.4	2.4	2.4
PCR	-	-	8.1	13.1	12.6
PSR	-	-	1.8	1.7	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	-	-	98.6	89.2	81.6
Net debt/Equity	-	-	25.4	15.2	8.9
Net debt/EBITDA	-	-	199.1	125.4	79.3
유동비율	-	-	123.8	141.5	153.5
이자보상배율	-	-	3.5	4.2	4.4
이자비용/매출액	-	-	3.6	2.7	2.5
자산구조					
투하자본(%)	-	-	43.1	41.3	40.8
현금+투자자산(%)	-	-	56.9	58.7	59.2
자본구조					
차입금(%)	-	-	34.7	32.1	29.8
자기자본(%)	-	-	65.3	67.9	70.2

자료: KTB투자증권

Note: 손익계산서 제외한 2021년 이전 수치는 중단사업 회계처리 미반영 기준

DL이앤씨

(375500)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	180,000		신규
Earnings			

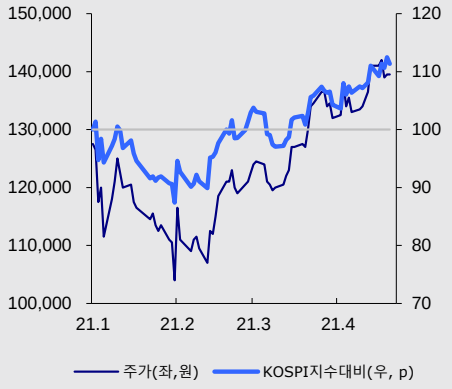
Stock Information

현재가(6/22)	139,500원
예상 주가상승률	29.0%
시가총액	27,005억원
비중(KOSPI내)	0.12%
발행주식수	19,359천주
52주 최저가/최고가	104,000 – 142,000원
3개월 일평균거래대금	403억원
외국인 지분율	26.0%
주요주주지분율(%)	
DL (외 6인)	23.1
국민연금공단 (외 1인)	13.2

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	n/a	5.6	4.8
PBR(배)	n/a	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	n/a	2.1	1.3
배당수익률(%)	n/a	0.0	2.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	7.3	–	–	–
KOSPI대비 상대수익률(%)	8.2	–	–	–

Price Trend



ktb 투자증권

건설/대체투자 라진성 jsra@ktb.co.kr

시행과 시공 경계 허물어 수익성 확보

▸ Issue

기업분할 이후 신설회사 커버리지 개시

▸ Pitch

DL이앤씨에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 18만원을 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 P/B 0.9x(COE 8.7%(RF 1.3%, RP 6.0%, 조정 beta 1.2), g 2.9%, 지속가능 ROE 10.4%) 적용해 산출. 주택착공 본격화로 **내년부터는 실적 턴어라운드 가능.** 분할 후 본격적으로 추진 중인 **디벨로퍼 전략**도 결과물을 만들어내며 수익성 개선에 기여할 전망. 분할 이벤트 종료와 함께 **복합기업 할인요인 해소되면서 건설업종 밸류에이션 갭 축소 전망**

▸ Rationale

- 주택착공 별도 목표 20,300세대(yoy +25.1%). 연결 27,400세대(yoy +16.3%)
- 올해 경영계획은 신규수주 11.5조원, 매출 7.8조원, 영업이익 8,300억원
- 분할 이후 주택부문에서 고수익 사업 포트폴리오 확대를 위해 디벨로퍼 및 도시정비 사업을 확대할 계획. 올해 디벨로퍼 사업 수주 목표 1.3조원
- 최근 가장 화두인 ESG 강화 트렌드를 신사업 기회로 활용할 예정. 이를 위해 1) 수소 생산 및 액화/저장 EPC 및 Operation 영역 사업, 2) CCS 설비 구축사업 등 진출 계획
- 작년 주택착공 부진으로 올해 매출 역성장 및 이익 감소는 불가피하지만, 올해 주택착공 목표 달성할 경우 2022~2023년 양호한 주택매출 증가 예상. 연초 양호한 해외수주를 기록하고 있으며, 플랜트부문 원가율이 안정적으로 지속되고 있어 내년 실적 기대
- 3년의 주주환원정책 발표로 불확실성 제거. 연말 기준 약 1.1조원의 순현금이 예상되는 등 재무구조 탄탄. 분할 후 현물출자 이벤트로 건설업종 주가 상승 국면에서 상대적으로 부진한 주가수익률을 기록했지만, 이벤트 종료와 함께 복합기업 할인요인도 해소되면서 밸류에이션 갭 축소가 진행될 전망. **지주사 전환 요건 충족을 위해 DL이 DL이앤씨의 지분을 추가로 매입해야하는 이슈도 있어 주가 하방을 지지해 줄 것으로 예상**

▸ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	7,711	8,590	9,737	10,795	11,767
영업이익	853	973	1,132	1,232	1,325
EBITDA	853	973	1,132	1,232	1,325
순이익	525	621	743	831	908
자산총계	7,299	7,877	8,552	9,290	10,226
자본총계	4,251	4,801	5,414	6,103	6,914
순차입금	(1,099)	(1,573)	(2,071)	(2,519)	(3,099)
매출액증가율	(11.5)	11.4	13.4	10.9	9.0
영업이익률	11.1	11.3	11.6	11.4	11.3
순이익률	6.8	7.2	7.6	7.7	7.7
EPS증가율	–	18.3	25.0	11.0	9.8
ROE	14.4	14.6	15.4	15.2	14.6

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

DL이앤씨는

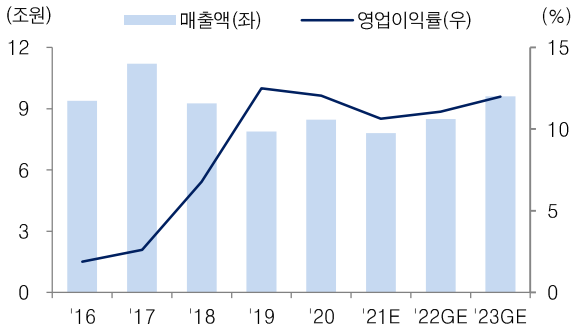
DL이앤씨는 1939년 10월 "부림상회"라는 상호로 설립되었으며, 1947년 6월 "대림산업㈜"로 상호를 변경했다. 이후 2021년 1월 1일(분할기일) 인적분할의 방법으로 "DL이앤씨㈜"를, 물적분할의 방법으로 "DL케미칼㈜"를 신설하고, 분할존속회사의 명칭을 "DL㈜"로 변경했다. 2021년 1월 25일 유가증권시장에 DL㈜는 변경상장, DL이앤씨㈜는 재상장 되었다.

DL이앤씨가 수행하는 사업은 주요 공사형태 및 용역 제공방식에 따라 토목, 주택, 플랜트, 발전/환경사업 등으로 구분할 수 있다. 국내 100대 건설사 중 가장 오래된 80년의 역사를 가지고 있으며, 첫 해외진출 건설사이자, 국회의사당, 세종문화회관, 경부고속도로 등 국내외 역사적 랜드마크를 시공했다. 국내 최초 브랜드 아파트인 'e편한세상'을 도입한 이래 약 15만 세대를 시장에 공급하였고, 프리미엄 브랜드인 'ACRO'를 보유하고 있다.

대림산업㈜은 1976년 2월 상장(DL이앤씨㈜는 2021.1.25 재상장) 되었으며, 시가총액은 2.7조원, KOSPI 건설 업종에 속해 있다.

Financials

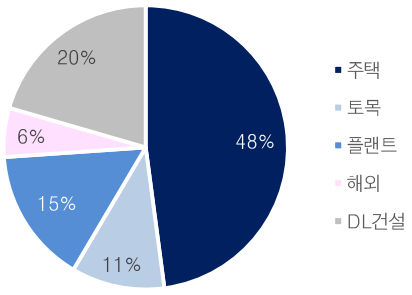
- DL이앤씨 별도 기준으로 2017~2018년 주택착공 수가 감소하고, 2020년 다시 주택착공이 부진하면서 별도 기준 매출은 2017년을 정점으로 올해까지 매출 감소세 지속
- 2015년 이후 주택 청약시장이 호황세로 접어들고, 2017년 해외부문 손실이 마무리되면서 2018년부터 양호한 수익성 유지
- 연결 종속회사인 DL건설은 2019년부터 신규 수주가 증가 추세가 유지하면서 매출 성장이 지속될 전망
- 2020년 기준 연결 부채비율은 102.0%, 순현금 1조원



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

사업부문 Breakdown

- DL이앤씨의 2020년 연결 매출액은 8.46조원. 매출 비중은 주택 48%, 토목 11%, 플랜트 15%, 해외 6%, DL건설 20%
- 주택사업은 브랜드, 디자인, 조경과 편의시설 및 가격 경쟁력과 입지까지 고려한 소비자의 복합적이며 합리적인 선택에 의해 거래가 결정. 주거용 및 비주거용 건축물 건립공사와 디벨로퍼 사업으로 진행.
- 토목사업은 도로, 교량, 철도, 항만, 댐, 환경 등 인프라 건설을 담당. 시장의 규모는 정부 SOC 예산 편성에 가장 큰 영향을 받게 되며, 정부 재정 부족에 따라 민간자본 유치가 활발
- 플랜트사업은 설계, 구매, 시공 등의 단계를 거쳐 완성시키는 산업으로 EPC산업이라고도 불리며, 사업 타당성 분석 및 기초 설계, 유지/보수, 운영까지 결합할 수 있는 복합산업. 원유 및 가스처리, 원유정제, 석유화학 및 산업설비 사업을 포함한 화공플랜트와 발전플랜트 등으로 나뉨
- DL건설은 DL이앤씨가 66%의 지분을 보유한 연결 종속회사. 주택사업과 토목사업을 영위



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

주가

- DL이앤씨는 2021년 1월 25일 분할 재상장
- 2021년 3월 19일 이사회 결의를 통해 DL이앤씨의 기명식 보통주식 8,400,000주(공개매수 목표수량)를 1주당 118,085원에 공개매수하기로 결정
- 2021년 4월 16일 DL의 기명식 보통주식 신주 모집가액이 89,829원으로 확정
- 현물출자 공개매수(청약) 기간: 2021.4.21~2021.5.10
- 2021년 5월 11일 49.9% 청약률 기록
- 현물출자 공개매수 이벤트 종료로 DL이앤씨는 기존 복합기업 밸류에이션 할인 이슈가 해소될 전망. 또한 확정된 공개매수 가격으로 인해 공개매수 기간 벌어진 건설업종 밸류에이션 갭을 메우면서 주가 우상향이 예상됨
- 작년 부진했던 주택착공으로 올해 역성장 및 감익은 불가피하지만, 올해 주택착공 목표를 달성할 경우 내년부터는 매출 성장과 이익 개선이 가능할 전망. 연초부터 양호한 해외수주도 이어지고 있어 현재 과도한 저평가 국면은 해소될 전망



Source: DL이앤씨, DataGuide, KTB투자증권

I. 투자 포인트

I-1. 주택착공 증가로 내년 주택 매출 턴어라운드 기대

주택착공 목표
1) DL이앤씨 20,300세대 (yoy +25.11%)

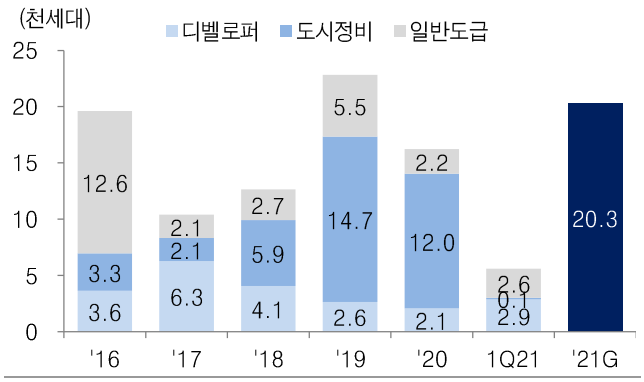
올해 **별도 주택착공 목표는 20,300세대(yoy +25.1%)**로 목표 달성 시 2년 평균 -6.5%, 3년 평균 +14.8% 증가할 전망이다. 작년 부진했던 주택착공(16,227세대, yoy -28.9%)으로 올해는 별도 주택부문 매출이 전년 대비 감소할 것으로 예상된다. 다만, 올해 주택착공 목표를 달성할 경우 내년 별도 주택부문 매출은 턴어라운드 할 수 있을 전망이다. 특히 **수익성이 높을 것으로 기대되는 디벨로퍼 현장 착공이 1분기에만 2019년과 2020년의 연간 착공 세대를 넘어서 향후 추가적인 수익성 개선 효과가 나타날 것으로 예상된다.**

2) DL건설 7,100세대 (yoy -3.1%)

연결 기준 주택착공 목표는 27,400세대(yoy +16.3%)로 목표 달성 시 2년 평균 -1.6%, 3년 평균 +12.0% 증가할 전망이다. 연결 기준으로도 부진했던 작년 주택착공(23,556세대, yoy -16.5%)으로 올해는 연결 주택부문 매출도 전년 대비 감소할 것으로 예상된다. 다만, 올해 주택착공 목표를 달성할 경우 내년에는 연결 주택부문 매출 역시 턴어라운드 될 수 있을 전망이다.

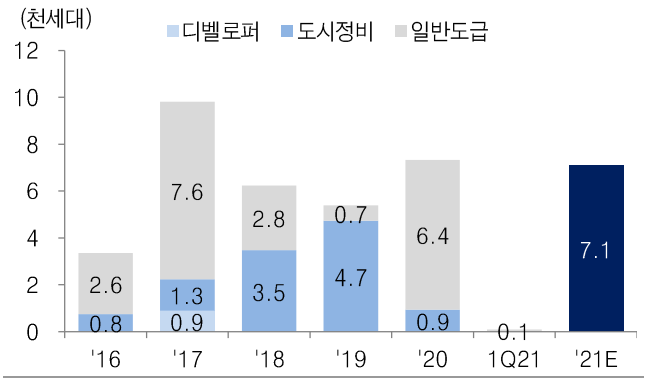
* DL건설 2021년도 주택착공 목표 7,100세대(yoy -3.1%)

Fig. 040: DL이앤씨 주택착공 추이 및 목표



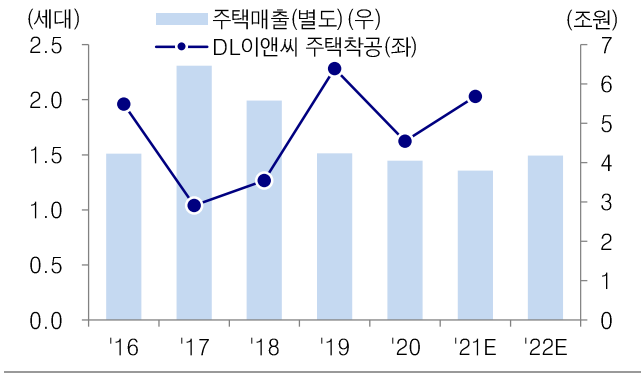
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 041: DL건설 주택착공 추이 및 목표



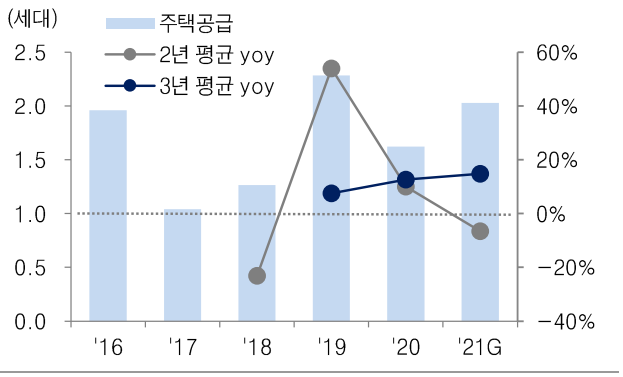
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 042: DL이앤씨 건축/주택 매출 및 주택착공 추이



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 043: DL이앤씨 주택착공 및 증가율 추이



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

I-2. 고수익 사업 포트폴리오 확대

디벨로퍼 및 도시정비 사업 확대

분할 이후 동사는 주택부문에서 고수익 사업 포트폴리오 확대를 위해 디벨로퍼 및 도시정비 사업을 확대할 계획이다. 이를 위해 1) Two Brand 전략(ACRO, e편한세상)을 활용한 도시정비 사업의 점유율 확대, 2) 대규모 공공발주 공모사업 토지 확보, 3) 사회/산업 트렌드 및 정부 정책 변화에 맞춰 테마별 사업화 주도 등의 경영 전략을 펼쳐 나갈 계획이다.

시행 · 시공 경계 허물어 수익성 확보

특히, **기존 단순도급 위주에서 시행이익 확보 중심으로 디벨로퍼 사업을 강화**해 나갈 예정이다. 사업성과 안정성이 검증된 사업지를 발굴하고, 지분 투자 등을 통한 시행이익을 확대할 계획이다. 디타워 광화문, 아크로 서울포레스트 등 기존에 성공했던 경험*을 바탕으로 작년 47%의 비중을 차지했던 고수익(디벨로퍼+도시정비) 사업을 2023년까지 76%로 증가시켜 영업이익률을 20% 이상까지 올리는 목표를 세우고 있다.[Fig. 45]

* 디타워 광화문(2015년): 최적 자본구조 PFV 설립(지분 출자) 후 오피스/리테일 자체 운영
* 아크로 서울포레스트(2020년): 분양 100%, 오피스 6,000억원 매각(차익 약 1,200억원)
* 디타워 돈의문(진행중): 전략적 투자자와 JV 구성, Equity 출자액 최소화/수익 극대화

개발사업 전담부서 구축

실제로 동사는 주택사업본부내 디벨로퍼사업실을 두고 공모사업 등 개발 비즈니스에 적극적으로 참여하고 있다. 지난 4월에는 추정사업비 **약 1.5조원의 복정역 환승센터 복합개발 민간사업의 우선협상자로 선정**되기도 했다. 이처럼 직접 용지를 매입하는 사업 뿐만 아니라 다양한 방식의 개발사업을 추진 중이다.

4개 유형의 디벨로퍼 사업 추진

1) 자체사업
2) 지분투자
3) 개발리츠
4) 민간협업

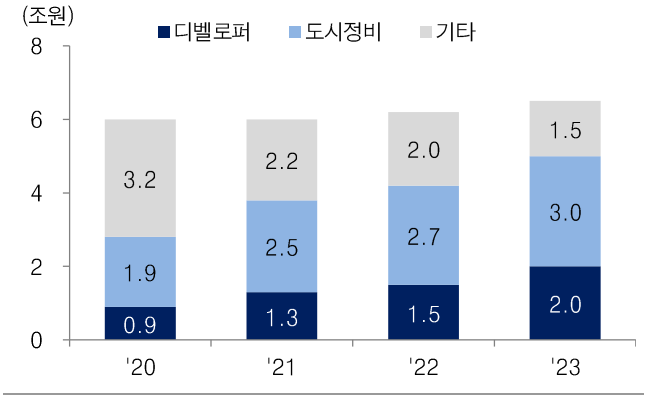
동사가 추진 중인 디벨로퍼 사업은 크게 **자체사업, 지분투자, 개발리츠, 민관협업**의 4가지 사업으로 구분되며, 2020년 별도 기준 디벨로퍼 수주는 9,187억원, 올해 1분기 수주잔고는 1.51조원 수준이다. 올해 추가로 양주 옥정 2,4블록(1,400억원), 복정역 환승센터(3,146억원), 동탄 개발리츠 등 총 1.5조원의 신규수주를 계획하고 있으며, 투자 회수 Cycle을 단축하기 위해 단기간 이익실현이 가능한 프로젝트에 집중하고 있다.

Fig. 044: 디벨로퍼 사업 목표 시장

	주거	비주거
공모형	①	
사업 주도형	②	
사업 참여형		

Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 045: 주택 수주 전망



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 046: DL이앤씨 주택공급 자체사업 현황

년도	사업장명	착공일자	준공일자	기본도급액	계약잔액	회계기준
2015	e편한세상 동탄	2015-10-30	2018-01-31	5,628		
	e편한세상 서창 2차	2015-12-15	2018-01-31	1,081		
2016	e편한세상 미사	2016-03-23	2018-06-30	1,330		
	평택소사벌 공공주택 현장	2016-12-13	2019-03-31	5,582		
2017	e편한세상 춘천 한숲시티 2구역 현장	2017-01-10	2019-10-31	5,749		
	아크로 포레스트 주거동 현장	2017-08-16	2020-11-12	8,172	603	진행기준
2018	e편한세상 금정산 현장	2018-03-26	2021-04-30	2,470	346	진행기준
	행복도시 4-2 민간참여 공공주택건설사업	2019-06-26	2021-11-30	1,303	603	진행기준
2019	e편한세상 거제 유로아일랜드	2019-11-18	2022-06-30	3,717	2,584	진행기준
2020	e편한세상 비전센터포레 현장	2020-08-31	2022-09-02	2,104	1,886	진행기준
	남양뉴타운B11BL아파트 현장	2020-10-21	2022-11-30	680	680	인도기준

Source: DL이앤씨, KTB투자증권

I-3. ESG 강화 트렌드를 신사업 기회로 활용

ESG 강화 트렌드에 합류

동사 역시 최근 가장 화두인 ESG 강화 트렌드를 신사업 기회로 활용할 예정이다. 이를 위해 선택한 사업은 친환경 신사업인 1) 수소 에너지 생산/액화/저장 분야, 2) CCS(Carbon Capture Storage) 설비 구축사업 등이다.

수소 생산 및 액화/저장 EPC 및 Operation 영역에 진출

수소 경제는 발전/수송/산업용 수요를 중심으로 고성장을 이어갈 것으로 예상된다. 2030년까지 약 4조원의 수소 생산 및 설비 투자가 진행될 것으로 전망(발전용 1조원, 수송용 0.5조원, 산업용 2.4조원)되는데, 동사는 **수소 생산 및 액화/저장 분야의 EPC 및 Operation 영역 사업에 진출**할 계획이다. 특히 1) 다수의 전통적인 개질 방식 수소 생산 공장 EPC 실적*과, 2) 수소 에너지 Carrier로 가장 가능성이 높은 **암모니아 플랜트 경험****을 기반으로 미래 성장동력을 확보하는데 주력하고 있다.

* Oman SRIP(12만톤/년), Russia OMSK(7.8만톤/년)

** 사우디 Ma'aden Ammonia II 준공, 사우디 Ma'aden Ammonia III 수행 중

CCS 설비 구축사업 진출

CCS(이산화탄소 포집 시설) 설비 구축사업은 발전(주요 발전 자회사) 및 제철 업종처럼 이산화탄소 배출 비용 및 친환경 부담이 큰 업체를 타겟으로 진행할 예정이다. 2030년까지 연 5백만톤의 CCS 설비가 구축될 전망(CAPEX 2조원 규모)인데, 동사는 1) 일일 3천톤 이산화탄소 포집 기본 설계 및 EPC 수행과 2) 한전전력연구원 CCS 국책 연구과제 1, 2단계 참여* 등의 역량을 기반으로 신사업 진입을 추진하고 있다.

* 10MW급(200톤/일) 보령화력 CO_2 포집 플랜트 실적 보유,

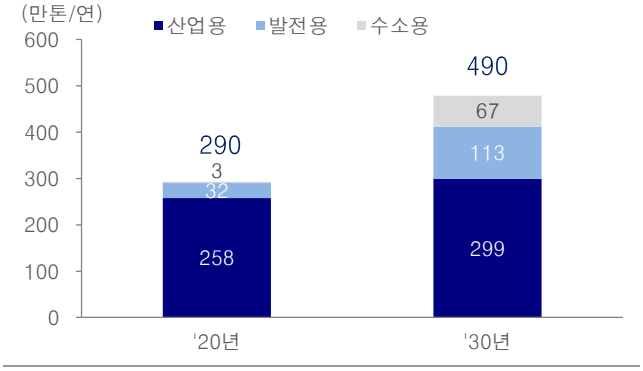
* 150MW급 CO_2 포집 플랜트 기본설계/FEED 수행

Fig. 047: 신사업 영역 및 신사업 규모



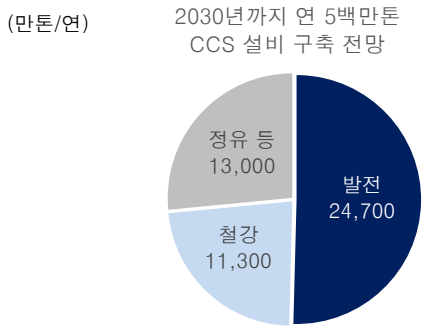
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 048: 신시장 수요: 수소에너지 수요



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 049: 신시장 수요: 연간 CO_2 배출량(2019)



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

II. Earnings & Valuation

II-1. 실적 전망

1분기 신규수주는 부진, 기확보 물량 포함하면 목표달성은 가능할 전망

1분기 신규수주는 대규모 해외 플랜트 수주와 자회사 실적에 힘입어 전년 대비 77.2% 증가했지만, 연결 기준 목표 11.5조원 대비 달성률은 12.8%에 불과하다. 다만, **별도 주택부문은 1분기 신규 수주 외에도 사업권 기확보 물량(2.6조원)** 포함 시, 총 3조원의 물량을 확보(디벨로퍼 30%, 도시정비 30%)하고 있어 목표 달성은 가능할 전망이다. 주택부문 3조원은 올해 연간 주택부문 별도 수주목표 6조원의 절반에 달하는 수준이다. 한 가지 더 주목할 점은 1분기에만 4,820억원의 **해외수주**를 기록하면서 **작년 연간 해외수주 실적의 82%를 기록**한 점이다.

1분기 전 공종 양호한 원가율 시현

동사의 올해 1분기 연결 실적은 매출액 1.7조원(yoy -18.4%), 영업이익 1,998억원(yoy -25.2%), OPM +11.8%(yoy -1.0%p), 세전이익 2,311억원(yoy -25.1%)을 기록했다. 분할 이후 첫 실적으로 예상됐던 매출 감소에도 불구하고, 전 공종에서 양호한 원가율*을 기록하면서 영업이익은 내부 목표 1,800억원을 11.0% 초과 달성했다.

* 별도 **주택부문 매출총이익률 21.2%**(yoy -0.5%p)
* 별도 토목부문 매출총이익률 12.6%(yoy +2.8%p): 일회성 이익 반영
* 별도 **플랜트부문 매출총이익률 15.5%**(yoy -4.0%p): 전년도 일회성 이익에 따른 역기저

내년부터는 주택부문 매출 턴어라운드 가능

1분기 별도 주택부문 매출이 전년대비 21.0% 감소하면서 특히 부진했는데, 이는 작년 주택착공이 부진한데다 하반기에 집중*됐고, 2018년 착공한 대형 현장이 준공되면서 일시적인 매출 공백이 발생했기 때문이다. 다만, 2019~2020년 착공 현장의 기성이 올라오는 하반기부터는 회복될 수 있을 것으로 예상되며, 내년에는 전년대비 증가 추세로 전환될 전망이다.

* 2020년 DL이앤씨 주택착공 16,227세대(yoy -28.9%)
  : 상반기 4,931세대(30%), 하반기 11,296세대(70%)

1분기 주택착공 실적은 연결 기준 5,697세대(목표 달성률은 20.8%)로, DL건설이 부진*했지만, 2분기부터 본격적으로 주택착공이 예정돼 있어 연간 계획 달성은 가능할 전망이다.

* DL이앤씨 5,605세대(달성률 27.6%), DL건설 92세대(달성률 1.3%)

투자의견 BUY, 목표주가 18만원으로 커버리지 개시

작년 주택착공 부진으로 올해 매출 역성장 및 이익 감소는 불가피하지만, 올해 주택착공 목표를 달성할 경우 **2022~2023년 양호한 주택 매출 증가가 예상**된다. 더불어 연초부터 양호한 해외수주를 기록하고 있으며, 플랜트부문 원가율이 안정적으로 지속될 수 있을 것으로 보여 **내년 실적을 기대**해 볼 만하다. 분할 후 본격적으로 추진하고 있는 디벨로퍼 전략도 결과물을 만들어내며 수익성 개선에 기여할 것으로 기대되고, 3년 간의 주주환원정책 발표로 불확실성도 제거했다. 연말 기준 약 1.1조원의 순현금이 예상되는 등 재무구조도 탄탄하다. 분할 후 현물출자 이벤트로 건설업종 주가 상승 국면에서 상대적으로 부진한 주가수익률을 기록했지만, 이벤트 종료와 함께 **복합기업 할인요인도 해소되면서 건설업종 밸류에이션 갭 축소가 진행**될 전망이다. 지주사 전환 요건 충족을 위해 DL이 DL이앤씨의 지분을 추가로 매입해야하는 이슈도 있어 주가 하방을 지지해 줄 것으로 예상된다.

DL이앤씨에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 18만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/B 0.9x(COE 8.7%(RF 1.3%, RP 6.0%, 조정 beta 1.2), g 2.9%, 지속가능 ROE 10.4%)를 적용해 산출했다.[Fig. 51]

Fig. 050: DL이앤씨 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	2022E
매출액	2,083	1,700	1,845	1,953	2,213	7,711	8,590
YoY	10.4%	-18.4%	-8.3%	6.0%	-15.6%	-9.9%	11.4%
별도(DL 이앤씨)	1,463	1,197	1,274	1,329	1,521	5,321	5,930
주택	942	744	907	979	1,168	3,798	4,181
토목	216	180	155	157	164	655	718
플랜트	299	272	210	192	187	860	1,023
연결법인	619	503	571	624	692	2,390	2,660
해외	57	86	92	96	104	377	461
DL 건설	562	418	479	528	588	2,013	2,198
매출총이익률(%)	18.6	18.9	18.0	17.9	18.3	18.3	18.4
별도(DL 이앤씨)	19.4	18.7	17.9	17.7	18.3	18.1	18.2
주택	21.7	21.2	20.1	19.5	20.2	20.2	20.4
토목	9.8	12.6	7.5	9.7	8.9	9.8	9.7
플랜트	19.5	15.5	15.6	14.3	14.1	15.0	15.1
연결법인	16.8	19.4	18.3	18.4	18.3	18.6	18.7
영업이익	267	200	211	194	248	853	973
%OPM	12.8%	11.8%	11.4%	9.9%	11.2%	11.1%	11.3%
YoY	40.2%	-25.2%	-22.5%	3.3%	-19.7%	-17.7%	14.1%
세전이익	309	231	148	134	192	705	830
당기순이익	224	175	112	101	138	525	621
%NPM	10.7%	10.3%	6.0%	5.2%	6.2%	6.8%	7.2%

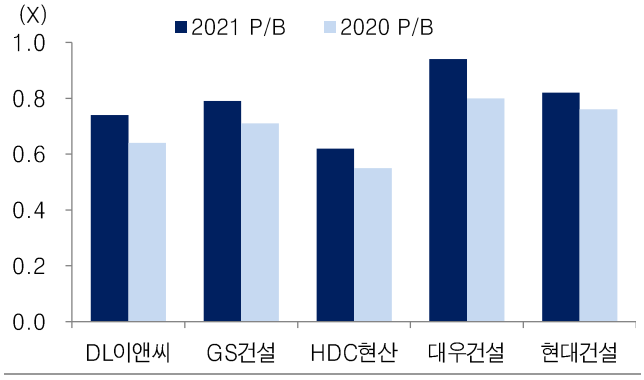
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 051: DL이앤씨 Valuation Table

구분	값	가정
COE	8.7	
Risk Free Rate	1.3	국고 5년(1년 평균)
Risk Premium	6.0	
Adj.Beta	1.2	최근 52주
growgh rate	2.9	유보율(30%)*ROE
지속가능 ROE	10.4	
target P/B	0.9	
BPS	195,897	2021~2022년 평균
적정주가(원)	178,013	
목표주가(원)	180,000	
현재주가(원)	139,500	
상승여력(%)	29.0	

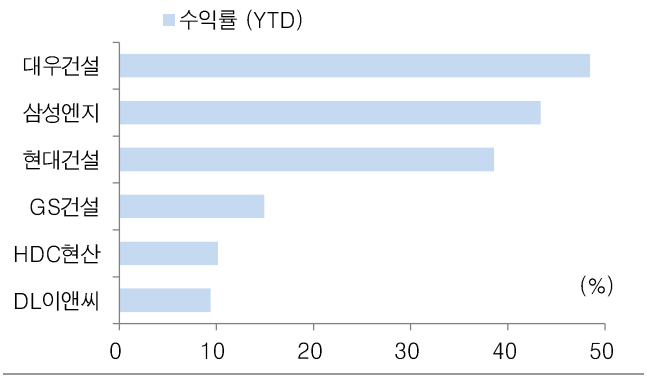
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 052: DL이앤씨 연결 기준 수주 추이 및 목표



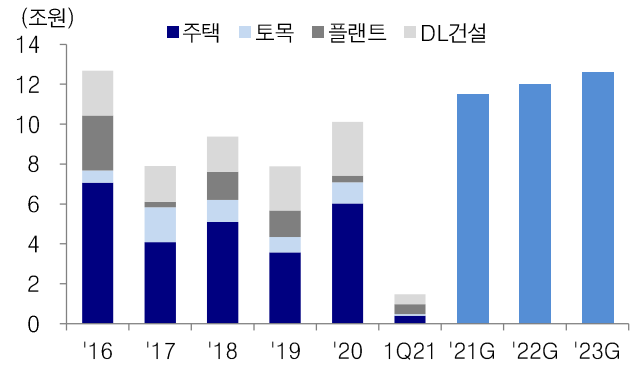
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 053: 주요 건설사 연초대비 주가수익률 현황



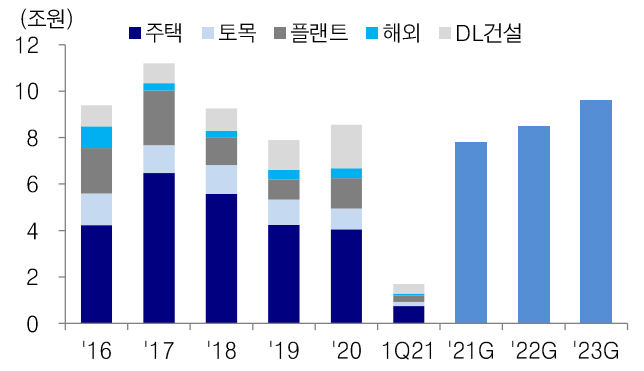
Source: 각 사, KTB투자증권

Fig. 054: DL이앤씨 연결 기준 수주 추이 및 목표



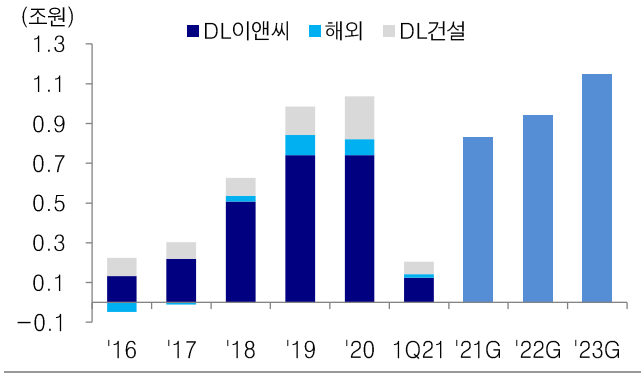
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 055: DL이앤씨 연결 기준 매출 추이 및 목표



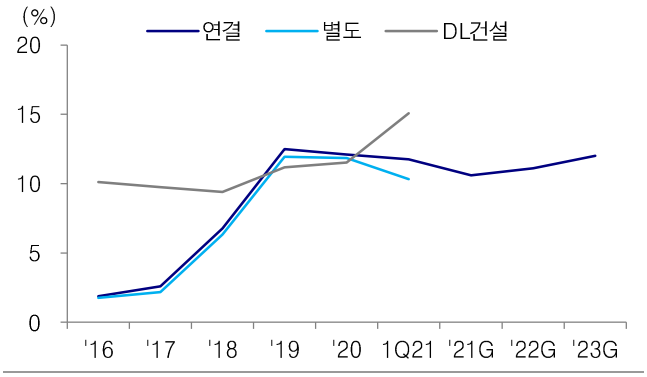
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 056: DL이앤씨 연결 기준 영업이익 추이 및 목표



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 057: DL이앤씨 영업이익률 추이 및 목표



Source: DL이앤씨, KTB투자증권

II-2. 3개년 주주환원 정책 발표

3개년 주주환원정책 발표

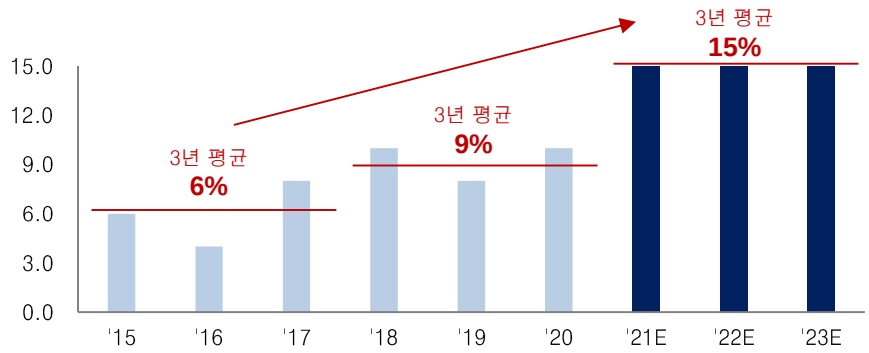
동사는 지난 2월 3개년('21~'23) 주주환원정책을 발표했다. 주요 내용은 1) 주주환원 규모('21~'23년 연간 지배주주순이익의 15% 수준)와 2) 주주환원 방법(현금배당+자기주식 취득) 등이다. 현금배당은 지배주주순이익의 10% 수준, 자기주식 취득은 지배주주순이익의 5% 수준 내에서 진행될 예정이다. 더불어 동일기간 매출액, 영업이이익, 신규수주 가이던스도 함께 제시했다.[Fig. 58]

경영 전략의 내용과 주주환원정책의 수준이 시장의 기대치를 완전히 충족시켰다고 보기는 어렵지만, 1) 과거 대비 2배 이상의 배당성향과, 2) 3년간의 불확실성이 해소됐다는 측면에서는 긍정적이다.

미래 투자 계획 발표

<미래 투자 계획: 미래 기업가치 제고를 위한 지속적인 투자 실시>
1) 주택 디벨로퍼: 고수익 사업 확대를 통한 사업포트폴리오 고도화
(향후 3년간 매년 약 2,000억원 투자)
2) 도시정비 사업: 입찰보증금 등 영업자산(향후 3년간 매년 약 1,000억원 이상 투자)
3) ESG 신사업 신규 진출: 친환경 신사업인 수소 에너지, CCS 사업 신규 진출 위한 기술 검토

Fig. 058: DL이앤씨 주주환원 성향(3년 단위 평균 추세)



주: 2015~2020년은 분할 전 대림산업 기준
Source: DL이앤씨, KTB투자증권

Fig. 059: DL이앤씨 중기 전망(연결 기준)

연도	수주	yoy	매출	yoy	영업이익	yoy	영업이익률
2021	115,000	13.6%	78,000	24.8%	8,300	12.0%	10.6%
2022	120,000	4.3%	85,000	9.0%	9,400	13.3%	11.1%
2023	126,000	5.0%	96,000	12.9%	11,500	22.3%	12.0%

Source: DL이앤씨, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	-	-	4,745.0	5,232.2	5,813.4
현금성자산	-	-	2,151.3	2,624.6	3,122.6
매출채권	-	-	1,273.1	1,324.8	1,351.6
재고자산	-	-	1,099.9	1,060.0	1,114.2
비유동자산	-	-	2,553.8	2,644.4	2,738.7
투자자산	-	-	2,230.7	2,321.3	2,415.6
유형자산	-	-	278.4	278.4	278.4
무형자산	-	-	44.7	44.7	44.7
자산총계	-	-	7,298.8	7,876.6	8,552.0
유동부채	-	-	2,356.8	2,384.8	2,446.5
매입채무	-	-	1,034.7	1,055.0	1,109.0
유동성이자부채	-	-	553.9	553.9	553.9
비유동부채	-	-	691.1	691.1	691.1
비유동이자부채	-	-	498.0	498.0	498.0
부채총계	-	-	3,047.9	3,075.9	3,137.6
자본금	-	-	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	-	-	145.5	145.5	145.5
이익잉여금	-	-	485.4	1,059.4	1,716.8
자본조정	-	-	3,345.4	3,321.1	3,277.4
자기주식	-	-	0.0	(24.3)	(68.0)
자본총계	-	-	4,251.0	4,800.8	5,414.5
투하자본	-	-	2,950.0	3,018.3	3,125.5
순차입금	-	-	(1,099.4)	(1,572.7)	(2,070.7)
ROA	-	-	7.0	8.2	9.0
ROE	-	-	14.4	14.6	15.4
ROIC	-	-	22.4	24.4	27.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	-	-	7,711.0	8,590.0	9,737.4
증가율 (Y-Y,%)	-	-	(11.5)	11.4	13.4
영업이익	-	-	852.8	973.5	1,131.6
증가율 (Y-Y,%)	-	-	(19.0)	14.1	16.2
EBITDA	-	-	852.8	973.5	1,131.6
영업외손익	-	-	(148.2)	(143.8)	(142.0)
순이자수익	-	-	37.3	43.6	52.3
외화관련손익	-	-	(40.8)	(20.4)	(30.6)
지분법손익	-	-	7.8	9.4	11.5
세전계속사업손익	-	-	704.7	829.6	989.6
당기순이익	-	-	525.3	621.3	743.1
지배기업당기순이익	-	-	485.4	574.1	717.1
증가율 (Y-Y,%)	-	-	(16.2)	18.3	19.6
NOPLAT	-	-	635.8	729.0	849.7
(+) Dep	-	-	0.0	0.0	0.0
(-) 운전자본투자	-	-	146.0	(14.1)	21.5
(-) Capex	-	-	0.0	0.0	0.0
OpFCF	-	-	489.7	743.1	828.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	-	-	-	-	3.8
영업이익증가율(3Yr)	-	-	-	-	2.4
EBITDA증가율(3Yr)	-	-	-	-	2.4
순이익증가율(3Yr)	-	-	-	-	5.8
영업이익률(%)	-	-	11.1	11.3	11.6
EBITDA마진(%)	-	-	11.1	11.3	11.6
순이익률 (%)	-	-	6.8	7.2	7.6

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	-	-	484.1	578.7	684.2
당기순이익	-	-	525.3	621.3	743.1
자산상각비	-	-	0.0	0.0	0.0
운전자본증감	-	-	(225.3)	14.1	(21.5)
매출채권감소(증가)	-	-	(49.1)	(51.6)	(26.8)
재고자산감소(증가)	-	-	(69.4)	40.0	(54.2)
매입채무증가(감소)	-	-	(112.2)	20.3	53.9
투자현금	-	-	(72.8)	(87.9)	(89.8)
단기투자자산감소	-	-	(6.4)	(6.7)	(7.0)
장기투자증권감소	-	-	(0.1)	1.2	2.9
설비투자	-	-	0.0	0.0	0.0
유무형자산감소	-	-	0.0	0.0	0.0
재무현금	-	-	(107.4)	(24.3)	(103.4)
차입금증가	-	-	0.0	0.0	0.0
자본증가	-	-	(107.4)	(24.3)	(103.4)
배당금지급	-	-	0.0	0.0	59.7
현금 증감	-	-	304.0	466.6	491.0
총현금흐름(Gross CF)	-	-	709.4	564.6	705.7
(-) 운전자본증가(감소)	-	-	146.0	(14.1)	21.5
(-) 설비투자	-	-	0.0	0.0	0.0
(+) 자산매각	-	-	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-	-	411.4	490.9	594.4
(-) 기타투자	-	-	0.1	(1.2)	(2.9)
잉여현금	-	-	411.3	492.1	597.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	-	-	25,072	29,363	36,756
BPS	-	-	183,095	208,699	237,279
DPS	-	-	0	2,800	2,900
Multiples(x,%)					
PER	-	-	5.6	4.8	3.8
PBR	-	-	0.8	0.7	0.6
EV/ EBITDA	-	-	2.1	1.3	0.7
배당수익율	-	-	n/a	2.0	2.1
PCR	-	-	4.2	5.3	4.2
PSR	-	-	0.4	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	-	-	71.7	64.1	57.9
Net debt/Equity	-	-	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	-	-	n/a	n/a	n/a
유동비율	-	-	201.3	219.4	237.6
이자보상배율	-	-	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	-	-	0.4	0.4	0.3
자산구조					
투하자본(%)			40.2	37.9	36.1
현금+투자자산(%)	-	-	59.8	62.1	63.9
자본구조					
차입금(%)	-	-	19.8	18.0	16.3
자기자본(%)	-	-	80.2	82.0	83.7

자료: KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.2% HOLD : 11.1% SELL : 0.7%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

DL (000210)

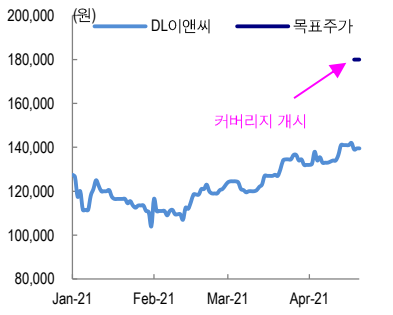


일자	2019.11.01	2020.01.31	2020.06.08	커버리지	2020.08.26	애널리스트
투자의견	BUY	BUY	커버리지	개시	BUY	변경
목표주가	110,000원	120,000원	제외		110,000원	
일자	2021.05.17					
투자의견	BUY					
목표주가	120,000원					

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2019.11.01	110,000원	80,599원	85,211원	-18.91	-14.27
실제주가	2020.01.31	120,000원	72,522원	88,012원	-33.12	-18.83
괴리율	2020.08.26	110,000원	79,905원	105,500원	-19.61	6.14
	2021.05.17	120,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 5월 14일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

DL이앤씨 (375500)



일자	커버리지	2021.05.17
투자의견	개시	BUY
목표주가		180,000원
일자		
투자의견		
목표주가		

목표주가	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
대비	2021.05.17	180,000원	-	-	-	-
실제주가						
괴리율						

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 5월 14일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워 27층

www.ktb.co.kr

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.