

DL이앤씨 (375500)

설물이 빠졌을 때, 비로소 나타난 진가

투자의견 Buy, 목표주가 50,000원 제시

DL이앤씨에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원 제시. 목표주가는 '24년 추정 BPS에 '21년 인적분할 이후 동사 일 평균 12개월 선행 PBR 0.43배를 적용

'21년 인적분할 이후 아쉬운 흐름을 보여왔던 동사 주가는 영업이익 규모와 높은 동행성을 시현 ['21~'23년 상관계수 0.90]. '24년의 경우, DL이앤씨에서 수익성이 가장 높은 사업부로 파악되는 플랜트 부문이 최근 3년 간 다섯 배 이상 규모로 증가한 수주잔고를 기반으로 이익 턴어라운드를 주도할 것으로 예상하며, 이는 기업가치 개선 근거로 작용할 수 있다고 판단 ['24년 연결 매출액 8.6조원(YoY +8%), 영업이익 4,380억원(YoY +33%) 전망]

그 이왕이면 리스크 관리라는 멋진 단어를 쓰십시오

'23년 말 기준, 동사 부동산 PF 우발채무 규모는 약 2.2조원(자기자본 대비 46%)이며 PF보증의 주요 위험으로 간주되는 미착공 도급사업 보증금액은 3,460억원(자기자본 대비 7%)에 불과. 동시에 약 1.1조원의 순현금을 보유한 동사는 '24년 건설업종 불안 요소인 PF 리스크에서 상대적으로 자유로운 상황. 비우호적인 업황 속, 주주환원을 확대, 부동산 NPL 투자, 신사업 확대 등이 가능한 차별화된 재무 안정성은 주가 하방경직성을 강화할 전망

주택 사업의 전통적 강자, 친환경 사업의 선두주자

동사는 아크로, e편한세상 등 브랜드 경쟁력을 중심으로 한 주택 사업을 캐시카우로 활용하는 동시에 국내 건설업계 최초로 탈탄소 솔루션 전문 자회사인 카본코 설립, SMR 개발사 X-Energy에 대한 투자 등을 단행하며 친환경 신사업을 준비 중. 특히 청정수소 생산과 운송에 핵심 기술로 부각되고 있는 CCUS와 암모니아는 DL이앤씨가 그간 수행한 석유화학, 암모니아 등 플랜트 설계 및 시공에서 확장되기 때문에 동사의 비교우위를 기대



장윤석 건설/전자재
yoonseok.chang@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 50,000원 (I)

현재주가 (4/16) 33,250원

상승여력 50%

시가총액	13,720억원
총발행주식수	42,919,459주
60일 평균 거래대금	58억원
60일 평균 거래량	153,804주
52주 고/저	43,100원 / 28,850원
외인지분율	29.06%
배당수익률	1.39%
주요주주	DL 외 7 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.6)	(14.6)	(0.4)
상대	(2.5)	(18.3)	(1.9)
절대 (달러환산)	(9.0)	(18.5)	(7.3)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,875	1.4	-19.6	1,951	-3.9
영업이익	83	-7.5	-5.4	95	-12.6
세전계속사업이익	69	-45.2	568.9	96	-27.9
지배순이익	21	-76.7	493.7	65	-68.0
영업이익률 (%)	4.4	-0.5 %pt	+0.6 %pt	4.9	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	1.1	-3.8 %pt	+0.9 %pt	3.4	-2.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	7,497	7,991	8,610	9,780
영업이익	497	331	438	585
지배순이익	413	188	270	379
PER	4.6	7.1	4.8	3.4
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	1.9	0.9	0.0	-0.4
ROE	9.7	4.1	5.5	7.3

자료: 유안타증권

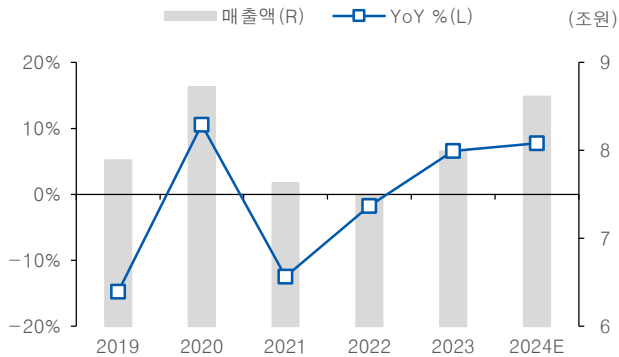
[표-1] DL 이앤씨 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,850.1	1,970.6	1,837.5	2,333.0	1,875.1	2,089.8	2,051.1	2,594.3	7,991.2	8,610.2	9,780.5
YoY (%)	22%	5%	-1%	3%	1%	6%	12%	11%	7%	8%	14%
DL 이앤씨(별도)	1,230.5	1,305.2	1,179.5	1,452.9	1,207.3	1,327.2	1,278.1	1,553.3	5,168.1	5,365.9	6,099.7
주택	776.9	865.9	754.0	878.8	712.1	866.1	779.7	915.8	3,275.6	3,273.7	3,867.0
토목	198.2	219.2	198.3	232.0	179.4	190.9	180.4	225.2	847.7	775.8	751.0
플랜트	254.3	217.7	225.6	342.1	314.6	268.9	316.7	410.7	1,039.7	1,310.9	1,475.4
지원/기타	1.1	2.4	1.6	-	1.2	1.4	1.3	1.6	5.1	5.5	6.2
현지법인	113.7	74.3	96.2	363.2	189.7	165.1	190.9	246.9	647.4	792.6	882.2
DL 건설	515.3	600.2	592.4	722.1	492.8	613.8	598.1	814.3	2,430.0	2,518.9	2,874.9
연결조정 등	(9.4)	(9.1)	(30.6)	(205.2)	(14.7)	(16.3)	(16.0)	(20.2)	(254.3)	(67.2)	(76.3)
매출총이익	192.9	191.4	176.7	221.1	189.6	210.2	222.1	297.6	782.1	919.5	1,130.1
YoY (%)	-17%	-20%	-9%	-16%	-2%	10%	26%	35%	-16%	18%	23%
DL 이앤씨(별도)	129.0	138.1	135.4	149.9	137.2	152.9	159.7	209.7	552.4	659.4	790.5
주택	59.6	72.2	53.5	80.8	65.5	79.6	75.6	97.9	266.1	318.6	478.9
토목	19.8	21.7	19.1	19.3	17.9	18.9	17.4	19.8	79.9	74.0	72.1
플랜트	48.6	42.9	61.3	50.3	52.6	53.0	65.4	90.3	203.1	261.3	233.4
현지법인	42.3	24.0	32.2	235.7	31.3	27.2	31.5	40.7	334.2	130.6	145.4
DL 건설	31.0	38.4	39.7	40.7	35.8	46.5	47.0	67.4	149.8	196.7	270.5
영업이익	90.2	71.9	80.3	88.3	83.4	93.2	107.5	154.0	330.6	438.1	584.6
YoY (%)	-28%	-47%	-31%	-27%	-7%	30%	34%	74%	-33%	33%	33%
DL 이앤씨(별도)	52.2	42.1	64.7	62.8	59.9	68.1	78.0	110.3	221.8	316.4	401.5
현지법인	31.9	13.2	22.4	33.8	21.7	18.9	21.9	28.3	101.3	90.9	101.2
DL 건설	10.4	21.2	17.5	12.4	16.4	22.5	23.6	35.6	61.5	98.0	158.3
연결조정 등	(4.3)	(4.6)	(24.3)	(20.8)	(14.7)	(16.3)	(16.0)	(20.2)	(54.0)	(67.2)	(76.3)
세전이익	126.2	63.2	80.0	10.3	69.2	83.7	85.2	163.7	280	402	564
YoY (%)	-13%	-63%	-65%	-81%	-45%	33%	6%	1482%	-53%	44%	40%
지배주주 순이익	89.9	29.9	64.5	3.5	20.9	40.9	61.9	146.0	188	270	379
YoY (%)	-11%	-73%	-58%	-92%	-77%	37%	-4%	4042%	-55%	44%	40%
이익률											
매출총이익률	10.4%	9.7%	9.6%	9.5%	10.1%	10.1%	10.8%	11.5%	9.8%	10.7%	11.6%
DL 이앤씨(별도)	10.5%	10.6%	11.5%	10.3%	11.4%	11.5%	12.5%	13.5%	10.7%	12.3%	13.0%
주택	7.7%	8.3%	7.1%	9.2%	9.2%	9.2%	9.7%	10.7%	8.1%	9.7%	12.4%
토목	10.0%	9.9%	9.6%	8.3%	10.0%	9.9%	9.6%	8.8%	9.4%	9.5%	9.6%
플랜트	19.1%	19.7%	27.2%	14.7%	16.7%	19.7%	20.7%	22.0%	19.5%	19.9%	15.8%
현지법인	37.2%	32.3%	33.5%	64.9%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	51.6%	16.5%	16.5%
DL 건설	6.0%	6.4%	6.7%	5.6%	7.3%	7.6%	7.9%	8.3%	6.2%	7.8%	9.4%
영업이익률	4.9%	3.6%	4.4%	3.8%	4.4%	4.5%	5.2%	5.9%	4.1%	5.1%	6.0%
DL 이앤씨(별도)	4.2%	3.2%	5.5%	4.3%	5.0%	5.1%	6.1%	7.1%	4.3%	5.9%	6.6%
현지법인	28.1%	17.8%	23.3%	9.3%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	15.6%	11.5%	11.5%
DL 건설	2.0%	3.5%	3.0%	1.7%	3.3%	3.7%	3.9%	4.4%	2.5%	3.9%	5.5%
지배주주 순이익률	4.9%	1.5%	3.5%	0.2%	1.1%	2.0%	3.0%	5.6%	2.4%	3.1%	3.9%

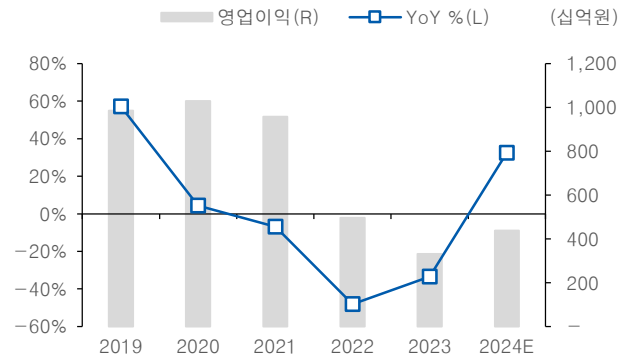
자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터

[그림-1] DL이앤씨 연간 매출액 추이 및 전망



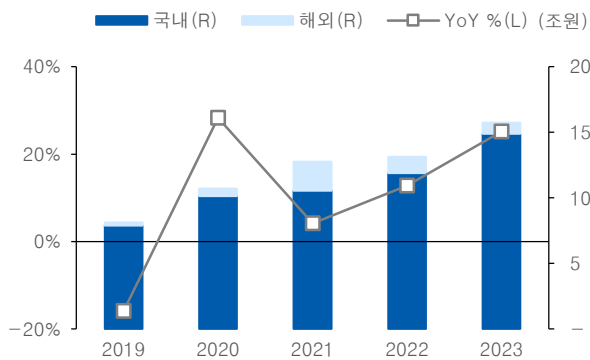
자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터, 주: '19년은 연결조정 미반영

[그림-2] DL이앤씨 연간 영업이익 추이 및 전망



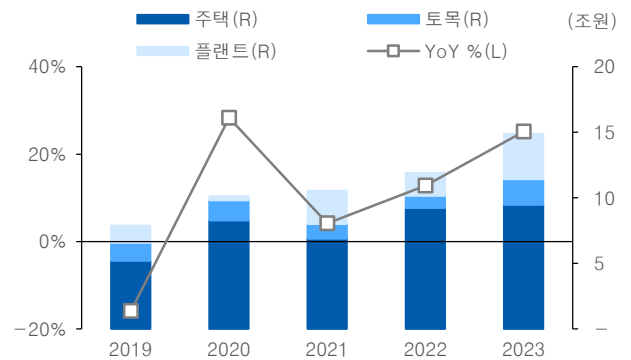
자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터, 주: '19년은 연결조정 미반영

[그림-3] DL이앤씨 연간 신규수주 추이 - 지역별



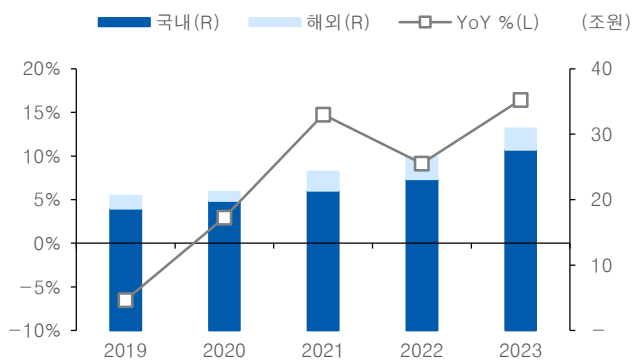
자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터

[그림-4] DL이앤씨 연간 신규수주 추이 - 공종별



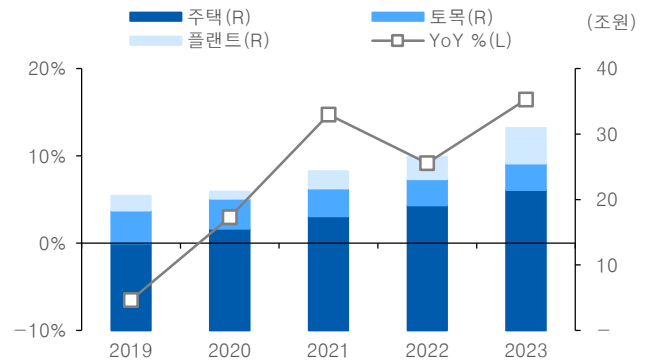
자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터

[그림-5] DL이앤씨 연간 수주잔고 추이 - 지역별



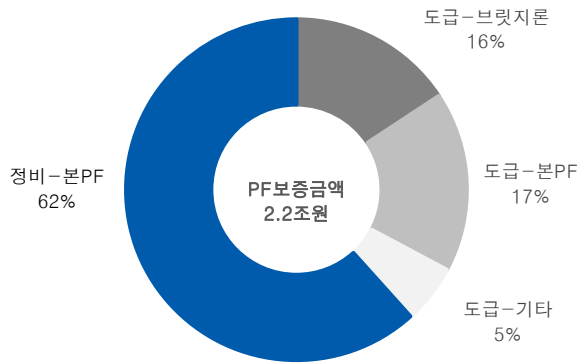
자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터

[그림-6] DL이앤씨 연간 수주잔고 추이 - 공종별



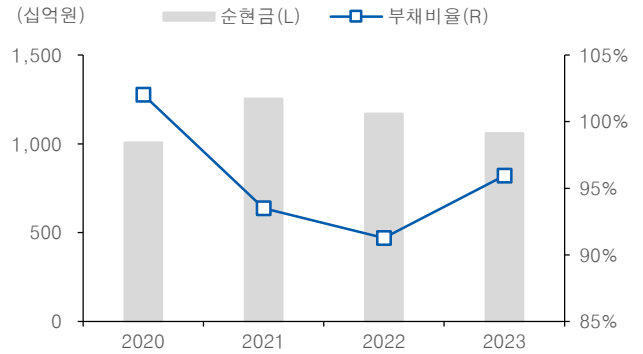
자료: DL이앤씨, 유안타증권 리서치센터

[그림-7] DL이앤씨 PF 보증금액 현황



자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터, 주: 2023 년 말 기준

[그림-8] DL이앤씨 순현금 및 부채비율 추이



자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터, 주: 연결 재무제표 기준

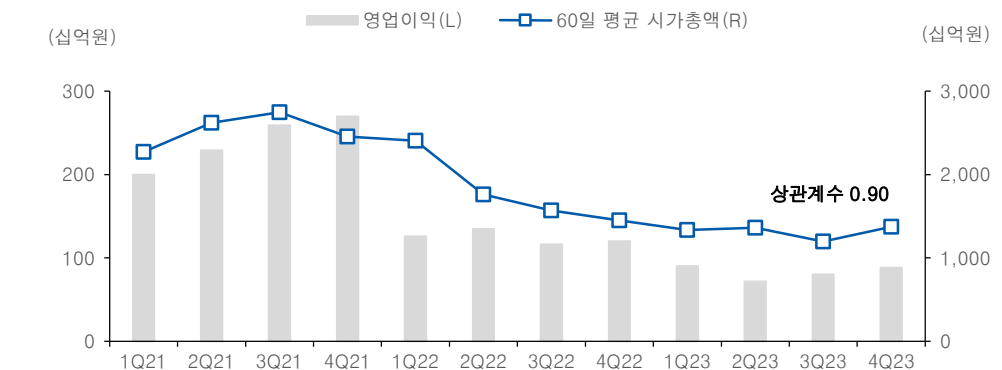
[표-2] DL 이앤씨 PF 보증 만기 현황

(단위: 십억원)

구분	종류	1Q24	2Q24	2H24	2024년	2025년~	합계
도급	브릿지론	0	95	251	346	0	346
	본 PF	0	171	94	265	110	375
	기타	0	0	122	122	0	122
	계	0	266	467	733	110	843
정비	브릿지론	0	0	0	0	0	0
	본 PF	148	0	475	623	733	1,356
	계	148	0	475	623	733	1,356
합계		148	266	942	1,356	843	2,199

자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터, 주: 1) 2023 년 말 기준, 2) PF 연대보증, 채무인수, 자금보충이 제공된 우발채무 잔액 기준

[그림-9] DL 이앤씨 시가총액 vs 분기 영업이익



자료: DL 이앤씨, 유안타증권 리서치센터

[그림-10] DL 이앤씨 12개월 선행 PER 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림-11] DL 이앤씨 12개월 선행 PBR 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[표- 3] DL 이앤씨 목표주가 산정

목표배수 (a) - 2021년 인적분할 이후 일 평균 12개월 선행 PBR	0.43배
2024년 추정 BPS (b)	117,121원
목표주가 (c = a x b)	50,000원
현재 주가 (4월 16일 종가 기준)	33,250원
상승여력	+50%

자료: 유안타증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	7,497	7,991	8,610	9,780	10,591
매출원가	6,565	7,209	7,691	8,650	9,147
매출총이익	931	782	920	1,130	1,444
판매비	434	451	481	545	595
영업이익	497	331	438	585	849
EBITDA	583	418	494	623	877
영업외손익	99	-51	-36	-21	-4
외환관련손익	86	-7	0	0	0
이자손익	59	67	74	90	107
관계기업관련손익	11	24	24	24	24
기타	-58	-135	-135	-135	-135
법인세비용차감전순이익	595	280	402	564	846
법인세비용	164	78	111	156	234
계속사업순이익	432	202	290	408	611
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	432	202	290	408	611
지배지분순이익	413	188	270	379	568
포괄순이익	291	194	282	399	603
지배지분포괄이익	271	181	263	373	563

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	152	231	719	588	805
당기순이익	432	202	290	408	611
감가상각비	75	78	48	32	23
외환손익	-56	-4	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-11	-24	-24	-24	-24
자산부채의 증감	-482	-364	30	-201	-177
기타현금흐름	194	343	375	373	372
투자활동 현금흐름	-386	201	-117	-217	-152
투자자산	-88	-119	-91	-172	-119
유형자산 증가 (CAPEX)	-18	-12	-12	-12	-12
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-281	332	-14	-33	-21
재무활동 현금흐름	-65	186	-106	-104	-115
단기차입금	33	-40	6	11	8
사채 및 장기차입금	38	79	0	0	0
자본	-9	353	0	0	0
현금배당	-64	-42	-20	-23	-31
기타현금흐름	-62	-164	-91	-91	-91
연결범위변동 등 기타	6	0	-494	-69	-93
현금의 증감	-292	618	4	198	446
기초 현금	2,045	1,752	2,371	2,374	2,572
기말 현금	1,752	2,371	2,374	2,572	3,019
NOPLAT	497	331	438	585	849
FCF	134	219	707	576	793

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

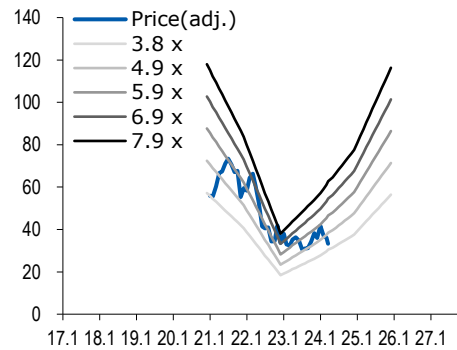
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,404	5,783	6,140	6,847	7,645
현금및현금성자산	1,752	2,004	2,374	2,572	3,019
매출채권 및 기타채권	1,111	1,332	1,126	1,279	1,385
재고자산	853	938	1,016	1,155	1,250
비유동자산	3,571	3,561	3,608	3,754	3,857
유형자산	132	128	92	72	61
관계기업 등 지분관련자산	450	485	522	593	642
기타투자자산	810	886	939	1,039	1,109
자산총계	8,975	9,344	9,749	10,600	11,502
유동부채	3,211	3,749	3,881	4,338	4,655
매입채무 및 기타채무	1,393	1,555	1,558	1,770	1,917
단기차입금	186	145	145	145	145
유동성장기부채	75	375	375	375	375
비유동부채	1,072	827	837	856	869
장기차입금	409	410	410	410	410
사채	427	218	218	218	218
부채총계	4,282	4,575	4,718	5,194	5,524
지배지분	4,350	4,769	5,010	5,357	5,885
자본금	215	215	215	215	215
자본잉여금	3,494	3,847	3,847	3,847	3,847
이익잉여금	858	990	1,240	1,596	2,133
비지배지분	343	0	21	49	93
자본총계	4,692	4,769	5,030	5,406	5,978
순차입금	-1,133	-1,025	-1,411	-1,640	-2,108
총차입금	1,251	1,290	1,295	1,306	1,314

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	10,568	4,799	6,983	9,789	14,679
BPS	104,967	118,957	117,121	125,231	137,584
EBITDAPS	13,587	9,749	11,531	14,509	20,436
SPS	174,672	186,187	200,876	227,880	246,766
DPS	1,000	500	600	800	1,300
PER	4.6	7.1	4.8	3.4	2.3
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	1.9	0.9	0.0	-0.4	-0.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-1.8	6.6	7.7	13.6	8.3
영업이익 증가율 (%)	-48.1	-33.5	32.5	33.4	45.3
지배순이익 증가율 (%)	-28.4	-54.5	43.6	40.4	50.0
매출총이익률 (%)	12.4	9.8	10.7	11.6	13.6
영업이익률 (%)	6.6	4.1	5.1	6.0	8.0
지배순이익률 (%)	5.5	2.4	3.1	3.9	5.4
EBITDA 마진 (%)	7.8	5.2	5.7	6.4	8.3
ROIC	123.2	60.8	85.1	158.5	232.7
ROA	4.7	2.1	2.8	3.7	5.1
ROE	9.7	4.1	5.5	7.3	10.1
부채비율 (%)	91.3	95.9	93.8	96.1	92.4
순차입금/자기자본 (%)	-26.1	-21.5	-28.2	-30.6	-35.8
영업이익/금융비용 (배)	14.4	6.8	8.8	11.7	16.9

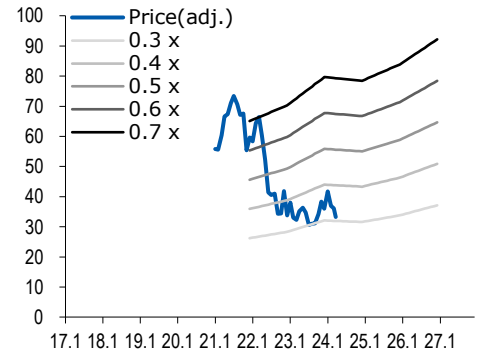
P/E band chart

(천원)

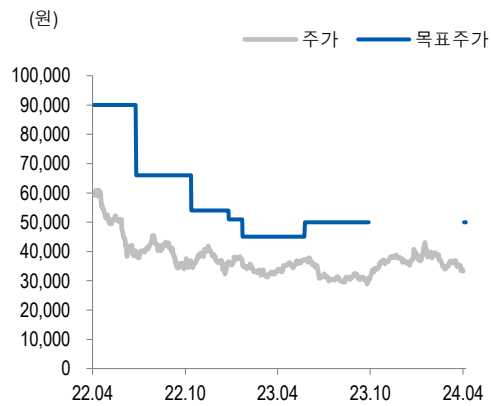


P/B band chart

(천원)



DL 이앤씨 (375500) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-04-17	BUY	50,000	1년		
	담당자변경				
2023-06-09	BUY	50,000	1년	-36.05	-24.40
2023-02-06	BUY	45,000	1년	-24.11	-17.11
2023-01-10	BUY	51,000	1년	-27.72	-25.00
2022-10-28	BUY	54,000	1년	-30.31	-22.50
2022-07-11	BUY	66,000	1년	-40.16	-31.06
2022-04-12	BUY	90,000	1년	-44.18	-32.11

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-04-16

※ 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 : **장윤석**)
- 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.