

# DL 이앤씨 (375500)

## 결국 중요한 것은 기초체력

2024년 8월 2일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	47,000 원 (하향)
✓ 상승여력	33.5%	✓ 현재주가 (7월 31일)	35,200 원

### 신한생각 보수적 관리로 오히려 낮아진 예측성

늦어지는 실적 턴어라운드 시점이 아쉬움. 리스크 관리 기초 하에 외형 축소되었으나 그에 따라 실적 변동성이 오히려 커진 상황. 플랜트 및 2023년 이후 착공물량 매출 비중 확대로 실적 개선 가능하나 턴어라운드 강도 차별적이지 않을 전망. 보수적 경영전략으로 업황 대비 늦은 성장 예상

1) 주주환원 확대, 2) NPL 등 투자, 3) 차별적 수익성이 주가 회복 조건

### 2Q24 Review - 늦어진 턴어라운드보다 약한 기초체력이 아쉬워

2Q24 연결 매출 2.0조원, 영업이익 362억원으로 영업이익 기준 컨센서스 대폭 하회. 1) 100% 자회사 DL건설 일부현장 예정원가율 조정 따른 추가 원가(299억원), 2) DL건설 장기 공사미수금 대손 반영(112억원), 3) mix 변화에 따른 토목/플랜트 원가율 상승 등이 원인

2024F 가이드선도 수정 공시(신규수주 10.3조원, 매출액 8.6조원, 영업이익 2,900억원(DL건설, 손익분기점)으로 기존 대비 각각 1.3조원, 0.3조원, 2,300억원 하향). 수익성 양호한 신규현장 수주/착공 지연 및 보수적 회계 처리 등이 원인이라는 설명. 2023년부터 강조한 플랜트 기반 실적 회복 전망 유효하나 턴어라운드 시점 지연 및 규모 축소된 점은 아쉬움

결국 중요한 것은 기초체력(외형). 절대적 높은 수익성 확보 어려운 상황 및 업종 특성상 불가피한 일회성 비용에 방어 위해서는 수주 확대가 필요

### Valuation & Risk

실적 추정치 하향(24F, 25F 영업이익 기존대비 -44.6%, -37%)으로 SOTP Valuation(사업부문별 합산 가치평가) 산정 목표주가를 4.7만원으로 하향, 투자의견 BUY 유지. 보수적 경영 및 낮은 체력이 상대적 저평가 요인

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	7,496.8	497.0	413.2	3.5	9.7	0.3	1.1	3.0
2023	7,991.1	330.7	187.9	8.3	4.1	0.3	1.1	1.4
2024F	8,264.8	273.1	193.1	7.7	4.0	0.3	1.2	1.4
2025F	9,086.5	349.2	296.7	5.0	6.0	0.3	0.8	2.3
2026F	9,855.7	509.5	414.0	3.6	7.9	0.3	-	3.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [건설]

김선미 연구위원

✉ sunmi.kim@shinhan.com

### Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

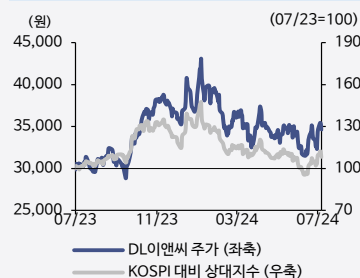
시가총액	1,340.7십억원
발행주식수(유동비율)	38.7백만주(75.1%)
52주 최고가/최저가	43,100 원/28,850 원
일평균 거래액 (60 일)	5,380 백만원
외국인 지분율	29.2%

### 주요주주 (%)

DL 외 6 인	24.8
국민연금공단	10.0

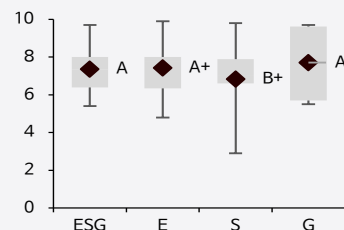
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	6.1	(7.4)	13.6	(1.7)
상대	7.1	(10.2)	9.1	(5.5)

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## DL이앤씨 2024년 2분기 실적 리뷰

(십억원, %)	2Q24P	1Q24	QoQ	2Q23	YoY	컨센서스	신한
매출액	2,070.2	1,809.5	14.4	1,970.6	5.1	2,058.5	2,057.5
영업이익	32.6	60.9	(46.5)	71.6	(54.5)	78.9	82.6
세전이익	55.9	44.1	26.8	63.2	(11.6)	83.1	124.1
순이익	40.6	26.0	56.2	29.9	35.8	54.8	89.3
영업이익률	1.6	3.4	-	3.6	-	3.8	4.0

자료: Quantwise, 신한투자증권

## DL이앤씨 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)	변경전		변경후		변경률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	8,800.3	9,970.2	8,264.8	9,086.5	(6.1)	(8.9)
영업이익	493.1	554.4	273.1	349.2	(44.6)	(37.0)
세전이익	488.5	659.5	275.7	412.1	(43.6)	(37.5)
순이익	346.0	470.1	193.1	296.7	(44.2)	(36.9)
영업이익률	4.5	5.0	2.8	3.0	-	-

자료: 신한투자증권 추정

주: 순이익은 지배주주 순이익 기준

## DL이앤씨 Sum-of-the-parts Valuation

(억원, 배, 원)				
A. 영업가치	8,914			
Fw12M NOPLAT	2,229	NOPLAT 기준, 국내외 PER배수 가중평균 적용		
적용 multiple	4.0	보수적 경영전략 감안해 업종 대비 20% 할인		
B. 비영업가치	5,703			
항목	지분율	장부가	적정가치	비고
공정가치 측정 금융자산		1,253	1,253	2024.3월 공정가치 기준
종속기업/관계기업 투자증권		16,075	2,310	
DL건설	63.9%	3,526	239	2025F NOPLAT * 3배, 50% 할인
투자부동산		4,280	2,140	2024.3월 장부가 기준, 50% 할인
C. 순차입금	(7,200)			2024F 순현금
D. 주당 기업가치	47,000			순현금가치 50% 할인

자료: 회사 자료, 신한투자증권

DL이앤씨 세부 실적 추정 내역											
(억원, %, %p)	2023	2024F	YoY (chg, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F
신규수주	116,088	80,171	(30.9)	30,174	9,504	44,227	32,183	11,154	8,182	23,000	37,835
매출액	79,946	82,648	3.4	18,501	19,706	18,374	23,330	18,905	20,702	20,066	22,974
별도	56,007	58,131	3.8	13,396	13,764	12,499	16,348	12,918	13,998	14,572	16,643
국내	44,834	48,244	7.6	10,187	11,340	10,215	13,092	10,150	11,726	12,251	14,117
토목	7,515	8,825	17.4	1,755	1,938	1,762	2,060	1,782	2,032	2,338	2,673
건축	32,715	30,286	(7.4)	7,761	8,648	7,530	8,776	6,733	7,153	7,589	8,812
플랜트	4,604	9,133	98.4	671	754	923	2,256	1,635	2,541	2,325	2,632
해외	11,081	9,856	(11.1)	3,190	2,389	2,258	3,244	2,758	2,262	2,313	2,522
연결 자회사	(396)	(31)	(92.1)	(48)	(60)	(49)	(239)	13	(15)	(15)	(15)
원가율 (%)	90.2	90.5	0.3	89.6	90.3	90.4	90.5	90.4	91.9	91.3	88.4
별도	89.2	88.8	0.1	89.5	89.4	88.5	89.1	89.3	90.2	90.1	86.1
국내	91.6	91.0	(0.5)	91.8	91.3	92.3	91.1	92.4	92.6	92.4	87.6
토목	90.5	91.4	1.0	89.5	89.8	90.0	92.3	91.4	91.2	91.5	91.5
건축	91.9	90.6	(1.3)	92.3	91.7	92.9	90.8	93.0	93.0	92.7	85.0
플랜트	91.4	92.1	0.8	91.4	91.1	91.8	91.3	91.1	92.5	92.3	92.3
해외	73.6	78.0	0.8	79.0	77.2	64.5	71.8	77.9	77.9	78.0	78.0
연결 자회사	164.1	136.4	39.5	549.9	222.0	(33.5)	112.5	25.3	140.3	85.0	85.0
영업이익	3,312	2,731	(17.6)	902	719	804	882	609	326	459	1,337
별도	2,769	2,794	(7.9)	636	496	728	909	456	444	496	1,359
OPM (%)	4.1	3.3	(0.8)	4.9	3.6	4.4	3.8	3.2	1.6	2.3	5.8
별도	4.9	4.8	(0.6)	4.7	3.6	5.8	5.6	3.5	3.2	3.4	8.2

자료: 신한투자증권 추정

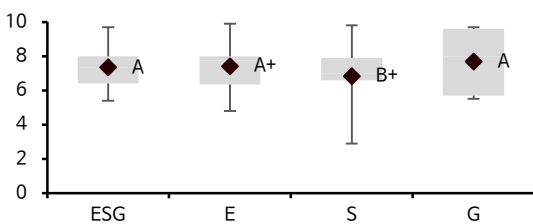
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 넷제로 달성을 위한 다각도의 사업전략 및 감축방안을 수립하고 추진. CCUS 시장 진출 위해 자회사 '카본코'를 운영
- ◆ 평가를 통해 공급망 내 발생할 수 있는 부정적인 경제, 환경, 리스크 정기적 관리. 22년 49.7%의 협력사가 참여

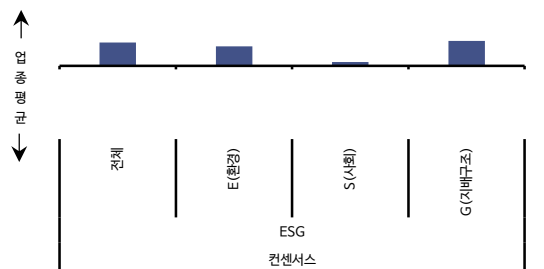
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

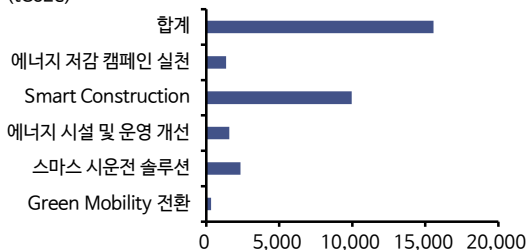


자료: 신한투자증권

### Key Chart

#### 2022년 주요 감축 실적

(tCo2e)



자료: DL이앤씨, 신한투자증권

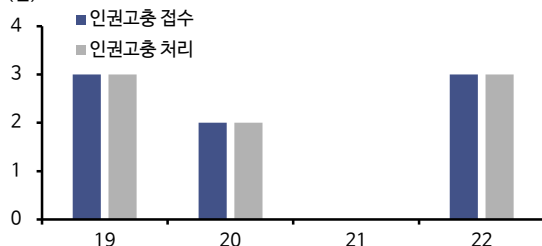
#### 에너지 사용량(국내 사업장 기준)

(MW/h)	19	20	21	22
비재생에너지	151,286	158,429	146,793	165,079
재생에너지	691	691	502	491

자료: DL이앤씨, 신한투자증권

#### 인권 고충처리 프로세스

(건)



자료: DL이앤씨, 신한투자증권

#### 협력사 리스크 시정조치 현황

(개)	비고
고위험 협력사(High Risk)	23
거래 정지된 협력사	3 안전 관리 불량 등

자료: DL이앤씨, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>8,974.7</b>	<b>9,344.1</b>	<b>9,254.3</b>	<b>9,474.4</b>	<b>10,146.6</b>
유동자산	5,403.8	5,782.7	5,922.0	6,094.5	6,728.8
현금및현금성자산	1,752.4	2,004.1	1,745.7	1,570.6	1,930.7
매출채권	585.9	851.2	966.4	1,099.9	1,203.7
재고자산	852.8	938.1	1,140.7	1,298.3	1,420.8
비유동자산	3,570.9	3,561.3	3,332.3	3,379.9	3,417.7
유형자산	132.2	128.4	25.1	17.6	15.8
무형자산	35.3	32.9	26.0	19.6	14.8
투자자산	1,259.7	1,370.3	1,186.6	1,248.2	1,292.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>4,282.2</b>	<b>4,575.3</b>	<b>4,399.5</b>	<b>4,400.2</b>	<b>4,708.7</b>
유동부채	3,210.7	3,748.6	3,630.9	3,613.7	3,908.3
단기차입금	185.8	144.8	196.1	196.1	196.1
매출채무	993.1	1,060.6	1,113.6	1,169.3	1,227.8
유동성장기부채	75.5	375.3	69.7	(148.8)	(51.4)
비유동부채	1,071.5	826.7	768.6	786.5	800.4
사채	427.4	217.6	209.2	209.2	209.2
장기차입금(경기금융부채 포함)	488.9	477.5	429.7	429.7	429.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>4,692.5</b>	<b>4,768.8</b>	<b>4,854.8</b>	<b>5,074.2</b>	<b>5,437.9</b>
자본금	214.6	214.6	229.3	229.3	229.3
자본잉여금	3,493.8	3,847.2	3,830.9	3,830.9	3,830.9
기타자본	(32.2)	(105.1)	(36.0)	(82.4)	(82.4)
기타포괄이익누계액	(184.6)	(178.4)	(205.1)	(205.1)	(205.1)
이익잉여금	858.1	990.5	1,035.7	1,301.5	1,665.2
<b>지배주주지분</b>	<b>4,349.7</b>	<b>4,768.8</b>	<b>4,854.8</b>	<b>5,074.2</b>	<b>5,437.9</b>
비지배주주지분	342.8	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	1,250.8	1,289.5	978.0	769.7	874.9
*순차입금(순현금)	(1,133.1)	(1,024.8)	(1,062.6)	(1,134.4)	(1,419.2)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>152.0</b>	<b>231.3</b>	<b>(50.8)</b>	<b>261.4</b>	<b>449.6</b>
당기순이익	431.6	202.2	193.1	296.7	414.0
유형자산상각비	74.6	77.7	35.9	9.5	3.7
무형자산상각비	11.6	10.1	8.4	6.4	4.8
외환환산손실(이익)	(55.5)	(4.2)	(27.3)	(7.8)	0.0
자산처분손실(이익)	(2.5)	5.0	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(10.8)	(24.2)	19.4	0.0	0.0
운전자본변동	(481.9)	(363.6)	(335.7)	(43.4)	27.0
(법인세납부)	(209.2)	(67.2)	(83.7)	(115.4)	(161.0)
기타	394.1	395.5	139.1	115.4	161.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(385.7)</b>	<b>201.3</b>	<b>198.7</b>	<b>(94.4)</b>	<b>(76.4)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(17.5)	(12.1)	(3.9)	(2.0)	(2.0)
유형자산의감소	1.2	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(6.2)	(4.3)	(0.1)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(88.0)	(119.4)	176.0	(61.6)	(44.4)
기타	(275.2)	336.4	26.7	(30.8)	(30.0)
<b>FCF</b>	<b>474.1</b>	<b>93.2</b>	<b>(39.1)</b>	<b>106.0</b>	<b>286.1</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(64.8)</b>	<b>(189.0)</b>	<b>(357.9)</b>	<b>(274.0)</b>	<b>55.0</b>
차입금의 증가(감소)	89.6	(2.9)	(303.0)	(208.3)	105.2
자기주식의처분(취득)	29.0	72.9	(39.3)	(46.4)	0.0
배당금	(64.0)	(44.3)	0.0	(19.3)	(50.3)
기타	(119.4)	(214.7)	(15.6)	0.0	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	(51.0)	(68.1)	(68.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	6.2	8.0	2.8	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(292.4)</b>	<b>251.7</b>	<b>(258.4)</b>	<b>(175.1)</b>	<b>360.0</b>
기초현금	2,044.8	1,752.4	2,004.1	1,745.7	1,570.6
기말현금	1,752.4	2,004.1	1,745.7	1,570.6	1,930.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

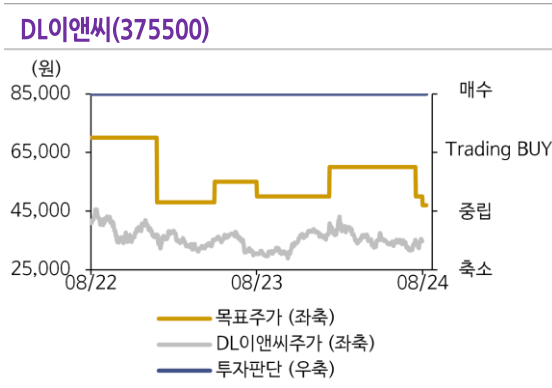
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>7,496.8</b>	<b>7,991.1</b>	<b>8,264.8</b>	<b>9,086.5</b>	<b>9,855.7</b>
증감률 (%)	(1.8)	6.6	3.4	9.9	8.5
<b>매출원가</b>	<b>6,565.5</b>	<b>7,209.0</b>	<b>7,476.5</b>	<b>8,197.5</b>	<b>8,784.4</b>
<b>매출총이익</b>	<b>931.3</b>	<b>782.1</b>	<b>788.3</b>	<b>889.0</b>	<b>1,071.3</b>
매출총이익률 (%)	12.4	9.8	9.5	9.8	10.9
<b>판매관리비</b>	<b>434.4</b>	<b>451.5</b>	<b>515.3</b>	<b>539.8</b>	<b>561.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>497.0</b>	<b>330.7</b>	<b>273.1</b>	<b>349.2</b>	<b>509.5</b>
증감률 (%)	(48.1)	(33.5)	(17.4)	27.9	45.9
영업이익률 (%)	6.6	4.1	3.3	3.8	5.2
영업외손익	98.5	(50.9)	2.6	62.8	65.5
금융손익	84.5	82.3	84.8	78.2	85.2
기타영업외손익	3.3	(157.5)	(62.8)	(15.4)	(19.7)
종속 및 관계기업관련손익	10.8	24.2	(19.4)	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>595.5</b>	<b>279.8</b>	<b>275.7</b>	<b>412.1</b>	<b>574.9</b>
법인세비용	163.9	77.6	82.6	115.4	161.0
계속사업이익	431.6	202.2	193.1	296.7	414.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>431.6</b>	<b>202.2</b>	<b>193.1</b>	<b>296.7</b>	<b>414.0</b>
증감률 (%)	(32.1)	(53.2)	(4.5)	53.7	39.5
순이익률 (%)	5.8	2.5	2.3	3.3	4.2
(지배주주)당기순이익	413.2	187.9	193.1	296.7	414.0
(비지배주주)당기순이익	18.4	14.3	0.0	0.0	0.0
종포괄이익	290.6	193.5	166.4	296.7	414.0
(지배주주)종포괄이익	271.1	180.9	166.4	296.7	414.0
(비지배주주)종포괄이익	19.6	12.6	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>583.1</b>	<b>418.4</b>	<b>317.3</b>	<b>365.1</b>	<b>518.0</b>
증감률 (%)	(43.8)	(28.3)	(24.2)	15.1	41.9
EBITDA 이익률 (%)	7.8	5.2	3.8	4.0	5.3

## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	9,956	4,660	4,504	6,912	9,645
EPS (지배순이익, 원)	9,527	4,327	4,504	6,912	9,645
BPS (자본총계, 원)	109,332	111,110	113,115	118,225	126,699
BPS (지배지분, 원)	101,345	111,110	113,115	118,225	126,699
DPS (원)	1,000	500	500	800	1,100
PER (당기순이익, 배)	3.4	7.7	7.7	5.0	3.6
PER (지배순이익, 배)	3.5	8.3	7.7	5.0	3.6
PBR (자본총계, 배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	1.1	1.1	1.2	0.8	0.0
배당성향 (%)	10.2	10.7	10.0	10.4	10.3
배당수익률 (%)	3.0	1.4	1.4	2.3	3.2
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	7.8	5.2	3.8	4.0	5.3
영업이익률 (%)	6.6	4.1	3.3	3.8	5.2
순이익률 (%)	5.8	2.5	2.3	3.3	4.2
ROA (%)	4.9	2.2	2.1	3.2	4.2
ROE (지배순이익, %)	9.7	4.1	4.0	6.0	7.9
ROIC (%)	79.2	33.5	23.2	24.9	32.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	91.3	95.9	90.6	86.7	86.6
순차입금비율 (%)	(24.1)	(21.5)	(21.9)	(22.4)	(26.1)
현금비율 (%)	54.6	53.5	48.1	43.5	49.4
이자보상배율 (배)	14.4	6.8	6.0	10.8	16.4
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	17.8	15.7	10.9	9.4	9.0
재고자산회수기간 (일)	43.6	40.9	45.9	49.0	50.4
매출채권회수기간 (일)	26.1	32.8	40.1	41.5	42.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 06월 22일	매수	70,000	(44.0)	(35.0)
2022년 12월 23일		6개월경과	(47.3)	(47.3)
2022년 12월 26일	매수	48,000	(28.7)	(20.3)
2023년 05월 02일	매수	55,000	(37.4)	(31.3)
2023년 08월 03일	매수	50,000	(32.2)	(22.2)
2024년 01월 10일	매수	60,000	(40.4)	(28.2)
2024년 07월 11일		6개월경과	(43.7)	(41.4)
2024년 07월 18일	매수	50,000	(32.1)	(29.1)
2024년 08월 02일	매수	47,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김선미)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 31일 기준)

매수 (매수)	92.97%	Trading BUY (중립)	5.08%	중립 (중립)	1.95%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------