

DL이앤씨 (375500)

여전히 Deep Value 주식

투자의견 Buy, 목표주가 52,000원 유지

DL이앤씨에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 52,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.42배(피어 그룹 P/B 평균)를 적용해 산출했다. 연초 대비 DL이앤씨의 주가는 20% 상승했으나, 아직 현재 주가는 12개월 선행 기준 P/B 0.33배, P/E 4.6배에 불과하다. 2024년 플랜트 부문 매출 증가로 충분한 영업이익 성장성이 담보되고, 착공 가이던스 달성 시 2025년부터는 주택 매출도 다시 늘어날 전망이다. 새롭게 제시된 주주환원 정책도 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

2024년 가이던스: 기대 이상의 손익과 다소 보수적인 신규 수주

DL이앤씨는 2024년 가이던스로 매출액 8.9조원(DL이앤씨 6.4조원, DL건설 2.5조원), 영업이익 5,200억원을 제시했다. 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 11.3%, 57.0% 늘어나는 것이다. 매출액의 경우 줄어든 착공 물량으로 보수적인 건축/주택 매출액을 제시(양사 합산 5.2조원)했지만, 플랜트 부문 매출액이 빠르게 늘어나는 점(2.2조원)을 반영했다. 영업이익은 주택 마진 개선과 15% 수준의 높은 마진을 유지 중인 플랜트 부문 매출액 증가를 고려한 것으로 보인다. 당사는 DL이앤씨의 2024년 영업이익으로 4,638억원(+40.1. YoY)을 추정한다.

2024년 신규 수주 가이던스로는 11.6조원(DL이앤씨 9.0조원, DL건설 2.6조원)을 제시했다. 별도 기준 DL이앤씨의 신규 수주는 각각 주택 4.0조원, 토목 2.0조원 플랜트 3.0조원(해외 법인 포함)으로 전년 수주 실적대비 주택 -40.5%, 토목 +1.3%, 플랜트 -13.3%다. 비우호적인 부동산 업황을 고려해 주택 부문 신규 수주를 굉장히 보수적으로 책정했고, 플랜트 부문 수주 역시 보수적인 가이던스다.

2024년 착공 가이던스로는 별도 DL이앤씨 10,060세대, DL건설 7,700세대를 제시했다. DL이앤씨의 경우 도시정비 5,296세대, 민간 도급 2,707세대, 공공 2,057세대가 계획되어 있다. 공격적인 가이던스는 아니지만, 이를 달성할 시 2023년 대비 큰 폭으로(2023년 DL이앤씨 3,601세대, DL건설 2,575세대) 늘어나는 것이다.

턴어라운드 하는 실적, 관건은 2024년 착공 실적

DL이앤씨는 2023년에 손익과 착공 부문 모두 전년대비 크게 악화되었다. 착공 물량 감소로 매출액 성장은 낮았고(+6.6% YoY), 주택 마진이 크게 악화(-5.2%p) 되어 부진한 영업이익을 기록했다(-33.4% YoY). 2024년에는 플랜트 부문 매출 증가로 전사 매출이 증가할 것으로 예상(+11.1% YoY)되고, 주택 마진 역시 2022년 이전 착공 물량 감소 및 도급 증액 등으로 크게 개선(+3.2%p)이 예상되어 영업이익 증가세가 클 것으로 예상된다(+40.1% YoY). 2025년 이후에도 이익 개선의 흐름을 이어지기 위해서는 2024년 착공 물량이 매우 중요하며, 착공 가이던스 달성 여부를 지속적으로 확인할 필요가 있다.

추가적으로 DL이앤씨는 2024~2026년 주주환원정책을 발표했다. 연결 순이익의 25%로 현금배당 10%, 자사주 취득 15%를 배정했다. 2021~2023년 주주환원정책이 현금배당 10%, 자사주 취득 5%인 점을 감안할 때 개선된 것이다. DL이앤씨 측은 취득한 자사주 처리 방법으로 주주의 이익을 높이는 방법을 고안하고 있지만, 소각을 전제하지는 않다고 언급했다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

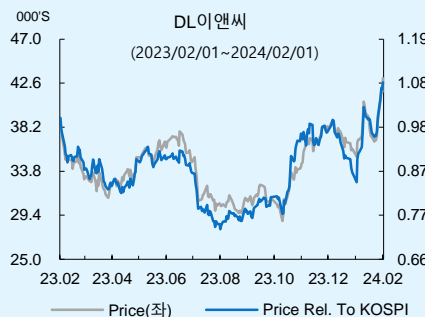
목표주가(12M)	52,000원(유지)
종가(2024.02.01)	43,100원
상승여력	20.6%

Stock Indicator

자본금	215십억원
발행주식수	4,292만주
시가총액	1,768십억원
외국인지분율	28.8%
52주 주가	28,850~43,100원
60일평균거래량	139,501주
60일평균거래대금	5.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.3	24.2	42.2	15.1
상대수익률	27.0	15.7	45.1	12.1

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	7,497	7,994	8,882	9,714
영업이익(십억원)	497	331	464	556
순이익(십억원)	413	188	350	385
EPS(원)	10,678	4,857	9,051	9,949
BPS(원)	112,413	115,507	124,558	134,109
PER(배)	3.2	7.0	4.6	4.2
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	9.7	4.3	7.3	7.4
배당수익률(%)	3.0	0.9	1.9	2.3
EV/EBITDA(배)	0.3	0.5	0.6	0.5

[건설/운송]

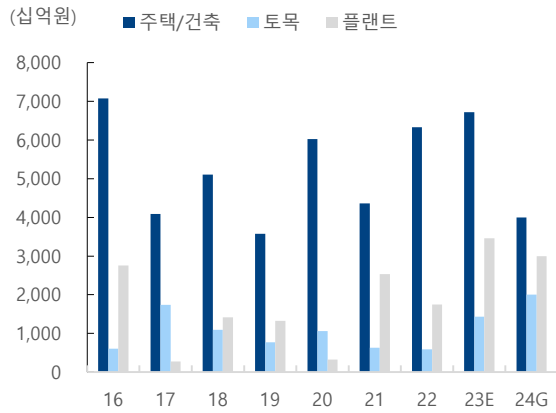
배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

4Q23 영업이익 887억원(-22.3% YoY), 시장 컨센서스 하회

4Q23 연결기준 DL이앤씨의 매출액은 2.3조원(+5.5% YoY), 영업이익은 887억원(-22.3%, OPM 3.8%)를 기록했다. 영업이익은 당사 추정치와 시장 컨센서스를 각각 19%, 22% 하회했다. 주택/건축 마진의 개선세가 예상 대비 크지 않아 영업이익이 기존 추정치를 하회했다.

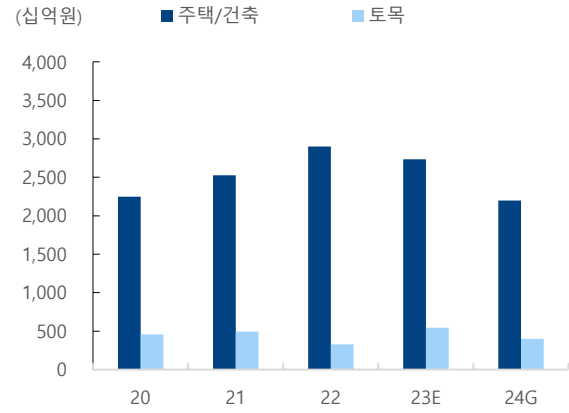
4Q23 별도 DL이앤씨 주택/건축 매출액은 8,776억원으로 2022년부터 감소한 착공 물량의 영향으로 전년동기대비 11.2% 감소했다. 일부 사업장들에 대한 도급 증액 협의가 이연되며 건축/주택 GPM은 전년동기대비 크게 개선되지 않았다(9.1%, +1.2%p)했다. 4Q23 플랜트 부문 매출액(해외법인 포함)은 6,767억원(+125.6 YoY)로 급등했으나, 이는 러시아 발틱 프로젝트 본사 수주분을 해외 자회사로 일부 이관하며 일회성 성격이 있었다. 이를 제외했을 시 플랜트 부문 매출액은 전년동기대비 60% 늘어난 4,800억원 수준으로 파악된다. 플랜트 부문의 2년간(2022~2023년) 3.5조원의 누적 수주가 본격적으로 매출에 반영되기 시작했다. 4Q23 플랜트 부문(해외법인 포함) GPM의 경우 15%로 추정되며 높은 수익성을 유지 중이다.

그림1. DL이앤씨(별도) 수주 추이 및 가이드스



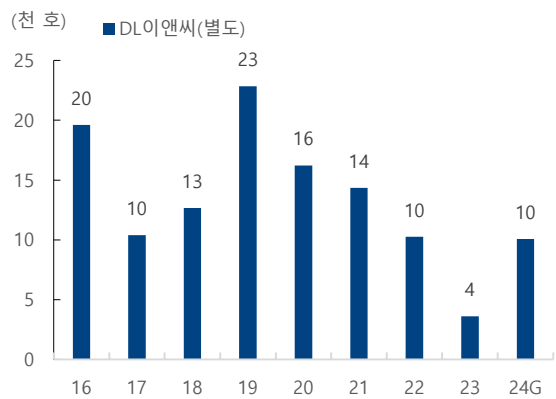
자료: DL이앤씨, 하이투자증권

그림2. DL건설 수주 추이 및 가이드스



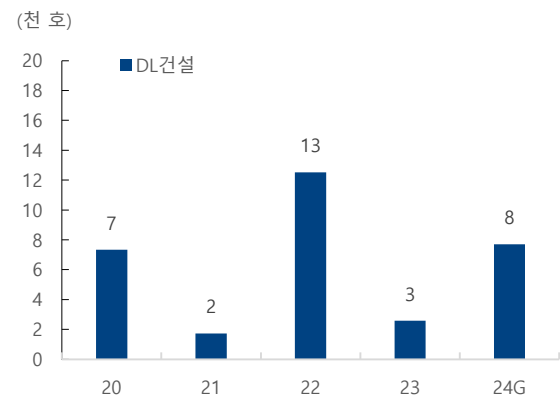
자료: DL이앤씨, 하이투자증권

그림3. DL이앤씨(별도) 분양 추이 및 가이드스



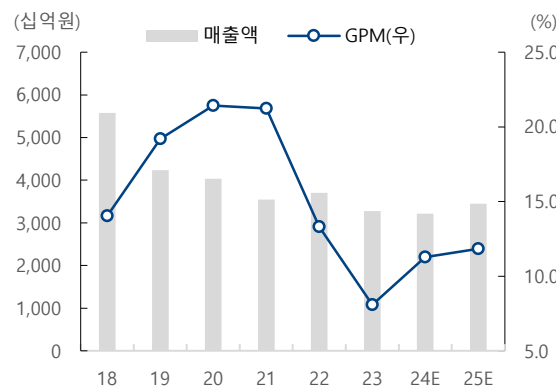
자료: DL이앤씨, 하이투자증권

그림4. DL건설 분양 추이 및 가이드스



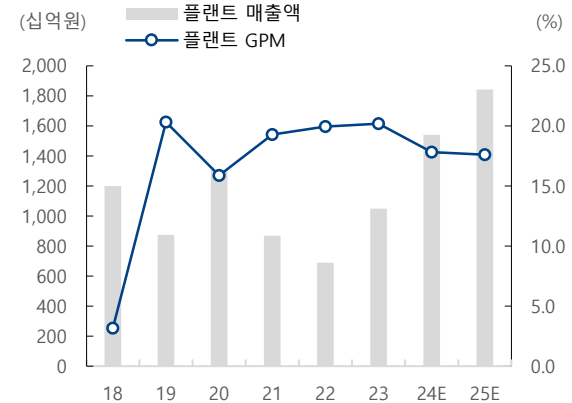
자료: DL이앤씨, 하이투자증권

그림5. DL이앤씨(별도) 주택/건축 매출액 추이 및 전망



자료: DL이앤씨, 하이투자증권

그림6. DL이앤씨(별도) 플랜트 매출액 및 GPM 추이



자료: DL이앤씨, 하이투자증권

표1. DL이앤씨 4Q23P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q23P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q22	YoY %	4Q23E	Diff %	4Q23E	Diff %
매출액	2,336	2,256	3.6	2,215	5.5	2,151	8.6
영업이익	89	120	-26.2	114	-22.3	110	-19.3
세전이익	11	54	-79.6	117	-90.6	111	-90.0
지배주주순이익	4	47	-92.3	81	-95.6	78	-95.4
영업이익률	3.8	5.3	-1.5	5.2	-1.4	5.1	-1.3
지배주주순이익률	0.2	2.1	-1.9	3.7	-3.5	3.6	-3.5

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표2. DL이앤씨 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023P	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	8,882	7,994	11.1	8,601	3.3	8,617	3.1
영업이익	464	331	40.1	496	-6.5	463	0.2
세전이익	493	280	75.7	527	-6.5	465	6.0
지배주주순이익	350	188	86.4	369	-5.1	234	49.7
영업이익률	8,882	7,994	11.1	8,601	3.3	8,617	3.1
지배주주순이익률	463.8	331	40.1	496	-6.5	463	0.2

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표3. . DL이앤씨 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	8,882	9,714	8,617	9,383	3.1	3.5
영업이익	464	556	463	578	0.2	-3.9
영업이익률	5.2	5.7	5.4	6.2	-0.2	-0.4
세전이익	493	542	465	551	6.0	-1.7
지배주주순이익	350	385	324	385	8.1	0.0
지배주주순이익률	3.9	4.0	3.8	4.1	0.2	-0.1
EPS	9,051	9,949	8,377	9,937	8.0	0.1
BPS	124,558	134,109	125,818	134,732	-1.0	-0.5
ROE	7.3	7.4	6.9	7.6	0.4	-0.2

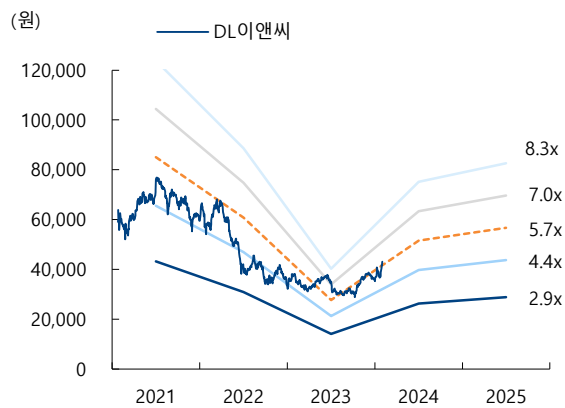
자료: 하이투자증권

표4. DL이앤씨 목표주가 Valuation

	2021	2022	2023P	2024F	2025F	비고
EPS (원)	14,913	10,678	4,857	9,051	9,949	
BPS (원)	107,716	112,413	115,507	124,558	133,008	
고점 P/E (배)	5.2	6.4	8.0			최근 3년 평균: 3.9
평균 P/E (배)	4.4	4.5	7.0			최근 3년 평균: 5.3
저점 P/E (배)	3.5	3.2	5.9			최근 3년 평균: 2.5
고점 P/B (배)	0.71	0.61	0.34			최근 3년 평균: 0.55
평균 P/B (배)	0.61	0.43	0.29			최근 3년 평균: 0.44
저점 P/B (배)	0.48	0.30	0.25			최근 3년 평균: 0.34
ROE(%)	13.8	9.5	4.2	7.3	7.5	
적용 BPS (원)				125,262		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)				0.42		현대건설, GS건설, 대우건설, HDC현대산업개발 6개월 Trailing P/B
목표주가 (원)				52,000		Target P/E 5.7배
전일 증가 (원)				41,850		
상승 여력				25.9		

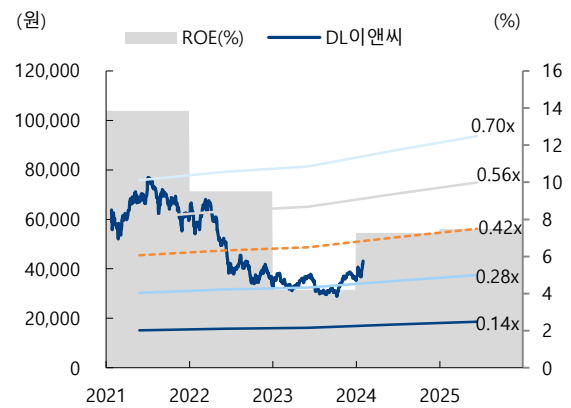
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림7. DL이앤씨 P/E Band (Implied P/E 5.7x)



자료: DL이앤씨, 하이투자증권

그림8. DL이앤씨 P/B Band (Implied P/B 0.42x)



자료: DL이앤씨, 하이투자증권

표1. DL 이앤씨 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,850	1,971	1,837	2,336	2,079	2,237	2,030	2,535	7,497	7,994	8,882	9,714
YoY	22.1	5.0	-0.6	3.6	12.4	13.5	10.5	8.5	-1.7	6.6	11.1	9.4
DL이앤씨(별도)	1,231	1,305	1,180	1,462	1,342	1,470	1,286	1,615	5,278	5,177	5,712	6,391
YoY	10.7	-6.2	-12.2	2.1	9.0	12.6	9.0	10.5	0.7	-1.9	10.3	11.9
주택/건축	777	866	753	878	795	864	659	897	3,701	3,273	3,215	3,446
YoY	1.2	-15.0	-18.7	-11.2	2.3	-0.2	-12.5	2.2	4.4	-11.6	-1.8	7.2
토목	198	219	198	232	223	244	229	261	880	848	957	1,103
YoY	-7.5	-4.6	4.6	-5.8	12.4	11.3	15.7	12.5	7.3	-3.6	12.9	15.2
플랜트	254	218	226	351	324	362	398	457	689	1,048	1,540	1,842
YoY	98.8	55.5	0.4	78.5	27.4	66.2	76.3	30.2	-20.6	52.1	46.9	19.6
DL건설	515	600	592	726	585	650	617	702	1,962	2,434	2,554	2,580
YoY	54.6	28.8	26.8	4.2	13.5	8.4	4.2	-3.3	-2.4	24.0	5.0	1.0
해외법인/조정	104	65	66	149	153	117	127	219	257	384	616	742
YoY	49.1	225.1	68.6	16.6	46.6	79.3	94.2	46.5	-31.9	49.6	60.2	20.6
매출총이익	193	191	177	222	227	245	238	299	931	783	1,008	1,149
YoY	-17.3	-20.3	-9.0	-15.9	17.4	28.0	34.7	34.6	-32.7	-15.9	28.8	14.0
매출총이익률	10.4	9.7	9.6	9.5	10.9	11.0	11.7	11.8	12.4	9.8	11.4	11.8
주택/건축(별도)	60	72	53	80	85	90	76	111	493	265	362	408
토목(별도)	20	22	19	20	18	23	22	24	119	80	88	101
플랜트(별도)	49	43	61	59	54	63	76	81	137	212	274	324
DL건설	31	38	39	41	45	55	52	57	158	150	210	233
해외법인/조정	33	15	2	22	24	13	12	24	17	72	73	83
주택/건축 GPM	7.7	8.3	7.0	9.1	10.7	10.4	11.5	12.4	13.3	8.1	11.3	11.8
토목 GPM	10.0	9.9	9.6	8.5	8.3	9.5	9.8	9.4	13.5	9.5	9.2	9.2
플랜트 GPM	19.1	19.7	27.2	16.8	16.8	17.4	19.1	17.8	19.9	20.2	17.8	17.6
DL건설 GPM	5.9	6.4	6.7	5.7	7.7	8.5	8.5	8.2	8.0	6.1	8.2	9.0
해외법인/조정 GPM	31.9	22.9	2.8	14.6	15.6	11.4	9.3	11.0	6.4	18.7	11.9	11.2
판매관리비	103	120	96	133	134	138	129	144	434	452	544	593
판매비율	5.6	6.1	5.2	5.7	6.4	6.2	6.4	5.7	5.8	5.7	6.1	6.1
영업이익	90	72	80	89	93	107	109	155	497	331	464	556
YoY	-28.3	-46.6	-30.9	-26.2	2.8	49.3	35.2	74.8	-47.9	-33.4	40.1	19.8
영업이익률	4.9	3.6	4.4	3.8	4.5	4.8	5.4	6.1	6.6	4.1	5.2	5.7
DL이앤씨(별도)	52	42	65	72	54	68	73	105	403	231	300	369
DL건설	10	21	18	12	20	31	29	32	81	61	113	126
영업외손익	36	-9	0	-78	34	-7	-4	7	99	-51	29	-14
세전이익	126	63	80	11	126	100	105	162	595	280	493	542
순이익	94	36	67	6	92	72	76	117	432	202	357	393
지배주주순이익	90	30	64	4	90	71	75	115	413	188	350	385
YoY	-11.0	-72.8	-58.4	-92.3	-0.2	137.2	15.7	3,103.5	-32.1	-53.1	76.7	9.9
지배주주순이익률	4.9	1.5	3.5	0.2	4.3	3.2	3.7	4.5	5.8	2.5	4.0	4.0

자료: Dart, 하이투자증권

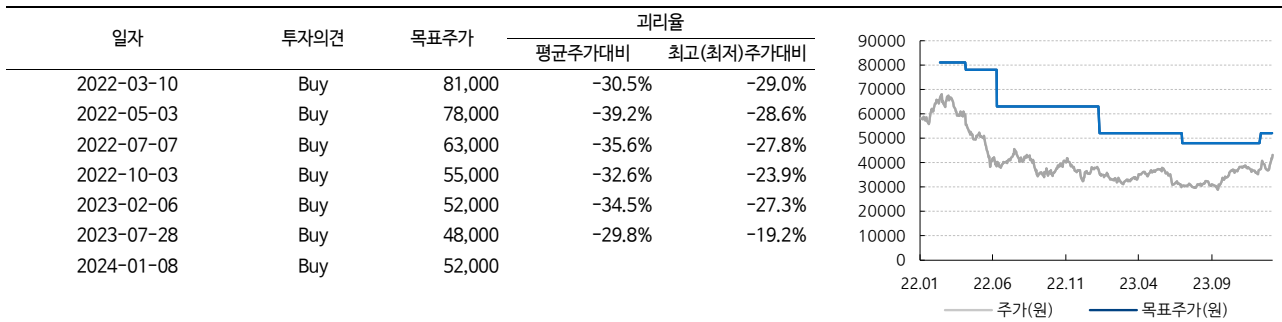
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,404	5,798	6,266	6,622	매출액	7,497	7,994	8,882	9,714
현금 및 현금성자산	1,752	1,212	1,247	1,392	증가율(%)	-1.8	6.6	11.1	9.4
단기금융자산	619	239	527	530	매출원가	6,565	7,212	7,874	8,565
매출채권	1,111	1,920	1,708	1,795	매출충이익	931	783	1,008	1,149
재고자산	853	805	1,075	1,130	판매비와관리비	434	452	544	593
비유동자산	3,571	3,570	3,593	3,644	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	132	51	-3	-32	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	35	30	21	15	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	8,975	9,368	9,859	10,265	영업이익	497	331	464	556
유동부채	3,211	3,829	4,105	4,126	증가율(%)	-48.1	-33.4	40.1	19.8
매입채무	993	1,066	1,130	1,181	영업이익률(%)	6.6	4.1	5.2	5.7
단기차입금	186	200	200	180	이자수익	94	118	120	120
유동성장기부채	75	492	492	492	이자비용	31	46	48	48
비유동부채	1,072	764	622	647	지분법이익(손실)	11	-12	-5	-9
사채	427	221	221	241	기타영업외손익	3	-136	-55	-75
장기차입금	409	308	166	171	세전계속사업이익	595	280	493	542
부채총계	4,282	4,593	4,727	4,773	법인세비용	164	78	136	149
지배주주지분	4,350	4,417	4,768	5,121	세전계속이익률(%)	7.9	3.5	5.5	5.6
자본금	215	215	229	229	당기순이익	432	202	357	393
자본잉여금	3,494	3,494	3,494	3,494	순이익률(%)	5.8	2.5	4.0	4.0
이익잉여금	858	1,004	1,338	1,688	지배주주귀속 순이익	413	188	350	385
기타자본항목	-32	-32	-32	-32	기타포괄이익	-141	-44	-44	-44
비지배주주지분	343	357	364	372	총포괄이익	291	159	314	349
자본총계	4,692	4,774	5,132	5,493	지배주주귀속총포괄이익	291	159	314	349

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	152	-726	612	333	주당지표(원)				
당기순이익	432	202	357	393	EPS	10,678	4,857	9,051	9,949
유형자산감가상각비	-	77	51	26	BPS	112,413	115,507	124,558	134,109
무형자산상각비	12	11	9	6	CFPS	10,978	7,123	9,935	10,010
지분법관련손실(이익)	11	-12	-5	-9	DPS	1,000	400	800	1,000
투자활동 현금흐름	-386	410	-260	27	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-18	3	3	3	PER	3.2	7.0	4.6	4.2
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0	PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	-288	379	-288	-3	PCR	3.1	6.1	4.3	4.3
재무활동 현금흐름	-65	81	-143	-29	EV/EBITDA	0.3	3.7	2.0	1.6
단기금융부채의증감	-	56	-	-20	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-308	-142	25	ROE	9.7	4.3	7.3	7.4
자본의증감	-	-	15	-	EBITDA이익률	6.8	5.2	5.9	6.0
배당금지급	-64	-42	-16	-34	부채비율	91.3	96.2	92.1	86.9
현금및현금성자산의증감	-292	-540	35	145	순부채비율	-27.1	-4.8	-13.5	-15.3
기초현금및현금성자산	2,045	1,752	1,212	1,247	매출채권회전율(x)	7.6	5.3	4.9	5.5
기말현금및현금성자산	1,752	1,212	1,247	1,392	재고자산회전율(x)	8.4	9.6	9.4	8.8

자료 : DL이앤씨, 하이투자증권 리서치본부

DL이앤씨 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-