

DL 이앤씨

| Bloomberg Code (375500 KS) | Reuters Code (375500.KS)

2024년 1월 10일

[건설리츠]

김선미 연구위원
☎ 02-3772-1514
✉ sunmi.kim@shinhan.com

이지우 연구원
☎ 02-3772-1578
✉ jwlee8991@shinhan.com

편안한 실적, 단기 집중된 모멘텀



매수
(유지)



현재주가 (1월 9일)
38,900 원



목표주가
60,000 원 (상향)



상승여력
54.2%

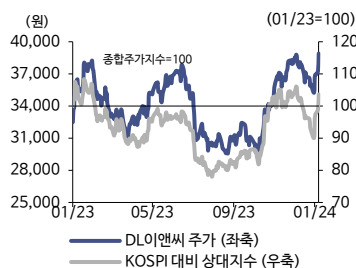
- ◆ 주택과 플랜트가 이끈 4Q 호실적은 2024년 Preview
- ◆ 실적 본격 개선 + 주주환원을 확대 = 배당 YoY 고성장
- ◆ 단기 집중된 주가 모멘텀, 지속성 위해서는 적극적인 현금활용 필요



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

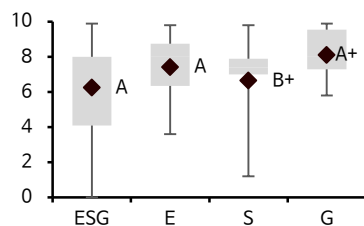
시가총액	1,505.2십억원
발행주식수	41.6백만주
유동주식수	28.3백만주(68.1%)
52 주 최고가/최저가	38,900원/28,850원
일평균 거래량 (60 일)	146,223주
일평균 거래액 (60 일)	5,211백만원
외국인 지분율	28.30%
주요주주	
DL 외 5인	24.58%
국민연금공단	9.78%
절대수익률	
3개월	28.0%
6개월	26.1%
12개월	6.9%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	20.3%
6개월	24.4%
12개월	-1.9%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



주택과 플랜트가 이끈 4Q 호실적은 2024년 Preview

4Q23 연결실적은 매출액 2.3조원(YoY -0.2%, QoQ +22.6%), 영업이익 1,219억원(YoY +1.4%, QoQ +51.7%)으로 영업이익 기준 컨센서스를 14.8% 상회할 전망이다. 주택착공 지연으로 주택매출은 더디나 1) 일부 현장에서 도급증액이 반영됐고(원가율 90%, QoQ -3.0%p 추정), 2) 국내외 플랜트 매출 성장이 가파르며(YoY +94%), 3) 저수익 공사 종료로 DL건설 원가율이 개선된 것이 4Q 호실적의 원인이다.

2024년에도 실적 YoY, QoQ 성장세는 이어질 전망이다. 상대적으로 수익성이 높은 플랜트 매출이 본격적으로 확대되기 때문이다(23F 1.4조원→ 24F 2.4조원/매출비중 27%, YoY +0.9%p). 주택의 경우 2021년부터 연간 9천세대 수준의 착공을 유지해온 만큼 2024년에도 2023년과 유사한 수준의 매출을 기록할 수 있을 전망이다. 문제는 수익성인데, 1) 2021년부터 신규착공 감소로 저수익 현장 잔여공사분이 크지 않고, 2) 공사지연/PF 보증 등의 이슈가 없는 점 고려 시 YoY 개선 가능성은 높다. 4Q23 일회성 요인 제거 후의 주택원가율이 중요하겠으나 당사는 2024년 DL이앤씨 주택원가율을YoY 1.3%p 개선된 90.4%로 추정했다(vs. 사측 전망 89%).

실적 본격 개선 + 주주환원을 확대 = 배당 YoY 고성장

2월 초 예정인 실적발표에서 향후 3개년 주주환원정책이 공개될 예정이다. DL건설 지분 인수의 명분이 됐던 만큼 주주환원은 기존보다 높은 수준(20% 이상 추정)으로 제시될 가능성이 높다.

2024년 실적 회복에 더해 주주환원을 확대해 동사 배당 고성장(DPS 23F 700원, 24F 1,500원) 및 동사 주가 하방경직성 강화가 기대된다.

단기 집중된 주가 모멘텀, 지속성 위해서는 적극적인 현금활용 필요

실적추정치 변경을 반영해 SOTP Valuation으로 산정한 동사 목표주가를 기존 5만원에서 6만원으로 상향하며 투자의견 BUY를 유지한다.

1) 자사주 매입, 2) 4Q 호실적, 3) 24F 영업이익 YoY +53%의 실적 턴어라운드, 4) 주주환원정책 발표 등의 모멘텀이 1Q에 집중되며 단기 주가 상승력이 강하다. 주가 상승이 지속되기 위해서는 추가적인 실적 상향요인이 필요한데 이는 신규투자(NPL투자, 부지확보, 신사업 투자 등)를 통해 가능하다. 미미한 PF 노출로 운신의 폭이 넓은 만큼 적극적인 현금활용이 예상되며, 2024년의 관전 포인트가 될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	7,631.7	957.3	577.0	13,420	97,111	4.4	1.5	0.6	13.8	(26.7)
2022	7,496.8	497.0	413.2	9,527	101,345	3.5	1.1	0.3	9.7	(24.1)
2023F	7,910.8	364.4	247.8	5,773	104,941	6.2	2.1	0.3	5.6	(18.6)
2024F	8,875.8	558.6	401.8	8,830	105,695	4.4	1.2	0.4	8.6	(23.1)
2025F	10,498.6	667.5	551.1	12,015	115,593	3.2	0.8	0.3	10.9	(25.1)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

DL이앤씨 2023년 4분기 실적 프리뷰

(십억원, %)	4Q23F	3Q23	QoQ	4Q22	YoY	컨센서스	신한(기준)
매출액	2,252.7	1,837.4	22.6	2,256.3	(0.2)	2,201.5	2,263.6
영업이익	121.9	80.4	51.7	120.2	1.4	106.2	107.4
세전이익	91.5	80.0	14.4	54.3	68.7	n.a	83.8
순이익	63.4	64.5	(1.7)	46.8	35.4	78.2	58.1
영업이익률	5.4	4.4	-	5.3	-	4.8	4.7

자료: 전자공시, FnGuide, 신한투자증권

DL이앤씨 Sum-of-the-parts Valuation

(억원, 배, 원)				
A. 영업가치	11,999			
Fw12MNOPLAT	3,000	NOPLAT 기준, 국내외 PER배수 가중평균 적용		
적용 multiple	4.5	보수적 경영전략 감안해 업종 대비 10% 할인		
B. 비영업가치	5,661			
항목	자분율	장부가	적정가치	비고
공정가치 측정 금융자산		957	957	2023.9월 공정가치 기준
종속기업/관계기업 투자증권		16,075	1,119	
DL건설	63.9%	2,444	1,067	24FNOPLAT * 3배, 50% 할인
투자부동산		3,445	1,723	2023.9월 장부가 기준, 50% 할인
C. 순차입금	(7,100)			2023F 순현금
D. 주당 기업가치	60,000			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

DL이앤씨 세부 실적 추정 내역

(억원, %, %p)	2023F	2024F	YoY (chg, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
신규수주	128,309	109,194	(14.9)	9,736	20,785	18,130	37,986	30,174	9,504	44,227	44,404
매출액	79,108	88,758	12.2	15,147	18,770	18,489	22,563	18,501	19,706	18,374	22,527
별도	52,317	61,384	17.3	11,115	13,910	13,429	14,303	12,305	13,052	11,795	15,165
국내	44,020	46,486	5.6	9,943	12,741	11,456	12,810	10,195	11,351	10,215	12,259
토목	7,793	8,657	11.1	1,890	2,099	1,682	2,256	1,755	1,938	1,762	2,338
건축	32,552	31,351	(3.7)	7,676	10,190	9,261	9,857	7,769	8,659	7,530	8,594
플랜트	3,675	6,478	76.3	377	452	513	697	671	754	923	1,327
해외	8,218	14,817	80.3	1,154	1,146	1,948	1,476	2,099	1,677	1,554	2,888
연결 자회사	3,259	3,442	5.6	699	201	389	1,299	1,043	652	655	909
원가율 (%)	89.7	88.5	(1.2p)	84.6	87.2	89.5	88.3	89.6	90.3	90.4	88.8
별도	88.6	87.3	(1.3p)	82.6	83.5	87.6	88.6	89.5	89.4	88.5	87.4
국내	91.3	90.3	(1.0p)	83.8	84.6	87.1	90.3	91.8	91.3	92.4	90.1
토목	89.8	89.5	(0.3p)	85.4	81.1	95.1	86.5	89.5	89.8	90.1	89.7
건축	91.7	90.4	(1.3p)	82.0	85.7	85.9	92.1	92.3	91.7	93.0	90.0
플랜트	91.5	91.5	0.0p	111.4	76.8	82.7	76.9	91.4	91.1	91.8	91.5
해외	74.8	78.0	3.2p	73.2	71.2	91.4	73.9	79.0	77.2	64.4	76.0
연결 자회사	79.8	83.0	3.2p	82.8	220.1	130.3	65.7	68.3	77.2	97.6	82.0
영업이익	3,644	5,586	53.3	1,257	1,346	1,164	1,202	902	719	804	1,219
별도	2,444	4,166	70.5	1,133	1,320	1,104	476	522	421	647	854
OPM (%)	4.6	6.3	1.7p	8.3	7.2	6.3	5.3	4.9	3.6	4.4	5.4
별도	4.7	6.8	2.1p	10.2	9.5	8.2	3.3	4.2	3.2	5.5	5.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	8,701.7	8,974.7	9,350.6	9,514.6	9,937.2
유동자산	5,354.3	5,403.8	5,973.2	6,140.0	6,495.8
현금및현금성자산	2,044.8	1,752.4	1,598.7	1,445.4	1,205.2
매출채권	485.6	585.9	894.4	1,014.4	1,240.5
재고자산	939.6	852.8	887.1	993.5	1,199.9
비유동자산	3,347.3	3,570.9	3,377.4	3,374.6	3,441.4
유형자산	132.1	132.2	112.0	68.1	50.7
무형자산	39.3	35.3	29.9	21.3	15.1
투자자산	1,065.5	1,259.7	1,264.5	1,314.2	1,404.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,204.5	4,282.2	4,491.1	4,295.6	4,206.3
유동부채	3,136.7	3,210.7	3,792.8	3,628.8	3,503.5
단기차입금	156.3	185.8	200.4	200.4	200.4
매출채무	908.0	993.1	1,042.7	1,094.8	1,149.6
유동성장기부채	40.3	75.5	512.4	171.5	(174.5)
비유동부채	1,067.8	1,071.5	698.4	666.8	702.8
사채	446.7	427.4	219.0	219.0	219.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	467.0	488.9	324.3	274.1	274.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,497.1	4,692.5	4,859.5	5,219.0	5,730.9
자본금	107.4	214.6	214.6	214.6	214.6
자본잉여금	3,610.1	3,493.8	3,493.8	3,493.8	3,493.8
기타자본	(3.2)	(32.2)	(53.0)	(53.0)	(53.0)
기타포괄이익누계액	(126.6)	(184.6)	(189.7)	(189.7)	(189.7)
이익잉여금	580.3	858.1	1,038.4	1,381.9	1,835.9
지배주주지분	4,167.9	4,349.7	4,504.0	4,847.5	5,301.6
비지배주주지분	329.2	342.8	355.5	371.5	429.3
*총차입금	1,180.2	1,250.8	1,329.2	946.9	618.0
*순차입금(순현금)	(1,201.6)	(1,133.1)	(903.8)	(1,206.9)	(1,439.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	580.4	152.0	(169.4)	216.7	72.5
당기순이익	635.8	431.6	262.3	417.8	608.9
유형자산상각비	66.7	74.6	77.1	45.9	19.3
무형자산상각비	12.9	11.6	10.6	8.6	6.1
외환환산손실(이익)	(30.1)	(55.5)	10.4	54.3	(92.8)
자산처분손실(이익)	(0.2)	(1.3)	5.6	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	16.6	(10.8)	10.0	0.0	0.0
운전자본변동	(509.3)	(481.9)	(707.6)	(309.9)	(469.0)
(법인세납부)	(70.0)	(209.2)	(90.2)	(162.5)	(236.8)
기타	458.0	392.9	252.4	162.5	236.8
투자활동으로인한현금흐름	(338.0)	(385.7)	(33.3)	(180.1)	(143.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(14.3)	(17.5)	(10.7)	(2.0)	(2.0)
유형자산의감소	5.4	1.2	0.7	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(4.6)	(6.2)	(2.2)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(96.9)	(88.0)	(37.9)	(49.7)	(90.2)
기타	(227.6)	(275.2)	16.8	(128.4)	(50.9)
FCF	N/A	474.1	(247.5)	346.3	196.2
재무활동으로인한현금흐름	113.6	(64.8)	(15.8)	(407.5)	(387.2)
차입금의 증가(감소)	174.4	89.6	95.8	(382.3)	(329.0)
자기주식의처분(취득)	3.2	29.0	(20.8)	0.0	0.0
배당금	(4.4)	(64.0)	(44.3)	(25.2)	(58.2)
기타	(59.6)	(119.4)	(46.5)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	54.4	217.6	217.6
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	6.5	6.2	10.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	362.6	(292.4)	(153.7)	(153.3)	(240.2)
기초현금	1,682.1	2,044.8	1,752.4	1,598.7	1,445.4
기말현금	2,044.8	1,752.4	1,598.7	1,445.4	1,205.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,631.7	7,496.8	7,910.8	8,875.8	10,498.6
증감률 (%)	N/A	(1.8)	5.5	12.2	18.3
매출원가	6,245.3	6,565.5	7,096.7	7,857.7	9,284.4
매출총이익	1,386.4	931.3	814.1	1,018.1	1,214.2
매출총이익률 (%)	18.2	12.4	10.3	11.5	11.6
판매관리비	429.1	434.4	449.7	459.5	546.7
영업이익	957.3	497.0	364.4	558.6	667.5
증감률 (%)	N/A	(48.1)	(26.7)	53.3	19.5
영업이익률 (%)	12.5	6.6	4.6	6.3	6.4
영업외손익	(48.0)	98.5	(3.3)	21.6	178.2
금융손익	47.8	84.5	73.5	64.1	152.5
기타영업외손익	(79.3)	3.3	(66.9)	(42.5)	25.7
중속 및 관계기업관련손익	(16.6)	10.8	(10.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	909.3	595.5	361.0	580.2	845.7
법인세비용	273.4	163.9	98.7	162.5	236.8
계속사업이익	635.8	431.6	262.3	417.8	608.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	635.8	431.6	262.3	417.8	608.9
증감률 (%)	N/A	(32.1)	(39.2)	59.3	45.8
순이익률 (%)	8.3	5.8	3.3	4.7	5.8
(지배주주)당기순이익	577.0	413.2	247.8	401.8	551.1
(비지배주주)당기순이익	58.8	18.4	14.5	16.0	57.8
총포괄이익	644.7	290.6	257.3	417.8	608.9
(지배주주)총포괄이익	586.4	271.1	242.1	398.0	580.1
(비지배주주)총포괄이익	58.3	19.6	15.3	19.7	28.8
EBITDA	1,036.9	583.1	452.1	613.2	693.0
증감률 (%)	N/A	(43.8)	(22.5)	35.6	13.0
EBITDA 이익률 (%)	13.6	7.8	5.7	6.9	6.6

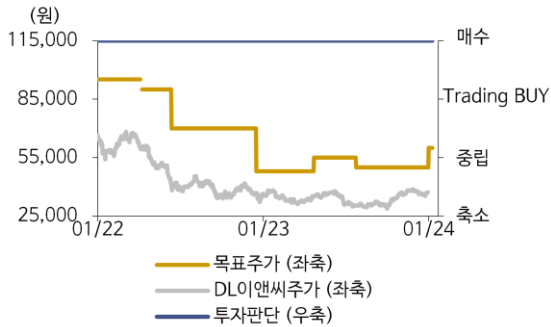
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	14,801	9,956	6,112	9,182	13,276
EPS (지배순이익, 원)	13,420	9,527	5,773	8,830	12,015
BPS (자본총계, 원)	104,781	109,332	113,224	113,794	124,954
BPS (지배지분, 원)	97,111	101,345	104,941	105,695	115,593
DPS (원)	1,351	1,000	700	1,500	2,500
PER (당기순이익, 배)	4.0	3.4	5.9	4.2	2.9
PER (지배순이익, 배)	4.4	3.5	6.2	4.4	3.2
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA (배)	1.5	1.1	2.1	1.2	0.8
배당성향 (%)	10.1	10.2	10.2	14.5	17.6
배당수익률 (%)	2.3	3.0	1.9	3.9	6.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.6	7.8	5.7	6.9	6.6
영업이익률 (%)	12.5	6.6	4.6	6.3	6.4
순이익률 (%)	8.3	5.8	3.3	4.7	5.8
ROA (%)	7.3	4.9	2.9	4.4	6.3
ROE (지배순이익, %)	13.8	9.7	5.6	8.6	10.9
ROIC (%)	N/A	79.2	33.1	35.2	37.0
안정성					
부채비율 (%)	93.5	91.3	92.4	82.3	73.4
순차입금비율 (%)	(26.7)	(24.1)	(18.6)	(23.1)	(25.1)
현금비율 (%)	65.2	54.6	42.2	39.8	34.4
이자보상배율 (배)	30.1	15.8	7.9	13.2	24.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	17.2	17.8	11.4	8.5	8.4
재고자산회수기간 (일)	44.9	43.6	40.1	38.7	38.1
매출채권회수기간 (일)	23.2	26.1	34.2	39.2	39.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

DL이앤씨(375500)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 12일	매수	95,147	(33.9)	(27.1)
2022년 04월 15일		커버리지제외	-	-
2022년 04월 18일	매수	90,000	(41.8)	(32.2)
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	(32.3)	(22.4)
2024년 01월 10일	매수	60,000	-	-

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, 이지우)
- ◆ 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 투자 의 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 01월 08일 기준)

매수 (매수)	92.98%	Trading BUY (중립)	4.96%	중립 (중립)	2.07%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------