

DL 이앤씨

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

2024년 2월 2일

[건설]

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

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

상대적 강세, 지속 가능



매수
(유지)



현재주가 (2월 1일)
43,100 원



목표주가
60,000 원 (유지)



상승여력
39.2

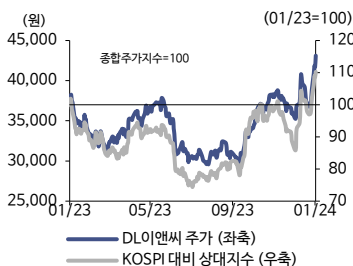
- ◆ 도급증액 지연으로 높아진 OP 컨센서스 21% 하회
- ◆ 무난한 실적/주주환원 가이드نس. 이제 필요한 것은 '적극 투자'
- ◆ 불안정한 영업환경 속 상대적 주가 강세 지속 전망



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

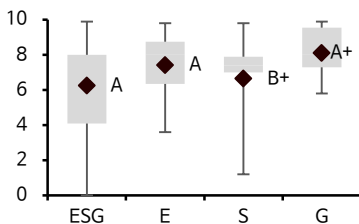
시가총액	1,667.7십억원
발행주식수	41.6백만주
유동주식수	28.2백만주(67.8%)
52 주 최고가/최저가	43,100 원/28,850 원
일평균 거래량 (60 일)	139,501 주
일평균 거래액 (60 일)	5,353 백만원
외국인 지분율	28.83%
주요주주	
DL 외 5 인	24.58%
국민연금공단	9.11%
절대수익률	
3개월	24.7%
6개월	41.3%
12개월	12.7%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	12.9%
6개월	48.2%
12개월	8.6%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



도급증액 지연으로 높아진 OP 컨센서스 21% 하회

4Q23 연결실적은 매출액 2.3조원(YoY +3.6%, QoQ +27.2%), 영업이익 887억원(YoY -26.2%, QoQ +10.4%)으로 영업이익 기준 높아진 컨센서스를 21% 하회했다. 협의 중이던 도급증액 건이 4Q24으로 지연되며 주택원가율이 90.9%에 머문 것이 실적 부진의 원인이다. 환관련평가손 및 투자법인 감액손실 660억원 반영으로 순이익은 YoY 89% 하락했다.

무난한 실적/주주환원 가이던스. 이제 필요한 것은 '적극 투자'

사측은 2024년 가이던스로 연결 신규수주 11.6조원(YoY -22.1%/플랜트 3조원), 매출액 8.9조원(+11.3%), 영업이익 5,200억원(+57%), 주택착공 1.7만세대(+187%/별도 1만세대)를 제시했다. 앞서 경쟁사들에게서 확인된 보수적인 스탠스를 감안했을 때 예상가능한 수준의 가이던스라 판단된다. 단 1) 향후 수익성 전망까지 낮춘 경쟁사들과 달리 2024년 주택원가율 88%대를 제시한 점, 2) 주택가격 하락 가정하에 공사비 수급 가능한 주택 위주로 설정한 착공계획으로 주택매출 축소를 방어한 점 등은 고무적이라 평가한다.

시장의 기대가 컸던 주주환원정책은 연결순이익 25%(현금 10%, 자사주 매입 15%)로 제시됐다. 현금배당율이 유지된 만큼 주가 상승여력/속도는 자사주 활용안이 결정할 것으로 예상한다. PF 구조조정 가속화로 경쟁사들이 움추리는 상황에서 풍부한 순현금(23P 1.0조원) 및 자사주를 활용해 적극적으로 사업기회를 확보한다면 실적 상향과 함께 만년 저평가(24F PER 5배, PBR 0.4배)를 탈피할 수 있을 전망이다.

불안정한 영업환경 속 상대적 주가 강세 지속 전망

실적추정치 조정폭이 크지 않아 SOTP Valuation으로 산정한 목표주가를 6.0만원 및 투자 의견 매수를 유지하며 Top pick으로 제시한다.

동사 주가는 실적/주주환원 확대 기대감으로 연초이후 22% 상승하며 업종을 아웃퍼폼했다. 적극적인 현금활용안이 제시되지 않은 점은 아쉬우나, 불안정한 영업환경 속 실적/배당 성장여력이 가장 확고한 동사의 상대적 주가 강세는 당분간 지속될 것으로 기대한다.

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	7,994.5	331.2	188.0	4,379	103,715	8.2	2.5	0.3	4.3	(16.3)
2024F	8,899.7	517.9	391.9	8,613	104,755	5.0	1.7	0.4	8.5	(22.2)
2025F	10,062.7	602.9	537.7	11,724	115,293	3.7	1.0	0.4	10.7	(26.4)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

DL이앤씨 2023년 4분기 실적 리뷰

(십억원,)	4Q23P	3Q23	QoQ	4Q22	YoY	컨센서스	신한
매출액	2,336.5	1,837.4	27.2	2,256.3	3.6	2,215.2	2,252.7
영업이익	88.7	80.4	10.4	120.2	(26.2)	112.2	121.9
세전이익	11.2	80.0	(86.0)	54.3	(79.3)	108.3	91.6
순이익	3.6	64.5	(94.4)	46.8	(92.2)	77.2	63.4
영업이익률	3.8	4.4	(0.6)	5.3	(1.5)	5.1	5.4

자료: 전자공시, Quantiwise, 신한투자증권

DL이앤씨 수익 예상 변경

(십억원, p)	변경전		변경후		변경을	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	8,875.8	10,498.6	8,899.7	10,062.7	0.3	(4.2)
영업이익	558.6	667.5	517.9	602.9	(7.3)	(9.7)
세전이익	580.2	845.7	549.8	754.3	(5.2)	(10.8)
순이익	401.8	551.1	391.9	537.7	(2.5)	(2.4)
영업이익률	6.3	6.4	5.8	6.0	(0.5)	(0.4)

자료: 신한투자증권 추정

주: 순이익은 지배주주 순이익 기준

DL이앤씨 Sum-of-the-parts Valuation

(억원, 배, 원)				
A. 영업가치	11,045			
Fw12M NOPLAT	2,761	NOPLAT 기준, 국내외 PER배수 가중평균 적용		
적용 multiple	4.0	보수적 경영전략 감안해 업종 대비 20 할인		
B. 비영업가치	5,710			
항목	자분율	장부가	적정가치	비고
공정가치 측정 금융자산		1,119	1,119	2023.9월 공정가치 기준
종속기업/관계기업 투자증권		16,075	2,868	
DL건설	63.9	2,444	1,117	24F NOPLAT * 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)	2023	2024F	YoY (chg.)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
신규수주	116,088	89,866	(22.6)	30,174	9,504	44,227	32,183	13,020	18,011	26,000	32,835
매출액	79,946	88,997	11.3	18,501	19,706	18,374	23,365	19,854	21,800	22,051	25,292
별도	51,767	59,994	15.9	12,305	13,052	11,795	14,615	13,524	14,515	14,859	17,096
국내	44,853	48,256	7.6	10,195	11,351	10,215	13,092	11,196	12,012	11,495	13,553
토목	7,515	8,742	16.3	1,755	1,938	1,762	2,060	1,849	2,165	2,186	2,543
건축	32,734	31,915	(2.5)	7,769	8,659	7,530	8,776	7,626	8,023	7,628	8,638
플랜트	4,604	7,599	65.0	671	754	923	2,256	1,721	1,825	1,681	2,372
해외	6,842	11,691	70.9	2,099	1,677	1,554	1,512	2,321	2,487	3,347	3,536
연결 자회사	3,844	3,664	(4.7)	1,043	652	655	1,494	887	880	852	1,046
원가율	90.2	88.8	(1.4)	89.6	90.3	90.4	90.5	89.5	89.4	88.4	88.1
별도	89.2	87.5	(1.7)	89.5	89.4	88.5	89.1	88.4	88.2	86.8	86.6
국내	91.6	89.8	(1.8)	91.8	91.3	92.3	91.1	90.6	90.4	89.5	88.9
토목	90.4	89.5	(0.9)	89.5	89.8	90.0	92.1	89.5	89.5	89.4	89.4
건축	91.9	89.5	(2.4)	92.3	91.7	92.9	90.9	90.7	90.4	89.0	88.0
플랜트	91.4	91.5	0.1	91.4	91.1	91.8	91.3	91.5	91.5	91.5	91.5
해외	73.7	78.0	4.3	79.0	77.2	64.5	71.8	78.0	78.0	78.0	78.0
연결 자회사	81.4	85.0	3.6	68.3	77.2	97.6	85.4	85.0	85.0	85.0	85.0
영업이익	3,312	5,179	56.4	902	719	804	887	1,060	1,213	1,455	1,452
별도	2,310	3,835	66.0	522	421	647	721	793	838	1,111	1,092
OPM	4.1	5.8	1.7	4.9	3.6	4.4	3.8	5.3	5.6	6.6	5.7
별도	4.5	6.4	1.9	4.2	3.2	5.5	4.9	5.9	5.8	7.5	6.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	8,701.7	8,974.7	9,315.7	9,460.6	9,823.4
유동자산	5,354.3	5,403.8	5,922.9	6,085.6	6,411.3
현금및현금성자산	2,044.8	1,752.4	1,459.3	1,384.3	1,298.5
매출채권	485.6	585.9	927.7	1,016.9	1,173.2
재고자산	939.6	852.8	920.1	996.0	1,134.7
비유동자산	3,347.3	3,570.9	3,392.8	3,375.0	3,412.1
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	1,279.9	1,314.6	1,375.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4,204.5	4,282.2	4,509.1	4,296.9	4,170.9
유동부채	3,136.7	3,210.7	3,805.0	3,629.7	3,479.5
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	704.1	667.2	691.4
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	4,806.7	5,163.7	5,652.4
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	985.8	1,338.8	1,822.2
지배주주지분	4,167.9	4,349.7	4,451.4	4,804.5	5,287.7
비지배주주지분	329.2	342.8	355.3	359.2	364.7
*총차입금	1,180.2	1,250.8	1,332.0	947.1	612.6
*순차입금(순현금)	(1,201.6)	(1,133.1)	(784.5)	(1,147.2)	(1,492.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	580.4	152.0	(297.0)	239.9	162.7
당기순이익	635.8	431.6	202.3	395.8	543.1
유형자산상각비	66.7	74.6	77.1	45.9	19.3
무형자산상각비	12.9	11.6	10.6	8.6	6.1
외화환산손실(이익)	(30.1)	(55.5)	(13.3)	40.1	(66.4)
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)	(751.5)	(250.6)	(339.5)
(법인세납부)	(70.0)	(209.2)	(69.9)	(153.9)	(211.2)
기타	458.0	392.9	232.1	154.0	211.3
투자활동으로인한현금흐름	(338.0)	(385.7)	(47.9)	(129.6)	(92.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(14.3)	(17.5)	(10.7)	(2.0)	(2.0)
유형자산의감소	5.4	1.2	0.7	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.6)	(6.2)	(2.2)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(96.9)	(88.0)	(53.3)	(34.7)	(60.5)
기타	(227.6)	(275.2)	17.6	(92.9)	(30.2)
FCF	N/A	474.1	(339.8)	378.3	287.2
재무활동으로인한현금흐름	113.6	(64.8)	(13.1)	(402.8)	(373.3)
차입금의 증가(감소)	174.4	89.6	98.6	(384.8)	(334.5)
자기주식처분(취득)	3.2	29.0	(20.8)	0.0	0.0
배당금	(4.4)	(64.0)	(44.3)	(18.0)	(38.8)
기타	(59.6)	(119.4)	(46.6)	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)	(293.1)	(75.0)	(85.8)
기초현금	1,682.1	2,044.8	1,752.4	1,459.3	1,384.3
기말현금	2,044.8	1,752.4	1,459.3	1,384.3	1,298.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,631.7	7,496.8	7,994.5	8,899.7	10,062.7
증감률 (%)	N/A	(1.8)	6.6	11.3	13.1
매출원가	6,245.3	6,565.5	7,211.6	7,902.4	8,917.3
매출총이익	1,386.4	931.3	782.9	997.2	1,145.4
매출총이익률 (%)	18.2	12.4	9.8	11.2	11.4
판매관리비	429.1	434.4	451.7	479.3	542.4
영업이익	957.3	497.0	331.2	517.9	602.9
증감률 (%)	N/A	(48.1)	(33.4)	56.4	16.4
영업이익률 (%)	12.5	6.6	4.1	5.8	6.0
영업외손익	(48.0)	98.5	(50.6)	31.8	151.4
금융손익	47.8	84.5	85.6	67.8	137.8
기타영업외손익	(79.3)	3.3	(126.2)	(36.0)	13.6
중속 및 관계기업관련손익	(16.6)	10.8	(10.0)	0.0	0.0
세전계속사업이익	909.3	595.5	280.6	549.8	754.3
법인세비용	273.4	163.9	78.3	153.9	211.2
계속사업이익	635.8	431.6	202.3	395.8	543.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	635.8	431.6	202.3	395.8	543.1
증감률 (%)	N/A	(32.1)	(53.1)	95.7	37.2
순이익률 (%)	8.3	5.8	2.5	4.4	5.4
(지배주주)당기순이익	577.0	413.2	188.0	391.9	537.7
(비지배주주)당기순이익	58.8	18.4	14.3	4.0	5.4
총포괄이익	644.7	290.6	197.3	395.8	543.1
(지배주주)총포괄이익	586.4	271.1	184.9	377.1	517.5
(비지배주주)총포괄이익	58.3	19.6	12.4	18.7	25.7
EBITDA	1,036.9	583.1	418.9	572.5	628.4
증감률 (%)	N/A	(43.8)	(28.2)	36.6	9.8
EBITDA 이익률 (%)	13.6	7.8	5.2	6.4	6.2

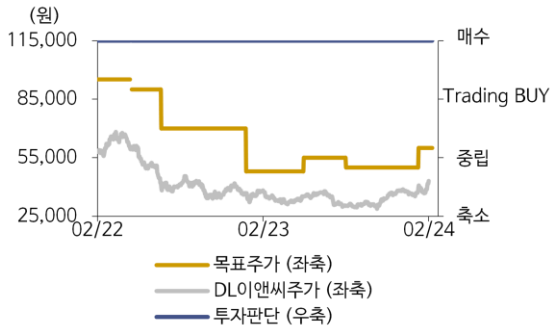
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	14,801	9,956	4,713	8,700	11,842
EPS (지배순이익, 원)	13,420	9,527	4,379	8,613	11,724
BPS (자본총계, 원)	104,781	109,332	111,993	112,587	123,244
BPS (지배지분, 원)	97,111	101,345	103,715	104,755	115,293
DPS (원)	1,351	1,000	500	1,000	1,400
PER (당기순이익, 배)	4.0	3.4	7.6	4.3	3.1
PER (지배순이익, 배)	4.4	3.5	8.2	4.3	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	2.5	1.3	0.6
배당성향 (%)	10.1	10.2	9.6	9.9	10.1
배당수익률 (%)	2.3	3.0	1.4	2.7	3.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.6	7.8	5.2	6.4	6.2
영업이익률 (%)	12.5	6.6	4.1	5.8	6.0
순이익률 (%)	8.3	5.8	2.5	4.4	5.4
ROA (%)	7.3	4.9	2.2	4.2	5.6
ROE (지배순이익, %)	13.8	9.7	4.3	8.5	10.7
ROIC (%)	N/A	79.2	29.1	31.6	34.9
안정성					
부채비율 (%)	93.5	91.3	93.8	83.2	73.8
순차입금비용 (%)	(26.7)	(24.1)	(16.3)	(22.2)	(26.4)
현금비용 (%)	65.2	54.6	38.4	38.1	37.3
이자보상배율 (배)	30.1	15.8	7.2	12.2	22.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	17.2	17.8	11.0	8.3	8.5
재고자산회수기간 (일)	44.9	43.6	40.5	39.3	38.6
매출채권회수기간 (일)	23.2	26.1	34.6	39.9	39.7

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	(32.2)	(22.2)
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 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 01월 30일 기준)

매수 (매수)	92.21	Trading BUY (중립)	5.74	중립 (중립)	2.05	축소 (매도)	0.00
---------	-------	------------------	------	---------	------	---------	------