

(Analyst) 김기룡 kiryong.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

375500 · 건설

DL이앤씨

아쉬운 실적과 차기 주주환원정책 발표

(하향)

Trading Buy

목표주가

50,000원

상승여력

16.0%

현재주가(24/2/1)

43,100원

KOSPI	2,542.46	시가총액(십억원)	1,668	발행주식수(백만주)	42	외국인 보유비중(%)	28.8
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 영업이익은 시장 예상치를 25% 하회

2023년 4분기 DL이앤씨 연결 영업이익은 도급증액 효과 반영 지연과 원자재, 외주비 상승 등으로 시장 예상치를 25% 하회한 887억원(-26.2%, YoY)을 기록했다.

차기 주주환원정책 발표: 긍정적 요인과 아쉬움

동사는 4분기 잠정 실적 발표와 더불어 1) 24~26년 주주환원정책 2) 자사주 소각 결정을 공시했다. 순이익 개선을 통한 현금배당 증가 가능성은 긍정적인 반면, 자사주 매입의 구체적인 활용 방안의 부재는 아쉬운 요인이다. 금번 자사주 소각 결정은 DL건설과 주식교환 과정에서 예고되었던 이벤트이다. DL이앤씨에 대한 목표주가는 기존 50,000원을 유지하나, 상승여력 축소로 투자 의견은 Trading Buy로 하향 조정한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.6	41.3	12.7
상대주가	24.9	48.2	8.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7,632	7,497	7,995	8,667	9,268
영업이익 (십억원)	957	497	331	454	518
영업이익률 (%)	12.5	6.6	4.1	5.2	5.6
순이익 (십억원)	577	413	188	295	349
EPS (원)	13,556	9,627	4,378	7,314	8,742
ROE (%)	13.8	9.7	4.3	6.5	7.3
P/E (배)	4.4	3.5	8.2	5.9	4.9
P/B (배)	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3
배당수익률 (%)	2.3	3.0	1.7	2.3	2.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review: 영업이익은 시장 예상치 25% 하회

2023년 4분기, DL이앤씨 연결 실적은 매출액 2.34조원(+3.6%, YoY), 영업이익 887억원(-26.2%, YoY)으로 시장 예상치(1개월 기준, 영업이익 1,185억원)를 25% 하회했다. 플랜트 중심의 매출 성장은 긍정적이거나, 주택 착공 감소와 도급증액 효과 반영 지연이 영업이익 부진의 원인으로 작용했다. 자회사 DL건설 영업이익 역시 원자재, 외주비 상승 영향과 도급 변경 지연으로 전년동기 대비 부진했다[301억원(4Q22) → 124억원(4Q23P)]. 세전이익은 환손실 280억원, 국내외 투자주식 관련 감액손실 380억원 반영으로 111억원(-79.6%, YoY)을 기록하며 영업이익 대비 크게 감소했다.

보수적 시각을 반영한 수주 눈높이

2024년, 연결 기준 수주 가이드스는 전년 대비 22% 감소한 11.6조원을 제시했다. 2024년 플랜트 부문의 수주 목표치는 국제 정세와 리스크 관리 기조로 당초 예상치 대비 낮아졌다[4조원 → 3조원]. 부동산 시장 업황을 고려한 보수적인 시각 역시 DL이앤씨(별도), DL건설의 주택/건축 수주 눈높이를 낮췄다.

반면, 주택 착공 가이드스는 DL이앤씨(별도), DL건설 모두 전년대비 증가한 목표치를 제시했다. 다만, 동사의 보수적인 부동산PF 관리 기조 및 착공 조건(공사비 확보, 착공 시기 단축 여부 등)을 고려한다면 가이드스 달성 여부에 대한 불확실성 역시 상존한다고 판단한다.

차기 주주환원정책 발표: 긍정적 요인과 아쉬움

동사는 4분기 잠정 실적 발표와 더불어 1) 24~26년 주주환원정책 2) 자사주 소각 결정을 공시했다. 차기 주주환원정책에는 DL건설 100% 자회사 편입을 고려한 배당액 산정 기준 변경(지배주주순이익 → 연결 순이익)과 주주환원을 확대(현금배당 10%+자사주 매입 5% → 현금배당 10%+자사주 매입 15%)내용이 포함되었다. 연간 순이익 개선을 통한 현금배당 증가 가능성은 긍정적인 반면, 자사주 매입의 구체적인 활용 방안의 부재는 아쉬운 요인으로 판단한다. 금번 자사주 소각 결정(2/8일 예정)은 DL건설과 주식교환 과정에서 기존 DL이앤씨 주주의 지분율 희석 방지를 목적으로 예고되었던 이벤트다[표 3]

DL이앤씨에 대한 목표주가는 기존 50,000원(Target PBR 0.4x)을 유지하나, 상승여력 축소를 반영해 투자의견은 기존 Buy에서 Trading Buy로 하향 조정한다.

표 1. DL이앤씨 분기 실적 테이블

(십억원)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,256	1,850	1,971	1,837	2,336	3.6%	27.2%	2,222	5.1%
영업이익	120	90	72	80	89	-26.2%	10.4%	119	-25.1%
세전이익	54	126	63	80	11	-79.6%	-86.1%	121	-90.8%
지배주주순이익	47	90	30	64	4	-92.3%	-94.4%	85	-95.8%
영업이익률	5.3%	4.9%	3.6%	4.4%	3.8%			5.3%	
세전이익률	2.4%	6.8%	3.2%	4.4%	0.5%			5.4%	
순이익률	2.1%	4.9%	1.5%	3.5%	0.2%			3.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

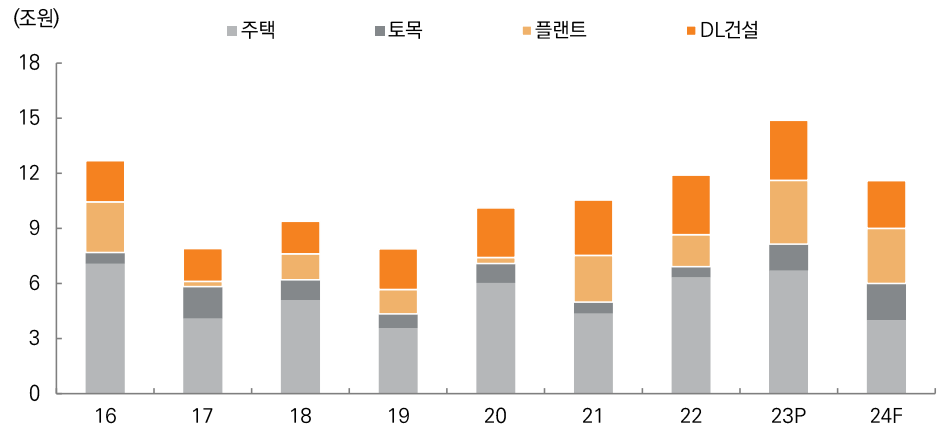
표 2. DL이앤씨 사업부문별 실적 Table

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023P	2024F
매출액	1,515	1,877	1,849	2,256	7,497	1,850	1,971	1,837	2,336	7,995	8,667
1) DL이앤씨 (별도+해외)	1,181	1,411	1,382	1,560	5,534	1,335	1,370	1,245	1,611	5,561	6,173
- 주택/건축	768	1,019	926	988	3,702	777	866	754	878	3,274	3,141
- 토목	233	224	185	284	925	206	225	225	260	916	957
- 플랜트	182	169	275	300	926	360	286	296	677	1,618	2,186
- 연결조정	-2	0	-4	-11	-18	-8	-7	-29	-204	-248	-111
2) DL건설	333	466	467	696	1,962	515	600	592	726	2,434	2,493
- 주택/건축	248	362	373	568	1,551	419	491	486	587	1,984	2,015
- 토목	85	104	94	128	412	96	109	106	138	450	479
매출원가	1,282	1,637	1,655	1,992	6,565	1,657	1,779	1,661	2,115	7,212	7,726
% 매출원가율	84.6%	87.2%	89.5%	88.3%	87.6%	89.6%	90.3%	90.4%	90.5%	90.2%	89.1%
DL이앤씨 (별도)	82.6%	83.5%	87.6%	88.6%	85.7%	89.5%	89.4%	88.5%	89.1%	89.2%	87.3%
- 주택	82.0%	85.7%	85.9%	92.1%	86.7%	92.3%	91.7%	92.9%	90.9%	91.9%	90.0%
- 토목	85.6%	81.1%	92.7%	87.4%	86.5%	90.0%	90.1%	90.4%	91.5%	90.5%	90.0%
- 플랜트	81.8%	71.5%	91.0%	72.5%	80.0%	80.9%	80.3%	72.8%	83.2%	79.8%	81.6%
DL건설	91.7%	92.6%	91.6%	91.9%	91.9%	94.0%	93.6%	93.3%	94.3%	93.8%	91.3%
영업이익	126	135	116	120	497	90	72	80	89	331	454
DL이앤씨 (별도+해외)	122	107	97	90	416	80	51	63	76	270	327
DL건설	4	28	19	30	81	10	21	17	12	61	127
% 영업이익률	8.3%	7.2%	6.3%	5.3%	6.6%	4.9%	3.6%	4.4%	3.8%	4.1%	5.2%
- DL이앤씨 (별도+해외)	10.3%	7.6%	7.0%	5.8%	7.5%	6.0%	3.7%	5.1%	4.7%	4.9%	5.3%
- DL건설	1.2%	5.9%	4.2%	4.3%	4.1%	2.0%	3.5%	3.0%	1.7%	2.5%	5.1%
세전이익	146	170	226	54	595	126	63	80	11	280	425
지배주주순이익	101	110	155	47	413	90	30	64	4	188	295

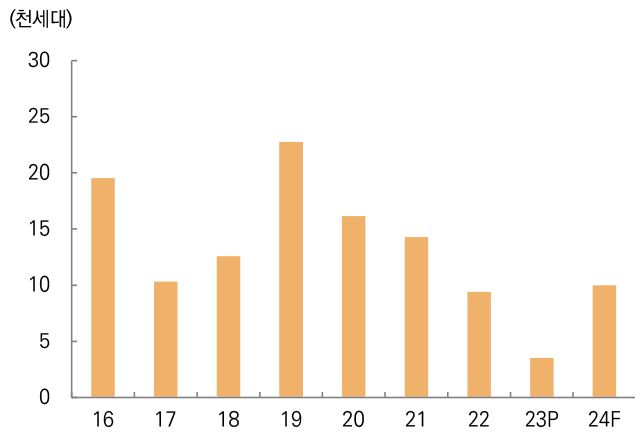
자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 연간 신규 수주 추이 및 가이던스



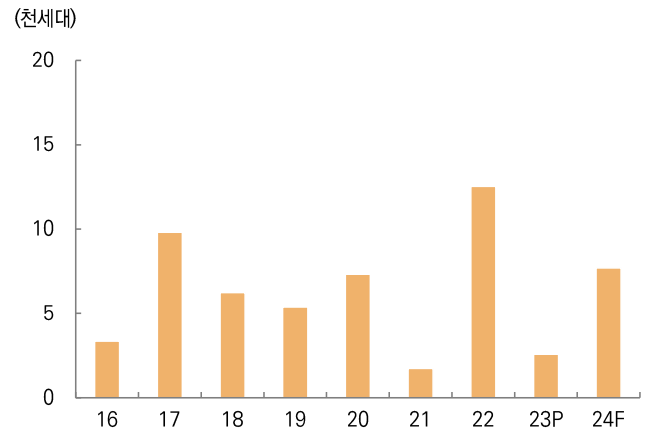
자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. DL이앤씨(별도) 주택 착공 추이 및 가이던스



자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. DL건설 주택 착공 추이 및 가이던스



자료: DL건설, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. DL이앤씨-DL건설, 주식교환 주요 일정

일자	내용
2023년 10월 18일	DL이앤씨, DL건설 이사회(주식교환 계약)
2023년 10월 19일~2024년 01월 18일	DL이앤씨 자사주 매입 (취득예정주식수 1,686,219주)
2023년 12월 21일	DL이앤씨 이사회, DL건설 주주총회 (주식 교환 승인)
2024년 02월 08일	DL이앤씨 자사주 소각 (기 보유 + 신규 취득 물량)
2024년 02월 08일~2024년 02월 29일	DL건설 주식거래 정지 및 정지 종료
2024년 02월 14일	DL이앤씨, DL건설 주식 교환 (주식 교환 효력 발생)
2024년 03월 04일	DL이앤씨 신주 추가 상장일, DL건설 상장 폐지일

자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. DL이앤씨, 주주환원정책 비교

기준	항목	기존(21~23)	신규(24~26E)
지배주주순이익	현금배당	10%	10%
연결 순이익	자사주 매입	5%	15%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

DL이앤씨 (375500)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	7,497	7,995	8,667	9,268
매출원가	6,565	7,212	7,726	8,227
매출총이익	932	783	941	1,041
판매비와관리비	434	452	486	522
조정영업이익	497	331	454	518
영업이익	497	331	454	518
비영업손익	98	-51	-29	-14
금융손익	62	72	75	79
관계기업등 투자손익	11	-10	2	4
세전계속사업손익	595	280	425	504
계속사업법인세비용	164	78	119	141
계속사업이익	432	202	306	363
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	432	202	306	363
지배주주	413	188	295	349
비지배주주	18	14	11	14
총포괄이익	291	197	306	363
지배주주	271	185	292	346
비지배주주	20	12	14	17
EBITDA	583	419	546	613
FCF	134	288	240	283
EBITDA 마진율 (%)	7.8	5.2	6.3	6.6
영업이익률 (%)	6.6	4.1	5.2	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	2.4	3.4	3.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	5,404	5,841	5,947	6,063
현금 및 현금성자산	1,752	1,781	1,764	1,795
매출채권 및 기타채권	990	1,091	1,122	1,170
재고자산	853	857	861	873
기타유동자산	1,809	2,112	2,200	2,225
비유동자산	3,571	3,564	3,662	3,809
관계기업투자등	450	532	539	547
유형자산	132	134	139	150
무형자산	35	35	36	36
자산총계	8,975	9,405	9,609	9,873
유동부채	3,211	3,922	3,870	3,864
매입채무 및 기타채무	1,257	1,299	1,348	1,393
단기금융부채	334	685	651	647
기타유동부채	1,620	1,938	1,871	1,824
비유동부채	1,072	714	697	669
장기금융부채	916	573	558	531
기타비유동부채	156	141	139	138
부채총계	4,282	4,636	4,567	4,533
지배주주지분	4,349	4,414	4,675	4,960
자본금	215	215	215	215
자본잉여금	3,494	3,494	3,494	3,494
이익잉여금	858	1,004	1,277	1,590
비지배주주지분	343	355	367	380
자본총계	4,692	4,769	5,042	5,340

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	152	322	326	378
당기순이익	432	202	306	363
비현금수익비용가감	380	258	134	153
유형자산감가상각비	75	77	81	84
무형자산상각비	12	11	11	11
기타	293	170	42	58
영업활동으로인한자산및부채의변동	-482	-107	-69	-76
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-85	-34	-22	-43
재고자산 감소(증가)	88	-4	-5	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	51	-16	38	28
법인세납부	-209	-70	-119	-141
투자활동으로 인한 현금흐름	-386	-147	-257	-246
유형자산처분(취득)	-16	-33	-86	-95
무형자산감소(증가)	-6	-7	-12	-11
장단기금융자산의 감소(증가)	-305	-35	-83	-23
기타투자활동	-59	-72	-76	-117
재무활동으로 인한 현금흐름	-65	-141	-82	-96
장단기금융부채의 증가(감소)	71	7	-49	-31
자본의 증가(감소)	-9	0	0	0
배당금의 지급	-64	-44	-22	-36
기타재무활동	-63	-104	-11	-29
현금의 증가	-292	29	-17	31
기초현금	2,045	1,752	1,781	1,764
기말현금	1,752	1,781	1,764	1,795

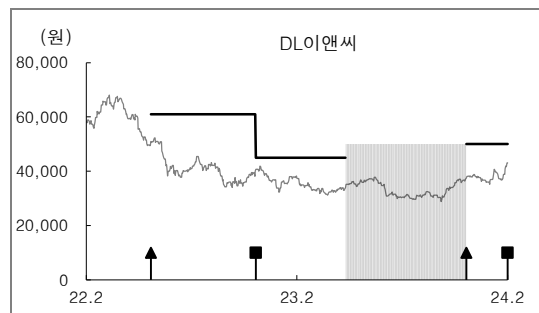
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	3.5	8.2	5.9	4.9
P/CF (x)	1.8	3.4	3.9	3.3
P/B (x)	0.3	0.3	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	1.1	1.7	1.6	1.3
EPS (원)	9,627	4,378	7,314	8,742
CFPS (원)	18,904	10,724	10,918	12,911
BPS (원)	102,095	105,325	120,210	128,058
DPS (원)	1,000	600	1,000	1,050
배당성향 (%)	8.8	10.8	11.7	10.1
배당수익률 (%)	3.0	1.7	2.3	2.4
매출액증가율 (%)	-1.8	6.6	8.4	6.9
EBITDA증가율 (%)	-43.8	-28.1	30.1	12.4
조정영업이익증가율 (%)	-48.1	-33.4	37.1	14.1
EPS증가율 (%)	-29.0	-54.5	67.0	19.5
매출채권 회전율 (회)	14.0	12.6	12.5	12.8
재고자산 회전율 (회)	8.4	9.4	10.1	10.7
매입채무 회전율 (회)	6.9	7.2	7.5	7.8
ROA (%)	4.9	2.2	3.2	3.7
ROE (%)	9.7	4.3	6.5	7.3
ROIC (%)	18.9	12.4	16.9	17.7
부채비율 (%)	91.3	97.2	90.6	84.9
유동비율 (%)	168.3	148.9	153.7	156.9
순차입금/자기자본 (%)	-23.9	-24.1	-24.9	-24.9
조정영업이익/금융비용 (x)	15.8	7.2	10.3	11.9

자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
DL이앤씨 (375500)				
2024.02.02	Trading Buy	50,000	-	-
2023.11.23	매수	50,000	-23.82	-13.80
2023.04.28	분석 대상 제외		-	-
2022.11.23	Trading Buy	45,000	-21.87	-7.00
2022.05.25	매수	61,000	-33.56	-14.26



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.