2023. 5. 2

▲ 유틸리티/건설
Analyst 문경원, CFA
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA 윤동준
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

DL이앤씨 375500

1Q23 Review: DL 이앤씨의 MBTI 는 SAFE

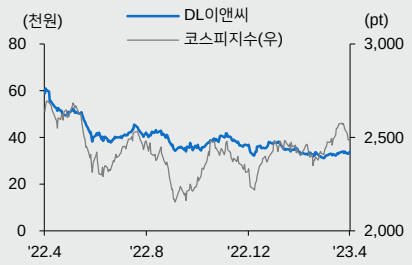
- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 902억원을 기록하며 컨센서스(853억원)를 소폭 상회
- ✓ 1)해외 법인의 수익성이 예상을 웃돌았고, 2)판관비도 가정치를 소폭 하회
- ✓ 국내외를 막론하고 플랜트 마진은 개선. 해외 추가 수주를 통해 기여도 확대 전망
- ✓ 미미한 PF 노출도는 동사만이 가지고 있는 장점
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 47,000원을 유지한다

Buy

적정주가 (12 개월)	47,000 원
현재주가 (4.28)	35,200 원
상승여력	33.5%
KOSPI	2,501.53pt
시가총액	13,620억원
발행주식수	3,869만주
유동주식비율	73.52%
외국인비중	22.88%
52주 최고/최저가	61,000원/31,150원
평균거래대금	64.8억원
주요주주(%)	
DL 외 5 인	24.59
국민연금공단	11.09
The Capital Group Companies, Inc. 외 2 인	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	-1.3	-42.3
상대주가	8.6	-10.5	-38.5

주가그래프



해외 법인의 높은 수익성, 주택원가율의 더딘 개선을 만회

1Q23 연결 영업이익은 902억원(-28.3% YoY)을 기록하며 컨센서스(853억원)를 소폭 상회했다. 1)해외 법인의 수익성이 예상을 웃돌았고, 2)판관비 역시 당사 가정치를 소폭 하회했던 것이 주요 요인이었다. 해외 법인의 높은 수익성은 사우디 Maaden 프로젝트의 도급 증액과 빠른 기성이 원인이다. 2Q23 이후 사우디 법인의 매출액은 줄어들지만, 미국 법인의 매출액 상승이 이를 메울 전망이다. 주택 원가율은 4Q22와 비슷한 92.3%(+0.2% QoQ)를 기록했다. 일부 현장에서 준공 손실이 발생하는 등 추가 비용이 있었다. 하반기 이후 80% 후반대로 안정화될 전망이다.

플랜트 사업의 높은 마진, 연내 추가 수주를 통해 기여도 확대될 전망

플랜트 사업의 높은 수익성은 여러 프로젝트에서 관찰되고 있다(1Q23 해외 플랜트 GPM 22.9%). 국내는 GPM 8.6%를 기록했으나, 샤힌 프로젝트의 매출액 인식이 2Q23 이후 본격 시작되면서 개선될 전망이다. 2Q23 동남아 지역의 플랜트 합산 수주 파이프라인이 약 1.2조원 있는데, 수주 성공 시 하반기로 갈수록 플랜트 사업 부문의 비중이 상승하며 전사 이익 개선을 이끌 전망이다. 러시아 발틱 프로젝트 사업구조 변경, 4Q23 계열사향 수주 등도 기대해볼 수 있는 요소이다.

가장 안전한 건설주로서의 투자 매력

플랜트 사업의 높은 수익성과 하반기 주택 원가율 개선은 다른 건설사들과 공유하는 공통 분모이지만, 미미한 PF 노출도는 동사만이 가지고 있는 장점이다. 하반기 이후 업황 개선을 기대하고 중장기적인 관점에서 미리 매수한다면, 리스크가 적은 동사가 좋은 옵션이 될 수 있다. 투자의견 Buy, 적정주가 47,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	7,631.7	957.3	577.0	14,885		97,111	4.0	0.6	1.5	13.8	93.5
2022	7,496.8	497.0	413.2	10,568	-32.7	101,345	3.2	0.3	1.1	9.7	91.3
2023E	8,170.8	474.6	340.0	8,788	-10.2	108,282	4.0	0.3	0.8	7.6	91.1
2024E	8,896.1	586.7	401.5	10,376	18.1	116,753	3.4	0.3	0.3	8.3	90.4
2025E	9,608.5	715.6	480.7	12,423	19.7	127,068	2.8	0.3	-0.3	9.2	85.4

표1 DL이앤씨 1Q23 실적 Review

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,850.1	1,514.7	22.1	2,256.2	-18.0	1,783.9	3.7	1,744.2	6.1
영업이익	90.2	125.7	-28.3	120.2	-25.0	85.3	5.7	86.2	4.6
세전이익	126.2	145.8	-13.4	54.3	132.7	96.8	30.4	91.4	38.1
순이익	83.1	101.1	-17.8	46.8	77.6	66.5	25.0	58.7	41.5

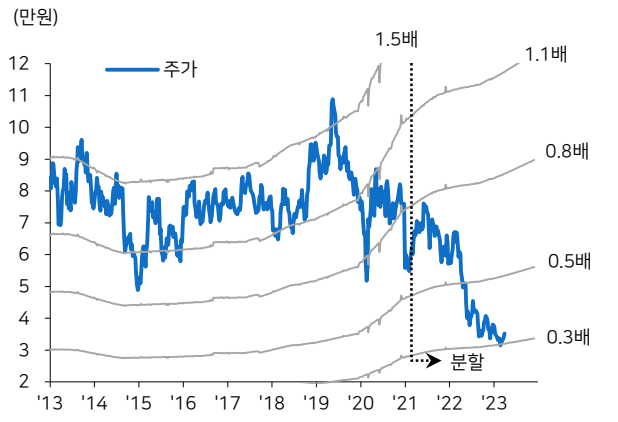
자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

표2 DL이앤씨 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	8,055	8,938	8,171	8,896	1.4%	-0.5%
영업이익	496	652	475	587	-4.4%	-10.0%
영업이익률	6.2%	7.3%	5.8%	6.6%	-0.4%p	-0.7%p
당기순이익	376	503	384	453	2.1%	-9.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 DL이앤씨 12개월 선행 PBR



주:분할 이전은 (구)대림산업 주가를 기준으로 작성
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 DL이앤씨 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 지표												
수주	1,089.2	3,392.6	2,974.5	4,438.1	3,276.2	3,580.2	3,201.5	3,561.0	10,543.3	11,894.4	13,618.9	12,630.6
수주 잔고	23,380.5	25,197.7	27,141.6	26,542.2	28,405.0	30,057.6	31,354.1	32,435.9	24,316.1	26,542.2	32,435.9	36,160.4
실적 전망												
연결 매출	**1,514.7**	**1,877.0**	**1,848.9**	**2,256.2**	**1,850.1**	**1,941.1**	**1,903.1**	**2,476.5**	**7,631.7**	**7,496.8**	**8,170.8**	**8,896.1**
매출액 증가율(% YoY)	-10.9	-2.4	2.3	2.4	22.1	3.4	2.9	9.8	-12.5	-1.8	9.0	8.9
주택	768.2	1,019.0	926.1	988.2	776.1	784.7	809.8	1,206.1	3,547.2	3,701.5	3,576.7	3,866.1
토목	233.1	223.9	184.9	283.5	206.1	168.4	196.3	254.7	1,024.2	925.4	825.5	1,126.7
플랜트	174.8	188.4	264.4	243.2	308.4	346.4	317.2	362.6	876.6	689.2	1,098.0	1,492.4
DL건설	333.3	465.9	467.1	696.1	515.3	552.5	541.0	650.3	2,010.3	1,962.4	2,259.0	2,002.4
기타 및 조정	5.3	-20.2	6.4	45.2	44.2	89.2	38.8	2.8	173.4	218.3	411.6	408.5
매출원가	1,281	1,637	1,655	1,992	1,657	1,742	1,680	2,181	6,245	6,565	7,260	7,787
매출원가율(%)	84.6	87.2	89.5	88.3	89.6	89.7	88.3	88.1	81.8	87.6	88.9	87.5
주택(%)	82.0	85.7	85.9	92.1	92.3	91.0	88.0	88.0	78.8	86.7	89.6	87.0
토목(%)	85.6	81.1	92.7	87.4	90.0	90.6	90.8	90.7	87.9	86.5	90.5	90.5
플랜트(%)	81.8	71.5	91.0	72.5	80.9	85.1	85.8	86.1	80.7	80.0	84.5	86.6
DL건설(%)	91.7	92.6	91.6	91.9	94.0	93.0	91.0	90.0	84.8	91.9	91.9	90.0
매출총이익	**233.1**	**240.1**	**194.2**	**263.9**	**193.0**	**199.5**	**223.2**	**295.2**	**1,386.4**	**931.3**	**910.9**	**1,109.1**
판관비	107.4	105.5	77.8	143.7	102.8	105.4	79.4	148.6	429.1	434.4	436.3	522.4
영업이익	**125.7**	**134.6**	**116.4**	**120.2**	**90.2**	**94.1**	**143.8**	**146.5**	**957.3**	**497.0**	**474.6**	**586.7**
영업이익률(%)	8.3	7.2	6.3	5.3	4.9	4.8	7.6	5.9	12.5	6.6	5.8	6.6
영업이익 성장률(% YoY)	-37.1	-41.2	-55.1	-55.4	-28.3	-30.1	23.6	21.9	-6.9	-48.1	-4.5	23.6
금융손익	13.3	27.2	69.0	-24.9	37.3	-6.4	-6.6	-7.9	47.8	84.5	16.5	-14.7
기타손익	0.3	1.5	43.2	-41.7	0.9	9.4	11.2	12.1	-79.3	3.3	33.6	49.6
종속,관계기업 관련 손익	6.5	6.5	-2.8	0.6	-2.2	0.8	1.6	1.3	-16.6	10.8	1.6	3.3
세전이익	**145.8**	**169.7**	**225.7**	**54.3**	**126.2**	**97.8**	**150.1**	**152.1**	**909.3**	**595.5**	**526.3**	**625.0**
법인세	43.0	53.7	65.7	1.5	32.5	26.9	41.3	41.8	273.4	163.9	142.5	171.9
법인세율(%)	29.5	31.6	29.1	2.7	25.7	27.5	27.5	27.5	30.1	27.5	27.1	27.5
당기순이익	**102.8**	**116.0**	**160.0**	**52.8**	**93.8**	**70.9**	**108.8**	**110.3**	**635.8**	**431.6**	**383.8**	**453.1**
당기순이익률(%)	6.8	6.2	8.7	2.3	5.1	3.7	5.7	4.5	8.3	5.8	4.7	5.1
순이익 성장률(% YoY)	-41.1	0.3	-22.4	-62.1	-8.8	-38.8	-32.0	109.0	N/A	-32.1	-11.1	18.1
지배주주 순이익	**101.1**	**110.2**	**155.2**	**46.8**	**83.1**	**62.9**	**96.4**	**97.7**	**577.0**	**413.2**	**340.0**	**401.5**

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**7,631.7**	**7,496.8**	**8,170.8**	**8,896.1**	**9,608.5**
매출액증가율 (%)		-1.8	9.0	8.9	8.0
매출원가	6,245.3	6,565.5	7,259.9	7,787.0	8,317.7
매출총이익	1,386.4	931.3	910.9	1,109.1	1,290.8
판매관리비	429.1	434.4	436.3	522.4	575.2
영업이익	**957.3**	**497.0**	**474.6**	**586.7**	**715.6**
영업이익률	12.5	6.6	5.8	6.6	7.4
금융손익	47.9	84.5	16.5	-14.7	-18.2
종속/관계기업손익	-16.6	10.8	1.6	3.3	3.5
기타영업외손익	-79.3	3.3	33.6	49.6	47.4
세전계속사업이익	909.3	595.5	526.2	625.0	748.3
법인세비용	273.4	163.9	142.5	171.9	205.8
당기순이익	**635.8**	**431.6**	**383.7**	**453.1**	**542.5**
지배주주지분 순이익	577.0	413.2	340.0	401.5	480.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**580.4**	**152.0**	**451.6**	**485.4**	**558.3**
당기순이익(손실)	635.8	431.6	383.7	453.1	542.5
유형자산상각비	66.7	74.6	57.7	24.3	10.2
무형자산상각비	12.9	11.6	9.0	6.7	5.0
운전자본의 증감	-509.3	-481.9	1.1	1.3	0.6
투자활동 현금흐름	**-338.0**	**-385.7**	**-186.2**	**-211.1**	**-112.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-14.3	-17.6	-20.2	-23.2	-26.7
투자자산의감소(증가)	-1,071.1	-185.4	-105.6	-119.5	-54.7
재무활동 현금흐름	**113.6**	**-64.8**	**-35.1**	**-29.9**	**-34.3**
차입금의 증감	1,180.2	70.5	7.2	8.1	3.7
자본의 증가	3,717.5	-9.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	362.6	-292.4	230.3	244.5	411.4
기초현금	1,682.1	2,044.8	1,752.4	1,982.7	2,227.2
기말현금	2,044.8	1,752.4	1,982.7	2,227.2	2,638.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,354.4	5,403.8	5,989.3	6,635.8	7,231.1
현금및현금성자산	2,044.8	1,752.4	1,982.7	2,227.2	2,638.6
매출채권	485.6	585.9	643.1	707.8	737.4
재고자산	939.6	852.8	936.0	1,030.2	1,073.4
비유동자산	3,347.3	3,571.0	3,630.0	3,741.7	3,807.8
유형자산	132.1	132.2	94.6	93.5	110.0
무형자산	39.3	35.3	26.3	19.6	14.6
투자자산	1,065.5	1,259.7	1,365.3	1,484.8	1,539.5
자산총계	**8,701.7**	**8,974.7**	**9,619.3**	**10,377.4**	**11,038.9**
유동부채	3,136.7	3,210.7	3,498.6	3,824.5	3,973.6
매입채무	908.0	993.1	1,090.0	1,199.7	1,249.9
단기차입금	156.3	185.8	185.8	185.8	185.8
유동성장기부채	40.3	75.5	75.5	75.5	75.5
비유동부채	1,067.8	1,071.6	1,086.7	1,103.9	1,111.7
사채	446.7	427.4	427.4	427.4	427.4
장기차입금	363.7	409.4	409.4	409.4	409.4
부채총계	**4,204.5**	**4,282.2**	**4,585.3**	**4,928.3**	**5,085.3**
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
기타포괄이익누계액	-126.6	-184.6	-184.6	-184.6	-184.6
이익잉여금	580.3	858.1	1,155.8	1,519.4	1,962.1
비지배주주지분	329.2	342.8	386.5	438.1	499.9
자본총계	**4,497.2**	**4,692.5**	**5,033.9**	**5,449.1**	**5,953.6**

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	198,867	193,748	211,166	229,911	248,322
EPS(지배주주)	14,885	10,568	8,788	10,376	12,423
CFPS	30,051	20,969	15,458	17,056	19,800
EBITDAPS	27,019	15,071	13,990	15,964	18,888
BPS	97,111	101,345	108,282	116,753	127,068
DPS	1,351	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.3	3.0	2.8	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	4.0	3.2	4.0	3.4	2.8
PCR	2.0	1.6	2.3	2.1	1.8
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA	1,036.9	583.2	541.3	617.7	730.8
EV/EBITDA	1.5	1.1	0.8	0.3	-0.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	9.7	7.6	8.3	9.2
EBITDA 이익률	13.6	7.8	6.6	6.9	7.6
부채비율	93.5	91.3	91.1	90.4	85.4
금융비용부담률	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	30.1	15.8	31.5	38.7	46.9
매출채권회전율(x)	15.7	14.0	13.3	13.2	13.3
재고자산회전율(x)	8.1	8.4	9.1	9.0	9.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

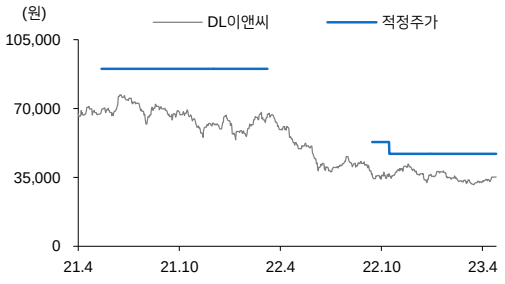
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

DL 이앤씨 (375500) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.06.02	산업분석	Buy	90,140	박형렬	-26.7	-14.7
2022.03.31				Univ Out		
2022.09.27	산업분석	Buy	53,000	문경원	-32.7	-29.0
2022.10.28	기업브리프	Buy	47,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이