

2023. 10. 27



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원**, CFA
 02. 6454-4881
 kyeongwon.moon@meritz.co.kr

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

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **43,000 원**

현재주가 (10.26) **33,650 원**

상승여력 **27.8%**

KOSPI	2,299.08pt
시가총액	13,020억원
발행주식수	3,869만주
유동주식비율	71.78%
외국인비중	26.56%
52주 최고/최저가	41,850원/28,850원
평균거래대금	52.0억원

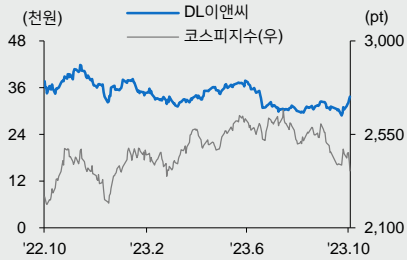
주요주주(%)

DL 외 5 인	24.59
국민연금공단	9.78
Kopernik Global Investors, LLC	5.15

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.9	0.1	-5.2
상대주가	18.8	8.2	-7.3

주가그래프



DL이앤씨 375500

3Q23 Review: 앞으로는 플랜트가 효자

- ✓ 3Q23 연결 영업이익은 804억원(-30.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(831억원)에 부합
- ✓ 주택 원가율이 +1.3%p QoQ 상승했으나, 플랜트 원가율은 개선(-7.5%p QoQ)
- ✓ 안정적인 현금 규모와 재무상태 기반으로 주주환원을 개선 기대
- ✓ 하방이 막혀있는 가운데 단기적으로 분양 물량 반등과 주주환원정책이 반등 요소
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가는 Peer 멀티플 하락을 반영하여 43,000원으로 -9% 하향

주택 원가율 개선 어려운 가운데 플랜트가 전사 이익 방어

3Q23 연결 영업이익은 804억원(-30.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(831억원)에 부합했다. 일부 준공 현장에서의 비용 상승분 반영으로 인해 주택 원가율이 +1.3%p QoQ 상승한 점이 부정적으로 작용했다. 당장의 원가율 개선 기대는 어려운 상황이다. 한편, 플랜트 원가율 개선(-7.5%p QoQ)이 전사 이익 규모를 방어했다. 4Q23 부터 사한 프로젝트의 기여도가 증가하며 분기별 플랜트 매출액이 4천억원 이상으로 증가한다. 플랜트 수주 역시 연간 목표 3.5조원을 향해 순항 중이다.

든든한 유동성 상황. 주주환원정책의 기반

연말 동사의 연결 순현금 규모는 약 1.1조원 내외가 예상된다. 어려운 업황에서 동종 기업들의 순현금이 하락하는 동안 안정적 흐름을 유지하고 있다. DL건설의 완전 자회사화 역시 유동성 상황에 대한 자신감을 보여준다. 2024년 초 새로운 주주환원 정책을 발표할 예정인데, 양호한 재무구조에 기반한 주주환원을 확대를 기대한다(2021~2023년 정책은 배당 10%+자사주 매입 5%).

가장 안정적인 선택. 분양 만회 여부에 따라 반등 기대

PF 리스크에서 상대적으로 자유롭다는 점, 이중 상장 해소 등을 감안 시 멀티플 하방이 제한적이다. 1월 18일까지의 자사주 매입도 하방을 막는 요소다. 다만 부진한 착공(3Q23 누적 2,100호vs연간 가이던스 8,700호)은 리스크 요인이다. 남은 기간 어느 정도 만회할 수 있을 지가 단기 반등 여부를 결정지을 것이다. 만약 아쉬운 분양 실적을 기록한다면, 그 후에는 주주환원정책을 기다려야 한다. 투자 의견 Buy, 적정주가는 Peer 멀티플 하락을 반영하여 43,000원으로 -9% 하향한다.

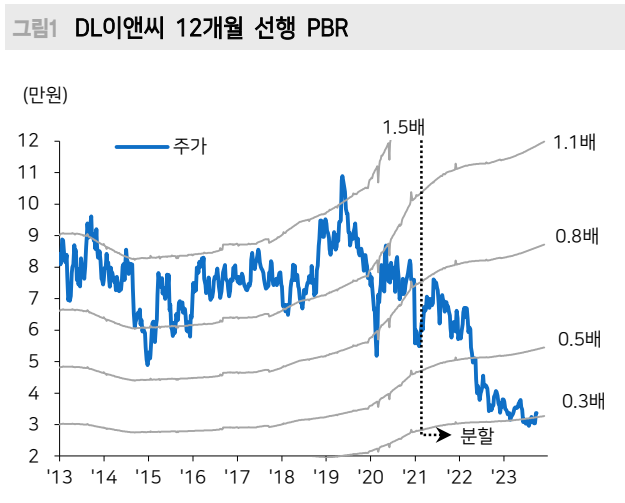
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	7,631.7	957.3	577.0	14,885		97,111	4.0	0.6	1.5	13.8	93.5
2022	7,496.8	497.0	413.2	10,568	-32.7	101,345	3.2	0.3	1.1	9.7	91.3
2023E	8,058.5	330.1	233.5	6,036	-38.1	105,772	5.6	0.3	1.6	5.3	92.8
2024E	8,884.5	498.0	339.7	8,778	52.6	112,814	3.8	0.3	0.7	7.2	89.5
2025E	9,422.1	633.6	419.4	10,840	23.5	121,715	3.1	0.3	0.2	8.3	86.2

(십억원)	3Q23	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,837.5	1,848.9	-0.6	1,970.6	-6.8	1,914.2	-4.0	1,988.5	-7.6
영업이익	80.4	116.4	-30.9	71.9	11.9	83.1	-3.3	124.3	-35.3
세전이익	80.0	225.7	-64.6	63.2	26.7	89.3	-10.4	138.5	-42.2
순이익	55.7	155.2	-64.1	29.9	86.1	61.3	-9.1	96.3	-42.2

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	8,204.8	9,467.9	8,058.5	8,884.5	-1.8%	-6.2%
영업이익	417.1	579.1	330.1	498.0	-20.9%	-14.0%
영업이익률	5.1%	6.1%	4.1%	5.6%	-1.0%p	-0.5%p
당기순이익	359.4	481.2	265.2	403.3	-26.2%	-16.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터



주:분할 이전은 (구)대림산업 주가를 기준으로 작성

자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	4,671.5	12개월 선형 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.39	Peer(현대건설, 대우건설) 평균
적정 시가총액(십억원)	1,840.6	
발행 주식수(백만주)	42,919	기말 주식수
적정주가(원)	43,000	
현재주가(원)	33,650	
상승여력(%)	27.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 DL이앤씨 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 지표												
수주	1,089.2	3,392.6	2,974.5	4,438.1	3,276.2	2,237.5	5,123.2	4,293.9	10,543.3	11,894.4	14,930.8	13,558.4
수주 잔고	23,380.5	25,197.7	27,141.6	26,542.2	28,405.0	27,198.4	30,901.6	32,787.8	24,316.1	26,542.2	32,787.8	37,429.3
실적 전망												
연결 매출	1,514.7	1,877.0	1,848.9	2,256.2	1,850.1	1,970.6	1,837.5	2,400.3	7,631.7	7,496.8	8,058.5	8,884.5
매출액 증가율(% YoY)	-10.9	-2.4	2.3	2.4	22.1	5.0	-0.6	6.4	-12.5	-1.8	7.5	10.2
주택	768.2	1,019.0	926.1	988.2	776.9	865.9	753.0	1,054.6	3,547.2	3,701.5	3,450.4	3,444.9
토목	233.1	223.9	184.9	283.5	206.1	225.3	224.5	225.8	1,024.2	925.4	881.7	1,064.5
플랜트	182.0	168.6	275.2	299.9	360.1	285.9	295.6	436.1	1,058.2	925.7	1,377.7	2,146.3
DL건설	333.3	465.9	467.1	696.1	515.3	600.2	592.4	691.2	2,010.3	1,962.4	2,399.1	2,261.1
기타 및 조정	-1.9	-0.4	-4.4	-11.5	-8.3	-6.7	-28.0	-7.4	-8.2	-18.2	-50.4	-32.4
매출원가	1,281	1,637	1,655	1,992	1,657	1,779	1,661	2,164	6,245	6,565	7,261	7,846
매출원가율(%)	84.6	87.2	89.5	88.3	89.6	90.3	90.4	90.2	81.8	87.6	90.1	88.3
주택(%)	82.0	85.7	85.9	92.1	92.3	91.7	93.0	92.0	78.8	86.7	92.2	88.7
토목(%)	85.6	81.1	92.7	87.4	90.0	90.1	90.4	90.6	87.9	86.5	90.3	90.3
플랜트(%)	81.8	71.5	91.0	72.5	80.9	80.3	72.8	84.2	80.7	80.0	80.1	84.3
DL건설(%)	91.7	92.6	91.6	91.9	94.0	93.6	92.0	92.0	84.8	91.9	92.8	92.0
매출총이익	233.1	240.1	194.2	263.9	192.9	191.4	176.7	236.3	1,386.4	931.3	797.2	1,038.9
판관비	107.4	105.5	77.8	143.7	102.8	119.5	96.3	148.6	429.1	434.4	467.2	540.9
영업이익	125.7	134.6	116.4	120.2	90.2	71.9	80.4	87.6	957.3	497.0	330.1	498.0
영업이익률(%)	8.3	7.2	6.3	5.3	4.9	3.6	4.4	3.7	12.5	6.6	4.1	5.6
영업이익 성장률(% YoY)	-37.1	-41.2	-55.1	-55.4	-28.3	-46.6	-30.9	-27.1	-6.9	-48.1	-33.6	50.9
금융손익	13.3	27.2	69.0	-24.9	37.3	20.9	20.0	-1.5	47.8	84.5	76.7	30.0
기타손익	0.3	1.5	43.2	-41.7	0.9	-33.0	8.1	8.5	-79.3	3.3	-15.4	30.4
종속,관계기업 관련 손익	6.5	6.5	-2.8	0.6	-2.2	3.3	-9.0	0.3	-16.6	10.8	-7.5	-2.2
세전이익	145.8	169.7	225.7	54.3	126.2	63.2	80.0	95.0	909.3	595.5	364.4	556.3
법인세	43.0	53.7	65.7	1.5	32.5	27.6	12.9	26.1	273.4	163.9	99.2	153.0
법인세율(%)	29.5	31.6	29.1	2.7	25.7	43.7	16.2	27.5	30.1	27.5	27.2	27.5
당기순이익	102.8	116.0	160.0	52.8	93.8	35.5	67.1	68.9	635.8	431.6	265.2	403.3
당기순이익률(%)	6.8	6.2	8.7	2.3	5.1	1.8	3.6	2.9	8.3	5.8	3.3	4.5
순이익 성장률(% YoY)	-41.1	0.3	-22.4	-62.1	-8.8	-69.4	-58.1	30.5	N/A	-32.1	-38.5	52.1
지배주주 순이익	101.1	110.2	155.2	46.8	89.9	29.9	55.7	58.0	577.0	413.2	233.5	339.6

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	7,631.7	7,496.8	8,058.5	8,884.5	9,422.1
매출액증가율(%)		-1.8	7.5	10.3	6.1
매출원가	6,245.3	6,565.5	7,261.1	7,845.5	8,183.7
매출총이익	1,386.4	931.3	797.3	1,038.9	1,238.4
판매관리비	429.1	434.4	467.2	540.9	604.9
영업이익	957.3	497.0	330.1	498.0	633.6
영업이익률(%)	12.5	6.6	4.1	5.6	6.7
금융손익	47.9	84.5	56.1	30.0	33.7
종속/관계기업손익	-16.6	10.8	-7.5	-2.2	-4.7
기타영업외손익	-79.3	3.3	-15.4	30.4	24.4
세전계속사업이익	909.3	595.5	363.3	556.3	687.0
법인세비용	273.4	163.9	99.0	153.0	188.9
당기순이익	635.8	431.6	264.3	403.3	498.1
지배주주지분 손이익	577.0	413.2	233.5	339.7	419.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,354.4	5,403.8	6,045.8	6,542.0	7,140.4
현금및현금성자산	2,044.8	1,752.4	1,784.4	2,066.7	2,381.0
매출채권	485.6	585.9	623.3	654.6	696.2
재고자산	939.6	852.8	907.2	952.8	1,013.3
비유동자산	3,347.3	3,571.0	3,425.1	3,460.6	3,543.1
유형자산	132.1	132.2	108.8	94.4	105.8
무형자산	39.3	35.3	28.2	20.4	14.7
투자자산	1,065.5	1,259.7	1,351.3	1,409.1	1,485.8
자산총계	8,701.7	8,974.7	9,470.9	10,002.6	10,683.5
유동부채	3,136.7	3,210.7	3,795.7	3,953.2	4,162.4
매입채무	908.0	993.1	1,056.5	1,109.5	1,180.0
단기차입금	156.3	185.8	185.8	185.8	185.8
유동성장기부채	40.3	75.5	472.1	472.1	472.1
비유동부채	1,067.8	1,071.6	763.8	772.1	783.1
사채	446.7	427.4	257.9	257.9	257.9
장기차입금	363.7	409.4	276.2	276.2	276.2
부채총계	4,204.5	4,282.2	4,559.5	4,725.3	4,945.6
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	-176.9	-176.9	-176.9
이익잉여금	580.3	858.1	1,049.3	1,351.6	1,733.6
비지배주주지분	329.2	342.8	371.7	435.4	514.0
자본총계	4,497.2	4,692.5	4,911.4	5,277.3	5,737.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	580.4	152.0	216.2	430.0	494.0
당기순이익(손실)	635.8	431.6	264.3	403.3	498.1
유형자산상각비	66.7	74.6	74.7	37.7	15.4
무형자산상각비	12.9	11.6	10.2	7.9	5.7
운전자본의 증감	-509.3	-481.9	-244.0	-18.9	-25.1
투자활동 현금흐름	-338.0	-385.7	-200.3	-114.1	-147.4
유형자산의증가(CAPEX)	-14.3	-17.6	-20.3	-23.3	-26.8
투자자산의감소(증가)	-1,071.1	-185.4	-91.2	-57.8	-76.7
재무활동 현금흐름	113.6	-64.8	6.3	-33.5	-32.2
차입금의 증감	1,180.2	70.5	83.7	3.9	5.2
자본의 증가	3,717.5	-9.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	362.6	-292.4	32.0	282.4	314.3
기초현금	1,682.1	2,044.8	1,752.4	1,784.4	2,066.7
기말현금	2,044.8	1,752.4	1,784.4	2,066.7	2,381.0

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	198,867	193,748	208,263	229,611	243,505
EPS(지배주주)	14,885	10,568	6,036	8,778	10,840
CFPS	30,051	20,969	13,095	15,035	17,560
EBITDAPS	27,019	15,071	10,727	14,049	16,917
BPS	97,111	101,345	105,772	112,814	121,715
DPS	1,351	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.3	3.0	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	4.0	3.2	5.6	3.8	3.1
PCR	2.0	1.6	2.6	2.2	1.9
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
PBR	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	1,036.9	583.2	415.1	543.6	654.6
EV/EBITDA	1.5	1.1	1.6	0.7	0.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	9.7	5.3	7.2	8.3
EBITDA 이익률	13.6	7.8	5.2	6.1	6.9
부채비율	93.5	91.3	92.8	89.5	86.2
금융비용부담률	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	30.1	15.8	7.3	10.9	13.8
매출채권회전율(x)	15.7	14.0	13.3	13.9	14.0
재고자산회전율(x)	8.1	8.4	9.2	9.6	9.6

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 하시기를 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.07.30	기업브리프	Buy	90,140	박형렬	-28.4	-18.6	
2022.03.31				Univ Out			
2022.09.27	Indepth	Buy	53,000	문경원	-32.7	-29.0	
2022.10.28	기업브리프	Buy	47,000	문경원	-27.1	-11.0	
2023.10.27	기업브리프	Buy	43,000	문경원	-	-	