

2024. 2. 2



▲ 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) **55,000 원**

현재주가 (2.1) **43,100 원**

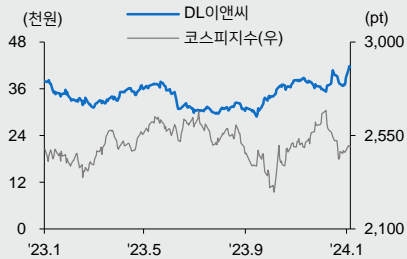
상승여력 **27.6%**

KOSPI	2,542.46pt
시가총액	16,677억원
발행주식수	4,164만주
유동주식비율	67.75%
외국인비중	28.83%
52주 최고/최저가	43,100원/28,850원
평균거래대금	53.5억원

주요주주(%)	
DL 외 5 인	24.58
국민연금공단	9.11
Kopernik Global Investors, LLC	5.15

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

주가그래프



DL이앤씨 375500

4Q23 Review: 저 PBR 매력 + 실질적 주주환원

- ✓ 4Q23 연결 영업이익은 887억원을 기록하며 컨센서스(1,143억원)를 하회
- ✓ 도급 증액이 지연되면서 주택 원가율 개선 폭(-2.0%p)이 예상보다 작았다
- ✓ 주주환원을 15% → 25% 확대. 기존 보유 자사주 7.6% 소각
- ✓ 저PBR 매력 + 실질적인 주주환원 + 증익 + 우발채무 안정성
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 55,000원으로 15% 상향

약간은 아쉬웠던 원가율 개선. 2024년 가이던스는 긍정적

4Q23 연결 영업이익은 887억원(-26.2% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,143억원)를 하회했다. 일부 현장에서의 도급 증액이 지연되면서 주택 원가율 개선 폭(-2.0%p)이 예상보다 작았다. 지연된 증액은 상반기 중 이뤄질 전망이다. 2024년 가이던스로 수주 11.6조원(-22.1% YoY), 매출 8.9조원(+11.3% YoY), 영업이익 5,200억원(+57% YoY)을 제시했다. 주택 매출 가이던스가 예상치보다 높았다. 다만 전반적 건설 원가 상승과 높아진 일반 건축 비중을 감안하면 충분히 가능한 수준이라는 판단이다.

주주환원을 15% → 25% 확대. 기존 보유 자사주 7.6% 소각

회계연도 2024년~2026년 동안 주주환원율을 확대한다. 기존 지배주주 순이익 기준 15%(현금 배당 10%, 자사주 매입 5%)에서 연결 순이익 기준 25%(현금 배당 10%, 자사주 매입 15%)로 확대한다. 또한 DL건설 완전자회사화 과정에서 늘어난 자사주 소각(전체 주식 수의 7.6%)도 결정했다. 향후 신규로 매입하는 자사주의 소각은 아직 결정하지 않았으나, 시장에 재매각은 고려하고 있지 않음을 확인했다.

귀한 종목: 저PBR 매력 + 실질적인 주주환원 + 우발채무 안정성

투자의견 Buy 유지, 적정주가는 55,000원으로 15% 상향한다. 업종 내 최선호주로 제시한다. 최근 주가 흐름이 다소 부담스럽지만(지난 6개월 간 건설 업종을 60% Outperform), 저 PBR(0.34배) 매력을 갖춘 종목 중 실질적으로 주주환원을 늘리고 있는 종목은 귀하하다. 2024년 플랜트 부문의 매출 성장과 더불어 증익을 예상할 수 있고, PF 우발채무 리스크에서 가장 자유로운 건설사라는 점에서도 그렇다. 오래 이어진 저평가 국면을 해소할 수 있는 시점이다.

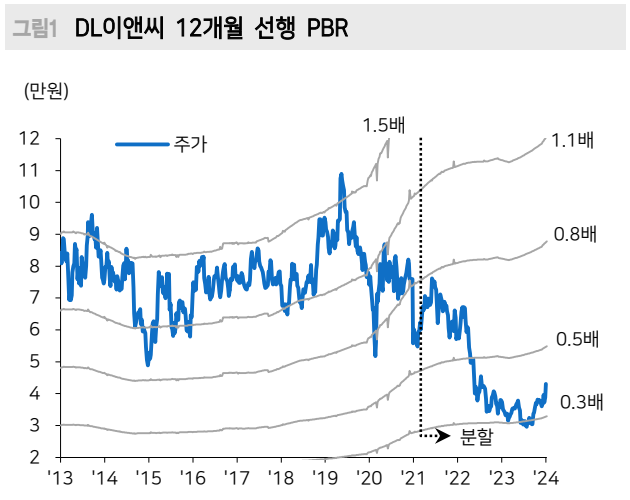
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	7,631.7	957.3	577.0	14,885		97,111	4.0	0.6	1.5	13.8	93.5
2022	7,496.8	497.0	413.2	10,568	-32.7	101,345	3.2	0.3	1.1	9.7	91.3
2023P	7,994.5	331.1	233.2	6,027	-42.2	105,189	6.0	0.3	1.9	5.3	92.2
2024E	8,741.2	521.1	420.6	10,768	69.9	113,938	4.0	0.4	1.4	8.9	90.6
2025E	8,530.1	487.0	394.8	10,202	-6.0	122,236	4.2	0.4	1.3	7.8	82.9

(십억원)	4Q23P	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,336.4	2,256.2	3.6	1,837.5	27.2	2,215.1	5.5	2,184.5	7.0
영업이익	88.7	120.2	-26.2	80.4	10.4	114.3	-22.3	105.0	-15.5
세전이익	11.1	54.3	-79.6	80.0	-86.1	117.4	-90.6	112.3	-90.1
순이익	48.9	46.8	4.5	64.5	-24.2	80.9	-39.6	78.3	-37.6

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023P	2024E	2023P	2024E	2023P	2024E
매출액	7,842.7	8,457.2	7,994.6	8,741.2	1.9%	3.4%
영업이익	347.4	509.5	331.2	521.1	-4.7%	2.3%
영업이익률	4.4%	6.0%	4.1%	6.0%	-0.3%p	-0.1%p
당기순이익	277.8	416.8	202.2	424.1	-27.2%	1.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터



주:분할 이전은 (구)대림산업 주가를 기준으로 작성

자료: Quantiverse, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	4,679.2	12개월 선형 지배주주 자본총계 - 우선주 시가총액
적정 배수(배)	0.42	PBR 1.19배에서 65% 할인
적정 시가총액(십억원)	1,954.9	
발행 주식수(백만주)	35,749	기말 주식수(소각 감안)
적정주가(원)	55,000	
현재주가(원)	43,100	
상승여력(%)	27.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

적정 P/B (%)	1.19
COE(%)	7.5
Risk Free(%)	2.95
MRP(%)	6.0
52주 조정 베타	0.76
12개월 선형 ROE(%)	8.9
2023P	5.3
2024E	8.9
2025E	7.8
영구성장률	-

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 DL이앤씨 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E	2025E
주요 지표												
수주	3,276.2	2,237.5	5,123.2	4,252.5	2,344.7	2,712.4	2,984.1	3,466.0	11,894.4	14,889.4	11,507.2	10,495.5
수주 잔고	28,405.0	27,198.4	30,483.0	30,909.7	31,289.2	31,853.5	32,725.8	33,653.1	26,542.2	30,909.7	33,653.1	35,598.9
실적 전망												
연결 매출	1,850.1	1,970.6	1,837.5	2,336.4	1,962.2	2,143.2	2,106.9	2,529.0	7,496.8	7,994.6	8,741.2	8,530.1
매출액 증가율(% YoY)	22.1	5.0	-0.6	3.6	6.1	8.8	14.7	8.2	-1.8	6.6	9.3	-2.4
주택	776.9	865.9	754.0	877.6	689.4	791.7	759.4	896.0	3,701.5	3,274.4	3,136.5	2,978.6
토목	206.1	225.3	224.5	260.4	229.7	206.2	214.3	271.8	925.4	916.3	922.0	1,276.9
플랜트	360.1	285.9	295.6	676.7	488.2	537.5	554.2	629.8	925.7	1,618.3	2,209.7	2,170.5
DL건설	515.3	600.2	592.4	725.6	557.9	612.7	583.9	741.1	1,962.4	2,433.5	2,495.6	2,123.6
기타 및 조정	-8.3	-6.7	-29.0	-203.9	-3.0	-5.0	-4.8	-9.8	-18.2	-247.9	-22.6	-19.6
매출원가	1,657	1,779	1,661	2,117	1,734	1,892	1,841	2,231	6,565	7,214	7,698	7,459
매출원가율(%)	89.6	90.3	90.4	90.6	88.4	88.3	87.4	88.2	87.6	90.2	88.1	87.4
주택(%)	92.3	91.7	92.9	90.9	90.0	90.0	88.0	88.0	86.7	91.9	88.9	87.0
토목(%)	90.0	90.1	90.4	91.5	90.4	90.3	90.4	90.4	86.5	90.5	90.4	90.1
플랜트(%)	80.9	80.3	72.8	83.2	82.1	81.5	81.4	85.5	80.0	79.8	82.7	84.7
DL건설(%)	94.0	93.6	93.3	95.0	92.0	92.0	92.0	92.0	91.9	94.0	92.0	91.0
매출총이익	192.9	191.4	176.7	221.9	228.4	250.8	266.0	297.5	931.3	782.9	1,042.8	1,071.0
판관비	102.8	119.5	96.3	133.2	126.1	125.0	114.4	156.1	434.4	451.7	521.6	584.0
영업이익	90.2	71.9	80.4	88.7	102.3	125.8	151.6	141.4	497.0	331.2	521.1	487.0
영업이익률(%)	4.9	3.6	4.4	3.8	5.2	5.9	7.2	5.6	6.6	4.1	6.0	5.7
영업이익 성장률(% YoY)	-28.3	-46.6	-30.9	-26.2	13.5	75.1	88.6	59.3	-48.1	-33.4	57.4	-6.6
금융손익	37.3	20.9	20.0	-1.7	11.2	11.6	8.7	3.2	84.5	76.5	34.7	36.6
기타손익	0.9	-33.0	-9.2	9.0	9.4	10.2	9.0	4.0	3.3	-32.3	32.7	27.6
종속,관계기업 관련 손익	-2.2	3.3	-11.1	0.1	0.1	-0.7	-1.6	-1.4	10.8	-9.9	-3.6	-6.7
세전이익	126.2	63.2	80.0	11.1	123.0	147.0	167.8	147.1	595.5	280.5	584.9	544.5
법인세	32.5	27.6	12.9	5.2	33.8	40.4	46.1	40.5	163.9	78.3	160.8	149.7
법인세율(%)	25.7	43.7	16.2	47.1	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.9	27.5	27.5
당기순이익	93.8	35.5	67.1	5.9	89.2	106.5	121.7	106.7	431.6	202.2	424.1	394.8
당기순이익률(%)	5.1	1.8	3.6	0.3	4.5	5.0	5.8	4.2	5.8	2.5	4.9	4.6
순이익 성장률(% YoY)	-8.8	-69.4	-58.1	-88.9	-4.9	199.9	81.4	1,718.6	-32.1	-53.1	109.7	-6.9
지배주주 순이익	89.9	29.9	64.5	48.9	85.8	106.5	121.7	106.7	413.2	233.2	420.6	394.8

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	7,631.7	7,496.8	7,994.5	8,741.2	8,530.1
매출액증가율(%)		-1.8	6.6	9.3	-2.4
매출원가	6,245.3	6,565.5	7,211.6	7,698.5	7,459.1
매출총이익	1,386.4	931.3	782.8	1,042.8	1,071.0
판매관리비	429.1	434.4	451.7	521.6	584.0
영업이익	957.3	497.0	331.1	521.1	487.0
영업이익률(%)	12.5	6.6	4.1	6.0	5.7
금융손익	47.9	84.5	76.5	34.7	36.6
중속/관계기업손익	-16.6	10.8	-9.9	-3.6	-6.7
기타영업외손익	-79.3	3.3	-32.3	32.7	27.6
세전계속사업이익	909.3	595.5	365.4	584.9	544.5
법인세비용	273.4	163.9	118.3	160.9	149.7
당기순이익	635.8	431.6	247.2	424.1	394.8
지배주주지분 손이익	577.0	413.2	233.2	420.6	394.8

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	5,354.4	5,403.8	5,938.9	6,527.9	6,820.5
현금및현금성자산	2,044.8	1,752.4	1,736.3	1,980.3	2,120.9
매출채권	485.6	585.9	606.7	656.7	636.6
재고자산	939.6	852.8	883.1	955.9	926.7
비유동자산	3,347.3	3,571.0	3,420.7	3,475.6	3,432.8
유형자산	132.1	132.2	116.1	87.3	87.7
무형자산	39.3	35.3	29.9	21.3	15.1
투자자산	1,065.5	1,259.7	1,303.6	1,396.0	1,358.9
자산총계	8,701.7	8,974.7	9,359.5	10,003.5	10,253.3
유동부채	3,136.7	3,210.7	3,746.3	3,998.0	3,897.0
매입채무	908.0	993.1	1,028.3	1,113.1	1,079.1
단기차입금	156.3	185.8	200.4	200.4	200.4
유동성장기부채	40.3	75.5	491.6	491.6	491.6
비유동부채	1,067.8	1,071.6	743.7	756.9	751.6
사채	446.7	427.4	219.1	219.1	219.1
장기차입금	363.7	409.4	304.3	304.3	304.3
부채총계	4,204.5	4,282.2	4,490.0	4,755.0	4,648.6
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	-189.7	-189.7	-189.7
이익잉여금	580.3	858.1	1,049.0	1,327.7	1,683.8
비지배주주지분	329.2	342.8	354.9	358.3	358.3
자본총계	4,497.2	4,692.5	4,869.6	5,248.5	5,604.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	580.4	152.0	17.4	445.1	143.2
당기순이익(손실)	635.8	431.6	247.2	424.1	394.8
유형자산상각비	66.7	74.6	77.2	45.9	19.3
무형자산상각비	12.9	11.6	10.6	8.6	6.1
운전자본의 증감	-509.3	-481.9	-456.0	-33.5	-277.1
투자활동 현금흐름	-338.0	-385.7	-49.7	-162.3	38.5
유형자산의증가(CAPEX)	-14.3	-17.6	-14.9	-17.1	-19.7
투자자산의감소(증가)	-1,071.1	-185.4	-43.2	-92.3	37.1
재무활동 현금흐름	113.6	-64.8	5.8	-38.8	-41.1
차입금의 증감	1,180.2	70.5	100.1	6.3	-2.5
자본의 증가	3,717.5	-9.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	362.6	-292.4	-16.1	244.0	140.6
기초현금	1,682.1	2,044.8	1,752.4	1,736.3	1,980.3
기말현금	2,044.8	1,752.4	1,736.3	1,980.3	2,120.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	198,867	193,748	206,610	223,756	220,450
EPS(지배주주)	14,885	10,568	6,027	10,768	10,202
CFPS	30,051	20,969	14,446	15,824	14,043
EBITDAPS	27,019	15,071	10,825	14,735	13,243
BPS	97,111	101,345	105,189	113,938	122,236
DPS	1,351	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.3	3.0	2.8	2.3	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	4.0	3.2	6.0	4.0	4.2
PCR	2.0	1.6	2.5	2.7	3.1
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4
EBITDA(십억원)	1,036.9	583.2	418.9	575.7	512.4
EV/EBITDA	1.5	1.1	1.9	1.4	1.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.8	9.7	5.3	8.9	7.8
EBITDA 이익률	13.6	7.8	5.2	6.6	6.0
부채비율	93.5	91.3	92.2	90.6	82.9
금융비용부담률	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
이자보상배율(x)	30.1	15.8	7.1	10.7	10.0
매출채권회전율(x)	15.7	14.0	13.4	13.8	13.2
재고자산회전율(x)	8.1	8.4	9.2	9.5	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 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	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.11.16	Indepth	Buy	90,140	박형렬	-31.5	-24.4	
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	-14.3	-9.8	
2024.01.05	기업브리프	Buy	47,000	문경원	-17.1	-8.3	
2024.02.02	기업브리프	Buy	55,000	문경원	-	-	