

2023. 2. 6



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 47,000 원

현재주가 (2.3) 37,300 원

상승여력 26.0%

KOSPI 2,480.40pt

시가총액 14,433억원

발행주식수 3,869만주

유동주식비율 73.67%

외국인비중 21.89%

52주 최고/최저가 68,105원/32,250원

평균거래대금 64.7억원

주요주주(%)

DL 외 5인 24.59

국민연금공단 11.36

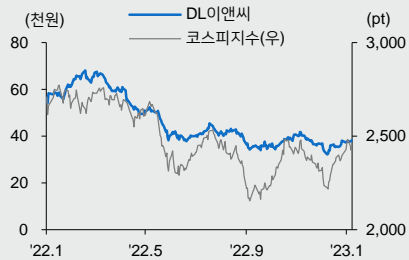
The Capital Group Companies, Inc. 외 2 5.04

주가상승률(%)

1개월 14.8 6개월 -8.9 12개월 -35.5

절대주가 2.7 -9.6 -29.6

주가그래프



DL이앤씨 375500

4Q22 Review: 수익성에 대한 열린 믿음

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 1,196억원을 기록하며 컨센서스(1,380억원)를 하회
- ✓ 플랜트, 토목 수익성 개선되었지만 주택 원가율이 크게 악화(-6.2%p QoQ)
- ✓ 2023년 플랜트 수주 3.6조원, 매출 1.4조원 목표 제시. 상반기 내 가시화
- ✓ 밸류에이션과 낮은 PF민감도는 여전히 매력적
- ✓ 투자자의견 Buy, 적정주가 47,000원을 유지

플랜트, 토목 개선보다 빠아팠던 주택 원가율 악화

4Q22 연결 영업이익은 1,196억원(-55.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,380억원)를 하회했다. 해외 준공 단계 프로젝트들의 도급 금액 증액과 정산 이익에 기반하여 토목, 플랜트 부문에서의 GPM 개선이 있었음에도 불구하고, 주택 부문의 원가율이 크게 악화되면서(-6.2%p QoQ) 전사 이익은 기대치를 하회했다. 주택 원가율 악화의 배경에는 전반적인 원자재 가격 상승 반영과 일부 일회성 요인이 있었던 것으로 추측된다. 당사의 수익성 위주 수주 전략에도 불구하고 주택 원가율 악화가 관찰되면서, 2023년 주택 원가율 개선에 대한 기대감도 낮아졌다.

상반기 플랜트 부문 수주 가시화로 주택 업황 둔화를 방어

2023년 가이드선으로 수주 14.4조원(+12.1% YoY), 매출 8.2조원(+10.9% YoY), 착공 9,080세대(-6.3% YoY)를 제시했다. 이 중 플랜트 부문의 목표(수주 3.6조원, 매출 1.4조원)가 눈에 띈다. 달성된다면 주택 부문의 매출, 수익성 둔화를 플랜트 부문의 성장을 통해 충분히 메꿀 수 있다. 그간 플랜트 부문의 수주 성장이 뚜렷하지 않았고, 파이프라인의 구체적 내용이 공개되지 않았기 때문에 가이드선 달성에 대한 불확실성은 있다. 하지만 목표하고 있는 플랜트 수주 중 상당 부분이 상반기에 가시화될 예정이기 때문에 불확실성 해소 시점은 머지 않은 것으로 보인다.

밸류에이션과 낮은 PF민감도는 여전히 매력적

2023년 영업이익 전망치는 -12% 하향하지만 최근 금리 안정화를 밸류에이션에 반영하여 투자자의견 Buy, 적정주가 47,000원을 유지한다. 저평가 매력(PBR 0.4배), 상대적으로 낮은 PF민감도(높은 기성불 비중)는 여전히 긍정적으로 볼 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020							0.0	0.0	0.0		
2021	7,631.7	957.3	577.0	14,885		97,111	4.0	0.6	1.5	13.8	93.5
2022P	7,496.8	496.3	402.2	10,395	-34.6	104,667	3.2	0.3	0.4	9.3	88.8
2023E	8,096.3	493.5	364.0	9,407	-9.7	111,951	4.0	0.3	0.2	7.8	89.2
2024E	8,815.7	591.3	460.3	11,896	26.5	121,478	3.1	0.3	-0.4	9.2	84.4

표1 DL이앤씨 4Q22 실적 Review

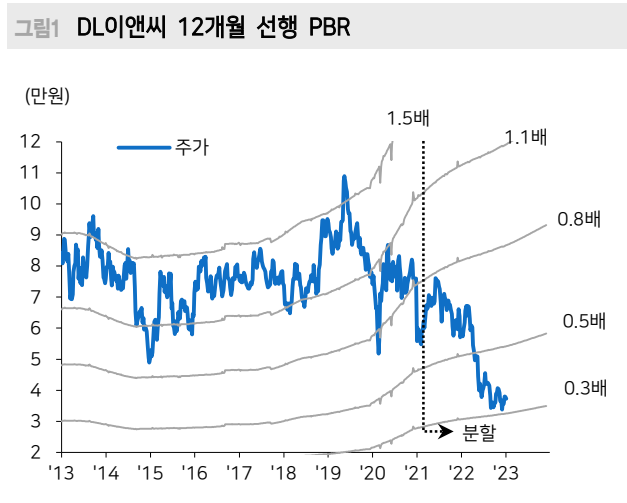
(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,256.2	2,203.0	2.4	1,848.9	22.0	2,295.4	-1.7	2,352.2	-4.1
영업이익	119.6	269.5	-55.6	116.4	2.8	138.0	-13.3	131.3	-8.9
세전이익	31.7	205.3	-84.6	225.7	-86.0	120.9	-73.8	137.7	-77.0
순이익	35.8	116.3	-69.2	155.2	-76.9	82.7	-56.7	99.8	-64.1

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

표2 DL이앤씨 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	7,592.8	7,747.1	7,496.8	8,096.3	-1.3%	4.5%
영업이익	508.0	571.4	496.3	493.5	-2.3%	-13.6%
영업이익률	6.7%	7.4%	6.6%	6.1%	-0.1%p	-1.3%p
당기순이익	478.6	435.6	415.5	375.4	-13.2%	-13.8%

자료: 메리츠증권 리서치센터



주: 분할 이전은 (구)대림산업 주가를 기준으로 작성

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 DL이앤씨 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E	2024E
주요 지표												
수주	1,089.2	3,392.6	2,974.5	4,438.1	1,739.5	5,630.2	2,937.6	3,559.7	10,543.3	11,894.4	13,867.0	13,738.4
수주 잔고	23,380.5	25,197.7	27,141.6	26,542.2	26,567.2	30,245.6	31,269.4	32,354.1	24,316.1	26,542.2	32,354.1	37,285.4
실적 전망												
연결 매출	1,514.7	1,877.0	1,848.9	2,256.2	1,736.8	1,968.3	1,914.7	2,476.5	7,631.7	7,496.8	8,096.3	8,815.7
매출액 증가율(% YoY)	-10.9	-2.4	2.3	2.4	14.7	4.9	3.6	9.8	-12.5	-1.8	8.0	8.9
주택	767.6	1,019.0	926.1	985.7	750.7	755.9	773.3	1,161.6	3,547.2	3,698.4	3,441.6	3,545.1
토목	233.1	223.9	184.9	283.5	201.8	184.9	203.4	260.7	1,024.2	925.4	850.7	1,166.8
플랜트	174.8	188.4	264.4	243.1	239.5	437.9	391.6	431.5	876.6	689.1	1,264.1	1,813.7
DL건설	333.3	465.9	467.1	696.1	536.5	567.4	554.6	665.7	2,010.3	1,962.4	2,324.2	2,074.1
기타 및 조정	5.9	-20.2	6.4	47.8	8.2	22.2	-8.3	-43.0	173.4	221.5	215.7	215.9
매출원가	1,281	1,637	1,655	1,992	1,547	1,737	1,682	2,182	6,245	6,565	7,149	7,691
매출원가율(%)	84.6	87.2	89.5	88.3	89.1	88.3	87.9	88.1	81.8	87.6	88.3	87.2
주택(%)	82.0	85.7	85.9	92.1	89.0	89.0	88.0	88.0	78.8	86.7	88.4	87.0
토목(%)	85.6	81.1	92.7	87.4	87.0	86.2	85.1	88.6	87.9	86.5	86.9	86.9
플랜트(%)	81.8	71.5	91.0	72.5	82.9	82.5	83.9	84.1	80.7	80.0	83.3	84.3
DL건설(%)	91.7	92.6	91.6	92.0	92.0	92.0	91.0	90.0	84.8	92.0	91.2	90.0
매출총이익	233.1	240.1	194.2	263.9	189.7	230.8	232.2	294.4	1,386.4	931.3	947.2	1,124.5
판관비	107.4	105.5	77.8	144.3	119.8	105.4	79.4	149.0	429.1	435.0	453.7	533.2
영업이익	125.7	134.6	116.4	119.6	69.9	125.4	152.8	145.4	957.3	496.3	493.5	591.3
영업이익률(%)	8.3	7.2	6.3	5.3	4.0	6.4	8.0	5.9	12.5	6.6	6.1	6.7
영업이익 성장률(% YoY)	-37.1	-41.2	-55.1	-55.6	-44.4	-6.8	31.3	21.6	-6.9	-48.2	-0.6	19.8
금융손익	13.3	27.2	69.0	2.4	1.2	-0.3	0.1	-0.1	47.8	111.8	0.9	48.3
기타손익	0.3	1.5	43.2	-91.3	4.2	3.3	4.5	4.5	-79.3	-46.3	16.5	8.3
종속,관계기업 관련 손익	6.5	6.5	-2.8	1.2	1.3	1.3	2.2	2.0	-16.6	11.3	6.8	6.8
세전이익	145.8	169.7	225.7	31.7	76.7	129.8	159.5	151.7	909.3	572.9	517.7	654.7
법인세	43.0	53.7	65.7	-5.0	21.1	35.7	43.9	41.7	273.4	157.4	142.4	180.0
법인세율(%)	29.5	31.6	29.1	-15.9	27.5	27.5	27.5	27.5	30.1	27.5	27.5	27.5
당기순이익	102.8	116.0	160.0	36.7	55.6	94.1	115.7	110.0	635.8	415.5	375.4	474.7
당기순이익률(%)	6.8	6.2	8.7	1.6	3.2	4.8	6.0	4.4	8.3	5.5	4.6	5.4
순이익 성장률(% YoY)	-41.1	0.3	-22.4	-73.7	-45.9	-18.9	-27.7	199.8	N/A	-34.7	-9.7	26.5
지배주주 순이익	101.1	110.2	155.2	35.8	53.9	91.2	112.2	106.7	577.0	402.2	364.0	460.3

자료: DL이앤씨, 메리츠증권 리서치센터

DL 이앤씨 (375500)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	0.0	7,631.7	7,496.8	8,096.3	8,815.7
매출액증가율 (%)			-1.8	8.0	8.9
매출원가	0.0	6,245.3	6,565.5	7,149.2	7,691.1
매출총이익	0.0	1,386.4	931.3	947.2	1,124.5
판매관리비	0.0	429.1	435.0	453.7	533.2
영업이익	0.0	957.3	496.3	493.5	591.3
영업이익률	0.0	12.5	6.6	6.1	6.7
금융손익	0.0	47.9	111.8	0.9	48.3
중속/관계기업손익	0.0	-16.6	11.3	6.8	6.8
기타영업외손익	0.0	-79.3	-46.3	16.5	8.3
세전계속사업이익	0.0	909.3	573.1	517.7	654.7
법인세비용	0.0	273.4	157.4	142.4	180.1
당기순이익	0.0	635.8	415.7	375.4	474.7
지배주주지분 손이익	0.0	577.0	402.2	364.0	460.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	0.0	580.4	289.0	434.6	503.4
당기순이익(손실)	0.0	635.8	415.7	375.4	474.7
유형자산상각비	0.0	66.7	73.1	46.0	20.8
무형자산상각비	0.0	12.9	11.4	8.1	6.2
운전자본의 증감	0.0	-509.3	-137.8	5.2	1.9
투자활동 현금흐름	0.0	-338.0	113.4	-141.4	-65.1
유형자산의증가(CAPEX)	0.0	-14.3	-15.5	-17.8	-20.5
투자자산의감소(증가)	0.0	-1,071.1	-20.2	-90.5	-32.6
재무활동 현금흐름	0.0	113.6	-115.3	-44.4	-48.8
차입금의 증감	0.0	1,180.2	8.4	7.0	2.5
자본의 증가	0.0	3,717.5	-2.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.0	362.6	295.8	248.8	389.5
기초현금	0.0	1,682.1	2,044.8	2,340.6	2,589.4
기말현금	0.0	2,044.8	2,340.6	2,589.4	2,978.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	0.0	5,354.4	5,730.4	6,309.6	6,818.2
현금및현금성자산	0.0	2,044.8	2,340.6	2,589.4	2,978.9
매출채권	0.0	485.6	497.4	545.9	563.4
재고자산	0.0	939.6	962.3	1,056.3	1,090.1
비유동자산	0.0	3,347.3	3,384.6	3,438.9	3,465.2
유형자산	0.0	132.1	118.3	90.1	89.9
무형자산	0.0	39.3	34.1	26.0	19.9
투자자산	0.0	1,065.5	1,086.4	1,177.0	1,209.6
자산총계	0.0	8,701.7	9,115.0	9,748.5	10,283.3
유동부채	0.0	3,136.7	3,213.0	3,507.1	3,613.1
매입채무	0.0	908.0	930.0	1,020.8	1,053.5
단기차입금	0.0	156.3	156.3	156.3	156.3
유동성장기부채	0.0	40.3	45.4	45.4	45.4
비유동부채	0.0	1,067.8	1,073.1	1,088.5	1,094.1
사채	0.0	446.7	427.2	427.2	427.2
장기차입금	0.0	363.7	402.0	402.0	402.0
부채총계	0.0	4,204.5	4,286.1	4,595.6	4,707.2
자본금	0.0	107.4	214.6	214.6	214.6
자본잉여금	0.0	3,610.1	3,500.5	3,500.5	3,500.5
기타포괄이익누계액	0.0	-126.6	-117.8	-117.8	-117.8
이익잉여금	0.0	580.3	924.5	1,237.1	1,646.0
비지배주주지분	0.0	329.2	336.7	348.0	362.4
자본총계	0.0	4,497.2	4,828.9	5,152.9	5,576.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS		198,867	193,747	209,242	227,832
EPS(지배주주)		14,885	10,395	9,407	11,896
CFPS		30,051	15,355	14,105	16,752
EBITDAPS		27,019	15,011	14,152	15,978
BPS		97,111	104,667	111,951	121,478
DPS		1,351	1,351	1,351	1,351
배당수익률(%)	0.0	2.3	4.0	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	4.0	3.2	4.0	3.1
PCR	0.0	2.0	2.2	2.6	2.2
PSR	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.0	0.6	0.3	0.3	0.3
EBITDA	0.0	1,036.9	580.8	547.6	618.2
EV/EBITDA	0.0	1.5	0.4	0.2	-0.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		13.8	9.3	7.8	9.2
EBITDA 이익률		13.6	7.7	6.8	7.0
부채비율		93.5	88.8	89.2	84.4
금융비용부담률		0.5	0.5	0.5	0.4
이자보상배율(x)		26.5	13.2	12.5	14.9
매출채권회전율(x)		15.7	15.3	15.5	15.9
재고자산회전율(x)		8.1	7.9	8.0	8.2

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 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 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)	
2021.06.02	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	-	-	