

# DL이앤씨 (375500)

## 순현금 1조원에 글래드 여의도까지, 이 시총이 맞나요?

### SOTP Valuation 대비 70%의 할인율, 보유 부동산, 관계기업 재평가 필요

DL이앤씨의 현금성자산, 투자부동산, 재고자산, 관계기업 투자주식을 중점적으로 분석했다. SOTP Valuation 결과 DL이앤씨의 적정 주당 가격은 12.9만원, 장기 미착공 현장인 용지를 제외해도 주당 10.5만원의 가치다.

DL이앤씨는 보수적인 수주 기조와 자본 배치의 비효율성으로 피어 그룹 대비 저평가를 지속적으로 받아왔으나, 환금성 높은 투자 부동산과 업사이드가 높은 관계기업 투자주식에 대한 일부 가치 인정이 가능하다고 판단한다.

① 순현금은 3Q25말 기준 9,340억원을 보유하고 있다(현금성자산 2.0조원, 차입금 및 사채 1.1조원). ② 투자부동산은 장부가 기준 5,494억원으로 여의도 글래드, 송도 골프장을 포함하여 환금성 높은 매우 우량한 부동산 자산을 보유하고 있다. ③ 관계기업 투자주식 장부가는 6,007억원으로 터키 정부로부터 최소의 운영 수익을 보장받는 차나칼레 법인 3,569억원을 포함하여 다수의 부동산 PFV가 포함되어 있다. 특히 효제동 오피스 개발 사업은 2024년 착공했고, 30%대의 프로젝트 마진을 기대할 수 있다고 판단한다(사업비 5,000여억원). ④ 용지는 장기 미착공 현장인 오산 세마 등 8,950억원의 장부가가 기록되었다. 오산 세마는 누적 3,000여억원의 충당금을 이미 반영하였으며 토지의 특성상 최악의 시나리오를 감안해도 현재 장부가 대비 큰 폭의 상각 가능성은 적어보인다. 향후 지방 부동산 턴어라운드 시 부각 받을 수 있다. ⑤ 추가적으로 2023년 투자한 X-Energy에 2,000만달러(원화 290억원)의 지분 가치와 향후 사업 협력도 기대된다.

2025년 11월말 기준 미착공 PF 보증 금액의 자기자본 대비 비율은 11.1%로 경쟁 건설업체 중 가장 낮다. 보수적인 경영 기조로 PF 우발채무 리스크는 크지 않다.

### 최대주주의 낮은 지배력, 행동주의 펀드의 타겟 가능성

현재 DL이앤씨의 최대주주는 DL 및 특수관계인으로 현재 24.82%(DL 23.15%)를 보유하고 있다. 2대주주는 국민연금으로 3Q25말 기준 9.12%를 보유하고 있다. 그 다음으로는 Kopernik Global로 지분 8.46%를 보유하고 있다. DL 및 특수관계인을 제외한 5% 이상의 기관 지분만 17.58%에 달한다.

DL이앤씨는 1) 최대주주의 낮은 지배력 2) 낮은 부실 위험과 그에 반해 매우 높은 현금성자산의 보유, 3) 보수적인 주주환원정책(2024~2026년, 순이익 10% 배당, 15% 자사주 매입), 4) 환금성 높은 비핵심자산(글래드 여의도 등 투자부동산) 보유는 행동주의 펀드들이 충분히 개입을 유도할 만한 사안들이라고 판단한다.

### 2026년 영업이익 4,844억원(+24.2% YoY) 전망

연결 기준 DL이앤씨 2026년 매출액은 7.3조원(-5.2% YoY), 영업이익 4,844억원(+24.2% YoY)를 전망한다. 주택 부문의 매출 증가 및 마진 상승으로 2026년 안정적인 영업이익 증가가 예상된다.

DL이앤씨(별도+해외법인)의 2026년 매출액은 5.5조원(-7.4% YoY), 영업이익 4,160억원(+21.9% YoY)가 예상된다. 별도 주택/건축의 경우 매출 2.9조원(+9.3% YoY), GPM 15%(+1.1%p)를 전망한다. 2021~2022년 착공 현장의 매출 기여가

### Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	52,000원(유지)
종가(2025.12.08)	41,050원
상승여력	26.7%

### Stock Indicator

자본금	229십억원
발행주식수	3,869만주
시가총액	1,588십억원
외국인지분율	30.5%
52주 주가	30,350~58,200원
60일평균거래량	213,302주
60일평균거래대금	8.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.3	-6.1	-16.1	25.9
상대수익률	-0.8	-35.1	-63.8	-45.2

### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	8,318	7,705	7,301	7,416
영업이익(십억원)	271	390	484	475
순이익(십억원)	229	219	362	362
EPS(원)	5,924	5,656	9,350	9,358
BPS(원)	125,233	132,625	141,200	149,266
PER(배)	5.4	7.3	4.4	4.4
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	4.7	4.3	6.6	6.3
배당수익률(%)	1.7	1.7	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	0.6	1.3	1.2	1.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

줄어들며 GPM은 2025년 이미 크게 반등(13.9%, +4.6%p)했으며, 2026년에도 15%의 GPM이 예상된다. 2026년 플랜트 매출액은 1.9조원(-27.3% YoY), GPM 14.4%이 예상된다. S-oil 샤크 프로젝트, 미국 GTPP, 싱가포르 Kais CCPP 등 대형 현장 준공으로 2026년 매출액은 큰 폭으로 감소할 예정이다. 수익성의 4Q25 국내 플랜트 현장의 대손충당금을 선제적으로 반영하며 다시 14%대의 양호한 수익성이 예상된다.

DL건설의 2026년 매출액은 1.8조원(+2.1% YoY), 영업이익은 690억원(+27.7% YoY, OPM 3.9%)가 예상된다. 2025년 이미 주택/건축 부문은 정상 마진 수준으로 회귀했으며, 토목 부문의 일회성 손실에 대한 기저 효과가 기대된다.

2026년 이후의 DL이앤씨의 실적의 변수는 플랜트 수주다. 보수적인 플랜트 수주 기조로 2025년 수주가 매우 부진했고(3Q25 누적 1,415억원), 유의미한 수주가 없다면 2026년 이후의 플랜트 매출액은 감소 추세가 이어질 것으로 예상된다. 현재 중동과 유럽에서 각각 조단위의 플랜트 수주를 추진하고 있으며, 이를 달성 시 2027년 다시 매출 증가 추이를 그릴 수 있다. 추가적으로 러시아, 우크라이나 전쟁 종전 시 플랜트 부문에 수혜가 기대된다. DL이앤씨는 2021년 당시 러시아에서 다수의 플랜트 파이프라인을 보유하고 있었으며, 실제 2021년 러시아 Baltic PE/LAO의 공사를 수주(도급액 2.3조원) 하기도 했다. 전쟁 여파로 현재 Baltic PE/LAO의 공사 진행 속도가 더딘 상황으로 종전 시 매출 인식 속도의 상승도 기대할 수 있다.

### SOTP Valuation 대비 60~70%의 할인율, 자산 가치 충분히 인정 가능

DL이앤씨의 현금성자산, 투자부동산, 재고자산, 관계기업 투자주식을 중점적으로 분석했다. SOTP Valuation 결과 주당 가격은 12.4만원, 장기 미착공 현장인 용지를 제외해도 주당 10.1만원의 가치다.

① 순현금은 3Q25말 기준 9,340억원으로 현금성자산 2.0조원, 차입금 및 사채 1.1조원이다. ② 투자부동산은 장부가 5,494억원으로 여의도 글래드, 송도 골프존 카운티를 포함하여 환금성 높은 우량한 부동산 자산을 보유하고 있다. ③ 관계기업 투자주식 장부가는 6,007억원으로 터키 정부로부터 최소의 운영 수익을 보장받는 차나칼레 법인 3,569억원을 포함하여 다수의 부동산 PFV가 포함되어 있다. 특히 효제동 오피스 개발 사업인 효제PFV의 경우 2024년 착공했고, 30%대의 프로젝트 마진을 기대할 수 있다고 판단한다(사업비 5,000여억원). ④ 용지의 경우 장기 미착공 현장인 오산 세마 등 8,950억원의 장부가가 기록되었다. 오산 세마 프로젝트는 누적 3,000여억원의 충당금을 기반영 하였으며 토지의 특성상 최악의 시나리오를 감안해도 현재 장부가 대비 큰 폭의 상각 가능성은 적어보인다. 향후 부동산 턴어라운드 시 부각 받을 수 있다. ⑤ 추가적으로 2023년 투자한 X-Energy에 2,000만달러(한화 290억원)의 지분 가치와 사업 협력도 기대된다.

미착공 PF 기준 보증 금액의 자기자본 대비 비율은 11.1%로 대형 건설업체 중 가장 낮다. 보수적인 경영 기조로 PF 우발채무 리스크는 크지 않다.

표1. DL이앤씨 SOTP Valuation

구분	가치(십억원)	비고
영업가치(십억원) <A>	2,060	EV 기준, 2025년 예상 EBITDA 4,682억원에 4.4배 적용 (2025년 대우건설, GS건설 평균인 6.3배 대비 30% 할인)
투자 부동산(십억원) <B>	549	글래드 여의도, 송도 골프존 카운티 등 환금성 뛰어난 자산
관계기업 투자주식(십억원) <C>	601	차나칼레 법인의 안정적 지분법이익 기대, 효제PFV 업사이드
재고자산(용지, 십억원) <D>	895	오산 세마 등 장기 미착공 사업장, 부동산 턴어라운드 시 수혜
순현금(십억원) <E>	934	현금성자산, 단기금융상품에서 사채 및 차입금 차감(3Q25)
합산(십억원)	5,039	<A+B+C+D+E>
우선주(십억원)	113	우선주 시가 총액 합산
<b>보통주 가치(십억원)</b>	<b>4,926</b>	<b>합산 - 우선주 시가 총액</b>
주식 수(천 주)	39,694	
OTP 기반 주가(원)	124,103	보통주 가치/주식 수
<b>OTP 기반 주가(원, 용지 제외)</b>	<b>101,555</b>	<b>(보통주 가치 - 용지)/주식수</b>
현재 주가(원)	41,050	2025년 12월 8일 종가
할인율(%)	66.9	OTP 대비
<b>할인율(%, 용지 제외)</b>	<b>59.6</b>	<b>OTP(용지 제외) 대비</b>

자료: iM증권 리서치본부

## 투자부동산 장부가 5,494억원: 글래드 여의도와 송도 골프존 카운티 등 알짜자산

3Q25말 기준 투자부동산의 장부가는 5,494억원이다. 토지 2,950억원, 건물 2,451억원으로 구성되어 있다. DL이앤씨의 투자부동산은 대표적으로 여의도 글래드 호텔(영등포구 의사당대로 16), 정선 메디힐스 리조트(정선 고한읍 물한리길 8)의 건물(토지는 타 회사 소유), 인천 송도 골프존 카운티(인천 연수구 신항대로 1120)의 면적 510,720m<sup>2</sup>의 75%, 그리고 이천 물류센터(대월면 군량리 572-3) 소유하고 있다. 여의도 글래드 호텔과 송도 골프존 카운티는 주요 입지에 자리 잡은 알짜 자산으로 DL이앤씨 소유 투자부동산의 시가는 장부가를 크게 넘을 것으로 예상된다.

여의도 글래드 호텔은 연면적 24,415m<sup>2</sup>에 지하 5층 ~ 지상 12층으로 총 319객실로 이루어져 있다. 2025년 초 매각 논의가 있었는데, 글래드 여의도(319객실), 글래드 강남 코엑스(282객실), 메종 글래드 제주(513객실)의 통매각 매매가는 6,000여억원으로 논의되다가 덜이 중단되었다. 현재 서울 4성급 이상의 호텔의 매매가가 객실당 6억원 이상인 것을 감안 시 글래드 여의도의 가치는 2,000여억원 이상으로 예상된다.

송도 골프존 카운티는 토지 면적 510,720m<sup>2</sup>에 18홀로 구성되어 있다. DL이앤씨는 해당 골프장 지분 75%를 소유하고 있다. 현재 수도권은 홀 당 80~100억원 수준의 거래가가 형성되어 있는 점을 감안 시, 해당 골프장 가치는 최소 1,400~1,800억원 수준이다. 지분을 고려 시 1,000~1,500억원 수준의 가치가 예상된다.

이천 물류센터는 DL건설이 2024년 시행사 파산으로 PF 채무를 대위변제하며 인수한 자산이다. 지난해 6차례 공매(최저입찰가 1,280억원)에도 원매자를 찾지 못했다. 언론 보도에 따르면 1,200여억원 이상으로 매각해야 공사미수금과 대위변제한 채무를 갚을 수 있다. 알스퀘어에 따르면 2Q25 기준 이천이 포함된 동남권의 물류센터 공실률은 15% 수준이며, 젠스타메이트에 따르면 2025년 수도권 물류센터는 2017년 이후 가장 낮은 공급(72.5만평)이 예정되어 있다. 현재 전반적인 물류센터 공실률은 높은 수준이지만, 신규 공급과 인허가가 제한되어 2026년 이후 완만한 시장 개선이 예상된다.

표2. DL이앤씨 보유 투자부동산

자산	주소	규모	추정 가치
글래드 여의도(DL이앤씨)	서울시 영등포구 의사당대로 16	연면적 24,415m <sup>2</sup> , 지하 5~지상12층, 319객실	2,000여억원 이상
송도 골프존 카운티(DL이앤씨)	인천 연수구 인천신항대로 1120	토지 면적 510,720m <sup>2</sup> (지분 75%), 18홀	1,000~1,500억원 수준
정선 메디힐스 리조트(DL이앤씨)	강원도 정선 고한읍 물한리길 8	지하 2층~지상 12층(건물만 소유), 595객실	-
이천 물류센터(DL건설)	경기도 이천 군량리 572-3	지하 2층~지상 4층, 연면적 54,289m <sup>2</sup>	1,200여억원 이상

자료: 인터넷등기소, iM증권 리서치본부

### 지분법적용 투자지분 6,007억원: 겸손한 장부가, 효제PFV의 업사이드

3Q25말 기준 DL이앤씨의 지분법적용 투자지분은 6,007억원이다. 주요 법인으로 Canakkale Highway and Bridge Construction(이하 차나칼레 법인), 루오마 유한회사, 흠플러스 5개점(울산의정부PFV, 인천인하PFV, 대전문화PFV, 전주완산PFV), 효제PFV 등이 있다.

장부가 기준 가장 큰 법인은 차나칼레 법인으로 장부가액은 3,569억원이다. 튀르키예 차나칼레 대교의 운영 법인이다. 차나칼레 대교는 2022년 3월 준공된 세계 최장 현수대교(2033m)로 DL이앤씨와 SK에코플랜트가 시공을 맡았다. 총 공사비 3.2조원 가운데 DL이앤씨의 도급액은 8,000여억원이었다. 차나칼레 법인은 2039년까지 민간이 운영하고 튀르키예 정부에 이관하는 BOT 방식으로 최소운영수익(MTG)를 보장받는다. DL이앤씨 지분율은 25%다(튀르키예 현지 법인 2곳 각 25%, SK에코플랜트 25%). 차나칼레 법인을 통해 DL이앤씨는 2025년에만 3분기 누적 121억원의 지분법이익을 기록하였으며, MTG 방식의 특성상 매년 150~300억원대의 안정적 지분법 이익이 기대된다.

흡플러스 5개점(울산의정부PFV, 인천인하PFV, 대전문화PFV, 전주완산PFV)은 각각 울산 남구점, 전주완산점, 의정부점, 대전문화점, 인하점으로 2021년 DL이앤씨와 대림이 최대주주(합산 94.5%)로 있는 각 PFV가 총 7,000여억원에 매입한 것이다. 이 가운데 DL이앤씨의 납입 자본금은 1,000억원 수준이며(대림 1,000여억원 추정), PFV의 전체 차입금은 2024년말 기준 5,308억원이다. 2021년 흡플러스 5개점을 매입한 것은 폐점 이후의 개발을 위한 것이었고, 임대료로 이자 비용을 감당하려는 계획이었다. 하지만 개발 계획 대비 흡플러스 폐점은 빨랐고, 2026년 이후의 이자 비용은 임대료가 아닌 PFV가 부담하거나 주요 주주의 추가 출자, 대여금의 가능성도 있다. PF 보증 금액 1,395억원에 대하여 일부 대위변제, 충당금 설정 가능성도 존재한다. 다만 흡플러스의 입지 특성상(주요 상업시설) 개발 계획이 장기간 지체되거나 사업성이 크게 훼손될 가능성은 적을 것으로 판단한다.

효제PFV는 종로5가역 인근 효제동 소재 7,149m<sup>2</sup>에 지하 7층~지상 12층 규모의 오피스 2개동을 건설하는 사업으로 2027년 준공 목표에 총 연면적은 76,985m<sup>2</sup>다. 효제PFV는 2020년 해당 필지를 평당 1억387만원, 총 2,073억원에 매입하였으며, DL이앤씨는 효제PFV의 자본금 250억원 중 165억원을 출자하여 66%의 지분을 보유하고 있다. DL이앤씨는 효제동 오피스 개발 사업의 시공도 맡았으며, 시공 금액은 2,100여억원이다. 현재 CBD의 오피스 거래가격은 평당 3,300여만원 수준으로 이를 효제동 오피스에 대입하면 준공 시 약 7,000~7,500여억원의 자산 가치를 기대할 수 있다. DL이앤씨는 효제PFV를 관계기업으로 설정하여 도급 매출액과 마진도 인식할 수 있다. 준공 시에는 해당 오피스의 66% 지분을 소유하게 된다. 만약 오피스를 매각한다면 이자비용과

기타부대비용을 감안 시 30%대의 프로젝트 마진을 기대할 수 있을 것으로 예상된다(총사업비 5,000억원 이상).

루오마 유한회사의 경우 2020년 설립한 IMM인베스트먼트의 종속 투자법인으로 중국 수처리 회사를 투자하는 법인이다. 루오마 유한회사의 최초 자본금 495억원 중에 DL이앤씨는 185억원을 출자하여 지분율 29%를 확보했다. 대표적으로 루오마 유한회사가 투자한 Jiangsu United Water(603291 SH)는 시가총액은 약 0.9조원으로 루오마 유한회사의 100% 자회사 UW Holdings가 지분율 3~10% 보유하고 있는 것으로 추정된다. 3Q25 기준 루오마의 장부가액은 585억원은 시가 평가와 근접하며 지분 매각을 지속하고 있어 현금 유입이 예상된다.

표3. DL이앤씨 관계기업 및 공동기업주식

법인	법인소재지	영업활동	지분율(%)	장부가액(십억원)
Canakkale Highway and Bridge Construction	튀르키예	토목업	25.00	356.9
루오마 유한회사	대한민국	기타 금융 투자업	28.79	58.5
울산의정부PFV	대한민국	부동산개발업	50.00	48.0
인천인하PFV	대한민국	부동산개발업	50.00	26.0
송파복정역레이어드시티 PFV	대한민국	부동산개발업	42.10	19.1
대전문화PFV	대한민국	부동산개발업	50.00	17.2
전주완산PFV	대한민국	부동산개발업	50.00	12.3
효제PFV	대한민국	부동산개발업	66.00	6.5
기타				56.1
<b>합계</b>				<b>600.7</b>

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림1. 효제PFV 개요

효제PFV	
DL이앤씨 지분율	66%(출자금 165억원)
사업 내용	지하 7층 ~지상 12층 오피스 2개동
사업 위치	효제동 67-2 등
연면적	76,985m <sup>2</sup> (2.3만평)
토지비	2,073억원
시공비	2,138억원(DL이앤씨 도급)
PF 채무	4,500억원

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표4. 흠플러스 4개 법인 개요

토플러스 PFV	
법인	울산의정부, 인천인하, 대전문화, 전주완산 PFV
DL이앤씨 지분율	47.5%(출자금 1,000여억원)
사업 내용	토플러스 부지 개발
토지비	7,000여억원
차입금(2024년말)	5,308억원

자료: Dart, iM증권 리서치본부

## 재고자산(용지) 8,950억원, 부동산 턴어라운드 시 부각될 것

3Q25말 연결 기준 DL이앤씨의 재고자산은 8,950억원에 달한다. 건설업에서의 재고자산은 디벨로퍼 사업을 하기 위해 매입한 투자 용지가 대부분이다. DL이앤씨가 보유한 토지는 대표적으로 오산 세마 필지 4,062억원(장부가 기준), 인천 검단 1,921억원, 포항 장성 594억 등이다.

해당 필지들은 인허가 지연, 분양 사업성 저하 등으로 용지 상태로 남아있는 것이 대부분이다. 하지만 주택 사업 개발을 위한 매입한 토지는 그 토지의 특성상 매입가액 대비 실제 공정가치가 크게 하락할 리스크는 제한적이다. 따라서 DL이앤씨의 보유 토지의 장부가액(8,950억원)도 기업 가치 산정에 반영될 수 있고, 향후 용지가 실제 개발되면 영업 실적에 기여할 것이다.

오산 세마 지구 개발 사업은 경기도 오산시 양산동 580번지에 공동주택 5,000세대 이상을 개발하는 사업으로 DL이앤씨가 2006년부터 추진했지만 인허가 등 이슈로 사업이 장기간 멈춰 있는 상황이다. 해당 용지의 장부가는 4,062억원이며 DL이앤씨는 해당 법인에 6,200여억원의 대여금이 잡혀 있다. 아직 해당 지역은 지자체의 지구단위계획도 지정되지 않아 프로젝트 재개 시점은 현재로서는 예상하기 어렵다. 하지만 현재 법인의 차입금 대부분(7,200억 중 6,200억원)을 DL이앤씨가 차지하고 있어 오산 세마 관련 현금흐름표상의 이자 비용 효과는 미미한 수준이며 2016년 이후 누적 충당금을 3,000억원 이상을 쌓아 해당 프로젝트의 손실도 크게 반영한 상황이다. 장부가 대비 평당 가격은 283만원 수준이다.

표5. DL이앤씨 소유 토지 목록

용지 목록	금액(장부가액)
경기도 오산시 양산동(오산랜드마크개발)	4,062억원
인천 왕길동 검단 지구(DL이앤씨)	1,921억원
경상북도 포항시 북구 장성동 침촌지구(DL이앤씨)	594억원
경기도 김포시 사우동 등(DL건설)	1,406억원
기타	922억원
<b>합산</b>	<b>8,905억원</b>

자료: Dart, iM증권 리서치본부

### 미착공 PF 자기자본 대비 11%, 사업장 고려 시 부실 위험도는 매우 낮음

2025년 11월말 기준 DL이앤씨의 PF 총 채무 보증금액은 1.1조원이다. 이 중 미착공 현장에 대한 보증은 5,637억원이다. 미착공 PF 기준 보증 금액의 자기자본 대비 비율은 11.1%로 대형 건설업체 중 가장 낮다. 보수적인 경영 기조로 PF 우발채무 리스크는 제한적이다.

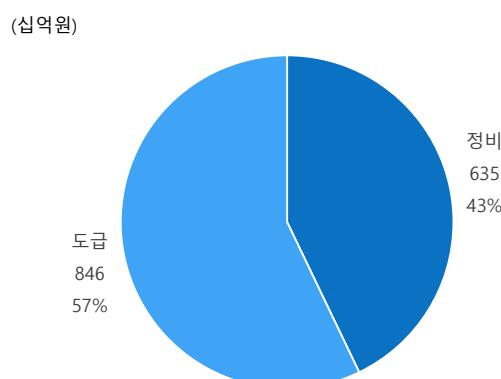
미착공 PF 5,687억원 중 광역시 현장에 대한 보증금액은 4,145억원, 기타 지방은 1,492억원으로 구분된다. 이 중 가장 큰 보증 금액을 제공한 사업장은 대전 세아백화점 부지 개발사업(보증한도 2,600억원, 지하 4층 ~ 지상 43층, 4개동, 538세대)으로, DL이앤씨가 시행사 투게더대전문화PFV의 43.48%를 보유하는 준자체사업이다. 해당 개발 사업은 2025년 8월 대전시로부터 지구단위계획 변경을 득했고(용적률 400% → 700%), 2026년 인허가를 마무리하고 착공은 2027년 하반기로 예정되어 있다.

다음으로 큰 보증을 제공한 사업장은 부산 해운대구 공동주택 개발(해운대구 중동 256-6 일대)로 1,140억원의 보증을 제공하고 있다. 해당 사업은 지하 5층 ~ 지상 44층의 559세대의 주상복합을 개발하는 프로젝트로 지구단위계획 승인을 득했다. 2026년 중 인허가를 마치고 하반기 착공하는 것을 목표로 하고 있다.

홈플러스 5개점(울산 남구점, 전주완산점, 의정부점, 대전문화점, 인하점)에 대하여 총 1,395억원의 보증을 제공하고 있다. 폐점 이후 본격적인 개발 이전까지 DL이앤씨는 홈플러스 5개점 법인에 대하여 추가 대여금 제공이나 일부 PF 채무를 인수할 수 있다. 다만 홈플러스의 입지 특성상(주요 상업시설) 개발 계획이 장기간 지체되거나 사업성이 훼손될 가능성은 적을 것으로 판단한다.

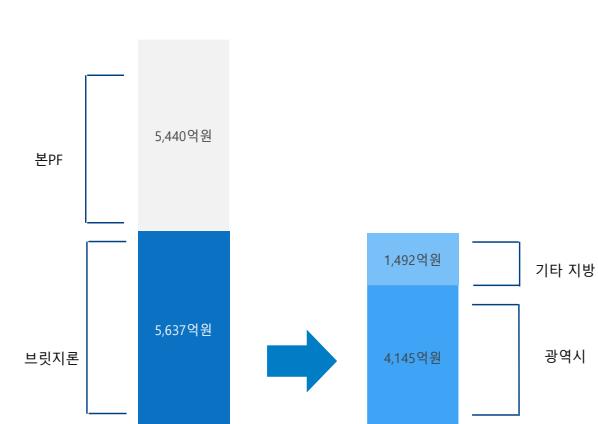
3Q25말 미분양 세대수는 DL이앤씨(별도) 1,047세대, DL건설 333세대로 Exit 분양률(공사비 회수)을 미달한 사업장은 별도 416세대로 미분양 리스크도 낮다.

그림2. DL이앤씨 PF 채무 보증



자료: DL이앤씨, iM증권

그림3. DL이앤씨 도급 PF. 우발 채무 구분



자료: DL이앤씨, iM증권

### 최대주주의 낮은 지배력, 행동주의 펀드 타겟 가능성

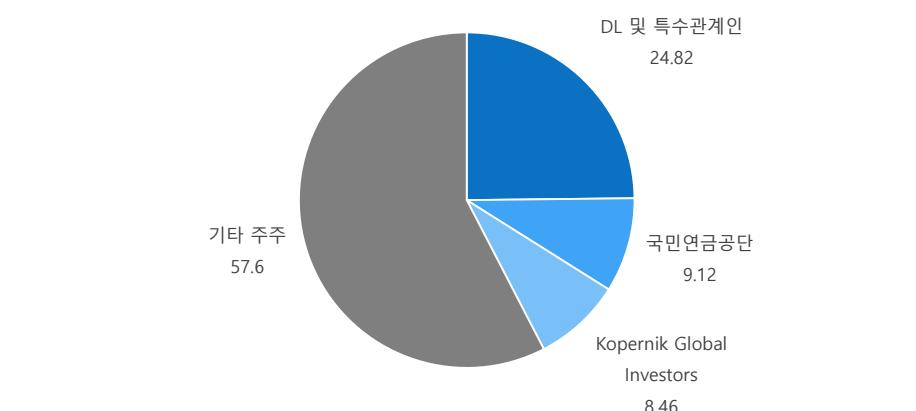
2021년 인적분할 이전 대림산업은 행동주의 펀드들에게 지속적으로 타겟이 되었다. 낮은 주주환원, 비핵심 자회사 및 보유 부동산에 대한 투자자들의 불만이 있었다. 2017년 2월 텁플턴자산운용은 대림산업의 지분 7.09%를 확보하면서 ‘소수주주권 행사 등을 통해 경영에 영향을 미칠 수 있다’고 공시한 바 있다. 2019년 9월에는 KCGI가 대림산업의 최대주주 대림코퍼레이션(비상장사)의 지분 32.65%를 확보하기도 했다. 당시 KCGI는 대림산업이 자산배분의 비효율성과 낮은 주주환원율을 지적한 바 있다. 이후 대림산업은 일부 제안을 받아들여 2020년 11월 대림산업을 지주 회사(DL), 유화 사업(DL케미칼), 건설 회사(DL이앤씨)를 분할하였다.

현재의 DL이앤씨도 1) 최대주주의 낮은 지배력 2) 낮은 부실 위험과 그에 반해 높은 현금성자산의 보유, 3) 보수적인 주주환원정책(2024~2026년, 순이익 10% 배당, 15% 자사주매입), 4) 환금성 높은 비핵심자산(투자부동산) 보유는 행동주의 펀드들이 충분히 개입을 유도할 만한 사안들이라고 판단한다.

현재 DL이앤씨의 최대주주는 DL 및 특수관계인으로 현재 24.82%(DL 23.15%)를 보유하고 있다. 2대주주는 국민연금으로 3Q25말 기준 9.12%를 보유하고 있다. 그 다음으로는 Kopernik Global로 지분 8.46%를 보유하고 있다. Kopernik Global은 AUM 51억달러의 미국의 자산운용사로 장기 보유, 가치 투자의 투자 철학을 지니고 있다. DL이앤씨는 DL 및 특수관계인을 제외한 5% 이상의 기관 지분만 17.58%에 달한다.

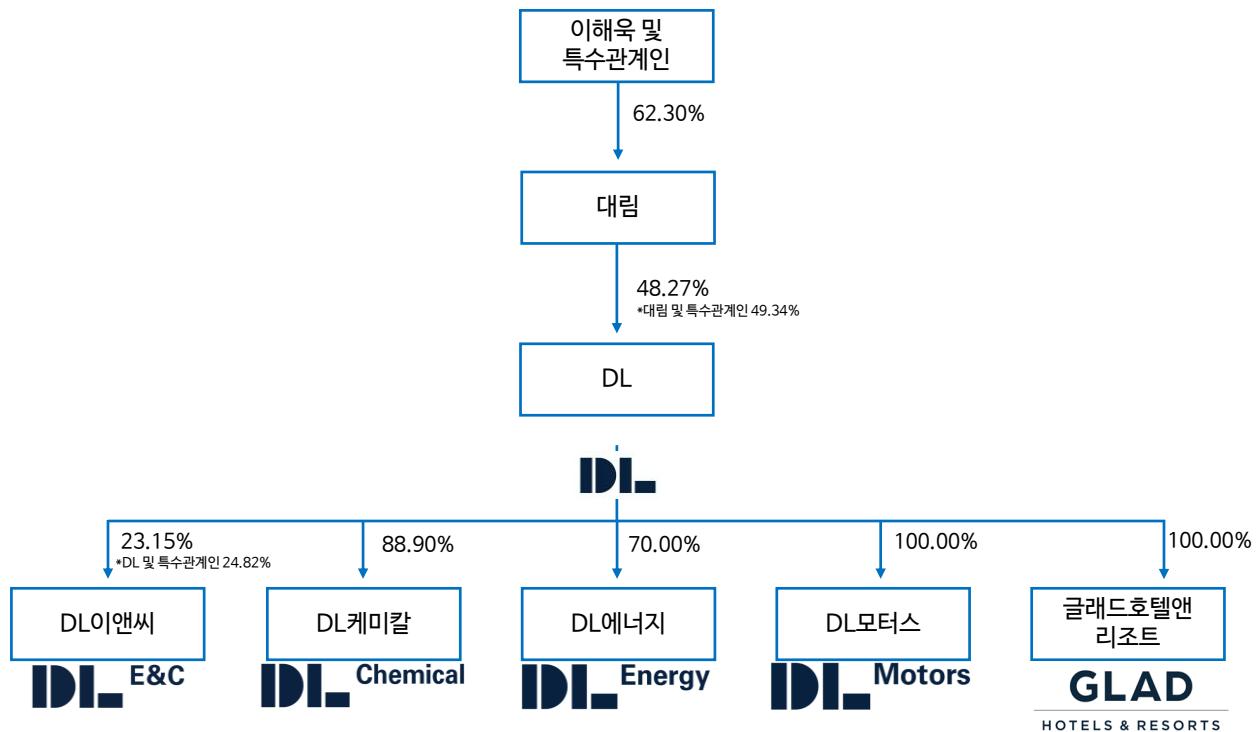
회사 분할 이전 2019~2020년 대림산업 시가총액은 3~4조원 수준이었으며, 당시 대림산업의 최대주주(대림코퍼레이션)은 비상장사로 투자자의 접근이 어려웠으나, 현재 DL이앤씨의 시가총액은 1.6조원에 불과하고 최대주주의 지배력이 약한 것을 감안 시 충분히 행동주의 펀드의 타겟이 될 수 있다고 판단한다.

그림4. DL이앤씨 주주 현황(%)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림5. DL그룹 지배구조



자료: Dart, iM증권 리서치본부

2026년 영업이익 4,844억원(+24.2% YoY) 전망

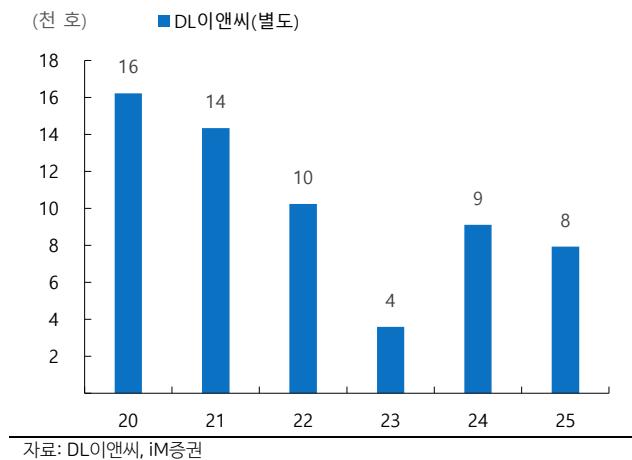
연결 기준 DL이앤씨의 2026년 매출액은 7.3조원(-5.2% YoY), 영업이익 4,844억원(+24.2% YoY)를 전망한다. 주택 부문의 매출 증가 및 마진 상승으로 2026년 안정적인 영업이익 증가가 예상된다.

DL이앤씨(별도+해외법인)의 2026년 매출액은 5.5조원(-7.4% YoY), 영업이익 4,160억원(+21.9% YoY)가 예상된다. 별도 주택/건축의 경우 매출 2.9조원(+9.3% YoY), GPM 15%(+1.1%p)가 예상된다. 주택 착공 2021년 1.4만세대, 2022년 1.0만세대의 준공이 다다르고, 2023년 착공이 부진하며(3,601세대), 2025년 주택/건축 매출액은 크게 감소(-10.1%)하나, 2024년 0.9만세대, 2025년 0.8만세대(예정)로 착공이 반등하며 2026년 다시 주택/건축 매출액의 증가가 예상(9.3% YoY)된다. GPM의 경우에도 2021~2022년 착공 현장의 매출 기여가 줄어들며 2025년 이미 크게 반등(13.9%, +4.6%p)했으며, 2026년에도 15%의 GPM이 예상된다. 2026년 플랜트 매출액은 1.9조원(-27.3% YoY), GPM 14.4% 예상된다. S-oil 샤큰 프로젝트, 미국 GTPP, 싱가포르 Kais CCPP 등 대형 현장 준공으로 2026년 매출액은 큰 폭으로 감소할 예정이다. 수익성의 4Q25 국내 플랜트 현장의 대손충당금을 선제적으로 반영하며 다시 14%대의 양호한 수익성이 예상된다.

DL건설의 2026년 매출액은 1.8조원(+2.1% YoY), 영업이익은 690억원(+27.7% YoY, OPM 3.9%)가 예상된다. 2023~2025년 착공 실적은 다소 부진했으나(2023년 2,575세대, 2024년 3,907세대, 2025년 4,005세대), 2025년의 착공 가이던스 4,005세대 2Q25에 빠르게 달성하며, 외형은 전년 수준을 충분히 달성할 것으로 예상된다. 수익성은 2025년 달성한 주택/건축 부문의 수익성을 2026년에도 유지하고(GPM 14.4%), 2025년 토목 부문의 일회성 요인을 제외하고 경상적 마진(GPM 6.2%)으로 회귀한다는 가정하에 전사 OPM이 전년대비 0.8%p 소폭 상승한 3.9%로 추정한다.

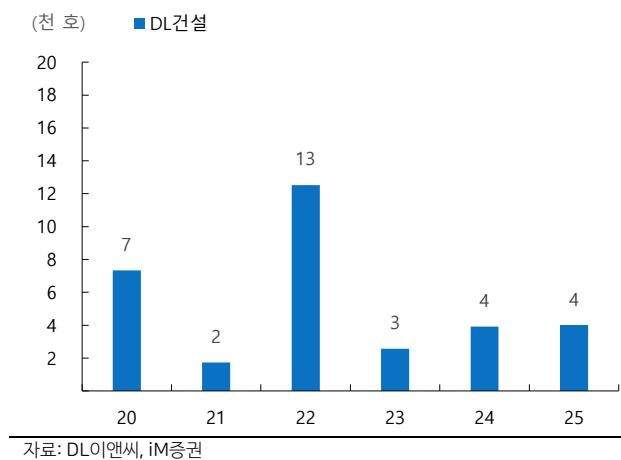
2026년 이후의 DL이앤씨의 실적의 변수는 플랜트 수주다. 보수적인 플랜트 수주 기조로 2025년 수주가 매우 부진했고(3Q25 누적 1,415억원), 유의미한 수주가 없다면 2026년 이후의 플랜트 매출액은 감소 추세가 이어질 것으로 예상된다. 현재 중동과 유럽에서 각각 조단위의 플랜트 수주를 추진하고 있으며, 이를 달성 시 2027년 다시 매출 증가 추이를 그릴 수 있다. 추가적으로 러시아, 우크라이나 전쟁 종전 시 플랜트 부문에 수혜가 기대된다. DL이앤씨는 2021년 러시아에서 다수의 플랜트 파이프라인을 보유하고 있었으며, 실제 2021년 러시아 Baltic PE/LAO의 공사를 수주(도급액 2.3조원) 하기도 했다. 전쟁 여파로 현재 Baltic PE/LAO의 공사 진행 속도가 더딘 상황으로 종전 시 매출 인식 속도의 상승도 기대할 수 있다.

그림6. DL이앤씨(별도) 착공 추이 및 가이던스



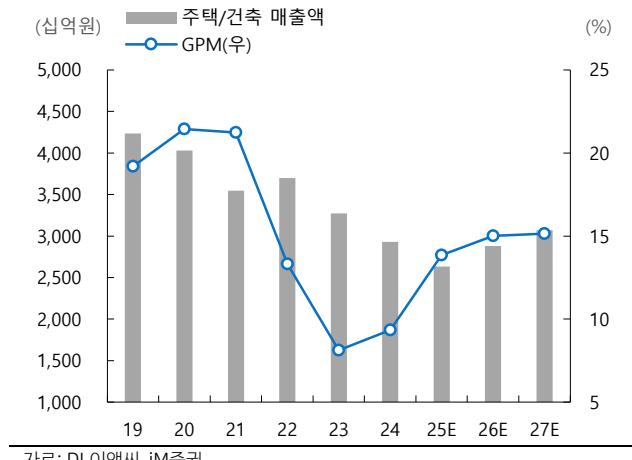
자료: DL이앤씨, iM증권

그림7. DL건설 착공 추이 및 가이던스



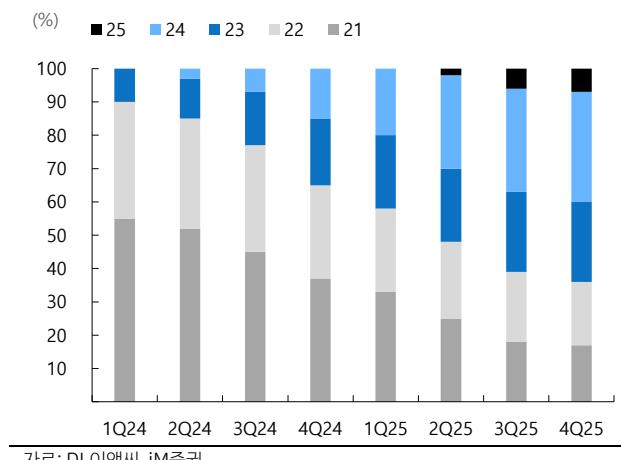
자료: DL이앤씨, iM증권

그림8. DL이앤씨(별도) 주택/건축 매출액 추이 및 전망



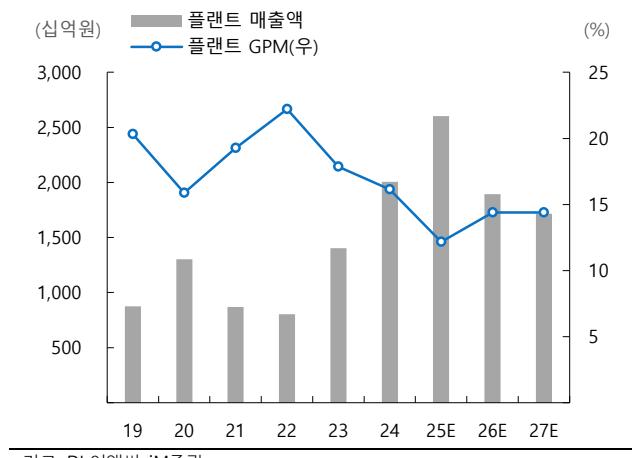
자료: DL이앤씨, iM증권

그림9. DL이앤씨(별도) 연도별 착공 매출 비중 가정



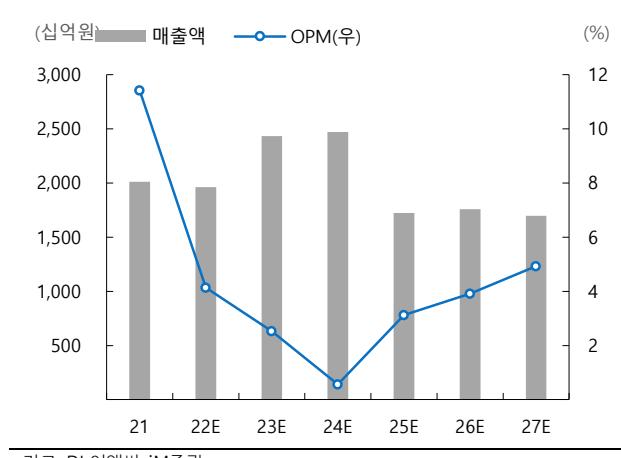
자료: DL이앤씨, iM증권

그림10. DL이앤씨(별도+해외법인) 플랜트 매출액 추이 및 전망



자료: DL이앤씨, iM증권

그림11. DL건설 매출액 및 OPM 추이



자료: DL이앤씨, iM증권

표 6. DL 이앤씨 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,808	1,991	1,907	1,999	1,918	1,814	1,774	1,796	8,318	7,705	7,301	7,416
YoY	-4.4	-3.8	-0.6	-18.0	6.1	-8.9	-7.0	-10.1	4.1	-7.4	-5.2	1.6
DL이앤씨(법인포함)	1,344	1,556	1,537	1,549	1,461	1,394	1,362	1,326	5,856	5,986	5,543	5,718
YoY	4.1	11.2	13.8	-14.7	8.7	-10.4	-11.3	-14.4	4.6	2.2	-7.4	3.2
주택/건축	574	659.2	686	716	658	698.7	729	794	2,932	2,635	2,879	3,070
YoY	-14.8	-7.8	7.5	-20.8	14.7	6.0	6.3	10.8	-10.4	-10.1	9.3	6.6
토목	193	190	152	214	221	169	202	179	918	748	771	931
YoY	-3.4	-14.9	-33.1	-20.6	14.8	-11.0	33.3	-16.4	0.2	-18.6	3.1	20.8
플랜트	578	707	699	619	582	526	431	354	2,006	2,603	1,893	1,716
YoY	38.2	53.5	44.0	-3.6	0.6	-25.6	-38.3	-42.8	42.9	29.8	-27.3	-9.3
DL건설	467	438	368.5	450	457	420	411.2	470	2,469	1,723	1,759	1,698
YoY	-21.9	-34.9	-35.3	-28.6	-2.0	-3.9	11.6	4.4	1.5	-30.2	2.1	-3.4
매출총이익	193	254	257	218	248	245	235	242	846	921	970	967
YoY	6.7	51.5	22.2	-24.2	28.3	-3.4	-8.3	10.9	8.1	8.9	5.3	-0.3
매출총이익률	10.7	12.7	13.5	10.9	12.9	13.5	13.3	13.5	10.2	12.0	13.3	13.0
주택/건축(별도)	53	84	119	109	96	108	110	118	274	365	432	465
토목(법인포함)	20	17	-14	19	13	8	9	8	73	41	38	45
플랜트(법인포함)	67	108	98	43	85	77	61	49	324	317	272	247
DL건설	51	45	51	47	54	53	55	66	166	194	227	211
주택/건축 GPM	9.3	12.8	17.4	15.2	14.6	15.4	15.1	14.9	9.3	13.9	15.0	15.1
토목 GPM	10.2	8.8	-9.5	8.9	5.9	4.5	4.6	4.7	7.9	5.5	5.0	4.8
플랜트 GPM	11.6	15.2	14.1	7.0	14.7	14.7	14.1	13.9	16.1	12.2	14.4	14.4
DL건설 GPM	11.0	10.2	13.9	10.4	11.8	12.5	13.4	13.9	6.7	11.3	12.9	12.4
판매관리비	112	128	140	152	126	116	124	120	575	531	485	493
판관비율	6.2	6.4	7.3	7.6	6.6	6.4	7.0	6.7	6.9	6.9	6.6	6.6
영업이익	81	126	117	66	122	130	111	122	271	390	484	475
YoY	33.0	287.5	40.1	-29.8	50.5	2.7	-5.1	85.0	-18.1	43.9	24.2	-2.0
영업이익률	4.5	6.3	6.1	3.3	6.4	7.1	6.2	6.8	3.3	5.1	6.6	6.4
DL이앤씨(법인포함)	59	103.5	117	57	106	114.5	96	98	257	336	416	391
DL건설	22	23	0	9	16	15	14	24	14	54	69	84
영업외손익	-38	-102	34	8	-2	2	6	8	83	-98	15	25
세전이익	43	25	150	74	120	132	117	130	354	292	499	499
순이익	30	8	126	54	87	96	85	94	229	219	362	362
지배주주순이익	30	8	126	54	87	96	85	94	229	219	362	362
YoY	16.4	-79.6	179.0	-54.0	186.7	1,054	-32.7	74.9	13.4	-4.5	65.3	0.1
지배주주순이익률	1.7	0.4	6.6	2.7	4.5	5.3	4.8	5.3	2.8	2.8	5.0	4.9

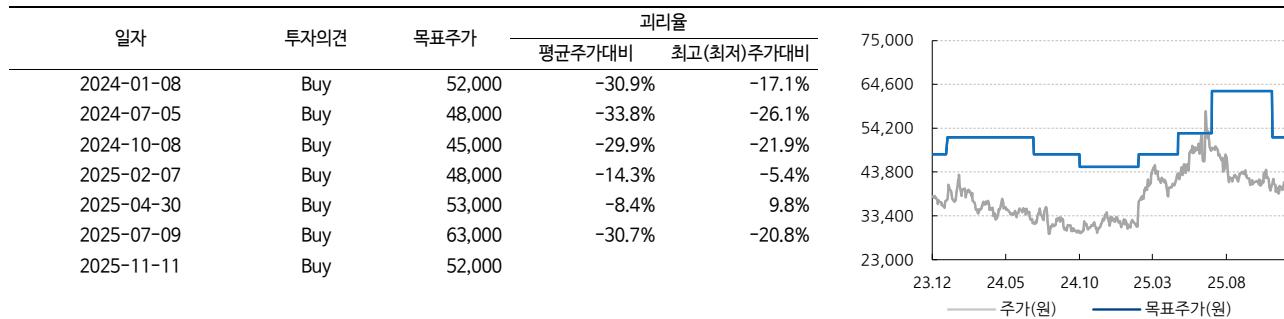
자료: Dart, iM증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,006	5,939	6,204	6,653	매출액	8,318	7,705	7,301	7,416
현금 및 현금성자산	1,864	1,794	2,026	2,279	증가율(%)	4.1	-7.4	-5.2	1.6
단기금융자산	299	283	283	283	매출원가	7,473	6,784	6,332	6,448
매출채권	1,649	1,664	1,818	1,923	매출총이익	846	921	970	967
재고자산	921	925	859	909	판매비와관리비	575	531	485	493
비유동자산	3,707	3,849	4,003	4,062	연구개발비	43	40	38	38
유형자산	36	36	36	36	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	29	21	17	13	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	9,712	9,788	10,207	10,715	영업이익	271	390	484	475
유동부채	3,855	4,124	4,197	4,483	증가율(%)	-18.1	43.9	24.2	-2.0
매입채무	1,054	677	706	741	영업이익률(%)	3.3	5.1	6.6	6.4
단기차입금	160	250	250	250	이자수익	106	131	154	154
유동성장기부채	70	414	594	773	이자비용	54	49	51	51
비유동부채	1,012	608	608	488	자분법이익(손실)	-8	23	16	-
사채	419	176	176	176	기타영업외손익	-45	-132	-104	-96
장기차입금	428	267	267	147	세전계속사업이익	354	292	499	499
부채총계	4,867	4,733	4,806	4,971	법인세비용	125	73	137	137
지배주주지분	4,846	5,055	5,402	5,744	세전계속이익률(%)	4.3	3.8	6.8	6.7
자본금	229	229	229	229	당기순이익	229	219	362	362
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	순이익률(%)	2.8	2.8	5.0	4.9
이익잉여금	1,076	1,272	1,604	1,933	지배주주귀속 순이익	229	219	362	362
기타자본항목	-16	-16	-16	-16	기타포괄이익	-111	-5	-5	-5
비지배주주지분	-	0	0	0	총포괄이익	118	214	357	357
자본총계	4,846	5,055	5,402	5,744	지배주주귀속총포괄이익	118	214	357	357
현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	188	202	391	442	주당지표(원)				
당기순이익	229	219	362	362	EPS	5,924	5,656	9,350	9,358
유형자산감가상각비	-	-	-	-	BPS	125,233	132,625	141,200	149,266
무형자산상각비	9	6	5	4	CFPS	6,164	5,804	9,470	9,452
지분법관련손실(이익)	-8	23	16	-	DPS	540	700	800	800
투자활동 현금흐름	-167	-236	-261	-164	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-10	-11	-15	-15	PER	5.4	7.3	4.4	4.4
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	-15	16	-	-	PCR	5.2	7.1	4.3	4.3
재무활동 현금흐름	-192	7	150	26	EV/EBITDA	0.6	1.3	1.2	1.2
단기금융부채의증감	-	124	18	18	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-404	-	-120	ROE	4.7	4.3	6.6	6.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.3	6.1	7.1	6.8
배당금지급	-22	-23	-29	-34	부채비율	100.4	93.6	89.0	86.5
현금및현금성자산의증감	-140	-71	233	252	순부채비율	-22.4	-19.2	-18.9	-21.2
기초현금및현금성자산	2,004	1,864	1,794	2,026	매출채권회전율(x)	5.6	4.7	4.2	4.0
기말현금및현금성자산	1,864	1,794	2,026	2,279	재고자산회전율(x)	8.9	8.3	8.2	8.4

자료 : DL이앤씨, iM증권 리서치본부

## DL이앤씨 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%