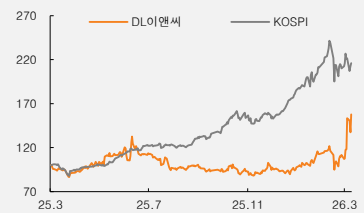


| 투자 의견(유지)     | 매수         |
|---------------|------------|
| 목표주가(상향)      | ▲ 102,000원 |
| 현재주가(26/3/25) | 69,300원    |
| 상승여력          | 47.2%      |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(25F, 십억원)           | 387      |
| Consensus 영업이익(25F, 십억원) | -        |
| EPS 성장률(25F, %)          | 72.4     |
| MKT EPS 성장률(25F, %)      | 36.0     |
| P/E(25F, x)              | 4.5      |
| MKT P/E(25F, x)          | 19.3     |
| KOSPI                    | 5,642.21 |
| 시가총액(십억원)                | 2,681    |
| 발행주식수(백만주)               | 39       |
| 유동주식비율(%)                | 72.2     |
| 외국인 보유비중(%)              | 25.3     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.84     |
| 52주 최저가(원)               | 38,000   |
| 52주 최고가(원)               | 69,300   |

| (%)  | 1M   | 6M   | 12M   |
|------|------|------|-------|
| 절대주가 | 33.3 | 68.0 | 68.2  |
| 상대주가 | 43.7 | 3.4  | -22.0 |



[건설/건자재, 철강]

김기룡  
kiryoung.kim@miraeeasset.com

375500 · 건설

## DL이앤씨

### 원전 밸류체인의 성과와 기대감

#### 엑스에너지와 SMR 표준화 설계 계약 체결

동사는 지난 2023년 미국 SMR 제조사인 엑스에너지 전환사채에 약 2,000만 달러를 투자해 현재 약 1%의 지분을 보유하고 있다. 엑스에너지는 현재 4세대 소형모듈원전(SMR) 모델을 개발 중이며 DL이앤씨는 기술 개발에 협력하며 설계 표준화 작업을 추진 중이다. 전일 주가 급등은 엑스에너지와 약 150억원 규모의 SMR 표준화 설계 계약 체결에 기인하며 국내 건설사의 SMR 표준화 첫 설계 참여의 의미를 지닌다. 엑스에너지는 현재 기업공개를 추진 중이다.

대형 원전 분야에서는 과거 대림산업 시절 국내 한빛 5, 6호기, 신고리 1, 2호기에서 비주관사 시공에 참여한 경험이 있다. 다만, 2012년 신고리 2호기 참여를 마지막으로 10년 이상 경과되었다. 현재 원전 투입 가능 인력은 SMR 약 30명, 플랜트 내 발전설계 인력 등이 대상이다.

#### 이란, 러시아의 경쟁력. 단기 성과는 제한적, 재건 참여 가능성은 긍정적

과거, 이스파한 등 다수의 프로젝트 수행으로 쌓아온 동사의 이란 시장 내 경쟁력은 경제 제재와 최근 분쟁 사태로 발휘되지 못하고 있다. 동사에게는 제2의 이란 시장으로 추진했던 러시아 역시 분쟁을 겪고 있는 상황이다. 단기간 내 해당 국가에서의 (추가) 수주는 제한적일 것으로 예상하나, 역으로 전쟁 종료 이후 재건 사업이 본격화되는 시기에는 수주 경쟁력을 발휘할 수 있는 가능성이 상존한다. 2026년, 해외 부문에서는 하반기 비중동 지역의 비료 공장(1조원 이상) 수주 여부가 가이던스 달성에 중요한 결과가 될 전망이다.

#### 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 기존 57,000원에서 102,000원으로 상향

DL이앤씨에 대한 투자 의견 매수를 유지하나, 목표주가는 섹터 멀티플 상향 요인을 반영해 기존 57,000원에서 102,000원(Target PBR 0.45x → 0.8x, 국내 원전 Peer 대비 할인율 적용)으로 79% 상향 제시한다. 2026년 실적 기대감은 외형 축소 여파로 크지 않을 것으로 예상하는 반면, 주가는 섹터 원전 기대감이 유효한 가운데 미국 엑스에너지와 협업의 점진적 가시성 확대는 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 3차 상법개정안 시행과 더불어 약 2.9%에 달하는 자사주 소각 여부 역시 주가의 긍정적 변수로 작용할 수 있는 요인이다.

| 결산기 (12월)  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 7,991 | 8,318 | 7,402 | 7,249 | 7,339 |
| 영업이익 (십억원) | 331   | 271   | 387   | 432   | 460   |
| 영업이익률 (%)  | 4.1   | 3.3   | 5.2   | 6.0   | 6.3   |
| 순이익 (십억원)  | 188   | 229   | 396   | 322   | 374   |
| EPS (원)    | 4,377 | 5,348 | 9,217 | 7,494 | 8,709 |
| ROE (%)    | 4.1   | 4.8   | 7.8   | 6.0   | 6.7   |
| P/E (배)    | 8.2   | 6.0   | 4.5   | 9.2   | 8.0   |
| P/B (배)    | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.5   | 0.5   |
| 배당수익률 (%)  | 1.4   | 1.7   | 1.7   | 1.4   | 1.7   |

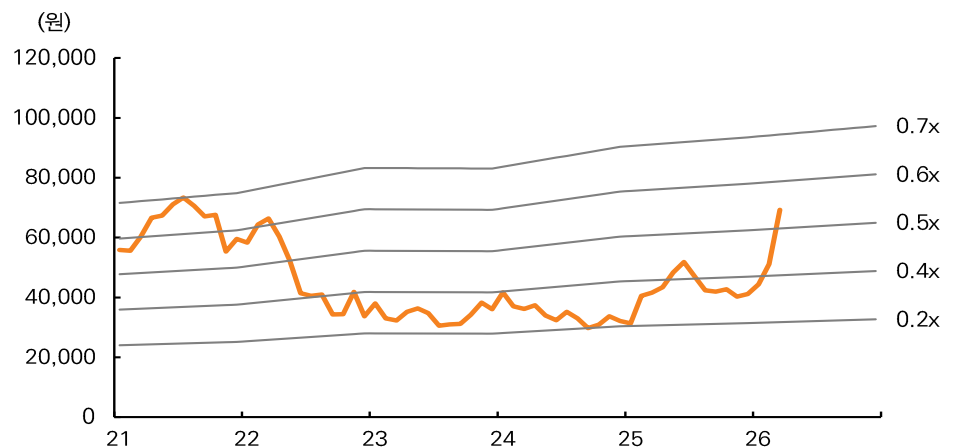
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. DL이앤씨 국내 원전 시공 참여 프로젝트 요약 [대림산업은 DL이앤씨의 전신]

|          | 한빛 5호기              | 한빛 6호기               | 신고리 1호기                | 신고리 2호기                |
|----------|---------------------|----------------------|------------------------|------------------------|
| 원자로형     | 가압 경수로형(OPR1000)    | 가압 경수로형(OPR1000)     | 가압 경수로형(OPR1000)       | 가압 경수로형(OPR1000)       |
| 용량       | 1,000MW             | 1,000MW              | 1,000MW                | 1,000MW                |
| 공사기간     | 1996년 9월 ~ 2002년 5월 | 1996년 9월 ~ 2002년 12월 | 2005년 1월 ~ 2011년 2월    | 2005년 1월 ~ 2012년 7월    |
| 설계       | 한국전력기술              | 한국전력기술               | 한국전력기술                 | 한국전력기술                 |
| 설비공급     | 두산중공업               | 두산중공업                | 두산중공업                  | 두산중공업                  |
| 시공사(주관)  | 현대건설(73%)           | 현대건설(73%)            | 현대건설(50.2%)            | 현대건설(50.2%)            |
| 시공사(비주관) | 대림산업(27%)           | 대림산업(27%)            | 대림산업(35.8%), SK건설(14%) | 대림산업(35.8%), SK건설(14%) |

자료: DL이앤씨, 한국수력원자력, 한국전력기술, 언론자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. DL이앤씨 12개월 선행 PBR Chart [2021년 인적분할]



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. DL이앤씨 목표주가 산정

(원, 배)

| 항목         | 금액      | 비고                          |
|------------|---------|-----------------------------|
| BPS        | 127,490 | 2026년 추정치 기준                |
| Target PBR | 0.8     | Target PBR (원전 Peer 할인율 적용) |
| 목표주가       | 102,000 | 반올림 적용                      |
| 현재주가       | 69,300  | 3월 25일 종가 기준                |
| % 상승여력     | 47%     |                             |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## DL이앤씨 (375500)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>8,318</b> | <b>7,402</b> | <b>7,249</b> | <b>7,339</b> |
| 매출원가            | 7,473        | 6,502        | 6,303        | 6,363        |
| <b>매출총이익</b>    | <b>845</b>   | <b>900</b>   | <b>946</b>   | <b>976</b>   |
| 판매비와관리비         | 575          | 513          | 514          | 515          |
| <b>조정영업이익</b>   | <b>271</b>   | <b>387</b>   | <b>432</b>   | <b>460</b>   |
| <b>영업이익</b>     | <b>271</b>   | <b>387</b>   | <b>432</b>   | <b>460</b>   |
| <b>비영업손익</b>    | <b>83</b>    | <b>-236</b>  | <b>15</b>    | <b>59</b>    |
| 금융손익            | 52           | 81           | 94           | 101          |
| 관계기업등 투자손익      | -8           | 20           | 26           | 28           |
| 세전계속사업손익        | 354          | 151          | 447          | 519          |
| 계속사업법인세비용       | 125          | -244         | 125          | 145          |
| 계속사업이익          | 229          | 396          | 322          | 374          |
| 중단사업이익          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>229</b>   | <b>396</b>   | <b>322</b>   | <b>374</b>   |
| 지배주주            | 229          | 396          | 322          | 374          |
| 비지배주주           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>118</b>   | <b>450</b>   | <b>214</b>   | <b>262</b>   |
| 지배주주            | 118          | 450          | 214          | 262          |
| 비지배주주           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA          | 356          | 463          | 518          | 550          |
| FCF             | 178          | -111         | 278          | 316          |
| EBITDA 마진율 (%)  | 4.3          | 6.3          | 7.1          | 7.5          |
| 영업이익률 (%)       | 3.3          | 5.2          | 6.0          | 6.3          |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 2.8          | 5.3          | 4.4          | 5.1          |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>6,006</b> | <b>5,874</b> | <b>5,949</b> | <b>6,083</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 1,864        | 1,697        | 1,722        | 1,785        |
| 매출채권 및 기타채권    | 1,522        | 1,536        | 1,549        | 1,563        |
| 재고자산           | 921          | 893          | 898          | 914          |
| 기타유동자산         | 1,699        | 1,748        | 1,780        | 1,821        |
| <b>비유동자산</b>   | <b>3,707</b> | <b>3,813</b> | <b>3,849</b> | <b>3,892</b> |
| 관계기업투자등        | 559          | 561          | 564          | 571          |
| 유형자산           | 36           | 45           | 47           | 51           |
| 무형자산           | 29           | 24           | 28           | 30           |
| <b>자산총계</b>    | <b>9,712</b> | <b>9,687</b> | <b>9,799</b> | <b>9,975</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>3,855</b> | <b>3,765</b> | <b>3,746</b> | <b>3,739</b> |
| 매입채무 및 기타채무    | 1,640        | 1,511        | 1,526        | 1,547        |
| 단기금융부채         | 293          | 741          | 714          | 693          |
| 기타유동부채         | 1,922        | 1,513        | 1,506        | 1,499        |
| <b>비유동부채</b>   | <b>1,012</b> | <b>658</b>   | <b>605</b>   | <b>568</b>   |
| 장기금융부채         | 890          | 538          | 486          | 450          |
| 기타비유동부채        | 122          | 120          | 119          | 118          |
| <b>부채총계</b>    | <b>4,867</b> | <b>4,424</b> | <b>4,351</b> | <b>4,307</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>4,846</b> | <b>5,264</b> | <b>5,448</b> | <b>5,668</b> |
| 자본금            | 229          | 229          | 229          | 229          |
| 자본잉여금          | 3,831        | 3,831        | 3,831        | 3,831        |
| 이익잉여금          | 1,076        | 1,449        | 1,741        | 2,073        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>자본총계</b>    | <b>4,846</b> | <b>5,264</b> | <b>5,448</b> | <b>5,668</b> |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2024        | 2025F       | 2026F       | 2027F       |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>188</b>  | <b>-76</b>  | <b>357</b>  | <b>399</b>  |
| 당기순이익                 | 229         | 396         | 322         | 374         |
| 비현금수익비용가감             | 411         | 21          | 75          | 90          |
| 유형자산감가상각비             | 76          | 69          | 77          | 80          |
| 무형자산상각비               | 9           | 7           | 9           | 10          |
| 기타                    | 326         | -55         | -11         | 0           |
| 영업활동으로 인한 자산및부채의 변동   | -375        | -756        | -25         | -36         |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -408        | -268        | -9          | -6          |
| 재고자산 감소(증가)           | 18          | 28          | -5          | -16         |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | 267         | 582         | 9           | 14          |
| 법인세납부                 | -62         | 183         | -125        | -145        |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-167</b> | <b>-130</b> | <b>-242</b> | <b>-253</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -4          | -35         | -79         | -83         |
| 무형자산감소(증가)            | -2          | -1          | -13         | -13         |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -9          | -30         | -30         | -34         |
| 기타투자활동                | -152        | -64         | -120        | -123        |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-192</b> | <b>-17</b>  | <b>-108</b> | <b>-99</b>  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | -107        | 96          | -79         | -57         |
| 자본의 증가(감소)            | -2          | 0           | 0           | 0           |
| 배당금의 지급               | -22         | -23         | -29         | -42         |
| 기타재무활동                | -61         | -90         | 0           | 0           |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>-140</b> | <b>-168</b> | <b>25</b>   | <b>63</b>   |
| 기초현금                  | 2,004       | 1,864       | 1,697       | 1,722       |
| 기말현금                  | 1,864       | 1,697       | 1,722       | 1,785       |

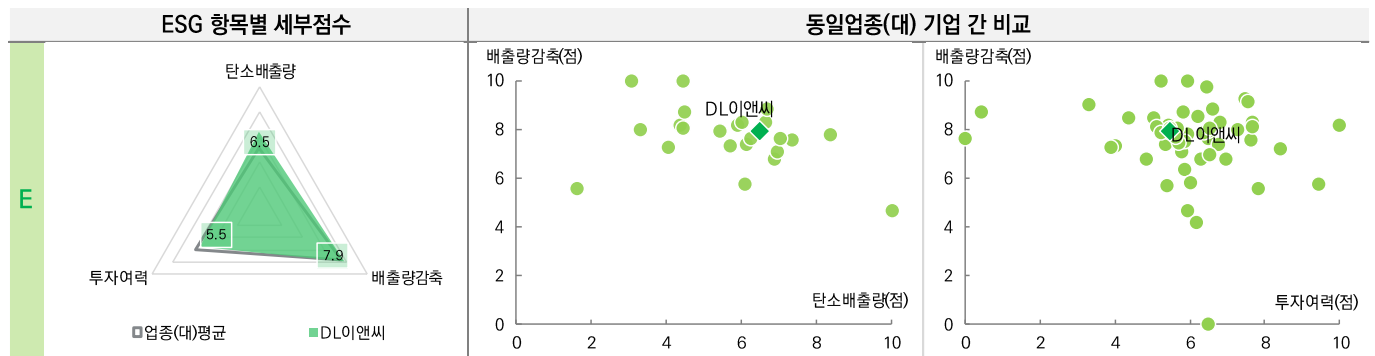
자료: DL이앤씨, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

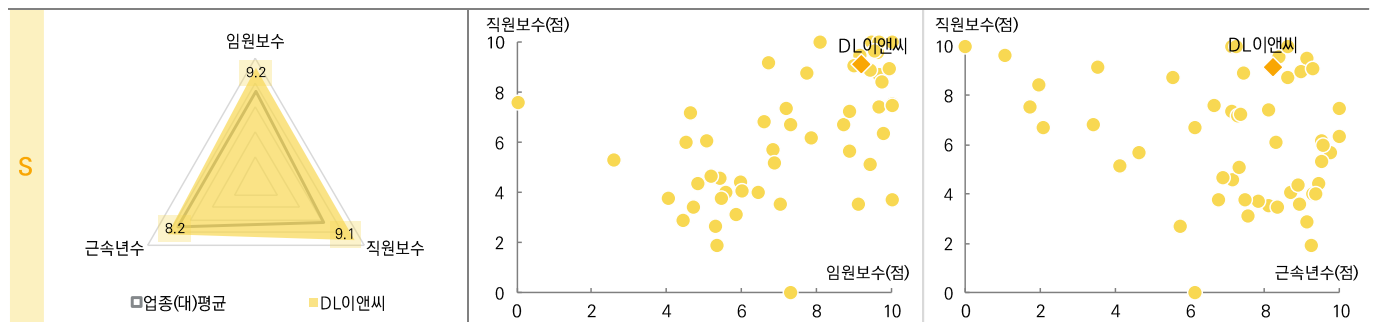
|                 | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 6.0     | 4.5     | 9.2     | 8.0     |
| P/CF (x)        | 2.2     | 4.2     | 7.5     | 6.4     |
| P/B (x)         | 0.3     | 0.3     | 0.5     | 0.5     |
| EV/EBITDA (x)   | 1.0     | 2.1     | 3.8     | 3.3     |
| EPS (원)         | 5,348   | 9,217   | 7,494   | 8,709   |
| CFPS (원)        | 14,928  | 9,716   | 9,247   | 10,815  |
| BPS (원)         | 113,286 | 123,196 | 127,490 | 132,615 |
| DPS (원)         | 540     | 700     | 1,000   | 1,200   |
| 배당성향 (%)        | 9.0     | 6.6     | 11.7    | 12.1    |
| 배당수익률 (%)       | 1.7     | 1.7     | 2.2     | 2.7     |
| 매출액증가율 (%)      | 4.1     | -11.0   | -2.1    | 1.2     |
| EBITDA증가율 (%)   | -15.0   | 30.2    | 11.9    | 6.2     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -18.1   | 42.8    | 11.5    | 6.7     |
| EPS증가율 (%)      | 22.2    | 72.4    | -18.7   | 16.2    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 8.8     | 7.0     | 6.7     | 6.8     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 8.9     | 8.2     | 8.1     | 8.1     |
| 매입채무 회전율 (회)    | 7.1     | 6.3     | 6.2     | 6.2     |
| ROA (%)         | 2.4     | 4.1     | 3.3     | 3.8     |
| ROE (%)         | 4.8     | 7.8     | 6.0     | 6.7     |
| ROIC (%)        | 8.9     | 46.0    | 12.9    | 13.6    |
| 부채비율 (%)        | 100.4   | 84.0    | 79.9    | 76.0    |
| 유동비율 (%)        | 155.8   | 156.0   | 158.8   | 162.7   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -20.2   | -14.1   | -15.8   | -17.7   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 5.0     | 7.8     | 8.0     | 9.4     |

## ESG 레이팅 : DL이앤씨 (375500)

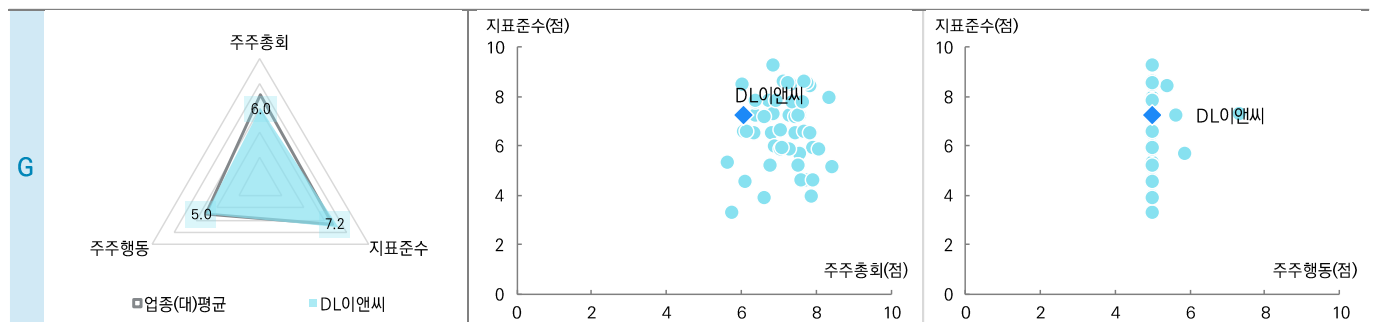
| 종합  |                                                                                           | 세부항목    |     |    |        |     |         |     |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------|---------|-----|----|--------|-----|---------|-----|
| ESG | <p>카본</p> <p>5.7</p> <p>거버넌스</p> <p>5.0</p> <p>인센티브</p> <p>8.9</p> <p>■업종(대)평균 ■DL이앤씨</p> | ESG 점수  | 5.7 | =  | 직전점수   | 5.7 | 업종(대)   | 산업재 |
|     |                                                                                           | ESG 등급  | BBB | =  | 직전등급   | BBB | 업종(중)   | 자본재 |
|     |                                                                                           | 세부항목    | 점수  | 등급 | 가중치(%) |     | 담당자     | 김기룡 |
|     |                                                                                           | 카본(E)   | 5.7 | A  | 40     | =   | 담당자 코멘트 |     |
|     |                                                                                           | 인센티브(S) | 8.9 | AA | 10     | =   |         |     |
|     |                                                                                           | 거버넌스(G) | 5.0 | A  | 50     | =   |         |     |
|     |                                                                                           |         |     |    |        |     |         |     |



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE  
 주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



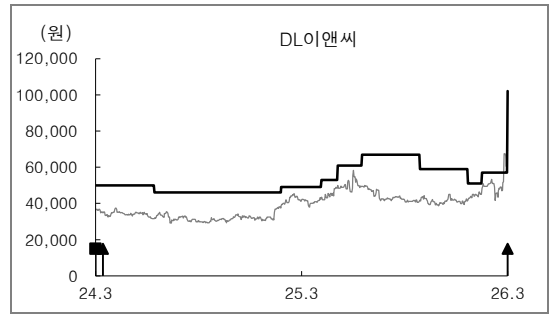
(1) 주주총회 = 주주 인건 종합 반대·가권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율  
 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

| 점수       | 산정식 및 설명                                                           |
|----------|--------------------------------------------------------------------|
| ESG 점수   | ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어) |
| 카본 스코어   | 카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)                           |
| 인센티브 스코어 | 인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수                             |
| 거버넌스 스코어 | 거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수                             |

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 제시일자           | 투자의견        | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|----------------|-------------|---------|--------|------------|
|                |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| DL이앤씨 (375500) |             |         |        |            |
| 2026.03.26     | 매수          | 102,000 | -      | -          |
| 2026.02.09     | 매수          | 57,000  | -9.93  | 21.58      |
| 2026.01.15     | 매수          | 51,000  | -12.87 | -8.82      |
| 2025.10.22     | 매수          | 59,000  | -30.14 | -23.56     |
| 2025.07.11     | 매수          | 67,000  | -34.48 | -25.52     |
| 2025.05.29     | 매수          | 61,000  | -17.21 | -4.59      |
| 2025.04.30     | 매수          | 53,000  | -14.34 | -7.74      |
| 2025.02.18     | 매수          | 49,000  | -15.09 | -7.35      |
| 2024.07.08     | 매수          | 46,000  | -30.61 | -17.28     |
| 2024.04.08     | 매수          | 50,000  | -29.39 | -20.30     |
| 2024.02.02     | Trading Buy | 50,000  | -24.86 | -13.80     |



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

| 기업                                       | 산업                                         |
|------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상    | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상  | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 79.76% | 1.19%           | 19.05% | 0% |

\* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 무단한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.