

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	51,483원
현재주가	39,450원
상승여력	31%

Stock Information

시가총액	14,974억원
발행주식수	3869만주
유동주식비율	67.75%
52주 최고가	44,150원
52주 최저가	28,850원
외국인 지분율	28.72%
KOSPI	2649.52
KOSDAQ	865.03

Valuation Wide

Multiple	2023	2024E	2025E
P/B	0.34	0.45	0.45
MKT P/B	0.56	0.56	0.56

Share Performance

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

Price Trend



KUVIC Research Team 3

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 40기 Senior 오현재
 팀원 40기 Senior 박재현
 40기 Senior 박현제

Who We Are



DL이앤씨 (375500)

건물 사이에 피어난 DL 이앤씨

튼실한 체력과 해외로 뻗어나가는 사업

높은 순현금 확보는 건설사에게 있어서 선순환 역할을 하게 된다. 순현금이 많기에 PF 리스크가 상대적으로 줄어들고, 이를 통한 시행사 확보 및 유리한 조건으로의 자금 조달을 통해 기업의 성장이 이루어지며 이는 주주에게 현재 수준 혹은 그 이상의 환원을 진행하게 한다. DL이앤씨는 충분한 순현금 확보를 통해 **높은 주주환원을 진행하면서도 PF 리스크 없이 사업을 확장할 수 있는 튼실한 체력을 제공한다.**

동사는 국내 부동산 시장의 불확실성을 줄이기 위해 **매출 비중 다변화, 플랜트 사업부 성장을 도모하고 있다.** 동사의 플랜트 사업부 신규 수주는 2.4조 원으로 전년동기대비 154.2% 증가하였으며, 수주잔고 기준 24년도 플랜트 사업부 매출 비중은 3Q23 16%에서 33%로 크게 성장할 전망이다. 기존 주택 사업부의 경우 고금리에 따른 주택 수요 감소, 미분양 Risk, 러-우 전쟁으로 인한 시멘트, 철근 등 건자재의 가격 상승으로 이익률이 크게 감소해왔다. 한편, 플랜트 사업부는 산업 기계의 종합 체인 생산 시설이나 공장을 지으며 이익률이 높은 고부가가치 사업부이다. 플랜트 사업부는 주택 사업부 대비 높은 이익률을 보이며 동사의 하방을 책임질 사업부로 대두된다.

2025F 매출액 9조3600억, 영업이익 5300억 전망

동사의 2024년, 2025년 매출은 각각 8조 6610억(YoY +13.8%), 9조 3600억(YoY +8.1%)으로 전망하며, 영업이익은 각각 5900억(YoY +16.6%), 5300억(YoY -10.1%)로 전망한다. 이러한 실적은 매출 비중 다변화, 플랜트 사업부 성장, **높은 수준의 순현금**으로 사업을 확장하는데 상대적으로 수월한 것에 기인한다. 특히 DL이앤씨는 대한민국 건설업체의 First-in, Best-Class로 그동안의 실적으로 높은 레퍼런스를 보유한 기업이다. 이 같은 레퍼런스는 동사의 수주잔고를 마르게 하지 않으며 고금리 시기에 마르지 않는 수주잔고를 보여준다.

PBR, PER 밸류에이션 모두 투자 의견 'Buy' 제시

1) 주주친화적인 배당성향, 2) 풍족한 순현금 확보, 3) 플랜트 사업 확장 가능성을 고려할 시 저PBR 섹터 내에서 DL이앤씨는 현재 시점이 매력적인 매수 타이밍이라 판단한다. Peer Valuation에 따라 PBR 목표주가 51,483원, PER 목표주가 73,941원으로 매수 의견을 제시한다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	7632	7497	7611	8661	9360
YoY (%)		-1.8%	1.5%	13.8%	8.1%
영업이익 (십억원)	957	497	506	590	530
YoY (%)		-48.1%	1.8%	16.6%	-10.1%
영업이익률 (%)	12.5%	6.6%	6.7%	6.9%	5.7%
당기순이익 (십억원)	636	432	413	476	431
EPS (원)	16433	11153	10667	12313	11147
P/B (배)	0.61	0.33	0.34	0.34	0.31
P/E (배)	2.22	3.28	3.42	2.97	3.28

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 3팀

CONTENTS

I. 기업 밸류업 프로그램	3
정부는 왜 밸류업 프로그램을 진행하게 되었을까?	3
DL이앤씨, 주주환원이 부족해서 PBR이 낮은 걸까?	3
II. 산업분석	6
건설사의 PBR이 낮은 이유	6
해외 플랜트 매출 확대	13
III. 기업분석	14
국내 건설사의 살아있는 전설, ‘DL이앤씨’	14
IV. 투자 Point	18
오빠, 오빠 돈 많아?	18
부동산 리스크 사이에 피어난 장미, 플랜트 사업	19
V. 투자 Risk	21
예정된 금리 인하? 아직 모른다	21
VI Valuation	23
매출 추정 논리	23
비용 추정 논리	26
Valuation Method	30

I. 기업 밸류업 프로그램

1. 정부는 왜 밸류업 프로그램을 진행하게 되었을까?

1.1 2024년 1월 24일, 정부의 '기업 밸류업 프로그램' 발표

지난 1월 24일, 대한민국 정부는 한국 증시 저평가 문제를 해소하기 위해 '기업 밸류업 프로그램'을 발표하였다. 기업 밸류업 프로그램은 코리아 디스카운트를 해소하기 위해 도입한 정책이다. 코리아 디스카운트란, 대한민국 증시가 세계와 비교했을 때 낮은 수준의 PER, PBR 등을 나타내는 현상이다. 한국 기업들의 가치는 해외의 PEER 기업보다 비교적 낮은 밸류에이션으로 평가받고 있으며, 이러한 문제점을 해결하기 위해 정부는 프로그램 주요 내용으로 1) 상장사의 주요 투자지표(PBR, ROE 등)를 시가총액과 업종별로 비교 공시 2) 상장사들에게 기업가치 개선 계획 공표 권고 3) 기업가치 개선 우수기업 등으로 구성된 지수 개발 및 ETF 도입 등이 있다.

정부의 해당 프로그램은 기업가치 개선을 위한 법제도 개선을 추진하고, 기업가치 개선에 대한 인식을 확산시키며 기업들의 본래 가치를 제대로 드러내는 효과를 보이기 위한 결정으로 보인다. 이는 기업가치와 주가의 연계성을 강화하고, 투자 환경을 개선하며 증시 활성화를 기대할 수 있다.

1.2 저PBR 기업을 향한 권고

기업 밸류업 프로그램은 주로 저 PBR 종목들과 관련있다. 저 PBR 종목이란 PBR이 1배 미만인 종목들을 지칭하며, PBR이 1배 미만인 종목들은 기업가치 대비 저평가되어있다는 의미를 가진다.

기업의 저평가 요인은 대표적으로 **주주환원의 부재**가 언급된다. 기업의 저평가에 대한 비교는 주로 미국의 기업과 이뤄진다. 저평가에 관한 논란이 적은 미국의 경우, 주주환원의 시행이 시장 문화로서 자리잡았지만, 대한민국 기업의 경우, 주주환원율이 현저히 떨어진다.

일본의 경우 2023년 4월 기업 밸류업 프로그램을 진행하였다. 일본은 저 PBR 상장사에게 주가 상승 개선안을 마련하도록 요구했고 저 PBR 상장사들은 주당 배당금을 늘리거나 자사주를 매입 후 소각하는 등 주주가치를 제고하였다. 이러한 사례는, 대한민국의 기업 밸류업 프로그램이 결국 기업들로 하여금 주주환원율을 높이기 위한 권고로 이어진다.

2. DL이앤씨, 주주환원이 부족해서 PBR이 낮은걸까?

2.1 나스닥 건설업체 상장사와 비교

DL이앤씨가 코리아 디스카운트로 PBR이 낮은 것인지 확인을 하기 위해선 미국 상장사와 비교를 할 필요가 있다. DL이앤씨의 사업부 매출액 중 주택 부문이 66%로 가장 크기 때문에 나스닥 상장사 중 주택 사업을 영위하는 기업들을 확인하여, 이들의 PBR과 배당성향을 비교해 DL이앤씨의 현재 위치를 확인해볼 수 있다.

나스닥에 상장된 건설 업체 중 대표적으로 주택 건설 사업을 영위하는 D.R Horton, Lennar,

PulteGroup이 있다. 이들의 10년간 평균 PBR과 배당성향을 확인 후 DL이앤씨가 저PBR인 이유를 확인할 수 있다. 결론부터 언급하자면, DL이앤씨의 저평가 원인은 코리아 디스카운트의 대표적 원인인 주주환원의 부족이 아닌 **불확실한 매출 성장성에 따른 기업가치 할인**이다.

나스닥에 상장된 세 기업은 20년 평균 PBR이 모두 1배를 웃도는 수치를 보여주는 반면, DL이앤씨의 경우 현재 PBR이 1보다 훨씬 낮은 0.426으로 평가받는다. **하지만 배당성향의 수치를 비교했을 때, DL이앤씨의 배당성향은 나스닥 주택사업 기업에 준하는 수준이며 오히려 D.R Horton의 성향보다 약 38% 높은 수준이다.** 그렇다면 저PBR의 원인은 어디서 확인할 수 있을까?

표 1. 기업별 3개년 매출액 대비 순현금 비중

(단위: 배, %)	20년 평균/현재 PBR	20년 평균/현재 배당성향
D.R Horton	1.63	8.63
Lennar	1.42	14.53
PulteGroup	1.57	20
DL이앤씨	0.426	11.93

자료: 각 기업의 사업보고서, Companies Market, KUVIC 리서치 3팀

2.2 PBR을 결정하는 요인, Book Value와 ‘시가총액’

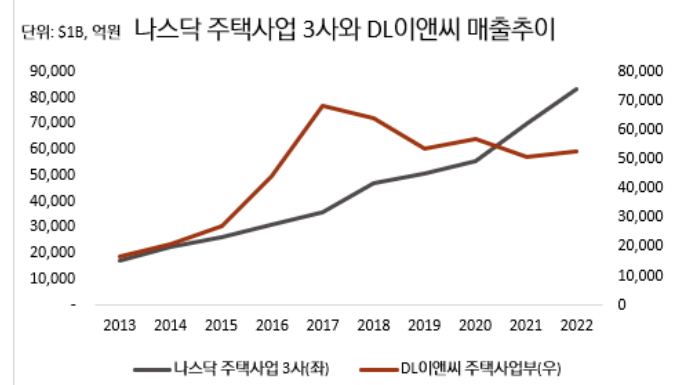
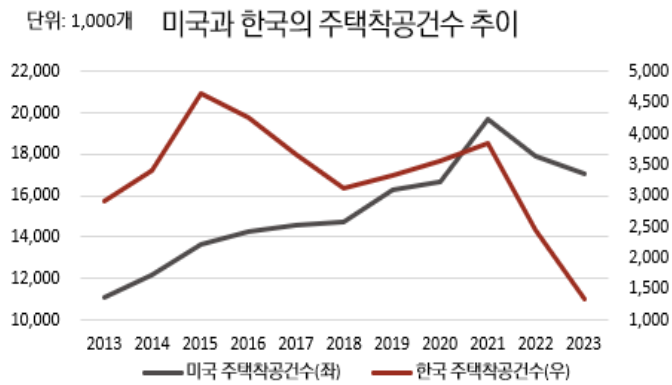
PBR은 시가총액/Book Value이다. 즉 PBR을 결정하는 요인은 크게 두 가지이다. 주주환원의 부재에 따른 저PBR의 문제점은 주로 장부가치에서 드러난다. 기업이 현금 및 현금성자산, 투자자산 등 주주에게 환원할 수 있는 자산을 필요 이상으로 보유하고 있다는 점이 장부가치를 크게 만든다. 물론 주주환원의 부재는 장부가치를 비대하게도 하지만, 시가총액 즉 ‘기업가치’의 하락으로도 이어져 두 요인 모두에게 영향을 주며 PBR을 낮게 만드는데 큰 일조를 한다. 사업을 영위하는 영업 현금흐름 및 CAPEX에 사용되지 않는 잉여현금흐름(FCF)과 차사주, 그리고 투자부동산 및 공정가치 금융자산 등이 주주환원에 사용될 수 있는 대표적 자원이다.

그렇다면 같은 사업 BM를 가진 나스닥 기업과 어떤 점이 다르길래 DL이앤씨의 PBR이 낮을까? 이 결론은 **대한민국과 미국의 주택시장 차이에서 비롯한다.** 미국의 주택 시장의 흐름을 살펴보면 **미국은 정부의 공급 촉진 정책으로 신규 주택 착공이 꾸준히 증가한다.** 기존 주택 매물의 부족으로 신규 주택에 대한 수요 증가로 인해 정부의 주택 공급 촉진을 위한 여러 정책을 도입해 이를 지원한다. 이는 미국 상무부 데이터를 통해 확인할 수 있다. 이에 반면, 대한민국은 미국 수준의 정부 개입이 적어 안정적인 주택 시장 성장이 제한된다. 최근 한국은 러-우 전쟁으로 핵심 자재의 가격 상승, 금융 비용 상승이 민간 건설사의 주택 건설 부진을 불러왔다.

이러한 국가적 차원의 정책 차이는 실적으로 이어진다. **나스닥 3사는 상장 이후 꾸준히 매출이 성장할 수 있었던 반면, DL이앤씨 등 매크로 상황을 기업 차원에서 감내해야 하는 국내 기업은 변동성이 불가피하다.** 이러한 차이는 DL이앤씨의 기업가치가 나스닥 기업보다 할인될 수밖에 없는 요인이 된다.

그림 1. 미국과 한국의 주택착공건수 추이

그림 2. 나스닥 주택사업 3사 매출액 합과 DL이앤씨 매출 추이



자료: FRED, 국토교통 통계누리, KUVIC 리서치 3팀

자료: 각 기업의 사업보고서, Macrotrends, KUVIC 리서치 3팀

2.3 DL이앤씨, 저PBR을 해소할 수 있을까?

본 레포트는 이러한 배경에 속한 DL이앤씨의 저PBR 해소 가능 여부를 건설 산업 분석, 기업분석을 통해 확인할 것이며 이에 따른 투자 포인트와 투자 리스크, 그리고 PEER 그룹과의 비교를 통한 Valuation을 진행해 투자의견 Buy 의견을 제시한다.

II. 산업분석

1. 건설사의 PBR이 낮은 이유

금융위원회가 '기업 밸류업 프로그램'을 발표하며 PBR이 낮은 섹터군이 주목받고 있다. PBR이 낮은 기업들을 하나하나 확인하다 보면, 건설 섹터의 많은 기업들이 여기에 포함되어 있는 것을 알 수 있다. 그렇다면 건설사의 PBR은 왜 이렇게 낮은 것일까? 건설업의 현 상황을 알아보며 그 이유를 알아보자.

1.1 부동산 경기 악화로 미분양 리스크 증가

1.1.1 미분양 리스크란?

미분양 리스크가 증가 중인 건설 산업

미분양 리스크에 대해 이해하기 위해서는 우선 건설사 산업이 어떠한 구조로 작동하는지 이해해야 한다. 건설에 참여하는 회사는 시행사와 시공사(건설사)로 나누어져 있다. 시행사는 프로젝트를 기획하고, 자금을 조달하며 전체적인 관리를 담당하는 회사이고 시공사, 즉 우리가 흔히 말하는 건설사는 실제 건설 공사를 담당하는 회사이다. 시행사가 계약금을 지불하며 시공사에게 건설 공사를 수주 계약하는 방식으로 건설이 이루어진다. 이 때, 이런 방식으로 주택이 완성이 된다면 완성된 주택을 사람들에게 분양해서 시행사는 수익을 창출한다. 그렇기 때문에, 만약 부동산 경기 악화 등의 이유로 사람들이 완성된 주택을 분양 받지 않는다면, 즉 미분양이 발생한다면, 시행사는 해당 건물에 투입한 자금을 회수하지 못하게 된다. 이렇게 시행사는 직접적인 손실을 입게 된다. 시공사, 즉 건설사는 분양 여부에 상관없이 정해진 계약금을 받고 공사를 진행하는 것이기 때문에 미분양이 일어나도 직접적인 손실을 입지는 않는다. 하지만 시행사가 수익을 내지 못한다면, 시공사의 공사비 지급이 지연되거나 PF 우발채무가 현실화될 수도 있다.(PF 우발채무에 대해서는 추후 자세하게 알아볼 것이다.) 즉, 미분양 리스크가 있는 한 건설사는 언제나 잠재적인 손실을 안고 있는 것이다. 장부에는 매출이 발생했다고 적혀 있어도 미분양으로 인해서 공사비를 지급받지 못할 수도 있기 때문에, 건설사의 장부에 대한 신뢰도가 낮아진다. 그런데 만약 어떠한 이유 때문에 이 미분양 리스크가 높아지고 있다면 어떻게? 잠재손실에 대한 위험이 더 높아지며, 장부에 대한 신뢰도는 더욱 악화될 것이다. 정확히 그것이 최근 건설사들에게 발생하고 있는 상황이다. 잠재손실을 안고 있고, 장부를 신뢰할 수 없는 기업에 대한 투자자들의 평가가 높을 수가 없다. 그것이 최근 건설사들의 PBR이 낮은 이유 첫 번째 이유이다. 그러면, 이제부터 왜 미분양 리스크가 높아지고 있는지 알아보겠다.

1.1.2 금리 상승에 직격으로 영향을 받은 부동산 수요

금리 인상을 시작한 미국, 부동산 수요에 부정적인 영향을 끼치는 금리

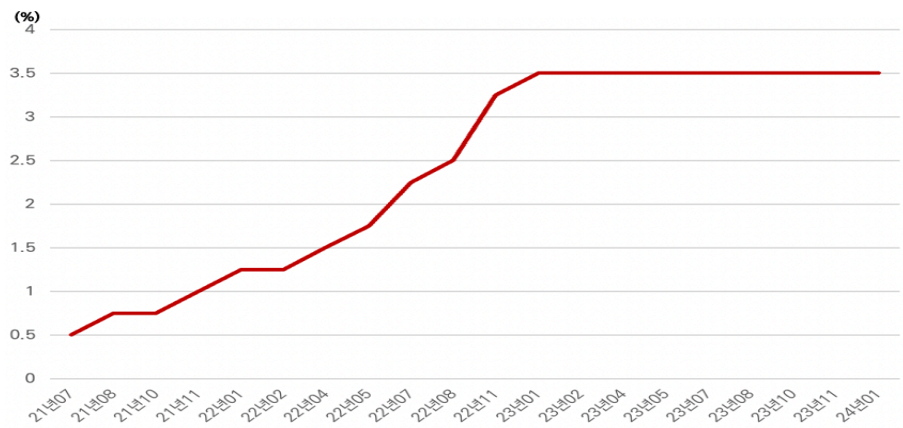
2022년, 미국은 인플레이션을 막기 위해 금리 인상을 시작했다. 우리나라도 이로부터 시작된 전세계적인 금리인상 기조를 거스르지 못하고 금리를 인상하기 시작했다. 23년 이후 2년 가까이 오르던 금리가 멈추고 3.5로 동결되었으나, 하락하지 않고 있는 금리는 부동산 수요에 부정적인 영향을 끼치고 있다.

금리가 부동산 수요에 영향을 끼치는 이유는 금리가 대출 비용에 직접적으로 영향을 끼치기 때문이다. 우선 금리가 상승하면 대출 비용이 증가해 부동산 구매를 위한 자금 조달의 비용이 증가한다. 이는 구매자들의 구매 능력을 저하시켜 부동산 수요에 부정적으로 영향을 끼친다. 둘째로, 금리가 상승하면 부동산보다 다른 투자 수단에서 더 높은 수익률을 얻을 수 있어 부동산 투자의 상대적 매력도가 감소한다. 이는 부동산 투자 수요 감소로 이어진다. 세 번째로, 금리가 낮아지면 채용자의 매력도가 증가하는데, 기존의

부동산 소유주들이 더 낮은 금리로 재융자를 할 수 있는 경우, 그들의 월별 대출 상환액이 감소해 부동산 시장에 긍정적인 영향을 끼칠 수 있다. 마지막으로 금리는 경제 성장을 전반에 영향을 끼치는데, 이는 부동산 수요와 가격에 간접적으로 영향을 미칠 수 있다. 경제가 성장하고 금리가 낮을 때, 사람들은 더 많은 부동산을 구매하는 경향을 보인다.

결과적으로, 금리가 상승하면 부동산 매력도가 떨어져 부동산 수요가 감소한다. 부동산 수요가 감소하면 사람들이 부동산을 구매하지 않기 때문에 미분양 리스크가 증가한다.

그림 3. 기준금리



자료: 한국은행, KUVIC 리서치 3팀

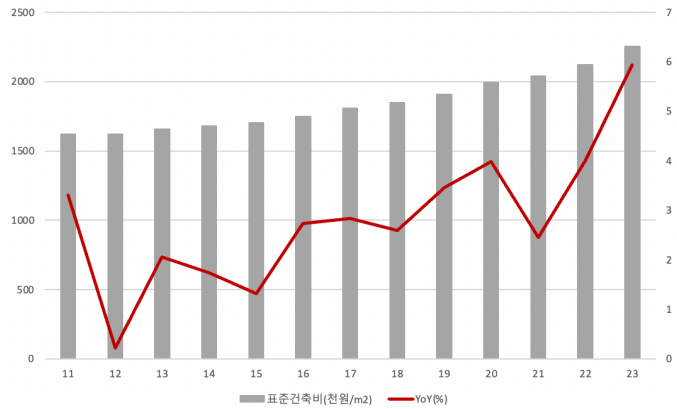
1.1.3 원가율 상승에 따른 분양가 상승

아직 높은 수준을 유지중인
건설자재 가격

건설자재 가격은 2021년부터 급등하여 2023년 상승세가 둔화되었지만 아직도 높은 수준이다. 주거환경연구원에 따르면 정비사업 공사비는 2022년 3.3m²당 606만원으로 2019년 이후 30% 상승했다. 건설자재 가격이 상승하면 공사비는 상승할 수밖에 없고, 공사비가 상승하면 시행사 또는 조합 입장에서는 높아진 공사비를 지불해야 하기 때문에 분양가가 높아진다. 실제로 서울시 일반 분양가는 2023년 평당 3,500만원 수준으로 2021년 대비 24% 상승했다.

그 예시로, 장위 6구역 재개발 사업은 2018년 3.3m²당 427만원 계약을 체결했지만, 최근 600만원 수준으로 대우건설이 공사비 조정을 요구하며 조합과의 갈등이 있었다. 결국 인상된 공사비로 합의해서 상반기 중 공사를 진행할 예정이다. 이렇게 분양가가 높아지면 부동산의 매력도가 떨어지기 때문에 미분양이 리스크가 증가한다.

그림 4. 연간 표준건축비 및 YoY 증감률 추이



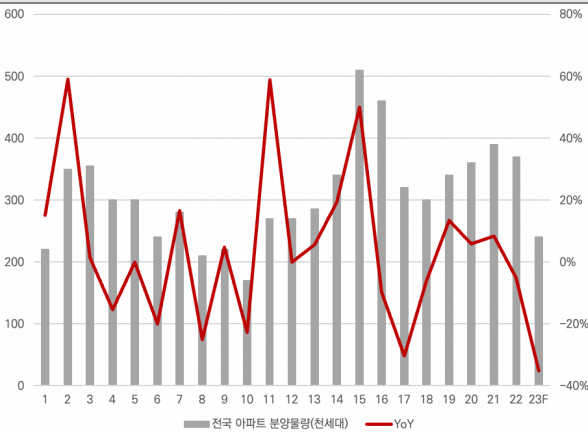
자료: 국토교통부, 미래에셋리서치센터, KUVIC 리서치 3팀

1.1.4 현재 미분양 상황

분양 및 착공 둔화가 지속되는
현재 상황

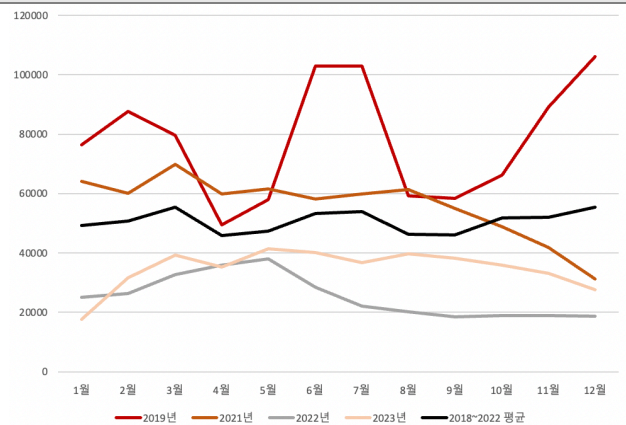
현재 아파트 가격은 하락하고 있고, 분양 및 착공 둔화가 지속되고 있다. 2023년 연간 아파트 매매거래량은 41만호로, 과거 5년 평균(2018~2022년) 대비 69%에 불과하다. 국내 분양 시장도 급격하게 위축되었는데, 2023년 10월 기준 전국 아파트 분양 물량은 약 15.9만 세대로 전년동기 대비 45% 급감했다. 이는 2000년 이후 전년 대비 가장 큰 감소폭이다. 특히 비수도권에서의 분양 감소 폭이 두드러지는데, 수도권은 전년동기 대비 28%, 비수도권은 47% 감소했다. 미분양 주택은 2020년 19005채, 2021년 17710채에서 2022년 68107채, 2023년 62489채로 증가했다.

그림 5. 연간 아파트 분양물량 추이 및 전망



자료: REPS, 미래에셋증권 리서치센터, KUVIC 리서치 3팀

그림 6. 전국 아파트 매매거래량 추이



자료: 언론 보도, 하이투자증권 리서치본부, KUVIC 리서치 3팀

1.2 태영건설의 워크아웃, 해결되지 않는 PF 리스크

건설사의 PBR이 낮은 더욱 결정적인 이유는 부동산의 공급 쪽에 있다. 건설사는 부동산을 공급할 자금을 조달하기 위해 PF라는 것을 하는데, 최근에 이 PF쪽의 리스크가 심화되며 건설사의 PBR을 낮추는 것에 영향을 끼치고 있다.

1.2.1 PF 리스크란?

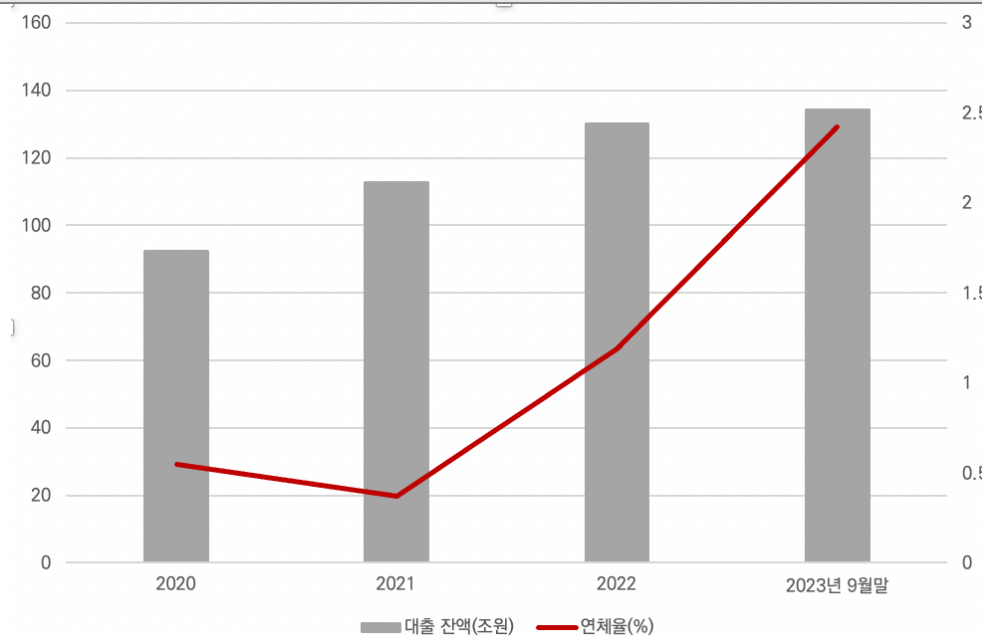
PF 리스크와 건설사 전반의 낮은 PBR

일반적인 대출은 담보, 보증, 신용도 등을 보고 돈을 대출해 준다. 하지만 이와 달리 사업 계획과 수익만을 보고 담보 없이 돈을 대출해주는 경우가 있는데, 이것이 바로 PF(Project Financing)이다. PF의 대부분은 부동산 PF인데, 부동산 PF란 아파트, 상가, 주상복합 등을 짓기 위해 자금을 조달할 때 분양을 하게 된다면 발생할 미래의 수익금을 근거로 시행사가 금융사로부터 대출을 받고, 시공사는 이를 보증하는 구조로 이루어지는 것을 뜻한다.

이 때, 금리가 높고 부동산 시장이 좋지 않으면 앞에서 알아본 것처럼 미분양이 많아져 수익률이 떨어진다. 뿐만 아니라 금리가 높아지면 PF 대출을 받은 돈의 이자 부담이 늘어난다. 이렇게 수익률은 떨어지고 이자 부담은 늘어나 프로젝트의 사업성이 나빠진다면, 대출을 받은 시행사는 빚을 감당하기 어려워진다. 시공사가 보증을 했기 때문에 시행사가 돈을 못 갚으면 시공사에게 빚이 넘어간다. 이렇게 조건부로 발생할 수 있는 채무를 PF 우발채무라고 한다. 발생한 우발채무를 건설사가 갚지 못하고 부도 위기에 빠질 수 있는 것이 PF 리스크이다.

이 PF 리스크는 건설사 전반의 낮은 PBR과 큰 관련이 있다. PF 우발채무를 안고 있다는 것은 현재 장부에 적혀져 있지 않더라도 언제든지 빚이 발생할 수 있다는 것을 뜻한다. 이는 누적된다면 회사를 부도에 빠뜨리거나 워크아웃을 선언하게 할 만큼 결코 작지 않은 단위의 액수다. 최근 부동산 경기가 나빠져 이 PF 리스크가 증가하고 있기 때문에 건설사는 전반적으로 저평가를 당하고 있다. 게다가 국내 대형 건설사 중 하나가 실제로 워크아웃을 신청하며 이 저평가 현상을 부채질하고 있다.

그림 7. 금융권 부동산 PF 대출 잔액 추이



자료: 금융위원회, KUVIC 리서치 3팀

1.2.2 브릿지론 PF와 미착공 리스크

건설사의 PBR에 부정적 영향을 끼치는 미착공

PF는 브릿지론 PF와 본PF 두가지로 나뉜다. 브릿지론은 아직 건설이 시작되지 않았을 사업 초기, 땅 살 돈을 빌리는 대출이다. 이에 대한 금리도 높아 약 10~15%이다. 브릿지론 단계에 참여하는 금융권은 주로 제2금융권으로, 저축은행, 증권사, 캐피탈 등이다. 본PF는 땅을 사서 인허가를 받은 후 브릿지론을 상환하고 건설을 본격적으로

시작하기 위한 공사 대금을 마련하기 위해 빌리는 돈으로 이를 본PF라고 한다.

보통 부동산 시장이 호환이면, 브릿지론에서 본PF로 넘어가는데 3~6개월 정도가 걸린다. 그런데 지금은 부동산 시장이 불황이다. 부동산 시장이 불황이면 우선 대출 조건이 강화되어 본PF로 넘어가기 위한 자금 조달이 어려워진다. 또한 경기 침체로 인해 부동산 가격이 하락하거나 미분양이 많아져 수익성을 보장하기 힘들다. 이러한 이유 때문에 부동산 시장이 불황일 때에는 브릿지론에서 본PF로 넘어가는 기간이 길어진다. 즉, 땅만 사놓고 이자만 내며 건설 공사를 시작하지 않는 것이다.

이렇게 미착공이 장기화될수록 건설사의 PBR에 부정적인 영향을 끼친다. 우선, 우발채무가 현실화될 수도 있다. 시행사가 브릿지론 만기 연장에 실패하면 사업 부지는 경공매로 넘어가게 되는데, 경공매로 넘어간다면 구매한 땅값을 전부 회수하지 못한다. 그렇게 된다면 후순위 대출자들에게 대한 빚까지 갚지 못하고, 보증을 선 건설사가 갚아야 하는 것이다. 이렇게 최악의 상황으로 가지 않더라도, 미착공이 길어질수록 예상 수익을 실현하는 시기가 불투명해져 미래의 수익성을 담보할 수 없기 때문에 수주를 많이 받아 예상 수익이 많아지더라도 회사에 대한 평가가 선불리 높아지지 못하는 것이다.

최근에 착공 가능성이 낮아져도 만기를 연장하며 버티고 있는 브릿지론이 많아지면서, 이를 정리하기 위해 구조조정이 시작될 조짐을 보이고 있다. 이것의 도화선이 된 사건이 있는데, 그것은 한 대형 건설사의 워크아웃 신청이다.

1.2.3 태영건설의 워크아웃이 불러온 구조조정

워크아웃을 신청한 태영건설

국내 시공능력 16위인 태영건설이 23년 12월 워크아웃을 신청했다. 서울 성수동 오피스 빌딩의 PF 대금 480억의 만기부채를 갚지 못했기 때문이다. 태영건설의 PF 대출 금액 잔액은 3.2조원이다. 태영건설은 계열사를 매각, 대규모 차입, 회사채 발행, 펀드 조성, 심지어 계열사 태영인더스트리를 2400억에 매각하며 사태를 해결하려고 하고 있다. 태영건설의 자기자본 대비 PF 보증규모는 370%로, 다른 대형 건설사들보다 압도적으로 높은 수준이다.

이 사태는 단순히 건설사 하나가 위기에 빠지고 끝나는 문제가 아니다. 태영건설 하나에 연결된 협력업체가 581개인데, 태영건설이 무너지면 협력업체들도 연쇄 부도가 날 수 있기 때문이다. 게다가, 이 사태로 이제 은행이 PF 비용을 대는 것을 꺼려하게 되기 때문에 자금조달이 필요한 건설사들이 어려움을 겪을 수 있다. 특히 신용등급이 태영건설보다 낮은 건설사들이 더욱 자금조달에 어려움을 겪을 수 있는데, 사태 전 태영건설의 신용등급은 A-로 낮지 않았기 때문에 더욱 많은 건설사들이 영향을 받을 수 있다. 현재, 부동산 PF 시장에서 2금융권마저 발을 빼면서 자금 조달은 상당히 어려워진 상황이다. 1금융권인 은행이나 손해보험사도 최근에는 PF시장에 참여하지 않는다. 캐피탈, 증권사, 저축은행 일부 정도만 겨우 검토하는 정도이다. 부동산 PF의 큰 손이라 불리는 새마을금고마저 신규 취급을 중단한 상태이다.

본격적으로 시작될 구조조정

게다가 이 사건을 계기로 PF 구조조정이 본격적으로 시작되며 PBR이 상승하기는 더욱 어려워질 전망이다. 브릿지론(착공 전 사업 초기 매입 등에 쓰는 차입금)의 경우 사업이 진행되지 않고 땅만 사 놓고 이자만 부담하는 사업장들, 완공이 힘든 사업장들을 중심으로 손실 현실화 과정을 거칠 것이다. 2024년 2월 5일, 금융감독원은 올해의 주요 업무 계획을 발표하며, 'PF 사업장의 정상화와 금융업계의 손실 대응 능력 강화'를 중요한 과제 중 하나로 설정했다고 밝혔다. 이에 따라 부동산 PF 사업의 정비를 위한 계획도 함께 공개되었다. 발표된 계획에 따르면, 2024년 2분기 중에 PF 사업장 평가를 위한 구체적인 지표를 개발하고, 경매 및 공매 시장의 활성화를 위한 조치를 취할 예정이다.

국내 건설업이 구조조정을 겪은 것은 총 세 번인데, 과거를 살펴보았을 때, 이러한

구조조정이 마무리되고 신규 주택 착공 사이클이 도래하기 전까지 건설업의 PBR은 코스피 대비 할인폭을 키워 나갔다. 그렇기 때문에 이제 구조조정이 시작되는 지금, 건설업의 PBR은 낮을 수밖에 없는 것이다.

그림 8. 부동산 PF 정리 로드맵

연체유예 또는 만기연장 등 사업성 현저히 낮은 사업장 2023년 결산 시 예상손액 100% 인식
- 개별 저축은행 1대1 면담, 8일까지 추가 적립계획 제출
- 손실인식 지연되지 않도록 대주단 협약 개정, 경공매 여건 조성
사업성 평가기준 개편
- 외부전문가 포함된 사업성평가 개선 TF 가동 중, 사업성 평가 세부지표 조속히 확정
- 2분기 중 개편된 기준에 따라 사업장 재분류, 총당금 추가 적립
- 하반기 중 사업장별 경공매 등 부실정리 또는 사업 재구조화 계획 제출
- 연내 부실 사업장 정리, 부실우려 사업장 재구조화
경공매 등 부실 사업장 정리 지원 장치 마련
- 금융회사, 건설업계, 신탁사 등이 참여하는 협업체 구성해 경공매 장애요인 개선
- 경공매 매물 소화 위한 금융권 펀드 추가 조성

자료: 금융감독원, 신한투자증권, KUVIC 리서치 3팀

1.3 미비한 주주환원정책

1.3.1 미비한 주주환원정책과 PBR

주주환원정책에 소극적일 수밖에 없는 건설회사

종종 회사들은 주주환원정책으로 순자산가치를 낮추어 PBR을 높이는 방법을 쓰기도 한다. 하지만 건설회사들은 대개 그러한 조치를 취하지 않기에 PBR을 올리기 힘들다. 건설회사들이 주주환원정책에 소극적인 이유는 건설회사가 경기에 따라 성장과 하락이 반복되는 경기민감업종이기 때문이다. 기업이 이익 성장을 담보하지 못하기에, 주주환원을 하는 것에 신중해질 수밖에 없다. 또한 건설사는 여러가지 이유로 현금을 보유하고 있는 것이 특히 더 중요하다. 따라서 이익잉여금이 있더라도 그것을 배분하는 것에는 소극적일 수밖에 없는 것이다. 그래서 배당성향이 KOSPI 평균 30%일 때 건설업 평균은 15%밖에 되지 않았다. 이러한 주주환원정책이 적은 건설업의 특성도 건설업의 PBR이 낮은 것에 영향을 끼치고 있다. 그러면 이제부터 왜 건설사가 현금을 보유하고 있는 것이 중요한지, 왜 주주환원정책이 적을 수밖에 없는지 알아보겠다.

1.3.2 PF 우발채무를 갚을 능력을 위한 현금 보유 필요성

부동산 경기가 좋지 않아 PF 리스크가 커지고 있는 현 상황에서 시공사는 언제나 PF 우발채무가 현실화될 수 있다는 가능성을 염두에 두어야 한다. 우발채무가 현실화될 경우를 대비해 우발채무를 지급할 수 있는 현금을 항상 가지고 있어야 한다. 실제로 태영건설은 서울 성수동 오피스 빌딩의 PF 대금 480억의 만기부채를 갚지 못했기 때문에 워크아웃을 신청했다. 이렇듯 건설사가 PF 우발채무를 대비할 만한 충분한 현금을 가지고 있지 못하다면, 회사가 부도까지도 갈 수 있다.

통상적으로 회사의 현금성자산 대비 PF 규모가 50%를 하회하면 단기적인 대응능력을 갖춘 것으로 판단한다. 이는 무리하지 않고 대응능력을 갖춘 채로 사업을 확장하는 것을 전제했을 때 가지고 있는 현금성자산이 많을수록 확장할 수 있는 PF 규모도 늘어난다는 것을 시사한다. 받을 수 있는 PF 규모가 늘어난다는 것은 곧 더 많은 수주를 받을 수 있다는 것이고, 더 많은 수주를 받을수록 회사의 성장성도 늘어난다. 즉, 충분한 양의 현금인 회사의 성장성의 밑바탕이 되어 줄 수 있다는 것을 의미한다.

1.3.3 공사 대금 확보 능력을 위한 현금 보유 필요성

시행사가 시공사에게 계약된 공사 대금을 지급하는 시기는 공사대금채권의 약정에 의해 정해진다. 약정이 없는 경우에는 건설이 완료된 이후 목적물의 인도와 동시에 대금을 지급하게 되고, 약정이 있는 경우에는 해당 약정을 따르는데, 건설 사업에서 이루어지는 약정은 대부분 분할급 약정이다. 이 분할급 약정이란 분할급 건설 공사 계약에서 공사대금을 일정 기간이나 일정 조건에 따라 여러 번에 걸쳐 나누어 지급하기로 사이에 합의한 약정을 의미한다. 이 약정은 정기 분할급과 기성급 두 가지로 나뉘는데, 정기 분할급이란 공사 진행도와 상관없이 정해진 시기에 정해진 만큼의 공사대금을 분할하여 지급하는 것이고, 기성급은 공사 진행도에 따라 대금을 분할하여 지급하는 것이다.

이렇듯, 통상적으로 이루어지는 두 가지 방식 모두 공사 이전에 공사대금을 지급하는 선급 방식은 아니다. 그런데, 건설 프로젝트는 시작하기 전에 이미 큰 금액의 자본이 필요하다는 특성을 가지고 있다. 또한 하청업체 및 공급업체에게도 대금을 지급해야 한다. 공사 이전에 공사대금 전체를 지급받지는 못하기 때문에, 이러한 대규모 초기 지출의 경우 건설사가 가지고 있는 자본으로 해결해야 하는 경우가 많다. 이렇듯 건설이라는 장기 프로젝트를 수행하는 데 있어서 공사 대금으로 지출할 현금을 가지고 있는 것은 상당히 중요하다.

1.3.4 자금조달을 위해서 필요한 신용도 관리

부동산 시장이 얼어붙고 PF 위기가 심화되며 건설사의 자금조달이 어려워지고 있다. 그 중에서도 신용등급 A인 태영건설이 워크아웃을 신청하며 신용등급이 A 아래인 건설사들은 더더욱 자금조달에 어려움을 겪고 있다. 이처럼 안 그래도 어려워진 자금조달을 조금이라도 원활하게 하기 위해서는 높은 신용등급이 필수적이다.

기업의 신용등급을 결정하는 것에는 재무적인 요소가 포함된다. 그 중에서도 차입금에 대한 지불능력 및 타인자본의존도를 측정하는 안전성, 기업의 현금지급능력을 측정하는 유동성, 차입금에 대한 상환능력을 측정하는 부채상환능력이 있다. 이 기준을 충족하기 위해서는 보유하고 있는 현금이 중요한 요소이다.

최근 건설산업은 업황이 좋지 않아 신용등급을 결정하는 요소 중 기업의 성과를 보는 수익성, 성장성, 기업이 속한 산업의 전망인 산업위험 등의 조건을 충족하기 어려운 상황이다. 이 상황에서 보유 현금마저 적으면 자금조달에 필수적인 신용등급이 떨어지는 것을 면하기 어려울 것이다.

1.3.5 리스크에 대한 대응 능력을 위한 현금 보유 필요성

회사의 현금이 많고 유동성이 크다는 것은 곧 리스크에 대응할 수 있는 능력이 크다는 것을 의미한다. 다른 산업의 기업들도 모두 각자의 리스크가 있지만, 건설 산업은 장기적인 프로젝트를 하고 변동성이 큰 산업만큼 다양한 리스크가 발생할 수 있다. 우선, 다양한 이유로 공사가 지연될 위험이 있다. 날씨 조건, 노동자들 사이의 파업이나 노동 분쟁, 계획 및 설계 변경, 규제 승인 및 허가 지연, 품질 문제, 공급 지연 문제, 기술 문제 등 수많은 변수가 있다. 이러한 이유들로 공사가 지연된다면 추가적인 금액이 발생한다. 두 번째로, 원재료의 가격이 인상될 위험이 있다. 건설 재료의 가격은 시장 상황에 따라 크게 변동할 수 있으며, 원재료 가격이 상승한다면 추가적인 금액이 발생한다. 또한, 공사 대금의 지급이 지연될 수 있다. 공사 대금이 지연된다면 지연되는 기간동안 발생하는 공사비는 다 건설사가 부담해야 한다는 것을 뜻한다. 이러한 다양한 리스크에 대응하는 것에 있어서 현금 보유량과 유동성은 매우 중요하다.

2 해외 플랜트 매출 확대

해외 플랜트로 눈을 돌리는 국내 건설사

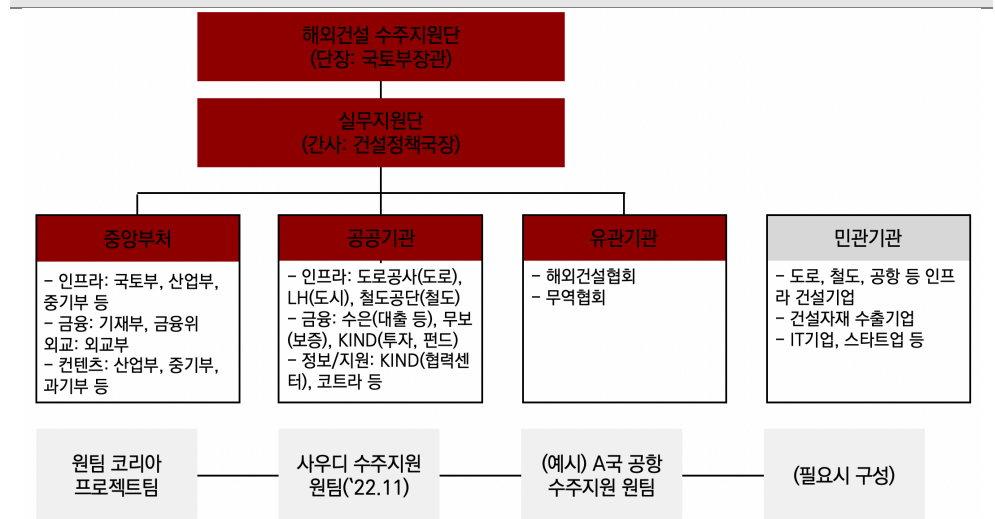
국내 건설사들은 부진한 국내 매출을 상쇄하고 사업을 확장하기 위해 해외 플랜트로 눈을 돌리고 있다. 해외 건설 매출을 견인하는 것은 중동 지역이다. 한국건설산업 전체의 해외건설 누적수주액 중 중동지역 매출이 절반을 상회할 정도이다. 이러한 중동지역의 발주에는 국제유가가 큰 영향을 미친다. 유가 상승은 주요 산유국의 재정수지를 개선하고, 그에 따라 발전소와 석유화학시설 플랜트 등 인프라 구축에 대한 발주 물량을 확대하여 한국 건설사들의 수주 증가로 이어진다. 실제로 해외건설협회에 따르면 1990년부터 2020년까지의 기간 동안 서부 텍사스 중질유의 변동과 해외 건설 프로젝트의 수주 사이 상관관계수가 0.90으로 나타났다. 즉, 국제 유가의 상승이 해외 프로젝트 수주 금액 증가와 90%의 연관성을 가지는 것이다.

한국 건설사들은 10년대 초부터 높은 유가를 바탕으로 본격적인 해외 수주 릴레이를 시작했다. 초반에는 저가 발주와 유가의 변동으로 적자를 보았지만, 해외수주의 질을 높이며 흑자전환에 성공하였고, 해외 플랜트 사업은 최근 여러 건설사들의 수익을 견인하고 있다. 많은 건설사들이 해외 플랜트 사업을 위주로 사업구조를 개편하고 있으며, 동사도 그 중 하나이다.

2023 해외 플랜트 수주액은 이러한 중동 수주 호조에 힘입어 302억 3000만 달러를 달성했다. 이는 지난 2022년 241억 8000만 달러와 비교해 25% 증가한 수치이고, 당초 목표인 300억 달러를 넘어선 수치이다. 2015년 이후 8년만의 최대 성과이다.

정부는 정책적으로도 해외 건설 수주 확대를 지원하고 있다. 정부는 2022년 8월 해외 인프라 수주 활성화 대책을 발표했고, 12월에는 해외건설 수주지원단을 출범하며 건설 수출 지원 내용을 구체화했다. 또한 윤석열 대통령은 취임 이후 국토교통부에 '제2의 중동 붐'을 주문하여 해외 건설 시장 진출에 정부 차원의 적극적 대책 마련을 당부하였다. 정부는 사우디, 카타르 등 중동 순방을 통해 해당 국가와 우호적인 관계를 맺기 위한 노력을 지속하고 있다.

그림 9. 해외건설 수주지원단 출범[2022.12]



자료: 국토교통부, 미래에셋 리서치센터, KUVIC 리서치 3팀

III. 기업분석

1. 국내 건설사의 살아있는 전설 'DL이앤씨'

1.1 DL이앤씨의 흔들리지 않는 근본

DL 이앤씨는 DL(구 대림산업주식회사)이 영위하는 사업 중 건설사업부문을 2021년 1월 4일에 인적분할되었으며 1월 25일에 재상장되었다. 국내 첫 건설회사인 DL 이앤씨의 역사는 1939년으로 거슬러 올라간다. 동사는 부림상회라는 간판을 내걸고 첫 실적인 부평경찰서를 준공하였다. DL 이앤씨는 대한민국 경제개발 5개년 계획과 함께 **국내 건설사업을 주도**하게 되었으며 경부고속도로, 서울지하철, 포항제철소, 국회의사당, 잠실올림픽 주경기장, 광화문 광장 등 대한민국을 대표하는 건설, 건축물의 대부분을 시공하였다.

또한 해외 시장에서도 DL 이앤씨는 역사적 기록을 가지고 있다. 1966년 해외 시장에 첫 진출한 이후, '해외 건설 외화 획득 1호', '해외 플랜트 수출 1호', '아프리카 진출 1호'라는 기록을 연이어 달성하며 대한민국 기업의 해외 진출에 선구적인 역할을 담당했다. 해외 무대에서의 DL 이앤씨의 행보는 더욱 빨라지고 있다. 이전까지 설계와 시공에 한정되었던 전통적인 건설사의 역할에서 벗어나 프로젝트 발굴, 기획, 투자, 금융조달, 시공, 운영관리까지 전 프로세스를 아우르는 디벨로퍼 사업자로 모습을 바꾸고 있다. 오래된 역사와 꾸준한 시공 경험, 그리고 해외 무대로의 진출은 타 건설 경쟁사 대비 높은 레퍼런스를 확보하는데 우위가 있다.

1.2 Business Model

동사의 사업부 구성은 토목사업, 주택사업, 플랜트 사업으로 구분된다. 매출 비중은 주택사업 67.4%, 토목사업 17.3%, 그리고 플랜트 사업이 15.2%로 구성되며, 사업부 비중을 통해 동사는 국내 주택 시장에 큰 영향을 받는다는 점을 알 수 있다.

건설은 수주산업이기에 동사가 수주한 수주잔고를 바탕으로 가치가 평가된다. 기업의 매출 인식 방법은 크게 두 가지로 나뉜다. 첫 번째는 인도 기준으로 제품 및 상품, 서비스가 고객에게 인도될 때 수익을 인식하는 방식이다. 이는 대부분의 기업의 매출 인식 방식이다. 다음 방식은 주로 조선과 건설 산업에서 사용되는 진행 기준이다. **진행 기준이란, 제품을 제작하는 과정에서, 완성된 진행율에 따라 매출을 인식하는 방식이다.**

동사는 '기본 도급액', '완성공사액', '계약 잔액'의 개념을 바탕으로 매출을 인식한다. 기본 도급액이란, 수주금액의 총액이며, 완성공사액은 공사 완료분, 그리고 계약잔액은 수주총액에서 공사완료분을 제한 값이다. 또한 추가로 '예상 손실액' 반영이 필요하다. 서비스 제공 중 계약 내용보다 원가가 비싸지거나, 진행 과정에서의 문제점 발생에 따른 손실은 모두 당기 비용으로 처리하게 된다. 실제로 많은 건설사가 러-우 전쟁에 따른 건자재 가격 상승으로 예상 손실액이 기존보다 많이 발생했다.

1.3 디스카운트 해소를 위한 꾸준한 노력

지난 2월 15일, **DL건설의 100% 자회사 편입이 완료되었다.** DL이앤씨는 DL건설을 완전자회사로 편입한 후 상장 폐지할 계획이었으며, 이는 모회사, 자회사가 동시에 상장되어 발생하는 디스카운트 요인을 해소하기 위한 결정이다. DL건설 또한 뿌리가 깊은

역사를 가지고 있다. DL건설은 1976년 삼호주택으로 증시에 상장했지만, 경영이 악화되어 대림그룹에 인수되었고 2021년 DL건설로 이름이 바뀌었다.

이렇듯 DL이앤씨와 DL건설은 같은 계열사이며 같은 사업을 진행하지만, 뿌리가 다르다. DL은 이러한 중복 상장에 따른 디스카운트 요인을 해소하기 위해 DL이앤씨가 DL건설을 포괄적 주식교환 방식을 통해 100% 자회사 편입을 결정했다. **DL이앤씨의 주주는 비지배지분손익의 배당재원 합산 효과, DL건설은 유통주식 부족에 따른 주가 디스카운트 해소가 가능하다.**

발행해야 하는 주식은 294만 4,285주이다. 이는 전체 주식 수의 7.6%이며 이를 통한 주주가치 희석을 막기 위해 당사는 **신주 발행량만큼 자사주를 매입 후 소각했다.**

주주환원 정책 강화

지난 2월 1일, **DL이앤씨는 잠정 실적발표와 함께 신규 주주환원 정책을 발표했다.** 향후 3년간 연결 순이익 기준 주주환원율을 15%에서 10%포인트 **상향한 25%로 올리겠다고 선언했다.** 이는 현금배당 10%와 자사주 매입 15%로 구성된다. 한편 건설사는 PF 우발채무 위험 등 앞서 언급한 여러 리스크에 따른 현금 확보가 중요하다. 그럼에도 불구하고 주주환원율의 상향 발표를 하며 디스카운트 해소에 한 발 앞서는 모습을 보여준다.

주주환원이 준비된 기업

그렇다면 이 기업은 주주환원의 여력이 확실히 있는지 확인할 필요가 있다. 과연 이 기업이 정부의 저평가 기업 개선 조치에 따른 성급한 결정을 한 것은 **아닌지 순현금, 잉여현금흐름(FCF)를 통해 확인해보겠다.**

산업분석에서 언급했듯, 건설사는 우발채무, 경기 상황의 위험에 대비하기 위해 순현금을 통한 체력 확보가 중요하다. 그렇다면 이 기업의 현금 확보 수준은 어느 정도이며, 경쟁사 대비 어떤 우위를 가지고 있는지 확인해야 한다. 비교는 10대 건설사 중 상장사(사업부 구성에 차이가 있는 삼성물산은 제외)들과 비교할 것이다. 각 기업이 보유한 **순현금을 현금성자산과 장기금융자산에서 금융부채를 제외한 수치로 계산**하고, 이를 매출액에서의 비중을 3개년 평균으로 비교하면 DL이앤씨가 39.8%로 타 경쟁사 대비 가장 높은 수치이다. 당사는 3Q23 기준 순현금은 3조 159억원, 현금 및 현금성자산을 1조 5,941억원을 보유하고 있으며 경쟁사 대비 충분한 현금을 보유하고 있다.

또한 당사의 잉여현금흐름을 확인해야 한다. **잉여현금흐름(Free Cash Flow, FCF)은 동사의 영업활동현금흐름에서 유무형 자산 구매 지출 금액인 CAPEX를 제외한 값으로 산정했다.** 당사의 FCF는 21년에 5,670억이었지만, 3Q23의 경우, -2,200억원을 기록했다. 원인은 영업활동현금흐름의 감소에서 확인할 수 있다. 3Q23은 작년 3분기 대비 영업활동현금흐름의 내용 중 순운전자본의 변동이 -3,875억원이다. 순운전자본이란, 영업활동에 필요한 자분을 의미하며, 유동자산-유동부채로 계산된다. 당사는 매출채권과 계약자산의 증가로 영업활동현금흐름이 감소했으며, 이는 시행사의 분양을 통한 자금 회수의 지연에 따른 결과이다. 이 모습은 DL이앤씨 외에 다른 건설사에서도 확인되는 모습이다. 하지만 해당 잉여현금흐름 또한 경쟁사 대비 견조한 방어를 보여준 수치이다. 당사의 3Q23 매출액 대비 FCF의 비중은 -2.8%로 경쟁사 평균 -4.6%보다 높은 현금흐름을 보여준다

표 2. DL이앤씨 현금성 자산

(단위: 억원)	2021	2022	3Q23
순현금	31,416	29,992	30,159
현금성자산	20,448	17,524	15,941
영업활동현금흐름	5,804	1,520	-2,039
CAPEX	135	226	161
잉여현금흐름(FCF)	5,670	1,294	-2,200

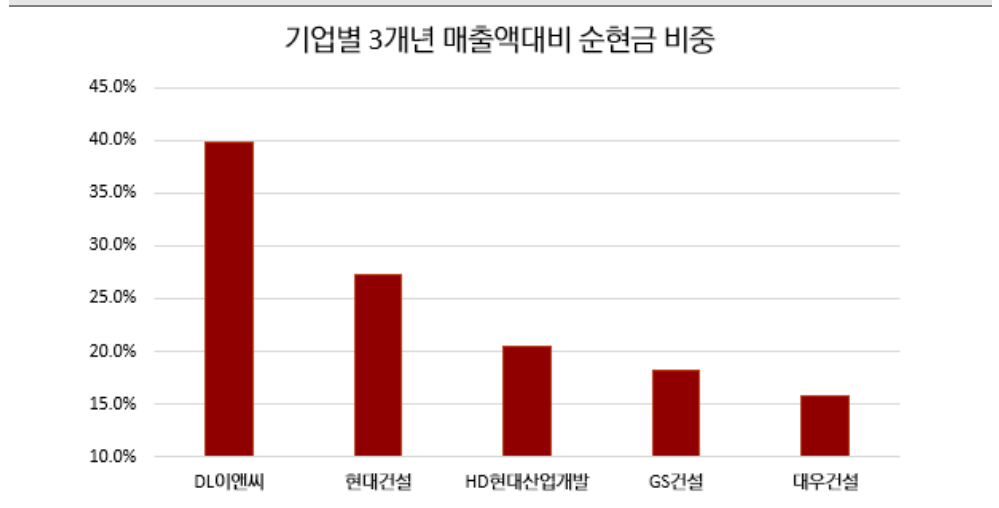
자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

표 3. 기업별 3개년 매출액 대비 순현금 비중

(단위: %)	2021	2022	3Q23	평균
DL이앤씨	41.2	40.0	38.1	39.8
현대건설	34.2	29.6	18.1	27.3
HD현대산업개발	51.5	10.8	-0.7	20.5
GS건설	25.7	16.7	12.2	18.2
대우건설	24.2	14.1	8.8	15.7

자료: 각 기업의 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

그림 10. 기업별 3개년 매출액대비 순현금 비중



자료: 각 기업의 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

1.4 배당성향을 더 높이면 PBR이 높아질까?

동사의 현금 확보를 통한 체력은 국내 타 건설사 대비 매우 견조하다. 그렇다면 PBR이 1배보다 아래라는 이유 하나만으로 배당성향을 더 높여야 할까? **절대로 그럴 수 없다.** 레포트 시작하면서 언급했듯이, 현재 국내 건설사들의 PBR이 낮은 이유는 구조적으로 안정적인 성장이 어렵기 때문이다. 대한민국은 부동산 경기 악화 및 PF 리스크를 정부 차원에서 막아주지 않기에 안정적인 성장이 어려우며, 이에 대비한 순현금의 확보도 매우 중요한 요인으로 자리잡는다.

그렇다면 동사의 순현금을 주주환원에 사용한다면 PBR 1배에 가까운 평가를 받을 수 있을까? 가능하다. 다만 주주환원 공시 후 장이 열리기 전까지만 유효하다. 현재 DL이앤씨의 시가총액은 1조 5,129억원이며, Book Value는 4조 8,964억원으로 PBR이 0.31배이다. 만약 3분기 기준 보유 중인 순현금 3조 159억원을 전부 주주환원에 사용하면 Book Value는 1조 8,805억원이 되며 PBR이 0.8배로 어느정도 상승이

PBR 1배, 가능한 할까?

가능하다. 하지만, 이에 대한 시장의 평가는 더욱 악화될 것이다. 산업 분석에서 언급한 순현금의 필요성을 DL이앤씨는 잃게 되며 기업가치가 매우 큰 폭으로 떨어지게 될 것이며 다시 PBR은 현재 수준 혹은 그 이하로 평가받게 될 것이다. DL이앤씨의 PBR이 낮은 문제점은 주주환원율이 아닌 기업의 성장성에서 비롯한다.

III. 투자 Point

1. 오빠, 오빠, 돈 많아?

1.2 경쟁사 대비 풍족한 순현금 확보

결국 충분한 현금이 필요한
건설사

결국 대형 건설 업체에서 투자 포인트로 바라봐야 할 점은 순현금을 통한 체력 확보이다. 동사의 고객사인 시행사 및 발주자는 시공사를 선정할 때 기업의 기술력 등 여러 요소를 확인해야 하지만, 그 중에서도 중요한 요소가 바로 순현금이다. 산업 분석에서 언급했듯, 대한민국은 부동산 경기 악화로 인한 기업의 타격이 매우 크기 때문에 해당 리스크를 버틸 수 있는 기업이 시행사에게 선정될 가능성이 높아진다.

이러한 순현금의 확보는 고객인 시행사뿐만 아니라 투자자에게도 큰 투자포인트가 될 수 있다. 결국 대규모 자본이 필요한 건설 사업은 여러 투자자로부터 자금을 조달할 필요가 있다. 이러한 점에서 높은 순현금 확보는 자금 조달 시 유리한 조건으로 진행할 수 있다.

높은 순현금 확보는 건설사에게 있어서 선순환 역할을 하게 한다. 순현금이 많기에 PF 리스크가 상대적으로 줄어들고, 이를 통한 시행사 확보 및 유리한 조건으로의 자금 조달을 통해 기업의 성장이 이뤄지며 이는 주주에게 현재 수준 혹은 그 이상의 환원을 가능하게 한다. 주주환원의 진행은 기업가치가 할증될 수 있는 요인이다. 즉, 순현금 확보는 동사의 성장과 주주환원의 결과를 가져올 수 있으며 기업가치가 성장할 수 있는 첫 걸음이 된다.

1.3 충분한 순현금을 통한 여유로운 주주환원

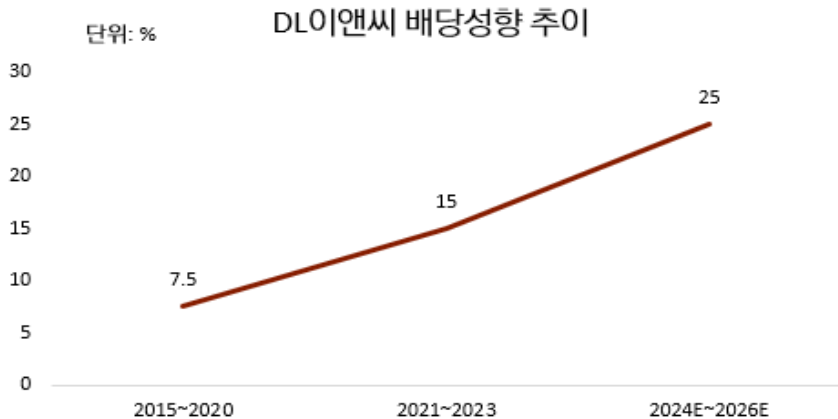
이러한 순현금 확보는 타 건설사 대비 높은 배당 성향을 보여준다. DL이앤씨는 2021년 2월에 배당성향을 15%로 지난 6년 평균의 약 2배 수준으로 확대했다. 또한 2024년 2월, 이보다 높은 수치인 25%로 확대하며 꾸준히 주주를 위한 환원 정책을 펼치고 있다.

표 4. DL이앤씨 배당성향 추이

(단위: %)	2015~2020	2021~2023	2024E~2026E
DL이앤씨	07.5	15	25

자료: DL이앤씨, KUVIC 리서치 3팀

그림 11. DL이앤씨 배당성향 추이



자료: DL, DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

플랜트 사업부 성장으로 매출 불확실성을 줄이는 DL이앤씨

2. 부동산 리스크 사이에 피어난 장미, 플랜트 사업

2.1 주택 경기 악화? 플랜트로 버텨보자

동사의 매출 비중은 3Q23 기준 주택 66%, 토목 18%, 플랜트 16%로 주택 비중이 압도적으로 높다. 이는 주택 부동산 시장 경기에 영향을 취약한 매출 구성이다. 동사의 주가 추이를 살펴보면, 국내 부동산 시장에 영향을 미치는 금리와 주택 수요, 원자재 변동성에 노출도가 강한 것을 확인할 수 있다. 즉 경기 변동에 쉽게 휩쓸리는 매출 구성으로 사업을 영위했으며, 이는 동사의 전망에 대한 불확실성을 가져오고 기업가치가 할인되는 요소이다.

2.2 플랜트 사업부의 수주 증가와 높은 수익성

하지만 동사는 이러한 불확실성을 줄이기 위해 매출 비중 다변화, 플랜트 사업부 성장을 도모하고 있다. 플랜트 사업부는 오일&가스, 정유, 석유화학, 발전 등 산업 기계의 종합체인 생산 시설이나 공장을 짓는다. 동사의 플랜트 사업부 신규 수주는 2.4조원으로 전년동기대비 154.2% 증가하였으며, 수주잔고 기준 24년도 사업부별 매출 비중은 주택 : 토목 : 플랜트 = 4 : 2 : 3 수준까지 올라간다.

플랜트 사업부는 Q도 증가할 전망이지만 3분기 기준 OPM이 16.9%로 주택, 토목 사업부보다 높은 이익률을 보여주며 경기 악화에 실적을 방어할 수 있을 사업부이다. 플랜트 산업은 EPC 산업이라고도 불리며, 사업 타당성 분석 및 기초 설계, 유지/보수, 운영까지 결합할 수 있는 복합 산업으로 고도의 기술력뿐 아니라 광범위한 지식 서비스를 필요로 하는 고부가 가치 사업이다. 이에 따라 다른 사업부보다 높은 이익률을 유지할 수 있다. 주택 사업부의 경우 러-우 전쟁으로 시멘트, 철근 가격 상승으로 이익률이 크게 떨어지는 현 상황에서 플랜트 사업부는 동사의 하방을 책임질 사업부로 대두된다.

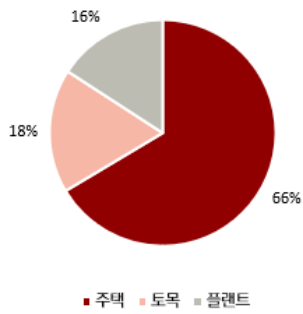
표 5. 美, 1월 PPI 발표 수치(12월 대비)

(단위: %)	실제	예상	전월
Headline	0.3	0.1	-0.2
Core	0.5	0.1	-0.1

자료: FED, KUVIC 리서치 3팀

그림 12. DL이앤씨 사업부별 매출 비중

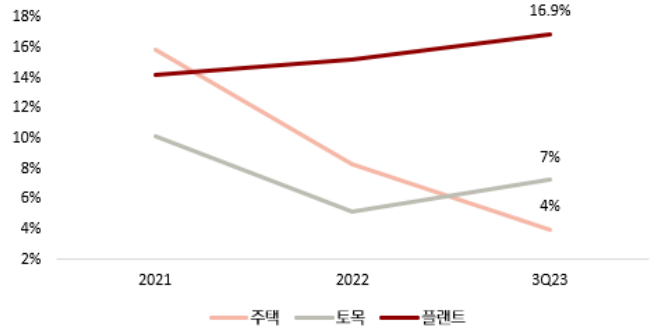
사업부별 매출 비중(3Q23 기준)



자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

그림 13. DL이앤씨 사업부별 OPM 추이

사업부별 OPM 추이



자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

IV. 투자 Risk

1. 예정된 금리 인하? 아직 모른다

1.1 1월 CPI, PPI의 예상치 상회

아직 금리 인하가 확실하지 않은 상황

2023년 12월, 미국 FOMC의 의장 제롬 파월은 금리 인상 주기의 정점에 도달했거나 근접했을 가능성이 높다는 점을 시인하며 2024년부터 금리 인하의 기대감을 불러왔다. 시장은 이와 같은 발언에 물가를 자극하지 않으며 완만한 경제성장을 보이는 골디락스의 국면에 들어갈 것이라는 기대감을 품게 되었다.

하지만 2024년 1월, 제롬 파월 의장은 한 달 전에 보였던 모습과는 전혀 달리, 인플레이션은 여전히 높은 수준을 보이고 있다고 언급했다. 또한 3월 금리 인하 가능성을 축소하며 시장의 차가운 반응을 불러왔다. 그럼에도 불구하고 연준 위원들의 금리 인하 필요성에 관한 의견과 양적 긴축의 종료를 논의했음을 밝히며 금리의 인하 기대감을 시장으로부터 건어가진 않았다. 이에 따라 외국의 증권사들은 5월부터 금리 인하 시작과 12월까지 150bp가 내려간 3.75%~4.00%를 기대했다.

이러한 금리 인하 기대감에도 불구하고 2월 16일에 발표된 생산자 물가지수(PPI)가 월가의 예상치인 0.4%보다 0.3%p가 높은 0.7%로 크게 웃돌며 연준이 금리를 조기에 내리기 어려울 것이란 전망에 무게가 실리기 시작했다. 경기가 식지 않는 상황에서 물가는 연준의 목표치인 2%까지 연착륙을 예상했던 월가의 전망에 균열이 발생했다.

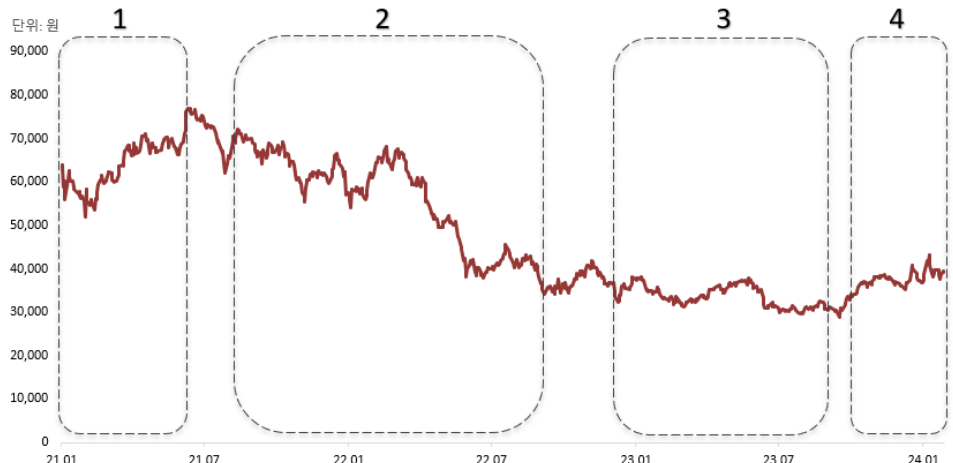
표 5. 美, 1월 PPI 발표 수치(12월 대비)

(단위: %)	실제	예상	전월
Headline	0.3	0.1	-0.2
Core	0.5	0.1	-0.1

자료: FED, KUVIC 리서치 3팀

1.2 주가 추이를 통해 확인하는 업황에 휘둘리는 건설업 DL이앤씨

그림 14. DL이앤씨 주가 추이



자료: DL, DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

- 1) 2020년 코로나로 인한 제로금리에 준하는 시기로 이어진 저금리에 따른 주택 수요 증가
- 2) 대한민국 금리 인상 시작으로 건설 업황 악화 전망에 따른 주가 하락
또한 2022년 러-우 전쟁 발발로 인한 시멘트 등 건자재의 원가 급증에 따른 이익률 하락
- 3) 2023년부터 금리 동결 기조가 시작되며 부동산 업황에 변동성 축소
- 4) 2024년 금리 인하 기조와 저PBR 테마 기대감에 따른 주가 일부 상승 및 하락

1.3 금리 인하에 따른 주택 수요 회복 기대감 하락

금리의 인하는 주택 수요의 증가를 불러오고 이는 미분양 감소, 주택 인허가 및 착공 증가의 결과를 가져올 수 있으며 이는 동사의 주택 사업부 매출 증가에 아주 중요한 요소이다. 실제로 동사의 주가 추이는 금리에 영향을 많이 받으며 주택 수요 기대감과 연동되는 모습을 보인다. 많은 투자자들이 12월 FOMC 연설 이후 금리 인하에 대한 기대감에 따라 건설업의 회복을 기대했지만, 예단할 수 없는 매크로 환경에 의존하여 동사의 실적 성장을 기대해서는 안 된다.

1.4 PPI 지수 상회? 우리에게 장미(플랜트)가 있잖아

PPI 지수 상회는 금리 인하 기조를 견어낼 수 있지만, 오히려 앞으로 12개월 안에 경기 침체가 없을 가능성을 암시하기도 한다. 하지만 이는 중요하지 않다. 동사는 부동산 경기에 노출도가 적은 플랜트 사업부의 확장으로 이젠 타 건설사보다 금리 인상의 영향을 적게 받을 것이다.

V. Valuation

1. 매출 추정 논리

1.1 DL이앤씨

1.1.1 주택

1) Base Case

표 6. 주택 매출

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
주택 - Bull	3,647	3,702	3,274	2,762	2,491
YoY		1.5%	-11.5%	-15.6%	-9.8%
주택 - Base	3,647	3,702	3,274	2,606	2,951
YoY		1.5%	-11.5%	-20.4%	13.2%
주택 - Bear	3,647	3,702	3,274	1,727	2,031
YoY		1.5%	-11.5%	-47.2%	17.6%

자료: KUVIC 리서치 3팀

건설업의 특성 상 수주를 기반으로 매출이 발생하기 때문에 PQ 추정은 적합하지 않다고 판단하여 수주 잔고를 기반으로 매출을 추정하였다. 우선 기납품액을 기본도금액으로 나누어 공시 시점(2023.09.30)까지의 진행률을 추정한 뒤, 수주잔액과 수주일자로부터 경과일 수를 기반으로 매출을 추정하였다.

표 7. 주택, 토지, 플랜트(국내/해외) 공통 추정 공식

추정 공식
2024F : 3Q23 수주잔고 * min(365, 2024.01.01 ~ min(준공예정일, 추정준공완료일) 경과일자) / 공시일~min(준공예정일, 추정준공완료일) 경과일자
2025F : (3Q23 수주잔고-24 실현금액) * 365 / max(365, 2025.01.01 ~ min(준공예정일, 추정준공완료일) 경과일자)

자료: KUVIC 리서치 3팀

이 때, 추정한 진행률 대로 진행이 되었을 때, 동사에서 공시한 준공 예정일보다 늦게 공사가 완료되는 경우가 발생하기 때문에 진행률을 기반으로 준공 완료일을 따로 추정하여 적용하였다. 단, 추정 준공완료일이 지나치게 늦어지는 경우를 배제하기 위해 min(동사 공시 준공예정일, 추정 준공완료일)을 사용하였다. 2024년과 2025년에 발생할 신규 수주는 동사에서 공시한 4조의 신규 주택 수주 계획을 적용하였고 해당 신규 수주 계약에 대해서는 주택 수주 공사의 첫 해 평균 진행률을 적용하였다. 단, Base Case에서는 동사의 계획인 4조에 2022년 대비 2023년 주택건설 인허가 실적의 감소율인 -25%를 적용하여 3조의 신규 주택 수주가 있을 것으로 가정하였다.

표 8. 연도별 주택건설 인허가 실적

(단위: 백만원)	2019	2020	2021	2022	2023
	487,975	457,514	545,412	521,791	388,891
YoY		-6%	19%	-4%	-25%

자료: KOSIS 국가통계포털, KUVIC 리서치 3팀

2) Bull Case

현재 건설업의 업황 및 주택의 매출 비중을 낮추는 동사의 사업 부문 포트폴리오 계획을 고려했을 때 Bull Case에서도 매출의 퀀텀점프는 현실적으로 기대하기 어려워 보인다. 다만 동사가 현재 건설업계의 주요 리스크인 PF우발채무 리스크로부터 자유로운 점과 금융감독원의 PF 부실정리 로드맵 및 대주단 협약 개정으로 인한 분양가 하락 및 부실 기업 퇴출의 반사이익을 고려하여 동사가 계획한 4조의 신규 주택 수주가 가능하다고 가정하여 매출 추정을 진행하였다. 나머지 추정 논리는 Base Case와 동일하다.

3) Bear Case

동사의 원가율 미해소 이슈와 전국의 준공 호수 감소 추세를 고려하여 준공 완료일이 예정보다 6개월 늦을 것으로 가정하였다. 전국의 5개년 평균 분양 실적 증감율과 준공 완료 호수 증감률을 가중하여 적용하였다. 나머지 추정 논리는 Base Case와 동일하다.

표 9. 연도별 주택 분양 실적 (단위 : 백만원)

2019	2020	2021	2022	2023	avg
3,140,000	3,490,000	3,370,000	2,880,000	1,920,000	-
YoY	11%	-3%	-15%	-33%	-10%

자료: KOSIS 국가통계포털, KUVIC 리서치 3팀

표 10. 연도별 준공 완료 호수 (단위 : 호)

2019	2020	2021	2022	2023	avg
5,180,000	4,710,000	4,310,000	4,140,000	3,160,000	-
YoY	-9%	-8%	-4%	-24%	-11%

자료: 국토교통부, KUVIC 리서치 3팀

1.1.2 토목

표 11. 토목 매출

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
토목	820	880	848	1,060	792
YoY		7%	-4%	25%	-25%

자료: KUVIC 리서치 3팀

토목 부문의 매출 추정은 주택 부문과 동일한 논리로 진행하였다. 2024년 이후의 신규 수주 규모에 대해서는 동사에서 공시한 토목 부문 신규 수주 계획인 2조가 2023년 토목 부문 수주 실적인 1조 9000억과 큰 차이가 없으므로 신규 수주 계획이 모두 실현된다고 가정하였다.

1.1.3 플랜트

표 12. 플랜트 매출

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
플랜트 - Bull	596	204	460	833	1,214
YoY		-66%	126%	81%	46%
플랜트 - Base	596	204	460	792	1,172
YoY		-66%	126%	72%	48%
플랜트 - Bear	596	204	460	641	1,214
YoY		-66%	126%	39%	89%

자료: KUVIC 리서치 3팀

1) Base Case

플랜트 매출 역시 수주를 기반으로 발생하기 때문에 주택 부문 추정 논리를 동일하게 적용하였다. 다만 동사의 매출 포트폴리오 구성 비율이 2023년 주택 : 토목 : 플랜트 = 7 : 1.5 : 1.5 수준에서 2024년 4 : 2 : 3 수준까지 올라간다는 것에 미루어 보아 2025년에는 플랜트의 비중이 더 커질 것으로 보고 동사의 2022년 대비 2023년 플랜트 수주 실적 현황의 증가율을 2025년 매출에 적용하였다. 신규 수주에 대한 추정은 동사에서 공시한 2024년 3조 규모의 신규 플랜트 수주액을 이용하였는데, 동사의 3개년도 평균 국내 : 해외 플랜트 수주 실적 비중이 약 2 : 3인 점을 고려하였다. 따라서 Base Case에서는 3조의 40%인 1.2조의 절반인 6000억 규모의 국내 신규 플랜트 수주가 있을 것으로 추정하였다. 동사의 플랜트 매출이 연별로 편차가 큰 것을 고려하여 신규 수주 계획의 절반의 가중치를 부여하였다.

이에 동사가 미국의 소형모듈원전(SMR) 개발사인 엑스에너지(X-energy), 원자력발전소 운영 및 유지 보수 전문기업인 한전KPS와 SMR의 유지 보수 및 관리를 위한 업무협약을 체결하고 이에 2023년 1월 2000만 달러 규모의 투자를 진행하는 등 향후 플랜트 사업에 대한 투자가 증가할 것을 고려하여 모든 케이스의 매출 추정을 진행하였다.

2) Bull Case & Bear Case

Base Case와 기본 논리는 동일하다. Bull Case는 계획된 신규 수주인 3조를 모두 달성했다고 가정하였고, Bear Case는 1/3인 1조 규모만 달성했다고 가정하였다. 그런 뒤 국내 플랜트 비중인 40%를 적용하여 매출을 산정하였다.

1.1.4 해외 매출

표 13. 해외 매출

(단위: 십억 원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
해외 - Bull	280	485	588	1,202	1,529
YoY		73%	21%	104%	27%
해외 - Base	280	485	588	1,112	1,409
YoY		73%	21%	89%	27%
해외 - Bear	280	485	588	993	1,256
YoY		73%	21%	69%	26%

자료: KUVIC 리서치 3팀

동사의 해외 매출의 90% 이상이 플랜트 사업이라는 점과 2024년 사업 부문 포트폴리오 중 플랜트 사업 비중이 크게 늘어난다는 점을 고려하여 매출을 추정하였다. 동사의 플랜트 신규 수주 규모인 3조에 전체 플랜트 매출 중 해외 플랜트 매출 비중인 60%를 적용하여 매출을 추정하였으며 국내 플랜트 매출 추정 논리와 동일한 방식으로 진행하였다.

1.1.5 미납품액

표 14. 미납품액 매출

(단위: 십억원)	2024F	2025F
미납품액	782	782
YoY	-	-

자료: KUVIC 리서치 3팀

미납품액은 동사가 수주계약을 맺었지만 아직 공사가 진행되지 않은 계약의 매출이다. 미납품액의 합계에 2022년 대비 2023년 착공 호수와 주택 분양 실적의 감소율을 적용하여 실현될 미납품액을 구한 뒤, 미납품액에 대한 수주 계약의 90% 이상이 주택 관련 계약인 것을 고려하여 주택 공사의 평균 진행률인 16%를 적용하였다..

표 15. 연도별 착공 호수 (단위 : 호)

2019	2020	2021	2022	2023	avg
4,790,000	5,260,000	5,840,000	3,830,000	2,090,000	
YoY	10%	10%	11%	-34%	-1%

자료: 국토교통부, KUVIC 리서치 3팀

1.2. DL건설

표 16. 주택 매출

(단위: 십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
주택 - Bull	3,647	3,702	3,274	2,762	2,491
YoY		1.5%	-11.5%	-15.6%	-9.8%
주택 - Bear	3,647	3,702	3,274	1,727	2,031
YoY		1.5%	-11.5%	-47.2%	17.6%

자료: KUVIC 리서치 3팀

DL 건설에 대한 매출 추정은 DL 이앤씨의 매출 추정에 적용한 기본 논리를 그대로 적용하였다. 신규 수주에 대한 가정은 동사에서 발표한 2024년 11조 6000억의 신규수주 중 DL이앤씨의 9조를 제외한 2조 6000억이라 가정하였다. 이를 직전 3개년도 관급 : 민간 매출 비중대로 분배하여 관급에 6000억, 민간에 2조에 신규 수주가 있을 것으로 가정하였다. 미납품액에 대해서도 DL이앤씨와 동일한 논리 적용하였다.

2. 비용 추정 논리

표 17. 매출원가

(단위: 십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
재료비	1517	1740	1858	2185	2502
외주비	3493	3506	3522	4008	4331

급여	374	407	431	449	470
퇴직급여	47	48	51	53	55
복리후생비	48	54	57	60	63
감가상각비	58	74	14	14	14
무형자산상각비	16	9	14	14	14
제수수료	432	448	443	504	545
세금과공과	118	120	120	137	148
기타비용	142	158	151	171	185
합계	6245	6565	6661	7595	8326

자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

표 18. 판매비와관리비

(단위: 십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
광고선전비	13	9	9	9	10
대손상각비	(29)	(13)	(21)	(24)	(26)
운반비	0	0	0	0	0
제수수료	162	167	166	188	204
하자보수비	2	(1)	(1)	(1)	(1)
급여	200	198	210	219	229
복리후생비	29	24	25	26	27
보험료	24	14	14	14	14
지대집세	26	25	25	25	25
기타	22	12	17	20	21
합계	429	434	444	476	503

자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

공시되어 있는 2021년부터 2022년의 자료를 기준으로 2023년 이후의 비용을 추정하였다. 동사의 비용 구조를 살펴보면, 가장 높은 비중을 차지하는 항목은 변동비인 재료비 및 외주비이다. 이를 중심으로 변동비와 고정비적 성격을 띠는 항목을 나누어 추정하였고, 특히 변동비 및 고정비의 논리반으로는 엄밀한 추정이 어려운 급여, 재료비, 감가상각의 경우는 각자의 논리를 만들어 추정하였다.

2.1 급여

표 19. 급여

(단위: 십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출원가					
급여	374	407	431	449	470
퇴직급여	47	48	51	53	55
복리후생비	48	54	57	60	63
판매비					
급여	200	198	210	219	229
복리후생비	19	24	25	26	27
직원수	5461	5585	5712	5842	5972
명목임금상승률			3.6%	1.9%	2.3%

자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

동사는 인력비의 경우 급여, 퇴직급여, 복리후생비로 나뉘고 급여, 복리후생비의 경우 매출원가와 판매비로 나뉜다. 본 리서치 팀은 모든 인력비에 대해서 동사의 기존 급여 데이터에 직원수 증가율과 명목임금상승률을 적용하여 계산하였다. 동사는 특별한 증원 계획을 가지고 있지 않으므로 직원수는 2021~2022년의 증가율을 따라 flat하게 증가할 것이

라고 가정하였다. 명목임금상승률은 TIU의 명목임금상승률을 적용하여 계산하였다.

2.2 재료비

표 20. 재료비

(단위: 십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
재료비	1517	1740	1858	2185	2502
DL이앤씨 재료비					
철근	155	162	160	178	195
레미콘	165	158	172	208	241
가구류	47	84	91	110	129
강관파일	32	11	12	14	17
시멘트	9	10	12	16	20
기타	419	524	568	691	809
합계	827	948	1015	1218	1441
DL건설 재료비					
레미콘	80	87	95	115	133
철근	90	104	103	114	126
시멘트	2	2	2	3	4
가구류	11	23	25	31	36
콘크리트파일	14	16	18	22	25
기타	251	250	271	330	386
합계	449	483	514	615	710
기타	241	308	330	352	381

자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

동사의 재료비는 주요 원재료인 철근, 레미콘, 시멘트의 경우 동사가 공시한 가격변동추이를 바탕으로 가격상승률을 추정하였고, 기타 원재료에는 주요 원재료의 가격변동추이 평균을 적용하였다. 또한 재료비는 변동비적 성격을 띠므로 매출상승률을 적용하여 원재료비를 추정하였다.

우선 주요 원재료 중 철근의 경우는, 코로나 이후 가격이 폭등하였으나 2021,2022년 최고점을 찍고 2023년 말부터 건설시장 위축으로 인한 수요 감소, 그리고 원재료인 철스크랩 가격의 하락으로 천천히 가격이 떨어지는 추세이다. 2024년까지는 이 추세가 유지될 것이라고 가정하여 2021년대의 가격으로 회귀할 것이라고 추정하였다.

반면 시멘트와 레미콘의 경우는 건설시장 위축에도 불구하고 인하여 계속 가격이 상승하는 추세이다. 이 상승세가 유지될 것이라고 가정하여 2022년의 가격 상승세를 적용하여 추정하였다.

2.3 감가상각비

동사는 토지, 건물, 구축물, 기계장치, 차량운반구 등의 유형자산과 산업재산권, 회원권, 소프트웨어 등의 무형자산을 보유하고 있다. 유형, 무형 자산 모두 매출원가에 할당되어 있다. 감가상각은 별도로 추정하였으며, 잔존가치를 0으로 전제하고 정액법으로 추정하였다.

2.4 고정비 및 변동비

표 21. 고정비성 비용

(단위: 십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출원가					
판관비					
광고선전비	13	9	9	9	10
운반비	0	0	0	0	0
하자보수비	2	-1	-1	-1	-1
보험료	14	14	14	14	14
지대집세	26	25	25	25	25
물가상승률			1.7%	0.4%	1.6%

자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

표 22. 변동비성 비용

(단위: 십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출원가					
외주비	3493	3506	3552	4008	4331
제수수료	432	448	443	504	545
세금과공과	118	120	120	137	148
기타비용	141	158	151	171	185
판관비					
대손상각비	(29)	(13)	(21)	(24)	(26)
제수수료	162	167	166	188	204
기타비용	22	12	17	20	21

자료: DL이앤씨 사업보고서, KUVIC 리서치 3팀

기타 비용은 그 성격에 따라 고정비성 비용, 변동비성 비용으로 분류해 추정하였다. 고정비성 비용은 매출에 따라 변동하는 비용이 아니기 때문에 물가상승률을 적용해 추정하였다. 매출에 따라 변동하는 변동비성 비용은 2021, 2022년 매출 대비 차지하는 비중의 평균을 계산해 2023년 이후 추정 매출액에 적용하는 방식으로 추정하였다.

Valuation Method: Peer PBR Method, Peer PER Method

동사의 경우, 경기 사이클에 따라 주가가 움직이는 건설산업에 속해 있으며 2024년도 당기순이익도 증가하기에 밸류에이션을 PBR과 PER 모두 진행하여 각각의 Target Price를 제시하겠다.

1. Peer PBR Method

동사의 Valuation에는 Peer PBR Method를 적용하였다. 동사의 Peer로는 흔히 GS건설, 현대건설, 대우건설, HDC현대산업개발, 삼성엔지니어링 등이 지목된다. 이 중 삼성엔지니어링은 국내 부동산 사업을 영위하지 않으며 매출의 대부분이 정유, 화학을 비롯한 플랜트 사업에서 발생하기 때문에 동사의 Peer로는 보기 어렵다고 판단하였다. 또한 HDC 현대산업개발은 동사의 투자포인트인 해외플랜트 사업을 거의 영위하지 않고 국내 매출에만 집중하므로 Peer로는 보기 어렵다고 판단하였다.

Peer Group의 선정 기준으로는 우선 사업 부문의 유사성을 이용하였다. GS건설, 현대건설, 대우건설 모두 사업 부문의 분류가 약간 다를 뿐 동사와 마찬가지로 주택, 토목, 플랜트 사업을 영위하고 있으며 건설업의 특성상 매출 및 비용 발생 과정이 유사하기 때문에 동사와의 유사성이 높다고 판단하였다. 이에 PBR이 동사와 마찬가지로 높지 않으며 추세 역시 동사와 유사하기에 Peer로 이용하기 적합하다고 판단하였다.

이에 동사와의 OPM이 유사한지도 확인하였다. 동사와 비슷한 사업구조를 가진 기업들이 비슷한 OPM 수치를 보인다면 Peer로서의 신뢰도가 더 높아질 것이라 판단하였다. 이에 선정한 Peer Group에 속한 기업들의 3개년치 평균 OPM이 모두 동사와 마찬가지로 10% 이하인 것을 확인하였고 최종적으로 GS건설, 현대건설, 대우건설을 Peer Group으로 선정하였다.

표 23. Peer Group OPM

Peer Group OPM(단위 : %)	2021	2022	2023	avg
GS건설	7.15	4.51	-0.97	3.56
현대건설	4.17	2.71	2.92	3.27
대우건설	8.5	7.29	6.44	7.41
DL이앤씨	12.54	6.63	4.52	7.90

자료: KUVIC 리서치 3팀

PBR 적용 시점은 2022년을 선정하였다. 건설업이 경기변동에 민감한 특성을 갖고 있는 만큼 같은 시점 내에서 Peer Group간 PBR의 차이가 크지 않으며 2023년 금리 상승으로 인한 주택 가격 상승 및 미분양 주택 수 증가, PF 우발채무 리스크 대두 및 금융당국의 규제 방안 마련 등 건설업 관련 부정적 이슈가 다수 등장하였고, 이는 2024년 하반기 금리가 인하되면서 다소 해소될 것으로 판단된다. 이에 Bull, Base 케이스에는 금리가 2022년 수준으로 인하될 것으로 가정, 2022년의 Peer Group의 PBR의 평균치를 동사의 Target P/B로 적용하는 것은 적합하다고 판단한다. 다만, 보수적으로 Bear 케이스에는 금리가 인하되지 않을 것으로 가정, 2023년의 Peer Group의 PBR의 평균치를 동사의 Target P/B로 적용한다.

표 25. Peer Group PBR

Peer Group PBR(배)	2021	2022	2023F
GS건설	0.73	0.37	0.27
현대건설	0.69	0.51	0.45
대우건설	0.74	0.46	0.39
평균	0.72	0.45	0.37

표 26. Valuation – Peer PBR Method (2024E) Bull Case

2024E 당기순이익 (단위: 백만원)	523,000
순자산	4,943,899
발행주식수	42,893,675
BPS	116,236
Target P/B	0.45
현재주가	39,450
목표주가	51,919
상승여력	32%

자료: KUVIC 리서치팀 3조

표 27. Valuation – Peer PBR Method (2024E) Base Case

2024E 당기순이익 (단위: 백만원)	476,443
순자산	4,985,800
발행주식수	42,893,675
BPS	115,259
Target P/B	0.45
현재주가	39,450
목표주가	51,483
상승여력	31%

자료: KUVIC 리서치팀 3조

표 28. Valuation – Peer PBR Method (2024E) Bear Case

2024E 당기순이익 (단위: 백만원)	292,764
순자산	4,778,588
발행주식수	42,893,675
BPS	111,405
Target P/B	0.37
현재주가	39,450
목표주가	41,200
상승여력	4%

자료: KUVIC 리서치팀 3조

2. Peer PER Method

동사의 Peer로는 Peer PBR Method와 같은 논리를 적용하여 GS건설, 현대건설, 대우건설을 Peer PER Group로 선정하였고, 적용 시점을 Bull, Base case는 2022년, Bear case는 2023년으로 선정하였다.

표 29. Peer Group PER

Peer Group PBR(배)	2021	2022	2023F
GS건설	8.3	5.3	-2.7
현대건설	9.5	9.5	6.7
대우건설	4.8	3.4	3.4
평균	7.53	6.06	2.46

표 30. Valuation – Peer PER Method (2024E) Bull Case

2024E 당기순이익 (단위: 백만원)	522,606
NI	522,606,731,204
발행주식수	38,693,623
Target P/E	6.07
현재주가	39,450
목표주가	81,938
상승여력	107.70%

자료: KUVIC 리서치팀 3조

표 31. Valuation – Peer PER Method (2024E) Base Case

2024E 당기순이익 (단위: 백만원)	476,498
NI	476,498,598,872
발행주식수	38,693,623
Target P/E	6.07
현재주가	39,450
목표주가	74,709
상승여력	89.38%

자료: KUVIC 리서치팀 3조

표 32. Valuation – Peer PER Method (2024E) Bear Case

2024E 당기순이익 (단위: 백만원)	292,708
NI	292,708,397,736
발행주식수	38,693,623
Target P/E	2.46
현재주가	39,450
목표주가	18,609
상승여력	-52.83%

자료: KUVIC 리서치팀 3조

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

