



# BUY (유지)

# DL이앤씨 (375500)

## 사우디 과세에 대한 과도한 우려

목표주가(12M) 120,000원  
현재주가(6.23) 59,100원

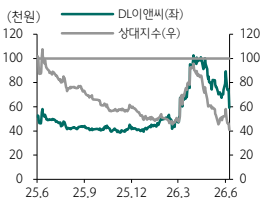
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	8,203.84
52주 최고/최저(원)	102,500/38,700
시가총액(십억원)	2,286.8
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	38,693.6
60일 평균 거래량(천주)	1,240.8
60일 평균 거래대금(십억원)	106.7
외국인지분율(%)	20.47
주요주주 지분율(%)	
DL 외 7인	24.82
국민연금공단	10.19

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	6,983.3	7,375.2
영업이익(십억원)	505.4	563.6
순이익(십억원)	421.9	435.9
EPS(원)	9,798	10,120
BPS(원)	134,975	144,324

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	8,318.4	7,402.4	6,481.8	6,551.6
영업이익	270.9	387.0	486.7	472.8
세전이익	353.9	117.2	631.6	512.9
순이익	229.2	370.2	462.0	369.2
EPS	5,348	8,625	10,764	8,602
증감율	22.18	61.28	24.80	(20.09)
PER	6.01	4.77	6.87	8.60
PBR	0.28	0.33	0.56	0.52
EV/EBITDA	0.96	1.50	4.96	4.86
ROE	4.77	7.34	8.47	6.33
BPS	113,286	123,370	133,269	141,004
DPS	540	890	890	890

### 6/22 사우디 과세당국, DL이앤씨에 법인세 추징금 8,533억원 부과

6/22 DL이앤씨가 공시를 통해, 사우디 과세당국으로부터 약 8,533억원의 법인세 부과 통지를 받았다고 밝혔다. 2006~2019년 사우디 발주처로부터 수주한 EPC 프로젝트에 대해 한국 본사에서 수행한 EP(설계/조달)에 대해, 현지(사우디) 현장에서 해당 용역이 수행되었다고 일방적으로 간주하여 본세 4,392억원과 가산세 4,141억원을 부과했다.

### 과세의 적정성 논란: 1)계약상 구분, 2)시효기한 소멸, 3)이중과세

이번 법인세 추징 과세 적정성 논란은 세 가지 부분에 있다. 첫 번째는 본사에서 수행한 업무(EP)에 대한 과세가 적정한가이다. 통상 사우디 발주처와 계약 시 현지부분(대부분 시공)과 본사부분(대부분 설계와 조달)을 구분하여 체결하고, 이에 맞게 발생한 매출에 대한 법인세를 납부해왔다. 또한 DL이앤씨의 사우디 현지 법인도 그동안 세무조사를 받아왔고, 조세 불복 등을 통해 이러한 쟁점들이 그동안 충분히 다뤄졌을 것으로 본다. 두 번째로는 시효기간이다. 사우디 소득세법에 따라 소득세를 부과할 수 있는 법정 기한은 최대 10년으로, 2006~2015년에 발생한 소득에 대해서는 시효가 지났다. 2006~2015년을 제외할 시 160억 원대 수준으로 세액이 떨어진다. 마지막으로 이중과세 문제다. 본사부분의 법인세는 이미 한국 정부에 납부하였기에, 국가 간 과세권을 침해한 이중과세에 해당한다. DL이앤씨는 사우디 세법과 한국/사우디 간 조세조약에 근거하여 불복 절차를 개시할 예정이며, 불복 절차 중 세액 납부 의무는 발생하지 않는다. 불복 절차가 통상 5년 이상 소요되므로, 그동안 손익에 미치는 영향은 없다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 유지

DL이앤씨 투자의견 Buy, 목표주가는 120,000원을 유지한다. 목표주가는 26년 EPS 추정치에 Target P/E 11.0배를 적용했다. 손익에 영향을 주지 않는 이벤트로 주가가 15% 이상 하락한 것은 과도하다고 판단한다. DL이앤씨의 주가 수준은 26년 추정치 기준 PER 5.8배까지 내려오면서, 저평가 구간에 진입했다. 종전 이후 이란 등에서의 수주 기대감, 영국 엑스에너지(SMR) 파트너십, 국내 데이터센터 등을 고려했을 때 상승 매력도가 있는 종목이다. 다만 매크로 환경의 불확실성 등으로 주가 변동성이 심한 구간이다. 이란과 미국간 종전이 확정된 후 매수를 적극 추천한다.



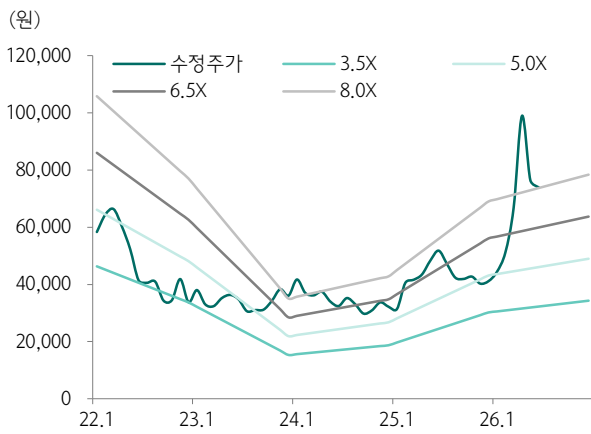
Analyst 김승준 sjunkim@hanafn.com

도표 1. 목표주가 산정(P/E Valuation)

P/E Valuation	금액	내용
2026E EPS	10,765	
2027E EPS	8,602	
Target PER(배)*	11.0	
목표주가(원)	118,415	
현재주가(원)	59,100	
상승여력(%)	100.4	

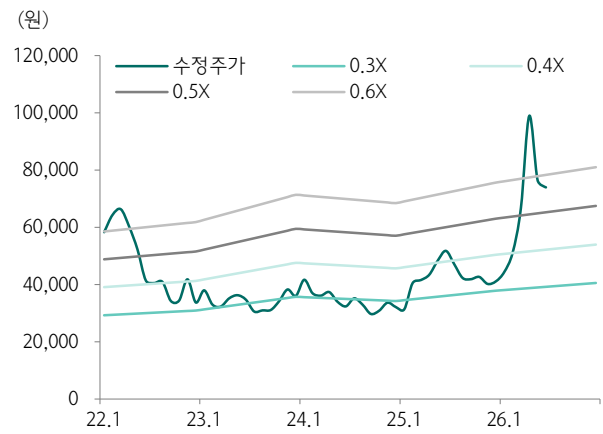
자료: DL이앤씨, 하나증권 추정

도표 2. PER Band



자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. PBR Band



자료: Quantwise, 하나증권

도표 4. DL이앤씨 연결 실적 개요

(단위: 억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	18,082	19,914	19,070	16,958	17,252	16,157	15,181	16,228	74,024	64,818	65,516	71,808
YoY	-4.4%	-3.8%	-0.6%	-30.5%	-4.6%	-18.9%	-20.4%	-4.3%	-11.0%	-12.4%	1.1%	9.6%
1. 건설	13,467	15,567	15,357	13,199	13,517	12,952	11,918	12,711	57,590	51,098	51,580	56,118
YoY	4.2%	11.2%	13.7%	-27.3%	0.4%	-16.8%	-22.4%	-3.7%	-1.7%	-11.3%	0.9%	8.8%
1-1. 주택	5,736	6,592	6,859	6,178	6,063	6,145	6,105	6,407	25,365	24,721	26,759	30,255
YoY	-14.8%	-7.8%	7.5%	-31.7%	5.7%	-6.8%	-11.0%	3.7%	-13.5%	-2.5%	8.2%	13.1%
1-2. 토목	1,926	1,897	1,517	2,098	1,665	1,910	1,962	2,246	7,438	7,783	9,747	11,068
YoY	-3.4%	-14.9%	-33.1%	-22.2%	-13.6%	0.7%	29.3%	7.0%	-19.0%	4.6%	25.2%	13.5%
1-3. 플랜트	5,780	7,072	6,990	4,920	5,787	4,897	3,851	4,058	24,762	18,593	15,074	14,795
YoY	38.2%	53.5%	44.0%	-23.4%	0.1%	-30.8%	-44.9%	-17.5%	23.4%	-24.9%	-18.9%	-1.9%
2. DL 건설	4,667	4,376	3,685	3,798	3,760	3,205	3,263	3,517	16,526	13,745	13,936	15,690
YoY	-21.9%	-34.9%	-35.3%	-39.8%	-19.4%	-26.8%	-11.4%	-7.4%	-33.1%	-16.8%	1.4%	12.6%
매출총이익	1,931	2,537	2,565	1,969	2,636	2,318	2,265	2,416	9,002	9,635	9,831	10,797
YoY	6.7%	51.6%	22.1%	-31.5%	36.5%	-8.6%	-11.7%	22.7%	6.4%	7.0%	2.0%	9.8%
매출총이익률	10.7%	12.7%	13.5%	11.6%	15.3%	14.3%	14.9%	14.9%	12.2%	14.9%	15.0%	15.0%
1. 건설	1,414	2,086	2,012	1,386	1,960	1,872	1,812	1,922	6,898	7,566	7,785	8,469
매출총이익률	10.5%	13.4%	13.1%	10.5%	14.5%	14.5%	15.2%	15.1%	12.0%	14.8%	15.1%	15.1%
1-1. 주택	533	844	1,193	1,056	1,219	1,045	1,038	1,089	3,627	4,390	4,549	5,143
매출총이익률	9.3%	12.8%	17.4%	17.1%	20.1%	17.0%	17.0%	17.0%	14.3%	17.8%	17.0%	17.0%
1-2. 토목	196	167	-144	252	163	191	196	225	471	775	975	1,107
매출총이익률	10.2%	8.8%	-9.5%	12.0%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	6.3%	10.0%	10.0%	10.0%
1-3. 플랜트	670	1,075	986	69	567	637	578	609	2,800	2,390	2,261	2,219
매출총이익률	11.6%	15.2%	14.1%	1.4%	9.8%	13.0%	15.0%	15.0%	11.3%	12.9%	15.0%	15.0%
2. DL 건설	513	447	511	594	662	446	454	493	2,064	2,054	2,046	2,328
매출총이익률	11.0%	10.2%	13.9%	15.6%	17.6%	13.9%	13.9%	14.0%	12.5%	14.9%	14.7%	14.8%
영업이익	810	1,262	1,167	631	1,574	1,155	1,031	1,107	3,870	4,867	4,728	5,714
YoY	33.0%	287.1%	40.1%	-32.9%	94.3%	-8.5%	-11.6%	75.4%	42.9%	25.8%	-2.9%	20.9%
영업이익률	4.5%	6.3%	6.1%	3.7%	9.1%	7.1%	6.8%	6.8%	5.2%	7.5%	7.2%	8.0%
지배주주순이익	302	83	1,264	2,307	1,601	1,336	815	869	3,956	4,620	3,692	4,402
YoY	16.2%	-79.6%	179.0%	96.7%	430.1%	1509.1%	-35.6%	-62.3%	72.6%	16.8%	-20.1%	19.2%
건설 수주	15,265	9,626	30,167	42,457	21,265	27,000	32,500	32,500	97,515	113,265	118,000	118,000
YoY	-20.1%	-16.1%	3.5%	21.0%	39.3%	180.5%	7.7%	-23.5%	2.9%	16.2%	4.2%	0.0%
1-1. 주택	10,463	8,841	17,789	28,464	13,329	15,000	15,000	15,000	65,557	58,329	55,000	55,000
1-2. 토목	1,660	416	6,727	3,670	3,729	3,000	6,000	6,000	12,473	18,729	17,000	17,000
1-3. 플랜트	1,032	119	264	2,648	1,629	5,000	5,000	5,000	4,063	16,629	25,000	25,000
2. DL 건설	2,110	250	5,387	7,675	2,578	4,000	6,500	6,500	15,422	19,578	21,000	21,000
건설 수주잔고	293,859	288,024	275,463	284,831	274,945	285,788	303,107	319,379	284,831	319,379	371,863	418,054
QoQ, YoY	-2.6%	-2.0%	-4.4%	3.4%	-3.5%	3.9%	6.1%	5.4%	-5.6%	12.1%	16.4%	12.4%
1-1. 주택	159,478	160,835	154,584	175,649	170,702	179,557	188,452	197,044	175,649	197,044	225,286	250,030
1-2. 토목	30,921	35,695	38,489	37,422	39,788	40,878	44,916	48,670	37,422	48,670	55,923	61,855
1-3. 플랜트	43,370	35,231	27,675	25,012	21,291	21,394	22,543	23,485	25,012	23,485	33,411	43,616
2. DL 건설	60,090	56,263	54,715	46,747	43,164	43,959	47,196	50,179	46,747	50,179	57,243	62,553

자료: DL이앤씨, 하나증권 추정

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,318.4	7,402.4	6,481.8	6,551.6	7,180.8
매출원가	7,472.7	6,502.3	5,518.3	5,568.5	6,101.1
매출총이익	845.7	900.1	963.5	983.1	1,079.7
판매비	574.8	513.2	476.8	510.3	508.3
영업이익	270.9	387.0	486.7	472.8	571.4
금융손익	136.1	13.6	49.9	61.5	69.7
중속/관계기업손익	(8.0)	1.8	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(45.1)	(285.2)	95.0	(21.4)	(29.3)
세전이익	353.9	117.2	631.6	512.9	611.9
법인세	124.7	(253.0)	169.6	143.6	171.2
계속사업이익	229.2	370.2	462.0	369.2	440.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	229.2	370.2	462.0	369.2	440.2
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	229.2	370.2	462.0	369.2	440.2
지배주주지분포괄이익	118.4	455.8	462.0	369.2	440.2
NOPAT	175.5	1,222.3	356.0	340.4	411.5
EBITDA	355.5	461.1	519.9	481.8	575.3
성장성(%)					
매출액증가율	4.10	(11.01)	(12.44)	1.08	9.60
NOPAT증가율	(26.57)	596.47	(70.87)	(4.38)	20.89
EBITDA증가율	(15.03)	29.70	12.75	(7.33)	19.41
영업이익증가율	(18.08)	42.86	25.76	(2.86)	20.85
(지배주주)순이익증가율	21.98	61.52	24.80	(20.09)	19.23
EPS증가율	22.18	61.28	24.80	(20.09)	19.24
수익성(%)					
매출총이익률	10.17	12.16	14.86	15.01	15.04
EBITDA이익률	4.27	6.23	8.02	7.35	8.01
영업이익률	3.26	5.23	7.51	7.22	7.96
계속사업이익률	2.76	5.00	7.13	5.64	6.13

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,348	8,625	10,764	8,602	10,257
BPS	113,286	123,370	133,269	141,004	150,393
CFPS	14,928	15,150	14,326	10,724	12,711
EBITDAPS	8,294	10,744	12,113	11,225	13,403
SPS	194,069	172,472	151,023	152,649	167,310
DPS	540	890	890	890	890
주가지표(배)					
PER	6.01	4.77	6.87	8.60	7.21
PBR	0.28	0.33	0.56	0.52	0.49
PCFR	2.15	2.72	5.17	6.90	5.82
EV/EBITDA	0.96	1.50	4.96	4.86	3.66
PSR	0.17	0.24	0.49	0.48	0.44
재무비율(%)					
ROE	4.77	7.34	8.47	6.33	7.10
ROA	2.41	3.82	4.71	3.61	4.03
ROIC	8.26	69.50	23.57	23.54	28.05
부채비율	100.43	84.38	75.56	75.37	76.62
순부채비율	(20.25)	(19.25)	(26.99)	(29.42)	(31.28)
이자보상배율(배)	5.27	8.69	15.79	15.34	18.47

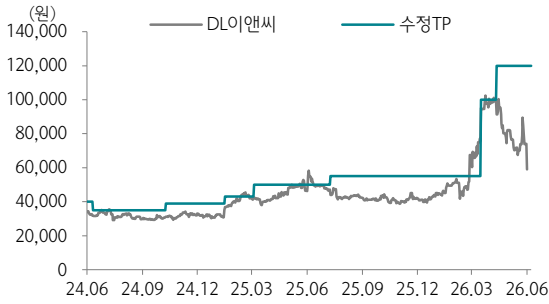
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	6,005.5	5,634.7	6,003.8	6,495.0	7,143.1
금융자산	2,164.1	2,131.0	2,649.5	2,888.4	3,131.3
현금성자산	1,864.4	1,844.3	2,375.2	2,593.2	2,802.7
매출채권	1,040.9	1,040.3	995.6	1,071.1	1,192.6
재고자산	921.3	886.2	848.0	912.4	1,015.8
기타유동자산	1,879.2	1,577.2	1,510.7	1,623.1	1,803.4
비유동자산	3,706.9	4,034.5	3,948.7	4,028.6	4,167.5
투자자산	1,433.2	1,484.0	1,431.4	1,520.3	1,663.1
금융자산	874.0	932.1	903.2	952.0	1,030.4
유형자산	36.0	42.4	14.0	8.7	7.8
무형자산	28.9	20.8	16.0	12.3	9.5
기타비유동자산	2,208.8	2,487.3	2,487.3	2,487.3	2,487.1
자산총계	9,712.4	9,669.3	9,952.5	10,523.6	11,310.6
유동부채	3,854.5	3,726.5	3,591.0	3,819.8	4,187.3
금융부채	293.2	564.5	562.5	565.8	571.1
매입채무	1,053.8	753.6	721.1	775.9	863.8
기타유동부채	2,507.5	2,408.4	2,307.4	2,478.1	2,752.4
비유동부채	1,012.2	698.7	692.6	702.9	719.4
금융부채	889.6	557.0	557.0	557.0	557.0
기타비유동부채	122.6	141.7	135.6	145.9	162.4
부채총계	4,866.7	4,425.2	4,283.6	4,522.7	4,906.7
지배주주지분	4,845.7	5,244.1	5,669.0	6,000.9	6,403.9
자본금	229.3	229.3	229.3	229.3	229.3
자본잉여금	3,830.9	3,830.9	3,830.9	3,830.9	3,830.9
자본조정	(16.5)	(50.9)	(50.9)	(50.9)	(50.9)
기타포괄이익누계액	(274.1)	(188.4)	(188.4)	(188.4)	(188.4)
이익잉여금	1,076.2	1,423.2	1,848.0	2,180.0	2,583.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,845.7	5,244.1	5,669.0	6,000.9	6,403.9
순금융부채	(981.4)	(1,009.6)	(1,530.0)	(1,765.6)	(2,003.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	187.9	232.1	492.6	382.6	451.1
당기순이익	229.2	370.2	462.0	369.2	440.2
조정	334.1	209.1	33.2	9.0	3.9
감가상각비	84.6	74.2	33.2	9.0	3.8
외환거래손익	(122.9)	(12.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	10.7	45.6	0.0	0.0	0.0
기타	361.7	101.4	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(375.4)	(347.2)	(2.6)	4.4	7.0
투자활동 현금흐름	(167.1)	(51.8)	65.0	(109.7)	(176.2)
투자자산감소(증가)	(49.0)	(3.6)	52.7	(88.9)	(142.8)
자본증가(감소)	(9.5)	(17.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(108.6)	(31.2)	12.3	(20.8)	(33.4)
재무활동 현금흐름	(40.0)	(118.8)	(39.1)	(33.9)	(32.0)
금융부채증가(감소)	(106.8)	(61.3)	(1.9)	3.3	5.3
자본증가(감소)	(1.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	88.7	(34.5)	(0.1)	0.0	(0.1)
배당지급	(20.2)	(23.0)	(37.1)	(37.2)	(37.2)
현금의 증감	(19.2)	61.6	2,286.6	218.1	209.4
Unlevered CFO	639.9	650.2	614.8	460.3	545.5
Free Cash Flow	178.4	215.1	492.6	382.6	451.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

DL이앤씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.4	BUY	120,000		
26.4.8	BUY	100,000	-1.84%	2.50%
25.8.1	BUY	55,000	-17.46%	40.36%
25.3.27	BUY	50,000	-7.26%	16.40%
25.2.7	BUY	43,000	-3.90%	5.58%
24.11.1	BUY	39,000	-18.41%	-9.87%
24.9.30	BUY	35,000	-13.26%	-8.29%
24.7.3	Neutral	35,000	-8.76%	1.29%
24.5.3	Neutral	40,000	-14.65%	-11.38%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 6월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김승준)는 2026년 6월 24일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**  
BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.30%	2.70%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 06월 21일