

(375500)

# DL 이앤씨

건설/부동산 류태환

6156 / taehwan.ryu@eugenefn.com

## 콕데이 후기: 'SMR', 그리고 '미국'

투자의견  
목표주가  
현재주가

BUY(유지)  
144,000 원(유지)  
69,600 원(6/9)

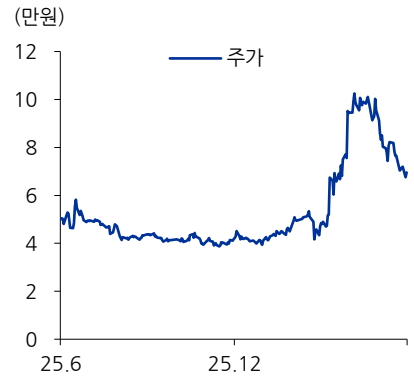
“ DL이앤씨는 주택 부문의 원가율 개선과 전사적인 비용 효율화를 바탕으로 실적 개선 흐름을 이어가는 중. 매출은 소폭 감소할 수 있으나 수익성 중심의 성장 전략을 통해 안정적인 이익 체력을 유지할 전망. 베트남 원전 입찰을 준비 중이며, 사우디 및 국내 신규 원전 입찰 참여 또한 검토하고 있음. 다만 대형 원전보다는 SMR 시장에 보다 집중하는 모습. DL이앤씨의 SMR 시장 선점 가능성과 미국 프로젝트 수행 경험에 주목할 필요.

“ [X-energy를 넘어 Amazon을 보자] 미국 원전 프로젝트에서는 전력 구매자(Off-taker) 확보 여부가 최종투자결정(FID)과 대출 가능성(Bankability)을 좌우하는 핵심 변수로 작용. 이러한 측면에서 X-energy의 가장 큰 경쟁력은 Amazon이라는 전략적 파트너를 확보하고 있다는 점. Amazon은 X-energy의 최대 주주(22.9%)이자 Anchor Off-taker로서, Cascade 프로젝트를 중심으로 2039년까지 5GW 규모의 Xe-100 도입을 추진하고 있음. 즉, Amazon은 X-energy 프로젝트의 상업화를 뒷받침하는 핵심 수주처 역할. DL이앤씨는 X-energy를 넘어 Amazon의 장기 전력 확보 전략과 맞닿아 있다는 점에 주목할 필요.

“ [11GW 파이프라인 = APR1400 8기 규모] X-energy는 상장 당시 북미와 영국을 중심으로 11GW 이상의 고객 파이프라인을 제시. 이는 미국 Dow의 Seadrift 프로젝트(320MW), Amazon이 추진하는 5GW 규모의 Xe-100 도입 계획, 영국 Centrica와의 최대 6GW 규모 협력 등을 기반으로 한 수치. APR1400의 설비용량(1.4GW)을 감안하면, 11GW는 대형 원전 약 8기에 해당하는 규모. X-energy는 북미와 영국을 중심으로, DL이앤씨는 북유럽 및 동남아 시장을 중심으로 Xe-100 상용화를 추진하고 있음.

“ [미국 시장, 이미 진출했다] DL이앤씨는 Golden Triangle Polymer Project (GTPP)를 수행하며 미국 플랜트 시장에서 실질적인 경험을 축적하고 있음. GTPP는 미국 현지 법인인 DL USA와 미국 건설사인 자크리 인더스트리얼(Zachri Industrial)과 공동으로 수행하는 구조이며, DL USA는 설계(E)와 주요 기자재 구매(P)를 담당. 미국 현지에서 대형 프로젝트를 수행할 수 있는 역량과 레퍼런스를 확보했다는 점에서 큰 의미. 가스발전, SMR 등 미국 내 전력 인프라 투자 확대가 확대되는 과정에서 이러한 수행 경험은 신규 프로젝트 수주에 있어 중요한 경쟁력으로 작용할 것으로 판단.

“ **투자의견 BUY, 목표주가 144,000원, 업종 내 Top-Pick 유지.** DL이앤씨는 연말까지 ASME N-Stamp 취득을 통해 SMR 시장 내 경쟁력을 한층 강화할 것으로 예상. CI(Conventional Island) 표준화 설계 수행을 기반으로 NI(Nuclear Island) 표준화 설계 참여 기대. SMR의 본격적인 매출 기여까지는 시간이 필요하나, DL이앤씨를 설명하는 핵심 키워드는 'SMR', 그리고 '미국'이라고 판단.



시가총액(십억원)	2,693
발행주식수(천주)	38,694
52 주 최고	106,600 원
최저	38,450 원
52 주 일간 Beta	0.74
60 일 평균 거래대금	1,077 억원
외국인 지분율	22.4%
배당수익률(26E)	1.7%
주주구성	
DL(외 8 인)	24.8%
국민연금공단(외 1 인)	10.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-27.0	66.5	41.8
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	144,000	144,000	-
영업이익(26E)	546	546	-
영업이익(27E)	623	623	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	7,402	7,128	7,509
영업이익	387	546	623
세전손익	117	727	692
당기순이익	370	519	484
EPS(원)	9,567	13,425	12,496
증감률(%)	61.5	40.3	-6.9
PER(배)	4.3	5.2	5.6
ROE(%)	7.3	9.5	8.1
PBR(배)	0.3	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	1.5	2.0	1.3

## 콤파이 Q&A

### Q1. 대형 원전 입찰 참여 가능성

---

- 한빛 #5,6 호기, 신고리 #1,2 호기 수행 Track-record 를 보유. 이 외 증기발생기 교체 공사(한울 #1,2 호기, 한울 #3,4 호기, 한빛 #5,6 호기) 수행
- 2023 년 신한울 #3,4 호기 입찰에 참여. 수주로 연결되지 않았을 뿐 여전히 대형 원전에 대한 참여 의지 보유
- 베트남 원전 입찰 준비 중이며, 사우디 원전과 국내 신규 원전 입찰 참여 또한 검토 중

### Q2. 원전 및 SMR CAPA

---

- PQ 조건을 충족하는 수준의 전문인력 보유. 대형원전 입찰 참여는 문제없음. 다만, 전통 원전보다는 SMR 시장에 더 집중하는 중
- X-energy 에 지분 투자를 단행한 이후 3~4 년의 시간 동안 공동 사업 개발과 자체 설계 인력을 양성하는 중
- Xe-100 EPC 사업이 진행될 경우, 인력에 대한 CAPA 이슈는 없을 것으로 예상. 여러 사업이 동시에 진행된다면, 전문 인력을 추가 채용할 계획

### Q3. SMR 프로젝트 EPC 참여 구조 및 규모

---

- NI(Nuclear Island)에서 EP는 X-energy 와 두산에너지빌리티, C는 EPC사 수행. CI(Conventional Island)에서는 EPC사가 설계/조달/시공(EPC) 모두 수행.
- 종합하면, NI에서의 C, CI에서의 EPC 전체에 참여할 수 있는 기회 존재
- 다만, 현재 북미에서 진행 중인 프로젝트와 같이 EP만 참여하고, C는 현지 업체가 수행하는 구조의 가능성 또한 존재
- 1기(80MW×4ea) 당 사업비 4조원 추정. 시공(C) 포함 시, EPC사 포션은 최대 70% 추정

#### Q4. X-energy vs 타 SMR 사업자 차이점

---

- Hyperscaler(Amazon) Off-taker 를 확보했다는 점이 가장 결정적
- Amazon 은 X-energy 의 최대 주주(지분율 22.9%)
- Amazon 이 전력 수요 대응을 위해 SMR 을 적용한다면 X-energy 를 선택 할 가능성이 매우 높음

#### Q5. Xe-100 vs 타 SMR 모델 차이점

---

- 3.5 세대 SMR 은 물을 냉각재로 사용하는 반면, 4 세대 SMR 은 헬륨, 액체 소듐, 납 등을 냉각재로 사용
- X-energy 의 Xe-100 은 헬륨 가스를 냉각재로 사용. 헬륨 가스는 액체처럼 끓거나 증발하지 않아 안전성이 높음. 특히 Xe-100 은 우라늄 입자를 3 층 코팅한 TRISO 연료를 사용하여 높은 안전성을 확보
- 전력뿐 아니라 750°C 수준의 고온 열을 생산. 데이터센터 외에도 수소, 암모니아, 석유화학 등 산업에 공정열 공급 가능
- 전력 판매(PPA) 외 산업용 열 시장 진입이 가능
- Seadrift 프로젝트의 경우 일부는 발전용, 일부는 산업용 열로 활용될 예정

#### Q6. Xe-100 핵연료인 HALEU 수급

---

- 러시아산 HALEU 수입 제한 이후 미국 내 HALEU 공급망 재편 중
- 미국 에너지부(DOE)는 Centrus CAPA 증설을 지원하는 동시에 Orano, Urenco, General Matter 등 신규 사업자 육성 중
- X-energy 의 Xe-100 은 TerraPower 의 Sodium 과 함께 DOE 의 ARDP 프로젝트로 선정. 미국 정부가 우선순위를 두고 있는 사업이며, 우선적으로 연료를 배정받는 중
- 추후 미국에서 자체적인 CAPA 증설이 중요하나, 현재 진행 중인 프로젝트의 단기적인 연료 이슈는 없음

### Q7. Xe-100 기자재 수급

---

- 두산에너지빌리티는 당사와 마찬가지로 X-energy 의 파트너사이면서 지분(소액)을 보유하고 있음
- 2025 년 12 월, 두산에너지빌리티는 X-energy 와 Xe-100 16 기 규모의 기자재 제작 슬롯(slot) 예약 계약을 체결
- 현재 두산에너지빌리티는 창원 본사 부지 내에 X-energy 의 Xe-100 기자재 생산시설을 건설 중

### Q8. X-energy SMR 파이프라인

---

- 북미 5GW, 영국 6GW 로 총 11GW 규모 파이프라인을 보유하고 있으며, 초도호기 Seadrift, 2 호기 Cascade 모두 북미 프로젝트
- Seadrift 프로젝트는 320MW 규모, Off-taker 는 Dow Chemical.
- Cascade 프로젝트는 최대 960MW 까지 확장 가능하게 설계되고 있으며, Off-taker 는 Amazon
- 상장 이후에도 Talen Energy, LG&E, Kentucky Utilities 과의 협력 발표
- 영국은 Centrica 와 6GW 규모 SMR 배치 협력 중
- 영국/북미는 X-energy 주도, 북유럽/동남아는 DL 이앤씨 주도로 X-energy 의 Xe-100 상용화를 위해 노력 중. 필리핀 Meralco 와의 MOU 가 대표적

### Q9. SMR 관련 추후 일정과 이벤트

---

- 현재 CI(Conventional Island) 표준화 설계 수행 중이며, NI(Nuclear Island) 표준화 설계 참여 추진 중
- 연말까지 ASME N-Stamp 취득을 위해 준비 중
- Cascade 프로젝트는 Phase 1(320MW) 이후 Phase 2 에서 960MW 까지 확장할 계획. 2027 년말 Phase 2 부터 DL 이앤씨 CI 표준화설계가 레퍼런스 모델로 적용될 예정

### Q10. 플랜트 수주 목표 달성 가능성, 해외 플랜트 파이프라인

---

- 당초 발전 플랜트 2 조원, 화공+신사업 플랜트 1 조원 계획
- 화공+신사업 플랜트(1 조원)이 해외 파이프라인에 해당
- 3 분기 화공 프로젝트(9 천억원) 수주를 목표로 하고 있으며, 해당 프로젝트는 FEED to EPC Roll-over 건
- 플랜트 수주 3 조원 가이드선 달성 가능성을 높이기 위해 백업 프로젝트 Pool을 2 주 단위로 점검 중
- 플랜트 매출 2.3 조원 중 3 천억원이 신규 수주에 해당하는 매출. 신규 수주 달성 시점과 금액에 따라 매출 추정 변동 가능성 존재

### Q11. 중동 플랜트 시장 재진출 가능성/의지

---

- 공격적으로 중동 프로젝트에 입찰하지 않았을 뿐, 중동 시장을 떠난 적은 없음. 이란 지사를 유지하는 부분도 참고할 필요
- 과거 사우디 대형 암모니아 프로젝트 2 건 수행. 유사 프로젝트 발주를 기대하고 있으며, 그에 맞춰 중동 시장에 재진출 할 의지를 갖고 있음

### Q12. 이란 지사 역할

---

- 이란 발주처와의 관계와 네트워크망 유지 목적
- 향후 Sanction 해제 시 다시 시장을 선점하기 위해 지사를 유지하는 중

## DL이앤씨(375500.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>자산총계</b>	9,712	9,669	10,085	10,549	11,099
유동자산	6,006	5,635	6,016	6,438	6,944
현금성자산	2,163	2,131	2,586	2,934	3,358
매출채권	1,649	1,547	1,472	1,552	1,638
재고자산	921	886	876	860	845
비유동자산	3,707	4,035	4,069	4,111	4,155
투자자산	3,642	3,971	4,013	4,055	4,098
유형자산	36	42	36	37	39
기타	29	21	20	19	18
<b>부채총계</b>	4,867	4,425	4,358	4,391	4,462
유동부채	3,855	3,727	3,655	3,684	3,751
매입채무	1,821	1,628	1,582	1,635	1,726
유동성이자부채	293	564	524	484	444
기타	1,740	1,534	1,549	1,565	1,580
비유동부채	1,012	699	703	707	712
비유동이자부채	890	557	557	557	557
기타	123	142	146	150	155
<b>자본총계</b>	4,846	5,244	5,726	6,158	6,636
지배지분	4,846	5,244	5,726	6,158	6,636
자본금	229	229	229	229	229
자본잉여금	3,831	3,831	3,831	3,831	3,831
이익잉여금	1,076	1,423	1,906	2,337	2,815
기타	(291)	(239)	(239)	(239)	(239)
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	4,846	5,244	5,726	6,158	6,636
총차입금	1,183	1,121	1,081	1,041	1,001
순차입금	(980)	(1,010)	(1,505)	(1,892)	(2,356)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업현금</b>	188	232	604	599	679
당기순이익	229	370	519	484	527
자산상각비	85	74	119	118	122
기타비현금성손익	326	206	(242)	4	5
운전자본증감	(375)	(347)	43	(6)	25
매출채권감소(증가)	(408)	(79)	75	(80)	(86)
재고자산감소(증가)	18	35	10	16	16
매입채무증가(감소)	267	(404)	(47)	53	91
기타	(252)	101	5	5	5
<b>투자현금</b>	(167)	(52)	(83)	(172)	(179)
단기투자자산감소	(60)	9	(12)	(12)	(13)
장기투자증권감소	(60)	(28)	66	(17)	(17)
설비투자	10	17	107	113	119
유형자산처분	5	10	0	0	0
무형자산처분	(2)	3	(5)	(5)	(5)
<b>재무현금</b>	(192)	(222)	(77)	(92)	(89)
차입금증가	(152)	(193)	(40)	(40)	(40)
자본증가	(42)	(57)	(37)	(52)	(49)
배당금지급	22	23	37	52	49
<b>현금 증감</b>	(140)	(20)	444	335	411
기초현금	2,004	1,864	1,844	2,288	2,623
기말현금	1,864	1,844	2,288	2,623	3,035
Gross Cash flow	640	650	561	605	654
Gross Investment	483	408	28	166	141
<b>Free Cash Flow</b>	157	242	532	440	513

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	8,318	7,402	7,128	7,509	7,927
증가율(%)	4.1	(11.0)	(3.7)	5.3	5.6
매출원가	7,473	6,502	6,160	6,457	6,810
<b>매출총이익</b>	846	900	968	1,052	1,117
판매 및 일반관리비	575	513	423	429	437
기타영업손익	27	(11)	(18)	1	2
<b>영업이익</b>	271	387	546	623	680
증가율(%)	(18.1)	42.8	41.0	14.3	9.0
<b>EBITDA</b>	356	461	665	741	802
증가율(%)	(15.0)	29.7	44.2	11.4	8.3
<b>영업외손익</b>	83	(270)	181	69	75
이자수익	104	111	142	131	137
이자비용	51	45	28	38	38
지분법손익	(11)	(46)	82	0	0
기타영업외손익	41	(291)	(14)	(24)	(24)
<b>세전순이익</b>	354	117	727	692	755
증가율(%)	26.5	(66.9)	520.2	(4.7)	9.0
법인세비용	125	(253)	207	209	228
<b>당기순이익</b>	229	370	519	484	527
증가율(%)	13.4	61.5	40.3	(6.9)	9.0
지배주주지분	229	370	519	484	527
증가율(%)	22.0	61.5	40.3	(6.9)	9.0
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>EPS(원)</b>	5,924	9,567	13,425	12,496	13,620
증가율(%)	22.0	61.5	40.3	(6.9)	9.0
수정EPS(원)	5,924	9,567	13,288	12,367	13,481
증가율(%)	22.0	61.5	38.9	(6.9)	9.0

## 주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,924	9,567	13,425	12,496	13,620
BPS	112,902	122,184	133,423	143,474	154,618
DPS	540	890	1,210	1,130	1,230
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	5.4	4.3	5.2	5.6	5.1
PBR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	1.0	1.5	2.0	1.3	0.6
배당수익률	1.7	2.2	1.7	1.6	1.8
PCR	2.2	2.7	5.3	4.9	4.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.3	5.2	7.7	8.3	8.6
EBITDA이익률	4.3	6.2	9.3	9.9	10.1
순이익률	2.8	5.0	7.3	6.4	6.6
ROE	4.8	7.3	9.5	8.1	8.2
ROIC	5.7	8.6	11.4	12.8	13.9
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(20.2)	(19.3)	(26.3)	(30.7)	(35.5)
유동비율	155.8	151.2	164.6	174.8	185.1
이자보상배율	5.3	8.7	19.2	16.5	17.8
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	5.6	4.6	4.7	5.0	5.0
재고자산회전율	8.9	8.2	8.1	8.6	9.3
매입채무회전율	4.9	4.3	4.4	4.7	4.7

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

