

(375500)

DL 이앤씨

건설/부동산 류태환

6156/taehwan.ryu@eugenefn.com

사우디 법인세 과세 이슈 점검

투자 의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
144,000 원(유지)
59,100 원(6/23)

“ DL이앤씨는 6월 22일 사우디 국세청(ZATCA, Zakat, Tax and Customs Authority)으로부터 약 8,533억원 규모의 법인세 과세 통보를 수령했다고 공시했으며, 이에 대한 우려로 전일 주가는 20.1% 하락. 이번 사안은 본업 경쟁력이나 수익성 훼손 이슈가 아닌 과거 사우디 EPC 프로젝트에 대한 세무 분쟁. 불확실성의 크기와 현금 유출 가능성을 가늠하는 것이 중요.

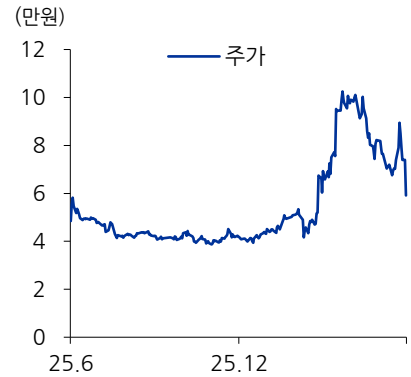
“ **[법인세 부과 배경]** 이번 과세는 2006~2019년 수행한 사우디 EPC 프로젝트와 관련된 것으로, 사우디 과세당국은 한국 본사에서 수행한 설계(Engineering) 및 조달(Procurement) 업무까지 사우디 현지 고정사업장(PE, Permanent Establishment) 귀속 소득으로 간주한 것으로 보임. 업계 관점에서 해석하면, 한국에서 수행된 OOK(Out-of-Kingdom) 업무를 사우디 내 IK(In-Kingdom) 업무로 간주하여 과세한 것으로 추정.

“ **[주목해야 할 쟁점]** 회사는 이번 과세에 대해 (1) 고정사업장(PE) 인정 여부, (2) 이중과세, (3) 제척기간 경과, (4) 과세표준 산출 방식 및 소득 배분 기준 등을 주요 쟁점으로 제시. 한국에서 수행된 OOK 업무를 사우디 고정사업장(PE) 소득으로 볼 수 있는지가 이번 이슈의 시작이나, 투자자 관점에서 어느 정도의 재무적 불확실성을 의미하는지가 보다 중요하다고 판단.

“ **[추징금 규모에 대한 과도한 우려]** 회사는 사우디 세법상 과세 가능 기간을 초과한 2006~2015년분 세액이 이번 과세에 포함되어 있으며, 제척기간을 제외할 경우 세액은 약 160억원 수준까지 감소할 수 있다고 설명. 또한 해당 소득에 대한 국내 법인세 납부가 이미 완료되었다는 점을 근거로 이중과세 이슈를 제기. 제척기간 및 이중과세 이슈를 감안하면 공시된 과세 규모와 실질적인 불확실성의 범위 사이에는 상당한 차이가 존재할 것으로 보임.

“ **[재무적 영향 또한 제한적]** 회사는 기한 내 이의신청을 통해 현지 불복 절차를 진행할 예정이며, 이후 현지 조세심판 절차 및 국가간 상호합의절차(MAP, Mutual Agreement Procedure) 등 가능한 모든 법적 절차를 활용할 계획. 불복 절차가 진행되는 동안 세액 납부 의무는 발생하지 않으며, 전체 절차는 최소 5년 이상 소요될 것으로 예상. 단기적인 현금 유출 가능성이 없는 만큼, 유동성 및 재무구조에 대한 우려 또한 제한적.

“ **투자 의견 BUY, 목표주가 144,000원, 업종 내 Top-Pick 유지.** 이번 이슈는 본업 경쟁력 훼손이나 수주 감소, 원가율 악화 등 펀더멘털과는 무관한 사안. 견고한 수익성, 업종 내 최상위 수준의 재무구조, SMR 시장 확대에 따른 성장 모멘텀, 이란 재건 수혜 등 기존 투자포인트는 여전히 유효. 공시된 과세 금액 대비 실제 부담이 크게 축소될 가능성을 고려할 때, 이번 주가 조정은 과도한 측면이 있으며 중장기 관점에서 매수 기회로 판단.



시가총액(십억원)	2,287
발행주식수(천주)	38,694
52 주 최고	106,600 원
최저	38,450 원
52 주 일간 Beta	0.67
60일 평균 거래대금	1,102 억원
외국인 지분율	20.5%
배당수익률(26E)	2.0%
주주구성	
DL(외 8인)	24.8%
국민연금공단(외 1인)	10.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-28.1	40.9	27.6
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	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	4.4	4.7
ROE(%)	7.3	9.5	8.1
PBR(배)	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	1.5	1.4	0.7

DL이앤씨(375500.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	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
부채총계	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
자본총계	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
자본총계	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
영업현금	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
투자현금	(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)
재무현금	(192)	(222)	(77)	(92)	(89)
차입금증가	(152)	(193)	(40)	(40)	(40)
자본증가	(42)	(57)	(37)	(52)	(49)
배당금지급	22	23	37	52	49
현금 증감	(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
Free Cash Flow	157	242	532	440	513

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	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
매출총이익	846	900	968	1,052	1,117
판매 및 일반관리비	575	513	423	429	437
기타영업손익	27	(11)	(18)	1	2
영업이익	271	387	546	623	680
증가율(%)	(18.1)	42.8	41.0	14.3	9.0
EBITDA	356	461	665	741	802
증가율(%)	(15.0)	29.7	44.2	11.4	8.3
영업외손익	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)
세전순이익	354	117	727	692	755
증가율(%)	26.5	(66.9)	520.2	(4.7)	9.0
법인세비용	125	(253)	207	209	228
당기순이익	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
EPS(원)	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
주당지표(원)					
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
밸류에이션(배, %)					
PER	5.4	4.3	4.4	4.7	4.3
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	1.0	1.5	1.4	0.7	0.1
배당수익률	1.7	2.2	2.0	1.9	2.1
PCR	2.2	2.7	4.5	4.2	3.9
수익성(%)					
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
안정성 (배, %)					
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
활동성 (회)					
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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

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

(2026.03.31 기준)

