



DL건설 (001880)

확실히 좋은 두 가지

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152

Buy (신규)

목표주가(신규): 44,000원

현재 주가(4/23)	35,200원
상승여력	▲25%
시가총액	7,763억원
발행주식수	22,053천주
52 주 최고가 / 최저가	40,200 / 19,750원
90 일 일평균 거래대금	36.31억원
외국인 지분율	2.0%

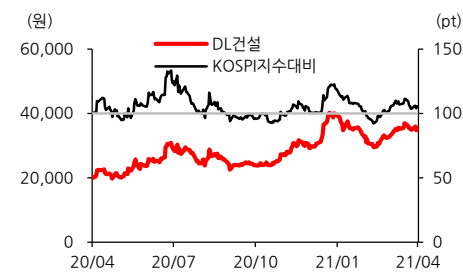
주주 구성	
디벨이앤씨 (외 6 인)	66.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.2	-10.4	47.6	74.3
상대수익률(KOSPI)	0.1	-11.9	12.6	7.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,280	1,735	2,215	2,454
영업이익	143	203	248	286
EBITDA	148	214	257	290
지배주주순이익	95	149	173	205
EPS	6,265	8,179	7,763	9,228
순차입금	-423	-450	-561	-721
PER	3.2	3.7	4.5	3.8
PBR	0.7	0.9	0.9	0.7
EV/EBITDA	-0.8	1.0	0.8	0.2
배당수익률	2.0	1.8	1.7	1.7
ROE	23.0	23.7	19.6	19.5

주가 추이



DL 건설의 2021년 1분기 실적은 전년동기 대비 감소가 두드러진 것으로 파악됩니다. 다만, 이는 실적 베이스 부담에 비수기가 더해진 영향에 불과하며, 2분기 매출 회복을 시작으로 하반기에는 다시 실적 고성장 전망입니다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 44,000원을 제시하며 당사 분석대상 종목에 편입합니다.

1분기 영업이익 감소는 불가피

DL건설의 1분기 매출액은 4337억 원, 영업이익은 544억 원으로 전년 동기 대비 각각 +2.1%, -22.2%의 성장률을 기록한 것으로 추정된다. 1분기 비수기 영향 등으로 매출액이 부진한 가운데 작년 1분기에 준공 현상이 다수 몰리면서 일회성 이익이 발생해 베이스 부담이 컸던 것으로 파악된다. 이에 영업이익은 감소하겠으나 영업이익률은 비교적 양호한 수준이 유지될 전망이다. 2분기부터는 착공 현상의 증가로 매출 회복이 시작됨에 따라 하반기에는 탑라인 성장이 두드러질 전망이다.

확실히 좋은 두 가지 1) 브랜드, 2) 신용도

단기 실적을 떠나 DL건설의 잠재력을 높이 평가하는 이유는 다른 중견 건설사 대비 확실히 좋은 두 가지에 있다. 하나는 브랜드고, 다른 하나는 신용도다. 동사는 모회사인 DL이앤씨의 아파트 브랜드 'e편한 세상'을 함께 쓰고 있는데, 이는 작년 DL건설이 도시정비 수주에서 8위를 기록하며 대형사와 어깨를 나란히할 수 있었던 주 요인이었다. 더 불어 최근 신용등급도 기존 BBB+에서 A-로 상향됐는데, 대부분 경쟁사의 등급이 BBB+ 이하에 머물러있는 점을 감안하면 또 하나의 차별적인 사업 경쟁력을 확보한 것과 다름없다. 동사의 '19~20년 건축부문 신규수주는 두 해 연속 30% 수준의 높은 성장을 나타냈으며, 수주 역량의 추가적인 레벨업도 충분히 기대해볼 수 있다는 판단이다.

투자의견 BUY, 목표주가 44,000원으로 신규 커버리지 개시

DL건설에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 44,000원을 제시하며 당사 분석대상 종목에 편입한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS 43,756원에 목표배수 1.0배(12개월 예상 ROE 19.6%)를 적용해 산출했다. 최근 수주 성과나 분양 계획, 실적도 물론 좋았지만 꾸준한 성장이 지속될 것으로 기대되는 점이 가장 강력한 투자포인트다. 현재 동사의 주가는 12M Fwd. P/E 4.1배, P/B 0.79배 수준이다.

[표1] DL건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	43,756	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	1.0	12개월 예상 ROE 19.6%, COE 10.9%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 할인
적정 주가(원)	43,761	
목표 주가(원)	44,000	신규 커버리지 개시
현재 주가(원)	35,200	
상승 여력	25%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

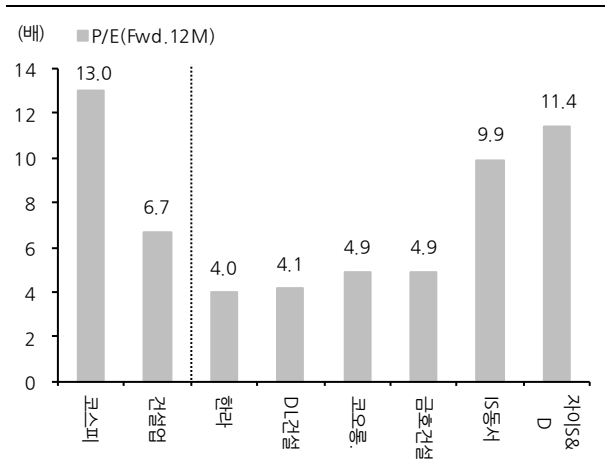
[표2] DL건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	425	341	460	509	434	558	552	672	1,280	1,735	2,215	2,454
YoY(%)	39.3	-4.6	46.1	68.0	2.1	63.7	20.0	32.0	32.6	35.5	27.7	10.8
토목	48	52	107	137	101	131	110	147	202	343	489	471
건축	377	289	353	372	333	427	442	525	1,078	1,391	1,727	1,983
매출원가	347	282	387	454	362	470	465	585	1,098	1,471	1,883	2,078
매출원가율(%)	81.7	82.8	84.2	89.2	83.5	84.3	84.3	87.1	85.8	84.8	85.0	84.7
토목	81.1	83.1	85.4	92.0	85.0	87.0	87.5	91.7	88.5	87.1	88.1	88.3
건축	81.8	82.8	83.8	88.1	83.0	83.5	83.5	85.8	85.2	84.2	84.1	83.8
판매비	8	12	20	21	17	22	20	25	39	61	85	91
판매비율(%)	4.6	3.1	3.7	4.1	4.0	4.0	3.7	3.7	3.1	3.5	3.8	3.7
영업이익	70	46	53	34	54	65	66	62	143	203	248	286
YoY(%)	95.3	1.1	59.4	21.5	-22.2	40.8	24.7	81.7	57.3	42.3	21.8	15.2
영업이익률(%)	16.4	13.6	11.5	6.7	12.5	11.7	12.0	9.2	13.0	3.7	3.7	3.7
영업외손익	1	3	-3	-11	-3	-6	-2	-9	-11	-10	-21	-16
세전이익	71	49	50	23	52	59	64	53	132	193	227	270
순이익	54	36	44	16	39	45	49	40	95	149	173	205
YoY(%)	79.7	3.9	57.5	496.3	-26.6	23.3	11.3	154.7	0.5	57.0	15.7	18.7
순이익률(%)	12.6	10.6	9.5	3.1	9.1	8.0	8.8	6.0	7.4	8.6	7.8	8.4

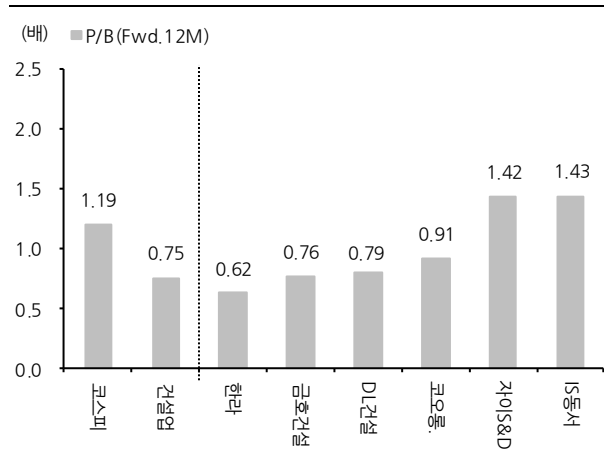
주: 2020년 7월 1일 자료 상호, 고려개발 합병 / 자료: DL건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 중견건설사 12M Fwd. P/E



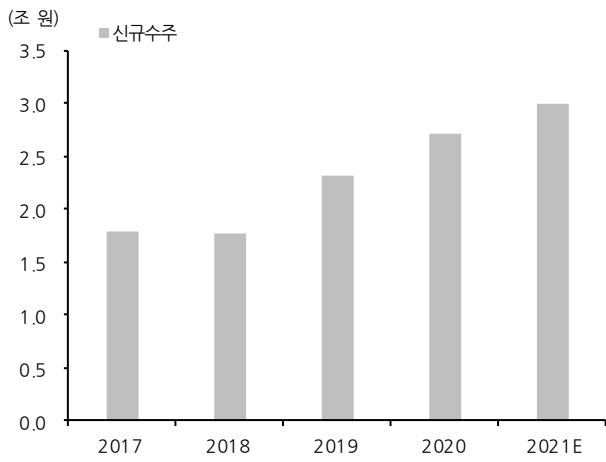
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 중견건설사 12M Fwd. P/B



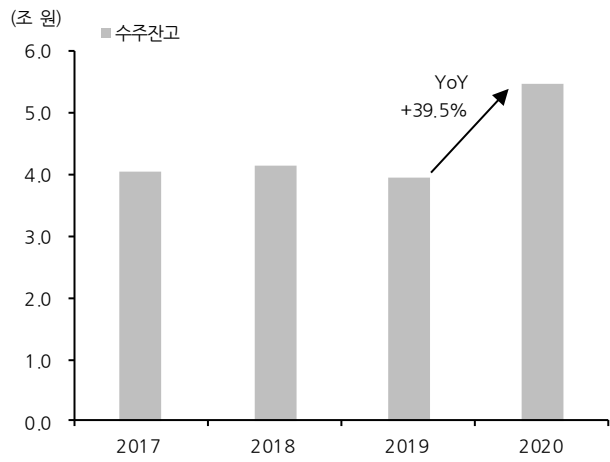
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] DL 건설 신규수주 추이 및 계획



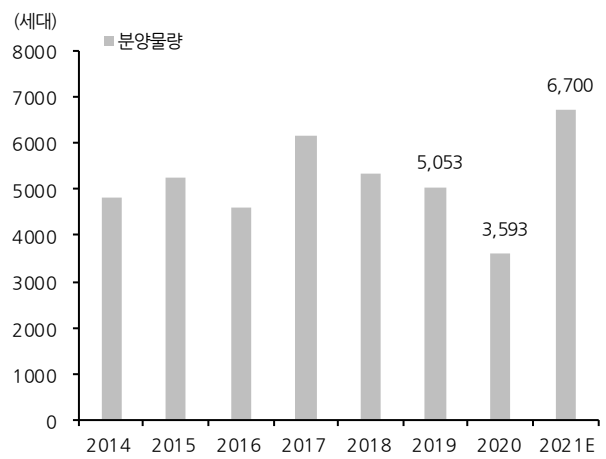
주: 상호, 고려개발 합산 기준
 자료: DL건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] DL 건설 수주잔고 추이



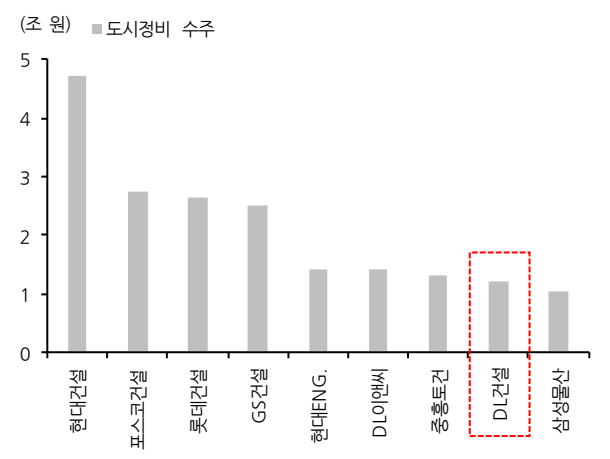
주: 상호, 고려개발 합산 기준
 자료: DL건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] DL 건설 주택공급 추이 및 계획



자료: DL건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 2020년 도시정비 수주 순위: DL 건설 8위 기록



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	966	1,280	1,735	2,215	2,454
매출총이익	127	182	264	333	376
영업이익	91	143	203	248	286
EBITDA	92	148	214	257	290
순이자손익	4	7	-3	-1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	88	132	193	227	270
당기순이익	65	95	149	173	205
지배주주순이익	65	95	149	173	205
증가율(%)					
매출액	12.5	32.6	35.5	27.7	10.8
영업이익	8.5	57.3	42.2	21.9	15.2
EBITDA	8.5	62.0	44.1	20.1	13.0
순이익	-0.1	47.4	57.0	15.7	18.7
이익률(%)					
매출총이익률	13.2	14.2	15.2	15.0	15.3
영업이익률	9.4	11.2	11.7	11.2	11.6
EBITDA 이익률	9.5	11.6	12.3	11.6	11.8
세전이익률	9.1	10.3	11.1	10.3	11.0
순이익률	6.7	7.4	8.6	7.8	8.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	87	126	159	182	216
당기순이익	65	95	149	173	205
자산상각비	1	5	10	9	4
운전자본증감	-28	-42	-131	-1	5
매출채권 감소(증가)	-23	9	-34	23	59
재고자산 감소(증가)	-1	1	-1	-3	-3
매입채무 증가(감소)	19	-42	67	-26	-56
투자현금흐름	6	-44	168	-55	-42
유형자산처분(취득)	2	-1	-2	-2	-2
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	1	-24	95	-1	-1
재무현금흐름	-94	-99	-78	-21	-20
차입금의 증가(감소)	-94	-95	-70	-3	-5
자본의 증가(감소)	0	-4	-6	-18	-15
배당금의 지급	0	-4	-6	-18	-15
총현금흐름	117	185	319	183	211
(-)운전자본증가(감소)	-32	-13	41	1	-5
(-)설비투자	0	1	2	2	2
(+)자산매각	2	-1	0	0	0
Free Cash Flow	150	197	275	180	214
(-)기타투자	55	72	15	51	38
잉여현금	96	124	261	129	175
NOPLAT	66	103	157	188	217
(+) Dep	1	5	10	9	4
(-)운전자본투자	-32	-13	41	1	-5
(-)Capex	0	1	2	2	2
OpFCF	98	121	125	194	224

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	696	744	1,105	1,194	1,295
현금성자산	423	446	592	700	856
매출채권	242	266	421	397	338
재고자산	1	1	41	44	47
비유동자산	100	108	394	439	475
투자자산	95	102	370	422	460
유형자산	3	3	6	1	1
무형자산	2	3	18	16	14
자산총계	796	852	1,498	1,632	1,770
유동부채	310	358	545	526	476
매입채무	233	265	357	331	275
유동성이자부채	11	21	35	35	35
비유동부채	119	36	151	150	147
비유동이자부채	95	2	107	104	99
부채총계	428	394	697	676	623
자본금	76	76	117	117	117
자본잉여금	36	36	197	197	197
이익잉여금	256	346	489	643	833
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	368	458	802	956	1,147

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	4,251	6,265	8,179	7,763	9,228
BPS	24,218	30,161	34,403	41,034	49,198
DPS	250	400	550	600	600
CFPS	7,737	12,200	17,447	7,863	9,069
ROA(%)	8.2	11.5	12.7	11.0	12.1
ROE(%)	18.7	23.0	23.7	19.6	19.5
ROIC(%)	100.6	253.8	84.2	54.7	61.8
Multiples(x, %)					
PER	3.4	3.2	3.7	4.5	3.8
PBR	0.6	0.7	0.9	0.9	0.7
PSR	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3
PCR	1.9	1.6	1.8	4.5	3.9
EV/EBITDA	-1.1	-0.8	1.0	0.8	0.2
배당수익률	1.7	2.0	1.8	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	116.6	86.0	86.9	70.7	54.3
Net debt/Equity	-86.1	-92.4	-56.1	-58.6	-62.9
Net debt/EBITDA	-345.5	-285.4	-210.4	-218.5	-248.7
유동비율	224.5	208.0	202.7	227.1	272.1
이자보상배율(배)	21.9	47.9	20.5	27.7	33.1
자산구조(%)					
투하자본	8.6	5.6	26.2	23.7	21.2
현금+투자자산	91.4	94.4	73.8	76.3	78.8
자본구조(%)					
차입금	22.4	4.7	15.1	12.7	10.5
자기자본	77.6	95.3	84.9	87.3	89.5

[Compliance Notice]

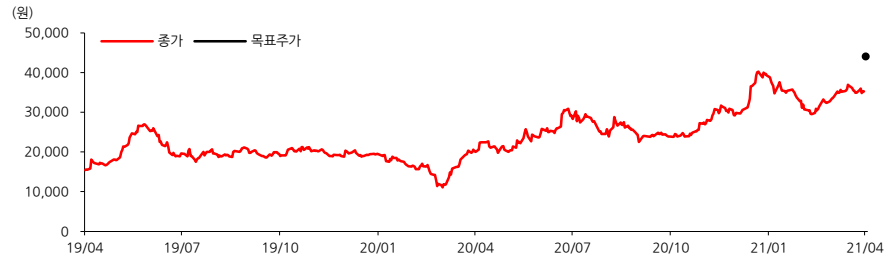
(공표일: 2021년 4월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[DL건설 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2021.04.26			
투자의견	Buy			
목표가격	44,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.26	Buy	44,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%