

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 91,000원

현재가 (11/21) 64,600원

KOSPI (11/21)	2,419.50pt
시가총액	1,413십억원
발행주식수	22,642천주
액면가	5,000원
52주 최고가	71,300원
최저가	54,200원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률 (2022F)	0.8%

주주구성	
대립 외 5 인	43.35%
국민연금공단	12.54%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	2%	13%	29%
절대기준	12%	4%	5%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	91,000	91,000	-
EPS(22)	9,945	6,240	▲
EPS(23)	17,624	16,688	▲

DL 추가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

DL (000210)

PB 스프레드, HDPE 대비 3.5배 높은 수준 유지

폴리부텐 스프레드 강세 기조 유지

DL케미칼의 폴리부텐 스프레드가 강세를 지속하고 있다. 여행 수요 증가로 전방인 운할유 소비가 증가한 가운데, 유럽/러시아 등의 공급 감소 등으로 수급 타이트 현상이 유지되고 있기 때문이다. 이에 올해 11월 나프타 대비 국내 PB 스프레드는 톤당 \$1,154로 HDPE 대비 약 3.5배 높은 상황을 유지하고 있다. 동사의 PB 생산능력은 20만톤으로 세계 점유율(오픈마켓 기준) 1위를 지속하고 있으며, Chevron, Lubrizol, Infineum 등 세계 운할유 첨가제 제조업체에 90% 이상 수출하고 있다. 한편 동사는 단일 공장에서 범용과 고반응성 폴리부텐을 병산할 수 있는 기술을 독자 개발하여, 시장의 수요에 따라 제품 생산을 탄력적으로 운용하고 있다. 또한 동사는 PB 시장의 점유율 유지를 위하여 내후년에 추가적으로 고부가 HRPB(세계 3개 회사만 기술 보유) 2만톤을 증설 계획 중에 있으며, 중기적으로 사우디(기존 계획 8만톤)에서 저가 원재료를 통합한 PB 플랜트의 건설을 검토하고 있다.

지분법 건설 자회사, 사실 상 PF 리스크 제한

동사의 지분법 자회사인 DL이앤씨는 리스크가 제한된 조합원이 있는 재건축/재개발 등 정비사업에 주로 신용을 제공하였으며, 부동산 경기 침체에 따라 부실이 우려되는 PF 우발채무가 거의 없는 상황이다. 사업 진행 시 연대 보증 등 신용 보강 대신 책임 준공을 통하여 위험을 낮추었기 때문이다. 또한 DL이앤씨의 올해 3분기말 순현금은 약 1.3조원으로 우수한 재무구조를 보유하고 있는 점도 고려할 필요가 있다.

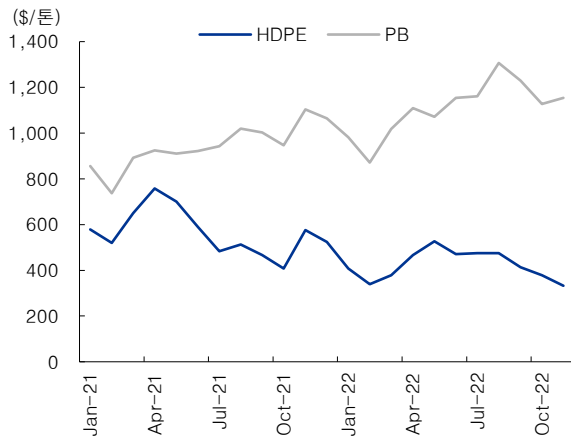
스페셜티 화학부문 비중, 작년 68%에서 내년 82% 확대 전망

동사의 스페셜티 화학부문(DL케미칼/Cariflex/Kraton)의 영업이익 비중은 작년 68%에서 내년 82%로 증가할 전망이다. Kraton의 온기 실적 반영 및 약 1,700억원의 일회성 비용(M&A 비용/재고자산 시가평가)이 제거될 것으로 예상되기 때문이다. 한편 3분기 말 대비 환율 하락으로 올해 4분기 대규모 외화환산이익이 전망된다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,566	2,385	5,204	5,667	5,932
영업이익	119	222	382	564	598
세전이익	44	868	188	420	506
지배주주순이익	505	865	225	399	481
EPS(원)	13,082	41,528	9,945	17,624	21,230
증가율(%)	-24.1	217.4	-76.1	77.2	20.5
영업이익률(%)	7.6	9.3	7.3	10.0	10.1
순이익률(%)	36.6	36.7	2.5	5.9	6.8
ROE(%)	11.8	26.5	5.3	8.5	9.3
PER	6.3	1.5	6.5	3.7	3.0
PBR	1.2	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	15.9	8.3	7.3	5.5	4.8

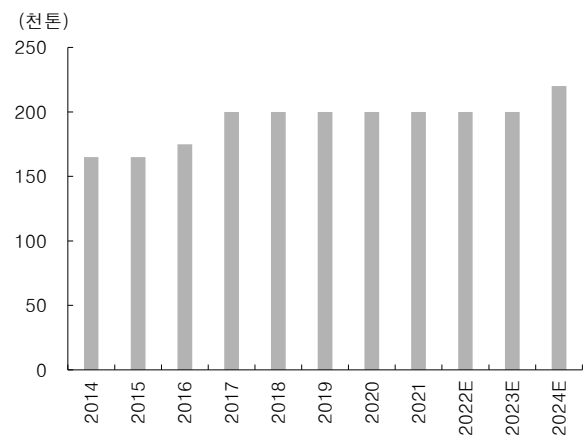
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 HDPE/PB 스프레드 추이



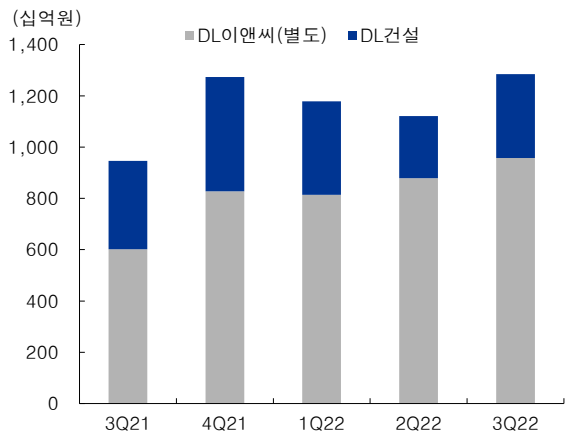
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 2. DL케미칼 PB 생산능력 추이/전망



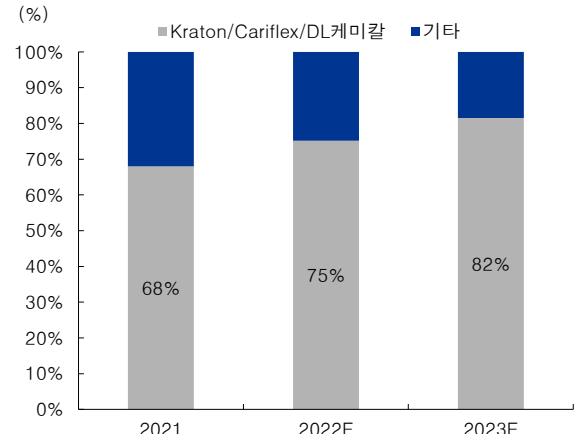
자료: DL, IBK투자증권

그림 3. DL이앤씨(별도)/DL건설 순현금 추이



자료: DL이앤씨, IBK투자증권

그림 4. DL 화학 및 기타부문 영업이익 비중 추이/전망



자료: DL, IBK투자증권

표 1. DL 실적 전망

(십억원)	2021				2022				2020	2021	2022E	2023E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액												
DL(별도)	8	11	10	17	157	11	6	12	21	46	220	239
DL케미칼(별도)	283	364	392	430	479	486	454	436	839	1,469	1,856	1,738
Cariflex	50	65	68	78	68	78	77	77	199	261	300	324
DL FrC	22	23	22	27	27	27	24	24	59	94	102	94
DL에너지	32	16	39	16	26	18	52	16	114	103	125	127
DL모터스	72	83	69	86	80	84	85	87	243	310	337	343
글래드	12	17	17	22	17	22	27	29	61	68	95	113
Kraton					174	740	742	657			2,313	2,844
기타/연결조정	30	3	5	-3	-144	5	22	22	31	35	-143	-157
합계	510	581	623	672	883	1,470	1,490	1,362	1,566	2,385	5,204	5,667
영업이익												
DL(별도)	-6	-3	-3	-3	147	40	0	0	-10	-14	188	152
DL케미칼(별도)	20	33	26	22	3	39	24	24	61	102	89	107
Cariflex	4	12	16	18	11	15	17	17	33	49	61	74
DL FrC	1	2	3	1	2	3	2	2	3	7	9	8
DL에너지	19	1	22	2	23	-1	38	2	40	43	62	63
DL모터스	-6	1	0	0	0	1	1	0	-30	-4	1	3
글래드	0	1	2	5	2	4	9	8	-2	8	23	26
Kraton	0	0	0	0	-6	3	74	67	0	0	137	279
기타/연결조정	34	1	9	-11	-150	-44	4	0	23	32	-189	-149
합계	66	47	75	34	32	59	170	121	119	222	382	564

자료: DL, IBK투자증권

DL (000210)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,566	2,385	5,204	5,667	5,932
증가율(%)	-5.7	52.3	118.2	8.9	4.7
매출원가	1,252	1,935	4,133	4,293	4,471
매출총이익	314	450	1,072	1,374	1,461
매출총이익률 (%)	20.1	18.9	20.6	24.2	24.6
판매비	195	228	690	810	863
판매비율(%)	12.5	9.6	13.3	14.3	14.5
영업이익	119	222	382	564	598
증가율(%)	-12.5	86.4	72.0	47.7	6.2
영업이익률(%)	7.6	9.3	7.3	10.0	10.1
순금융손익	-49	-55	-326	-212	-211
이자손익	-55	-59	-173	-222	-221
기타	6	4	-153	10	10
기타영업외손익	-110	386	131	-2	-2
종속/관계기업손익	84	315	1	70	120
세전이익	44	868	188	420	506
법인세	23	106	57	87	105
법인세율	52.3	12.2	30.3	20.7	20.8
계속사업이익	21	762	131	332	401
중단사업손익	552	113	0	0	0
당기순이익	573	875	131	332	401
증가율(%)	-19.4	52.8	-85.0	153.9	20.5
당기순이익률 (%)	36.6	36.7	2.5	5.9	6.8
지배주주당기순이익	505	865	225	399	481
기타포괄이익	-33	46	466	0	0
총포괄이익	540	921	597	332	401
EBITDA	309	371	731	901	938
증가율(%)	7.3	20.0	97.2	23.3	4.2
EBITDA마진율(%)	19.7	15.6	14.0	15.9	15.8

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	13,082	41,528	9,945	17,624	21,230
BPS	67,178	173,714	199,739	216,859	237,337
DPS	1,300	1,900	500	750	750
밸류에이션(배)					
PER	6.3	1.5	6.5	3.7	3.0
PBR	1.2	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	15.9	8.3	7.3	5.5	4.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-5.7	52.3	118.2	8.9	4.7
EPS증가율	-24.1	217.4	-76.1	77.2	20.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.6	3.1	0.8	1.2	1.2
ROE	11.8	26.5	5.3	8.5	9.3
ROA	4.2	7.9	1.2	2.5	2.9
ROIC	259.8	470.3	3.1	5.3	6.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	332.9	83.7	152.6	146.8	142.8
순차입금 비율(%)	37.5	24.9	64.1	54.7	44.9
이자보상배율(배)	1.8	3.2	2.0	2.2	2.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.3	10.2	11.9	9.3	9.4
재고자산회전율	2.5	10.0	7.2	5.1	5.2
총자산회전율	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	9,328	2,513	4,310	4,793	5,470
현금및현금성자산	1,135	1,756	2,319	2,802	3,363
유가증권	39	74	59	59	62
매출채권	204	264	610	610	646
재고자산	146	330	1,114	1,114	1,179
비유동자산	4,574	5,810	8,647	8,659	8,697
유형자산	1,458	1,515	3,654	3,732	3,803
무형자산	477	572	1,728	1,662	1,602
투자자산	1,485	2,564	2,964	2,964	2,974
자산총계	13,902	8,323	12,957	13,453	14,168
유동부채	8,368	1,461	2,297	2,297	2,400
매입채무및기타채무	141	266	534	534	565
단기차입금	153	536	508	508	538
유동성장기부채	145	398	541	541	541
비유동부채	2,323	2,332	5,530	5,705	5,933
사채	843	609	0	0	0
장기차입금	1,200	1,394	4,481	4,656	4,831
부채총계	10,691	3,793	7,827	8,002	8,333
지배주주지분	2,593	3,933	4,522	4,910	5,374
자본금	219	139	139	139	139
자본잉여금	604	776	779	779	779
자본조정등	-3,832	-3,591	-3,591	-3,591	-3,591
기타포괄이익누계액	-169	21	425	425	425
이익잉여금	5,771	6,589	6,771	7,158	7,622
비지배주주지분	618	597	607	541	461
자본총계	3,211	4,530	5,130	5,451	5,835
비이자부채	8315	834	2160	2160	2286
총차입금	2,376	2,959	5,667	5,842	6,047
순차입금	1,203	1,129	3,290	2,981	2,621

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,366	301	407	592	550
당기순이익	573	875	131	332	401
비현금성 비용 및 수익	1,057	-545	616	481	433
유형자산감가상각비	155	122	280	272	279
무형자산상각비	35	27	69	65	61
운전자본변동	-230	-172	-166	0	-63
매출채권등의 감소	-111	60	17	0	-36
재고자산의 감소	434	-85	84	0	-65
매입채무등의 증가	48	-111	-145	0	31
기타 영업현금흐름	-34	143	-174	-221	-221
투자활동 현금흐름	-1,475	-175	-865	-342	-385
유형자산의 증가(CAPEX)	-430	-147	-310	-350	-350
유형자산의 감소	4	7	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-3	-7	0	0
투자자산의 감소(증가)	-525	-94	874	0	-10
기타	-518	62	-1424	8	-25
재무활동 현금흐름	369	498	1,008	233	396
차입금의 증가(감소)	593	192	1,424	175	175
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-224	306	-416	58	221
기타 및 조정	-1684	-3	12	0	0
현금의 증가	-1,424	621	562	483	561
기초현금	2,559	1,135	1,756	2,319	2,802
기말현금	1,135	1,756	2,319	2,802	3,363

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

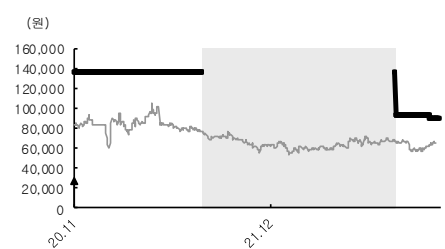
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2021.10.01~2022.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	151	95
중립	8	5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

DL	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.01.31	매수	136,000	-40.26	-28.38					
	2021.01.31	1년경과	136,000	-44.26	-22.43					
	2022.01.31	1년경과	136,000	-53.46	-47.57					
	2022.08.29	담당자변경								
	2022.08.30	매수	94,000	-33.82	-27.13					
	2022.11.07	매수	91,000	-28.66	-26.92					
	2022.11.22	매수	91,000							