



DL (000210)

인수효과: 1) 매출 +153%, 2) 지주사 Discount 삭제 필요

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 93,000원

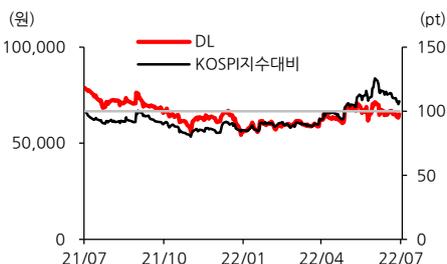
현재 주가(8/1)	68,500원
상승여력	▲35.8%
시가총액	14,355억원
발행주식수	20,956천주
52 주 최고가 / 최저가	78,900 / 54,200원
90 일 일평균 거래대금	79.31억원
외국인 지분율	10.6%
주주 구성	
대림 (외 6인)	43.4%
국민연금공단 (외 1인)	10.3%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.9	10.7	22.5	-13.2
상대수익률(KOSPI)	-10.3	19.7	30.5	10.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,385	5,471	6,223	6,534
영업이익	222	435	701	736
EBITDA	371	598	853	895
지배주주순이익	865	254	449	474
EPS	41,140	12,010	21,242	22,470
순차입금	1,144	4,628	4,144	3,959
PER	1.5	5.7	3.2	3.0
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	10.2	6.6	6.1
배당수익률	3.1	1.9	3.4	3.4
ROE	26.5	6.3	10.3	9.9

주가 추이



2Q22 영업이익 589억원. 컨센서스 +665%

2Q 매출액 1.5조원(YoY +153%), 영업이익 589억원(YoY +24%)으로 Kraton의 인수효과를 확인할 수 있는 실적이었다. 2Q에 반영된 인수 영향(-1,252억원) 제거 시, 실제 이익은 1,841억원으로 QoQ +470%, YoY +288% 개선된 셈이다. 사업부별 2Q 영업이익은:

1) DL케미칼(PE/PB): 386억원(OPM 8%)으로 NCC 업계 대비 견조한 실적을 기록했는데, 이는 윤활유 전방 호조 및 유럽 경쟁사 가동차질에 기인한다. 2) Cariflex(IR-Latex): 153억원(OPM 20%)으로 증설효과 반영되며 안정화, 3) 기타: 글래드 객실 점유율 84%로 크게 회복되었으나, DL에너지가 비수기 영향으로 적자전환해 아쉬웠다.

4) 신규 인수된 Kraton은 매출액 7,398억원(QoQ +12%), 영업이익 1,280억원(OPM 17%) 기록했는데, 이 중 1,252억원이 인수 과정에서 회계적 원가 상승으로 반영되어, 연결 OP는 28억원을 기록했다. 고유가로 ASP 인상된 상황에서, 원재료가 변동은 제한적이기 때문이다.

3Q/4Q22 영업이익: 1,981억/1,460억원 추정

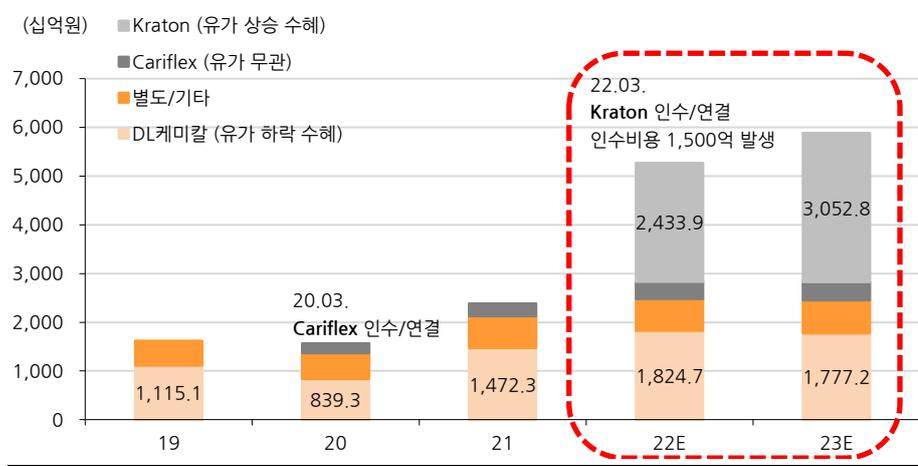
Kraton은 고유가 수혜 사업으로, 80\$ 및 100\$/b 유가 시나리오에서 이익체력을 분기 750억/1,000억원으로 추정한다. 이에, Kraton 이익 기여를 22/23년 893억/3029억원 => 1874억/4160억원으로 상향한다. 유가 조정되더라도, 기존 화학사업이 회복되어 안정적인 포트폴리오가 구축된 점이 흥미롭다. 인수 일회성은 3Q(-100억원)에 마무리되기에, 하반기부터 본격적인 실적 개선이 이익단에서도 나타날 것이다.

2023년 “케미칼” 매출 비중 91%로 확대
지주사 Discount 삭제 필요

투자 의견 BUY, TP 9.3만원을 유지한다. 2022/23년 추정치 기준 PER 5.7/3.2배, PBR 0.4/0.3배로 크게 저평가 되어있는데, 이는 1) Kraton 인수 효과 미반영, 2) 지주사 Discount 영향이라 생각된다.

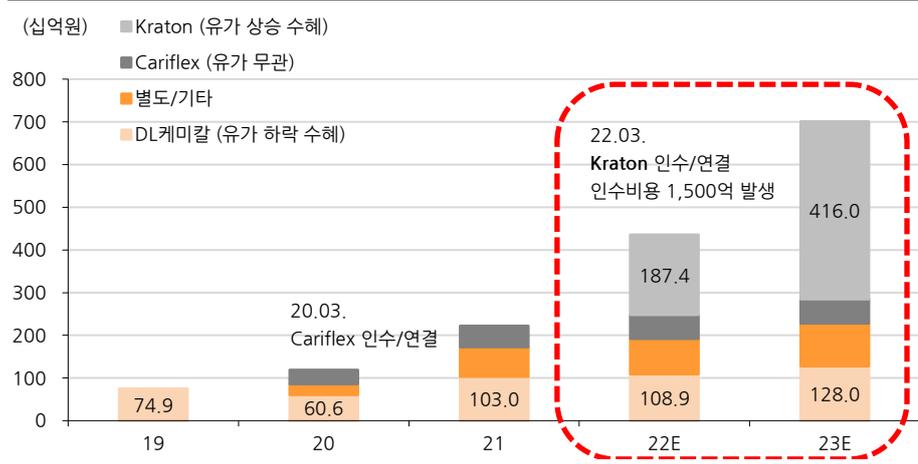
Kraton 인수로, DL의 “케미칼” 매출 비중은 2020년 66% => 2023년 91%로 확대될 예정이다. DL이앤씨 지분가치도(23.2%) 3,700억원으로 2023년 연결 영업이익(7,007억원)의 절반 수준에 불과하다. 지주사 Discount가 합당한지에 대해 고민할 필요가 있다.

[그림1] DL 매출액 추이/전망



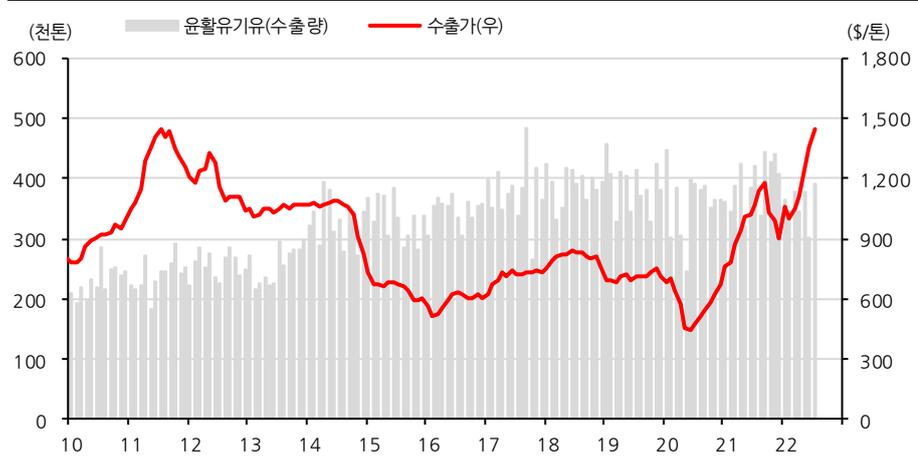
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] DL 영업이익 추이/전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

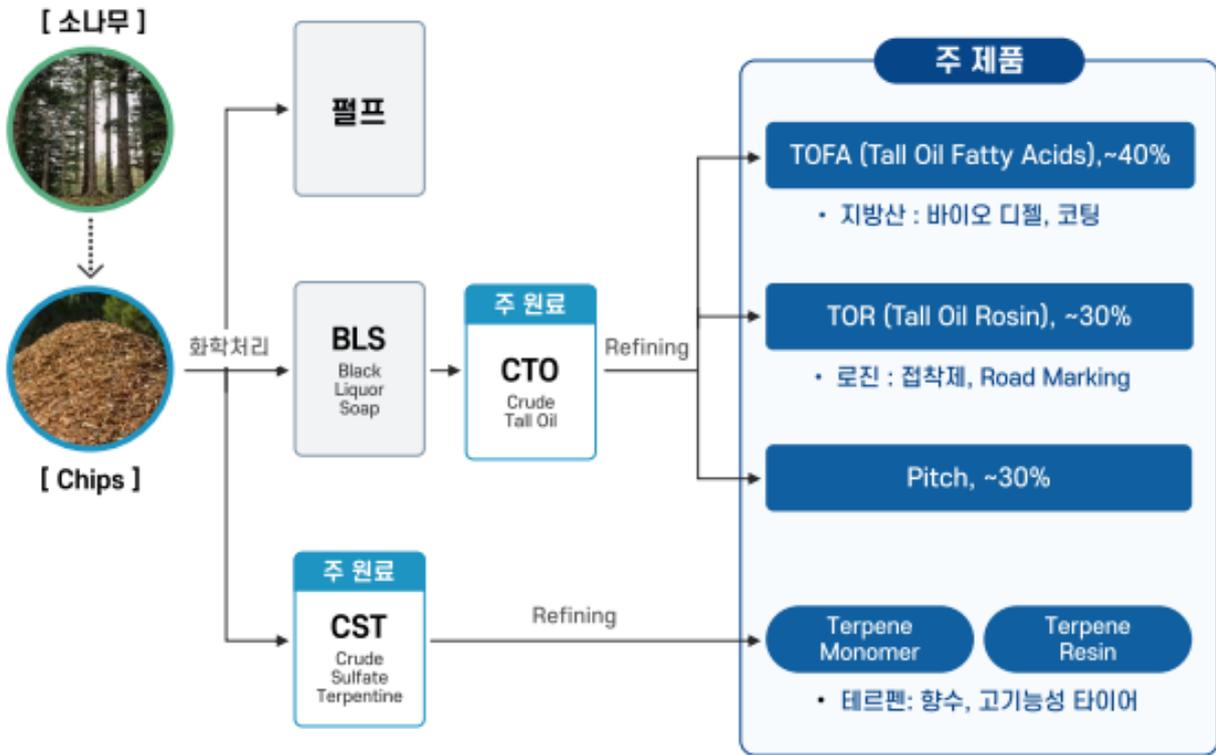
[그림3] 윤활유 수출량 및 수출가 추이



*DL케미칼 PB 실적 지표

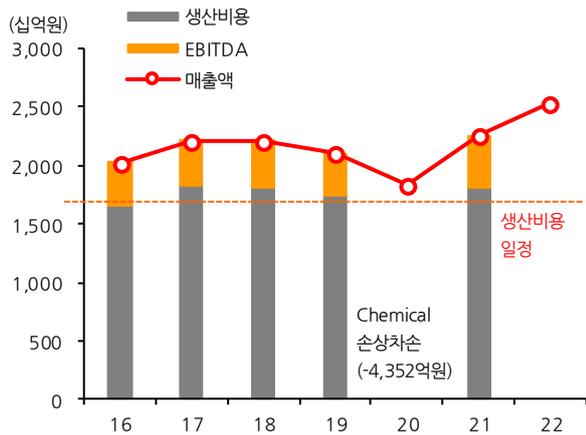
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] Chemical 사업부 구조 (CTO 70 만톤/년으로 글로벌 M/S 1 위(35%))



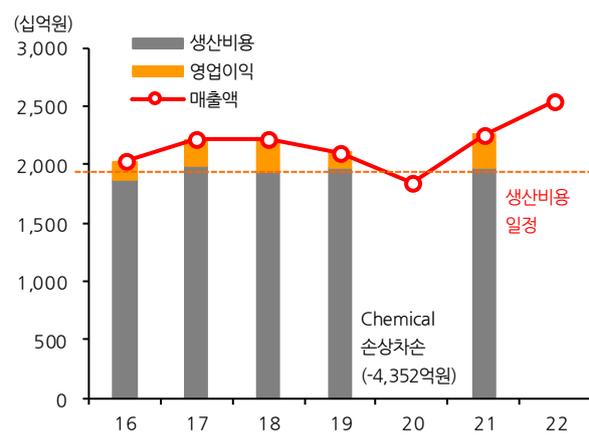
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] Kraton 매출액/생산비용/EBITDA 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] Kraton 매출액/생산비용/영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

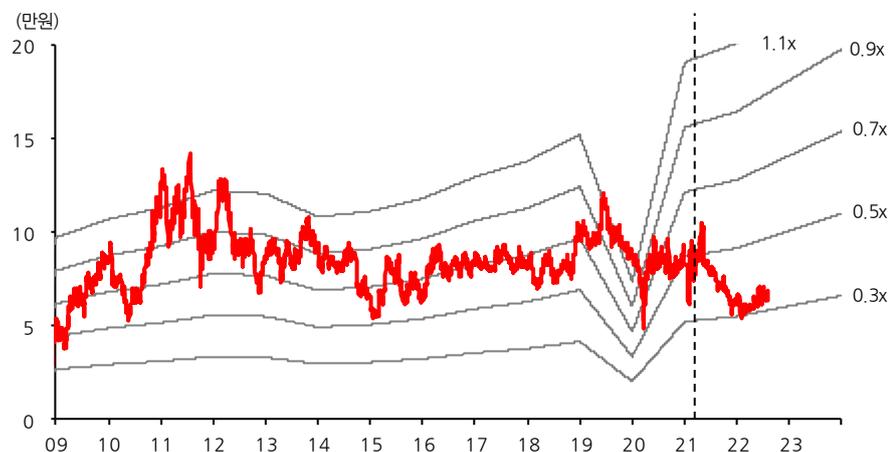
[표1] DL 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	509.9	581.2	622.6	671.7	883.1	1,469.8	1,547.7	1,570.2	2,385.4	5,470.8	6,222.9
QoQ(%)	18.4%	14.0%	7.1%	7.9%	31.5%	66.4%	5.3%	1.4%			
YoY(%)	32.1%	62.2%	59.1%	56.0%	73.2%	152.9%	148.6%	133.8%	52.3%	129.3%	13.7%
DL케미칼	283.2	363.9	391.9	433.3	479.4	486.0	476.9	478.7	1,472.3	1,921.0	1,894.2
Kraton					174.0	739.8	806.5	816.5	0.0	2,536.8	3,242.6
Cariflex	50.1	65.4	67.6	77.8	68.0	77.5	101.3	101.2	260.9	348.0	403.6
별도/기타	176.6	151.9	163.1	160.6	161.7	166.5	163.1	173.8	652.2	665.0	682.4
- DL FnC	22.0	23.1	22.3	26.0	27.1	26.8	23.0	26.8	93.4	103.6	106.8
- DL 에너지	32.1	15.6	39.3	15.6	38.1	18.1	39.7	24.3	102.6	120.2	112.2
- DL 모터스	72.1	82.7	69.3	85.8	79.9	84.0	71.4	88.4	309.9	323.7	333.4
- 글래드	11.8	16.7	17.3	22.1	16.5	22.1	19.0	24.3	67.9	81.9	90.1
- 별도/임대 등	38.6	13.8	14.9	11.1	0.1	15.5	10.0	10.0	78.4	35.6	40.0
영업이익	66.0	47.5	74.5	33.9	32.3	58.9	198.1	146.0	221.9	435.3	700.7
영업이익률(%)	12.9%	8.2%	12.0%	5.1%	3.7%	4.0%	12.8%	9.3%	9.3%	8.0%	11.3%
QoQ(%)	322.5%	-28.0%	57.1%	-54.5%	-4.8%	82.4%	236.3%	-26.3%			
YoY(%)	192.4%	125.6%	24.6%	117.4%	-51.0%	24.1%	165.8%	330.0%	86.4%	96.2%	61.0%
DL케미칼	20.3	33.3	25.9	23.5	2.1	38.6	42.4	25.7	103.0	108.9	128.0
Kraton					-6.1	2.8	104.5	86.2		187.4	416.0
Cariflex	4.2	11.6	15.6	17.6	11.2	15.3	14.8	14.2	49.0	55.5	57.1
별도/기타	41.5	2.6	33.0	-7.2	25.1	2.2	36.4	19.9	69.9	83.6	99.6
- DL FnC	1.0	2.4	2.7	0.7	2.1	2.5	2.8	0.7	6.8	8.1	8.3
- DL 에너지	19.0	-0.8	21.5	-0.7	23.1	-0.6	17.9	3.6	39.0	44.0	37.9
- DL 모터스	-5.9	1.1	0.3	0.2	0.1	0.5	0.5	0.5	-4.3	1.6	2.8
- 글래드	-0.4	1.1	2.2	3.8	2.3	3.8	4.0	4.0	6.6	14.1	11.0
- 별도/임대 등	8.4	3.7	9.0	8.7	8.7	3.8	9.3	9.0	29.8	30.7	31.6
자본법이익	70.4	79.1	28.9	-25.1	-18.2	-16.0	-18.7	-12.7	153.3	-65.5	44.0
당기순이익	324.6	450.2	97.3	2.9	108.3	-29.7	112.3	81.2	875.0	272.1	477.4
지배순이익	318.1	449.9	91.1	6.2	98.3	-27.5	106.7	77.1	865.4	254.6	453.6
순이익률(%)	62.4%	77.4%	14.6%	0.9%	11.1%	-1.9%	6.9%	4.9%	36.3%	4.7%	7.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] DL 12M 선행 PBR 밴드



주: 2021.01.25 대림산업, DL과 DL이앤씨로 인적분할 및 재상장 / 자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,566	2,385	5,471	6,223	6,534
매출총이익	314	450	1,097	1,417	1,488
영업이익	119	222	435	701	736
EBITDA	309	371	598	853	895
순이자손익	-55	-59	-115	-118	-111
외화관련손익	-16	6	57	0	0
지분법손익	0	0	-47	44	46
세전계속사업손익	44	868	375	622	663
당기순이익	573	875	272	477	509
지배주주순이익	505	865	255	454	483
증가율(%)					
매출액	-5.7	52.3	129.3	13.7	5.0
영업이익	-12.5	86.4	96.1	61.0	5.0
EBITDA	7.3	20.0	61.4	42.5	5.0
순이익	-19.4	52.8	-68.9	75.5	6.5
이익률(%)					
매출총이익률	20.1	18.9	20.0	22.8	22.8
영업이익률	7.6	9.3	8.0	11.3	11.3
EBITDA 이익률	19.7	15.5	10.9	13.7	13.7
세전이익률	2.8	36.4	6.9	10.0	10.1
순이익률	36.6	36.7	5.0	7.7	7.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	1,366	301	128	601	585
당기순이익	573	875	272	477	509
자산상각비	190	149	163	152	160
운전자본증감	-230	-172	-293	3	-49
매출채권 감소(증가)	-558	34	-237	2	-45
재고자산 감소(증가)	434	-85	-89	3	-60
매입채무 증가(감소)	194	-104	187	-3	55
투자현금흐름	-1,475	-175	-2,401	-337	-352
유형자산처분(취득)	-374	-80	-185	-200	-210
무형자산 감소(증가)	-6	-3	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	54	-41	-3	-3	-3
재무현금흐름	369	498	1,052	-229	-252
차입금의 증가(감소)	469	547	1,044	-200	-200
자본의 증가(감소)	-97	-59	-43	-29	-52
배당금의 지급	60	58	-43	-29	-52
총현금흐름	1,630	330	432	598	634
(-)운전자본증가(감소)	-327	70	813	-3	49
(-)설비투자	430	147	194	200	210
(+)자산매각	50	64	7	-2	-2
Free Cash Flow	1,577	178	-568	399	373
(-)기타투자	1,706	154	1,691	131	136
잉여현금	-129	24	-2,259	267	237
NOPLAT	56	195	319	538	565
(+) Dep	190	149	163	152	160
(-)운전자본투자	-327	70	813	-3	49
(-)Capex	430	147	194	200	210
OpFCF	143	127	-524	493	465

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,328	2,513	2,838	2,876	2,971
현금성자산	1,174	1,831	605	642	627
매출채권	247	321	904	902	947
재고자산	146	330	1,205	1,203	1,263
비유동자산	4,574	5,810	9,325	9,551	9,786
투자자산	2,639	3,723	4,323	4,498	4,681
유형자산	1,458	1,515	3,554	3,634	3,718
무형자산	477	572	1,449	1,419	1,387
자산총계	13,902	8,323	12,163	12,427	12,757
유동부채	8,368	1,461	2,207	2,210	2,271
매입채무	4,113	413	1,108	1,105	1,160
유동성이자부채	316	950	958	958	958
비유동부채	2,323	2,332	5,167	5,003	4,841
비유동이자부채	2,078	2,025	4,274	4,074	3,874
부채총계	10,691	3,793	7,374	7,213	7,112
자본금	219	139	139	139	139
자본잉여금	604	776	779	779	779
이익잉여금	5,771	6,589	6,800	7,224	7,655
자본조정	-4,001	-3,570	-3,572	-3,572	-3,572
자기주식	0	-2	-2	-2	-2
자본총계	3,211	4,530	4,790	5,214	5,645

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	14,363	41,140	12,057	21,480	22,899
BPS	67,178	173,714	183,097	201,826	220,868
DPS	1,300	1,900	1,300	2,300	2,300
CFPS	42,221	14,587	19,077	26,401	28,015
ROA(%)	3.7	7.8	2.5	3.7	3.8
ROE(%)	11.8	26.5	6.3	10.4	10.1
ROIC(%)	1.4	6.4	6.5	8.1	8.4
Multiples(x, %)					
PER	5.2	1.5	5.7	3.2	3.0
PBR	1.1	0.4	0.4	0.3	0.3
PSR	1.8	0.6	0.3	0.2	0.2
PCR	1.8	4.2	3.6	2.6	2.4
EV/EBITDA	13.9	6.7	10.2	6.9	6.4
배당수익률	1.7	3.1	1.9	3.4	3.4
안정성(%)					
부채비율	332.9	83.7	153.9	138.3	126.0
Net debt/Equity	38.0	25.3	96.6	84.2	74.5
Net debt/EBITDA	394.6	308.7	773.2	514.7	469.6
유동비율	111.5	172.0	128.6	130.1	130.8
이자보상배율(배)	1.8	3.2	3.2	4.9	5.3
자산구조(%)					
투하자본	43.9	36.2	57.2	56.5	56.2
현금+투자자산	56.1	63.8	42.8	43.5	43.8
자본구조(%)					
차입금	42.7	39.6	52.2	49.1	46.1
자기자본	57.3	60.4	47.8	50.9	53.9

[Compliance Notice]

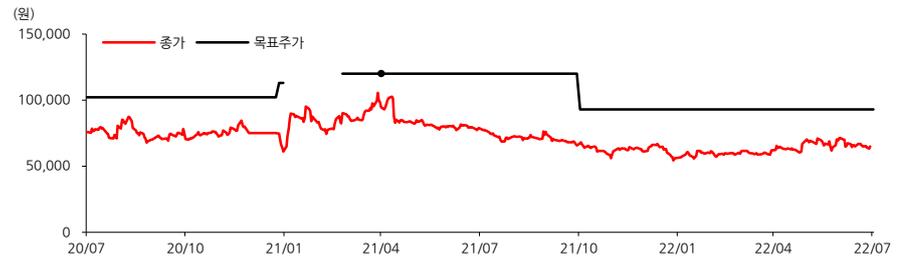
(공표일: 2022년 08월 02일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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.

[DL 주가와 목표주가 추이]



[투자이견 변동 내역]

*과리율 산정: 수경주가 적용

일 시	2016.08.12	2020.07.31	2020.08.10	2020.08.11	2020.09.11	2020.11.02
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		113,000	113,000	113,000	113,000	113,000
일 시	2020.11.26	2021.01.04	2021.01.22	2021.03.25	2021.03.25	2021.05.12
투자이견	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	113,000	113,000	113,000	전우제	120,000	120,000
일 시	2021.07.30	2021.11.01	2022.05.03	2022.05.12	2022.05.26	2022.06.08
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	120,000	93,000	93,000	93,000	93,000	93,000
일 시	2022.08.02					
투자이견	Buy					
목표가격	93,000					

[목표주가 변동 내역별 과리율]

일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.25	Buy	120,000	-33.49	-12.08
2021.11.01	Buy	93,000		

[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 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

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: 2022년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%