한화투자증권

2021년 3월 25일
기업분석

DL (000210)

신주발행/공개매수를 감안해도, -66% 할인된 주가

▶Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

Buy (신규)

목표주가(신규): 120,000원

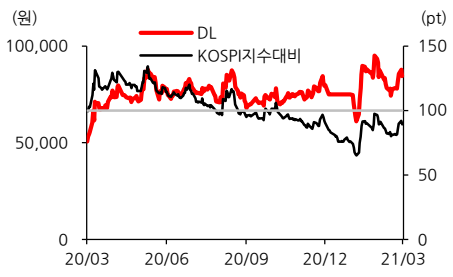
현재 주가(3/24)	82,300원
상승여력	▲45.8%
시가총액	12,708억원
발행주식수	15,441천주
52 주 최고가 / 최저가	95,100 / 47,440원
90 일 일평균 거래대금	372.61억원
외국인 지분율	24.5%
주주 구성	
대림 (외 7 인)	23.1%
국민연금공단 (외 1 인)	13.5%
대림산업우리사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-2.0	3.0	21.3	62.6
상대수익률(KOSPI)	-2.1	-3.7	-10.6	-23.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,660	1,566	2,165	2,239
영업이익	136	119	251	284
EBITDA	-	-	403	436
지배주주순이익	-	-	405	413
EPS	-	-	25,922	26,426
순차입금	-	-	14	14
PER	-	-	3.2	3.1
PBR	-	-	0.5	0.4
EV/EBITDA	-	-	6.4	5.4
배당수익률	-	-	3.6	3.6
ROE	-	-	14.8	13.5

주가 추이



신규상장한 DL(지주/화학)에 대한 투자자들의 고민은 1) 화학사업부의 정확인 이익체력, 2) DL 이앤씨 공개매수에 따른 주주가치 희석 영향, 3) 적정 밸류에이션일 것이다. 이에대한 해답을 제시했다.

화학사업 순이익 기여도 76%

2021년 순이익 추정치 4,054억원 중, 90% 이상을 지분법 자회사 및 본사 화학부문에서 담당할 전망이다. 참고로 지난 10년간 DL의 화학사업 이익은 롯데케미칼(시총: 10.4조원)의 26% 수준이었다.

6/3일까지, DL은 신주발행/공개매수를 통해 DL이앤씨(건설) 지분을 확보할 예정인데, 지분 20% 확보 후에도 화학 NAV/이익 기여도는 66%/76% 수준으로 지주사 보다는 NCC의 개념으로 접근해야 한다.

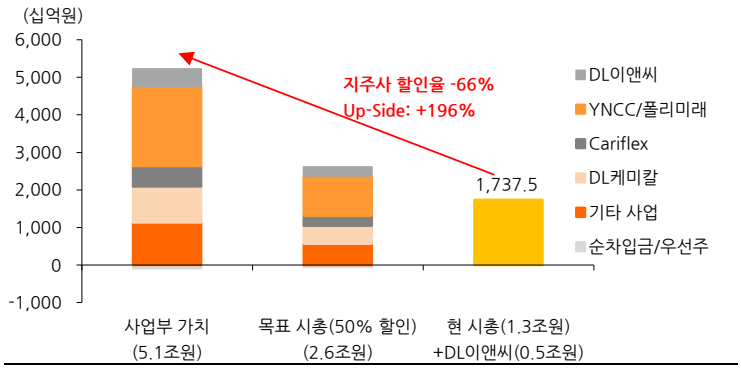
투자의견 BUY, 목표주가 12만원 (신규)

목표주가는 최근 주가 약세의 배경이었던 DL이앤씨 공개매수를 기반영, 늘어난 주식수(+36%)를 감안해 산출했다:

1) SOTP(12만원): 화학(3.1조원) +Cariflex(0.5조원) + 이앤씨(0.5조원) +기타 투자자산(1.1조원) −순차입금(0.0조원) = 5.1조원으로 계산되며, 목표 시가총액(주가)는 지주 할인율 −50% 및 신주발행(+36%) 감안한 2.6조원(12만원)이다. 사실, 자회사(YNCC/PMC) 배당성향이 91%/98%인 것을 감안하면 부당한 할인이다.

2) PER 6.5배(15.7만원): 2021년 예상 평균 EPS에 PER 6.5배(롯데케미칼 PER −30%)를 적용했다. 실적 확인되며 향후 반영될 목표주가다.

DL 시가총액, 사업부별 적정 Valuation (공개매수 후, 희석된 EPS 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

1. DL 지배 & 사업구조

(1) DL 지배 구조

DL은 크게 1) 석유화학, 2) DL이앤씨, 3) 기타로 나누어 볼 수 있으며, 각 사업부의 순이익 기여도는 76%, 20%, 4% 수준이다. (증자/스왑 후 기준)

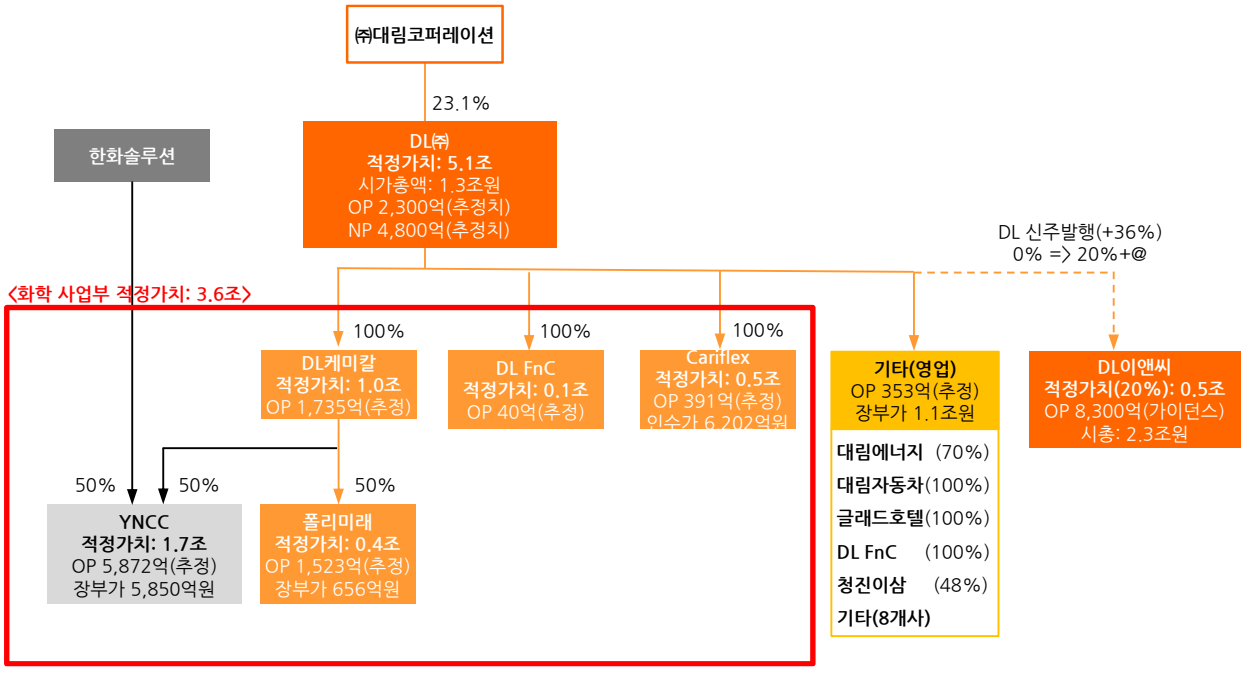
1) 석유화학(유화): YNCC(자회사)에서 생산된 중간재료를, DL케미칼(본사)와 폴리미래(자회사)에서 완성해, 최종제품을 생산, 판매하는 구조다. 화학계 회사들은 하나의 수직계열화 된 NCC로서 작동한다.

2) DL이앤씨(건설): DL은 6월 3일까지 1) DL이앤씨 공개매수 및 2) DL 현물출자(신주발행)를 통해 DL이앤씨 지분을 확보할 예정이다(지주사 요건 20%).

다만, 지분 20% 확보 시나리오에서도 화학사업 NAV/순이익 기여도는 66%/76%로 여전히 높다. 또한, 주식수는 희석되겠으나, DL이앤씨의 2021~23년 영업이익 가이던스(8,300억~1.15조원)을 반영, 지분법 이익이 매년 1,200~1,600억원씩 DL 실적에 반영된다. DL이앤씨의 21년 PER/PBR도 4.0/0.6배 수준으로, 지분 Swap에 따른 Multiple (PER) 훼손은 제한적이다[p.3]. 다만, SOTP 가치는 크게 훼손된다. [p.11]

*해당 보고서의 목표주가/Valuation은 DL이앤씨 지분 20% 공개매수를 가정했다.

[그림1] DL㈜ 지배구조(6 월 3 일 DL 신주발행 가정)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림 19~20]과 같이, 6월 신주발행/스왑으로 Up-Side 감소가 예상되며, 목표주가에는 DL이앤씨 20% 공개매수를 기반영했다.

아래 표는 DL이앤씨 공개매수가 ㈜DL에 미치는 영향이다. 주요 가정은:

1) DL/DL이앤씨 신주/공개매수 가격은 82,300원(변동), 118,085원(고정)으로 가정,

2) 현재 DL이앤씨의 주가가 공개매수 선정가격(118,085원) 보다 높아, 대주주만 참여할 가능성 높다 판단해 공개매수는 20%에서 그칠 것으로 판단. 참고로 대림코퍼레이션 특수관계인의 DL이앤씨 보통주/(전체 보통수+우선주) 지분은 20.8%

3) DL이앤씨의 2021년 영업이익 가이던스 8,300억원 가정, 20% 지분에 대한 순이익은 1,162억원으로 반영

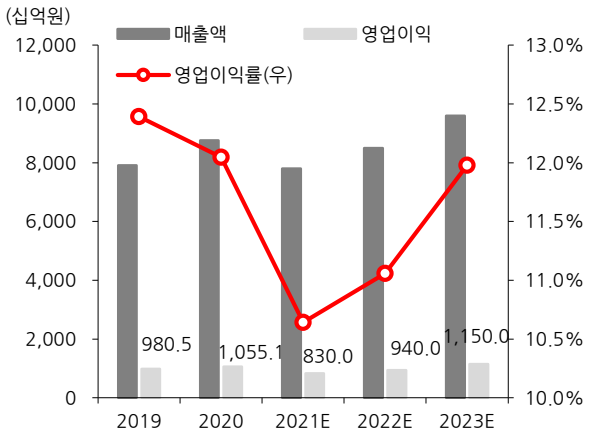
[표1] DL 주식수, 시가총액, Valuation 변화 (DL 이앤씨 공개매수 영향)

	공개매수 전	공개매수 후(20%)	변화(%)	공개매수 후(43%)	변화(%)
주식수(보통주)	15,441,262	20,996,491	+36%	28,111,650	+82%
DL 시가총액(십억원)	1,355.7	1,843.4	+36%	2,468.1	+82%
지배순이익(십억원)	405.4	521.6	+29%	657.6	+62%
자본 총계	3,211.3	3,978.9		4,861.6	
2021 PER	**3.3**	**3.5**		**3.8**	
2021 PBR	**0.42**	**0.46**		**0.51**	

자료: 한화투자증권 리서치센터

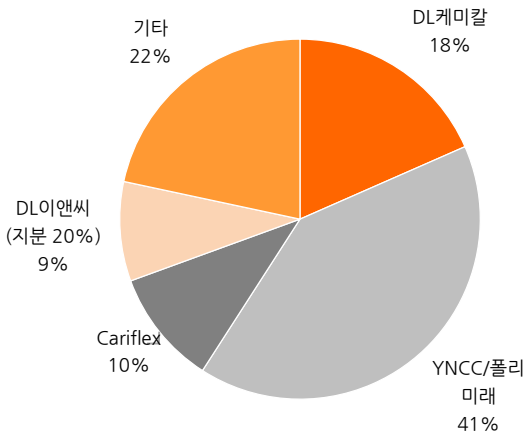
주: 참고용 자료로, PER/PBR 계산 시, 우선주 생략

[그림2] DL 이앤씨 영업이익 가이던스



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] DL 사업부별 기업가치, DL 이앤씨 지분 20% 포함



자료: 한화투자증권 리서치센터

(2) DL 화학사업 구조

YNCC(에틸렌/프로필렌)
DL케미칼(PE/PB)
폴리미래(PP)
Cariflex(IR Latex)

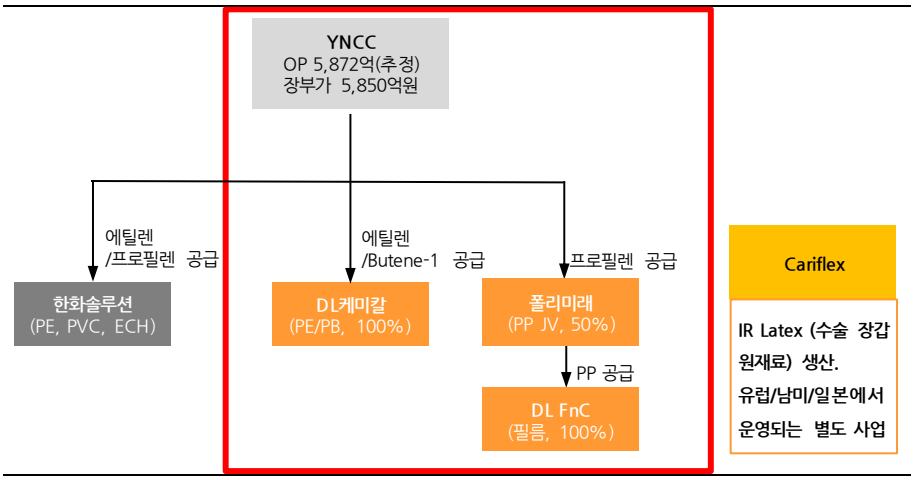
YNCC는 2000년, (구)한화케미칼과 (구)대림산업의 NCC를 합병해 탄생했으며, 생산된 기초유분의 70% 이상을 한화/DL에 계약 판매하거나 자가소비한다. 에틸렌 Capa는 228.5만톤/년으로, LG화학/롯데케미칼과 함께 국내 최대 규모다.

DL케미칼과 폴리미래(PMC)는 원재료(에틸렌/프로필렌)의 90%를 YNCC로부터 구매하며, 증설도 YNCC와 DL/한화가 동시에 진행해왔다.

DL케미칼은 PE(71만톤/년), PB(20만톤/년)를 생산하며, 폴리미래는 PP(73만톤/년)를 생산한다. 애초에 YNCC와 DL케미칼은 하나의 회사에서 분리되었으며, 원재료를 안정적으로 수급받고 있기 때문에 "DL케미칼+(YNCC+폴리미래)x50%"을 하나의 수직 계열화 된 NCC로 이해할 수 있다. 참고로, 자회사 YNCC/폴리미래는 2013~19년 순이익의 91%/98%를 배당으로 지급했다.

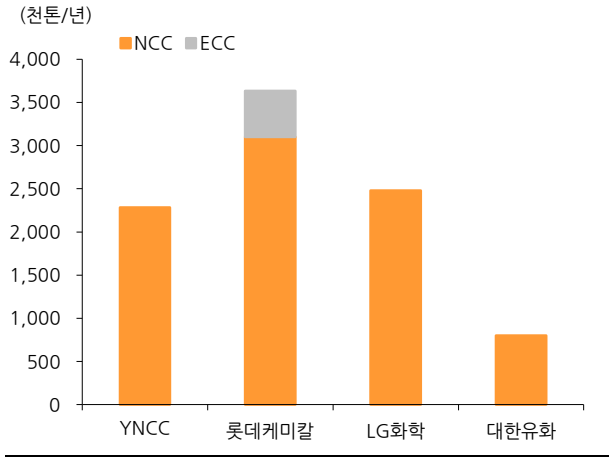
2020년 3월에 인수한 Cariflex는 Isoprene(IR) 및 IR Latex 1위 업체다. 공장은 브라질/미국에 위치하며, IR Latex는 수술용 장갑(73%), 콘돔/주사액용기(20%) 등 고부가 제품에 속한다. 참고로 인수가격은 6,202억원이었다.

[그림4] 화학 사업부 사업구조



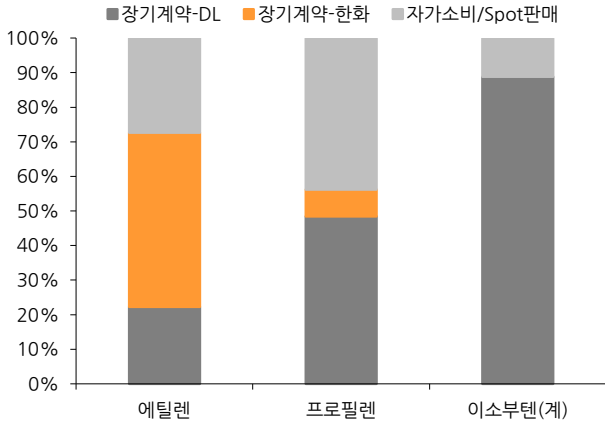
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 NCC 업체들의 에틸렌 생산능력



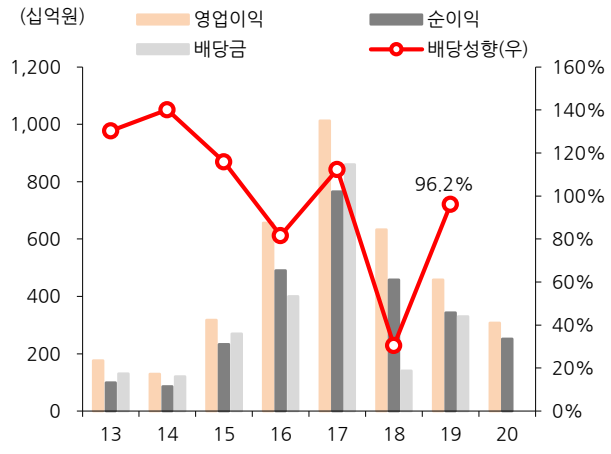
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] YNCC 매출처: 대부분 DL/한화/자가소비



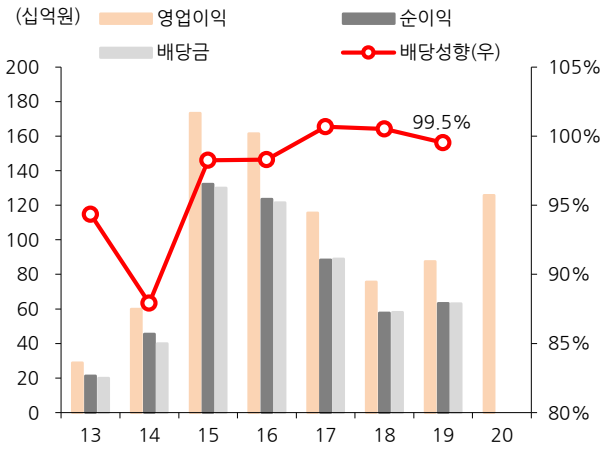
자료 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 자회사 평균 배당성향(YNCC 91%, 2013~19 년)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 자회사 평균 배당성향(폴리미래 98%, 2013~19 년)

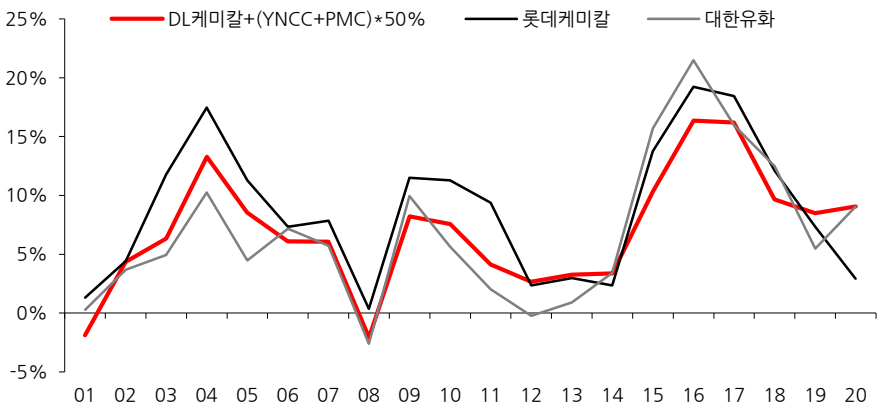


자료 한화투자증권 리서치센터

[그림9] NCC 업체들의 장기 영업이익률 추이

2010~19년 평균 OPM
(실적 동행함)

DL: 7.6%
롯데케미칼: 9.6%
대한유화: 7.9%



자료: 한화투자증권 리서치센터

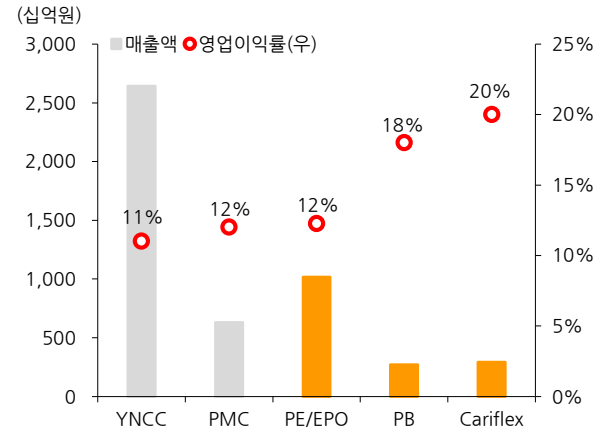
(3) DL 화학 사업의 경쟁력

지난 20년간의 영업이익률에서 확인되듯[그림. 9], DL의 화학사업은 -2~16%의 영업이익률을 유지하는 PE 중심의 NCC 업체였다. 국내에서 평균 수준의 실적을 기록했다는 것은 사실, 전세계적으로는 상위권 이익률을 기록했다는 뜻으로 긍정적이다.

다만, 최근 고부가/프리미엄 제품군 비중이 늘어나고 있어 상대적 이익률 상향이 예상된다. 현재 DL의 석유화학 고부가 비중은 20%로, 2019년 10% 대비 크게 상승했다.

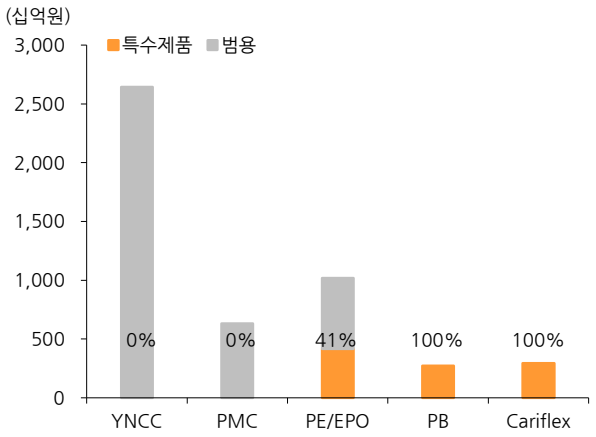
2020년 3월, IR-Latex(OPM 20%) 1위업체인 Carliflex를 인수했으며, 2021년 2월에는 본사의 M-LLDPE/BOCD(OPM 15~25%) 25만톤/년 증설이 있었기 때문이다. IR-Latex는 일반 Latex 대비 불순물이 없어 고가의 수술용 장갑에 사용된다.

[그림10] 사업부별 매출/영업이익률 (2021 년 추정치)



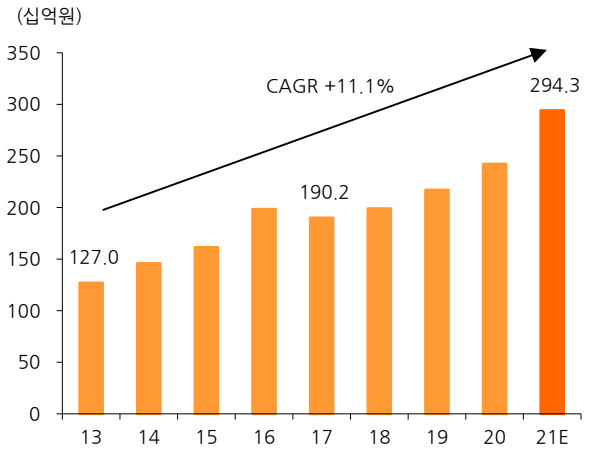
주: YNCC/PMC는 지분율 50% 반영
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 사업부별 범용/특수제품 매출비중 (2021 년 추정치)



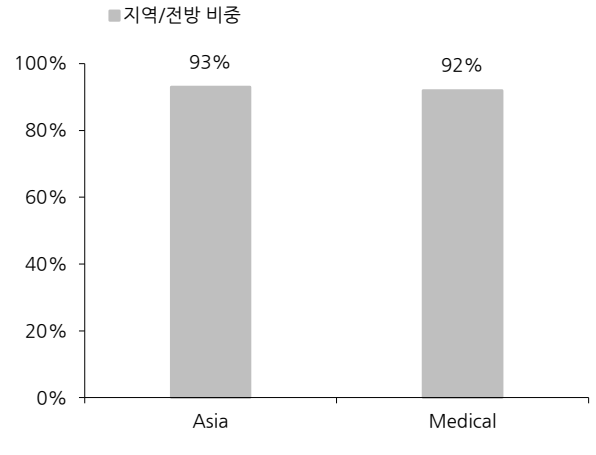
주: YNCC/PMC는 지분율 50% 반영
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] Carliflex 매출액 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] Carliflex 의 지역/전방 비중(2019 년)



자료: 한화투자증권 리서치센터

(4) 기타 자회사

비-화학 주요 연결 자회사들은:

디엘모터스는 내연기관의 다양한 부품을 생산한다. 2020년에는 코로나19 여파로 적자를 기록해 기저효과가 예상된다. 호텔/골프 사업을 영위하는 **글래드호텔**도, 2021년하반기 실적 정상화를 기대한다. **디엘에너지**는 발전사 직/간접 투자하며, 최근 태양광/바이오매스로 영역을 넓히고 있다. **청진이삼**은 DL 소유의 종로 D타워를 관리한다. 최근 입주사 이탈로 실적이 단기 부진한 상황이다.

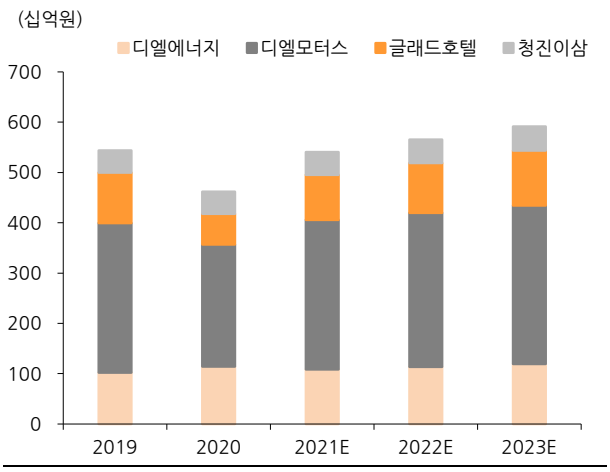
이 외, 8개의 기타 계열사/투자자산의 장부가치는 1,100억원이다. 기타 자회사들의 총 장부가액은 1.1조원이며, 할인율 50%를 적용해 SOTP에 반영했다.

[표2] 주요 계열사 장부가, 2020 년 매출/영업이익 (단위: 십억원)

	장부가	지분율	매출액	영업이익	비고
1) 주요 계열사	**1,020.7**				
디엘에프엔씨	79.9	100%	59.1	2.9	폴리미래의 PP를 필름으로 가공
디엘에너지	327.5	70%	114.0	41.8	발전사 직/간접 투자. LNG => 태양광/바이오매스
디엘모터스	185.7	100%	243.2	-29.5	차량 제동장치, 클러치, 기어 등 부분품의 제조
글래드호텔	305.7	100%	60.8	-2.0	관광호텔업/골프장 사업. 코로나19 저점 이후 회복
청진이삼	121.9	48%	43.6	30.8	종로구 D타워 관리
2) 기타 계열사/자산	**110.0**				**8개 사**
총 계	**1,130.6**				**13개 사**
총 계	**565.3**				**할인율 50% 적용**

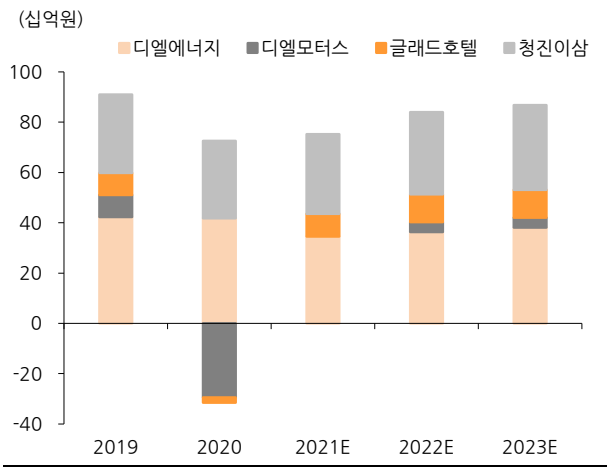
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 주요 계열사 매출액 추이/추정치



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주요 계열사 영업이익 추이/추정치



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 가치평가

투자의견 BUY, 목표주가 12만원을 제시한다. 목표주가는 신주발행(DL +36%) 및 공개매수(DL이앤씨 +20%) 이후 주주 가치 희석까지 반영했다.

적정 시가총액(SOTP)은 화학사업부(3.1조원) + Cariflex(0.5조원) + DL이앤씨(0.5조원) +기타 투자자산(1.1조원) – 순차입금(0.0조원) = 5.1조원으로 계산되며, **목표 시가총액 및 주가는** 지주 할인율 -50% 및 신주 발행 감안한 2.6조원과 12만원이다.

(1) Valuation: 화학사업부 3.1조원

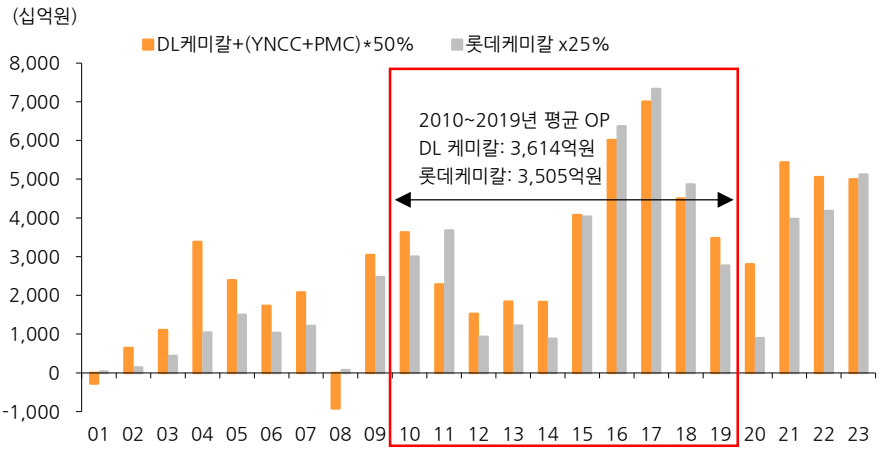
우선, 화학사업 Peer은 실적 추이/제품 구성(PE/PP)이 유사한 롯데케미칼로 설정했다. 다만, 시장가치/규모 등을 반영, Target PER은 20% 할인한 (PER 7.4배)로 설정, 2021년 EPS에 적용, 3.1조원으로 계산했다. DL은 롯데케미칼/대한유화와 동일한 화학 Cycle을 공유하며, 큰 틀에서 이익 규모는 생산능력에 따라 결정된다.

수년간, DL케미칼(+자회사)은 롯데케미칼(3/24일 시총 10.4조원) 대비 x0.26배 수준의 영업이익을 기록해 왔으며[그림 16], 대한유화(3/24일 시총 2.1조원) 대비 x1.80배 수준의 이익을 기록했다. 단순 비교 시, DL의 화학사업부는 2.7조원 or 3.7조원의 가치를 지닌다고 판단할 수 있겠다.

참고로 롯데케미칼/대한유화 대비 DL의 NCC 규모는 x0.31배, x1.42배 수준이다.

이에 Peer을 실적 추이/제품 구성이 유사한 롯데케미칼로 설정, 화학 사업부에 롯데케미칼 PER(9.2배)를 적용했다. DL의 2021년 이익은 Peer NCC들을 Outperform할 전망인데, 이는 2021년 1분기에 PE(+54%) 및 NCC(+17%) 증설이 진행되었기 때문이다.

[그림16] DL 케미칼 vs 롯데케미칼 영업이익: 롯데케미칼이 x4 배

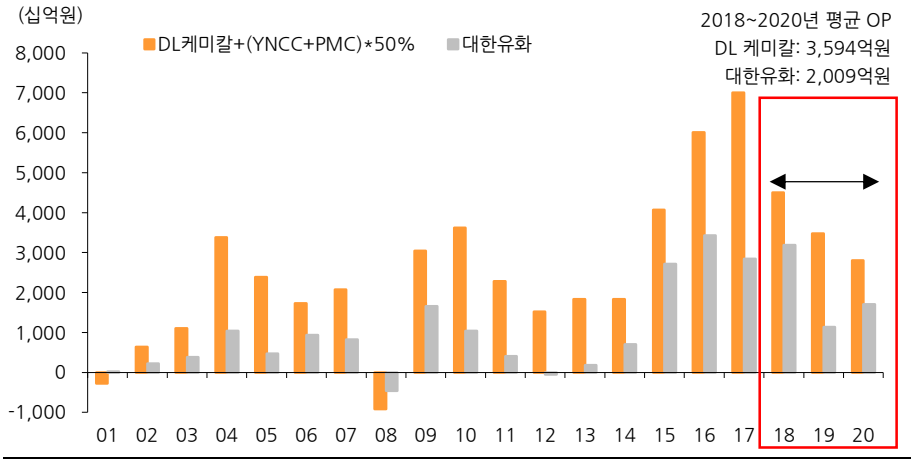


자료: 한화투자증권 리서치센터

평균 영업이익 (2010~2019)
DL케미칼 = 롯데케미칼 x26%

*롯데케미칼 대산공장 폭발로 2020년은 제외

[그림17] DL 케미칼 vs 대한유화 영업이익: DL 케미칼이 x1.8 배

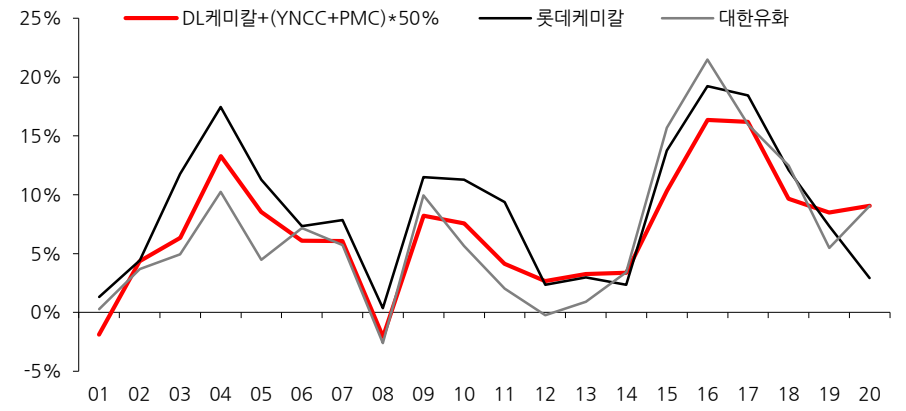


자료: 한화투자증권 리서치센터

평균 영업이익 (2018~2020)
DL케미칼 = 대한유화 x180%

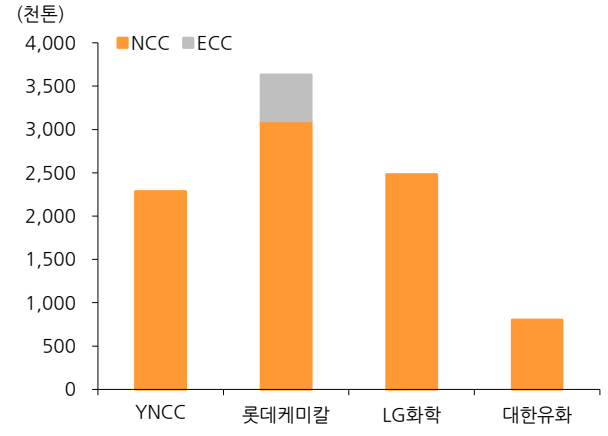
*대한유화 NCC 증설(2017) 후

[그림18] DL/롯데케미칼/대한유화 영업이익률 추이



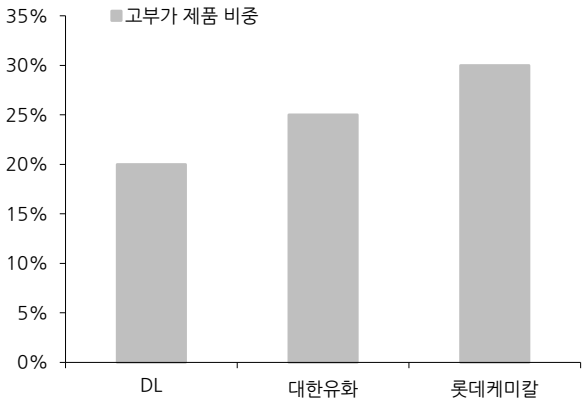
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 국내 NCC 업체들의 에틸렌 생산능력



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 국내 NCC 업체들의 고부가 생산 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

(2) SOTP(총 기업가치): 5.1조원, 목표 시가총액은 50% 할인된 2.6조원

- **화학사업(3.1조원):** 2021년 예상 지배순이익에 PER 7.4배 적용(Peer 대비 20% 할인)

- **Cariflex(0.5조원):** 높은 성장률 및 영업이익률을 지닌 세계 1위 수술용 장갑 Latex 업체. 2020년 3월, 당시 인수 가격이 6,202억원이었음. 매분기 100억원 이상의 영업이익을 기록하고 있으며, 순자산 공정가치는 5,400억원

- **기타(1.1조원):** DL에너지, 글래드호텔, 디타워 등 15개 사업체. 장부가 적용

- **DL이앤씨(0.5조원):** DL이앤씨 지분 20% 공개매수를 가정한 가치. 연간 지분법 순이익은 1,200~1,600억원 증가하겠지만, 주식수 증가(+556만주, +36%)로 인해 주당 NAV 감소하는 효과 발생. 목표주가 12만원은 DL이앤씨 지분 20% 공개매수를 기반영

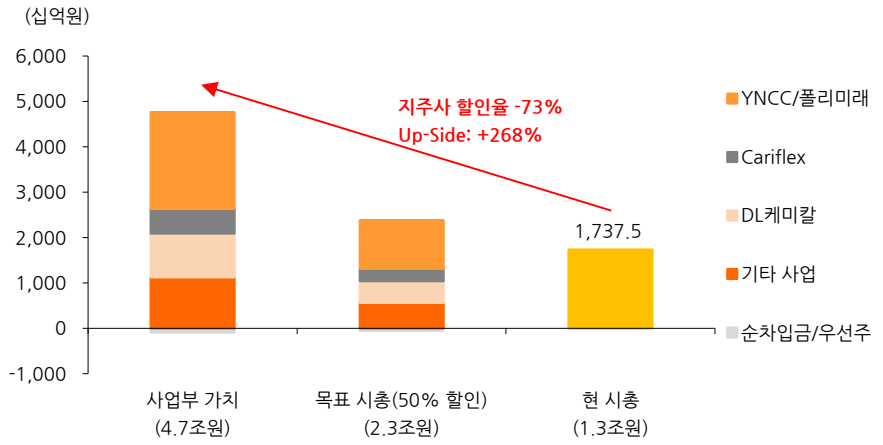
- **지주사 할인율은 50% 적용:** 사실, 화학 이익 기여도가 76% 수준으로 높으며, 화학 자회사들의 배당성향이 91%/98%로 지주사 할인을 받는 것 자체가 부당하다. 현재 DL의 지주 할인율은 -66%로 상당한 저평가 구간

[표3] SOTP Valuation (단위: 십억원)

	지분율	장부가	평가액	비고
연결 자회사			**2,522.3**	
DL케미칼	**100%**	**803.2**	**961.7**	**PER 7.4배 적용 (롯데케미칼 PER -20% 할인)**
Cariflex	**100%**	**272.8**	**540.0**	**인수가격 6202억원, 순자산 공정가치 5400억원**.고성장/고부가 Latex 업체
기타(영업)		**1,020.7**	**1,020.7**	**연결 자회사 5개 장부가 합**
1) DL에너지	70%	327.5		LNG 발전사업 => 태양광/바이오매스로 확대 중
2) DL자동차공업	100%	185.7		자동차 부품 생산
3) 글래드호텔	100%	305.7		호텔사업 영위
4) DL FnC	100%	79.9		필름 생산
5) 청진이삼	48%	121.9		디타워 운영
지분법 자회사			**2,702.5**	
화학 자회사	**50%**		**2,126.0**	**PER 7.4배 적용 (롯데케미칼 PER -20% 할인)**
1) YNCC	50%	585.0	1,715.7	PER 7.4배 적용
2) 폴리미래	50%	65.6	410.2	PER 7.4배 적용
DL이앤씨	**20%**		**466.5**	**지분가치**
기타(비영업)		**110.0**	**110.0**	**투자목적 자산 8개 장부가 합**
순차입금			**14.2**	**2020년말 기준 지주+케미칼 순차입금**
총 기업가치			**5,138.3**	**영업가치 + 투자자산가치 - (순차입금 + 우선주)**
총 기업가치(적용)			**2,569.2**	**지주사 할인 -50% 적용 (자회사 배당성향이 91%/98%로 할인 부당함)**
주식수(천주)			20,996	DL +DL이앤씨(20%) 유통주식수
주당 NAV(원)			**120,000**	
현재주가(원)			**82,300**	**2021.03.24 기준**
상승여력			**46%**	

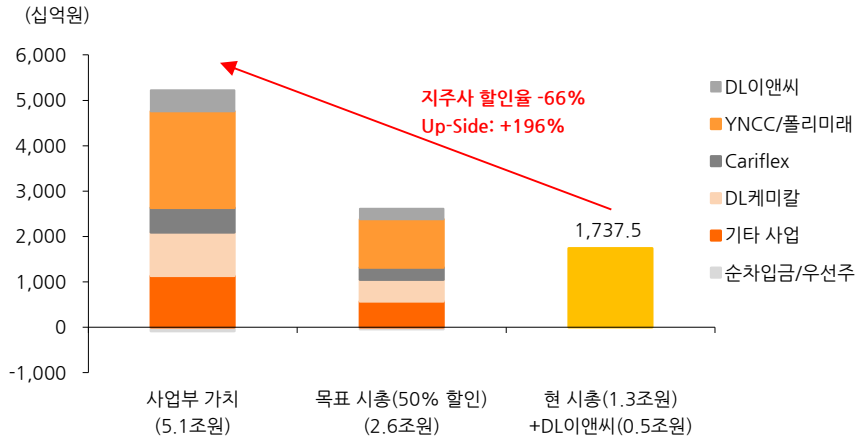
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 적정시가총액, 현재 지주사 할인율, Up-Side (현재: 신주발행/스왑 전)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 적정시가총액, 현재 지주사 할인율, Up-Side (6 월: 신주발행/스왑 후)



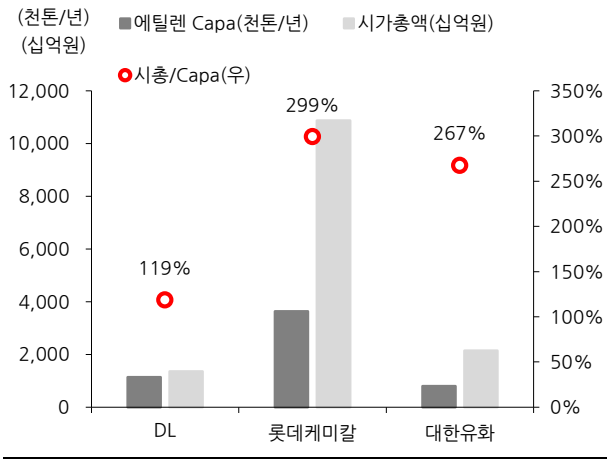
자료: 한화투자증권 리서치센터

참고용 Valuation

(3)시가총액/Capa: Capa를 단순 비교를 할수도 있다. NCC Peer의 시가총액/capa는 250~300% 수준으로, DL의 석유화학 사업부는 NCC Capa 114만톤/년(YNCC Capa의 50%) 감안, 화학 사업부 시가총액만 3.1조원으로 환산 가능하다.

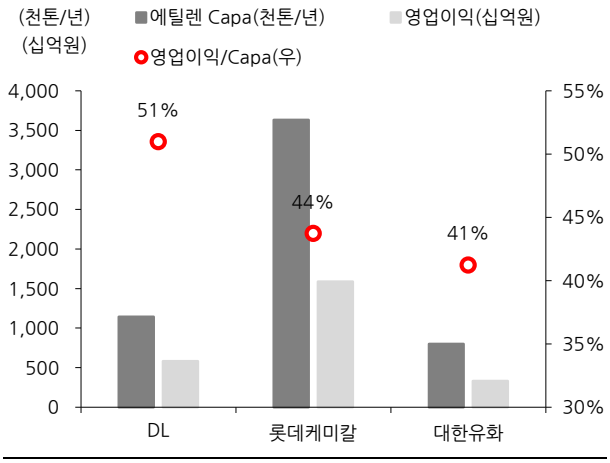
(4) 연결-DL EPS에 할인된 화학 Valuation 적용: 장기적으로는 화학사업부의 NAV 및 이익 기여도가 66%/75%에 달하기 때문에, DL을 하나의 화학 회사로 인식하고 할인된 화학 Valuation을 적용할 수도 있겠다. 30% 할인된 PER 6.5배를 적용할 경우, 연결된 DL의 적정 시가총액은 3.3조원 수준이다(TP: 15.7만원). 실적 확인되며 장기적으로는 반영될 목표주가라 생각된다

[그림23] 시가총액/Capa 비교(2021 년 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 영업이익/Capa 비교 (2021 년 기준)



자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 실적

2021년 연간 실적추정치는: 매출액 2.2조원(YoY +44%), 영업이익 2,514억원(YoY +104%), 지배순이익 4,054억원을 전망한다.

실적 개선은: 석유화학 제품가격/마진 상승 및 DL케미칼/여천NCC의 2021년 1분기 증설을 반영했다. 2021년 온기 반영될 Cariflex 실적도 2022년에 추가 증설이 예정되어 있다. 코로나 여파로 부진했던 DL모터스/글래드호텔 실적개선이 예상되며, 2020년 6월부터 DL이앤씨의 지분법이익(약 1,200억원)이 추가될 예정이다.

[표4] DL 실적 추이(연결기준) (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	**418.0**	**338.5**	**388.7**	**361.6**	**495.9**	**527.3**	**582.6**	**558.9**	**1,658.5**	**1,506.7**	**2,164.8**	**2,239.0**
QoQ(%)	*9.8%*	*-19.0%*	*14.8%*	*-7.0%*	*37.1%*	*6.3%*	*10.5%*	*-4.1%*				
YoY(%)	*-0.8%*	*-19.4%*	*-10.9%*	*-5.0%*	*18.6%*	*55.8%*	*49.9%*	*54.6%*		*-9.2%*	*43.7%*	*3.4%*
DL케미칼	252.6	175.6	202.0	209.1	283.5	324.6	344.5	335.3	1,115.1	839.3	1,288.0	1,270.4
Cariflex	7.5	68.7	62.2	60.4	64.4	63.7	79.5	86.7	0.0	198.8	294.3	342.1
기타(영업)	157.9	94.2	124.5	92.1	148.0	139.0	158.6	136.9	543.4	468.6	582.5	626.5
1) DL FnC	0.0	19.6	19.5	20.0	20.0	20.5	20.5	21.0	0.0	59.1	82.0	84.5
2) 대림에너지	34.2	13.7	24.8	41.3	34.6	13.7	34.5	25.5	102.4	114.0	108.2	110.4
3) 대림자동차	63.2	48.4	59.8	71.8	73.3	79.5	70.2	74.3	297.3	243.2	297.3	306.2
4) 글래드호텔	14.5	13.4	16.6	16.3	18.9	24.2	22.3	24.7	100.1	60.8	90.1	99.1
5) 청진이삼	10.9	10.8	10.8	11.1	11.2	11.1	11.2	11.4	43.5	43.6	44.9	46.3
6) 연결/기타	35.1	-11.7	-7.1	-68.3	-10.0	-10.0	0.0	-20.0	0.0	-52.1	-40.0	-20.0
영업이익	**27.5**	**4.7**	**63.4**	**27.5**	**57.0**	**42.4**	**97.1**	**54.9**	**165.9**	**123.0**	**251.4**	**283.9**
영업이익률(%)	*6.6%*	*1.4%*	*16.3%*	*7.6%*	*11.5%*	*8.0%*	*16.7%*	*9.8%*	*10.0%*	*8.2%*	*11.6%*	*12.7%*
QoQ(%)	*27.9%*	*-82.9%*	*1251.5%*	*-56.7%*	*107.7%*	*-25.7%*	*129.1%*	*-43.4%*				
YoY(%)	*-47.9%*	*-80.3%*	*-6.6%*	*27.8%*	*107.5%*	*803.8%*	*53.2%*	*100.0%*		*-25.8%*	*104.4%*	*12.9%*
DL케미칼	5.1	24.1	21.2	13.3	29.1	44.6	51.2	48.6	74.9	63.7	173.5	157.8
영업이익률(%)	*2.0%*	*13.7%*	*10.5%*	*6.4%*	*10.3%*	*13.7%*	*14.9%*	*14.5%*	*6.7%*	*7.6%*	*13.5%*	*12.4%*
Cariflex	0.3	11.7	10.0	11.3	8.0	6.4	9.1	15.1	0.0	33.3	38.6	59.1
영업이익률(%)	*4.0%*	*17.0%*	*16.1%*	*18.7%*	*12.5%*	*10.1%*	*11.4%*	*17.5%*		*16.8%*	*13.1%*	*17.3%*
기타(영업)	-2.8	-3.1	2.3	1.6	1.0	2.0	2.0	4.0	8.7	-2.0	9.0	11.0
영업이익률(%)	*#DIV/0!*	*-15.8%*	*12.0%*	*7.8%*	*5.0%*	*9.8%*	*9.8%*	*19.0%*		*-3.4%*	*11.0%*	*13.0%*
1) DL FnC	0.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	2.9	4.0	4.1
2) 대림에너지	15.3	-5.0	17.1	14.4	18.9	-6.8	25.0	-2.6	42.3	41.8	34.6	35.2
3) 대림자동차	-0.4	-1.6	-6.5	-21.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.8	-29.5	0.0	4.0
4) 글래드호텔	-2.8	-3.1	2.3	1.6	1.0	2.0	2.0	4.0	8.7	-2.0	9.0	11.0
5) 청진이삼	8.7	5.0	8.6	8.5	9.0	5.2	8.9	8.7	31.1	30.8	31.7	32.7
6) 연결/기타	1.3	-27.3	9.6	-1.6	-10.0	-10.0	0.0	-20.0	0.0	-18.0	-40.0	-20.0
지분법이익	**-30.7**	**71.8**	**70.6**	**53.9**	**84.3**	**68.0**	**72.2**	**63.2**	**199.1**	**165.6**	**287.7**	**270.9**
당기순이익	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**114.7**	**87.3**	**132.6**	**92.1**	**240.6**	**21.0**	**426.8**	**434.9**
지배순이익	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**108.9**	**83.0**	**126.0**	**87.5**	**224.1**	**6.4**	**405.4**	**413.2**
순이익률(%)	47.6%	52.9%	52.4%	0.0%	22.0%	15.7%	21.6%	15.7%	13.5%	0.4%	18.7%	18.5%
QoQ(%)	*34.8%*	*-10.0%*	*13.7%*	*적지*	*적지*	*-23.8%*	*51.9%*	*-30.6%*				
YoY(%)	*-10.0%*	*31.8%*	*27.0%*	*적지*	*-45.2%*	*-53.7%*	*-38.1%*	*적지*		*-97.1%*	*6219.0%*	*1.9%*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 지분법 자회사 실적 추이(별도기준) (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021	2022
매출액(지분율조정)	**732.9**	**536.9**	**607.1**	**543.8**	**782.7**	**824.2**	**873.9**	**793.0**	**2,977.4**	**2,420.6**	**3,273.7**	**3,276.6**
YNCC (50%)	1,236.0	842.1	991.4	875.0	1,267.0	1,327.3	1,424.2	1,267.0	5,006.4	3,944.5	5,285.5	5,270.8
폴리미래 (50%)	229.7	231.6	222.8	212.6	298.3	321.1	323.6	319.0	948.3	896.7	1,261.9	1,282.4
영업이익(지분율조정)	**-47.3**	**99.8**	**94.1**	**69.9**	**109.0**	**87.1**	**92.8**	**80.9**	**268.9**	**216.5**	**369.7**	**347.3**
영업이익률(%)	*-6.4%*	*18.6%*	*15.5%*	*12.9%*	*13.9%*	*10.6%*	*10.6%*	*10.2%*	*9.0%*	*8.9%*	*11.3%*	*10.6%*
YNCC (50%)	-115.8	148.5	155.8	118.7	174.3	131.5	153.1	128.2	450.4	307.2	587.2	540.9
영업이익률(%)	*-9.4%*	*17.6%*	*15.7%*	*13.6%*	*13.8%*	*9.9%*	*10.7%*	*10.1%*	*9.0%*	*7.8%*	*11.1%*	*10.3%*
폴리미래 (50%)	21.3	51.0	32.4	21.1	43.6	42.8	32.5	33.5	87.4	125.8	152.3	153.7
영업이익률(%)	*9.3%*	*22.0%*	*14.5%*	*9.9%*	*14.6%*	*13.3%*	*10.0%*	*10.5%*	*9.2%*	*14.0%*	*12.1%*	*12.0%*
지분법이익(지분율조정)	**-30.7**	**71.8**	**70.6**	**53.9**	**84.3**	**68.0**	**72.2**	**63.2**	**199.1**	**165.6**	**287.7**	**270.9**
YNCC (50%)	-77.4	106.4	117.6	96.2	136.8	104.6	120.8	102.2	334.4	242.8	464.4	429.7
폴리미래 (50%)	16.0	37.2	23.6	11.6	31.9	31.3	23.6	24.3	63.8	88.4	111.0	112.1

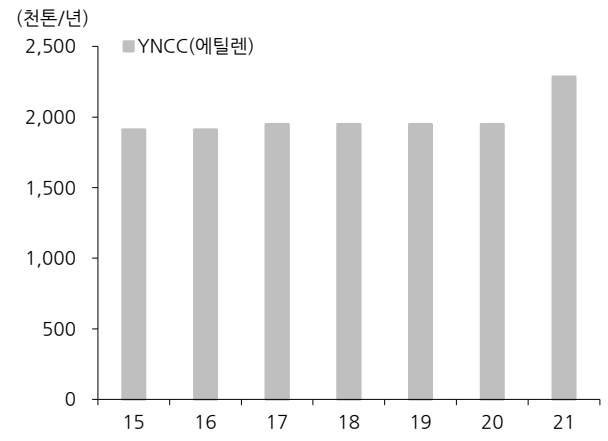
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] DL 분할 전·후 영업이익 Breakdown (단위: 십억원)

	2019	2020	2021	2022	2023
(구)대림산업 영업이익	**1,130.1**	**1,178.1**	**1,081.4**	**1,223.9**	**1,423.1**
DL이앤씨 영업이익	980.5	1,055.1	830.0	940.0	1,150.0
DL 영업이익	**165.9**	**123.0**	**251.4**	**283.9**	**273.1**
영업이익률	*10.0%*	*8.2%*	*11.6%*	*12.7%*	*12.3%*
DL케미칼	74.9	63.7	173.5	157.8	145.6
Cariflex		33.3	38.6	59.1	58.7
DL FnC		2.9	4.0	4.1	4.2
대림에너지	42.3	41.8	34.6	35.2	35.9
대림자동차	8.8	-29.5	0.0	4.0	4.0
글래드호텔	8.7	-2.0	9.0	11.0	11.0
청진이삼	31.1	30.8	31.7	32.7	33.7
㈜DL/연결/기타		-18.0	-40.0	-20.0	-20.0

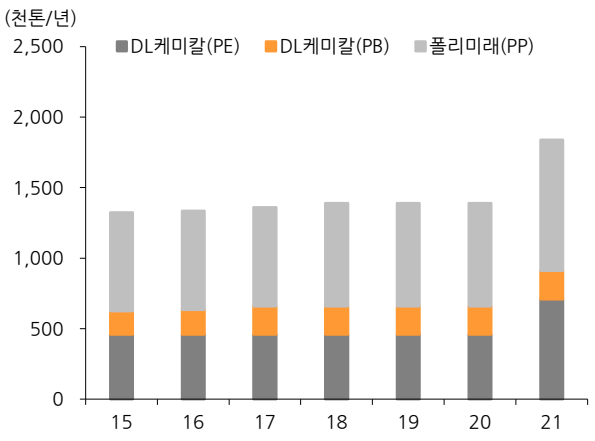
주: DL FnC, 20.4월 유화 => 물적분할 - 1) 구형라인, 2) 포트폴리오 재정비하며 흑자전환
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] YNCC 의 에틸렌 Capacity



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] DL 케미칼/폴리미래의 Downstream Capcity



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	10,984	1,660	1,566	2,165	2,239
매출총이익	1,420	260	314	451	484
영업이익	845	136	119	251	284
EBITDA	976	288	309	403	436
순이자손익	-59	-39	-55	-46	-45
외화관련손익	15	1	-16	0	0
지분법손익	260	191	84	288	271
세전계속사업손익	894	269	44	473	490
당기순이익	678	21	573	427	435
지배주주순이익	646	6	505	405	413
증가율(%)					
매출액	-	-	-5.7	38.2	3.4
영업이익	-	-	-12.5	111.2	12.9
EBITDA	-	-	7.3	30.6	8.1
순이익	-	-	-19.4	-25.5	1.9
이익률(%)					
매출총이익률	12.9	15.6	20.1	20.9	21.6
영업이익률	7.7	8.2	7.6	11.6	12.7
EBITDA 이익률	8.9	17.3	19.7	18.6	19.5
세전이익률	8.1	16.2	2.8	21.9	21.9
순이익률	6.2	42.8	36.6	19.7	19.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	-	-	-	2,083	2,300
현금성자산	-	-	-	1,148	1,383
매출채권	-	-	-	368	355
재고자산	-	-	-	368	355
비유동자산	-	-	-	4,931	5,093
투자자산	-	-	-	2,746	2,857
유형자산	-	-	-	1,738	1,818
무형자산	-	-	-	447	417
자산총계	12,834	13,445	13,902	7,014	7,393
유동부채	-	-	-	1,183	1,190
매입채무	-	-	-	368	355
유동성이자부채	-	-	-	316	316
비유동부채	-	-	-	2,324	2,334
비유동이자부채	-	-	-	2,078	2,078
부채총계	6,783	6,709	10,691	3,507	3,525
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	-	-	-	-	-
이익잉여금	-	-	-	-	-
자본조정	-	-	-	-	-
자기주식	-	-	-	-	-
자본총계	6,050	6,737	3,211	3,507	3,868

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-	-	-	322	330
당기순이익	-	-	-	427	435
자산상각비	-	-	-	152	152
운전자본증감	-	-	-	32	25
매출채권 감소(증가)	-	-	-	-119	13
재고자산 감소(증가)	-	-	-	-222	13
매입채무 증가(감소)	-	-	-	162	-13
투자현금흐름	-	-	-	-223	-44
유형자산처분(취득)	-	-	-	-400	-200
무형자산 감소(증가)	-	-	-	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-	-	-	-2	-2
재무현금흐름	-	-	-	-129	-51
차입금의 증가(감소)	-	-	-	0	0
자본의 증가(감소)	-	-	-	-129	-51
배당금의 지급	-	-	-	-129	-51
총현금흐름	-	-	-	290	304
(-)운전자본증가(감소)	-	-	-	-32	-25
(-)설비투자	-	-	-	400	200
(+)자산매각	-	-	-	-2	-2
Free Cash Flow	-	-	-	-80	128
(-)기타투자	-	-	-	-181	-159
잉여현금	-	-	-	100	287
NOPLAT	-	-	-	227	252
(+) Dep	-	-	-	152	152
(-)운전자본투자	-	-	-	-32	-25
(-)Capex	-	-	-	400	200
OpFCF	-	-	-	10	229

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	16,784	17,267	12,762	25,922	26,426
BPS	125,538	138,283	60,394	168,644	189,764
DPS	1,700	1,300	3,000	3,000	3,000
CFPS	-	-	-	16,927	17,768
ROA(%)	-	-	-	3.9	5.7
ROE(%)	-	-	-	14.8	13.5
ROIC(%)	-	-	-	7.2	7.6
Multiples(x,%)					
PER	-	-	-	3.2	3.1
PBR	-	-	-	0.5	0.4
PSR	-	-	-	0.7	0.6
PCR	-	-	-	4.9	4.6
EV/EBITDA	-	-	-	6.4	5.4
배당수익률	1.8	1.6	4.0	3.6	3.6
안정성(%)					
부채비율	112.1	99.6	332.9	100.0	91.1
Net debt/Equity	-3.3	-1.4	37.9	35.5	26.1
Net debt/EBITDA	-20.4	-32.5	393.9	308.8	231.8
유동비율	140.5	157.8	111.5	176.0	193.2
이자보상배율(배)	7.4	2.3	1.8	3.8	4.2
자산구조(%)					
투하자본	39.1	41.1	44.3	45.9	44.3
현금+투자자산	60.9	58.9	55.7	54.1	55.7
자본구조(%)					
차입금	30.8	29.3	42.7	40.6	38.2
자기자본	69.2	70.7	57.3	59.4	61.8

주1: IFRS 연결 기준

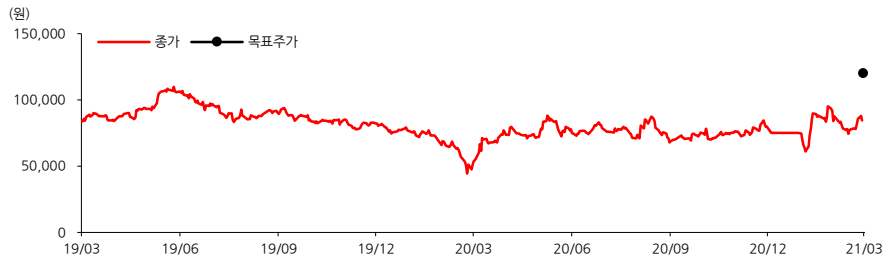
주2: 2018년 실적, (구)대림산업 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2021 년 03 월 25 일)

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 3 자에게 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[DL 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.04.09	2019.05.02	2019.05.20	2019.07.02	2019.08.01
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		115,000	125,000	125,000	135,000	135,000
일 시	2019.08.22	2019.10.10	2019.11.11	2019.11.21	2020.01.21	2020.01.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	135,000	130,000	130,000	130,000	130,000	113,000
일 시	2020.02.04	2020.03.10	2020.04.06	2020.04.16	2020.04.20	2020.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000
일 시	2020.05.26	2020.07.16	2020.07.31	2020.08.10	2020.08.11	2020.09.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000	113,000
일 시	2020.11.02	2020.11.26	2021.01.04	2021.01.22	2021.03.25	2021.03.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	113,000	113,000	113,000	113,000	전우제	120,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.04.09	Buy	103,916	-16.84	-14.87
2019.05.02	Buy	112,952	-13.05	-2.80
2019.07.02	Buy	121,988	-24.86	-14.44
2019.10.10	Buy	117,470	-30.48	-24.69
2020.01.31	Buy	102,108	-27.98	-13.80
2021.03.25	Buy	120,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2020 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%