



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원

주가(5/2): 62,200원

시가총액: 13,035억원



화학/정유 Analyst 이동욱
treestump@kiwoom.com

RA 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

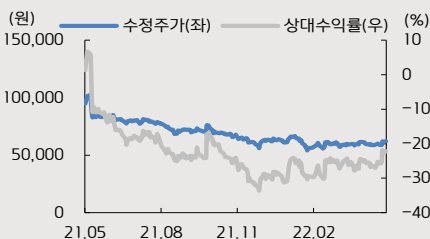
KOSPI(5/2)	2,687.45pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	102,500원	54,200원
등락률	-39.3%	21.4%
수익률	절대	상대
1M	1.0%	2.9%
6M	-8.5%	2.6%
1Y	-34.2%	-23.0%

발행주식수	20,956천주
일평균 거래량(3M)	52천주
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(2022E)	3.1%
BPS(2022E)	185,003원
주요 주주	대립 외 5인 43.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,566.1	2,385.4	4,965.5	5,211.2
영업이익	119.0	221.9	267.9	506.5
EBITDA	308.9	370.7	459.0	848.7
세전이익	44.4	867.9	327.6	630.8
순이익	572.7	875.0	255.6	492.0
지배주주지분순이익	505.0	865.4	252.7	486.6
EPS(원)	13,082	41,528	11,163	21,492
증감률(%YoY)	-24.1	217.4	-73.1	92.5
PER(배)	6.3	1.5	5.6	2.9
PBR(배)	1.2	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	15.9	8.3	13.1	6.7
영업이익률(%)	7.6	9.3	5.4	9.7
ROE(%)	11.8	26.5	6.2	11.0
순부채비율(%)	37.9	25.3	84.0	70.0

Price Trend



DL(000210)

내년 영업이익, 올해 대비 89.1% 증가 전망



DL의 올해 1분기 영업이익은 323억원으로 전 분기 대비 5.0% 감소하였습니다. DL에너지/DL모터스/글래드의 실적 턴어라운드에도 불구하고, Kraton 인수 및 Cariflex 정기보수 진행 등으로 인한 일회성 비용이 발생하였기 때문입니다. 올해 2분기도 재고자산의 시가평가로 인한 원가 상승이 추가적으로 발생할 전망이다, 이후 Kraton에서만 분기 500~700억원 수준의 영업이익이 창출될 전망이다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 5.0% 감소

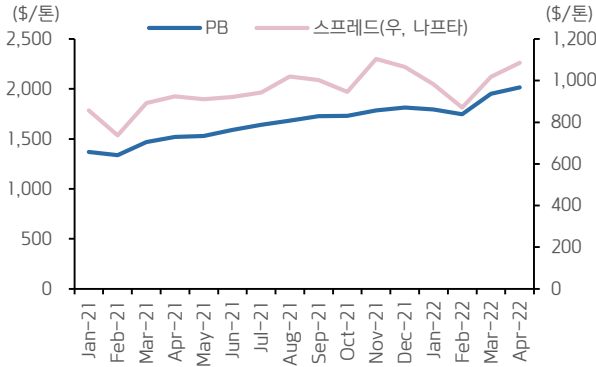
DL의 올해 1분기 영업이익은 323억원으로 전 분기 대비 5.0% 감소하였다. DL에너지/DL모터스/글래드의 실적 턴어라운드에도 불구하고, Kraton 인수 관련 일회성 비용(288억원)이 인식되었고, 국제유가 급등으로 DL케미칼의 범용 PE 스프레드가 축소되었으며, Cariflex는 브라질 플랜트 및 일본 Tolling 플랜트의 정기보수로 인한 기회손실이 반영되었기 때문이다. 한편 DL에너지의 영업이익은 231억원으로 전 분기 대비 대규모 흑자전환을 하였다. 전 분기 일회성 비용 제거에 따른 기저효과가 발생한 가운데, 국제유가 상승으로 인한 SMP 동반 급등에 기인한다.

올해 2분기 실적도 전 분기 대비 감소할 전망이다. Kraton 인수 관련 일회성 비용(재고자산의 시가평가로 인한 매출원가 증가)이 약 1천억원이 추가 반영될 것으로 예상되기 때문이다. 다만 올해 2분기 이후 Kraton에서만 분기 500~700억원 수준의 영업이익을 창출하며, 내년 동사의 연결 영업이익은 올해 대비 89.1% 증가한 5,065억원을 기록할 전망이다.

>>> 소나무 화학 산업의 선도적인 업체

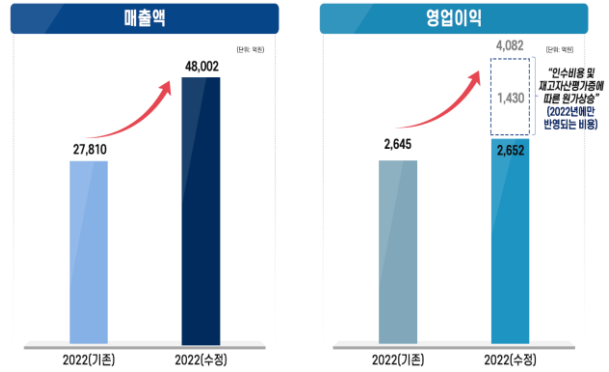
Kraton의 Chemical 사업부문은 소나무 펄프 공정 제품에서 파생된 고부가가치 제품을 제조하는 세계 소나무 화학 산업의 선도적인 사업부문이다. 동사는 목재 펄프 공정의 CTO/CST를 정제하여 TOFA/TOR/DTO/TOP 등 다운스트림 제품을 제조하고 있다. 동 사업부문은 비탄화수소 등 재생 가능한 특성을 보유하여, 기존 탄화수소 기반 공급 원료에 대한 노출도를 줄여주고 있다. 크래프트 펄프 공정의 부산물로 CTO의 가용성은 일반적으로 펄프 생산에 의존한다. 평균 수율은 펄프 1톤 당 30~50kg 수준으로 추정된다. 한편 CTO의 공급 증가가 제한적인 상황에서, 기존 수요 증가에 바이오 연료에 대한 수요 추가로 CTO 수급은 중기적으로 타이트한 상황을 유지할 것으로 보인다. 이는 다운스트림인 TOFA 등의 가격 상승에도 영향을 미칠 전망이다. 참고로 동사는 미국 제지 회사와 장기적으로 원재료 독점 공급 계약을 맺고 있어, 안정적으로 원재료를 공급 받고 있다. 또한 유럽 펄프/제지 업체와 원재료 공급 계약을 체결하고 있고, 생산한 Pitch를 펄프 공장에 연료로 공급하고 있다.

국내 PB 가격 및 스프레드 추이



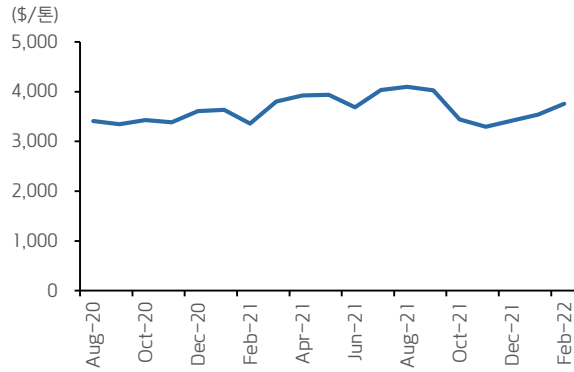
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

Kraton 인수 반영 2022년 DL 수정 경영목표



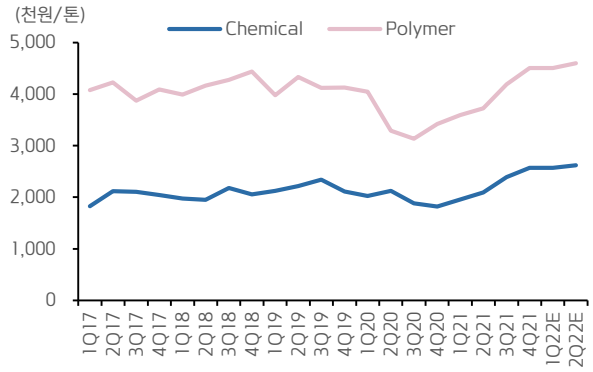
자료: DL, 키움증권 리서치

Brazil IR 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

Kraton 사업부문별 ASP 추이/전망(추정치)



자료: Kraton, 키움증권 리서치

DL 실적 전망

(단위: 십억원)	2021				2022				2020	2021	2022E	2023E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액												
DL(별도)	8	11	10	17	157	33	33	34	21	46	257	265
DL 케미칼(별도)	283	364	392	430	479	449	446	447	839	1,469	1,821	1,610
Cariflex	50	65	68	78	68	71	71	71	199	261	281	286
DL FnC	22	23	22	27	27	38	30	30	59	94	124	117
DL 에너지	32	16	39	16	38	16	40	16	114	103	110	112
DL 모터스	72	83	69	86	80	84	71	87	243	310	322	329
글래드	12	17	17	22	17	21	21	23	61	68	82	88
Kraton					174	698	660	592			2,124	2,561
기타/연결조정	30	3	5	-6	-157	0	0	0	31	32	-157	-157
합계	510	581	623	669	883	1,411	1,372	1,300	1,566	2,383	4,966	5,211
영업이익												
DL(별도)	-6	-3	-3	-3	147	-2	1	1	-10	-14	147	155
DL 케미칼(별도)	20	33	26	22	2	17	18	16	61	102	54	70
Cariflex	4	12	16	18	11	13	13	12	33	49	49	43
DL FnC	1	2	3	1	2	3	2	2	3	7	10	9
DL 에너지	19	-1	22	2	23	-1	22	2	40	41	46	47
DL 모터스	-6	1	0	0	0	0	1	-1	-30	-4	0	3
글래드	0	1	2	5	2	1	3	6	-2	8	12	13
Kraton	0	0	0	0	-6	-39	76	68	0	0	99	316
기타/연결조정	34	2	9	-9	-149	0	0	0	23	35	-149	-149
합계	66	47	75	36	32	-6	135	107	119	224	268	507

자료: DL, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 5월 2일 현재 'DL' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

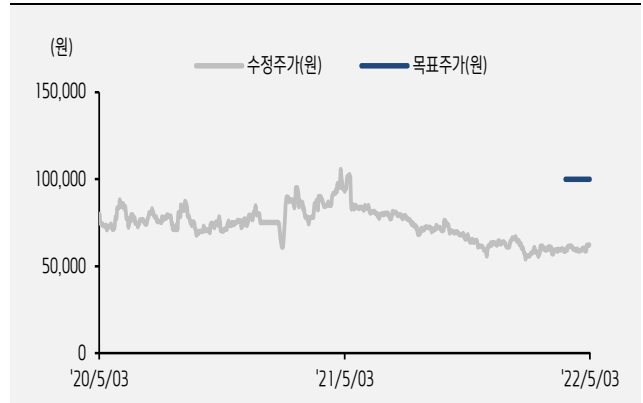
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
DL	2022-03-29	Buy(Initiate)	100,000원	6개월	-39.80	-37.80
(000210)	2022-05-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

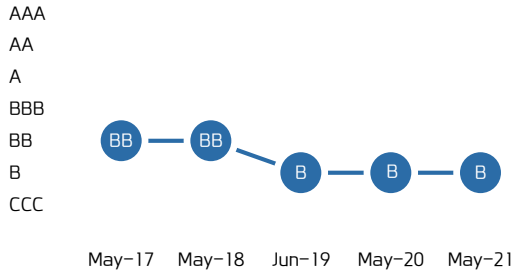
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)

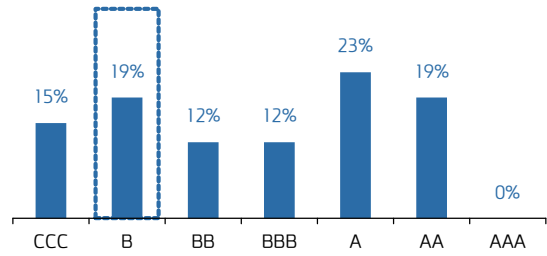
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 건설&엔지니어링 기업 26개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	2.4	4		
환경	3.3	4.6	17.0%	
친환경 기술 관련 기회	3.3	4.6	17.0%	
사회	1.4	4.2	25.0%	
보건과 안전	1.4	4.5	25.0%	
지배구조	2.5	3.8	58.0%	▼1.3
기업 지배구조	3.4	4.9		▼1.6
기업 활동	4.1	4.4		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021.08	한국: 재판부는 2016년부터 2018년까지 총수 일가 소유의 부동산 개발업체인 APD에 대한 부당 지원 혐의로 회장과 회사에게 벌금형을 선고, 항소심 신청

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (건설 & 엔지니어링)	친환경 기술 관련 기회	보건과 안전	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
VINCI SA	●●●	●●●	●●●●	●●●●●	A	◀▶
Ferrovial, S.A.	●●●	●●●	●●●	●●	A	◀▶
China State Construction Engineering Corporation Limited	●●	●	●●	●	B	◀▶
LARSEN AND TOUBRO LIMITED	●●●●	●●●	●	●●	B	▼
China Railway Group Limited	●●	●	●	●●	B	▼
DL Holdings CO.,LTD	●	●	●	●●	B	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치