



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원
주가(5/9): 62,200원
시가총액: 13,244억원



화학/정유 Analyst 이동욱
treestump@kiwoom.com

RA 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

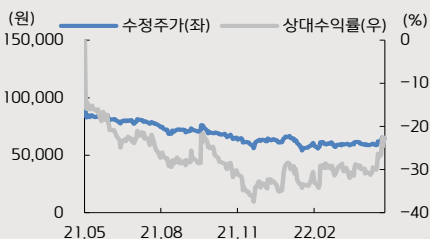
KOSPI(5/9)	2,610.81pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	102,500원	54,200원
등락률	-38.3%	16.6%
수익률	절대	상대
1M	5.9%	9.5%
6M	-3.2%	9.8%
1Y	-37.7%	-23.7%

발행주식수	20,956천주
일평균 거래량(3M)	59천주
외국인 지분율	12.4%
배당수익률(2022E)	3.0%
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	5.7	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



기업브리프

DL(000210)

CTO/CST 다운스트림, 수급 타이트 현상 지속



Kraton의 케미칼부문은 유가 상승 및 경쟁 대체품들의 공급 차질로 인한 가격 강세 등으로 향후 실적 호조세를 이어갈 전망입니다. 또한 바이오 연료, RED II 등 규제 이니셔티브로 TOFA/TOR 등 CTO 다운스트림(바이오 케미칼)의 수요는 강세를 지속할 전망이며, CST 다운스트림도 타이트한 공급으로 인한 반사 수혜가 이어지고 있습니다.

>>> Kraton 케미칼부문, 견고한 수익성 지속 전망

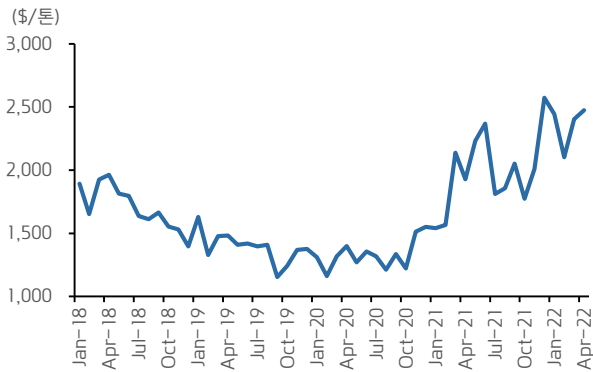
DL이 인수한 Kraton의 케미칼부문은 견고한 실적을 유지할 전망이다. Kraton의 Chemical 생산능력은 70.3만톤으로 세계 1위 시장 점유율을 보유하고 있고, CTO 및 CST 다운스트림은 유가 상승 및 친환경 제품 수요 강세로 가격 호조세가 지속되고 있기 때문이다.

주력 제품 중 하나인 TOR(Tal Oil Rosin, 매출 비중 30~40%)는 대체품인 Gum Rosin과 석유수지의 공급이 감소하고 있고, 관련 수요가 증가하고 있다. Gum Rosin의 경우 인건비와 물류비 상승으로 주력 수출국인 중국의 생산/수출이 감소하고 있고, 석유수지는 작년을 기점으로 추가적인 증설이 제한적이다. 또한 수요 측면에서는 신규 접착 관련 수요가 증가하고 있다. 이커머스 시장 확대에 의한 패키징 수요 증가와 동시에 일부 석유수지를 대체하고 있고, 인프라 투자 및 자율 주행 확대에 의한 도로 줄무늬 수요 증가가 전망된다. 참고로 향후 Tackifiers와 Road Striping은 2030년까지 매년 각각 3.4%, 4.2% 증가할 전망이다.

그리고 다른 제품인 TOFA(Tall Oil Fatty Acid, 매출 비중 30~40%)는 비식품 분야의 다른 지방산의 수급 타이트로 인한 가격 상승과 바이오 연료, RED II 등 규제 이니셔티브로 인한 수요 호조로 실적 개선세가 이어지고 있다. 차량 전기화와 차량 중량에 대한 엄격한 규제에 의하여 보다 가벼운 고강도 합금이 필요하게 됨에 따라 쉽게 금속을 형성할 수 있도록 윤활유 향 특수 첨가제 수요가 증가하고 있고, 풍력 터빈용 고성능 그리스, 친환경적인 증장비/기계용 유압유 관련 소비도 증가하고 있다. 또한 2025년까지 세계 오일필드 케미칼 소비가 2025년까지 13.5% 증가가 예상되는데, 배출량 감소 추세로 인하여 E&P 업체들은 친환경 이니셔티브 및 제품에 초점을 맞추며, TOFA 등 친환경 고성능 특수 첨가제 수요도 동시에 증가할 전망이다.

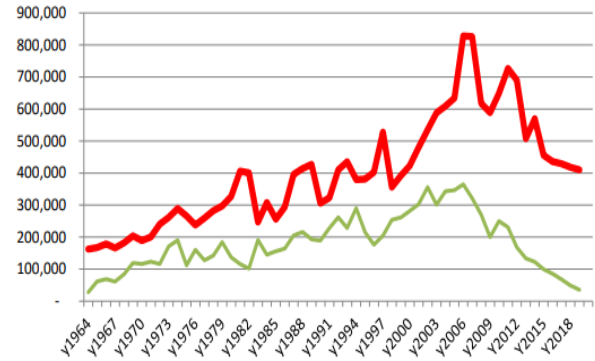
한편 Kraton은 CST 정제설비를 통하여 향수 및 고기능성 타이어 등에 사용되는 Terpene Monomer와 스페셜티 Terpene 레진을 생산하고 있다. CST 다운스트림은 타이트한 공급으로 가격 강세가 지속되고 있다.

국내 Gum Rosin 가격 추이



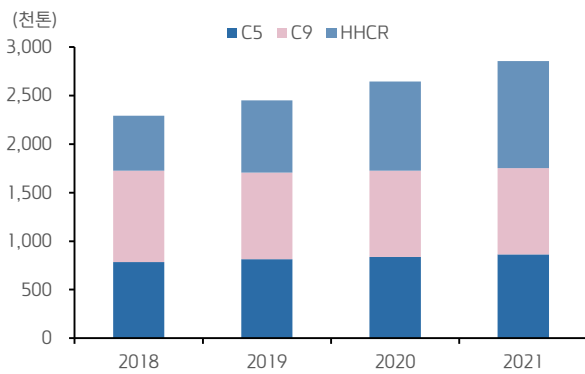
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

중국 Gum Rosin 생산/수출 추이(1964~2020)



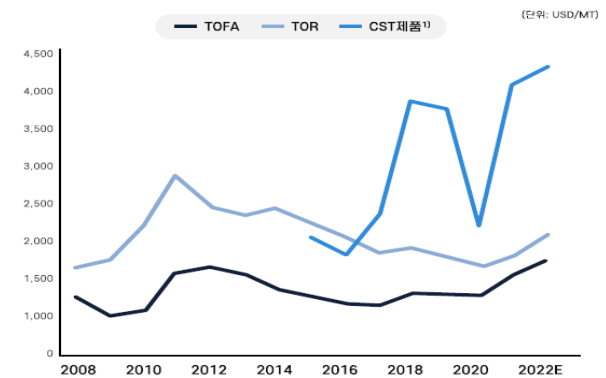
자료: SPC, 키움증권 리서치

세계 석유수지 생산능력 추이



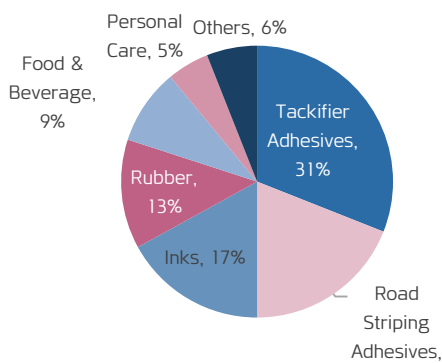
자료: Argus, 키움증권 리서치

Kraton 주요 제품 가격 추이



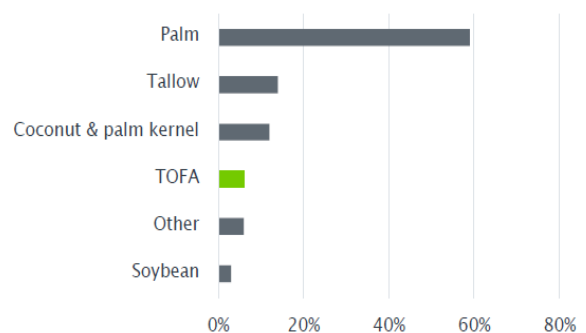
자료: Kraton, 키움증권 리서치

세계 Rosin 수요 비중



자료: PMR, 키움증권 리서치

Non-Food Fatty Acid 생산 비중(원재료별)



자료: IHS, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	1,566.1	2,385.4	4,965.5	5,211.2	5,315.6
매출원가	1,251.8	1,935.2	4,222.4	4,205.9	4,261.6
매출총이익	314.3	450.2	743.1	1,005.3	1,054.0
판관비	195.3	228.3	475.2	498.8	508.7
영업이익	119.0	221.9	267.9	506.5	545.2
EBITDA	308.9	370.7	459.0	848.7	874.9
영업외손익	-74.6	646.0	59.8	124.3	169.1
이자수익	12.2	9.8	7.8	9.5	11.4
이자비용	67.4	68.4	125.9	125.9	125.9
외환관련이익	9.3	18.8	10.5	10.5	10.5
외환관련손실	25.0	13.3	3.5	3.5	3.5
종속 및 관계기업손익	84.5	315.1	129.1	191.9	234.8
기타	-88.2	384.0	41.8	41.8	41.8
법인세차감전이익	44.4	867.9	327.6	630.8	714.3
법인세비용	23.4	106.2	72.1	138.8	157.1
계속사업순이익	21.0	761.8	255.6	492.0	557.1
당기순이익	572.7	875.0	255.6	492.0	557.1
지배주주순이익	505.0	865.4	252.7	486.6	551.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.7	52.3	108.2	4.9	2.0
영업이익 증감율	-12.5	86.5	20.7	89.1	7.6
EBITDA 증감율	7.3	20.0	23.8	84.9	3.1
지배주주순이익 증감율	-24.1	71.4	-70.8	92.6	13.2
EPS 증감율	-24.1	217.4	-73.1	92.5	13.2
매출총이익률(%)	20.1	18.9	15.0	19.3	19.8
영업이익률(%)	7.6	9.3	5.4	9.7	10.3
EBITDA Margin(%)	19.7	15.5	9.2	16.3	16.5
지배주주순이익률(%)	32.2	36.3	5.1	9.3	10.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	9,327.8	2,512.7	2,841.0	3,233.4	3,619.6
현금 및 현금성자산	1,134.8	1,756.2	1,375.3	1,695.0	2,047.0
단기금융자산	41.9	74.4	78.1	82.0	86.1
매출채권 및 기타채권	246.7	321.1	668.3	701.4	715.5
재고자산	145.5	329.7	686.3	720.3	734.7
기타유동자산	7,800.8	105.7	111.1	116.7	122.4
비유동자산	4,574.0	5,810.2	8,528.5	8,658.5	8,844.0
투자자산	1,485.4	2,562.9	2,772.4	3,044.6	3,359.7
유형자산	1,457.8	1,515.3	4,052.0	3,935.9	3,830.6
무형자산	477.4	572.3	544.4	518.4	494.0
기타비유동자산	1,153.4	1,159.7	1,159.7	1,159.6	1,159.7
자산총계	13,901.9	8,323.0	11,369.5	11,891.9	12,463.5
유동부채	8,367.7	1,460.9	1,749.1	1,776.5	1,788.1
매입채무 및 기타채무	4,113.1	413.1	701.3	728.7	740.3
단기금융부채	315.0	950.3	950.3	950.3	950.3
기타유동부채	3,939.6	97.5	97.5	97.5	97.5
비유동부채	2,322.9	2,331.8	4,831.8	4,831.8	4,831.8
장기금융부채	2,283.4	2,294.2	4,794.2	4,794.2	4,794.2
기타비유동부채	39.5	37.6	37.6	37.6	37.6
부채총계	10,690.5	3,792.7	6,580.9	6,608.3	6,620.0
자본지분	2,593.1	3,933.2	4,188.8	4,678.3	5,232.2
자본금	218.5	138.7	138.7	138.7	138.7
자본잉여금	603.9	776.3	776.3	776.3	776.3
기타자본	-3,832.2	-3,591.1	-3,591.1	-3,591.1	-3,591.1
기타포괄손익누계액	-168.6	20.8	66.7	112.7	158.6
이익잉여금	5,771.4	6,588.5	6,798.2	7,241.8	7,749.8
비지배지분	618.3	597.0	599.8	605.2	611.3
자본총계	3,211.3	4,530.2	4,788.6	5,283.5	5,843.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,366.2	300.8	-273.7	519.9	595.2
당기순이익	572.7	875.0	255.6	492.0	557.1
비현금항목의 가감	1,057.1	-544.8	-151.4	94.6	98.5
유형자산감가상각비	154.6	122.0	163.3	316.2	305.3
무형자산감가상각비	35.3	26.8	27.9	26.1	24.4
지분법평가손익	-343.1	-435.4	-30.0	0.0	0.0
기타	1,210.3	-258.2	-312.6	-247.7	-231.2
영업활동자산부채증감	-230.1	-172.3	-417.3	-41.2	-18.5
매출채권및기타채권의감소	-558.0	33.5	-347.3	-33.1	-14.0
재고자산의감소	433.6	-85.5	-356.6	-34.0	-14.4
매입채무및기타채무의증가	194.2	-103.8	288.1	27.4	11.6
기타	-299.9	-16.5	-1.5	-1.5	-1.7
기타현금흐름	-33.5	142.9	39.4	-25.5	-41.9
투자활동 현금흐름	-1,475.1	-175.2	-1,805.5	601.5	558.4
유형자산의 취득	-430.2	-146.5	-2,700.0	-200.0	-200.0
유형자산의 처분	3.5	6.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.2	-2.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	931.6	-1,077.5	-179.4	-272.2	-315.1
단기금융자산의감소(증가)	286.0	-32.5	-3.7	-3.9	-4.1
기타	-2,259.8	1,077.6	1,077.6	1,077.6	1,077.6
재무활동 현금흐름	368.9	497.7	2,460.3	-39.7	-39.7
차입금의 증가(감소)	505.2	553.8	2,500.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-37.3	-2.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-60.1	-57.5	-43.1	-43.1	-43.1
기타	-38.9	3.4	3.4	3.4	3.4
기타현금흐름	-1,684.3	-1.9	-762.0	-762.0	-762.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-1,424.4	621.4	-380.9	319.7	351.9
기초현금 및 현금성자산	2,559.2	1,134.8	1,756.2	1,375.3	1,695.0
기말현금 및 현금성자산	1,134.8	1,756.2	1,375.3	1,695.0	2,046.9

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	13,082	41,528	11,163	21,492	24,336
BPS	67,178	173,714	185,003	206,622	231,084
CFPS	42,221	15,849	4,600	25,910	28,958
DPS	1,300	1,900	1,900	1,900	1,900
주가배수(배)					
PER	6.3	1.5	5.7	2.9	2.6
PER(최고)	7.6	2.6	6.0		
PER(최저)	3.7	1.3	4.8		
PBR	1.2	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR(최고)	1.5	0.6	0.4		
PBR(최저)	0.7	0.3	0.3		
PSR	2.0	0.5	0.3	0.3	0.3
PCFR	2.0	3.8	13.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	15.9	8.3	13.1	6.7	6.1
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	7.9	4.5	15.6	8.1	7.1
배당수익률(%보통주, 현금)	1.6	3.1	3.0	3.0	3.0
ROA	4.2	7.9	2.6	4.2	4.6
ROE	11.8	26.5	6.2	11.0	11.1
ROIC	23.6	12.7	5.5	7.6	8.4
매출채권회전율	2.1	8.4	10.0	7.6	7.5
재고자산회전율	2.5	10.0	9.8	7.4	7.3
부채비율	332.9	83.7	137.4	125.1	113.3
순차입금비율	37.9	25.3	84.0	70.0	57.2
이자보상배율	1.8	3.2	2.1	4.0	4.3
총차입금	2,392.9	2,975.0	5,475.0	5,475.0	5,475.0
순차입금	1,216.2	1,144.4	4,021.6	3,697.9	3,341.9
NOPLAT	308.9	370.7	459.0	848.7	874.9
FCF	143.0	112.0	-2,717.2	496.1	536.4

Compliance Notice

- 당사는 5월 9일 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

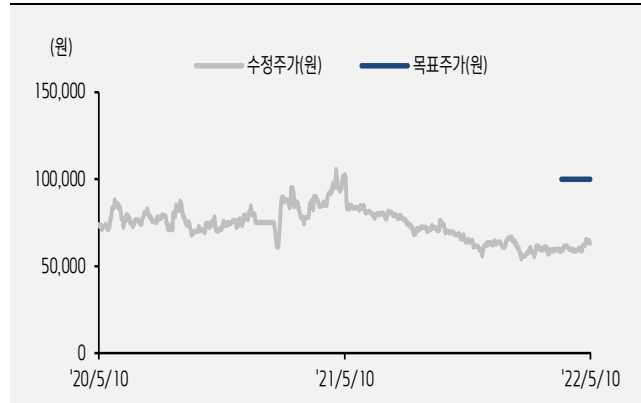
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 (000210)	2022-03-29	Buy(Initiate)	100,000원	6개월	-39.80	-37.80
	2022-05-03	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-39.13	-34.60
	2022-05-10	Buy(Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

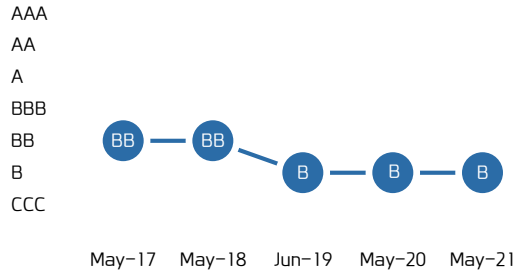
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

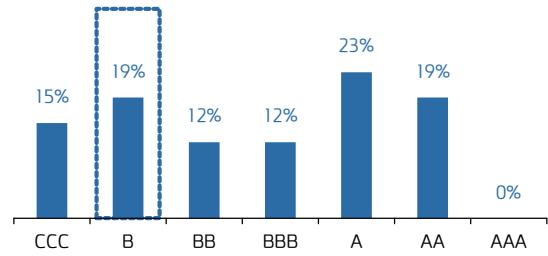
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

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