

DL (000210)

위정원

jungwonweee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

65,000

유지

현재주가

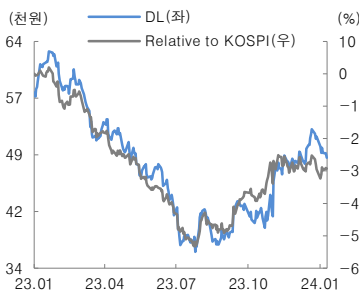
48,600

(24.01.10)

화학업종

KOSPI	2541.98
시가총액	1,059십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	128십억원
52주 최고/최저	62,700원 / 36,150원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	10.17%
주요주주	대림 외 6 인 49.13% 국민연금공단 11.90%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	21.7	29.3	-19.9
상대수익률	-1.6	15.0	28.2	-25.9



이 업황에 +290% 증익

- DL케미칼, 태양광 모듈용 POE 판매 증가로 OP QoQ +160% 전망
- 24년 POE(10만톤) OP 1,291억원, DL케미칼 연간 OP YoY +76.6% 기대
- 4Q 이후 Kraton 폴리머 부문 부정적 래깅효과 소멸 전망(BD 가격 QoQ +36%)

투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. DL케미칼 영업가치 2.1조원, Cariflex 0.6조원, Kraton 0.5조원 반영(p3 밸류에이션 테이블 참고)

4Q23 Preview: 예상 OP 469억, QoQ +290.5%

DL케미칼 예상 OP 474억원(QoQ +160.2%, YoY +1.5%) 전망. 폴리부텐 설비 정기보수에도 불구하고 선제적 재고 확보로 기회비용 미미. 여기에 PB 가격 상승(1,726.4달러/톤, QoQ +3.9%)하며 폴리부텐 OP 256억원 추정. 지난 분기 판매를 시작한 POE(opm 40% 이상 추정) OP 236억원(QoQ +735.3%) 전망. 태양광 모듈용 수요 증가로 전분기대비 판매량 증가

Kraton 예상 OP -342억원. 주요 원재료(BD 4Q 평균 1,026.9달러/톤, QoQ +23.5%) ASP 상승하며 부정적 래깅효과는 소멸되었으나, 비수기 영향에 따른 폴리머 판매 부진으로 기존 추정치 대비 적자폭 확대.

24년 확실한 증익을 전망하는 이유

24년 태양광 모듈 수요 증가(465GW, YoY +17.5%)로 동사의 POE 판매량 동반 증가 기대. 동사가 제시한 목표치 10만톤 달성 시 24년도 POE를 통한 OP 1,291억원 추정. 이에 PB 증설분(2만톤) 감안 시 24년도 DL케미칼 예상 OP 1,712억원(YoY +76.6%). 이는 범용 PE 시황이 23년도와 유사한 경우를 가정한 것으로 전반적 화학 제품 수급 회복 시 추가적인 업사이드 기대.

Kraton 24년 예상 OP 342억원(흑전) 전망. 동사의 폴리머 사업부는 원재료(BD) 가격 변동에 따른 래깅효과가 실적 변동 주요 요인. 북미 지역 4Q23 BD 판가(726.9달러/톤, QoQ +36.1%) 상승하며 4Q 이후 부정적 래깅 효과 소멸 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23(F)		1Q24		1Q24			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,332	1,264	1,338	1,352	1.5	6.9	1,319	1,398	8.6	3.4
OP	27	12	34	47	75.8	290.5	34	70	1.5	49.4
순이익	38	-52	-25	16	-58.0	흑전	-30	43	흑전	165

자료: DL, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,359	5,175	5,123	5,626	5,795
영업이익	193	287	121	389	401
세전순이익	718	125	-199	321	334
지배지분순이익	720	72	-146	260	265
PER	1.6	17.6	NA	4.0	4.0
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: DL, 대신증권 Research Center

표 1. DL 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	1,287.4	1,218.8	1,264.5	1,352.1	1,397.9	1,387.2	1,418.3	1,422.5	5,175.0	5,122.8	5,625.9
DL 케미칼	424.2	337.1	405.6	442.1	461.4	471.3	479.0	482.8	1,830.3	1,609.0	1,894.5
Cariflex	56.7	53.2	70.5	78.4	69.4	71.1	74.7	75.2	302.4	258.8	290.4
Kraton	662.9	659.2	602.4	661.6	696.5	694.9	693.9	706.7	2,377.9	2,586.1	2,792.1
기타	151.1	133.2	145.6	133.3	148.8	128.1	148.9	136.0	562.6	563.2	561.8
1) DL 모터스	85.6	88.2	81.1	87.0	85.5	85.4	84.8	85.7	342.2	341.9	341.3
2) GLAD 호텔	21.2	26.2	27.3	24.9	26.1	26.1	25.7	26.0	92.8	99.6	103.9
3) DL 에너지	44.3	18.8	37.2	21.4	37.2	16.6	38.4	24.3	127.6	121.7	116.5
영업이익	69.0	-7.1	12.0	46.9	70.1	62.1	121.0	136.1	287.5	120.8	389.3
영업이익률(%)	5.4%	-0.6%	0.9%	3.5%	5.0%	4.5%	8.5%	9.6%	5.6%	2.4%	6.9%
DL 케미칼	16.1	15.3	18.2	47.4	33.1	40.2	45.9	52.0	88.6	97.0	171.2
영업이익률(%)	3.8%	4.5%	4.5%	10.7%	7.2%	8.5%	9.6%	10.8%	4.8%	6.0%	9.0%
Cariflex	11.2	8.6	13.6	18.7	14.0	14.1	14.8	15.5	61.1	52.1	58.4
영업이익률(%)	19.8%	16.2%	19.3%	23.8%	20.2%	19.8%	19.8%	20.6%	20.2%	20.1%	20.1%
Kraton	9.0	-46.3	-65.6	-34.2	-21.7	-10.7	18.3	48.3	50.6	-137.1	34.2
영업이익률(%)	1.4%	-7.0%	-10.9%	-5.2%	-3.1%	-1.5%	2.6%	6.8%	2.1%	-5.3%	1.2%
기타	41.9	22.1	38.8	12.3	44.4	18.2	41.7	20.1	86.6	115.1	124.4
영업이익률(%)	27.7%	16.6%	26.6%	9.2%	29.8%	14.2%	28.0%	14.8%	15.4%	20.4%	22.1%
1) DL 모터스	-0.3	1.0	0.7	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	2.2	2.5	3.8
2) GLAD 호텔	4.1	5.6	8.4	9.1	6.8	7.5	8.0	7.8	17.6	27.2	30.1
3) DL 에너지	38.1	15.5	29.7	2.1	36.7	9.7	32.8	11.3	66.8	85.4	90.5
지분법이익	-8.9	-44.2	-3.7	-0.7	11.3	33.5	43.3	53.0	-44.7	-57.5	141.1
YNCC	-26.8	-50.0	-9.7	-6.5	1.8	21.2	30.8	40.5	-152.0	-93.0	94.3
플리미레	-1.5	-2.5	-2.1	-2.9	0.6	0.9	0.8	0.7	-7.3	-9.0	3.1
DL 이앤씨	15.2	1.7	9.3	8.7	8.9	11.4	11.7	11.8	50.9	34.9	43.7
당기순이익	-23.6	-89.8	-50.9	15.9	22.2	35.1	89.1	110.2	101.8	-148.5	256.6
YoY %											
매출액	45.8	-17.1	-15.1	1.5	8.6	13.8	12.2	5.2	119.4	-1.0	9.8
DL 케미칼	-11.5	-30.6	-10.7	167.7	8.8	39.8	18.1	9.2	24.3	-12.1	17.7
Cariflex	-16.6	-31.4	-8.9	-1.4	22.3	33.6	6.0	-4.1	15.9	-14.4	12.2
Kraton	281.0	-10.9	-18.8	-8.4	5.1	5.4	15.2	6.8	-	8.8	8.0
기타	12.3	7.2	-11.6	-4.3	-1.5	-3.8	2.3	2.0	7.3	0.1	-0.3
영업이익	114.0	적전	-92.9	75.8	1.5	흑전	907.9	190.2	48.8	-58.0	222.1
DL 케미칼	666.7	-60.4	-25.1	100.7	105.9	163.0	152.2	9.7	-14.0	9.4	76.6
Cariflex	0.0	-43.8	-21.4	7.9	24.8	63.9	9.1	-17.0	24.7	-14.8	12.2
Kraton	흑전	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	흑전	-	적전	흑전
기타	64.3	497.3	-18.1	23.1	6.0	-17.8	7.6	63.2	62.5	32.9	8.1
QoQ %											
매출액	-3.4	-5.3	3.7	6.9	3.4	-0.8	2.2	0.3			
DL 케미칼	-31.8	-5.0	19.0	160.2	-30.0	21.4	14.1	13.2			
Cariflex	-35.3	-23.2	58.1	37.2	-25.1	0.9	5.2	4.4			
Kraton	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	163.9			
기타	319.0	-47.3	75.6	-68.3	260.9	-59.1	129.8	-51.9			
영업이익	158.7	적전	흑전	290.5	49.4	-11.4	95.0	12.4			
DL 케미칼	-31.8	-5.0	19.0	160.2	-30.0	21.4	14.1	13.2			
Cariflex	-35.3	-23.2	58.1	37.2	-25.1	0.9	5.2	4.4			
Kraton	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	163.9			
기타	319.0	-47.3	75.6	-68.3	260.9	-59.1	129.8	-51.9			

자료: DL, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. DL 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, %, 주)

구분		2024E	비고
주요 영업가치(십억원)		4,358.9	
DL 케미칼		2,183.4	
	DL 케미칼 NOPLAT	128.4	DL 케미칼 추정 OP * 법인세율
	Target PER(x)	17.0	글로벌 PB (Idemitsu, BP, EXXON) 및 태양광 소재업체 Peer Multiple 적용
Cariflex		657.0	
	Cariflex NOPLAT	43.8	Cariflex 추정 OP * 법인세율
	Target PER(x)	15.0	글로벌 라텍스 Peer 업체 멀티플 적용(Synthomer, Nantex, 금호석유)
Kraton		487.4	
	Kraton NOPLAT	25.7	Kraton 추정 OP * 법인세율
	Target PER(x)	19.0	
DL 에너지		1,018.2	
	DL 에너지 NOPLAT	67.9	DL 에너지 추정 OP * 법인세율
	Target PER(x)	15.0	미국 및 국내 전력기업 Peer Multiple 적용
DL FnC		13.1	
	FnC NOPLAT	0.8	DL FnC 추정 OP * 법인세율
	Target PER(x)	17.0	
자회사 가치(십억원)		1,570.2	
연결자회사	지분율	평가금액	
DL 모터스	100%	184.6	'23년 순자산 가치 적용
GLAD 호텔	100%	344.2	'23년 순자산 가치 적용
청진이삼	48%	136.0	'23년 순자산 가치 적용
총합		664.8	
지분법회사		지분율	평가금액
YNCC	50%	494.9	
	YNCC NOPLAT	70.7	YNCC 추정 OP * 법인세율
	Target PER(x)	7.0	국내 Peer NCC 업체 평균 PER 대비 적용
폴리미래	50%	16.3	
	폴리미래 NOPLAT	2.3	폴리미래 추정 OP * 법인세율
	Target PER(x)	7.0	국내 Peer NCC 업체 평균 PER 대비 적용
DL 이앤씨	20%	394.2	DL 이앤씨 시가총액 반영
총합		905.4	
총 기업가치(A)		5,929.1	
우선주 시가총액(B)		359.0	
순차입금(C)		3,437.3	
실질 NAV		2,132.8	A-(B+C)
목표 할인율		40%	지주사 Valuation 할인율 적용
목표 NAV		1,279.7	
보통주 주식수(천주)		20,956	
적정주가(원)		65,000	

자료: DL, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	2,359	5,175	5,123	5,626	5,795
매출원가	1,937	4,166	4,228	4,734	4,876
매출총이익	421	1,009	894	892	919
판매비외관리비	228	722	773	503	518
영업이익	193	287	121	389	401
영업이익률	8.2	5.6	2.4	6.9	6.9
EBITDA	342	651	503	769	778
영업외손익	525	-163	-320	-68	-67
관계기업손익	223	-45	-58	141	141
금융수익	21	70	89	84	84
외환관련이익	10	156	96	39	39
금융비용	-76	-297	-398	-323	-322
외환관련손실	7	72	126	51	51
기타	356	109	47	29	29
법인세비용차감전순이익	718	125	-199	321	334
법인세비용	-102	-23	51	-64	-67
계속사업순이익	615	102	-148	257	267
중단사업순이익	113	0	0	0	0
당기순이익	729	102	-148	257	267
당기순이익률	30.9	2.0	-2.9	4.6	4.6
비재분순이익	8	30	-2	-3	2
재분순이익	720	72	-146	260	265
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	13	0	0	0
포괄순이익	777	228	-148	257	267
비재분포괄이익	-3	50	-2	-3	2
재분포괄이익	781	178	-146	260	265

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	37,523	3,369	-7,076	12,334	12,566
PER	1.6	17.6	NA	4.0	4.0
BPS	181,979	173,594	166,128	176,606	187,298
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	16,394	28,757	22,230	33,968	34,373
EV/EBITDA	9.0	9.8	12.7	8.3	8.0
SPS	113,189	228,555	226,251	248,470	255,924
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	15,849	28,953	20,386	40,823	41,228
DPS	1,900	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	50.6	119.4	-1.0	9.8	3.0
영업이익 증가율	62.3	48.8	-58.0	222.1	3.0
순이익 증가율	27.2	-86.0	적전	흑전	4.0
수익성					
ROC	4.0	5.5	1.4	4.9	5.0
ROA	1.7	2.8	1.0	3.3	3.3
ROE	22.6	1.9	-3.8	6.7	6.4
안정성					
부채비율	86.5	160.3	164.7	155.7	146.6
순차입금비율	26.1	94.7	105.8	98.0	89.5
이자보상비율	2.8	1.6	0.6	2.1	2.1

자료: DL, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,513	3,003	2,579	2,790	2,962
현금및현금성자산	1,756	904	503	543	657
매출채권 및 기타채권	321	679	673	732	751
재고자산	330	1,155	1,143	1,256	1,293
기타유동자산	106	265	260	260	260
비유동자산	5,668	9,016	9,118	9,220	9,326
유형자산	1,508	3,601	3,829	3,853	3,875
관계기업투자지급	2,191	2,292	2,235	2,376	2,517
기타비유동자산	1,968	3,123	3,055	2,991	2,933
자산총계	8,181	12,019	11,696	12,011	12,287
유동부채	1,461	2,323	2,029	2,095	2,117
매입채무 및 기타채무	413	1,097	880	945	967
차입금	536	576	955	955	955
유동성채무	398	486	30	30	30
기타유동부채	114	165	165	165	165
비유동부채	2,333	5,078	5,248	5,218	5,188
차입금	2,003	4,172	4,042	4,012	3,982
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	330	906	1,206	1,206	1,206
부채총계	3,794	7,401	7,277	7,313	7,305
자본총계	4,387	4,618	4,419	4,698	4,982
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	778	781	781	781	781
이익잉여금	6,443	6,484	6,315	6,553	6,795
기타자본변동	-3,568	-3,474	-3,474	-3,474	-3,474
비자본총계	594	687	658	699	742
순차입금	1,144	4,375	4,674	4,604	4,460

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	301	228	185	420	498
당기순이익	729	102	-148	257	267
비현금항목의 가감	-398	554	610	668	667
감가상각비	148	364	382	380	377
외환손익	2	52	69	19	19
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-548	138	158	269	271
자산부채의 증감	-172	-262	-149	-266	-196
기타현금흐름	143	-165	-127	-238	-240
투자활동 현금흐름	-175	-2,300	-2,184	-2,187	-2,187
투자자산	-92	-234	58	-141	-141
유형자산	-140	-356	-541	-341	-341
기타	57	-1,710	-1,700	-1,705	-1,705
재무활동 현금흐름	498	1,205	-1,326	-1,149	-1,149
단기차입금	373	-25	379	0	0
사채	100	105	-30	-30	-30
장기차입금	192	2,651	-100	0	0
유상증자	209	0	0	0	0
현금배당	-58	-67	-23	-23	-23
기타	-319	-1,459	-1,552	-1,096	-1,096
현금의 증감	621	-852	-401	40	114
기초 현금	1,135	1,756	904	503	543
기말 현금	1,756	904	503	543	657
NOPLAT	166	235	90	311	321
FCF	165	224	-77	341	348

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

DL(000210) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.01.11	23.12.02	23.11.03	23.09.26	23.05.11	23.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	65,000	65,000	65,000	65,000	80,000	80,000
과리율(평균%)		(28.79)	(31.82)	(36.34)	(47.01)	(38.09)
과리율(최대/최소%)		(19.38)	(24.77)	(30.00)	(36.63)	(36.63)

제시일자	23.04.24	23.01.10	22.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	90,000	90,000
과리율(평균%)	(37.80)	(34.28)	(28.72)
과리율(최대/최소%)	(36.63)	(21.33)	(21.33)

제시일자	23.04.24	23.01.10	22.11.10
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	90,000	90,000
과리율(평균%)	(37.80)	(34.28)	(28.72)
과리율(최대/최소%)	(36.63)	(21.33)	(21.33)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240108)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.0%	9.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상