DL (000210)

무난한 2분기 시황

더 많은 리포트 보기

2025년 6월 30일

배터리/화학/정유 Analyst 전우제
wchun@kbfg.com

연구원 송윤주
yunju.jade.song@kbfg.com

Buy (유지), 목표주가 5.3만원 (상향)

투자의견 Buy를 유지한다. 상법 개정 기대감에 저평가/우량 지주사에 대한 관심이 지속되고 있기 때문이다. 목표주가는 4.8만원 → 5.3만원으로 +10.4% 상향한다. (Target P/B: 0.46배. COE 8.3%, Beta 1.1, 2025~34년 가중평균 ROE 5.2%, 지주사 할인율 40%). 2025/2026년 EPS 추정치를 각각 +10%/+19% 상향했기 때문이다. 본사 PB 시황 강세가 지속되는 가운데, 1분기부터 미국 자회사 Kraton 시황 회복이 시작됐으며, 6월부터 미국 전력 부족에 따른 발전 (+700억원 +@ YoY) 회복, 호텔 실적도 개선세이기 때문이다.

2Q OP 782억원 (컨센서스 +3%). 유가/환율 하락에도 무난한 실적

2Q 영업이익은 782억원 (-26% QoQ, -45% YoY) 으로 컨센서스를 +3% 상회할 전망이다. 유가/환율 하락에 전반적인 석유화학 업계 실적이 컨센서스를 하회할 것으로 예상되는 가운데, DL은 특수제품 비중이 높고, 산업 포트폴리오가 다양해 외부요인 영향이 적을 것으로 예상된다. ① 케미칼 부문은 견조한 PB (윤활유 첨가제) 시황에 OP 300억원 (OPM 6.9%) 추정한다. 환율/부타디엔 가격 하락은 아쉬웠으며, 1Q 발생한 라이선스 아웃 비용 (+150억원)이 제거된 순수 이익이다. ② Kraton은 미 부타디엔/TOFA 가격 하락에도 OP 32억원 (-1억원 QoQ) 추정한다. 매출 비중 51%인 Kraton은 미국 (70%)/유럽 (30%)에서 소재를 제조/판매 하는데, 트럼프 당선 이후 미국/유럽 PMI가 개선 (단순평균: 2H24 48.7/45.5 → 1H25 51.4/48.4) 되고 있기 때문이다. 이에, 가동률 회복이 1Q부터 나타나고 있고 2Q는 성수기로 호시황 지속을 예상한다 (4Q 69% → 1Q 84% → 2Q 86%(E)). ③ 기타 부문 (OP 450억원): Cariflex는 1Q 선판매 여파로 일시적 부진, 에너지는 비수기, 글래드 호조 지속으로 추정했다.

하반기 대규모 자산매각 (1.6~1.7조원) 성사여부 관심

하반기 관심은 DL이 진행 중이던 대규모 사업들의 매각 진행 여부다. 언론 보도된 매각 진행 건은 DL에너지 (매출비중 4%, 지주법) 사업 일부를 3Q내 1조원 매각, 글래드 호텔 (매출비중 2%) 6~7,000억원 매각 등이다. 두 사업 모두 2025년 호황기에 진입해 매각가는 상향될 수 있겠다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	53,000
Dividend yield* (%)	2.2
Total return (%)	17.9
현재가 (6/30, 원)	45,800
Consensus target price (원)	50,333
시가총액 (억원)	10,008

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

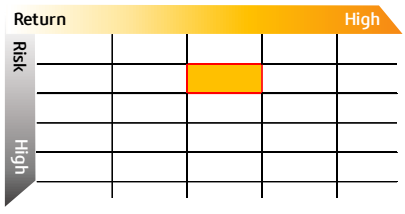
Trading Data

Free float (%)	50.5
거래대금 (3m, 십억원)	4.2
외국인 지분율 (%)	14.5
주요주주 지분율 (%)	대림 외 5 인 49.3
	국민연금공단 10.7

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.5	37.7	44.9	-20.1
시장대비 상대수익률	-9.2	14.3	11.6	-28.8

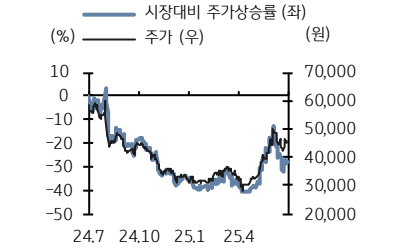
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

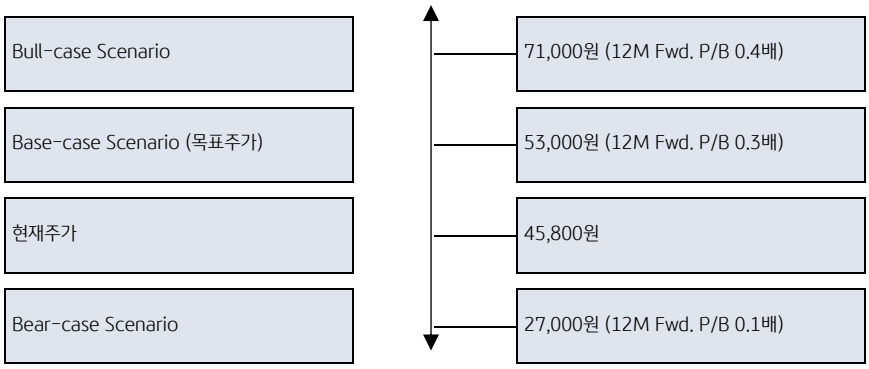
결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	5,615	5,551	5,754	5,844
영업이익 (십억원)	413	482	592	585
지배주주순이익 (십억원)	89	101	228	239
EPS (원)	3,947	4,467	10,075	10,545
증감률 (%)	흑전	13.2	125.5	4.7
P/E (x)	8.0	10.3	4.5	4.3
EV/EBITDA (x)	7.2	6.9	6.0	5.9
P/B (x)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	2.3	2.4	5.3	5.3
배당수익률 (%)	3.2	2.2	2.2	2.4

Stock Price & Relative Performance



자료: DL, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) 2025년-26년 유가 70~90달러/배럴 수준
2) 수요 반등에 따른 NCC 마진 400~500달러/톤 (중/하단)

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 2025년-26년 유가 70~90달러/배럴 하회
2) 수요 반등에 따른 NCC 마진 500달러/톤 이상 (중/상단)

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 2025년-26년 유가 70~90달러/배럴 상회
2) 수요 반등에 따른 NCC 마진 400 달러/톤 이하 (하단 이탈)

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,723	5,729	5,551	5,754	-3.0	0.4
영업이익	490	573	482	592	-1.7	3.4
지배주주순이익	92	191	101	228	10.2	19.7

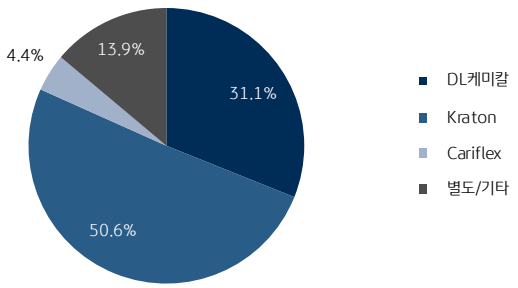
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,551	5,754	5,607	5,692	-1.0	1.1
영업이익	482	592	433	509	11.2	16.4
지배주주순이익	101	228	68	180	48.9	27.1

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (%, 2025E)



자료: DL, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
12m Fwd. BVPS 191,109원 x multiple 0.46배 x 지주사 할인 40% 적용

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
71,000원 ~ 27,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
P/E 7.3배, P/B 0.28배

실적민감도 분석

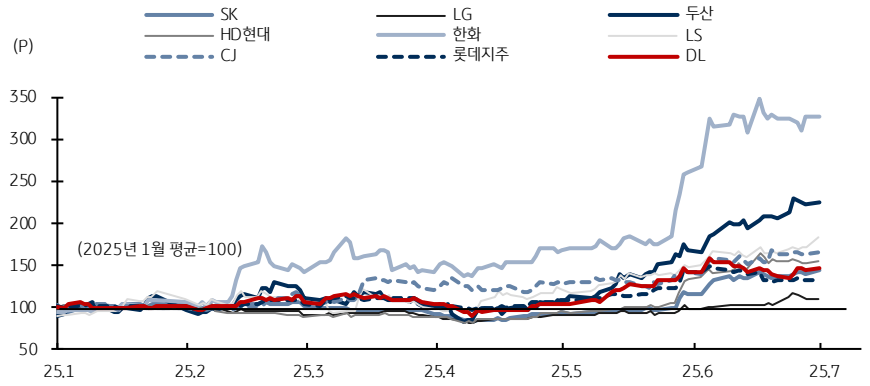
(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
금리 1%p 상승 시	-21.1	-14.5
달러원 환율 10원 상승 시	+2.1	+1.5

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
DL	959	10.3	4.5	0.2	0.2	6.9	6.0	2.4	5.3	2.2	2.2
롯데케미칼	2,515	N/A	N/A	0.2	0.2	14.1	10.0	N/A	N/A	3.7	3.8
LYB	25,453	16.2	10.8	1.6	1.6	9.0	7.2	10.0	15.3	9.2	9.5
BASF	60,637	14.3	12.2	1.1	1.1	7.8	7.0	7.6	8.7	5.5	5.6

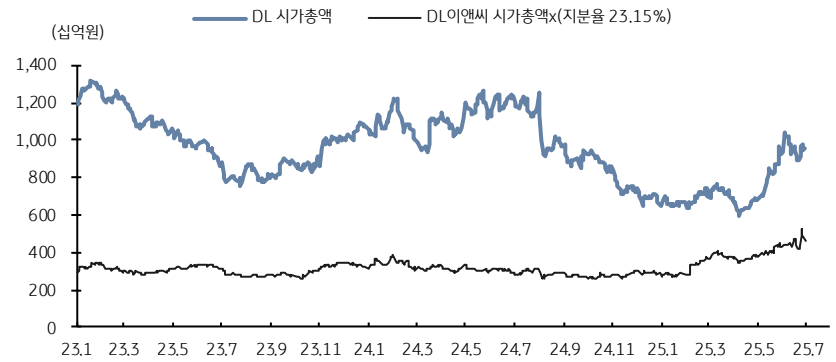
자료: Bloomberg Consensus, DL은 KB증권 추정

그림 1. 국내 주요 지주사 주가 추이



자료: Quantiwise, KB증권

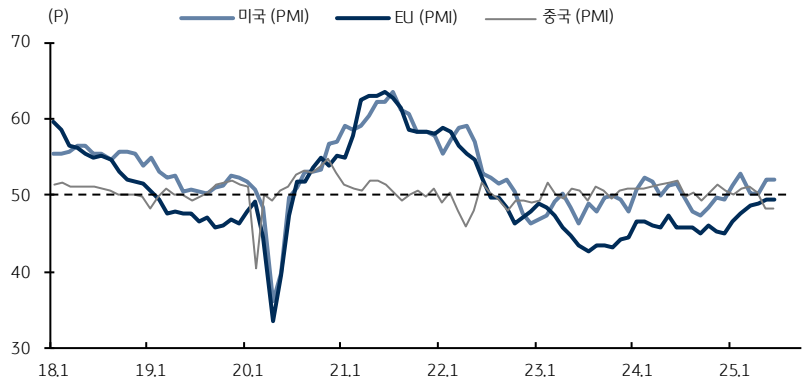
그림 2. DL/DL이앤씨 시가총액 추이



자료: Quantiwise, KB증권

주요 제조/판매 지역인
미국/유럽 PMI > 중국 PMI

그림 3. Kraton, 미국/유럽 PMI 회복시 수혜

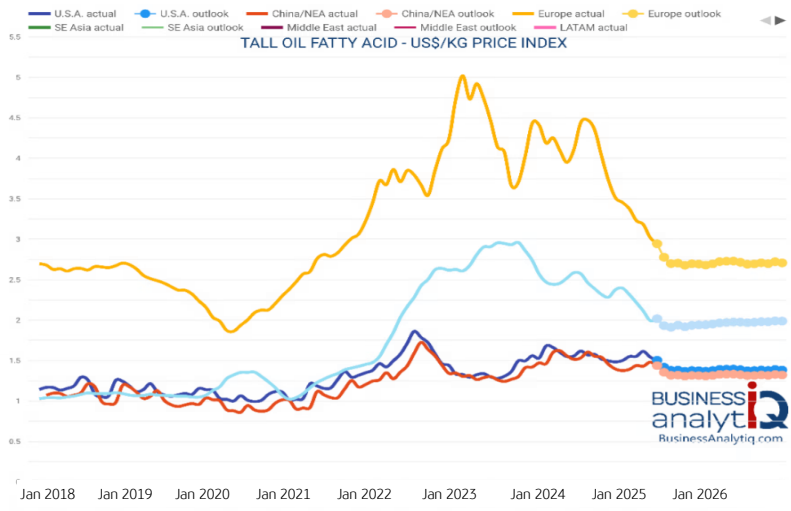


자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 미국 부타디엔 가격 추이

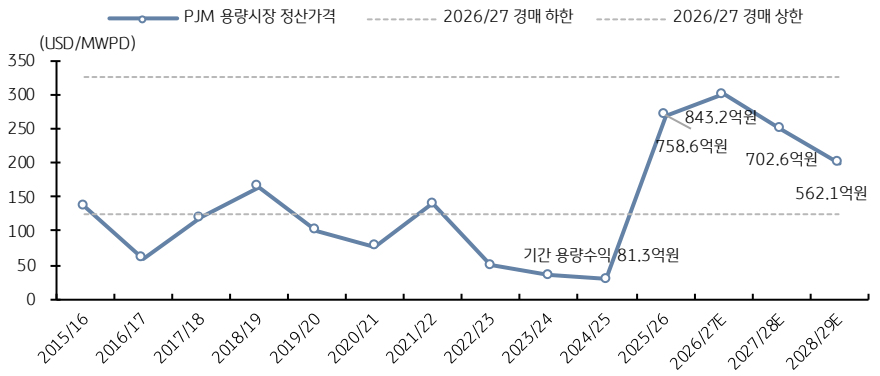
자료: Cischem, KB증권

그림 5. TOFA 가격 추이



자료: Businessanalytiq, KB증권

그림 6. PJM 용량시장 정산가격과 기간 용량수익

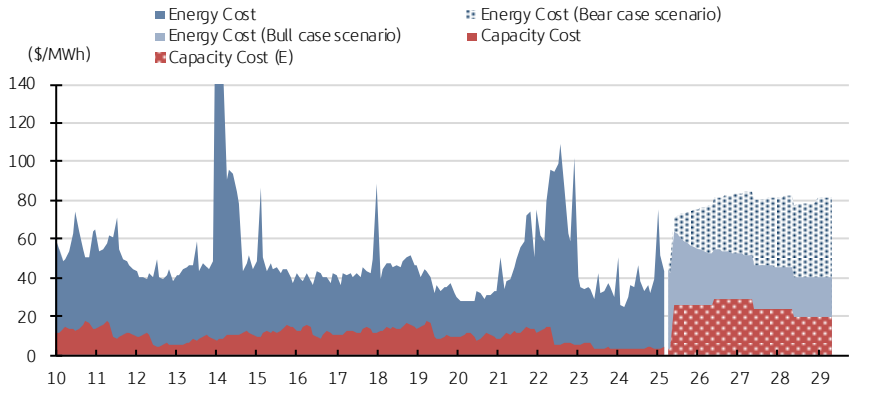


자료: Monitoring Analytics, 언론보도, KB증권 추정

그림 7. PJM 전력구매 단가 (= 미국 발전소 전력 판매 가격 시나리오)

Capacity Cost: 용량시장 정산가격
Energy Cost: 전력 판매가격

Energy Cost는 Henry Hub Gas Price에 연동됨.
현재 3.3$/MMBtu
Bear Case: 2029년 2.0$/MMBtu
Bull Case: 2029년 6.0$/MMBtu 가정



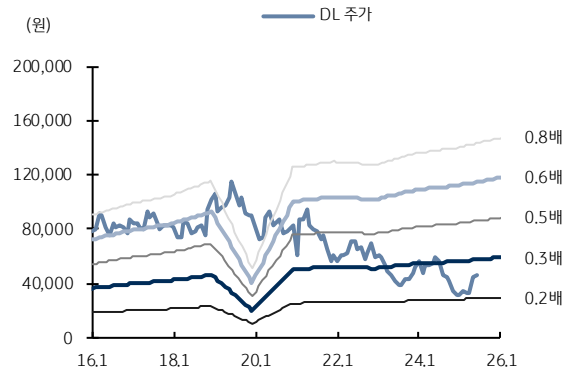
자료: Bloomberg, Monitoring Analytics, KB증권 추정

표 1. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**1,404.1**	**1,492.1**	**1,422.4**	**1,296.8**	**1,386.6**	**1,402.0**	**1,390.7**	**1,371.8**	**5,017.8**	**5,615.4**	**5,551.1**	**5,753.9**
DL케미칼	501.6	515.1	402.2	408.3	444.4	435.9	414.0	430.9	1,606.4	1,827.2	1,725.2	1,790.2
Kraton	695.3	712.8	711.3	649.1	689.7	730.0	699.3	691.0	2,464.2	2,768.5	2,810.0	2,907.2
Cariflex	50.7	66.5	64.8	57.7	53.9	58.9	66.4	65.9	264.7	239.7	245.1	269.1
별도/기타	156.5	197.7	244.1	181.7	198.6	177.2	210.9	184.0	682.5	780.0	770.8	787.3
영업이익	**172.3**	**142.8**	**121.4**	**-24.0**	**105.4**	**78.2**	**155.1**	**143.4**	**150.7**	**412.5**	**482.1**	**592.1**
DL케미칼	82.8	74.1	21.3	16.7	43.4	30.0	47.7	35.8	110.8	194.9	156.8	166.0
Kraton	55.6	9.4	14.5	-77.7	3.3	3.2	9.6	31.5	-156.3	1.8	47.6	92.8
Cariflex	7.0	17.2	16.7	6.5	9.1	7.5	16.1	16.7	56.6	47.4	49.5	65.2
별도/기타	26.9	42.1	68.9	30.5	49.6	37.5	81.7	59.4	139.6	168.4	228.2	268.1
영업이익률	**12.3**	**9.6**	**8.5**	**-1.7**	**3.1**	**5.5**	**9.0**	**8.9**	**3.0**	**7.4**	**6.6**	**9.8**
DL케미칼	16.5	14.4	5.3	4.1	5.9	7.3	8.3	8.4	6.9	10.7	7.5	9.9
Kraton	8.0	1.3	2.0	-12.0	-5.6	-0.2	2.4	4.0	-6.3	0.1	0.1	5.2
Cariflex	13.8	25.9	25.8	11.3	13.8	16.1	22.3	27.9	21.4	19.8	20.3	20.1
별도/기타	17.2	21.3	28.2	17.5	25.1	19.6	29.4	21.5	20.5	21.8	24.1	22.7
지분법손익	**-16.4**	**-11.7**	**-19.5**	**-38.9**	**-54.5**	**-8.9**	**-6.2**	**-1.9**	**-103.0**	**-86.5**	**-71.4**	**-35.1**
당기순이익	**32.1**	**9.3**	**22.1**	**31.4**	**-19.5**	**3.5**	**68.6**	**63.4**	**-121.0**	**94.8**	**116.0**	**245.3**
지배주주순이익	**22.6**	**0.0**	**11.7**	**55.0**	**-23.5**	**3.3**	**63.1**	**58.3**	**-133.4**	**89.4**	**101.1**	**228.1**

자료: DL, KB증권 추정

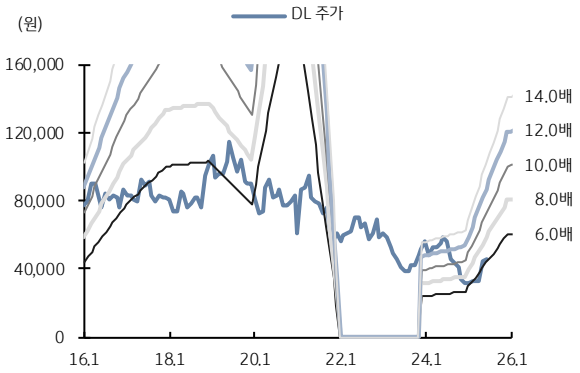
그림 8. DL 12개월 선행 P/B 추이



자료: DL, KB증권 추정

주: 2021년 1월 25일 대림산업에서 DL 지주사 전환 (변경상장)

그림 9. DL 12개월 선행 P/E 추이



자료: DL, KB증권 추정

주: 2021년 1월 25일 대림산업에서 DL 지주사 전환 (변경상장)

표 2. P/B-ROE Valuation: 목표주가 53,000원으로 상향

(배, 원)	변경 전 (5월 9일)	변경 후 (6월 30일)	비고
(A) 자기자본비용 (COE)	**8.3%**	**8.3%**	**A=a+(b x c)**
(a)무위험수익률	2.6%	2.6%	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
(b)시장위험 프리미엄	5.2%	5.2%	WMI500 Total Return - 1년 만기 통안채 Total Return
(c)베타	1.1	1.1	KOSPI 대비 52주 기준 Adjusted 베타
(B) ROE	**5.1%**	**5.2%**	**2025~34년 10개년 가중평균 ROE**
(C) 영구성장률	2.6%	2.6%	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균
(D) Target P/B	**0.43**	**0.46**	**D=(B-C)/(A-C)**
(E) 12M FWD BVPS	187,114	191,109	
(F) 적정가치 (원)	**80,624**	**88,166**	**F=D x E**
(G) 목표주가 (원)	**48,000**	**53,000**	**G=D x E x (지주사 할인율 40% 적용)**
현재주가(원)		45,800	
상승여력		15.7%	

자료: DL, KB증권 추정

표 3. DL ROE 연간 추이 및 전망

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE	8.6%	8.5%	-0.5%	-10.2%	4.8%	5.9%	10.1%	12.4%	11.7%	11.8%	22.6%	1.8%
	2023	2024	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**	**2030E**	**2031E**	**2032E**	**2033E**	**2034E**
ROE	-3.4%	2.2%	2.4%	5.3%	5.3%	5.1%	5.5%	5.8%	6.0%	6.2%	6.3%	6.1%
할인계수			1.00	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.57	0.53
가중평균 ROE (2025~34 년)			5.22%									

자료: DL, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	5,018	5,615	5,551	5,754	5,844
매출원가	4,092	4,375	4,366	4,496	4,582
매출총이익	926	1,240	1,185	1,258	1,262
판매비와관리비	775	828	703	666	677
영업이익	151	413	482	592	585
EBITDA	581	868	955	1,068	1,067
영업외손익	-323	-256	-320	-280	-265
이자수익	37	34	42	51	57
이자비용	287	308	297	295	295
지분법손익	-103	-87	-71	-35	-27
기타영업외손익	29	103	7	0	0
세전이익	-173	156	162	312	320
법인세비용	-52	61	46	67	69
당기순이익	-121	95	116	245	251
지배주주순이익	-133	89	101	228	239
수정순이익	-133	89	101	228	239

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-3.0	11.9	-1.2	3.7	1.6
영업이익 성장률	-47.0	173.7	16.9	22.8	-1.1
EBITDA 성장률	-10.4	49.4	10.1	11.8	-0.2
지배기업순이익 성장률	적전	흑전	13.2	125.6	4.7
매출총이익률	18.5	22.1	21.4	21.9	21.6
영업이익률	3.0	7.4	8.7	10.3	10.0
EBITDA이익률	11.6	15.5	17.2	18.6	18.3
세전이익률	-3.4	2.8	2.9	5.4	5.5
지배기업순이익률	-2.7	1.6	1.8	4.0	4.1

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	325	557	553	709	733
당기순이익	-121	95	116	245	251
유무형자산상각비	430	455	473	476	481
기타비현금손익 조정	126	205	141	102	96
운전자본증감	73	-166	-68	-48	-27
매출채권감소 (증가)	6	65	16	-21	-7
재고자산감소 (증가)	177	28	6	-35	-12
매입채무증가 (감소)	-89	-100	-27	16	6
기타운전자본증감	-22	-159	-64	-8	-13
기타영업현금흐름	-183	-32	-109	-67	-69
투자활동 현금흐름	-588	-224	-524	-446	-523
유형자산투자감소 (증가)	-604	-375	-291	-309	-331
무형자산투자감소 (증가)	-17	-9	-11	-12	0
투자자산감소 (증가)	122	165	-221	-124	-192
기타투자현금흐름	-88	-4	-1	0	0
재무활동 현금흐름	241	-366	159	-55	-51
금융부채 증감	286	-280	173	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-46	-41	-27	-23	-25
기타재무현금흐름	1	-45	13	-33	-27
기타현금흐름	2	26	-3	0	0
현금의 증가 (감소)	-20	-7	185	208	159
기말현금	884	878	1,062	1,270	1,429
잉여현금흐름 (FCF)	-279	182	262	400	402
순현금흐름	-381	-161	-24	208	159
순현금 (순차입금)	-4,756	-4,917	-4,941	-4,733	-4,574

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	12,120	12,535	12,839	13,080	13,313
유동자산	2,818	2,879	3,130	3,401	3,593
현금 및 현금성자산	884	878	1,062	1,270	1,429
단기금융자산	97	126	148	148	148
매출채권	557	597	621	642	649
재고자산	1,001	1,047	1,054	1,089	1,102
기타유동자산	279	231	244	252	265
비유동자산	9,301	9,657	9,709	9,678	9,720
투자자산	3,516	3,511	3,714	3,838	4,030
유형자산	3,963	4,221	4,163	4,084	4,023
무형자산	1,415	1,496	1,414	1,338	1,249
기타비유동자산	407	429	419	419	419
부채총계	7,586	7,749	7,923	7,942	7,948
유동부채	3,124	2,642	2,448	2,464	2,470
매입채무	581	515	484	500	506
단기금융부채	2,006	1,541	1,402	1,402	1,402
기타유동부채	536	586	561	561	561
비유동부채	4,463	5,108	5,475	5,478	5,479
장기금융부채	3,731	4,379	4,749	4,749	4,749
기타비유동부채	731	728	726	728	729
자본총계	4,533	4,786	4,915	5,138	5,365
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	829	829	781	781	781
기타자본항목	-3,639	-3,639	-3,591	-3,591	-3,591
기타포괄손익누계액	216	415	453	453	453
이익잉여금	6,297	6,365	6,443	6,649	6,863
지배지분 계	3,842	4,108	4,225	4,431	4,645
비지배지분	691	678	690	707	720

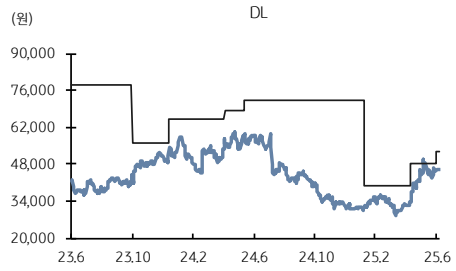
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	N/A	8.0	10.3	4.5	4.3
P/B	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
P/S	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	11.3	7.2	6.9	6.0	5.9
EV/EBIT	43.6	15.2	13.8	10.9	10.8
배당수익률	1.9	3.2	2.2	2.2	2.4
EPS	-5,894	3,947	4,467	10,075	10,545
BVPS	169,697	181,444	186,610	195,682	205,133
SPS (주당매출액)	221,615	248,007	245,165	254,123	258,094
DPS (주당배당금)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,100
배당성향 (%)	0.0	25.4	22.4	10.0	10.4
수익성지표					
ROE	-3.4	2.3	2.4	5.3	5.3
ROA	-1.0	0.8	0.9	1.9	1.9
ROIC	1.6	4.1	3.9	5.0	5.0
안정성지표					
부채비율	167.3	161.9	161.2	154.6	148.2
순차입비율	104.9	102.7	100.5	92.1	85.3
유동비율	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5
이자보상배율 (배)	0.5	1.3	1.6	2.0	2.0
활동성지표					
총자산회전율	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	8.6	9.7	9.1	9.1	9.1
매입채무회전율	8.0	10.3	11.1	11.7	11.6
재고자산회전율	4.7	5.5	5.3	5.4	5.3

자료: DL, KB증권 추정

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)



DL (000210)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-06-20	Buy	전우제	78,000	-48.80	
23-10-30	Buy	전우제	56,000	-13.78	-6.43
24-01-11	Buy	전우제	65,000	-21.00	-10.46
24-05-02	Buy	전우제	68,000	-16.96	-11.32
24-06-10	Buy	전우제	72,000	-40.34	-17.08
25-02-06	Buy	전우제	40,000	-17.41	-8.75
25-05-09	Buy	전우제	48,000	-9.76	3.96
25-06-30	Buy	전우제	53,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.3	13.7	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.