



DL (000210)

2022년 6월 3일

Dramatic Level-UP

### DL, Dramatic Level-UP

누가 과연 한국의 지주사에서 이정도의 상승여력이 나오리라 생각했을까? 드라마틱한 레벨업을 보일 DL에게 투자조건 Buy를 제시한다. 최고의 투자 매력도를 가지는 지주사, DL. 이제 우리가 그 이유를 증명하려고 한다.

### DL, 좋은 지주사가 맞나요?

지배구조의 개선과 연이은 M&A의 성공은 DL에게 좋은 지주사라는 평가를 주기에 충분하다. 하지만 아직까지 DL은 지리한 저평가 구간을 지나가는 중이다. 사실, 원래 받아야 할 가치보다 더 과소평가 되어있다는 점은 오히려 적정 주가까지 업사이드가 있다는 것이기도 하다.

### 제대로 보자 DL케미칼

이제는 DL에서 가장 중요한 사업회사가 된 DL케미칼. 과거 대림산업 시절부터 여천NCC와 폴리미래를 운영해왔지만, 두 회사의 실적이 영업이익에 반영된 적은 단 한번도 없었다. 이제는 DL케미칼과 공동기업들이 영위하는 석유화학산업을 정말 하나의 연결 사업체로 묶어서 바라볼 필요가 있다. 회사의 간판 DL케미칼에 대한 평가는 DL의 주가 부양에 매우 중요하다.

### DL의 확실한 Step-Up: Kraton 인수

석유화학 기업의 가장 큰 약점은 유가 변동성이 크다는 점에 있다. 이는 석유화학 기업 투자에 있어 불가항력적인 리스크로 작용한다. 하지만 유가에 흔들리지 않는 석유화학 기업이라면 어떨까? 동사는 Kraton을 인수함으로써 유가 변동성을 낮추며, 체력도 크게 키웠다. Kraton과 함께하는 동사의 Step-Up을 자세히 밝힌다.

### 다시 DL로 돌아와서

좋은 지주사는 지속적인 별도현금흐름과 이의 효과적인 활용이 중요하다. DL은 이에 부합한다. 작년 동사 기반의 지주사 체제를 확립한 후, 꾸준한 별도수입체계를 만들었다. 또한, 높은 배당과 공격적인 자회사 투자 또한 성공적으로 이어지고 있다. DL은 좋은 자회사 뿐 아니라, 지주사로서도 충분한 매력을 갖추었다.

추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022 1Q	2022 계	2023E
매출액	1,660,433	1,566,149	2,385,421	883,117	5,148,128	5,782,301
YoY(%)		-5.68%	52.31%	73.19%	115.82%	12.32%
매출원가	1,400,618	1,251,799	1,935,220	717,753	4,335,762	4,655,760
매출총이익	259,815	314,350	450,201	165,364	812,366	1,126,542
GPM(%)	15.6%	20.1%	18.9%	18.7%	15.8%	19.5%
판매비와관리비	123,829	195,300	228,307	133,102	463,783	547,790
영업이익	135,986	119,050	221,894	32,262	348,583	578,751
OPM(%)	8.2%	7.6%	9.3%	3.7%	6.8%	10.0%
지분법손익	190,638	84,487	315,148	56,364	197,871	197,871
기타손익	(18,704)	(109,866)	385,609	31,348	(49,892)	(49,892)
금융손익	(38,615)	(49,258)	(54,709)	22,019	(83,075)	(90,842)
법인세비용차감전순이익	269,304	44,413	867,942	141,993	413,487	635,888
법인세비용	28,655	23,363	106,165	33,723	47,287	72,721
당기순이익	240,650	21,050	761,776	108,271	366,200	563,167
NPM(%)	14.5%	1.3%	31.9%	12.3%	7.1%	9.7%
귀속						
- 지배기업소유주	224,139	6,416	752,152	98,302	342,598	526,871
- 비지배지분	16,511	14,634	9,624	9,969	23,602	36,296

> 2019, 2020년의 경우 인적분할로 인해 재작성된 손익계산서임

### Rating

Buy

목표주가: 102,000 원

현재주가: 68,000 원

상승여력: 50%

### 12M 추가추이

시가총액 1 조 4,250 억원



### Balance sheet data

순자산 3 조 9,712 억원

PBR 0.35x

ROE 26.52%

### Earning data

PER 1.47x

EPS 41,528 원

당기순이익 8,750 억원

### 주요 주주

대림 외 5인 43.35%

국민연금공단 8.26%

자사주 0.12%

### SMIC 2 팀

팀장 44 기 김우일

팀원 44 기 안현빈

44 기 장우혁

45 기 김건우

45 기 박형철

# CONTENTS

---

Intro	03
1. 기업 분석	04
2. DL, 좋은 지주사가 맞나요?	07
3. 제대로 보자 DL케미칼	13
4. DL의 확실한 Step-Up: Kraton 인수	19
5. 다시 DL로 돌아와서	25
6. Valuation - SOTP Method (with PBR)	27
7. Appendix	31

## Intro

지속성과 성장성. 얼핏 봐도 굉장히 달라보이는 두 성격이다.

지속성은 오늘과 내일의 같음을 이야기하고, 성장성은 오늘보다 더 자란 내일을 이야기한다. 모순되어 보이는 두 성격임에도, 주식 투자자들은 항상 지속성과 성장성을 갖춘 종목을 찾는다.

이는 흔히들 이야기하는 지속가능한 성장과는 또 다른 개념이다. 지속성과 성장성을 갖춘 종목이란, 꾸준해야 할 때는 꾸준하고, 성장해야 할 때는 성장하는 종목이다.

그리고 이 지속성과 성장성을 지주사에 적용하면, 안정적인 사업 포트폴리오를 갖춰 지속적인 현금흐름을 창출하며, M&A를 통한 Step-Up 성장을 이룰 수 있는 회사이다.

결국 이는 하방이 닫혀있고 상방이 열려있는 주식이다.

하방이 닫혀있고, 상방이 열려있고, 안정적인 사업 포트폴리오, M&A를 잘 하는 회사. 그것이 최고의 투자매력도를 가진 지주사이다.

DL이다.

기존 DL은 전통적인 석유화학 사업부문만을 보유, 매크로 환경 리스크로 인해 지속성과는 거리가 멀고 성장성은 더더욱 바라볼 수 없었다. 하지만 Kraton 인수로 성장의 첫 걸음을 내딛은 DL은 이를 통해 안정적인 사업 포트폴리오마저 갖추게 되었다.

단순한 외형 성장만을 위해 진행한 무리한 M&A가 아니다. 고유가 상황에 취약했던 기존의 포트폴리오의 약점을 보완하는 고유가 수혜기업을 인수함으로써, 변동하는 매크로 상황에서도 안정적인 이익 창출이 가능해졌다.

즉, DL은 M&A를 통해 성장하였고, 이로 인해 지속성까지 확보하였다.

*DL은 Dramatic Level-UP을 한 것이다.*

## 1. 기업 분석

여기에 저평가된 지주사가 하나 있다. 순자산이 3조 9,712억원인데 시가총액은 1조 4700억 원이다. 우선, 저평가를 논하기 전에 먼저 DL이 어떤 회사인지 알아보자.

### 1.1. 기업 개요

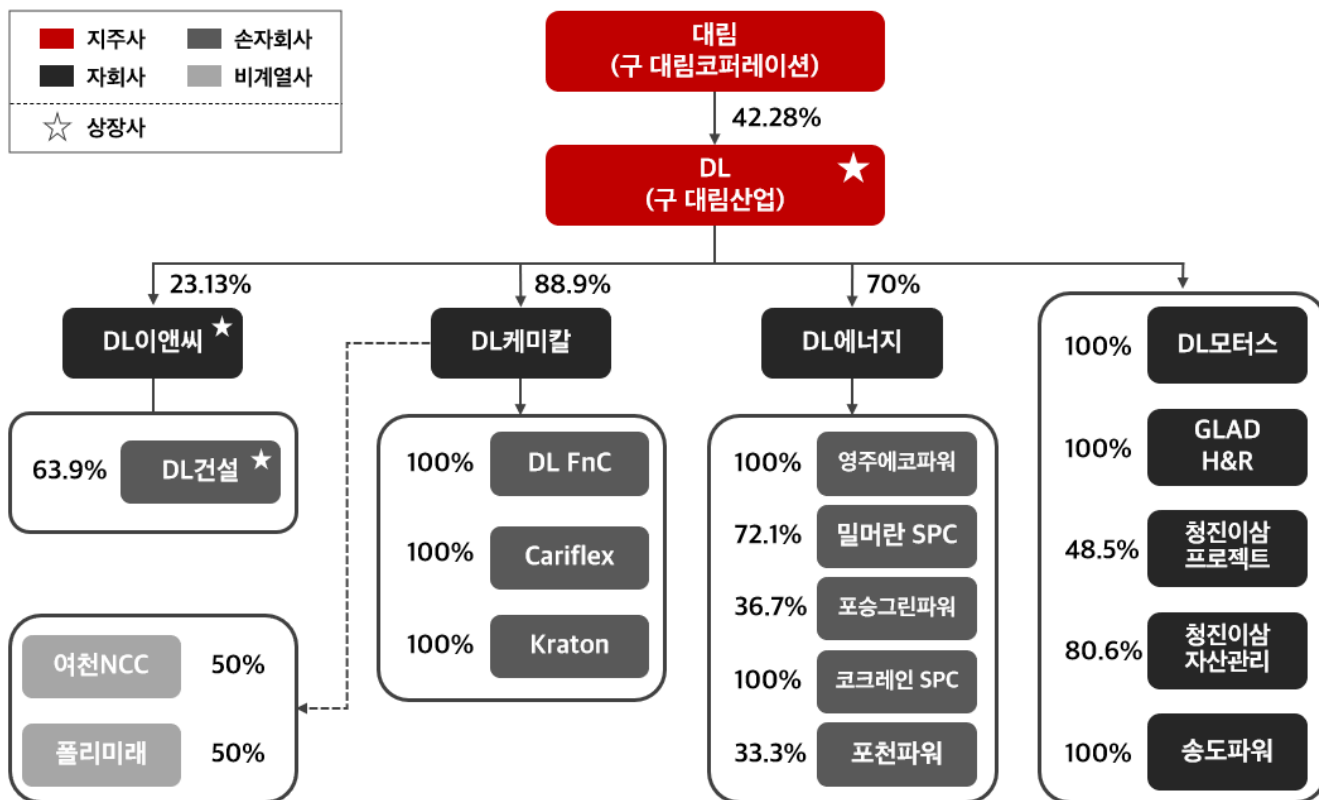
DL의 전신,  
대림산업의 행보 요약

DL의 전신은 대림그룹의 사업지주회사였던 대림산업이다. 대림그룹은 1939년 '부림상회'라는 건설자재 가게에서 출발하였고, 이후 1947년 건설업체 '대림산업'으로 개편하였다. 대림산업은 1960년대 베트남 전쟁 특수에 의한 급성장을 발판 삼아 지속적인 사업 확장을 했고, 이를 통해 건설, 석유화학, 자동차 등의 사업을 영위하게 되었다. 이후 대림그룹은 1994년 대림코퍼레이션을 설립, 대림산업의 모회사로 자리하여 '대림코퍼레이션-대림산업-건설/석유화학/자동차 사업부'의 지배구조를 구축하였다.

대대적 지배구조 개편  
→ DL의 지주사 전환

2021년 1월 대림그룹은 그룹명을 'DL그룹'으로 바꾸고, 대림코퍼레이션을 '대림'으로 바꾸면서 대대적인 지배구조 개편을 단행([2.1.2.]에서 후술)했다. 대림산업은 건설 사업부를 DL이앤씨로, 나머지 사업부를 포괄하는 지주사를 DL로 인적분할하여 각각 상장했고, 석유화학 사업부는 DL 아래에 DL케미칼로 물적분할했다. 이후 DL은 2021년 3월 11일 공정거래위원회로부터 지주회사 전환 심사를 통과하여 지주회사로 전환하였다.

그림 1-1. DL그룹 지배구조



출처: SMIC 2팀

## 1.2. 실적 및 자회사 분석

동사의 매출 구분

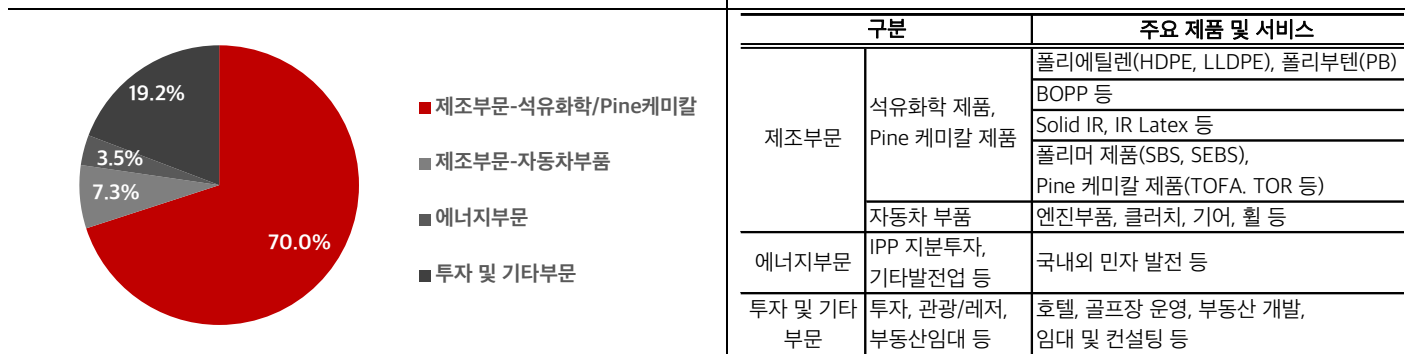
- 제조/에너지  
/투자 및 기타

동사의 매출은 K-IFRS 기준에 따라 **제조부문, 에너지부문, 투자 및 기타부문**으로 구분된다. **제조 부문은 다시 석유화학/Pine 케미칼 제품과 자동차 부품**으로 나뉜다. 각각의 부문에 해당하는 자회사는 석유화학/Pine 케미칼 제품 제조의 경우 DL케미칼, 자동차 부품 제조의 경우 DL모터스, 에너지 부문의 경우 DL에너지, 투자 및 기타 부문에 GLAD H&R, 청진이삼프로젝트, DL 별도 매출이 해당한다. **DL이앤씨, 여천NCC, 폴리미래의 매출은 동사의 지분법이익으로 계상되기 때문에 매출에는 영향이 없다.**

그림 1-2. 1Q22 DL 연결 매출 비중

(단위: %)

그림 1-3. DL 주요 제품 및 서비스



제조: 석유화학 + Pine  
⇒ DL 케미칼

동사의 **석유화학/Pine 케미칼 제품 제조는 모두 DL케미칼이 맡고 있고, 2022년도 1분기 기준 전사 매출 비중에서 가장 큰 70%를 차지하고 있다.** 동사는 **DL케미칼 지분의 88.9%를 보유하고 있으며, DL케미칼은 자회사로 DL FnC, Cariflex, Kraton을 가지고 있다.** 이는 각각 <그림 1-3>에서 BOPP 필름 제조, Solid IR/IR Latex 제조, 폴리머 제품 및 Pine 케미칼 제품 제조를 담당한다. DL F&C와 Cariflex의 매출은 2020년부터 인식된다. 이는 DL F&C의 경우 동사 필름사업부에서 물적분할되어 2020년 설립된 회사이고, Cariflex의 경우 2020년 1분기 동사로의 인수작업이 완료되었기 때문이다. Kraton은 동사가 2022년 초 인수작업을 완료하고 2022년 1분기부터 매출이 인식되기 시작하였다.

제조: 자동차 부품  
⇒ DL 모터스

동사의 **자동차 부품 제조는 DL모터스가 맡고 있고, 2022년도 1분기 기준 전사 매출 비중에서 7.3%를 차지한다.** DL모터스는 이륜자동차의 부품 제조를 주요 영업으로 하고 있으며, 동사가 **DL모터스의 지분 100%를 모두 보유하고 있다.**

에너지: 민자발전사업  
⇒ DL 에너지

동사의 **에너지 부문은 DL에너지가 맡고 있고, 2022년도 1분기 기준 전사 매출 비중에서 3.5%를 차지한다.** DL에너지는 민간발전사업을 전담하기 위한 회사로 현재 세계 7개국에 위치한 발전회사에 직/간접적으로 투자하고 있으며, 동사가 **70%의 지분**을 가지고 있다. 한편 2022년 4월 DL에너지는 자회사인 포승그린파워의 지분 63.3%를 LX인터내셔널에 매각하였다.

투자 및 기타  
⇒ GLAD H&R,  
청진이삼프로젝트,  
동사 별도 매출

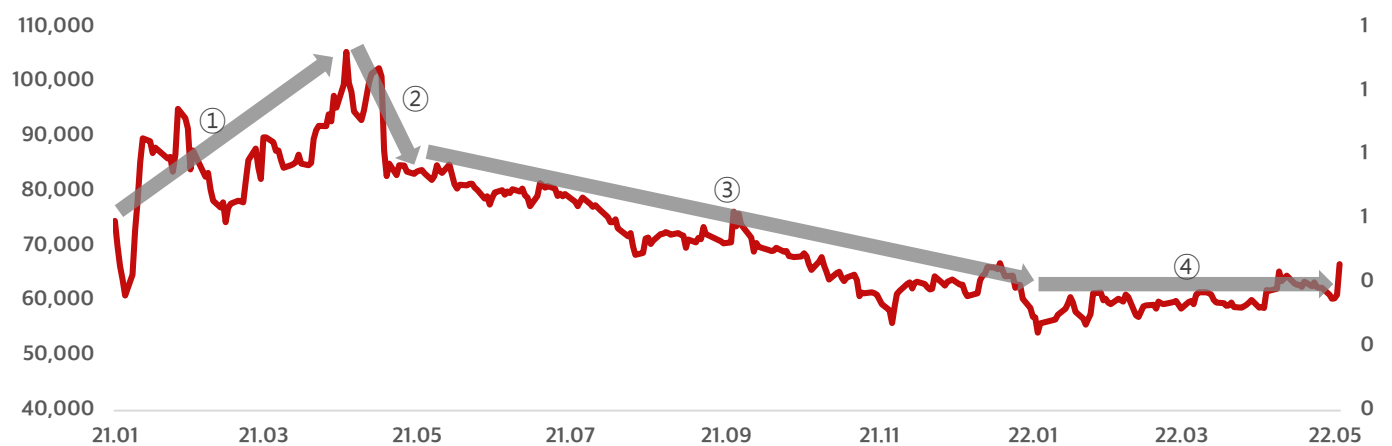
**투자 및 기타 부문에는 크게 세 가지 매출이 인식된다.** 첫 번째는 호텔 및 리조트 업체인 **GLAD H&R(구 오라관광)에서 발생하는 매출**이고, 두 번째는 부동산 분양 및 임대 등의 사업을 영위하는 **청진이삼프로젝트에서 발생하는 매출**, 마지막은 **지주회사로서 동사의 별도 매출**이다. 별도 매출은 배당수입, 로열티수입, 임대수입 등이 있으며, 2021년과 비교했을 때 2022년 1분기의 배당수입 및 로열티수입이 크게 증가하였다.

### 1.3. 주가 분석

대림산업은 2021년도 1월 동사(DL)와 DL이앤씨로 인적분할 되었고, 양사가 각각 2021년 1월 25일에 재상장되어 거래가 재개되었다. 따라서 동사에 대한 주가분석은 2021년 1월 25일 이후부터로 한다.

그림 1-4. 주가 추이

(단위: 원)



출처: 한국거래소, SMIC 2팀

① `21.01 ~ `21.05: 분할 이후, 지주회사라는 점을 감안하고도 과도하게 저평가 되어있다는 의견이 지배적이어서 해당 기간동안 동사의 주가는 꾸준히 상승하는 추세를 보였다. 특히 3월 중순 에틸렌 가격의 폭등과 함께 동사가 50% 지분을 보유하고 있는 여천NCC의 실적 전망이 매우 좋았으며, 4월에 진행된 현물출자 유상증자([2.1.2.]에서 후술) 이후 대주주 및 기관의 지분 방어를 위한 매수가 이어졌다.

② `21.05 ~ `21.06: 코로나19로 인해 침체된 증권시장 보호를 위해 중단되었던 공매도가 5월부터 재개되었으며, 동사의 주가는 그로 인해 직격탄을 맞았다. 2021년 1분기 순이익 실적은 컨센서스를 상회하였지만 비경상적인 수익을 제한 경상적인 수익만을 볼 때 기대치에 미치지 못했기 때문이다. 이에 외국인 및 기관 투자자들이 적극적으로 공매도를 실행하였다.

③ `21.06 ~ `22.01: 그렇다할 주가 상승 동인이 없었고, 외국인 및 기관 투자자들의 공매도는 계속되어 주가는 꾸준히 하락하였다. 특히 유가 상승 및 한국과 중국 등 아시아 에틸렌 설비 증가로 인한 화학제품 시황 약세가 하락 모멘텀을 형성하여 비교적 긴 기간동안 주가 조정을 받았다.

④ `22.01 ~ `22.05: 유가가 급증하고 공매도는 꾸준히 진행되었으나 주가는 보험세를 유지하였다. Kraton 인수로 인한 유가 리스크 헷지 및 매출 상승 기대가 일부 반영되었고, 주가가 6만원대에서 지지선을 형성하여 지속적인 저점 매수가 이루어졌기 때문이다. 하지만 시장의 관심 부족으로, 전보다 거래량은 늘었으나 아직 적극적인 매수세에 진입하지는 않았다.

## 2. DL, 좋은 지주사가 맞나요?

이제 동사는 지주사로서 제 가치를 받을 때도 되었다. 지배구조의 개선, 성공적인 M&A로 지긋지긋한 저평가의 터널을 나올 준비는 끝마쳤다. 자, 빛이 보이기 시작한다.

### 2.1. 개선된 지배구조, 여전히 할인된 기업가치

동사는 대대적인 지배구조 개편을 단행함과 동시에 주주 친화적 행보를 보이고 있다. 동사가 이만큼의 체질 개선을 했음에도, 아직 주가에는 반영이 되지 않은 모습이다.

#### 2.1.1. DL그룹의 승계과정과 무시 못할 2대 주주

동사의 지배구조  
: 대림의 지배구조  
이해 필요

[그림 1-1]에서 볼 수 있듯이, 대림은 DL그룹 최정점에 위치한 지배회사다. DL그룹 오너일가가 대림을 소유하고, 대림이 지주회사인 동사의 최대주주로 있다. 그리고 동사는 산하에 DL그룹의 주요 계열사들을 가지고 있다. 그룹 전체로 보면 동사의 위치는 중간 지주회사에 가깝다고 볼 수 있다. 따라서 동사의 지배구조를 볼 때에는 대림의 지배구조에 대한 이해가 선행되어야 한다.

이해욱 회장의 경영권  
승계 과정

현재 대림(대림코퍼레이션)의 1대 주주로 자리한 이해욱은 DL의 창업주 이재준의 손자이다. 2004년 기준으로 이해욱의 지분은 거의 없었지만, 2008년과 2015년 이해욱이 운영하던 개인회사 대림H&L과 대림I&S가 대림코퍼레이션에 합병하면서 대림코퍼레이션 내 이해욱의 지분은 52.26%로 올라섰다. 그리고 2019년 1월, 이해욱은 2010년 부회장으로 승진한 지 9년 만에 대림그룹의 회장으로 승진했고, 이를 통해 3세 경영체제를 완전히 갖췄다.

그림 2-1. 대림(구 대림코퍼레이션) 주식 소유현황

2004		2015		2017		2019		2022	
주주명	지분율	주주명	지분율	주주명	지분율	주주명	지분율	주주명	지분율
이준용	89.8%	이해욱	52.3%	이해욱	52.3%	이해욱	52.3%	이해욱	52.3%
오라관광	9.1%	이준용	37.7%	통일과나눔	32.6%	KCGI*	32.6%	에코그란데	19.0%
이해승	1.1%	오라관광	4.3%	대림문화재단	6.2%	대림문화재단	6.2%	중소벤처공단	7.6%
		대림학원	3.2%	오라관광	4.3%	자기주식	5.1%	대림문화재단	6.2%
		대림문화재단	1.2%	대림학원	3.2%	대림학원	2.7%	자기주식	5.1%
		기타	1.4%	기타	1.4%	기타	1.1%	기타	9.8%

출처: DART, SMIC 2팀

2대 주주에 주목!

대림코퍼레이션의 지배구조에서 눈여겨보아야 할 점은 2대 주주이다. 이해욱 회장의 부친 이준용 명예회장은 2015년 대림코퍼레이션의 지분 32.65%를 통일과나눔 재단에 기부했다.

경영 효율 개선 필요,  
거버넌스 이슈 존재

당시의 대림그룹은 그룹 내에서 계열거래에 기반한 매출 비중이 높다는 점, 사업간 시너지가 적은 건설업과 석유화학업이 혼재되어 있다는 점에서 경영 효율성 개선이 필요했다. 또한 공정위 고발, 세무조사 등의 거버넌스 관련 이슈도 존재했다.

KCGI가 2대 주주로  
등장

2019년, 이를 문제삼고 나선 KCGI가 대림그룹의 2대 주주로 등장했다. 통일과나눔의 대림코퍼레이션 지분을 전량 인수한 것이다. KCGI는 대림그룹 내에 잔존하는 경영 비효율성을 개선

하고 투명한 기업문화를 정착시켜 지배구조 개선을 이루고자 했다.

신임 회장의 개혁  
+ 행동주의 PEF 존재  
⇒ 지배구조 개선 시작

이후 대림코퍼레이션은 대림산업에 대한 인적분할 및 물적분할을 단행하여 지배구조를 개선해나가기 시작했다. 이는 새로운 그룹 회장의 개혁, 2대 주주로서 행동주의 PEF의 존재에 의한 결과라고 해석된다.

### 2.1.2. DL의 지배구조 개편

대림의 큰 고민  
: 동사에 대한 지배력 약함

대림이 가졌던 가장 큰 고민 중 하나는 동사(DL)에 대한 지배력이 약하다는 점이었다. 대림코퍼레이션 시절부터 대림산업에 대한 지분은 21.67%였는데, 2019년 7월에는 대림산업에 대한 외국인 지분율이 50%를 넘어서면서 그룹 전체 지배구조가 흔들릴 가능성이 제기된 것이다. 당시 대림산업의 2대 주주였던 국민연금(지분율 12.7%)이 한진칼의 경우처럼 주주이익을 극대화하는 방향으로 의결권을 행사할 가능성이 커지면서 외국인의 매수세가 이어졌다.

불안정한 지배구조  
→ 주가 눌림  
→ 주주도 좋지 않음

그러나 이는 사실 대림산업의 주주 입장에서도 그렇게 좋은 상황만은 아니었다. 대림산업의 주가 상승이 대주주 입장에서는 지배구조 개편에 걸림돌이 되기 때문에 주가를 누르려는 움직임이 계속해서 나타날 것이라는 것이 그 이유다. 따라서 대림그룹의 오너 뿐만 아니라 주주 입장에서도 지배구조의 안정화는 필요한 수순이었다.

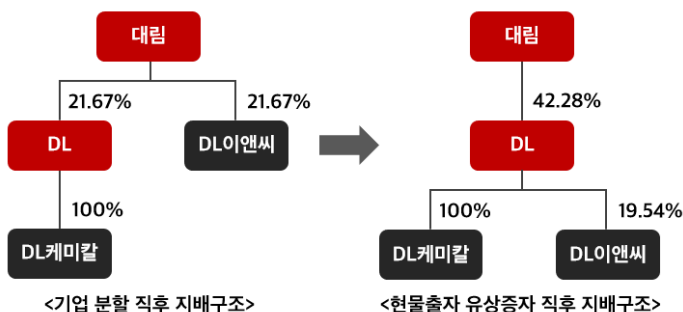
인적분할 후 주식교환  
→ 지분 한 곳에 집중  
→ 지배력 강화

대림은 지배력 강화의 방법으로 인적분할 후 주식교환을 통해 한 곳에 지분을 집중하는 방안을 선택했다. 동사 아래로 DL이앤시를 품어야 하는 과제가 생긴 것이다. 인적분할 특성상 대림은 동사와 DL이앤시의 지분을 동일하게 21.67%씩 들고 있었다. 지주사 지분만 가지고 있으면 되는 대림은 회사가 보유한 DL이앤시 주식을 동사에게 넘기고 이를 대가로 동사의 신주를 받기로 했다. 이것이 바로 2021년 4~5월 동사의 현물출자 유상증자가 이뤄진 배경이다.

대림의 동사 지분율  
두배 가량 상승

유상증자 이후 동사에 대한 대림의 지분율은 21.67%에서 42.28%로 상승했다. 또한 동사는 DL이앤시 지분의 19.54%를 소유하게 되었다.

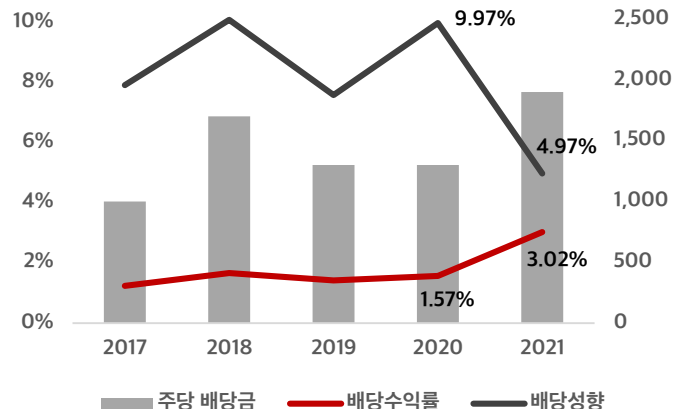
그림 2-2. DL의 지배구조 개편



출처: DART, SMIC 2팀

그림 2-3. DL의 배당 추이

(단위: %, 원)



출처: DART, SMIC 2팀

## 2.1.3. 이제 개편은 끝났고, 주주와 오너의 이해관계 합치 시작

배당금 인상  
+ 영업활동 투자 여유

2021년 동사는 주당 배당금을 기존 1,300원에서 1,900원으로 대폭 올렸다. 이를 통해 배당 수익률은 3.12%로, 1.57%였던 전년 대비 두 배 가량 증가했고, 2017년부터 2020년까지의 평균치인 1.47%과 비교했을 때도 상당히 높았다. 반면 배당성향은 4.97%로, 9.97%였던 전년 대비 절반 가량 줄었으며, 2017년부터 2020년까지의 평균치인 8.88%보다도 많이 낮았다. 이는 지주사로서 주주 이익 증대를 위해 배당금을 유지하면서도 자회사의 영업활동에 대한 투자를 더 늘릴 수 있는 배경이 된다.

배당성향 10% 계획  
& 배당 늘려도 여유  
→ 배당 충분히 유지

동사가 향후에도 배당을 유지할 여지는 충분해 보인다. 2021년 동사는 주주의 예측가능성 제고를 목적으로 향후 3개년('21년~'23년) 배당정책을 안내했다. 해당 공시에서 동사는 현금 흐름, 재무구조, 투자 계획 등을 감안하여 **배당성향 10% 수준으로 현금 배당을 계획**하고 있다고 밝혔다. 그 후 2021년, 50% 가까이 되는 배당 인상률을 보였음에도 순이익의 증가로 배당성향은 목표한 10%의 절반이었다. 2022년 온기 순이익이 전년보다 절반 감소해도 배당금이 동일하다면 배당성향은 약 10%이다. 따라서 **자회사에 대한 투자 및 M&A로 순이익에 변동이 생겨도 배당금을 유지할 가능성이 높다고** 판단된다.

오너 일가 이해관계  
→ 주주 환원 정책

주주 환원 정책을 적극적으로 실시하는 것은 **오너 일가의 이해관계에** 의한 것도 있다. 이들의 이해관계가 때로는 주주에게 좋지 않은 영향을 미칠 때도 있지만, **이해관계의 방향이 같을 때에는 오히려 주주의 이익을 보장하는 확실한 유인**이 된다.

완전히 안정되진 않은  
경영권, 공격받을 가능성 존재

현재 동사의 지분 구조는 이해육 회장을 포함한 오너 일가가 지배하고 있는 대림이 42.28%, 연기금이 8.26%이다. **대림의 특수관계인, 동사의 자기주식까지 합했을 때 43.47%**로, 적지 않은 비중이라 할 수 있으나 **경영권이 완전히 안정되었다고 보긴 힘들다.** 이에 과거 삼성물산-제일모직 합병 당시 헤지펀드 엘리엇의 사례처럼 **경영권 공격을 받을 가능성이 존재**한다. 그렇기 때문에 동사는 할 수만 있다면 경영권을 더욱 안정시키려 할 것이다. 경영권을 안정시키기 위해서는 두 가지 방안이 존재하는데, 하나는 동사에 대한 DL그룹의 지분을 높이는 것이고, 다른 하나는 연기금이 DL그룹의 편이 되도록 하는 것이다.

경영권 안정화 방안 1)  
: 자사주 매입/소각

첫 번째 방법의 구체적인 예로 **자사주 매입 및 소각**을 들 수 있다. 대림 등의 특수관계인이 동사의 지분을 추가 매입하는 방안도 있으나, 주주 친화적 정책을 하겠다는 기존 회사의 방침과 결이 다르기 때문에 대주주의 지분을 늘리기는 매우 어려울 것으로 보인다. 자사주 매입 및 소각을 하게 되면 유통 주식 수의 감소로 주식 가치가 올라가기에 주주의 이익이 증대된다. 따라서 이 방법을 통해서 **동사는 경영권을 안정시키면서도 주주를 위한 정책을 하고 있다고 평가**받을 수 있다.

경영권 안정화 방안 2)  
: 연기금 내편 만들기

두 번째로, DL그룹이 주주총회에서 **연기금의 찬성표를 얻기 위해서는 현재 대림이 지배하고 있는 동사가 누구보다 주주의 이익을 생각한다**는 스탠스를 취해야 한다. 연기금은 2021년 12월 가지고 있는 동사 지분의 보유 목적을 단순투자 목적에서 일반투자 목적으로 변경했다. 언제든지 의결권을 행사할 수 있게 된 것이다. 의결권 행사 가이드라인에서 연기금은 의결권 행사기준의 기본 원칙에 대해 '주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우'에만 찬성하도록 명시했다. 따라서 **다른 누군가가 경영에 개입할 필요 없이 기존에**

도 주주 이익을 잘 챙기고 있다는 것을 보여준다면 연기금은 굳이 외부인의 손을 들어주지는 않을 것이다.

두 방안 모두 주주 친화 정책을 펼쳐야 함

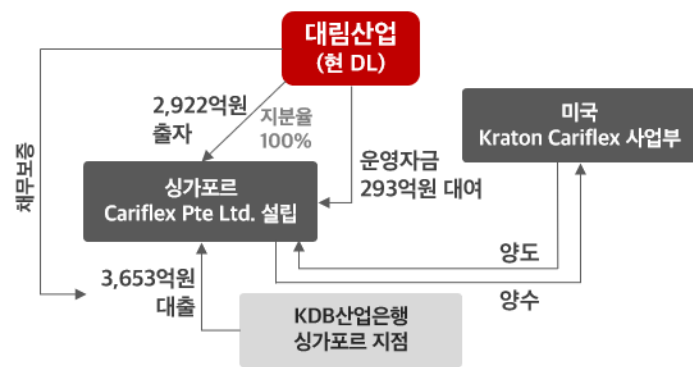
어느 방향이든, 동사가 주주에게 이득인 정책을 펼쳐야 함에는 변함없다. 그렇기 때문에 동사가 앞으로도 배당을 유지하고, 자사주 매입도 할 수 있을 것이라는 전망은 합리적이다.

## 2.2. 성공적 M&A, 저평가의 터널 너머

성공적 M&A 사례, 지주사로서 능력 입증

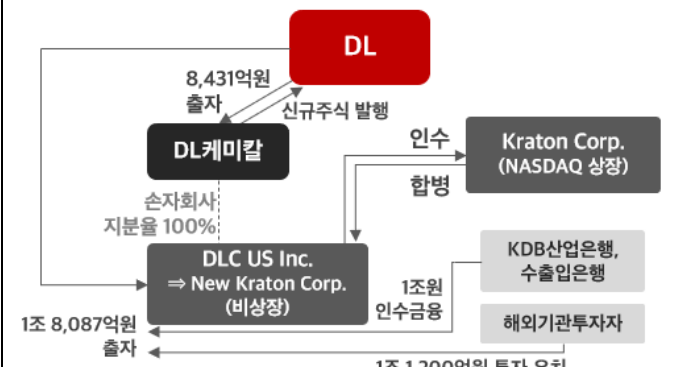
동사는 최근 DL케미칼과 관련하여 두 차례의 M&A를 성공시켰다. 그룹 내부적으로 이루어지는 M&A를 제외하면 근 20년만에 그럴듯한 M&A가 이루어진 것이다. M&A의 성공으로, 동사는 신사업 운영 능력을 입증받았고, 지주사로서 충분한 자금조달 능력이 있음을 보여주었다. 본 절에서는 Cariflex, Kraton의 사례를 통해 동사가 지금보다 더 높은 평가를 받아야 한다는 점에 대해 드러냄과 동시에, DL케미칼이 상장할 수도 있지 않냐는 우려를 해소하고자 한다.

그림 2-4. Cariflex M&A 구조



출처: SMIC 2팀

그림 2-5. Kraton M&A 구조



출처: SMIC 2팀

### 2.2.1. Cariflex 인수: 성공적 M&A 시작

Cariflex 인수  
→ 신소재 관련 기술 및 생산공장 확보

동사는 2019년 10월 Kraton의 Cariflex 사업부를 약 5억 3,000만달러(약 6,312억원)에 인수했다. 싱가포르에 'Cariflex Pte Ltd.'를 설립하고, 이를 Kraton의 Cariflex 사업부와 양도 및 양수를 하여 당시 대림산업의 자회사로 편입한 것이다. 이 인수로 동사는 PB(폴리부텐) 등 기존 범용 석유화학 제품 뿐만 아니라 신소재 관련 기술과 생산공장을 확보했다.

매출 1년만에 31% ↑  
→ 신사업 운영 능력

동사는 Cariflex의 매출을 1년 만에 31% 성장시키며 신사업 운영 능력을 증명했다. 2020년 Cariflex의 매출은 1,988억원이었으나 인수 이후 생산 및 판매가 대폭 늘어 2021년 2,609억원을 기록하였다.

### 2.2.2. Kraton 인수: 지주사로서 자금 조달 능력 입증 + 전사 포트폴리오 레벨업

Kraton 인수  
→ 매크로 영향 적은 제품 포트폴리오 구축

2021년 말, DL케미칼은 미국의 Kraton을 약 16억 달러(약 1조 9,000억원)에 인수한다고 밝혔다. 모회사인 동사의 시가총액보다도 큰 금액의 인수 규모였다. Kraton은 미국의 고부가가치 석유화학 업체로, 소나무 펄프를 생산하는 과정에서 나오는 부산물을 정제해 화학제품을

만드는 최대 규모의 바이오 케미칼 회사로 잘 알려져 있다. 이에 동사 및 DL케미칼은 매크로 변수의 영향을 덜 받는 제품 포트폴리오를 구축([3.2.]에서 후술)할 수 있게 되었다.

약 2조원의 대형 M&A  
→ DL케미칼 단독으로  
한계

하지만 DL케미칼이 가지고 있는 현금만으로는 2조원에 가까운 대형 M&A가 어려웠다. 2021년 1월까지만 하더라도 DL케미칼의 현금 및 현금성자산은 2,000억원 수준에 불과했기 때문이다. 지주사로서 동사가 가지는 충분한 자금 조달능력을 바탕으로 DL케미칼을 지원하지 않았다면, 해당 인수는 불가능했을 것이다.

지주사로서 동사가 가  
지는 충분한 자금 조달  
능력

동사는 DL케미칼에 두 차례에 걸친 주주배정방식 유상증자를 통해 자금을 지원했다. DL케미칼은 동사와 대립만 지분을 가지고 있는 비상장 회사이므로 유상증자라는 방식으로 지주사에서 자유롭게 계열사 간 자금 이전을 할 수 있는 것이다. DL케미칼의 유상증자를 통해 당해 상반기 말 DL케미칼의 현금 및 현금성자산은 9,208억원까지 증가했다. 이렇게 유상증자를 통해 증가한 현금과 DL케미칼이 자체 영업활동으로 벌어들이는 현금, 그리고 동사가 인수금융을 통해 총당한 나머지 1조억원 및 1조 1,200억원의 해외기관 투자 유치를 통해 DL케미칼은 거대한 미국 기업을 자회사로 편입시킬 수 있었다.

### 2.2.3. 우려 씻기: DL케미칼 상장하는 것 아닌가요?

DL케미칼 상장 우려  
: 가능성 희박

이쯤 되면 동사가 DL케미칼을 상장해버리는 것은 아닌지에 대한 우려가 들 수 있다. 애지중지 키워오던 핵심 자회사가 상장을 한다면 동사의 투자 매력도는 다소 떨어질지도 모른다. 그러나, 동사가 DL케미칼을 상장시킬 가능성은 희박해보인다.

자회사 IPO 목적  
: 성장성 좋은 사업의  
신규 투자금 유치

우선 물적분할 후 IPO의 본질에 대해 살펴볼 필요가 있다. 기업이 자회사를 상장하는 가장 큰 이유는 공모를 통한 신규 투자금 유치이다. 일례로, 이번 1월 LG화학으로부터 물적분할 후 IPO를 진행한 LG에너지솔루션은 장장 10조원에 이르는 공모금액을 상장과정에서 받았다. 전기차 시장 성장과 함께 2차전지 시장이 성장했고, 그 시장의 Top-pick이었던 LG에너지솔루션은 역대 최고 공모금액이라는 기록을 남겼다. 이처럼 미래 성장성이 좋은 사업이라는 점을 어필하여 투자를 얻어내는 것이 물적분할 후 IPO의 핵심이다.

물적분할 후 상장  
→ 주주들로부터 비난

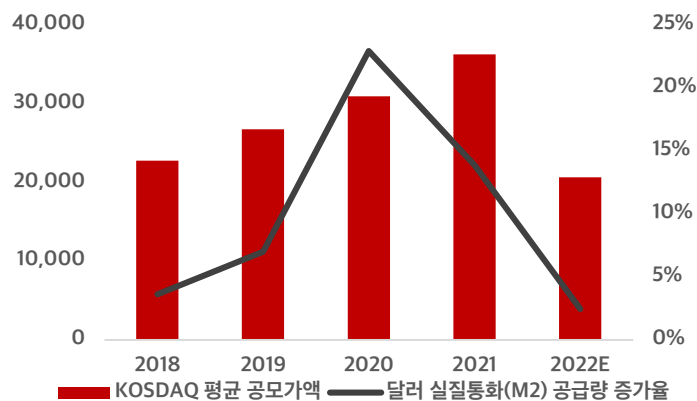
LG에너지솔루션처럼 물적분할 후 상장하는 방식은 주주들로부터 비난을 많이 받는 방식이다. LG화학의 배터리사업부를 보고 투자한 사람들은 LG에너지솔루션 상장 과정에서 자신이 보유한 주식 가치에 대해 아무 보장도 받지 못하기 때문이다. 동사의 경우에서도 석유화학 사업을 영위하는 자회사를 보고 투자한 주주들이 상당수인데 갑자기 그 자회사가 상장한다면 위와 같은 소요를 피할 수가 없을 것이다.

지금도 지원 능력 충분  
→ 상장 유인 X

그런 점에서 볼 때 DL케미칼은 상장되기 어렵다. 지금도 지주사로부터 주주배정 유상증자라는 방식으로 충분히 지원받을 수 있는 상황에서 굳이 비난을 받아가면서까지 DL케미칼을 상장시킬 유인이 없다. [2.2.2.]에서 볼 수 있듯이, 공격적인 M&A를 위해 절대적인 자금이 필요할 때 지주사인 동사가 자회사에 충분히 지원을 할 수 있었다는 점은 지금의 체계에서도 사업을 잘 할 수 있다는 것을 방증한다.

그림 2-6. 평균 공모가액 및 유동성 지표

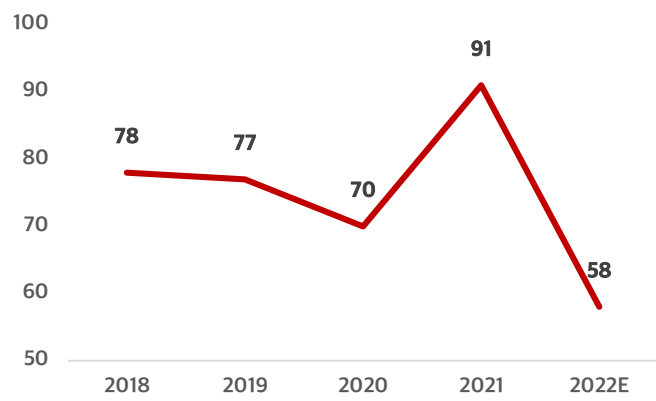
(단위: 백만원, %)



출처: KRS, FED, SMIC 2팀

그림 2-7. 신규 상장 주식 추이

(단위: 개)



출처: KIND, SMIC 2팀 추정

## 유동성 위축

→ IPO 시장 침체

→ 공모가액, 신규상장 ↓

2022년 미국 연준의 금리 인상이 본격화되면서 전세계적으로 유동성이 대폭 위축되기 시작했고, IPO 시장은 예전 유동성 호황기만큼 활발하지 않게 되었다. 이에 평균 공모가액과 신규 상장 주식 수 모두 2022년 대폭 감소하였다. 이러한 추세는 수 년간 지속될 것으로 전망된다. 그렇기에 상장을 한다고 해도 예전만큼 투자 자금을 많이 모으지는 못할 것이다. 어차피 유상증자를 통해 자금 조달이 원활했으므로 상장이라는 선택지에 대한 매력은 더욱 떨어진다.

## 석유화학: 시클리컬

→ 상장을 통한 투자 유치에 적합하지 않음

더군다나 석유화학 업종은 근 5년간 신규 상장한 기업이 하나도 없다. 상장을 통해 투자를 성공적으로 유치하려면 그 회사가 성장성이 있다는 점과, 그러기 위해서는 투자자들의 자금이 필요하다는 것을 보여줘야 한다. 석유화학은 시클리컬 업종이라 성장성을 보여주는 데 제약이 존재한다. 사업 유지를 위해 이익 체력 대비 많은 돈이 필요한 것도 아니다. 기본적으로 생산설비의 내용연수가 굉장히 긴 편이며, 수요와 공급이 일정한 주기로 맞물리기 때문에 CAPA 증설이 장기적인 계획 아래 신중히 이뤄지기 때문이다.

## 향후 M&amp;A의 긍정적 전망을 제시하는 논리

: 실적 장세에서 설득하기 매우 어려움

Cariflex와 Kraton을 M&A 한 것처럼 앞으로도 DL케미칼이 M&A를 할 것이기 때문에 투자 자금이 많이 필요하고, 이번처럼 성과도 잘 낼 것이라는 점을 투자자들에게 보여주면서 상장을 시킬 수도 있지 않겠냐는 반박 또한 있을 수 있다. 그러나, 투자자들을 설득하기 위해 입증해야 하는 조건들이 가뜰이나 까다로워진 요즘 장세에서 이 논리만으로 투자를 성공적으로 유치하기에는 상당히 무리가 있어 보인다.

따라서, 향후 수년간 DL케미칼이 상장할 가능성은 없다.

동사가 지배구조를 개선하고, 주주친화적 정책을 펼치며, 성공적인 M&A들을 통해 지주사로서 지속적인 성장성을 보여주는 것은 그동안 '한국의 지주사'가 가져왔던 과도한 NAV 할인율을 줄이는 요인이다. 얼마나 더 높은 평가를 받아야 하는지에 대해서는 [6.4.]에서 후술한다.

### 3. 제대로 보자 DL케미칼

DL케미칼은 동사의 가장 큰 사업회사이다. 2021년 별도 법인으로 출범 이후 더 많은 정보가 공시되고 있으나, 공시되는 손익계산서는 DL케미칼의 사업 역량을 온전히 드러내지 못하고 있다. DL케미칼의 감춰진 실력을 밝혀보고자 한다.

#### 3.1. 석유화학산업과 DL케미칼

##### 3.1.1. 석유화학산업 개요

업스트림  
: 화석연료 → 기초원료  
다운스트림  
: 기초원료 → 최종제품

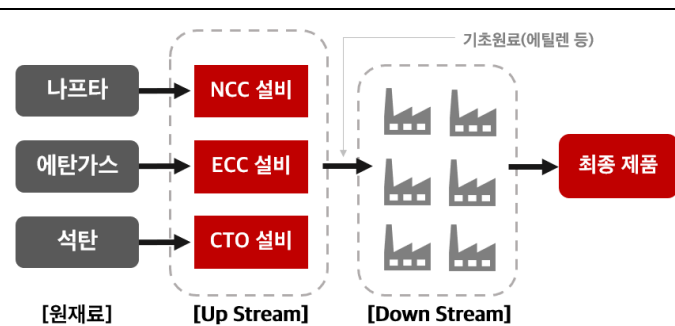
석유화학산업은 석유, 천연가스, 석탄 등의 화석원료를 이용하여 다양한 플라스틱 소재를 만드는 산업이다. 화석원료에서 다양한 기초원료를 추출하는 과정을 석유화학산업의 업스트림, 그 기초원료를 이용하여 더욱 다양한 소재를 만드는 과정을 다운스트림으로 분류한다.

업스트림에 속하는 사업은 NCC(Naphtha Cracking Center), ECC(Ethane Cracking Center), CTO(Coal to Olefin) 공정이 대표적이다. 우리나라를 포함한 비산유국이 주로 운영하는 공정은 이 중 나프타를 원재료로 사용하는 NCC이다. 나프타는 원유의 정유 과정에서 추출되는 부산물이기에 나프타의 가격은 유가와 강하게 연동되며, 그에 따라 NCC를 운영하는 업체들은 유가 상승 시기에 원재료비 상승의 압력이 존재한다. 반대로 유가가 낮아질 때는 NCC업체의 수익성이 개선된다.

NCC기반의 사업은 업스트림, 다운스트림 둘 모두 유가에 취약

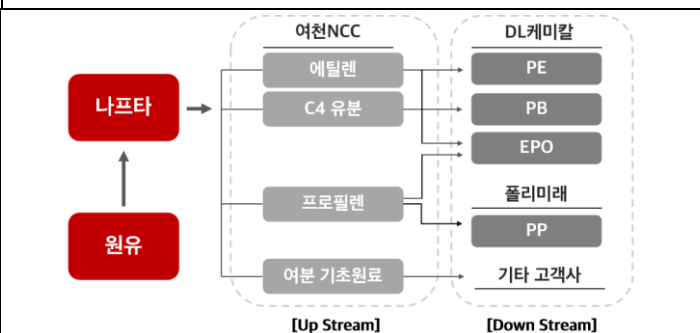
다운스트림에 속하는 사업은 업스트림 공정에서 원료를 공급받아 다양한 소재를 생산한다. 합성수지, 합섬원료, 합성고무라고 분류되는 소재들이 다운스트림 사업의 제품이며, 석유화학산업의 최종 제품이다. NCC공정에 기반한 원료를 사용하는 다운스트림 업체는 NCC업체와 마찬가지로 원유 가격이 상승할 때 원재료비 상승의 부담이 있다. 물론 판가도 함께 인상되지만, 공급이 특히 부족한 상황이 아니라면 비용 상승을 상쇄할 만큼의 판가 인상은 어려워 마진 스프레드가 악화된다. 따라서 NCC 기반의 석유화학 업체는 유가가 낮은 시기에 안정적인 수익성을 누린다.

그림 3-1. 석유화학 산업의 업스트림 - 다운스트림



출처: SMIC 2팀

그림 3-2. DL케미칼과 관계기업의 밸류체인



출처: DL, SMIC 2팀

##### 3.1.2. DL케미칼의 밸류체인

DL케미칼의 주 제품  
: PE, PB

DL케미칼은 아래에 여러 자회사와 관계사를 두고 있는데, 별도 실체만으로도 DL 전사 매출의 62%, 영업이익의 45%를 기여하고 있다. 주요 제품은 PE(폴리에틸렌), PB(폴리부텐),

EPO(합성오일)등의 최종제품이고, 원재료는 NCC 공정에 기반한 에틸렌, C4유분, 프로필렌 등이다. 생산능력은 연산 기준 PE 7만 톤, PB 20만 톤, EPO 5천 톤이다.

위 같은 설명만 보면 DL케미칼은 두어 종류 제품만을 제조하는 다운스트림 업체로 보이나, 실상은 그렇지 않다. DL케미칼은 업스트림부터 다운스트림까지의 사업을 모두 갖춘 석유화학 기업이다.

국내 3위 규모 NCC,  
여천NCC의 공동주인  
→ 원재료 수급 내재화

DL케미칼은 한화솔루션과 50%씩의 지분을 투자하여 '여천NCC'라는 NCC 기업을 설립하였다. DL케미칼은 여천NCC의 대주주로서 여천NCC에서 생산하는 기초원료를 안정적으로 수급할 수 있을 뿐 아니라, 여천NCC가 버는 돈의 50%를 지분법손익으로 취한다. 여천NCC는 에틸렌 기준 연산 229만 톤으로 국내 3위의 에틸렌 생산능력을 갖추고 있다.

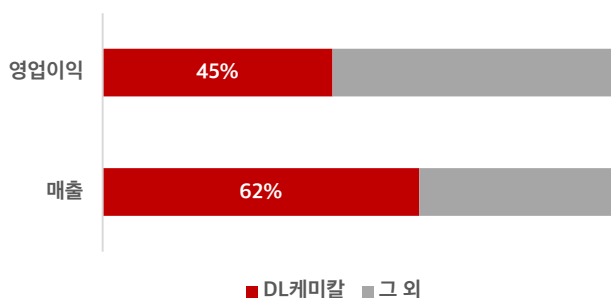
국내 1위 PP생산기업,  
폴리미래의 공동주인  
→ 제품 다각화

또한 네덜란드의 석유화학기업 LyondellBasell과 50% 씩 투자하여 설립한 '폴리미래'도 있다. 폴리미래는 프로필렌을 원료로 PP(폴리프로필렌)를 생산하는 다운스트림 기업이다. 폴리미래 또한 DL케미칼과 마찬가지로 여천NCC에서 원료를 안정적으로 수급할 수 있고, 벌어들인 돈의 50%는 DL케미칼에 지분법손익으로 인식된다. 연간 PP 생산능력은 관계기업을 포함해 113만 톤으로, 국내 PP 생산의 25%를 차지한다.

종합 석유화학기업,  
DL케미칼

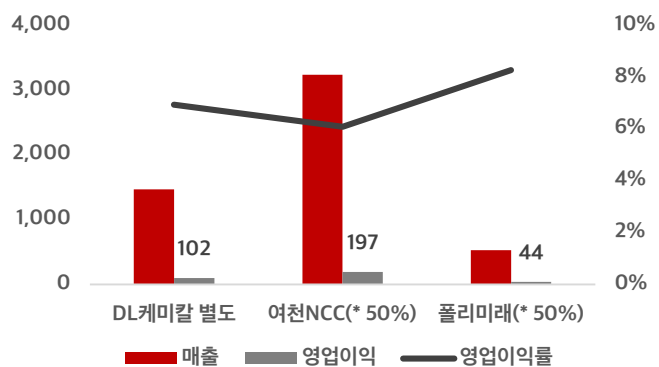
두 공동기업이 있기에, DL케미칼은 기초원료 생산부터 최종제품 제조까지 석유화학 밸류체인 의 전 영역에 걸친 사업 영역을 영위하는 종합 석유화학기업이나 다름없다. 게다가 여천NCC와 폴리미래의 영업 규모는 상당히 큰 편으로, 지분을 50%를 감안하여도 전사 차원에서 상당히 유의미한 영업 실적을 보여준다.

그림 3-3. 2021년 DL 재무성과 내 DL케미칼(별도) 실적 기여도



출처: DL, SMIC 2팀

그림 3-4. 2021년 DL케미칼 및 관계기업 매출 (단위: 십억원)



출처: DL, SMIC 2팀

### 3.2. DL케미칼, 반쪽짜리 석유화학기업?

DL케미칼의 손익계산서상에서는 이러한 내재화 및 제품 다양화의 내실이 드러나지 않는다. 여천NCC와 폴리미래가 연결 대상 법인이 아니기 때문이다. 그 탓에 DL케미칼은 얼핏 보서는 반쪽짜리 다운스트림 기업으로 보인다. 손익계산서로만 DL케미칼의 매출 규모 및 수익성을 들여다보면 현격히 저평가된 숫자만이 보인다.

### 3.2.1. 다운스트림 마진만이 반영된 수익성 지표

NCC공정 내재화로  
마진 확대

업스트림 NCC 사업이 반영되지 않은 DL케미칼의 실적은 실제 체력보다 매우 저평가된 수치일 수밖에 없다. 1차 원료부터 가공하여 최종제품을 만드는 것과, 2차 원료를 공급받아서 최종제품을 만드는 것의 차이는 당연히 매우 크기 때문이다. 이는 아래 <그림 3-5>을 보면 직관적으로 이해할 수 있다. 그림에서 보다시피 업스트림부터 다운스트림까지의 단계를 모두 내재화했을 때 석유화학기업이 누리는 마진은 훨씬 커지고, 이것이 DL케미칼의 실제 수익성이다.

### 3.2.2. 여천NCC의 기초원료 판매 수익 누락

기초원료도 판매하면서,  
또 다른 수익 발생

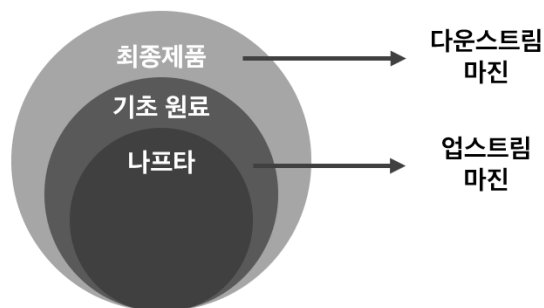
또한 NCC 공정을 내재화한 석유화학기업은 제품용 원료 자급만을 위해 NCC를 운영하지 않는다. 자급하고 남은 기초원료 여분을 외부에 판매하여 추가적인 매출을 올리는데, 그 규모가 매우 크다. 최종제품만 파는 것이 아니라, 기초원료도 판매하면서 업스트림 마진을 또 한번 누리는 것이다.

DL케미칼과 마찬가지로 NCC를 운영하고 있는 롯데케미칼을 들여다보자. 2021년 롯데케미칼의 매출 중 기초원료 판매는 3.9조 원으로 32%의 비중을 차지했다. 원유가가 낮아서 기초원료 - 나프타의 스프레드가 더 좋았던 2020년에는 그보다도 높은 6.4조 원, 매출 비중 43%였다. 이렇듯 NCC를 보유한 석유화학기업에게 기초원료 판매는 사업의 큰 축을 차지한다.

다 같이 하는데!  
하나로 보면 좋을텐데!

여천NCC 또한 외부 판매로 얻는 매출이 매우 크다. 2021년 매출 6.5조 원 중 한화솔루션과 DL케미칼 향으로 발생한 매출은 2조 원 가량이고, 그 외 4.5조 원의 대부분은 외부로 발생한 매출이다. 여기서 생기는 이익은 지분법을 고려하여 최종적으로 동사의 이익으로 인식되지만, 물론 DL케미칼의 영업 실적에는 반영되지 않고 있다. DL케미칼이 공동 주인으로 운영하며 지리적으로도 같은 회사처럼 붙어서 유기적으로 사업을 영위하는데, 연결 대상이 아니라는 이유로 하나의 사업으로 보지 못하고 있다니 이 얼마나 아쉬운 일인가.

그림 3-5. 석유화학기업의 마진 구조



출처: SMIC 2팀

그림 3-6. NCC 운영 석유화학기업의 수익 구조



출처: SMIC 2팀

## 3.3. 세 기업이 합쳐진 실질을 보자

여천NCC, 폴리머래  
: 연결로 안잡힘

### 3.3.1. 힘을 숨기고 있는 손익계산서

회계기준이 너무나도 야속하여라. DL케미칼 별도실체와 여천NCC, 폴리미래는 **모두 같은 실질의 석유화학 기업**임을 살펴보았지만 손익계산서상 이들의 이익은 한참 아래에 위치한 지분법손익에 반영된다. 여천NCC와 폴리미래는 회계기준상 연결대상 종속기업이 아닌 지분법적용대상 공동기업에 해당한다.

실제보다 초라해보이는 실적

이는 DL케미칼이 가지고 있는 힘에 비해 현저하게 초라한 실적을 보여주게 된다. 여천NCC의 2021년 매출액은 6조 원이 넘으며 폴리미래의 매출액도 1조 원이 넘는다. DL케미칼의 별도 기준 매출액은 1조 4천억 원으로 지분율을 고려하여도 너무 초라한 숫자이다. 당연하게도, 영업이익단까지도 전혀 반영이 되지 않는다. 또한 DL케미칼 별도실체는 <그림 3-5>의 다운스트림 마진 부분만을 영업이익으로 인식하므로 타 석유화학 회사에 비해 낮은 수익성을 가지고 있다는 부당한 평가를 받게 한다.

### 3.3.2. 조금 더 넓게 보자

실질적으로는 하나의 사업체

상기한 이유가 DL케미칼에 대한 저평가 요인이며 곧 DL에 대한 저평가 요인으로 작용하였다. 하지만 **사업의 실질은 물론, 재무적 실질 차원에서도 DL케미칼과 공동기업들은 하나의 실체**이다. 이는 기존까지의 저평가가 부당하다는 것을 의미하며 구체적으로는 다음과 같은 이유가 있다.

#### 1) 결국 당기순이익에는 반영된다.

2021년 지배구조 개편 등을 통해 현재 동사의 영업외손익은 중단영업처분손익 등 왜곡이 심하다. 하지만 점차 재무상황이 안정화된다면 영업이익보다는 당기순이익이 동사의 이익 체력을 보여주는 지표가 될 것이다. 이는 비경상적 이유가 아닌, **정당하게 높은 ROE를 보여줄 것**이고 이를 반영한 리레이팅이 이루어질 것이다.

#### 2) 현금흐름 또한 하나의 실체임을 보여준다.

여천NCC와 폴리미래의 이익은 결국 남의 이익이며 지분법이익으로 명목상으로만 인식된다고 생각할 수도 있겠다. 결국 내 주머니에 돈이 들어와야 하지 않냐는 우려인데 전혀 문제되지 않는다. 이들은 모두 상법상 의무적으로 보유해야 하는 법정준비금을 초과하여 적립해 두었기 때문에 **당기순이익을 모두 배당금으로 처분**한다. 결국 내 자식이 버는 돈이 전부 내 주머니에 들어오는 것이다.

### 3.3.3. 힘을 숨기지 않은, 실질을 반영한 손익계산서

실질적 이익체력 반영, 손익계산서 작성

상기한 이유로 이러한 실질을 반영한 실체의 손익계산서를 작성한다. 이는 회계기준에 부합하지 않지만 **실질적인 이익체력을 반영**하므로 다른 석유화학 기업과 동사를 비교할 때 적절할 수 있다. 작성에 사용된 논리는 다음과 같다.

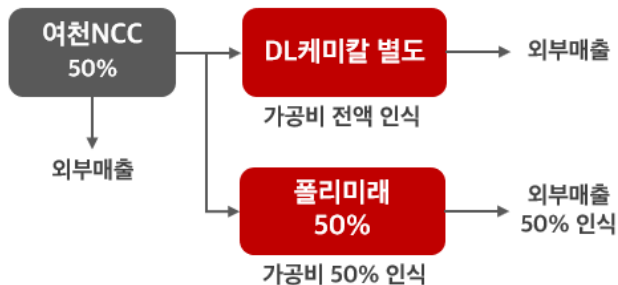
#### 1) 매출액

매출액은 외부로 판매되는 세 가지 경로를 고려하였다. DL케미칼 별도실체의 매출액은 전부 반영, 폴리미래의 매출액은 지분율을 고려하여 50%를 반영한다. 여천NCC가 외부로 판매하는 매출액은 지분율을 고려한 50%에서 DL케미칼과 폴리미래가 매입하는 금액을 제해 도출하였다.

## 2) 영업비용

영업비용은 여천NCC의 영업비용 50%를 반영한다. 또한 DL케미칼의 영업비용에서 원재료비를 제외한 가공비용과 폴리미래의 가공비용 50%를 반영하여 도출하였다.

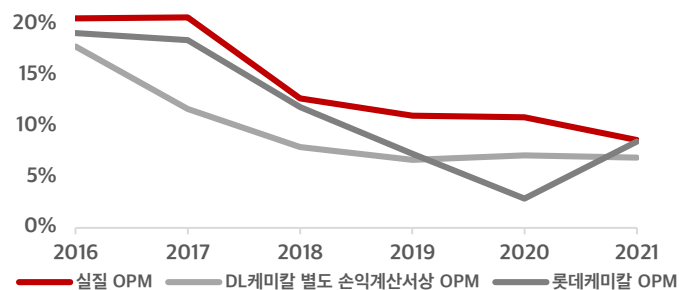
그림 3-7. 추정 논리 도식화



출처: SMIC 2팀

그림 3-8. 실질 OPM 비교

(단위: %)



출처: 각 사, SMIC 2팀

## DL케미칼 석유화학 실질 손익계산서 (별도+여천NCC+폴리미래)

(단위: 백만 원)		2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	DL케미칼 별도	1,074,458	1,161,957	1,203,315	1,115,059	839,300	1,472,316
	폴리미래의 50%	408,354	449,809	474,080	474,128	448,358	527,789
	여천NCC 외부 매출 중 동사 귀속분	1,424,784	1,764,225	1,851,002	1,516,817	1,221,545	1,907,720
	계	2,907,595	3,375,992	3,528,397	3,106,004	2,509,202	3,907,825
영업비용	DL케미칼 별도 가공비용	384,944	413,012	404,059	398,352	330,780	429,973
	폴리미래 가공비용의 50%	62,813	61,033	63,410	85,862	83,347	96,341
	여천NCC 영업비용의 50%	1,859,031	2,201,788	2,610,837	2,278,010	1,821,792	3,042,413
	계	2,306,787	2,675,833	3,078,306	2,762,224	2,235,919	3,568,726
실질 영업이익		600,808	700,158	450,091	343,780	273,283	339,098
OPM		20.7%	20.7%	12.8%	11.1%	10.9%	8.7%
비교	DL케미칼 별도 손익계산서상 OPM	17.9%	11.7%	8.0%	6.7%	7.1%	6.9%
	롯데케미칼 OPM	19.2%	18.5%	11.9%	7.3%	2.9%	8.5%
과리율	매출	170.6%	190.5%	193.2%	178.6%	199.0%	165.4%
	영업이익	212.8%	414.1%	369.3%	359.0%	356.2%	232.8%
	OPM	2.8%p	9.0%p	4.8%p	4.4%p	3.8%p	1.8%p
백테스트	기존 별도 I/S 영업이익	192,100	136,200	95,900	74,900	59,900	101,900
	영업외손익 제거 지분법손익	406,578	564,612	356,161	264,793	210,307	232,939
	오차	-0.4%	0.1%	0.4%	-1.2%	-1.1%	-1.3%

올바르게 작성되었는지 검증하기 위해 백테스트 또한 진행한다. 이는 도출한 실질 영업이익과 기존의 별도 손익계산서상의 영업이익에 영업외손익을 제거한 지분법손익을 더한 값을 비교하는 방식이다. 그 결과 오차는 1% 내외로 적절하게 작성되었음을 의미한다.

실질을 반영한 손익계산서는 그 힘을 숨기지 않았다. 2021년 기준 매출액은 4조 원에 달하며 영업이익 또한 3배가 넘는 값을 보여준다. OPM도 이러한 실질을 반영한다. 기존 DL케미칼의 별도 손익계산서에 나타난 OPM은 물론, 동종기업인 롯데케미칼의 OPM도 상회한다.

상기 논리에 따라 Valuation을 포함한 후술할 내용들은 실질 손익계산서를 기반으로 한다.

### 3.4. 유가와 DL케미칼 스프레드

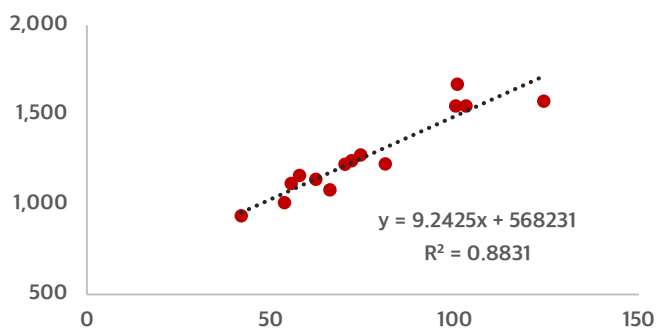
이렇게 DL케미칼이 보기보다 규모 있고 이익체력이 뛰어난 회사라는 것을 파악했다. 그러나 석유화학의 특성상 스프레드에 대한 우려는 피할 수 없다. 이에 유가에 따른 DL케미칼의 스프레드 변화를 살펴보겠다.

유가 상승 시,  
수익성이 악화되는  
DL케미칼 기존 사업

스프레드는  $p-c$ 다.  $p$ 는 평균 납품가격 ASP(천원/t)이며,  $c$ (천원/t)는 단위당 생산비용이다. 이는 총 영업비용을 생산량  $Q$ 로 나누어 계산하였다. 유가(천원/배럴)와  $p$ ,  $c$  각각의 관계식을 2006년~2021년까지 16년간 데이터의 회귀분석으로 구해보면 다음과 같다. 유가 1배럴당 1원 상승 시,  $p$ 와  $c$ 는 각각 9.24원, 11.43원 상승한다. 즉, **가격 전가에 비해 원가 상승 폭이 2.19원 크다.** 이는 **유가 상승 시, 수익성 악화로 이어짐**을 알 수 있다.

그림 3-9. DL케미칼 유가와 ASP 회귀분석

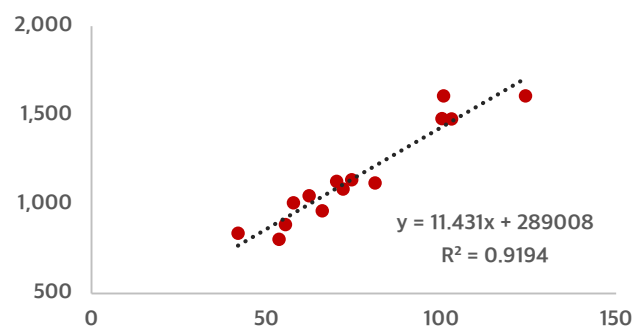
(단위: (x축: 천원/배럴), (y축: 천원/t))



출처: SMIC 2팀

그림 3-10. DL케미칼 유가와 c 회귀분석

(단위: (x축: 천원/배럴), (y축: 천원/t))



출처: SMIC 2팀

1원/배럴 상승 시,  
2.31원의 영업이익  
감소

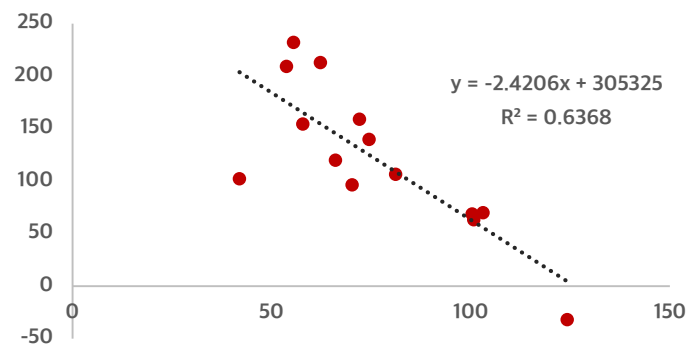
DL케미칼의 유가에 따른 영업이익 변동은 다음과 같은 방식으로 추정했다.  $p-c$  스프레드와 유가의 회귀분석 시, 유가가 1배럴당 1원 상승 시, 스프레드가 약 2.42원 악화됨이 보여 졌다. 통계적으로 약 2.19~2.42원의 평균, **2.31원씩, 스프레드가 악화됨을 설정했다.**

약, 104달러/배럴을  
기준으로 영업손실  
발생

석유화학의 전방 수요는 비탄력적이기에, 2021년의 Q인 310만t이 일정하게 유지된다고 가정했다. 최근 3달간의 평균 유가 105달러/배럴(최근 3달간 평균 환율 1,241원/달러)으로 추정하는 시점의 연간 영업이익은 -132.38억원이며, 이를 기준으로 유가에 따른 DL케미칼의 영업이익 변화를 추정한 결과는 <그림 3-12>와 같다.

그림 3-11. DL케미칼의 유가에 따른 스프레드( $p-c$ ) 회귀분석

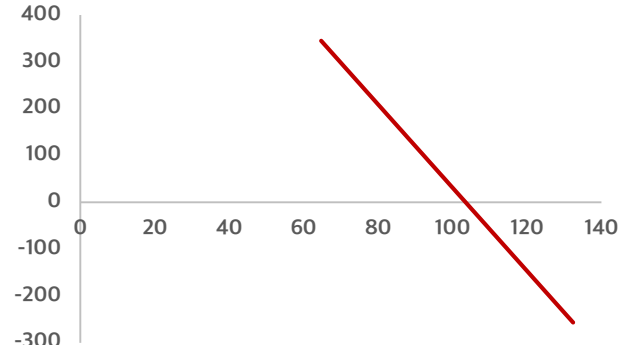
(단위: (x축: 천원/배럴), (y축: 천원/t))



출처: DL, SMIC 2팀

그림 3-12. DL케미칼 유가에 따른 영업이익 추정

(단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 십억 원))



출처: DL, SMIC 2팀

## 4. DL의 확실한 Step-Up: Kraton 인수

동사는 2022년 3월 15일 약 2조원의 거금을 들여 미국의 글로벌 화학기업 Kraton을 인수하였다. 동사는 Kraton 인수를 통한 외형 확장과 사업 포트폴리오 다변화를 통한 리스크 헷징을 바탕으로 글로벌 석유화학 선도 기업으로 도약하고자 한다.

### 4.1. Kraton은 뭐하는 회사인가

Kraton = 바이오케미칼+석유화학	Kraton은 석유화학 제품과 소나무화학 제품을 생산하는 세계 최대의 Biochemical 기업이다. Kraton의 사업부는 Polymer 사업부와 Chemical 사업부로 나뉜다.
Polymer 사업부는 스페셜티 화학 중심	Polymer 사업부는 기존 석유화학과 같이 나프타를 가열해 나온 유분으로 SBC(스티렌 블록 공중합체)를 만든다. SBC는 다시 용도에 맞게 SBS(스티렌-부타디엔-스티렌), SIS(스티렌-이소프렌-스티렌) 등으로 가공되어 도로 포장, 접착제, 윤활유 첨가제 등에 사용된다. 그중 SBS 및 HSBC 제품군은 대부분이 스페셜티 화학 제품으로, 유가의 변동에도 견조한 수익성 유지가 가능하다. Polymer 사업부의 CAPA는 연간 33만톤으로 북미/유럽 1위, 글로벌 3위이다.
Chemical 사업부=소나무 폐기물 활용, 친환경	Chemical 사업부는 석유화학이 아닌 소나무 크래킹 부산물을 원료로 하는 Pine-Chemical 사업을 영위한다. 소나무를 펄프로 쪼개는 과정에서 나오는 CTO(조톨유)와 CST(조황산테레빈유)를 가공하여 TOFA(톨오일 지방산), TOR(톨오일 로진), Terpene(테르펜) 등을 생산하며, 이는 연료, 페인트, 접착제, 향수 등에 사용된다. 폐기물을 활용한 친환경 사업이기 때문에 부가가치가 높다. Chemical 사업부의 CAPA는 연간 70만톤으로 글로벌 1위이다.
유가 변동 리스크가 적은 Kraton	Polymer 사업부는 전통적인 석유화학의 밸류체인을 따르면서도 스페셜티 제품군의 비중이 높기 때문에 P와 C가 유가의 변동으로부터 비교적 안정적인 편이다. Chemical 사업부는 소나무 폐기물을 원재료로 삼기 때문에 C는 안정되어있고, 생산되는 제품은 기존 석유화학 제품의 대체재이기 때문에 P는 유가와 동행한다. 즉, Kraton은 일반적인 석유화학 기업과는 달리, 유가에 대한 리스크가 현저히 적은 화학 기업으로 볼 수 있다. Kraton 인수가 동사에 미치는 영향은 다음 절에서 서술한다.

### 4.2. Kraton 인수가 동사에 미치는 영향

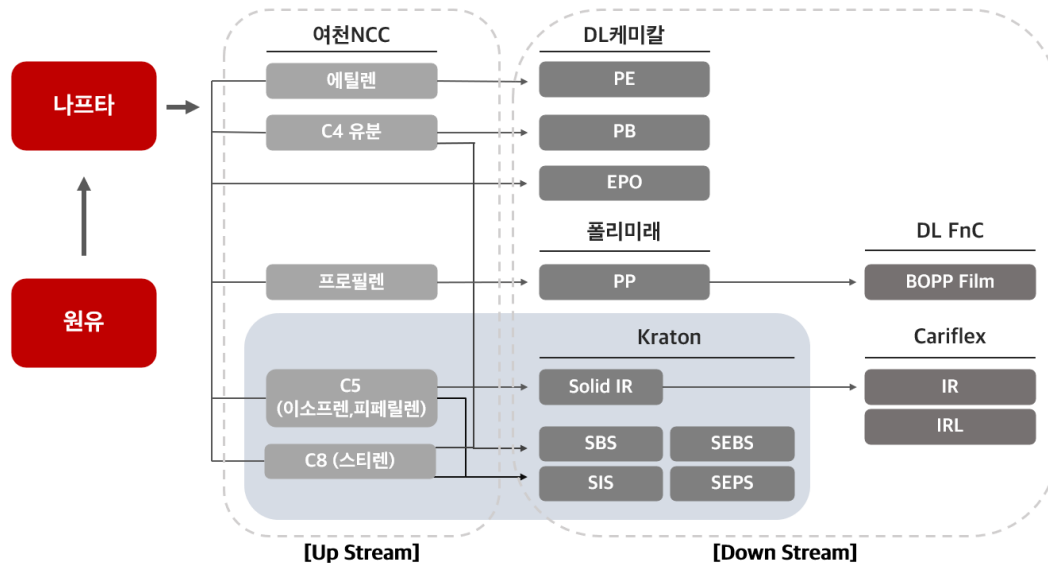
#### 4.2.1. 석유화학 제품 포트폴리오 다변화 및 기존 밸류체인의 약점 보완

기존 DL케미칼은 중유분 활용 불가능	기존 동사의 밸류체인은 여천NCC에서 나프타를 크래킹하여 나온 에틸렌, 프로필렌, 유분 등을 DL케미칼, 폴리미래에서 PE(폴리에틸렌), PP(폴리프로필렌) 등으로 가공하여 판매하는 모델이었다. 하지만 3장에서 확인할 수 있듯, 기존 밸류체인에서는 C5(이소프렌), C8(스티렌) 등의 중유분 부산물 활용이 불가능했다.
Kraton 인수 이후 중유분도 활용 가능	하지만 Kraton의 Polymer 사업부에서는 이소프렌, 스티렌을 원재료로 하는 SBC 제품군을 만든다. 기존에 Kraton은 타 NCC에서 이소프렌과 스티렌을 공급받아 사용하고 있었지만, 앞으로는 동사 소유의 여천NCC로부터 공급이 가능하다.

업스트림~다운스트림  
완벽하게 구축

Kraton의 인수를 통해 기존 밸류체인 하에서는 활용하지 못하던 부산물들을 새로운 제품으로 가공할 수 있게 되었고, NCC 기반 밸류체인을 업스트림에서 다운스트림까지 빠짐없이 구축할 수 있게 되었다.

그림 4-1. Kraton 인수 후 동사 석유화학 밸류체인



출처: DL, SMIC 2팀

#### 4.2.2 스페셜티 및 친환경 화학을 필두로 한 이익의 질 개선

석유화학 사업에 대한  
우려, 스페셜티/친환경  
제품의 강세

전통 석유화학 산업은 일반적으로 진입장벽이 높지 않으며, 제품의 차별화 또한 쉽지 않다. 정유업체들의 연이은 석유화학 사업 진출과 중국 업체들의 증산으로 인해 수요의 순증가 대비 총 CAPA가 더욱 늘어나는 추세이기 때문에, 전통 석유화학 제품군은 초과공급으로 인한 마진 저하 우려가 존재한다. 또한 각종 환경 규제도 나날이 강해지고 있다. 이러한 상황에서 기존의 화학 업체들은 진입장벽과 부가가치가 더 높은 스페셜티, 친환경 화학 제품군 확보를 위해 힘쓰고 있다.

Kraton 인수로 스페셜  
티 제품 비중 36%까지  
증가

Kraton의 Polymer 사업부는 자동차 내장재, 아스팔트 개질제, 의료용품용 고성능 엘라스토머 및 폴리머 리사이클링에 첨가되는 개질제 등 다양한 스페셜티 제품 라인업을 갖추고 있다. Polymer 사업부의 매출 중 최선단 혁신 제품인 HSBC 제품군의 매출비중은 37%에 이르며 SBS 제품군 내에서도 스페셜티 제품이 다수 존재한다. Kraton의 인수를 통해 DL케미칼의 매출 중 스페셜티 제품군이 차지하는 비중은 기존 14%에서 36%까지 증가할 것으로 보인다.

친환경 소나무 화학의  
강세는 여전할 것

Chemical 사업부는 소나무의 펄프화 과정에서 나오는 폐기물을 이용한 친환경 화학 사업이다. 기존 석유화학 제품의 대체재를 생산하기 때문에 친환경 제품 수요 강세에 힘입어 매출과 이익 모두 호조를 지속할 것이다. TOFA의 경우 최근 인도네시아 팜유 수출 금지령으로 인한 대체재 가격 상승, TOR의 경우 유가 폭등으로 인한 기존 석유수지 가격 상승의 수혜를 입을 것이다.

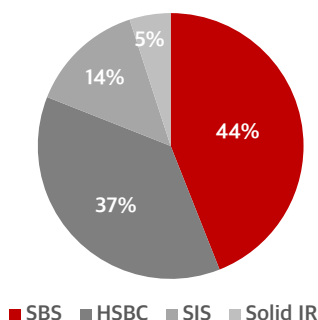
기존 대비 이익의 질  
개선

즉, Kraton 인수는 동사에게 사업 포트폴리오 다변화와 외형 성장을 통한 이익 체력 증가 뿐

아니라, 스페셜티/친환경 제품을 필두로 한 이익의 질 제고 효과 또한 가져다준다.

그림 4-2. Kraton Polymer 사업부 매출 비중

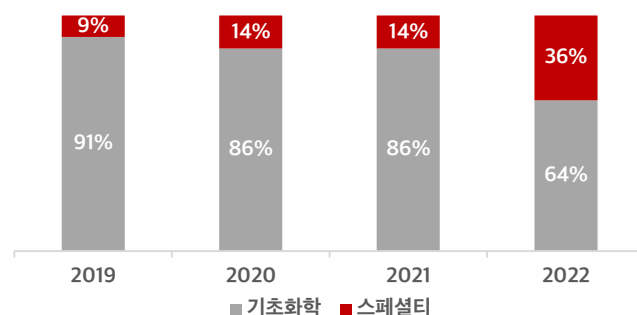
(단위: %)



출처: Kraton, SMIC 2팀

그림 4-3. 동사 스페셜티 매출 비중 추이

(단위: %)



출처: DL, SMIC 2팀

#### 4.2.3 유가에 취약한 기존 사업의 약점을 보완하는 Kraton

유가의 영향을 크게 받는 기존 석유화학 산업

기존 석유화학 산업의 한계는 유가의 변화에 따라 이익이 크게 영향받는다라는 것이다. 고유가 일때는 마진 스프레드가 줄어들고, 저유가일때는 마진 스프레드가 늘어나기 때문에 어쩔 수 없이 석유화학 기업의 실적은 매크로의 영향을 받을 수 밖에 없다. 3장에서 확인하였듯, 동사 또한 유가에 따라 실적이 널뛰기하는 전형적인 석유화학 기업이었다.

Kraton 인수를 통해 유가 중립적인 기업으로 변화

하지만 동사는 Kraton의 인수를 통해 외형 성장을 이룩함과 동시에 유가에 대한 우려도 지울 수 있는 사업 모델을 갖추게 되었다. 유가 변동에 따른 우려가 존재하는 전형적인 석유화학 기업이었던 동사는 보다 유가 중립적인 기업으로 변화할 전망이다

스페셜티 폴리머는 고유가에도 수익성 방어 가능

Kraton의 Polymer 사업부는 스페셜티 비중이 매우 높은 편이기 때문에 유가의 변동에도 비교적 수익성 방어가 용이하다. 스페셜티 제품이 가지는 독점적인 지위는 유가 상승으로 인해 비용이 증가하더라도 높은 가격 전가력을 바탕으로 스프레드 방어가 가능하다. 이에 대한 계량적인 분석은 [4.3.]에서 후술하겠다.

소나무 화학은 고유가 시기에 오히려 스프레드 확대

Kraton의 Chemical 사업부의 원재료는 소나무를 펄프화 하는 과정에서 나오는 부산물로, 원재료 비용이 유가로부터 자유로움과 동시에, 폐기물을 활용하기 때문에 공급의 안정성 또한 갖추고 있다. 하지만 이로부터 가공된 화학제품들은 기존 석유화학 제품의 대체재로 그 가격이 유가와 동행하기 때문에, 고유가 시기에 오히려 더 큰 스프레드를 누릴 수 있다. 이에 대한 계량적인 분석 또한 [4.3.]에서 후술하겠다.

이미 입증된 Kraton의 가격 전가력

한 가지 유념해야 할 점은 Kraton 입장에서 유가는 P 차원의 이야기이다. 따라서 유가 상승에 맞추어 적절히 가격전가를 하지 못한다면 스프레드를 누리지 못할 수 있다. Kraton은 코로나로 인해 유가가 저점을 찍고 다시 반등하는 시기에 6분기 연속으로 판가 인상을 단행하였다. 가장 최근인 '22년 4월에도 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 유가 상승분을 반영해 제품 가격을 10~15% 인상하였다. 이는 Kraton 강력한 가격 전이력을 방증하며, 실제 유가 상승시에 충분히 스프레드를 누릴 수 있을 것이라 판단된다.

유가 헷징 가능: 저유가에도 좋고 고유가에도 좋다.

결과적으로 저유가 시기에는 기존 DL케미칼과 Kraton Polymer 사업부의 스프레드가 상승하면서 실적 개선을 기대할 수 있고, 고유가 시기에는 Kraton Chemical 사업부의 스프레드 상승과 스페셜티 제품군의 스프레드 방어를 통해 석유화학 제품군의 스프레드 하락을 헷징할 수 있는 BM을 갖추게 된 것이다. Kraton의 가격 전가력이 증명된 상황에서, 동사는 더이상 유가 스프레드에 의해 움직이는 전형적인 석유화학 기업으로 평가받아서 안된다.

#### 4.3. 유가와 Kraton 스프레드

DL케미칼은 유가가 상승했을 때, 스프레드 악화로 실적이 나빠졌다. Kraton도 같은 분석을 통해 DL케미칼이 왜 인수했는지, 그 이유를 보다 자세히 분석하려 한다. 이에 Kraton은 유가에 따라 어떻게 스프레드가 변화하는 지 파악해야 한다.

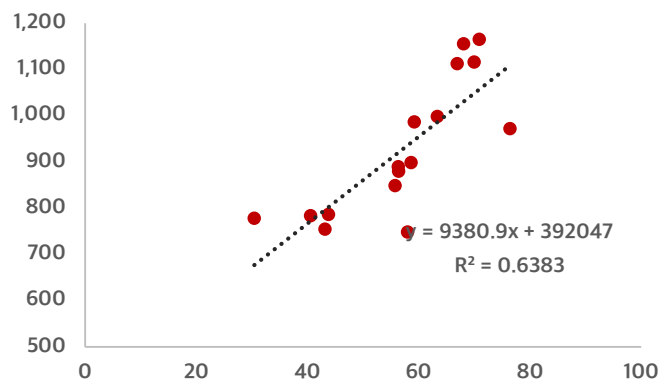
Kraton은 정확한 부문별 판매량 Q를 알 수 없었다. 이에 화학 제품은 전방 수요가 가격 비탄력적이라는 특징을 바탕으로 Q가 일정한 상태를 가정했다. 그 후 유가에 따른 스프레드 변화를 추정했다. 즉, 매출(백만 달러)과 유가(달러/배럴)와의 관계, 영업비용 C(백만 달러)와 유가(달러/배럴)와의 관계식을 구했다.

또한, 나프타를 원재료로 하는 Polymer 사업부와 소나무 폐기물을 원재료로 하는 Chemical 사업부의 특성을 고려하여 따로 회귀분석을 진행했다. 1Q18~4Q21까지 분기 데이터 16개를 연단위로 환산하여 회귀분석을 했고, 관계식은 아래와 같다.

Polymer 사업부는 유가 상승을 충분히 방어한다

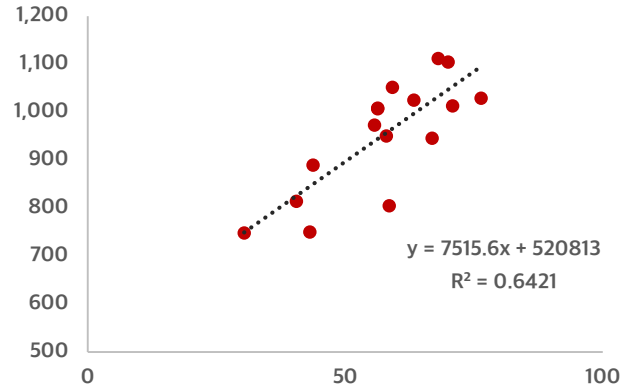
유가가 배럴당 1달러 상승 시, 상승 시, Polymer 사업부의 연간 매출과 영업비용은 9,380,900달러, 7,515,600달러 상승한다. 가격 인상이 비용 상승 이상으로 전가된다고 생각할 수 있으나, 실제로 <그림 4-8>의 p-c 스프레드를 보면, 비용 상승을 뛰어넘는 유의미한 전가를 한다고 단정지을 수 없다. 이는 p, c의 상승폭이 유의미하게 차이 나지 않는 상황에 기인한다. 다만, Polymer 사업부가 스페셜티 폴리머 제품을 생산하므로, 비용 상승에 대응한 충분한 가격 전가를 할 수 있다고 해석 가능하다. 유가 변동에 따른 이익 감소를 방어한다고 판단할 수 있기에, 전방 수요 Q가 일정하다면, 2021년의 평균 영업이익 수준이 당분간 유지될 것이라 추정했다. Q에 비례하여 증가하는 영업이익을 보여줄 것이라 판단된다.

그림 4-4. Kraton Polymer 사업부의 유가와 매출 회귀분석  
(단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 백만 달러))



출처: SMIC 2팀

그림 4-5. Kraton Polymer 사업부의 유가와 영업비용 회귀분석  
(단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 백만 달러))

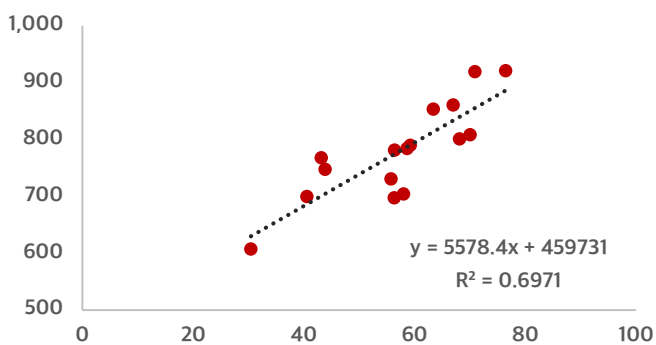


출처: SMIC 2팀

Chemical 사업부 : 낮은 상관관계의 C와 유가에 비례하는 P

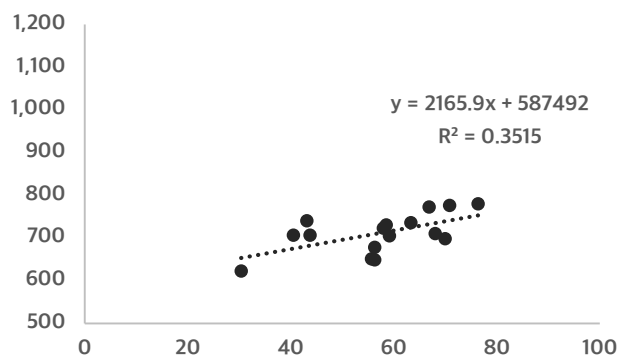
Chemical 사업부는 유가가 배럴당 1달러 상승 시, 연간 매출과 영업비용은 각각 5,578,400 달러, 2,165,900달러 상승한다. 결과적으로 연간 영업이익은 3,412,500달러가 상승하게 된다. 이는 Chemical 사업부에서 소나무 폐기물을 원재료로 하기에 유가와 비용이 큰 상관관계가 없고, 유가 상승에 따라 판가 인상이 충분히 이뤄졌기에 가능한 일이다.

그림 4-6. Kraton Chemical 사업부의 유가와 매출 회귀분석 (단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 백만 달러))



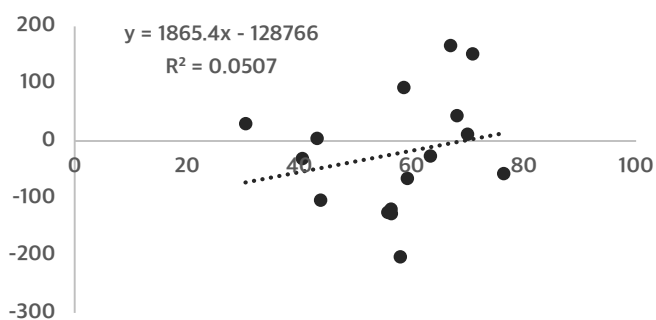
출처: SMIC 2팀

그림 4-7. Kraton Chemical 사업부의 유가와 영업비용 회귀분석 (단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 백만 달러))



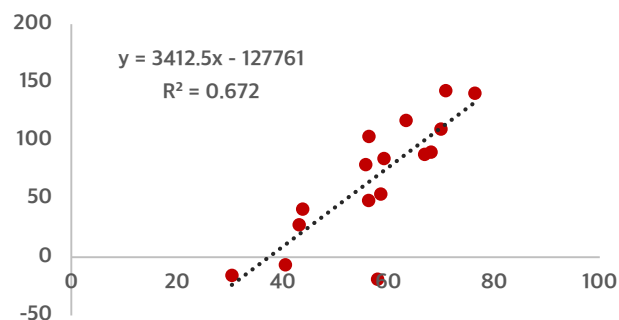
출처: SMIC 2팀

그림 4-8. Kraton Polymer 사업부의 유가와 스프레드(매출-비용) 간 회귀분석 (단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 백만 달러))



출처: SMIC 2팀

그림 4-9. Kraton Chemical 사업부의 유가와 스프레드(매출-비용) 간 회귀분석 (단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 백만 달러))

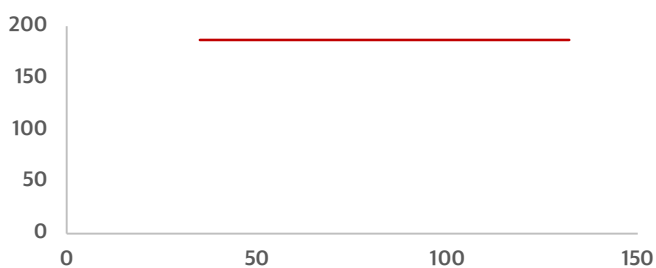


출처: SMIC 2팀

유가 상승에 수혜를 입는 Kraton

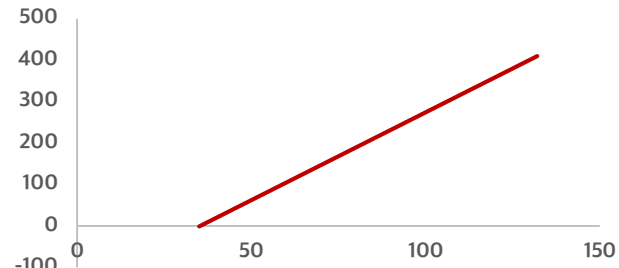
2021년의 Q의 유지 및 최근 3달간의 평균 유가 105달러/배럴, 평균 환율 1,241원을 기준으로 Kraton 사업부별 유가에 따른 연간 영업이익 변동을 추정했다. 이처럼 유가 상승에 오히려 수혜를 받는 Kraton의 인수로, DL케미칼이 갖는 유가에 대한 리스크를 충분히 헷징할 수 있게 되었다. 각 부문 영업이익의 합은 [5.1.]에서 후술하겠다.

그림 4-10. 유가에 따른 Kraton Polymer 사업부의 연간 영업이익 추정 (단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 십억 원))



출처: SMIC 2팀

그림 4-11. 유가에 따른 Kraton Chemical 사업부의 연간 영업이익 추정 (단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 십억 원))



출처: SMIC 2팀

## 4.4. DL케미칼과 Kraton의 유가 민감도 분석 종합 - 안정적인 사업 포트폴리오 재구성 증명

Kraton 인수로 변동성  
완화 및 규모 증대

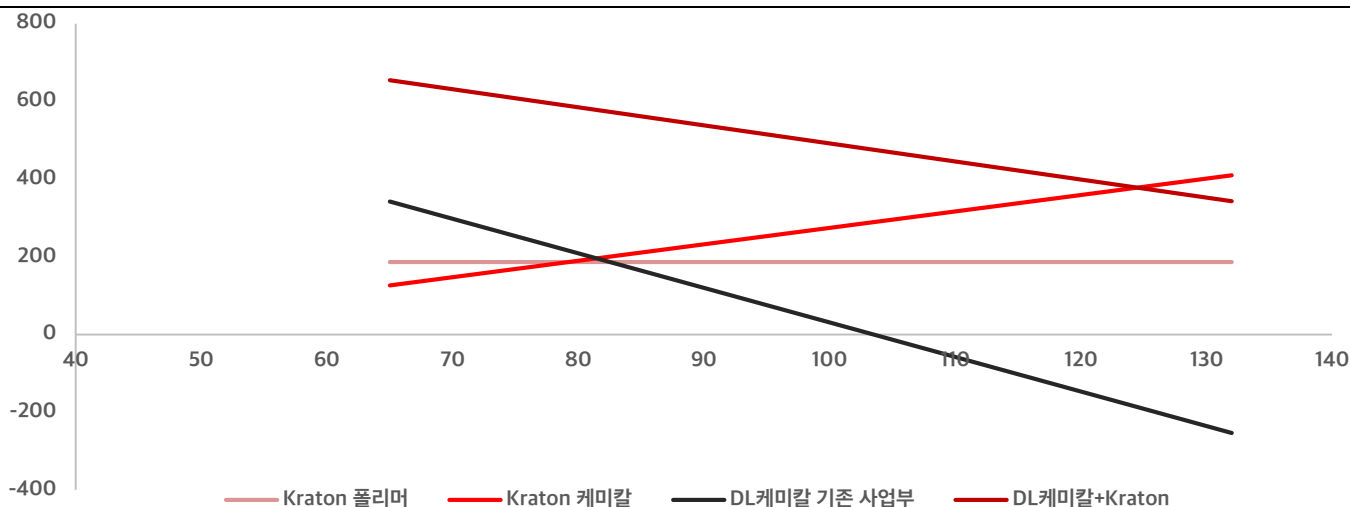
DL케미칼은 [3.4.]에서 서술했듯, Kraton의 인수 전, 유가 상승에 스프레드가 떨어지는 석유화학 제품을 주로 생산했다. 하지만, Kraton의 인수로 유가 상승에 대한 영업이익의 변동성을 크게 완화할 수 있었다. 또한, 영업이익 규모 자체도 크게 증가했다.

Kraton 인수 전의 DL케미칼 기존 석유화학부문, 스페셜티 석유화학 제품을 생산하는 Kraton Polymer부문, 소나무 펄프를 원재료로 하는 Kraton Chemical 부문, 총 3개의 부문의 비교 및 인수 전후의 영업이익 구조를 보여줌으로써, 인수합병의 타당성을 보여주려 한다. 최근 3개월 간의 평균 유가인 105달러/배럴을 Base로 삼고, 약 -20%~20% 내외의 유가 변동에 따른 각 사업부별 영업이익 변동은 다음과 같다.

유가 시나리오		79	92	(Base)105	118	131
(단위: 십억 원, WTI)						
매출액	DL케미칼 기존 석화	4,401	4,859	5,318	5,776	6,234
	Kraton-Polymer	1,364	1,364	1,364	1,364	1,364
	Kraton-Chemical	1,161	1,251	1,341	1,431	1,521
	<b>합계</b>	<b>6,925</b>	<b>7,474</b>	<b>8,022</b>	<b>8,571</b>	<b>9,119</b>
영업비용	DL케미칼 기존 석화	4,185	4,758	5,331	5,904	6,477
	Kraton-Polymer	1,177	1,177	1,177	1,177	1,177
	Kraton-Chemical	975	1,010	1,045	1,080	1,115
	<b>합계</b>	<b>6,337</b>	<b>6,945</b>	<b>7,553</b>	<b>8,161</b>	<b>8,769</b>
영업이익	DL케미칼 기존 석화	216	101	-13	-128	-242
	Kraton-Polymer	187	187	187	187	187
	Kraton-Chemical	186	241	296	351	406
	<b>합계</b>	<b>588</b>	<b>529</b>	<b>469</b>	<b>410</b>	<b>350</b>
Kraton 인수 전 유가 민감도		<b>229</b>	<b>115</b>	<b>0</b>	<b>-115</b>	<b>-229</b>
Kraton 인수 전 유가 민감도 (%)		1731%	866%	0%	-866%	-1731%
Kraton 인수 후 유가 민감도		119	60	0	-60	-119
Kraton 인수 후 유가 민감도 (%)		25.4%	12.7%	0%	-12.7%	-25.4%

또한 65달러/배럴~132달러/배럴의 범위로 유가가 변동할 때, 각 부문별, 전사의 영업이익 추이는 <그림 3-12>, <그림 4-10>, <그림 4-11> 이며, 이들의 합이 인수 후의 최종적인 전사의 영업이익 <그림 4-12>가 된다.

그림 4-12. 각 사업부별 유가 변동에 따른 영업이익 추이와 최종 합(DL케미칼+Kraton) (단위: (x축: 달러/배럴), (y축: 십억 원))



출처: SMIC 2팀

기존의 높은 변동성  
해소

이처럼 <그림 4-12>의 검은색 선인, 기존 사업부는 약 104달러/배럴을 기점으로 적자가 나는 구조였다. 하지만 Kraton의 인수 후엔, 빨간색 선을 보면 알 수 있듯, 유가에 대한 변동성이 크게 낮아지는 사업 구조를 갖추었다. 또한 최소한 3천억 이상의 영업이익을 담보할 수 있게 되었다.

## 5. 다시 DL로 돌아와서

### 5.1. DL 별도매출 분석 및 추정 - 배당/로열티/임대/기타수입

지속적인 지주사 별도  
의 현금흐름 창출 필요

DL지주사의 별도매출을 발라내어 분석하는 것이 중요하다. 연결재무제표상 순이익이 좋고 현금이 많더라도 별도재무제표에서 현금이 부족한 지주사는 매력이 없다. 자회사들로부터 많은 배당수입, 로열티수입, 임대수입을 받아 지주사 별도매출을 확보해야 한다. **지속적인 지주사 별도의 현금흐름을 창출한 후, 이를 효과적으로 활용해야 지주사의 가치, 주가 상승을 이끌 수 있다.**

높은 배당과 공격적인  
자회사 투자로 지주사  
가치 상승 가능

지주사의 가치 상승을 높이는 효과적인 현금 활용은 크게 **높은 배당과 공격적인 자회사 투자**로 나눌 수 있다. 자회사의 배당성향 뿐 아니라, **지주사의 높은 배당 성향**이 필요하다. 또한 자회사 가치 향상을 위한 **안정적인 자본 조달이 요구된다.** 자회사 자사주 매입, 유상증자를 통한 자금 지원, 그리고 더 나아가 공격적인 M&A 등으로 자회사 가치 향상을 이끌어야 한다.

실제로 DL은 지주사 개편 이후, 이와 같은 조건이 포함된 **적극적인 가이드를 제시**하고 이를 직접 실행함으로써, 주주가치를 높이고 있다. 먼저 DL지주사의 별도매출을 살펴본 후, DL과 자회사의 주주환원 정책을 살펴볼 것이다. 또한 환원정책 가이드를 참고하여 앞으로의 별도매출을 추정할 것이다.

DL지주사의 별도매출은 크게 배당수입, 로열티수입, 임대수입으로 구성된다.

#### 5.1.1. 배당수입

비상장 DL케미칼의 높  
은 배당성향

배당수익이 큰 비중을 차지한다. 1Q22에 배당수익이 약 1,479억이 잡혔는데 이의 대부분은 **DL케미칼에서 받은 배당금**이다. 2021년 DL케미칼의 배당성향 48.4% 수준으로, DL의 지분율 88.9%를 적용해 총 978억원의 배당금을 받았다. DL케미칼은 비상장사기에, 배당성향에 대한 가이드가 따로 존재하지는 않는다. 현재의 **배당성향이 계속 유지된다고 추정했다.** 여기서 DL케미칼의 당기순이익 추정은 [5.1.]에서 서술했듯, 유가 시나리오에 따라 크게 변동한다. 이에 2021년의 당기순이익이 그대로 유지되는 Base 상황을 가정해 배당수입을 가정했다.

DL이앤씨의 연결 지배  
주주 순이익 10% 현금  
배당 존재

DL이앤씨의 경우, **연결 지배주주 순이익의 10%를 현금배당, 5%를 자사주 매입에 사용하는** 주주환원정책을 작년부터 펼치고 있다. 이에 DL은 2021년 지분율 22.19% 만큼에 해당하는 배당금을 받았다. 작년 DL이앤씨의 연결 지배주주 순이익은 5,770억이며 DL이 얻는 배당금 수익은 약 128억이다. DL의 DL이앤씨 지분율은 **올해 23.15%**로 늘어났다. 회사의 계획 뿐 아니라, [2.]에서 서술한 논리에 의해 더 이상의 지분 변동은 일어나지 않는다고 추정했다. DL이앤씨의 당기순이익 중 연결 지배주주순이익이 차지하는 비중은 2021년 비중 90.7%와 1Q22 비중 98.5%의 평균인 94.6%가 지속적으로 유지된다고 추정했다. 건설산업의 특성상 **지속적인 공동약정 프로젝트가 가동되고 이에 따라 5% 내외의 비지배지분순이익이 유지될 것**이라 판단했다. 2022년 DL이앤씨의 당기순이익은 Appendix에서 추정했다.

DL건설은 DL의 손자회사로, DL이 지분을 갖고 있지 않기 때문에, DL건설의 배당은 크게 고

려하지 않았다.

DL에너지, 청진이삼프로젝트 등 비상장 자회사들의 배당수입은 모두 타당한 추정이 어려워, 전부 기타배당수입으로 취급했다. 1Q22에 받은 2021년 배당금 규모가 일정하게 유지될 것이라고 추정했다.

### 5.1.2. 로열티수입

매출액의 0.2% 로열티  
수입 존재.  
꾸준한 현금흐름

DL케미칼, DL이앤씨, DL건설 매출액의 0.2%를 로열티수입으로 가져간다. 이들은 DL 브랜드를 사용해 초과이익을 얻는다고 판단되기에 DL에서 가져가는 비용으로, DL의 지속적인, 안정적인 수입원이다. 타 지주사 역시 비슷한 수준의 로열티를 가져가고 있기에 현재의 비율을 지속적으로 가져올 수 있을 것으로 기대된다. 각 사업부의 매출 추정에서 0.2%를 곱해 추정했다. DL케미칼의 매출은 유가에 따른 높은 변동성을 갖고 있지만, 배당수입처럼 Base case를 가정해 1Q22 매출의 4배가 매년 지속된다고 추정했다. DL에게 매년 약 200억원 수준의 꾸준한 로열티수입이 발생할 것으로 기대된다.

### 5.1.3. 임대수입 및 기타수입

임대수입은 유의미한 추정이 어렵기에, 2021년 수입 236억을 Flat 처리하였다.

### 5.1.4. DL 별도매출 종합

위와 같은 논리로 인해 계산 DL 별도매출 종합은 다음과 같다. 이처럼 DL은 별도매출로 올해부터 2,000억원 수준의 꾸준한 현금 유입이 기대된다.

DL 별도매출					
(단위: 백만 원)	2021	1Q22	2022E	2023E	2024E
<b>배당수입</b>	<b>6,300</b>	<b>147,900</b>	<b>147,900</b>	<b>147,854</b>	<b>150,739</b>
DL케미칼 배당수입	0	97,822	97,822	97,822	97,822
DL이앤씨 배당수입	0	12,805	12,805	12,759	15,644
DL에너지 등 기타배당수입	6,300	37,273	37,273	37,273	37,273
<b>로열티수입</b>	<b>16,300</b>	<b>5,100</b>	<b>23,742</b>	<b>25,532</b>	<b>26,470</b>
DL케미칼 로열티수입	1,802	2,216	8,864	8,864	8,864
DL이앤씨, 건설 로열티수입	14,498	2,884	14,878	16,668	17,606
<b>임대수입 + 기타수입</b>	<b>23,600</b>	<b>3,700</b>	<b>23,600</b>	<b>23,600</b>	<b>23,600</b>
<b>별도매출 종합</b>	<b>46,200</b>	<b>156,700</b>	<b>195,242</b>	<b>196,986</b>	<b>200,809</b>

### 5.2. DL과 자회사의 주주환원 정책

DL도 연결 지배주주 순  
이익 10% 배당 정책  
존재

DL 역시 일회성을 제외한 연결 지배주주 순이익의 10%를 배당하는 정책을 펴고 있다. DL의 일회성을 제외한 연결 지배주주 순이익은 2021년 4,300억 수준이었다. 이정도 규모가 지속적으로 이어질 것이라 기대된다. 자회사 DL이앤씨 역시, 일회성 제외한 연결 지배주주 순이익의 10%를 배당하며, 5%를 자사주 매입에 사용하는 주주환원 정책을 갖고 있다. 2022년 3월 배당을 진행한 후, 5월 26일, 2021년 DL이앤씨의 연결 지배주주 순이익 5,770억의 5%인 290억을 자사주 매입에 사용했다. 이는 5월 31일 종가 52,300원 기준, 총 주식의 1.43%에 해당한다. 지속적인 자사주 매입으로, 주당 가치가 지속적으로 상승할 것으로 기대된다.

## 6. Valuation - SOTP Method (by PBR, EV/EBITDA)

### 6.0. Valuation Method 선정 논리

목표주가를 산출하는데에 SOTP Method를 사용한다. DL은 지주사로서 1) 여천NCC 등을 포함한 전통적인 석유화학부문과 2) Kraton과 Cariflex, 그리고 3) 나머지 관계기업 및 종속기업이 있다. 이들은 모두 BM과 전방 시장이 다르며 수익성에 영향을 주는 요인이 각기 다르다. 따라서 각 사업부의 가치를 별도로 산출, 이들을 더하는 SOTP Method가 적절하다.

### 6.1. 사업부별 실적 추정

유가에 영향을 유의미하게 받는 기존 석유화학부문과 Kraton의 실적은 앞선 투자포인트에서 알아보았다. 나머지 자회사들의 실적 추정 과정은 Appendix에 수록하였으며 다음은 전사 차원의 추정 실적을 종합한 것이다.

실적 추정 종합		2021				2022				Annual		
(단위: 백만 원)		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	2021	2022E	2023E
매출액	DL케미칼 별도	283,199	363,900	391,922	433,295	479,383	509,502	498,425	515,040	1,472,316	2,002,350	2,002,350
	Kraton	0	0	0	0	173,991	665,748	651,276	672,985	0	2,164,000	2,705,000
	Cariflex	50,100	65,400	67,600	77,800	68,042	97,143	99,030	100,954	260,900	365,127	423,812
	DL에너지	32,115	15,564	39,370	15,583	38,098	3,403	3,329	3,440	102,632	48,271	45,853
	DL모터스	72,071	82,758	69,225	85,807	79,891	78,827	77,113	79,684	309,861	315,515	321,273
	기타/연결조정	72,423	53,616	54,451	59,222	43,712	69,973	68,658	70,876	239,712	252,865	284,014
	<b>합계</b>	<b>509,908</b>	<b>581,238</b>	<b>622,568</b>	<b>671,707</b>	<b>883,117</b>	<b>1,424,597</b>	<b>1,397,833</b>	<b>1,442,979</b>	<b>2,385,421</b>	<b>5,148,128</b>	<b>5,782,301</b>
	YoY	-	-	-	-	73.2%	145.1%	124.5%	114.8%	-	115.8%	12.3%
영업비용	DL케미칼 별도	262,899	330,600	366,022	409,795	477,347	511,530	500,410	517,090	1,369,316	2,006,378	2,006,378
	Kraton	0	0	0	0	180,122	671,219	535,861	553,288	0	1,940,490	2,274,200
	Cariflex	45,900	53,800	52,000	60,200	56,842	78,357	79,879	81,431	211,900	296,510	341,854
	DL에너지	13,068	16,442	17,871	16,109	14,976	(2,002)	(1,959)	(2,024)	63,490	8,990	8,990
	DL모터스	77,942	81,676	68,917	85,664	79,776	77,514	75,829	78,357	314,199	311,476	316,540
	기타/연결조정	44,148	51,265	43,216	65,993	41,792	69,043	61,470	63,440	204,623	235,745	255,587
	<b>합계</b>	<b>443,957</b>	<b>533,783</b>	<b>548,026</b>	<b>637,761</b>	<b>850,856</b>	<b>1,405,661</b>	<b>1,251,491</b>	<b>1,291,582</b>	<b>2,163,528</b>	<b>4,799,589</b>	<b>5,203,550</b>
	OPM	12.9%	8.2%	12.0%	5.1%	3.7%	1.3%	10.5%	10.5%	9.3%	6.8%	10.0%
영업이익	DL케미칼 별도	20,300	33,300	25,900	23,500	2,036	-2,029	-1,985	-2,051	105,036	(4,029)	(4,029)
	Kraton	0	0	0	0	(6,131)	(5,471)	115,415	119,697	(6,131)	223,510	430,800
	Cariflex	4,200	11,600	15,600	17,600	11,200	18,786	19,151	19,523	60,200	68,659	81,958
	DL에너지	19,047	(878)	21,499	(526)	23,122	5,406	5,288	5,465	39,142	39,281	36,863
	DL모터스	(5,871)	1,082	308	143	115	1,313	1,284	1,327	(4,338)	4,040	4,733
	기타/연결조정	28,275	2,351	11,235	(6,771)	1,920	930	7,188	7,436	35,089	17,122	28,427
	<b>합계</b>	<b>65,951</b>	<b>47,455</b>	<b>74,542</b>	<b>33,946</b>	<b>32,261</b>	<b>18,935</b>	<b>146,342</b>	<b>151,397</b>	<b>221,893</b>	<b>348,583</b>	<b>578,751</b>
	OPM	12.9%	8.2%	12.0%	5.1%	3.7%	1.3%	10.5%	10.5%	9.3%	6.8%	10.0%
지분법손익	여천NCC	88,366	70,038	27,144	(29,083)	(19,235)	3,893	3,808	3,935	137,230	(7,600)	(7,600)
	폴리미래	9,922	8,721	2,201	5,604	2,617	(1,414)	(1,383)	(1,429)	29,065	(1,610)	(1,610)
	DL이앤씨	0	13,048	27,220	17,478	12,433	40,198	39,325	40,635	70,179	132,591	162,573
	기타	60,195	4,689	(1,756)	11,361	60,549	4,663	4,562	4,714	74,489	74,489	74,489
	<b>합계</b>	<b>158,483</b>	<b>96,496</b>	<b>54,809</b>	<b>5,360</b>	<b>56,364</b>	<b>47,340</b>	<b>46,311</b>	<b>47,855</b>	<b>315,148</b>	<b>197,871</b>	<b>197,871</b>
기타영업외손익	17,121	331,992	(6,804)	(11,409)	53,367	(62,337)	(60,982)	(63,015)	330,901	(132,967)	(140,734)	
법인세비용차감전순이익	241,555	475,942	122,547	27,897	141,993	3,939	131,671	136,237	867,942	413,487	635,888	
법인세비용	30,201	25,781	25,197	24,986	33,723	4,538	4,439	4,587	106,165	47,287	72,721	
<b>당기순이익</b>	<b>211,354</b>	<b>450,161</b>	<b>97,350</b>	<b>2,911</b>	<b>108,270</b>	<b>(599)</b>	<b>127,232</b>	<b>131,650</b>	<b>761,777</b>	<b>366,200</b>	<b>563,167</b>	
NPM	41.4%	77.4%	15.6%	0.4%	12.3%	0.0%	9.1%	9.1%	31.9%	7.1%	9.7%	
귀속	> 지배기업소유주	204,866	449,905	91,134	6,248	98,302	(5,160)	122,770	127,040	752,153	342,598	526,871
	> 비지배지분	6,488	256	6,216	(3,337)	9,969	4,561	4,462	4,610	9,624	23,602	36,296

### 6.2. 기존 석유화학 부문 Valuation - PBR Method

3장의 논리에 따라 DL케미칼의 기존 석유화학 부문은 여천NCC와 폴리미래를 모두 합산하여 Valuation한다. 기존의 Valuation처럼 자회사들을 투자자산으로 분류하는 것이 아닌, 영업가치로서 하나의 실체로 보는 것이 보다 실질에 맞는 타당한 Valuation을 낼 수 있을 것이라 판단하였다.

Valuation으로는 PBR Method를 사용한다. SOTP에서 주로 쓰이는 EV/EBITDA Method가 있지만 PBR Method가 보다 타당하다고 판단하였다. 현재 극악의 매크로 상황에서 Pure 석유화학 Player들은 수익성이 크게 악화될 것이라 전망된다. EBITDA가 비현금비용을 고려하지 않은 값이지만 여전히 이익지표라는 점에서 추정의 오차가 유의미하게 존재한다. 또한 DL케미칼의 별도재무제표를 통해 순자산 장부가를 손쉽게 산출할 수 있어 PBR Method 적용에 무리가 없다.

추정 자본변동표의 경우 DL케미칼과 여천NCC, 폴리미래의 실질적인 자본총계를 이용하여 작성한다. [3.3.3.]에서 논한, 실질을 반영한 재무제표와 5장에서 논한 유가와 영업이익과의 관계를 통해 당기순이익을 추정할 수 있으며 여태까지 배당금을 지급하지 않았다는 점을 추정 자본변동표 작성에 고려하였다.

Target Multiple로는 Peer의 Multiple을 차용하는 방식을 택한다. 석유화학 업종 특성상 업황을 공유하며 완속산업이라는 점에서 Peer간 차이가 적다. 따라서 대한유화와 롯데케미칼을 Peer로 선정하기에 무리가 없다고 판단하였다. 마침 이들의 PBR이 0.48x, 0.49x로 거의 같은 Multiple을 적용받고 있다. 이에 이들의 PBR 0.49x를 Target Multiple로 제시한다. Implied EV/EBITDA 또한 3.05x로 일반적인 석유화학 기업의 Multiple과 유사하다.

PBR Valuation - 기존 석유화학 부문			
추정 자본변동표 (단위: 백만 원)		지분율	가치
2021	DL케미칼 별도실체 자본총계	100%	2,011,527
	여천NCC 자본총계	50%	625,530
	폴리미래 자본총계	50%	61,294
	(-) Cariflex 장부가		259,652
	(-) 여천NCC 장부가		384,308
	(-) 폴리미래 장부가		46,253
	실질 자본총계		2,008,138
2022E	당기순이익		-14,694
	지급배당금		(해당없음)
	자본총계		1,993,444
Valuation	Target PBR		0.49x
	NAV		976,788
	EBITDA		482,423
	순차입금 (2021말 기준)		494,513
	Implied EV/EBITDA		3.05x

### 6.3. Kraton & Cariflex Valuation

Cariflex가 원래 Kraton의 자회사였다는 점에서 함께 Valuation을 진행한다. Kraton은 전통적으로 고유가 수혜주이다. 4장에서 살펴보았듯 안정적인 원재료를 기반으로 유가가 오를 때 강력한 판가전이력을 기반으로 좋은 수익성을 보였다.

이는 EV/EBITDA 밴드에서 직관적으로 드러난다. Up-Cycle에는 확실하게 밴드에 올라타며 Down-Cycle에는 부진하는 실적과 함께 주가도 하락한다. 2017년에서 2018년, 유가는 상승기를 겪고 있었다. 이에 따라 Kraton은 호실적을 보였으며 주가 또한 유의미한 반등을 보여 주었다. 따라서 유가 상승기인 지금, 2017년과 2018년의 유가 상승기에 적용받던 Multiple인

## 8.2x를 Target EV/EBITDA로 제시한다.

하지만 2020년부터 2021년까지 유가의 Up-Cycle에서도 지지부진했던 주가가 의문일 수 있다. 2020년 초 코로나의 발발과 함께 유가는 폭락하였고 Kraton의 수익성 또한 악화되었다. 차츰 유가는 회복세를 이어갔지만 과연 그만한 가격 전이가 가능할지 의문이 있었고 이는 지지부진한 주가를 만들었다. 하지만 2021년, **6분기 연속 평가 인상과 함께 역대 최대 실적을 달성하였다.** 이는 **유가상승기에 확실한 수혜**를 누릴 수 있다는 것을 증명한 셈이다.

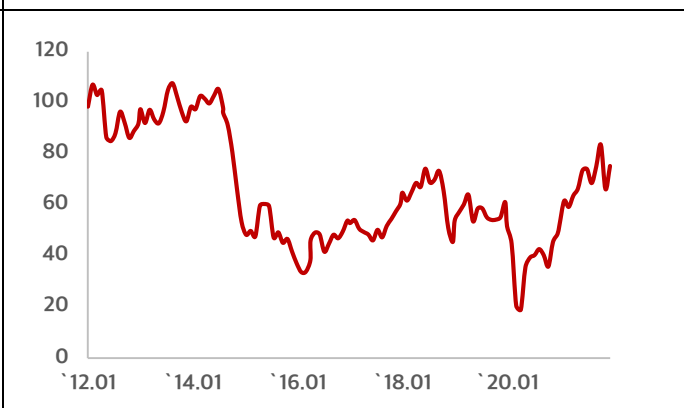
추가적으로, EBITDA의 경우 2022년은 비경상적인 손익이 많다는 점에서 (재고자산평가증, 인수비용 등) 다소 왜곡된 수치이다. 따라서 2022년과 2023년의 추정 EBITDA를 평균하여 적용한다. 마지막으로 EV에서 순차입금을 감해 NAV를 산출하였으므로 향후 SOTP Table 작성시 따로 고려하지 않는다.

그림 6-1. Kraton EV/EBITDA Band



출처: Flanit, SMIC 2팀

그림 6-2. WTI 가격



출처: SMIC 2팀

EV/EBITDA Valuation - Kraton, Cariflex			
(단위: 백만 원)		2022E	2023E
Kraton	영업이익	223,510	578,751
	감가상각비	144,687	144,687
	EBITDA	368,197	723,439
Cariflex	영업이익	68,659	81,958
	감가상각비	4,960	4,960
	EBITDA	73,619	86,918
EBITDA 계 평균		626,086	
Target EV/EBITDA		8.2x	
Target EV		5,133,909	
순차입금		2,329,000	
NAV		2,804,909	

## 6.4. 목표주가 산출 및 투자 의견

앞선 내용을 바탕으로 SOTP Table을 작성한다. 기존 석유화학 부문과 Kraton, Cariflex의 경우는 Valuation을 각각 진행하였으며 나머지 보유지분에 대해서는 장부가를 반영하였다. 순차입금의 경우 Cariflex는 이를 반영하여 NAV를 산출했으므로 DL 별도 실체만을 고려한다. 보통의 지주사에서 할인율을 논할 때 상장된 자회사에 대해 할인을 적용하는 것이 일반적이다. 하지만 현재 시장에서는 DL에 대해서 **유독 박하게 모든 NAV에 대해 할인**을 적용하는

방식으로 평가한다. 구체적인 이유를 명시하는 것은 난센스이지만 몇 가지의 가능성이 존재한다.

### 1) DL케미칼의 상장 가능성 때문이다.

이는 [2.2.3]에서 논하였으며 상장을 할 유인도 부족하고 상황도 좋지 않으므로 50%의 할인은 부적절하다.

### 2) DL 전사를 PBR 0.5x의 석유화학회사로 평가한다.

Kraton의 인수 전에는 어느 정도 타당할 수 있다. 하지만 Kraton의 인수 이후 이익 체력이 강화되었으며 Cyclical 산업임에서 발생하는 Risk로부터 자유로워졌다. 따라서 전사에 PBR 0.5x를 적용하는 것은 부당하다.

어찌 되었던 지금 주가는 현저히 저평가되었다는 것을 주장한다. 그래도 지주사임에 오는 Risk, 1) 원하는 사업부문에 골라서 투자가 불가함과 2) 알짜 자회사들이 비상장사라는 점에서 유인한 정보 비대칭성, 3) 지주사 내 현금흐름과 투자가 어떻게 이루어지는지 가시성이 부족하다는 점에서 Discount 요인은 존재한다.

따라서 보수적인 관점에서 50%의 할인율을 적용한 102,000원을 목표주가로 산정한다. DL 이앤씨를 제외한 부분에 할인하지 않을 때 목표주가 200,000원을 제시한다. 매크로 상황에서 어느 정도 자유로워짐과 동시에 안정적인 이익체력을 확보했다는 점에서 PER Multiple을 고려할 수도 있다. 22E Implied PER은 6.2x, 23E Implied PER은 3.8x로 도출된다. 적절한 Peer나 Historical 상황을 논하기는 힘들지만 높은 지속가능성을 고려한다면 투자매력도가 높게 느껴질 수 있는 Multiple이다.

본 보고서의 모든 논의를 바탕으로 102,000원을 목표주가로 산정하며 현재주가 68,000원 대비 상승여력 50%, 투자 의견 Buy를 제시한다

Valuation - SOTP Method				
(단위: 십억 원)	지분율	평가액	비고	
주요 영업가치	기존 석유화학	88.9%	868	PBR 0.49x
	Kraton & Cariflex	88.9%	2,494	EV/EBITDA 8.2x
	계		3,362	
기타 영업가치	DL이앤씨	23.1%	452	6/2 증가
	DL에너지	70%	297	장부가 적용
	DL모터스	100%	144	장부가 적용
	GLAD H&R	100%	252	장부가 적용
	기타투자자산		131	장부가 적용
	계		1,276	
순차입금	DL (별도)	100%	432	1Q22 기준
	계		432	Kraton & Cariflex의 경우 영업가치 산출시 감할
비영업자산		135	금융자산, 투자부동산	
우선주		68	6/2 증가	
NAV		4,273		
할인률		50%		
Target NAV		2,136		
Implied PER	`22E EPS		6.2x	`22E EPS 적용
	`23E EPS		3.8x	`23E EPS 적용
상장주식수 (단위: 천 주)		20,956	희석화증권 미발행	
목표주가 (단위: 원)		102,000	DL이앤씨 제외 미할인시 200,000	
현재주가 (단위: 원)		68,000		
상승여력		50%	DL이앤씨 제외 미할인시 194%	

## Appendix

### A.1. Cariflex 매출 추정

Cariflex  
: 라텍스 장갑 세계 1위

2019년 동사가 인수한 Cariflex는 합성고무 라텍스를 생산하는 의료/보건용 소재사업을 영위하고 있다. 현재 **글로벌 합성고무 수술용 장갑 원료시장에서 70%의 압도적 점유율**을 차지하고 있으며, 글로벌 합성고무 수술용 장갑 시장은 미국을 중심으로 유럽과 아시아에서 사용처가 많아지는 중이기에 **매년 8%의 성장**이 기대된다.

브라질 공장 증설  
+ 연평균 8% 시장 성장

동사는 Cariflex 인수 후 2020년 7월 540억원을 투자하여 **브라질 공장을 증설**하였다. 그리고 2021년 5월 증설작업을 완료하여 **2021년도 4분기부터 본격적으로 고객사에 증산된 물량을 공급**하기 시작하였다. 원래는 2022년도 1분기 매출이 브라질 공장 증설로 인한 매출 증대 효과가 모두 반영되는 시기였으나, 브라질 공장의 대정비 작업(Turn Around) 및 재가동(Restart)으로 약 27일간 생산이 정지(`22.01.17~`22.02.12)되었다. 이에 그 다음 분기부터는 **정상적으로 생산시설을 가동했을 때를 가정하여 매출을 추정**하였다.

Cariflex 매출추정												
(단위: 백만원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출	50,100	65,400	67,600	77,800	68,000	97,143	99,030	100,954	198,800	260,900	365,127	423,812
IR/IRL	50,100	65,400	67,600	77,800	68,000	97,143	99,030	100,954	198,800	260,900	365,127	423,812
영업이익	4,200	11,600	15,600	17,600	11,200	18,786	19,151	19,523	33,300	49,000	68,659	81,958
OPM	8.38%	17.74%	23.08%	22.62%	16.47%	19.34%	19.34%	19.34%	16.75%	18.78%	18.80%	19.34%

### A.2. DL에너지 영업수익 추정

발전자회사 운영하는  
DL에너지

DL에너지는 전세계적으로 약 14개 발전 자회사를 가지고 있는 동사의 중간지주형태 회사다. 동사의 지분율은 70%이며, 나머지 30%는 동사의 모회사인 대림이 소유하고 있다. 현재 DL에너지는 운영 및 공사 중인 발전소 규모가 약 4.4GW, 2.5GW 수준이며, 장기적으로 10GW 까지 발전용량을 확대할 계획에 있다. DL에너지는 **전세계적으로 다양한 발전 방식의 발전소를 운영함에 따라 원재료 가격에 수익이 헷징되는 포트폴리오**를 보유하고 있다. 또한 대부분의 발전소들이 현지에서 기저발전으로 운영되고 있기에 문제없이 정상적인 영업 활동을 이어 나간다면 동사에게 **안정적인 현금흐름**을 가져다줄 수 있다.

#### 1) 화력발전사업

DL에너지는 **세계 각국의 화력발전소를 직간접적으로 운영하고 있다**. 주로 LNG 기반 복합화력발전소를 운영 중이며, 한국, 호주, 미국, 칠레 등에 위치한다. 약 4GW가 운영되고 있다

#### 2) 신재생에너지 발전사업

DL에너지는 현재 **7개의 신재생에너지 발전소를 직간접적으로 운영하고 있다**. **2022년 4월 포송그린파워 지분 63.3%를 LX인터내셔널에 매각**했으며, 7월 29일 부로 지분이 36.7%로 감소할 예정이다. 해당 지분 양도로 인해 DL에너지는 **950억원의 현금**을 확보하였다.

#### 3) 발전소 컨설팅 자회사

영업수익 계정에 포함  
된 DL에너지 지분법 손  
익

DL에너지는 발전소 공동 투자 및 건설, 운영 컨설팅 전문 회사 역시 운영 중에 있다. 추정에 앞서 **DL에너지가 자체 재무제표에서 영업수익 계정에 지분법손익을 포함하여 작성**했

다는 점을 밝힌다. 비상장기업에 적용하는 K-GAAP 기준에 의하면 지분법손익은 기타손익에 해당하는데, DL에너지는 매출 대신 영업수익 계정을 사용했고, 영업수익의 세부항목에 지분법손익을 포함시켰다.

DL에너지의 영업수익은 지분법이익과 용역매출, 전력매출, REC매출, 증기매출로 구분되어 있다. 이 중에서 전력, REC, 증기매출은 모두 100% 자회사였던 포승그린파워에서 나온 매출을 분리하여 명시한 것이고, 용역이익은 컨설팅 용역에서 나온 매출을 명시한 것이다. DL에너지는 자체 재무제표에서 포승그린파워와 DL에너지의 컨설팅 용역을 제외한 DL에너지의 모든 자회사의 영업수익 중, 양의 값만 합산(지분을 고려)한 것을 지분법이익으로 정리했다. 지분법손실도 마찬가지로, 포승그린파워와 컨설팅 용역을 제외한 DL에너지의 모든 자회사들의 영업수익 중, 음의 값만 합산(지분을 고려)한 것으로 정리되었다.

DL에너지와 관련한 모든 영업수익 추정은 적어도 2023년까지 정상적으로 영업이 이어진다고 가정하였다. 코로나19의 영향으로 비정상적 전력 가격 하락이 있었던 2020년만 제외하면 2019년과 2021년에는 각 계정이 큰 차이가 없음을 알 수 있다. 여러 발전소 포트폴리오가 서로 헷징하는 효과를 감안하면 앞으로도 해당 계정은 일정한 값을 유지할 것이다. 따라서 포승그린파워의 지분이 변동하는 것을 제외한 나머지는 모두 2019년과 2021년의 값을 평균하여 Flat 처리하였다.

보수적으로도 꾸준한 현금 흐름 창출 가능

포승그린파워의 지분율이 100%에서 36.7%로 낮아짐에 따라 2022년과 2023년에는 포승그린파워의 영업이익 및 영업비용도 지분법이익과 지분법손실에 반영하였다. 2022년 추정에서는 지분 변동사건이 연중(7월 29일)에 발생하므로 기간에 따라 안분하였다. 포승그린파워의 지분 매각으로 23년까지 DL에너지의 영업수익 및 영업이익은 감소한다. 하지만 그 이후부터는 안정적인 현금흐름을 가져다주는 것을 볼 수 있다. 본 영업이익 추정은 장기적으로 현재의 수준보다 발전 용량을 30% 확대한다는 것을 반영하지 않은 보수적인 추정이므로, [그림 A-2]에서 보이는 것보다 실제 영업수익과 영업이익은 더 높을 것이다.

그림 A-1. DL에너지 사업부별 자회사



출처: DL, SMIC 2팀

그림 A-2. DL에너지 영업수익 추정 (단위: 백만원)

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업수익	103,454	113,761	102,715	88,097	67,053	67,053
지분법이익	45,464	68,238	41,435	52,164	64,365	64,365
용역매출	2,523	2,775	2,765	2,688	2,688	2,688
전력매출	22,588	17,406	22,413	13,125	-	-
REC매출	31,375	22,384	30,158	17,947	-	-
증기매출	1,504	2,958	5,944	2,172	-	-
영업비용	60,579	73,270	63,573	57,176	50,317	50,317
인건비	12,788	13,806	14,759	12,465	10,632	10,632
감가상각비 등	8,981	9,283	9,624	7,051	3,900	3,900
지분법손실	10,837	14,395	7,144	15,751	25,215	25,215
기타	27,973	35,785	32,047	21,910	10,570	10,570
영업이익	42,875	40,491	39,142	30,920	16,736	16,736
OPM(%)	41.44%	35.59%	38.11%	35.10%	24.96%	24.96%

출처: DART, SMIC 2팀 추정

### A.3. DL이앤씨, DL건설 매출 추정

DL이앤씨는 크게 주택, 토목, 플랜트를 수행하는 건설회사로 최근에는 발전/환경사업으로까지 사업을 확장해 나가고 있다. 별도 기준 매출 비중은 순서대로, 58.6%, 20.2%, 21.2%다.

DL이앤씨가 63.94%의 지분을 갖고 있는 DL건설은 DL이앤씨와 사업 영역이 비슷하지만, 플랜트 사업을 영위하지 않으며 주로 건축(주택 등), 토목 사업 시공에 사업의 초점이 맞춰져 있다. 또한 e편한세상 아파트를 두 회사가 공동 제작하는 등, 주택 사업 부문에서 온전히 분리되지 않은 상태다.

DL에게 매출액의 0.2% 로열티 지급하는 DL이앤씨, DL건설

동사의 별도매출에서 DL이앤씨와 DL건설이 기여하는 부분은 배당수입과 로열티수입이다. 로열티수입은 DL이앤씨가 가진 DL건설 지분율과 상관없이 매출액의 0.2%를 동사에게 지불한다. 이에 DL이앤씨와 DL건설의 별도 매출의 합이 중요하며, 이는 DL이앤씨의 연결 매출에서 기타연결법인 매출을 제외하면 구할 수 있다. 주택 건설 부문에서 사업적으로 크게 분리되지 않기에, DL건설을 따로 분리하여 추정하기 보다, DL이앤씨+DL건설 별도 매출의 합과 기타연결법인으로 나누어 매출을 추정하였다.

DL이앤씨 추정 손익계산서					
(단위: 십억 원)	2021	1Q22	2022E	2023E	2024E
매출액	7,632	1,515	7,832	8,775	9,268
DL이앤씨+DL건설 별도	7,249	1,442	7,439	8,334	8,803
기타연결법인	383	73	393	440	465
YoY(%)		35.50%	2.62%	12.03%	5.63%
매출원가	6,245	1,282	6,591	7,292	7,706
매출총이익	1,387	233	1,241	1,483	1,562
GPM(%)	18.2%	15.4%	15.8%	16.9%	16.9%
판매비와관리비	429	107	437	483	502
영업이익	958	126	804	1,000	1,060
OPM(%)	12.6%	8.3%	10.3%	11.4%	11.4%
기타영업외손익	-79	0	-60	-57	-54
금융손익	48	13	54	57	59
지분법투자손익	-17	6	29	15	0
법인세비용차감전순이익	910	146	827	1,014	1,065
법인세비용	273	43	244	300	315
당기순이익	636	103	583	714	750
NPM(%)	8.3%	6.8%	7.4%	8.1%	8.1%
연결지배주주순이익	577	101	574	704	739
비지배지분순이익	59	2	9	11	11

#### A.4. DL모터스 매출 추정

DL모터스 실적 추정						
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	293,499	297,303	243,169	309,861	315,515	321,273
매출원가	272,188	274,955	240,930	293,640	286,018	290,495
재료비 및 재고자산의 변동	225,542	206,698	165,457	231,268	223,900	227,985
급여 등	14,887	14,873	13,987	15,750	16,049	16,353
감가상각비 등	29,115	26,578	26,540	29,151	29,151	29,151
지급수수료	3,981	4,023	3,953	5,317	4,765	4,852
기타	(1,336)	22,783	30,993	12,154	12,154	12,154
매출총이익	21,312	22,347	2,239	16,221	29,497	30,777
GPM	7.26%	7.52%	0.92%	5.23%	9.35%	9.58%
판매비와관리비	16,145	13,519	31,711	20,559	25,457	26,045
급여 등	8,043	4,690	3,931	3,841	5,126	5,126
감가상각비 등	803	723	532	488	637	637
지급수수료	1,014	1,168	1,146	1,115	1,111	1,111
수출경비	0	0	10,615	9,280	9,948	9,948
기타	6,285	6,938	15,486	5,834	8,636	9,224
영업이익	5,167	8,828	(29,472)	(4,338)	4,040	4,733
OPM	1.76%	2.97%	-12.12%	-1.40%	1.28%	1.47%

## A.5. 연결 및 별도 재무상태표

연결 재무상태표				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22
<b>자산</b>				
유동자산	6,739,683	9,327,817	2,512,732	2,718,361
현금및현금성자산	2,559,153	1,134,781	1,756,188	799,485
단기금융상품	172,449	38,840	73,882	75,987
매출채권및기타채권	1,333,416	247,341	321,575	696,528
계약자산	1,094,475	3,873	1,360	3,418
당기법인세자산	15,696	688	1,717	3,170
재고자산	1,120,089	145,507	329,717	1,026,214
당기손익-공정가치측정금융자산	74,226	2,353		16,153
기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산	855			
파생상품자산	24			
기타유동자산	364,826	19,277	14,616	83,438
매각예정자산	4,475	12,639	13,677	13,969
소유주분배예정자산		7,722,517		
비유동자산	6,705,541	4,574,042	5,810,231	9,160,723
장기금융상품	20,862	18,425	25,739	26,066
장기매출채권및기타채권	1,405,321	25,350	37,536	47,318
관계기업및공동기업주식	1,337,574	1,350,067	2,309,215	2,535,190
당기손익-공정가치측정금융자산	195,337	57,482	66,900	70,855
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	61,250	45,016	142,572	130,114
유형자산	2,017,341	1,457,813	1,515,328	3,493,945
투자부동산	969,633	1,085,271	1,104,862	1,102,444
무형자산	66,258	477,442	572,291	1,471,204
사용권자산	82,282	33,927	26,480	145,923
파생상품자산	316		1,478	34,360
이연법인세자산	527,621	22,596	5,715	90,964
기타비유동자산	21,747	654	2,114	12,339
자산총계	13,445,224	13,901,860	8,322,963	11,879,085
<b>부채</b>				
유동부채	4,271,441	8,367,656	1,460,931	1,927,994
매입채무및기타채무	1,700,601	4,098,407	399,458	786,781
계약부채	1,105,328			
단기차입금및유동성장기부채	637,522	298,367	934,281	915,337
리스부채	57,486	7,172	6,537	32,905
당기법인세부채	172,182	35,789	28,553	74,515
기타충당부채	307,927	13,763	4,649	4,877
금융보증부채	72,172	9,429	9,507	9,419
하자보수충당부채	32,625			
파생상품부채	4,789	638		
기타유동부채	180,808	43,066	77,946	104,158
소유주분배예정부채		3,861,026		
비유동부채	2,437,076	2,322,880	2,331,810	5,335,642
장기매입채무및기타채무	30,343	37,448	34,033	45,347
차입금및사채	1,949,060	2,043,387	2,002,971	4,308,764
리스부채	72,560	34,520	21,669	115,024
순확정급여부채	47,102	4,283	1,641	99,258
하자보수충당부채	176,595			
기타충당부채	2,030	88	127	9,595
이연법인세부채	146,491	201,166	267,928	755,163
기타비유동부채	12,894	1,989	3,442	2,493
부채총계	6,708,517	10,690,536	3,792,741	7,263,636
<b>자본</b>				
지배기업의 소유주지분	5,937,264	2,593,062	3,933,223	3,971,223
자본금	218,500	218,500	138,710	138,710
기타불입자본	538,430	-3,228,277	-2,814,827	-2,811,996
이익잉여금	5,329,942	5,771,434	6,588,518	6,643,768
기타포괄손익누계액	-149,608	-168,596	20,821	742
비지배지분	799,442	618,262	596,999	644,225
자본총계	6,736,707	3,211,324	4,530,222	4,615,448
부채및자본총계	13,445,224	13,901,860	8,322,963	11,879,085

별도 재무상태표				
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	1Q22
<b>자산</b>				
유동자산	4,862,905	7,386,745	149,653	257,879
현금및현금성자산	1,886,224	866,954	88,658	62,741
단기금융상품	62,667	3,406	12,153	12,873
매출채권및기타채권	1,016,737	155,068	15,261	168,148
계약자산	713,392	764		
리스채권	14,561	15,897	19,182	
당기법인세자산	0		495	
재고자산	1,004,371	74,062		
파생상품자산	24			
기타유동자산	164,929	1,312	228	149
매각예정자산		12,639	13,677	13,969
소유주분배예정자산		6,256,643		
비유동자산	5,209,126	2,781,270	3,560,415	3,505,777
장기금융상품	8,549	13,436	17,074	17,531
장기매출채권및기타채권	1,255,460	12,193	3,954	4,072
중속기업주식	1,281,195	1,174,650	2,426,628	2,426,628
관계기업및공동기업주식	494,743	676,138	752,024	774,077
당기손익-공정가치측정금융자산	106,840	50,858	59,604	59,553
기타포괄손익-공정가치측정금융자산	58,527	44,375	130,113	130,113
유형자산	755,541	565,050	1,273	247
투자부동산	495,634	179,687	124,593	90,256
무형자산	28,103	4,544	682	633
사용권자산	76,531	10,900	2,856	2,669
리스채권	57,093	49,440	41,616	
이연법인세자산	571,540			
기타비유동자산	19,369			
자산총계	10,072,030	10,168,015	3,710,068	3,763,657
<b>부채</b>				
유동부채	3,321,954	7,131,782	246,563	277,367
매입채무및기타채무	1,271,244	3,954,131	13,964	87,373
계약부채	851,847			
리스부채	53,823	45,330	44,420	741
단기차입금및유동성장기부채	556,350	119,994	164,965	164,982
당기법인세부채	145,516	31,493		1,406
기타충당부채	255,482	10,026	50	50
파생상품부채	4,753			
금융보증부채	44,356	19,388	9,220	9,220
하자보수충당부채	32,625			
기타유동부채	105,957	18,084	13,943	13,595
소유주분배예정부채		2,933,336		
비유동부채	1,303,455	990,159	473,908	398,183
장기매입채무및기타채무	19,460	21,112	19,828	20,538
차입금및사채	940,439	762,762	329,548	329,608
리스부채	172,032	134,725	87,180	2,104
순확정급여부채	27,798	2,593	73	129
하자보수충당부채	133,184			
기타충당부채	1,261	44		
기타비유동부채	9,282			
이연법인세부채		68,923	37,279	45,804
부채총계	4,625,408	8,121,940	720,471	675,550
<b>자본</b>				
자본금	218,500	218,500	138,710	138,710
기타불입자본	539,450	-3,292,752	-2,759,460	-2,759,460
이익잉여금	4,729,883	5,168,651	5,537,489	5,635,999
기타포괄손익누계액	-41,211	-48,324	72,858	72,858
자본총계	5,446,622	2,046,074	2,989,597	3,088,107
부채및자본총계	10,072,030	10,168,015	3,710,068	3,763,657

## A.6. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비 추정					
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
판매비와관리비	123,829	195,300	228,307	463,783	547,790
급여	27,947	35,673	52,670	77,766	114,818
복리후생비	4,545	5,241	5,809	6,439	7,136
보험료	988	1,728	1,893	1,811	1,852
지대집세	1,692	1,528	932	1,230	1,081
광고선전비	512	329	442	386	414
대손상각비	-263	8,190	1,050	9,457	10,622
운반비	26,895	26,938	47,395	91,407	102,667
제수수수료	20,864	47,547	50,877	110,261	123,843
기타	40,649	68,126	67,239	165,028	185,356

## A.7. 기타 영업외손익 추정

기타 영업외손익 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022E	2023E	
기타손익	임대료수익	301	307	294	301	301
	외환손익	1,259	(11,938)	3,928	0	0
	자산처분손익	(26,669)	2,477	364,974	0	0
	금융자산평가손익	5	2,806	20,997	0	0
	(기타 대손상각비)	4,742	(139,892)	(7,841)	(47,664)	(47,664)
	자산손상차손익	2,569	40,568	5,740	0	0
	잡손익	(911)	(4,194)	(2,483)	(2,529)	(2,529)
계	(18,704)	(109,866)	385,609	(49,892)	(49,892)	
금융손익	이자수익	19,032	12,208	9,818	9,818	9,818
	(이자비용)	(59,351)	(69,375)	(69,160)	(92,893)	(100,660)
	외환손익	(1,029)	(3,811)	1,604	0	0
	위험회피회계손익	2,733	11,720	3,029	0	0
	계	(38,615)	(49,258)	(54,709)	(83,075)	(90,842)

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이다, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.