DL (000210)

미국 전력부족 수혜 & 관세 무풍지대 (1Q 컨센서스 +75%)

KB증권

더 많은 리포트 보기

2025년 5월 9일

배터리/화학/정유 Analyst 전우제
wchun@kbfg.com

연구원 송윤주
yunju.jade.song@kbfg.com

Buy (유지), 목표주가 4.8만원 (상향)

투자의견 Buy를 유지한다. 본사 PB 시황 강세가 지속되는 가운데, 1분기부터 미국 자회사 Kraton 시황 회복이 시작되었으며, 6월부터 미국 전력 부족에 따른 발전 (+700억원 +@ YoY) 수혜가 예정되어있기 때문이다. 목표주가는 4.0만원 → 4.8만원으로 20% 상향한다 (Target P/B: 0.4배. COE 8.3%, Beta 1.1, 2025~34년 가중평균 ROE 5.1%, 지주사 할인율 40%). 2025/2026년 영업이익 추정치를 각각 +34%/+6% 상향했기 때문이다.

1Q OP 1,054억원 (컨센서스 75% 상회). Kraton 가동률 상승 영향

1Q OP는 1,054억원으로 컨센서스를 +75% 상회했다. 원재료 역래깅에도 Kraton 가동률이 4Q 69% → 1Q 84% 수준으로 회복되며 흑자전환한 영향이 컸다. PB, Cariflex, 에너지, 모터스, 글래드호텔도 모두 견조한 시황을 유지하며 예상치를 소폭 상회했다.

하반기 신규 투자 포인트:
① 미국 전력 부족으로 발전 자회사 수혜
② 미국발 관세 영향 무풍지대

견조한 본업에 더해지는 하반기 신규 투자포인트는 2가지다: ① DL에너지: 6월부터 미국 전력 부족에 따른 추가 이익 "700억원+@/년"이 기대된다. 주요 자회사인 미국 나일즈/페어뷰 발전소 (2.1GW, 지분 30%/25%)는 전력계통운영자인 PJM에 전력을 공급하는데, 2025.6.~2026.5. Clearing Price (용량 시장 보상)가 270$/MW-day로 24/25년 대비 +833% YoY 상승했기 때문이다. Clearing Price가 상향된 이유는 공급 가능한 전력 용량 대비 수요 우위 (AI 데이터 센터, 전기차 충전소 등)가 예상되기 때문이다. 예상 보상은 24/25년 87억원 → 25/26년 813억원으로 계산된다. 발전원 추가 대비 수요 증가가 빠르기에 26/27년 Clearing Price (6월 결정)도 유지될 가능성이 높아 보인다. 전력 부족을 근거로, 발전소 Spot 마진 (+@)도 일부 개선될 것으로 기대한다. ② 관세 무풍지대: 2024년 매출 구성은 한국 20%, 아시아 26%, 유럽 20%, 미주 32%로 구성되어 있는데, 아시아 생산 (본사/Cariflex) 제품은 90% 아시아 판매, 미국 생산 (Kraton) 제품은 65% (추정) 미국 판매하는 등 Local 판매망을 가지고 있어 트럼프 관세 영향으로부터 자유롭다. 오히려 미국에 생산설비를 둔 Kraton의 가동률이 상승 중이다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	48,000
Dividend yield* (%)	3.0
Total return (%)	46.5
현재가 (5/9, 원)	33,450
Consensus target price (원)	51,500
시가총액 (억원)	7,345

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	50.5
거래대금 (3m, 십억원)	1.8
외국인 지분율 (%)	14.4
주요주주 지분율 (%)	대림 외 5 인 49.3
	국민연금공단 10.7

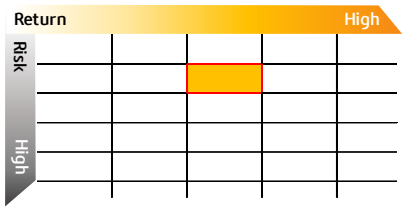
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.8	6.2	-4.1	-36.7
시장대비 상대수익률	5.7	2.6	-6.3	-34.9

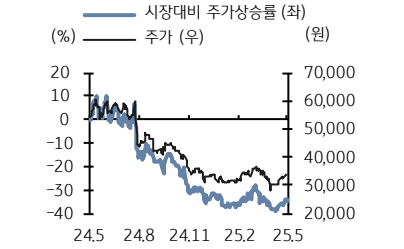
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	5,615	5,723	5,729	5,724
영업이익 (십억원)	413	490	573	593
지배주주순이익 (십억원)	89	92	191	226
EPS (원)	3,947	4,053	8,414	9,983
증감률 (%)	흑전	2.7	107.6	18.6
P/E (x)	8.0	8.3	4.0	3.4
EV/EBITDA (x)	7.2	7.0	6.0	5.7
P/B (x)	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	2.3	2.2	4.5	5.1
배당수익률 (%)	3.2	3.0	3.0	3.0

Risk & Total Return (annualized over three years)

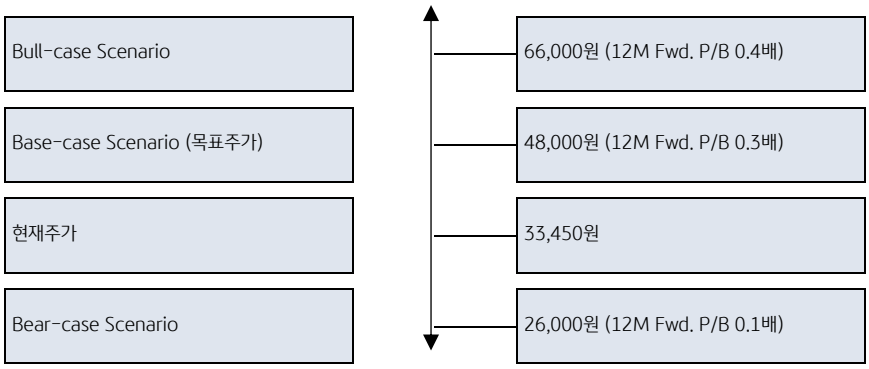


Stock Price & Relative Performance



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	5,522	5,490	5,723	5,729	3.6	4.4
영업이익	366	538	490	573	34.2	6.4
지배주주순이익	51	175	92	191	79.7	8.7

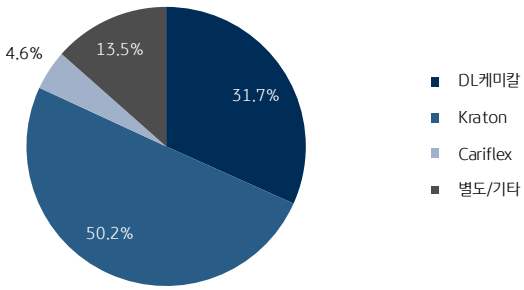
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	5,723	5,729	5,695	5,675	0.5	1.0
영업이익	490	573	345	410	42.3	39.6
지배주주순이익	92	191	67	93	37.0	104.9

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 187,114원 x multiple 0.43배 x 지주사 할인 40% 적용

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
66,000원 ~ 26,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
P/E 8.6배, P/B 0.26배

실적민감도 분석

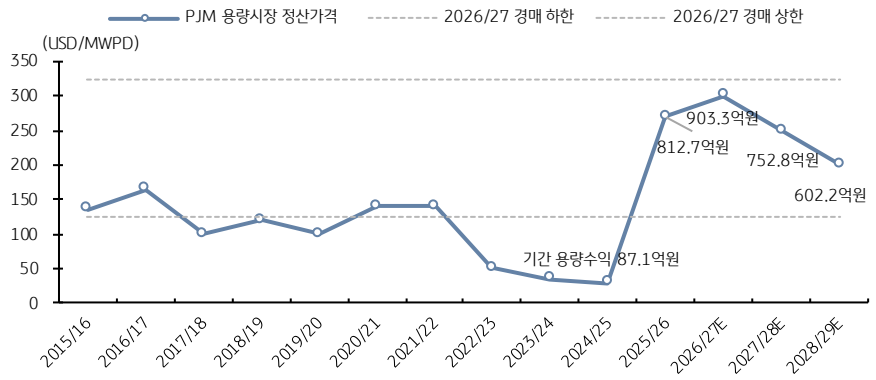
(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
금리 1%p 상승 시	-21.1	-14.5
달러원 환율 10원 상승 시	+2.1	+1.5

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	701	8.3	4.0	0.2	0.2	7.0	6.0	2.2	4.5	3.0	3.0
롯데케미칼	2,644	N/A	N/A	0.2	0.2	13.3	9.4	N/A	N/A	3.0	4.1
LYB	25,785	13.2	9.2	1.5	1.5	8.3	6.7	11.4	16.4	9.4	9.6
BASF	61,047	13.3	11.3	1.1	1.1	7.7	6.8	8.2	9.4	5.3	5.5

자료: Bloomberg Consensus, DL은 KB증권 추정

그림 1. PJM 용량시장 정산가격과 기간 용량수익



자료: Monitoring Analytics, 언론보도, KB증권 추정

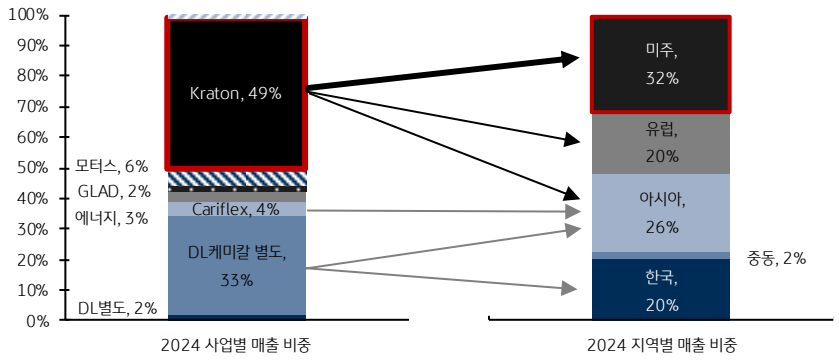
그림 2. 기간 용량수익 계산식

<KB증권 미국 전력 용량수익 (보상) 추정 식>

2024/25E	$(1.08GW \times 30\% + 1.05GW \times 25\%) \times \$28.92/MW * 365days * 1400₩/\$ = ₩8.7bn$
2025/26E	$(1.08GW \times 30\% + 1.05GW \times 25\%) \times \$269.92/MW * 365days * 1400₩/\$ = ₩81.3bn$

자료: Monitoring Analytics, 언론보도, KB증권 추정

그림 3. DL 매출액 비중: 미국발 관세 영향 무풍지대

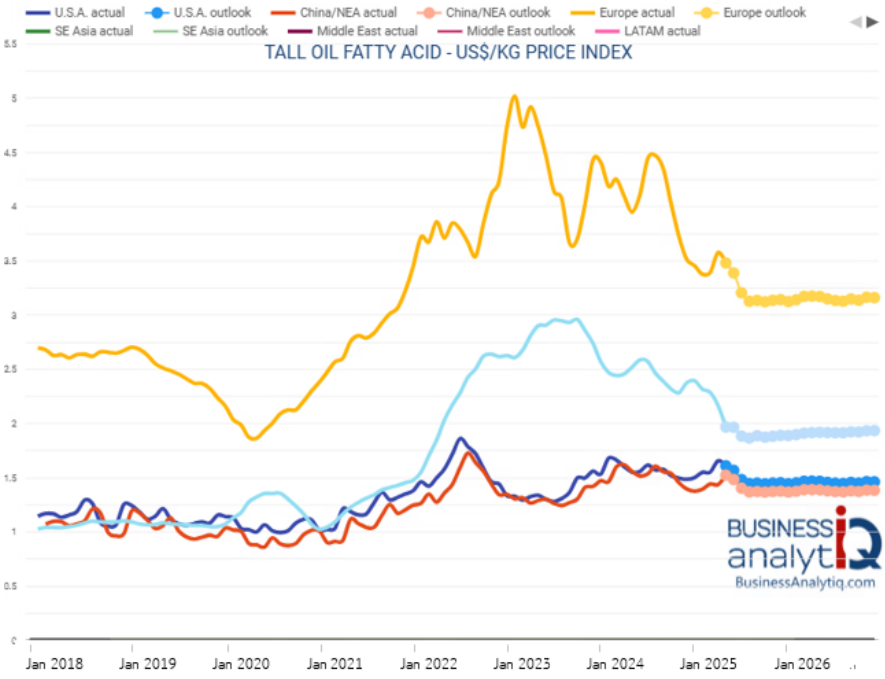


자료: DL, KB증권

그림 4. 미국 부타디엔 가격 추이

자료: Cischem, KB증권

그림 5. TOFA 가격 추이



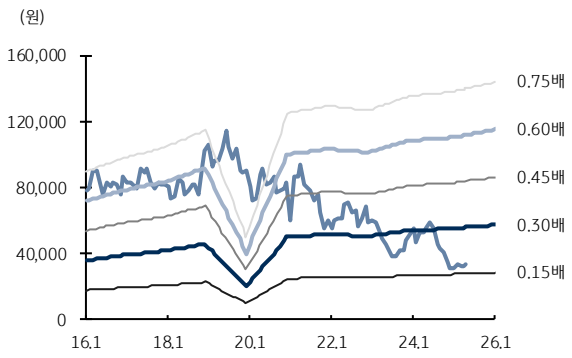
자료: Businessanalytiq, KB증권

표 1. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**1,404.1**	**1,492.1**	**1,422.4**	**1,296.8**	**1,386.6**	**1,446.0**	**1,469.5**	**1,421.2**	**5,017.8**	**5,615.4**	**5,723.3**	**5,729.0**
DL케미칼	501.6	515.1	402.2	408.3	444.4	460.4	453.9	456.4	1,606.4	1,827.2	1,815.0	1,781.2
Kraton	695.3	712.8	711.3	649.1	689.7	744.3	731.2	707.0	2,464.2	2,768.5	2,872.2	2,866.5
Cariflex	50.7	66.5	64.8	57.7	53.9	64.0	73.6	73.8	264.7	239.7	265.3	293.9
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**	**89.3**	**165.1**	**130.6**	**150.7**	**412.5**	**490.4**	**572.5**
DL케미칼	82.8	74.1	21.3	16.7	43.4	35.7	56.4	41.0	110.8	194.9	176.4	159.7
Kraton	55.6	9.4	14.5	-77.7	3.3	8.2	19.0	19.5	-156.3	1.8	50.0	87.5
Cariflex	7.0	17.2	16.7	6.5	9.1	8.3	17.1	19.3	56.6	47.4	53.7	84.2
별도/기타	26.9	42.1	68.9	30.5	49.6	37.2	72.6	50.9	139.6	168.4	210.3	241.1
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**	**-11.5**	**-10.5**	**-3.9**	**-103.0**	**-86.5**	**-80.3**	**-46.1**
당기순이익	**32.1**	**9.3**	**22.1**	**31.4**	**-19.5**	**10.5**	**69.4**	**48.1**	**-121.0**	**94.8**	**108.6**	**211.7**
지배주주순이익	**22.6**	**0.0**	**11.7**	**55.0**	**-23.5**	**9.5**	**62.5**	**43.3**	**-133.4**	**89.4**	**91.8**	**190.5**

자료: DL, KB증권 추정

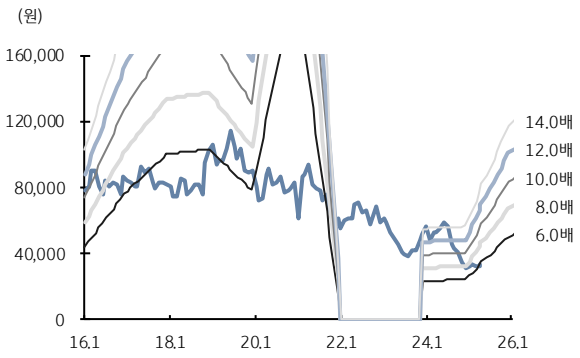
그림 6. DL 12개월 선행 P/B 추이



자료: DL, KB증권 추정

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

그림 7. 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 48,000원으로 상향

(배, 원)	변경 전 (2월 6일)	변경 후 (5월 9일)	비고
(A) 자기자본비용 (COE)	**8.5%**	**8.3%**	**A=a+(b x c)**
(a)무위험수익률	2.8%	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	**4.9%**	**5.1%**	**2025~34년 10개년 가중평균 ROE**
(C) 영구성장률	2.8%	2.6%	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균
(D) Target P/B	**0.37**	**0.43**	**D=(B-C)/(A-C)**
(E) 12M FWD BVPS	177,149	187,114	
(F) 적정가치 (원)	**65,859**	**80,624**	**F=D x E**
(G) 목표주가 (원)	**40,000**	**48,000**	**G=D x E x (지주사 할인율 40% 적용)**
현재주가(원)		33,450	
상승여력		43.5%	

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	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
ROE	-3.4%	2.2%	2.2%	4.5%	5.1%	5.1%	5.5%	5.9%	6.1%	6.2%	6.4%	6.0%
할인계수			1.00	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.56	0.53
가중평균 ROE (2025~34 년)			5.08%									

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	5,723	5,729	5,724
매출원가	4,092	4,375	4,570	4,493	4,469
매출총이익	926	1,240	1,153	1,236	1,256
판매비와관리비	775	828	663	663	663
영업이익	151	413	490	573	593
EBITDA	581	868	956	1,049	1,074
영업외손익	-323	-256	-333	-294	-280
이자수익	37	34	33	38	47
이자비용	287	308	286	286	286
지분법손익	-103	-87	-80	-46	-41
기타영업외손익	29	103	1	0	0
세전이익	-173	156	158	279	313
법인세비용	-52	61	49	67	75
당기순이익	-121	95	109	212	238
지배주주순이익	-133	89	92	191	226
수정순이익	-133	89	92	191	226

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	-3.0	11.9	1.9	0.1	-0.1
영업이익 성장률	-47.0	173.7	18.9	16.7	3.6
EBITDA 성장률	-10.4	49.4	10.1	9.7	2.4
지배기업순이익 성장률	적전	흑전	2.7	107.6	18.6
매출총이익률	18.5	22.1	20.2	21.6	21.9
영업이익률	3.0	7.4	8.6	10.0	10.4
EBITDA이익률	11.6	15.5	16.7	18.3	18.8
세전이익률	-3.4	2.8	2.8	4.9	5.5
지배기업순이익률	-2.7	1.6	1.6	3.3	4.0

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	325	557	464	754	749
당기순이익	-121	95	109	212	238
유무형자산상각비	430	455	465	476	481
기타비현금손익 조정	126	205	130	113	116
운전자본증감	73	-166	-190	20	-11
매출채권감소 (증가)	6	65	-86	9	1
재고자산감소 (증가)	177	28	-117	15	1
매입채무증가 (감소)	-89	-100	35	-7	-1
기타운전자본증감	-22	-159	-22	3	-12
기타영업현금흐름	-183	-32	-49	-67	-75
투자활동 현금흐름	-588	-224	-649	-272	-521
유형자산투자감소 (증가)	-604	-375	-300	-309	-331
무형자산투자감소 (증가)	-17	-9	-12	-12	0
투자자산감소 (증가)	122	165	-337	49	-190
기타투자현금흐름	-88	-4	0	0	0
재무활동 현금흐름	241	-366	-96	-70	-63
금융부채 증감	286	-280	0	0	0
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-46	-41	-23	-23	-23
기타재무현금흐름	1	-45	-73	-47	-41
기타현금흐름	2	26	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-20	-7	-281	412	164
기말현금	884	878	596	1,009	1,173
잉여현금흐름 (FCF)	-279	182	164	445	418
순현금흐름	-381	-161	-321	412	164
순현금 (순차입금)	-4,756	-4,917	-5,238	-4,826	-4,661

재무상태표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	12,120	12,535	12,663	12,844	13,058
유동자산	2,818	2,879	2,823	3,208	3,383
현금 및 현금성자산	884	878	596	1,009	1,173
단기금융자산	97	126	126	126	126
매출채권	557	597	683	674	673
재고자산	1,001	1,047	1,165	1,150	1,149
기타유동자산	279	231	253	250	262
비유동자산	9,301	9,657	9,840	9,636	9,676
투자자산	3,516	3,511	3,848	3,798	3,988
유형자산	3,963	4,221	4,143	4,065	4,003
무형자산	1,415	1,496	1,420	1,344	1,255
기타비유동자산	407	429	429	429	429
부채총계	7,586	7,749	7,791	7,783	7,782
유동부채	3,124	2,642	2,676	2,669	2,669
매입채무	581	515	549	542	542
단기금융부채	2,006	1,541	1,581	1,581	1,581
기타유동부채	536	586	546	546	546
비유동부채	4,463	5,108	5,114	5,113	5,113
장기금융부채	3,731	4,379	4,379	4,379	4,379
기타비유동부채	731	728	735	734	734
자본총계	4,533	4,786	4,872	5,061	5,276
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	829	829	829	829	829
기타자본항목	-3,639	-3,639	-3,639	-3,639	-3,639
기타포괄손익누계액	216	415	415	415	415
이익잉여금	6,297	6,365	6,434	6,602	6,805
지배지분 계	3,842	4,108	4,177	4,345	4,548
비지배지분	691	678	695	716	728

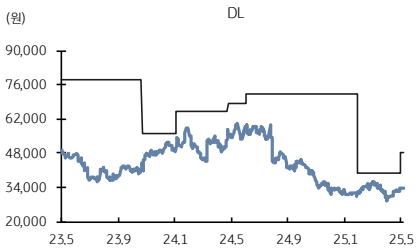
주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	N/A	8.0	8.3	4.0	3.4
P/B	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
P/S	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA	11.3	7.2	7.0	6.0	5.7
EV/EBIT	43.6	15.2	13.6	11.0	10.3
배당수익률	1.9	3.2	3.0	3.0	3.0
EPS	-5,894	3,947	4,053	8,414	9,983
BVPS	169,697	181,444	184,495	191,907	200,887
SPS (주당매출액)	221,615	248,007	252,773	253,025	252,825
DPS (주당배당금)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	0.0	25.4	24.7	11.9	10.0
수익성지표					
ROE	-3.4	2.3	2.2	4.5	5.1
ROA	-1.0	0.8	0.9	1.7	1.8
ROIC	1.6	4.1	3.8	4.7	4.9
안정성지표					
부채비율	167.3	161.9	159.9	153.8	147.5
순차입비율	104.9	102.7	107.5	95.4	88.4
유동비율	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3
이자보상배율 (배)	0.5	1.3	1.7	2.0	2.1
활동성지표					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
매출채권회전율	8.6	9.7	9.0	8.5	8.5
매입채무회전율	8.0	10.3	10.8	10.5	10.6
재고자산회전율	4.7	5.5	5.2	5.0	5.0

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
23-04-13	Buy	전우제	78,000	-45.26	
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		

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.