

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[DL]

좋은 자산의 매각이 필요한 이유

Cariflex 매각, 이익을 파는 것이 아니라 할인율을 판다

DL은 재무구조 개선을 위해 Cariflex(수술용 장갑 원재료인 IR Latex 세계 1위 업체)를 포함한 일부 자산의 매각을 추진하고 있다. Cariflex 매각은 단순한 비핵심자산 처분보다는 그룹 내부에서 충분히 평가받지 못했던 자산가치를 외부 거래를 통해 현실화하는 과정으로 볼 필요가 있다. Cariflex는 2025년 기준 약 1,000억원의 EBITDA와 500억원 이상의 영업이익을 창출한 것으로 추정되는 고수익 사업이다. 시장에서 거론되는 1.5~2.0조원의 기업가치를 적용하면 거래 배수는 약 13~18배에 달한다. 현재 DL이 주식시장에서 받고 있는 평가배수와는 상당한 차이다. 결국 이번 거래에서 중요한 것은 우량 사업 하나가 연결 실적에서 빠진다는 사실 자체가 아니다. DL 전체가 낮은 배수로 평가받고 있는 상황에서 Cariflex라는 개별 자산을 13~18배의 높은 배수로 현금화할 수 있다는 점이 핵심이다. 매각 이후 연간 500억원 이상의 영업이익 감소는 불가피하지만, DL케미칼에 대규모 현금이 유입되면서 연결 순차입금과 금융비용을 크게 낮출 수 있다. 매각대금이 차입금 상황에 우선 활용된다면 연결 영업이익 감소에 비해 세전이익 감소 폭은 제한될 수 있고, 재무 안정성과 현금흐름의 질은 오히려 개선될 가능성이 높다.

매각 시점도 과거와는 다르게 봐야 한다. Cariflex가 안정적인 이익을 창출하는 반면 Kraton이 부진했던 시기였다면 우량 자산 매각은 포트폴리오의 질을 떨어뜨리는 선택으로 받아들여졌을 가능성이 크다. 그러나 지금은 Kraton의 실적 회복이 본격화되고 있다는 점에서 상황이 달라졌다. Kraton의 이익 체력이 정상화되는 국면에서 Cariflex를 높은 배수에 매각할 수 있다면, DL은 기존 이익 기반을 상당 부분 유지하면서 대규모 부채 감축까지 동시에 진행할 수 있다. 특히 DL의 할인 요인 가운데 하나는 지주사 자체의 재무구조보다는 DL케미칼을 중심으로 한 높은 연결 차입금과 화학 계열의 추가 자금 부담이었다. 여천NCC 사업재편 과정에서 DL케미칼은 시장성 차입금 상환을 위해 2,725억원의 증자를 예정하고 있다. Cariflex 매각은 이러한 구조조정 비용을 부담하고도 재무구조를 빠르게 정상화할 수 있는 현금 완충재라는 점에서 의미가 있다. 지금까지 투자자들의 관심이 여천NCC에 앞으로 얼마를 더 투입해야 하는가에 집중되어 있었다면, Cariflex 매각 이후에는 이미 예정된 구조조정 비용을 부담하고도 DL에 얼마의 재무여력이 남는가로 질문이 바뀔 수 있다. 재무 리스크를 바라보는 투자자들의 시선 자체가 달라질 수 있다는 의미다.

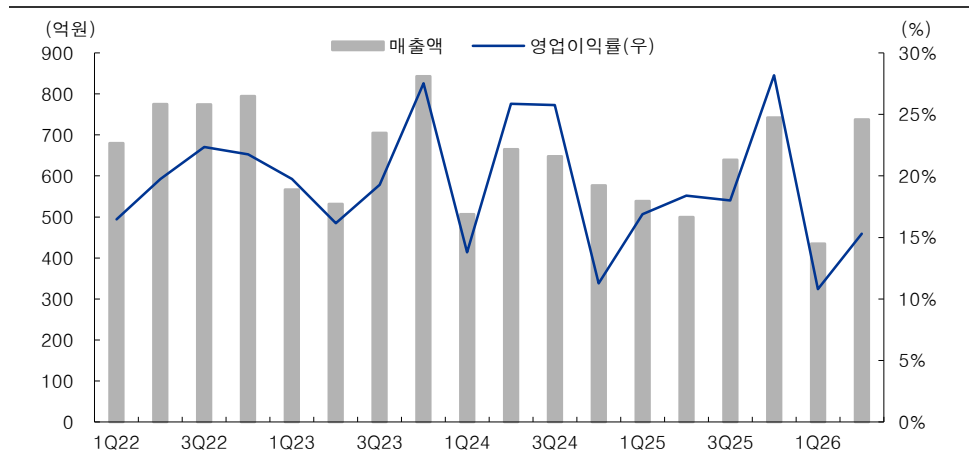
따라서 Cariflex 매각의 가장 중요한 투자포인트는 일회성 매각이익이 아니라 DL에 적용되는 밸류에이션의 기준을 바꿀 수 있다는 점에 있다. DL은 Cariflex 인수 이후 증설과 시장 지위 강화를 통해 기업가치를 높여왔고, 현재 거론되는 가격에서 매각이 성사된다면 자산을 인수해 성장시킨 뒤 높은 가격에 회수하는 자본배분의 성공 사례를 시장에 보여주게 된다.

무엇보다 중요한 것은 13~18배에 평가받는 자산을 매각해 낮은 배수로 평가받고 있는 DL의 연결 순차입금을 줄인다는 구조다. 높은 가격을 받을 수 있는 자산의 가치를 현금으로 확인한 뒤, 그 현금으로 DL에 적용돼 온 재무 리스크와 할인율을 낮추는 셈이다. 이후 매각대금이 차입금 축소에 이어 주주환원으로 연결된다면 이번 거래는 단순한 포트폴리오 조정을 넘어 DL의 만성적 할인율을 낮추는 계기가 될 수 있다. 결국 Cariflex 매각은 좋은 사업을 포기하는 거래가 아니라, 가장 높은 평가를 받을 수 있는 자산을 팔아 가장 낮은 평가를 받고 있는 DL의 재무구조를 정상화하는 거래다. 매각가격 자체만큼 중요한 것은 유입된 현금이 DL의 할인 요인을 얼마나 빠르게 제거하느냐다. 이 과정이 가시화될수록 DL의 밸류에이션 재평가 가능성도 높아질 것으로 판단한다.

주주환원 측면에서도 Cariflex 매각의 의미는 작지 않다. DL의 DPS는 2021년 1,900원을 정점으로 2022~2024년 1,000원을 유지한 뒤 2025년에는 무배당으로 전환되었다. 2022~2024년에는 실적 변동에도 불구하고 연간 약 227억원의 배당을 유지하면서 DPS 1,000원이 사실상의 기준으로 자리 잡았지만, 2025년에는 회사 및 자회사의 경영환경 변화를 이유로 배당을 중단하였다. 당시 화학 업황 부진과 여천NCC를 포함한 자회사 관련 자금 부담을 감안하면 시장에서는 화학 계열의 재무부담이 배당 여력을 제약한 것으로 받아들일 수밖에 없었다. Cariflex 매각은 이러한 자본배분의 제약을 완화할 수 있는 계기가 될 수 있다. 현재 주식 수를 감안하면 DPS 1,000원에 필요한 현금은 약 227억원, DPS 3,000원도 약 680억원 수준에 불과하다. 다만 Cariflex 매각대금은 우선 DL케미칼에 유입되는 만큼 매각 자체가 곧바로 DL의 배당 재원으로 연결되는 것은 아니다. 그럼에도 DL케미칼의 차입금 부담이 낮아지고 지주사로의 현금 상향 여력이 커진다면 주주환원 정상화 가능성 역시 높아질 수 있다.

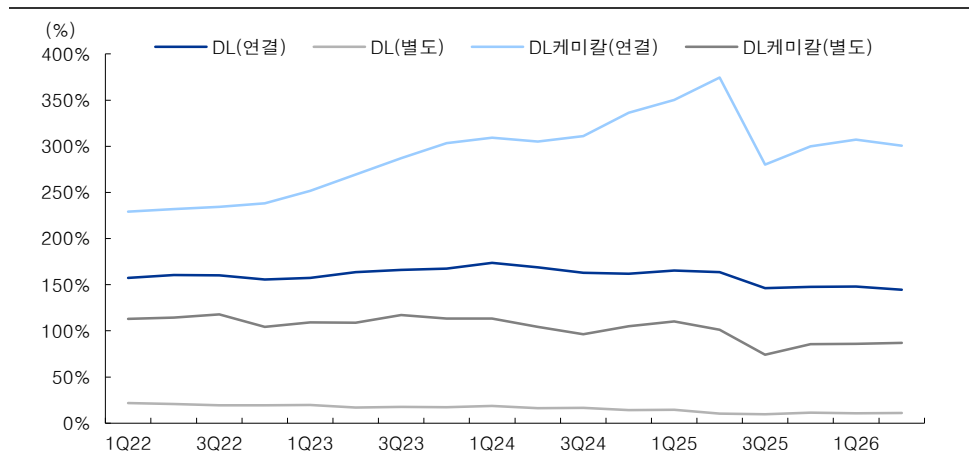
따라서 투자자들이 기대하는 것은 단순히 과거 DPS 1,000원으로 돌아가는 것이 아니라, 매각 이후 개선된 재무여력을 바탕으로 배당의 새로운 기준점을 높이거나 자사주 매입/소각을 병행하는 보다 적극적인 주주환원 정책이다. 투자자들을 위한 관점에서 보면, Cariflex 매각이 DL의 밸류에이션을 실제로 바꾸기 위해서는 좋은 자산을 높은 가격에 파는 것에서 끝나서는 안 된다. 차입금 축소를 통해 연결 재무구조를 정상화하고, 그 결과가 결국 주주에게 돌아온다는 점까지 확인시켜주는 것이 이번 거래의 마지막 퍼즐이 될 것으로 본다. 만성적 할인율은 낮출 필요가 있다.

그림 1. Cariflex 실적 추이



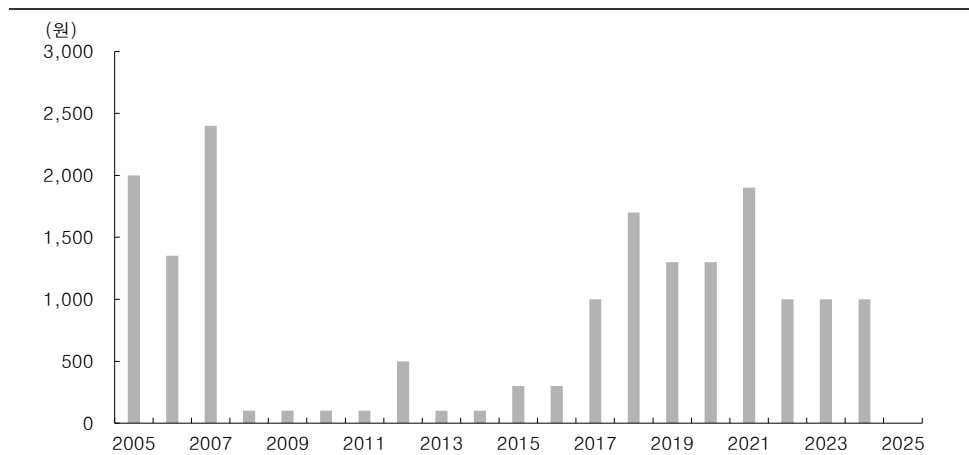
자료: DL, IBK투자증권

그림 2. DL 부채비율 추이



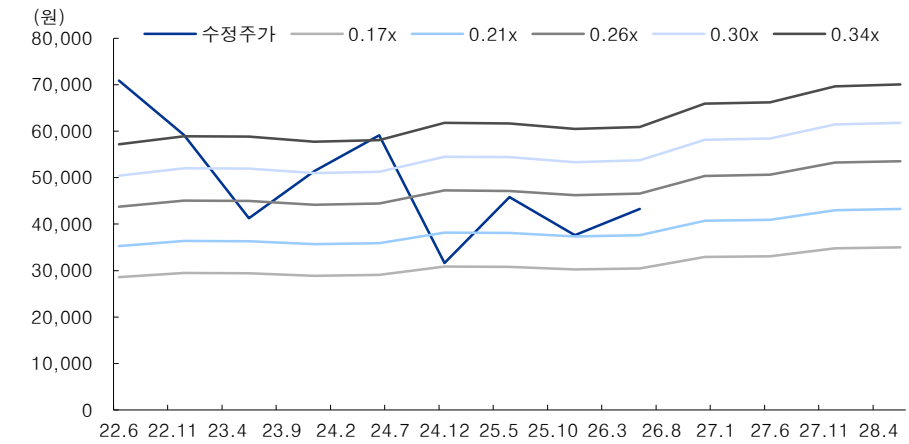
자료: DL, IBK투자증권

그림 3. DL DPS(보통주) 추이



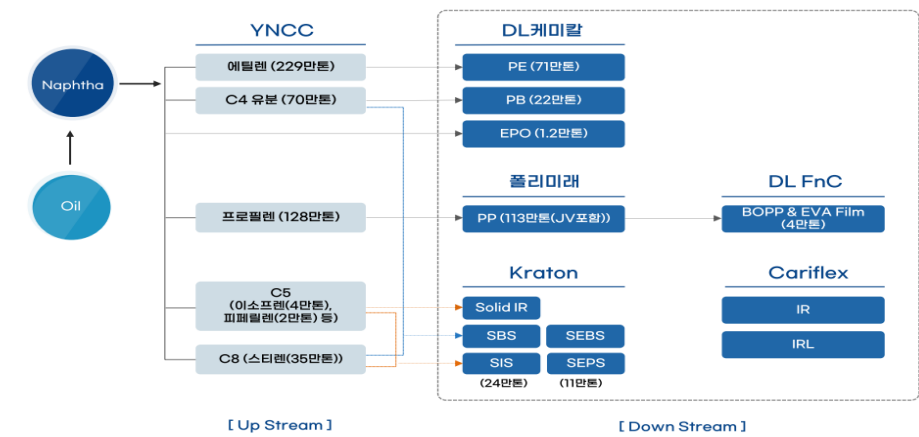
자료: DL, IBK투자증권

그림 4. DL PBR Band



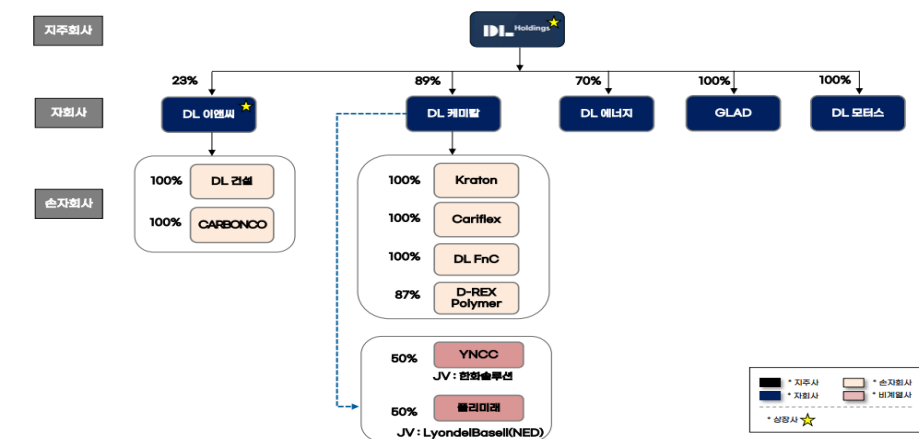
자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 5. DL케미칼 석유화학 밸류체인 현황



자료: DL, IBK투자증권

그림 6. DL 지배구조(보통주 기준)



자료: DL, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.