

두산(000150)

2차전지 투자가 급증하는 유럽 내 유일한 전지박 사업자

유럽 내 유일한 전지박 사업자로서의 가치 부각될 전망

두산이 '14년 인수한 CFL(Circuit Foil Luxembourg)은 룩셈부르크에 위치한 동박/ 전지박 사업자로 '14년 매출 404억원에서 올해 1,600억원대로 연평균 32%의 고성장과 이익률 개선(올해 13.6% OPM 추정)을 시현했다. CFL은 1996년 세계 최초로 전지박 기술을 개발하고, 6미크론 High-end 급 전지박 양산을 준비 중이며 기존 동박 Capa 1만톤을 점진적으로 전지박 Capa로 전환할 예정이다. 당장 '19년 1분기부터 하이엔드급 전지박 매출이 발생하는데 연간 약 0.2만톤 수준으로 추정된다. 기존 동박 설비의 전지박 설비로의 전환과는 별도로, 신규 증설중인 헝가리 전지박 공장은 '20년 하반기 완공된 이후 유럽 내 글로벌 탑티어 배터리사로의 납품이 본격화될 전망이다. 장기공급계약을 통한 1만톤 이외에 증장기 5만톤까지 확장할 수 있는 부지를 이미 확보했다. 폴란드 LG화학, 헝가리 삼성SDI 및 SK이노베이션, 독일 TerraE, 스웨덴 Northvolt 등 유럽 내 예정된 배터리 증설에 따른 전지박 수요의 급증을 고려할 때 5만톤까지의 증설은 사측이 제시한 기존 목표 대비 크게 앞당겨질 전망이다.

유럽 내 전지박 경쟁사 진입이 매우 어려운 상황

잇따른 배터리 증설로 인해 '25년 유럽의 전지박 수요는 최소 15만톤 이상으로 증가하는 가운데, 유럽 내 유일한 전지박 사업자인 CFL의 가치가 본격 부각될 전망이다. 수요가 대폭 증대되는 만큼, 신규 진입자의 출현을 고려해 볼 수 있겠으나 유럽 신규 공장 설립을 위한 인허가 과정과 전지박의 장치산업 특성에 따른 증설기간 소요를 고려할 때 3년 이상의 시간 격차가 존재한다. 급격히 증가할 것으로 예상되는 배터리 증설 계획을 고려할 때, CFL 이외 신규 경쟁사 진입이 어려운 상황이다.

목표주가 19만원으로 상향조정. 지주회사 최선호주 유지

두산을 바라보는 투자자들의 시각이 완전히 변화될 변곡점이라 판단한다. Deep Value 측면의 지주회사가 아니라, 향후 5년 이상 고성장이 예상되는 전지박 사업을 품은 Growth 스톡으로 부각될 전망이다. 전자사업부의 가치를 비교 상장사 대비 보수적 관점에서 30% 할인한 P/E를 적용해 목표주가를 기존 16만원에서 19만원으로 상향했다.

Update

BUY

| TP(12M): 190,000원(상향) | CP(9월12일): 136,500원

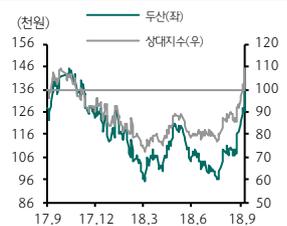
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,282.92
52주 최고/최저(원)	145,000/95,400
시가총액(십억원)	2,620.5
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	19,198.0
60일 평균 거래량(천주)	59.8
60일 평균 거래대금(십억원)	6.7
18년 배당금(예상, 원)	5,600
18년 배당수익률(예상, %)	4.10
외국인지분율(%)	6.15
주요주주 지분율(%)	
박용근 외 31인	48.52
국민연금	6.42
추가상승률	1M 6M 12M
절대	23.0 29.4 4.6
상대	23.0 40.8 8.4

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	18,998.8	19,896.6
영업이익(십억원)	1,463.3	1,510.5
순이익(십억원)	313.5	419.9
EPS(원)	6,799	9,172
BPS(원)	125,983	131,168

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	16,470.3	17,585.2	18,475.8	19,560.2	19,337.2
영업이익	십억원	924.3	1,179.9	1,429.8	1,535.2	1,575.2
세전이익	십억원	1.7	341.3	708.5	878.8	918.9
지배순이익	십억원	196.6	40.6	127.8	280.3	310.7
EPS	원	7,384	1,594	5,196	11,399	12,632
증감률	%		흑전 (78.4)	226.0	119.4	10.8
PER	배	14.22	70.89	26.27	11.98	10.81
PBR	배	0.99	1.02	1.31	1.23	1.15
EV/EBITDA	배	11.46	9.79	8.75	8.31	8.09
ROE	%	7.91	1.67	5.35	11.72	12.07
BPS	원	106,038	111,245	104,470	111,384	119,211
DPS	원	5,100	5,100	5,600	6,000	6,000



Analyst 오진원
02-3771-7525
jvw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

배터리 투자가 급증하는 유럽 지역 내 유일한 전지박 사업자 보유

두산은 유럽 내 유일한 동박/전지박 사업자인 CFL 지분 보유. 인수 이후 실적 급증

두산은 2014년 동박 및 전지박 사업을 영위하는 Circuit Foil Luxembourg(이하 CFL)를 인수했다. 자체사업 내 전자 BG는 PCB 사업 내 동박이 핵심 원재료라는 점에서 안정적인 동박 조달과 동시에 중장기적으로 2차전지 향 전지박 수요 증가를 겨냥한 투자였다. 두산의 인수 이후 CFL은 '14년 매출 404억원에서 올해 약 4배 증가한 1,600억원 이상으로 증가했고 영업이익률 또한 2%대에서 13% 이상으로 레벨업되었다.

CFL은 2019년 1분기부터 전지박 본격 양산 예정. '19년 2천톤 매출 추정

이러한 실적 호조 이외에도 1996년 세계 최초로 전지박 기술을 개발한 이후 6미크론 High-end 급 양산을 준비 중이다. 6미크론 급 하이엔드 기술을 갖고 있는 업체는 글로벌에서도 CFL, 일진, 니혼덴카이 정도에 불과하다. CFL은 올해 하반기까지 기존 동박 Capa 약 1만톤의 전지박 Capa로의 전환을 통해서 '19년 1분기부터 전지박 양산을 본격화할 예정이다. '19년 연간 기준 약 2천톤 이상의 전지박 매출이 예상되고 급증하는 수요 대비 공급 부족이 심화된 업계 상황을 고려할 때 기존 동박 대비 단연 높은 이익률이 예상된다.

기존 동박 설비의 전지박 설비로의 전환 이외에도 헝가리 투자를 통해 증장기 5만톤까지 증설 계획

CFL의 룩셈부르크 공장 내 동박 Capa의 전지박 Capa로의 전환 이외에도 헝가리 전지박 공장 신규 투자를 발표했다. 2020년 하반기까지 공장을 준공하고 약 1만톤의 양산을 계획하고 있는데 이미 물량의 대부분이 장기공급계약을 통한 매출이 발생할 전망이다. '선 고객수요 확보 후 투자'라는 정책을 통해서 사업을 진행하기에 투자에 따른 불확실성이 적은 상황이다. 5만톤까지 증설 가능한 부지 또한 사전 확보하여 급증할 전지박 수요에 대응할 계획이다.

유럽 내 국내 3사 이외에도 로컬사들의 대규모 투자 예정. 전지박 수요는 '19년 3만톤에서 '25년 15만톤 이상으로 5배 이상 급증할 전망

무엇보다 주목해야할 부분은 유럽 내 급증하는 2차전지 배터리 투자이다. 국내업체만을 보더라도 폴란드에 LG화학, 헝가리에 삼성SDI와 SK이노베이션이 대규모 투자를 진행 중이고 독일의 TerraE, 스웨덴의 Northvolt, 독일 완성차 업체의 투자도 잇따라 발표되었다. 몇배 수 이상으로 증가하는 배터리 투자를 기준으로 전지박 수요 증가를 가늠해 볼 수 있는데, 대략 10GW 배터리 증설시 1만톤의 전지박이 소요되므로 '19년 예상 유럽 지역의 전지박 수요는 3만톤에서 '25년 기준 최소 15만톤 이상으로 5배 이상 급증할 전망이다.

CFL은 유럽 지역 내 유일한 전지박 사업자로 수혜 본격화 전망

CFL은 유럽 지역 내 유일한 전지박 사업자라는 점에서 이러한 유럽 배터리 투자 급증에 따른 수혜가 집중될 전망이다. 수요가 워낙 급증하고 있기에 신규 경쟁자 진입을 고려해 볼 수 있겠으나, 유럽 내 신규 공장 투자에 따른 인허가 소요 기간 1.5년 전후, 공장 준공 소요 2년 전후를 고려시 가파른 유럽 내 배터리 증설 계획을 맞추기엔 시간상 격차가 현저해 보인다.

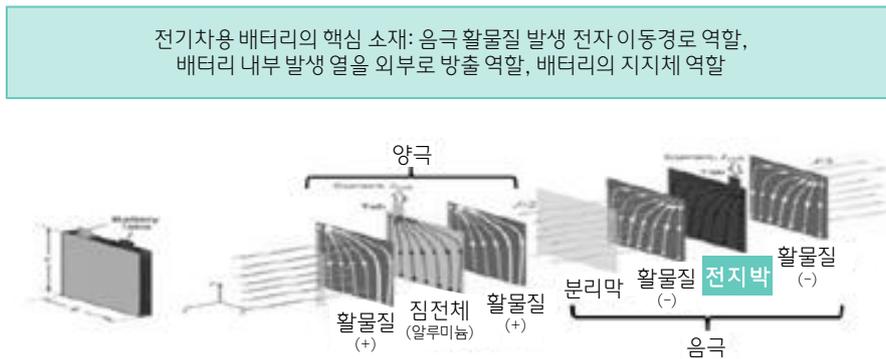
표 1. 두산 CFL(Circuit Foil Luxembourg) 연도별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016	2017	2018F	5Yrs CAGR
매출액	40.4	107	122	141	162.2	32.0%
영업익	1	9	12	19	22	
순익	-2	6	29	13	16	
OPM	2.7%	8.0%	9.5%	13.5%	13.6%	
NIM	-4.2%	6.0%	23.9%	9.2%	9.7%	

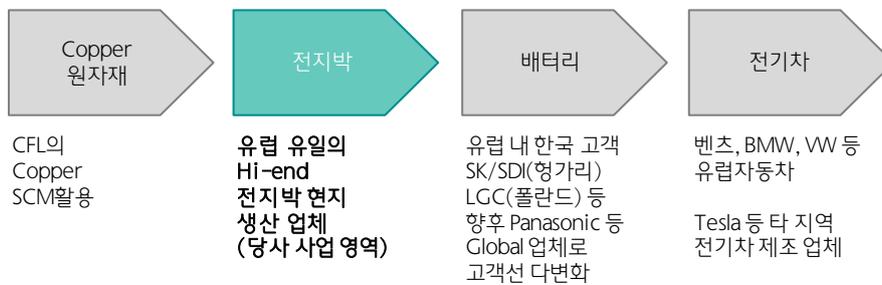
자료: 두산, 하나금융투자

그림 1. 2차전지 전지박 사업 내용 요약



자료: 두산, 하나금융투자

그림 2. 두산의 전기차용 배터리 핵심소재인 전지박 사업 추진 Value Chain 요약



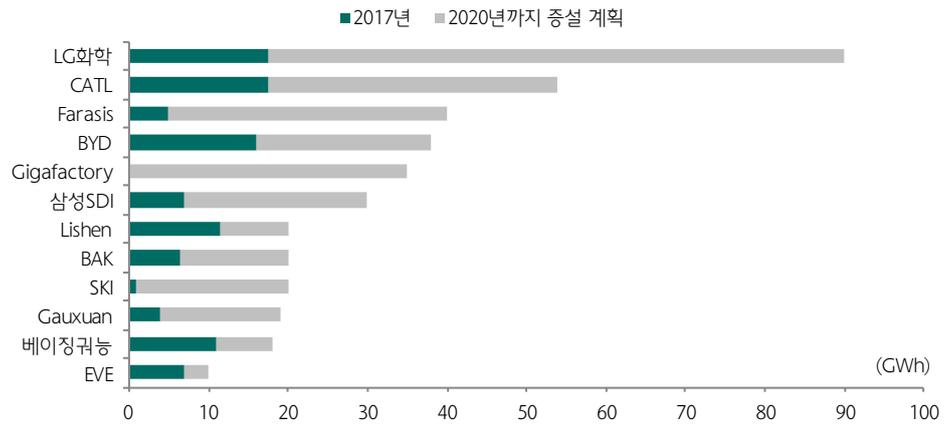
자료: 두산, 하나금융투자

표 2. 업체별 유럽 지역 배터리 중설 계획

회사	지역	MP Start	목표연도	Target CAPA(GWh)
LGC	폴란드	2018	2020	32
SDI	헝가리	2018	2020	10
Giga Factory	체코 or 스웨덴 (예)	Planning	2022	35
CATL	체코 (예)	2020	2020	7
DKI	동유럽 (예)	2019.2H	2025	5
Daimler	독일	2018		
Terra E	독일 (예)	2021	2028	34
North Volt	스웨덴 (예)	2021	2022	32
BMW, Audi	자체 생산 검토			150

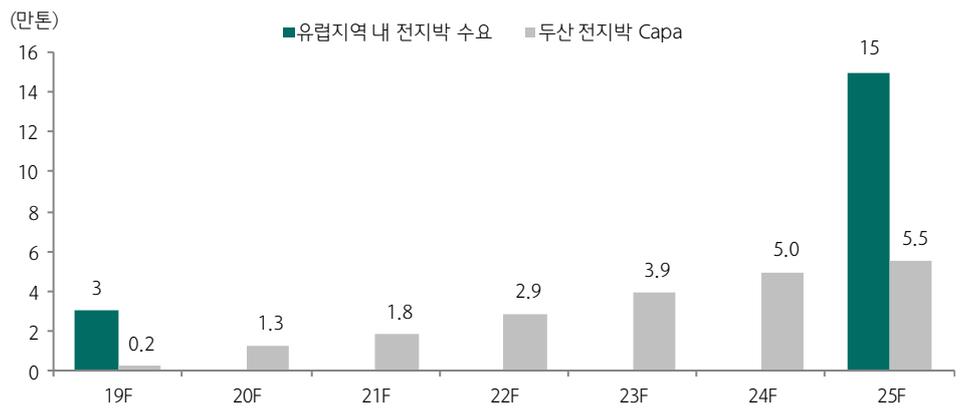
자료: 각사, 하나금융투자

그림 3. 주요 배터리 업체 2020년 Capa 증설 계획



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 4. 2025년까지 가파르게 증가할 유럽지역 내 전지박 수요 및 두산 전지박 증설계획



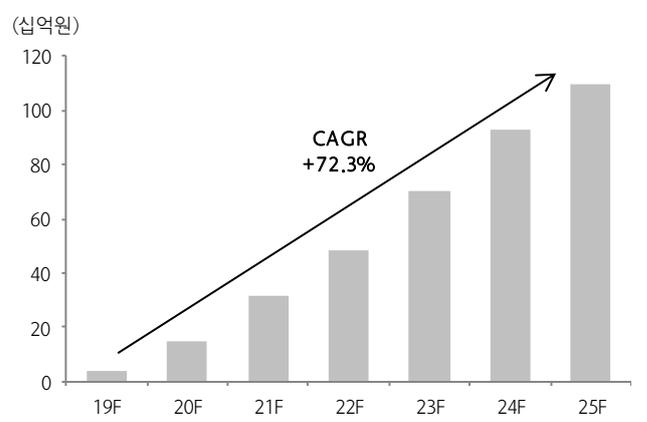
자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 5. 두산 CFL 전지박 Capa 추정



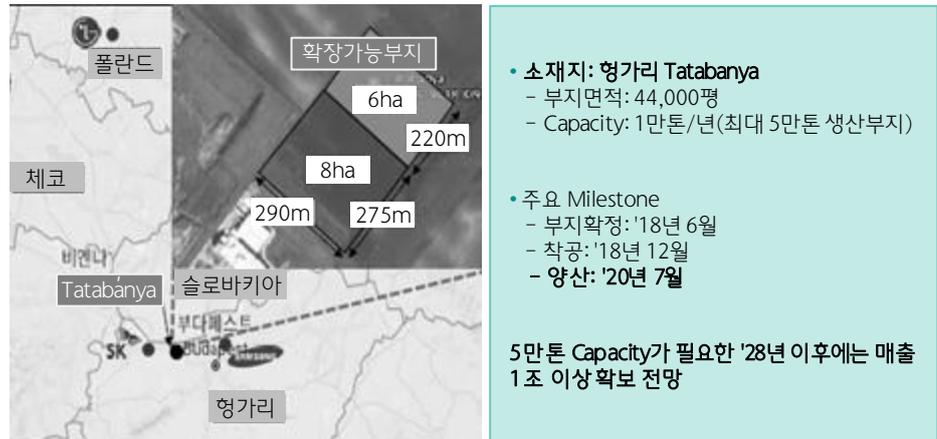
자료: 두산, 하나금융투자

그림 6. 두산 CFL 전지박 사업 영업익 전망



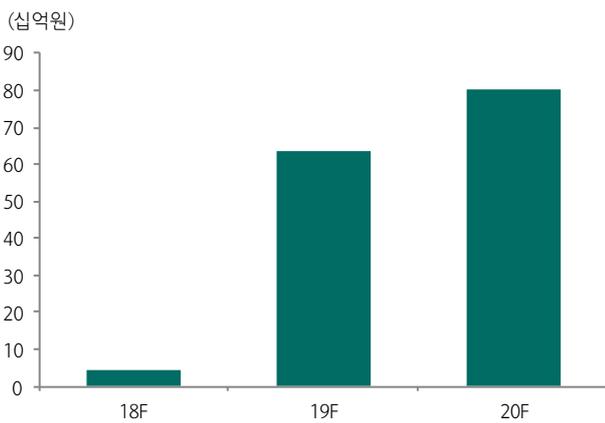
자료: 두산, 하나금융투자

그림 7. 두산 전자BG 헝가리 전지박 공장 투자 개요



자료: 두산, 하나금융투자

그림 8. 두산 전자BG 헝가리 전지박 공장 투자계획



자료: 두산, 하나금융투자

그림 9. 삼성SDI 중대형전지 분기별 CAPA 추이 및 전망



자료: 삼성SDI, 하나금융투자

표 3. 일진머티리얼즈 동박(ICS) 및 전지박(I2B) 매출 추이

(단위: 십억원)

	5Yrs CAGR	2013	2014	2015	2016	2017
ICS(PCB, 일진)	-9.3%	162	136	136	77	100
ICS Market	12.5%	3,686	3,156	3,236	3,518	6,633
I2B(2차전지, 일진)	16.9%	79	86	103	150	172
I2B Market	34.3%	263	345	614	833	1,146

주: 각 Market 규모는 일진머티리얼즈의 M/S 기준 역산
 자료: 일진머티리얼즈, 하나금융투자

기존 전지박 사업자와 비교시 보수적으로 보더라도 약 2조원의 가치평가 가능

두산 내
핵심 주가 드라이버는
결국 전자사업 가치

두산의 '18년 자체사업 추정치 영업의 3,118억원 대비 전자 BG의 비중은 35%로 가장 높은 비중을 차지하며, 두산 NAV 대비 비중 또한 37%로 가장 높다는 점에서 전자 BG 내 전지박 사업 모멘텀은 가장 큰 주가 드라이버가 될 것이라 판단한다. 따라서, 전지박 사업에 대한 Fair Value 추정에 앞서 두산 시가총액에 반영되어 온 두산 전자 BG의 가치를 역추정해 볼 필요가 있다.

두산 시가총액에
반영된 전자사업가치
역추정시 가치반영은
약 1조원에 불과

두산의 시가총액에서 보유 상장사 지분가치(상장 지분가치 대비 할인율 40% 적용)와 비상장 지분가치, 브랜드 가치와 투자부동산 가치를 차감하고 순차입금을 합산해 전자 사업의 가치를 역추정해 보면, CFL을 인수한 '14년말 이후 최대 1.8조원대에서 최저 0.3조원으로 반영되어 왔다. 전자BG 모멘텀 약화 우려가 심화된 '18년 이후는 1조원 이하로 반영되어온 상황이다. 보수적 관점에서 상장사 지분가치 할인율을 50%로 적용하더라도 전자사업 반영가치는 약 1.07조원으로 그 결과가 크게 다르지 않다.

비교 가능 상장사인
일진머티리얼즈의
시가총액은 2.7조원,
P/E 33배 이상

반면, CFL의 전지박 사업 본격화 이후 전자사업의 Fair Value를 추정해 보면 현 반영 시가총액 대비 약 2배인 2조원대 가치평가가 예상된다. 전지박 사업가치 평가는 현재 국내 유일한 전지박 상장사인 일진머티리얼즈와의 비교를 통해서 가능한데, 현재 일진머티리얼즈의 시가총액은 약 2.7조원, 12M Forward P/E는 33배에 달하는 상황이다.

CFL과 일진머티리얼즈는
향후 성장 가능성과
실적 가시성이 높다는 점에서
유사한 상황.

CFL의 전지박 사업과 일진머티리얼즈를 비교하면, 과거 약 1만톤의 동박 설비에서 출발해 점진적으로 전지박 비중을 확대해 왔다는 점에서 전략 방향성이 유사하다. 또한 일진머티리얼즈는 말레이시아 중심의 신규 증설을 통해 중장기 5만톤까지 전지박 Capa 확장을 추진하는 한편, CFL은 동유럽 중심의 중장기 5만톤 Capa 증설을 계획하고 있다. 양사 모두 6미크론급 하이엔드급 기술을 보유하고 있으며 수요 대비 공급 부족 심화로 장기공급계약을 통한 실적 가시성이 매우 높다는 점에서도 유사하다. 양사 모두 '선 고객 수요 확보, 후 투자'를 통해 준공을 진행하고 있는데, 일진의 주요 고객사는 삼성SDI인 반면, CFL의 주요 고객사는 LG화학과 Panasonic 중심으로 기타 SK이노베이션과 삼성SDI 물량으로 구성될 전망이다.

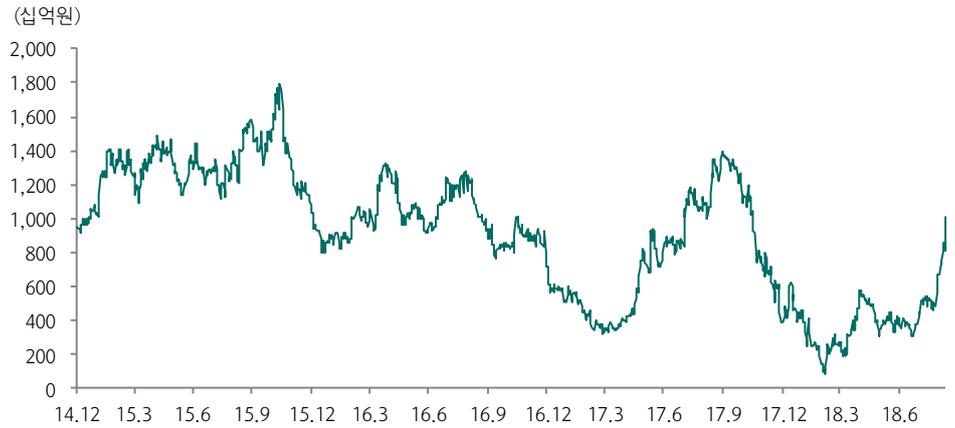
2023년 이후
전지박 CAPA는 양사
동일한 상황.
30% 할인하여 P/E 적용해
1.96조원으로 평가

2023년 이후 양사의 전지박 Capa는 유사하다는 점에서 비교가 가능하나, 물론 일진머티리얼즈의 전지박 매출 규모가 현재 보다 크고 양산 경험이 보다 풍부하다는 점에서 보수적인 접근을 할 필요는 분명하다. 따라서 CFL의 전지박 사업 관련 가치평가는 일진머티리얼즈 대비 30% 할인하여 적용한 P/E 23배를 적용하여 1.96조원으로 추정했다.

전지박 가치 반영 만으로
두산 시가총액 상승여력
40%대 추정

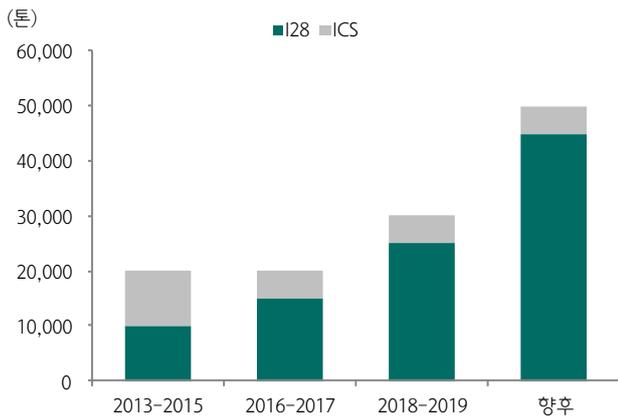
현재 두산의 시가총액에 반영된 약 1조원 대비 1조원이 추가 반영될 수 있으며 향후 양산 본격화시 일진머티리얼즈와의 P/E Gap 또한 추가로 축소 가능할 것이다. 1조원을 추가 반영하더라도 현재 두산의 시가총액 대비해서 약 40%의 신규 상승여력을 발생시키므로 두산 가치평가에 있어서 매우 중대한 사안이라 판단한다.

그림 10. 두산 시가총액에 반영된 전자사업 가치 역추정시 약 1조원으로 추정



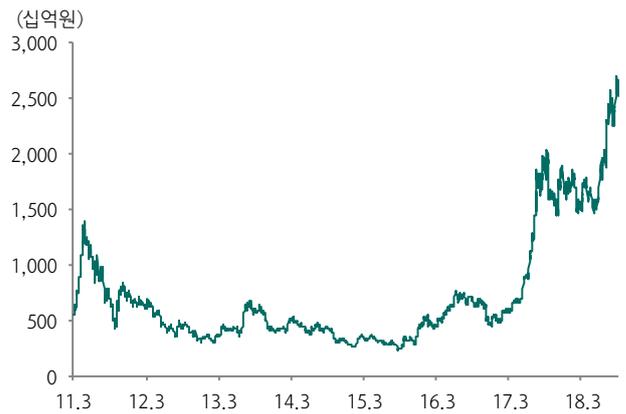
주: 두산 시가총액에서 상장 지분가치(할인을 40% 적용)와 기타 사업가치, 비상장 지분가치 등을 제거하고 순차입금 합산하여 추정
 자료: Dataguide, 두산, 하나금융투자

그림 11. 일진머티리얼즈 향후 증설 계획



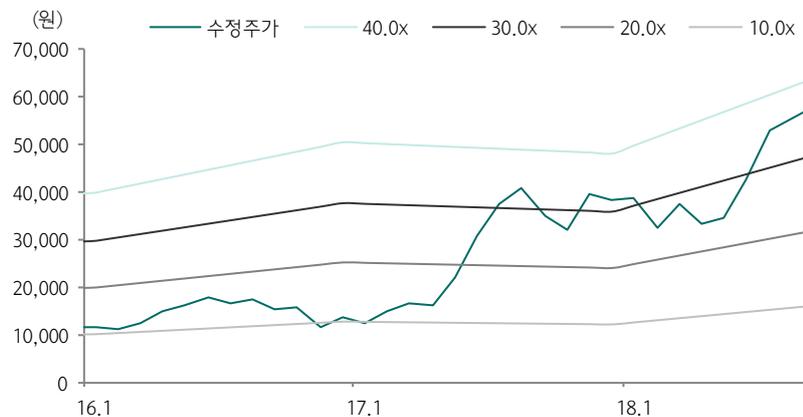
자료: 일진머티리얼즈, 하나금융투자

그림 12. 일진머티리얼즈 시가총액 추이



자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 13. 12M Forward 기준 일진머티리얼즈 P/E 추이



자료: Dataguide, 하나금융투자

표 4. 일진머티리얼즈 12M Forward P/E 대비 30% 할인하여 두산 전자 BG 사업 가치 추정

(단위: 배, 십억원)

	2018F	2019F	2020F
P/E (컨센서스 최대)	45.1	29.8	21.8
P/E (컨센서스 최소)	61.9	38.6	31.0
P/E (컨센서스 중간값)	53.8	32.4	28.9
P/E (컨센서스 평균값)	52.9	33.3	27.9
할인율		30%	
적용P/E(배)		23.3	
전자BG 세후영업이익 19F		84	
전자BG 가치		1,955	
일진머티리얼즈 시총		2,665	

자료: 일진머티리얼즈, 하나금융투자

표 5. 두산 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	지분율		평가액	비고
투자자산가치			1,059	
상장사			686	2018/09/12 종가 기준
두산중공업	36.8%		646	
오리콤	63.4%		40	
비상장사			373	
기타			373	기타 비상장사 합산. 모트롤, 산차, 전자, 연료전지 등 사업 관련 지분 배제
영업가치	12M Forward	Multiple	3,888	2018년 예상 자체사업 세후영업이익 대비 멀티플 적용
전자	84	23.3	1,955	배터리 전지박 시장 진출, 로봇 사업 등 성장성 고려 고 멀티플 적용
산업차량	50	10.0	503	
모트롤	43	10.0	432	
연료전지	37	12.3	456	DCF 추정(WACC 12.3%, g 1%). 12M Forward 세후영업이익 대비 17배 수준
정보통신	23	10.0	229	
면세 및 유통	31	10.0	311	두타물 및 면세사업 합산
브랜드가치			191	2018년 예상 브랜드수익 대비 비용 및 세금 차감 후 10배수 적용
투자부동산			153	
순차입금			1,226	2Q18 별도 순차입금
총 기업가치			4,065	
상장사 40% 할인을 적용시 기업가치			3,791	
주식수(천주)			19,656	자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준
주당 NAV(원)			190,000	
현재주가(원)			136,000	2018/09/12 종가 기준
상승여력			39.7%	

자료: 두산, 하나금융투자

표 6. 두산 실적 추정 상세

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
Consolidation											
매출액	3,924	4,601	4,254	4,517	4,308	4,746	4,469	4,953	16,426	17,296	18,476
YoY	5.8%	8.2%	16.1%	-6.0%	9.8%	3.2%	5.0%	9.7%	-2.8%	5.3%	6.8%
QoQ	-18.3%	17.2%	-7.5%	6.2%	-4.6%	10.2%	-5.9%	10.8%			
자체사업	621	753	753	846	785	955	959	926	2,209	2,973	3,625
두산중공업	3,273	3,630	3,483	4,137	3,574	3,833	3,552	4,069	13,893	14,524	15,028
영업익	261	384	261.4	273.5	351	438	284	326	919	1,180	1,399
YoY	3.6%	25.5%	38.4%	58.8%	34.5%	14.1%	8.7%	19.2%	1201.5%	28.4%	18.6%
QoQ	51.4%	47.4%	-32.0%	4.6%	28.3%	25.0%	-35.2%	14.8%			
OPM	6.6%	8.4%	6.1%	6.1%	8.1%	9.2%	6.4%	6.6%	5.6%	6.8%	7.6%
자체사업	42	74	74	82	64	74	75	98	171	272	312
두산중공업	232	301	196.0	197	305	362	219	251	791	926	1,137
지배순이익	8	21	10.4	1	-10	18	55	65	197	41	128
YoY	-95.5%	-64.7%	-80.5%	흑전	적전	-17.2%	426.5%	10525.1%	-150.2%	-79.4%	215.0%
QoQ	흑전	161.7%	-51.3%	-94.1%	적전	흑전	209.8%	18.2%			
NPM	0.2%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.2%	0.4%	1.2%	1.3%	1.2%	0.2%	0.7%
두산중공업	-15	-71	-58	-148	-69	-26	24	34	-171	-292	-37
자체사업											
매출액	637	768	768	863	802	967	962	933	2,380	3,036	3,664
YoY	25.4%	25.1%	35.5%	24.9%	25.9%	25.9%	25.3%	8.1%	10.9%	27.6%	20.7%
QoQ	-7.8%	20.6%	-0.1%	12.4%	-7.0%	20.5%	-0.5%	-3.0%			
전자	217	225	256	235	216	206	222	213	800	932	856
모트를	92	101	101	121	144	160	116	133	284	415	553
정보통신	61	65	60	55	54	55	60	55	255	241	225
연료전지	13	66	21	109	8	128	161	130	187	209	426
산업차량	172	216	196	202	207	240	226	212	684	786	885
면세/유통	82	95	133	142	174	178	178	190	97	453	719
영업익	42	74	74	82	64	74	75	98	124	272	312
YoY	2.2%	47.8%	101.6%	200.4%	53.8%	0.3%	0.9%	19.7%	-21.2%	120.2%	14.5%
QoQ	53.1%	77.5%	0.0%	10.5%	-21.6%	15.7%	0.7%	31.1%			
OPM	6.6%	9.7%	9.7%	9.5%	8.0%	7.7%	7.8%	10.5%	5.2%	9.0%	8.5%
전자	28	34	42	28	29	20	29	31	80	132	109
모트를	5	9	9	12	15	17	10	15	11	35	57
정보통신	9	10	10	3	7	8	9	6	38	32	30
연료전지	-9	3	-6	6	-	12	1	-4	23	-10.0	-6.2
산업차량	15	20	17	12	16	20	19	12	52	65	66
면세/유통	-7	-2	2	21	10	9	11	12	-48	14.1	41
Stand alone											
영업수익	612	636	637	740	697	790	959	929	2,067	2,625	3,374
YoY	34.8%	6.3%	41.9%	30.7%	13.9%	24.3%	50.4%	25.4%	10.3%	27.0%	28.6%
QoQ	7.9%	4.0%	0.2%	16.2%	-5.9%	13.4%	21.3%	-3.1%			
배당수익	86	6	-	3	80	17	-	3	179	94	99
상품 등 매출	526	630	637	737	617	773	959	926	1,888	2,531	3,275
영업익	108	53	48	68	124	60	75	101	225	277	361
YoY	52.2%	-65.8%	221.7%	흑전	15.1%	14.9%	54.5%	49.6%	5.6%	22.8%	30.4%
QoQ	흑전	-51.3%	-7.9%	39.3%	84.3%	-51.4%	23.8%	34.9%			
OPM	17.7%	8.3%	7.6%	9.1%	17.9%	7.7%	7.8%	10.9%	10.9%	10.5%	10.7%
순이익	86	48	33	38	105	30	46	52	154	205	233
YoY	167.8%	-66.0%	4818.2%	흑전	22.0%	-38.1%	41.1%	36.6%	24.7%	33.4%	13.8%
QoQ	흑전	-44.7%	-31.8%	17.4%	175.6%	-72.0%	55.6%	13.7%			
NPM	14.1%	7.5%	5.1%	5.2%	15.1%	3.7%	4.8%	5.6%	7.4%	7.8%	6.9%

자료: 하나금융투자

표 7. 전지박 사업 IR 관련 주요 내용 요약

두산은 동박/전지박 업체인 Circuit Foil 록셈부르크 소유

- '14년 매출 404억원에서 18F 매출 1,620억원으로 급성장. 영업이익률 13%
- 1996년 세계 최초 전지박 기술 개발. 6미크론 급 High-end 기술 보유
- 6미크론 급 기술 보유 업체는 세계적으로 니혼덴카이, 일진, 서킷호일 정도
- 현재 동박 Capa 1만톤. 점진적인 전지박 Capa로의 전환 중

내년부터 전지박 매출 급신장

- 서킷호일 록셈부르크 전지박 공정 전환으로 '19년 1분기부터 전지박 매출 발생
- '19년 약 2~3천톤의 매출 발생. 이익률은 Peer group과 유사
- 매출처는 LG화학 아우디프로젝트 내 6미크론 수요
- 6미크론 관련 LG화학 및 Panasonic의 프리퀀 마친 상태

대규모 배터리 증설이 예정된 유럽 지역 내 유일한 전지박 생산업체

- 올 하반기부터 '25년까지 헝가리 전지박 공장 증설(1만톤 매출처 Fixed/ 5만톤 부지 확보)
- 헝가리 '20년 매출 1,600억원(1만톤)에서 '25년 매출 8천억원(5만톤) 전후 계획
- '20년 LG화학 Capa 60GW, 삼성SDI 35GW, SK이노도 헝가리 공장 투자 중
- '20년 유럽 전지박 수요: LG 6만톤, 삼성과 SK 합산 5만톤, 스웨덴 Northvolt 3.5만톤 등 15만톤 이상으로 추정
- 헝가리 투자 관련 70% 이상 선수금을 받고 공장 준공

향후 유럽 내 신규 생산업체 진입 어려울 전망

- 신규 업체가 유럽 내 증설 추진시 공장 인허가 소요 2년 전후, 공장 준공 1.5년 이상 고려시 3~4년 격차 존재
- 가파른 배터리 증설 스케줄을 고려시 타 업체의 진입 어려움 존재
- 서킷호일이 진행중인 5년 이상의 장기 공급계약을 통한 증설이 공급 쏠티지 상황을 방증
- 장기공급계약은 원가 전가 후 일정 마진을 붙이는 형태. 이익률은 기타 전지박 업체와 유사

2023년 기준 국내 비교업체 Capa를 넘어설 전망

- 기존 록셈부르크 법인 1만톤의 단계적 전지박 전환. 1Q19부터 매출 발생
- 헝가리 공장 1만톤+ '25년 전까지 5만톤 증설 부지 기 확보
- LG화학, Panasonic, 삼성SDI, SK이노, 독일 TerraE, 스웨덴 Northvolt 등과 장기공급계약 협의

자료: 두산, 하나금융투자

연료전지 사업의 가치 상향 여지 또한 부각될 전망

연료전지 사업
4Q18 이후 가치 재평가
가능성 존재 올해 수주 1조원 상회

두산 자체사업 내 연료전지 사업의 가치 상향 여지 또한 올 4분기 이후 본격 부각될 가능성이 존재한다. 두산은 '14년 연료전지 사업 인수 이후 '15년~'17년 수주의 감소로 연료전지 사업 기대감이 크게 약화되었으나 '18년 3분기 누적 올해 수주액이 1조원을 상회하였다.

4Q18 이후
흑자전환 본격화
'19년 300억원 이상 영업익 추정

연료전지 수주 이후 약 6개월 이후 매출 인식이 본격화 된다는 점에서 올 4분기 최소 200억 원 이상의 영업이익이 예상되며 '18년 흑자전환이 가능할 것으로 보인다. '19년은 올해 수주 급증의 영향으로 300억원 이상의 영업이익을 예상한다.

피어그룹 상장사인
미국 블룸에너지의
주가 급상승

실적 턴어라운드 뿐만 아니라, Peer Group 발전용 연료전지 회사인 미국의 Bloom Energy 가 7월말 NYSE에 상장된 이후 약 2배 수준의 주가 상승으로 현재 시가총액은 3.6조원을 상회하는 상황이다. 물론, 당장 두산의 연료전지 사업과 비교하기에는 양사간의 연료전지 기술의 차이와 미국과 국내 연료전지 사업 환경의 차이가 분명하기에 한계가 존재하는 것은 사실이다.

블룸에너지와
두산 연료전지 사업간
차이가 적지 않으나
비교 가능 상장사의
주가 호조는 긍정적 이슈

미국의 경우, 발전용 연료전지의 핵심 연료인 가스의 도입가격이 셰일가스 등의 영향으로 국내 대비 40% 전후 저렴한 한편, 전력판매단가는 크게 높아 연료전지 사업의 수익성이 쉽게 확보되는 한편, 국내는 KOGAS를 통해 도입하는 LNG 도입단가가 비싼 한편, 전력 판매단가는 상대적으로 낮아 정책적 지원(RPS비율, REC 등) 없이 연료전지 사업의 수익성이 확보되기 어렵다.

국내 신재생에너지
정책 환경 또한
우호적인 상황

그러나, '18년 RPS비율 5%로 전년 대비 1%p 상향에 이어 '23년까지 매년 1%p 상향이 예정되어 있어 신재생에너지발전 관련 수주가 과거 대비 증가할 여지가 충분하고, 올 상반기 REC 가중치 2배로 향후 4년간 확정되었다는 점에서 매년 1조원 전후의 연료전지 수주는 충분히 가능할 것으로 판단된다.

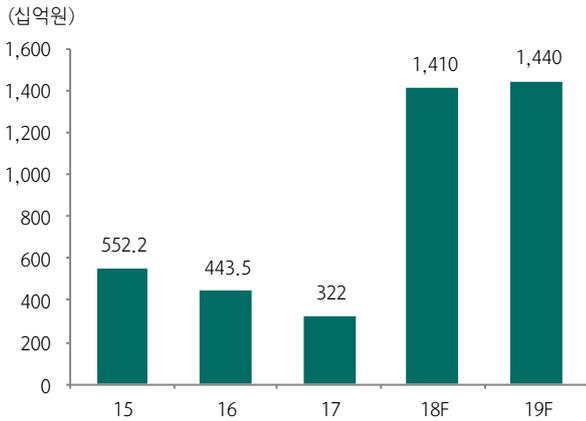
올 4분기 이후
가치 반영 상향 여지
논의 본격화 전망

두산의 연료전지 사업은 '16~'17년 영업손실을 기록한 이후 올해 1조원 이상의 수주로 인해 흑자전환이 예상되고 '19년 이후 영업익 레벨업이 가능하다는 점에서 가치 반영 상향 여지에 대한 논의가 확산될 것으로 판단된다.

현재 연료전지 사업
가치의 컨센서스는
1~3천억원에 불과

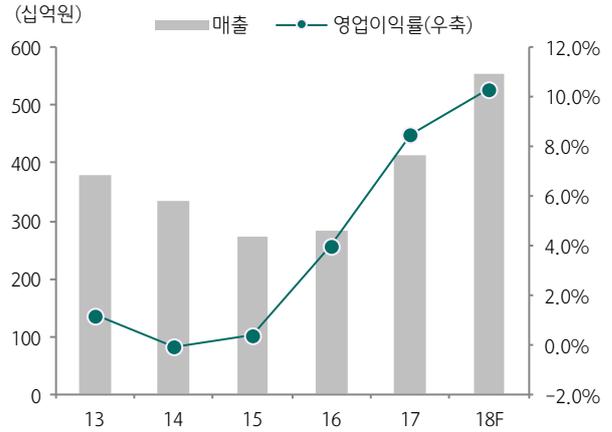
미국의 Bloom Energy와 두산 연료전지 사업간의 차이는 존재하나 비교 가능회사의 시가총액은 약 3.6조원, 내년 기준 PSR은 3.7배를 상회한다는 점에서 현재 두산의 연료전지 가치 평가 컨센서스 1~4천억원 대비 상향 여지가 부각될 가능성이 존재한다.

그림 14. 연료전지 BG 연도별 수주 추이



자료: 두산, 하나금융투자

그림 15. 연료전지 수주 증가로 '18년 이후 본격 이익 기여 예상



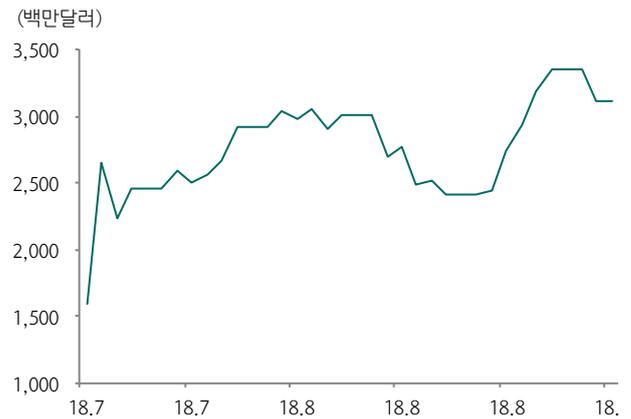
자료: 두산, 하나금융투자

그림 16. 미국 블룸에너지 실적 컨센서스 추이



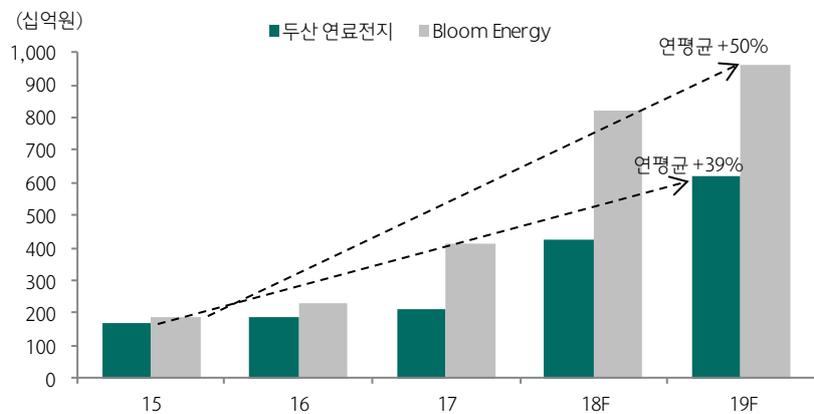
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 17. 상장 이후 가파르게 상승한 미국 블룸에너지 시가총액



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 18. 두산 연료전지 부문과 미국 Bloom Energy 매출 성장 비교



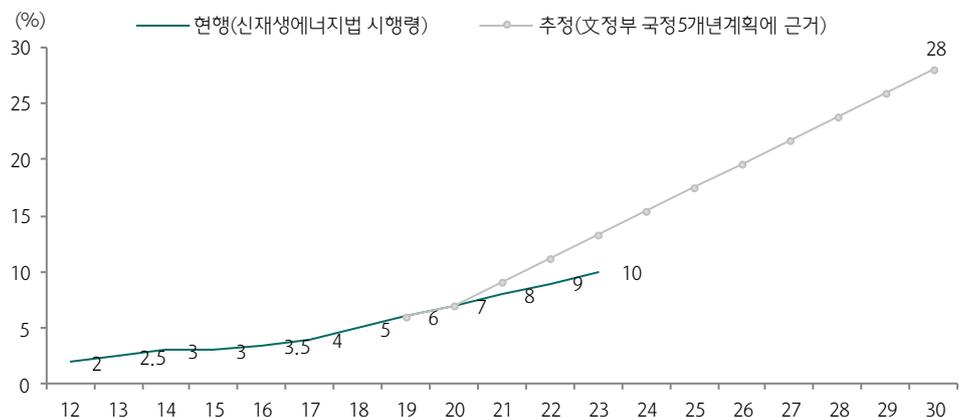
자료: 두산, Bloomberg, 하나금융투자

표 8. 연료전지 종류 및 특징

종류/특징	고온형 연료전지		저온형 연료전지			
	용융탄산염 연료전지 (MCFC)	고체산화물 연료전지 (SOFC)	인산염 연료전지 (PAFC)	알칼리 연료전지 (AFC)	고분자전해질막 연료전지 (PEMFC)	직접메탄올 연료전지(PAFC)
작동온도	550-770°C	600-1000°C	150-250°C	50-120°C	50-100°C	50-100°C
주촉매	Perovskites	니켈	백금	니켈	백금	백금
전해질의 상태	Li/K alkali carbonates mixture	YSZ GDC	H ₃ PO ₄	KOH	이온 교환막	이온 교환막
전해질 지지체	Immobilized liquid	Solid	Immobilized liquid	-	Solid	Solid
전하전달 이온	CO ₃ ²⁻	O ²⁻	H ⁺	OH ⁻	H ⁺	H ⁺
가능한 연료	H ₂ CO (천연, 석탄가스)	H ₂ CO (천연, 석탄가스)	H ₂ CO (메탄올, 석탄가스)	H ₂	H ₂ (메탄올, 석탄가스)	메탄올
외부 연료개질기의 필요성	NO	NO	YES	YES	YES	YES
효율(%LHV)	50-60	50-60	40-45	-	<40	-
주용도	대규모발전, 중소사업소 설비	대규모발전, 중소사업소 설비, 이동체용전원	중소사업소설비, biogas plant	우주발사체전원	수송용, 가정용, 휴대용 전원	휴대용 전원
특징	발전효율높음, 내부개질 가능, 열병합대응 가능	발전효율높음, 내부개질가능, 복합발전가능	CO 내구성 큼, 열병합 대응 가능	-	저온작동 고출력밀도	저온작동 고출력밀도
과제	재료부식, 용융염위산	고온열화, 열파괴	재료부식, 인산유출	전해질에서 누수현상 방지	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음, 낮은 효율(30-50%)	고온운전 불가능, 재료비/가공비 높음, 메탄올 크로스오버 문제

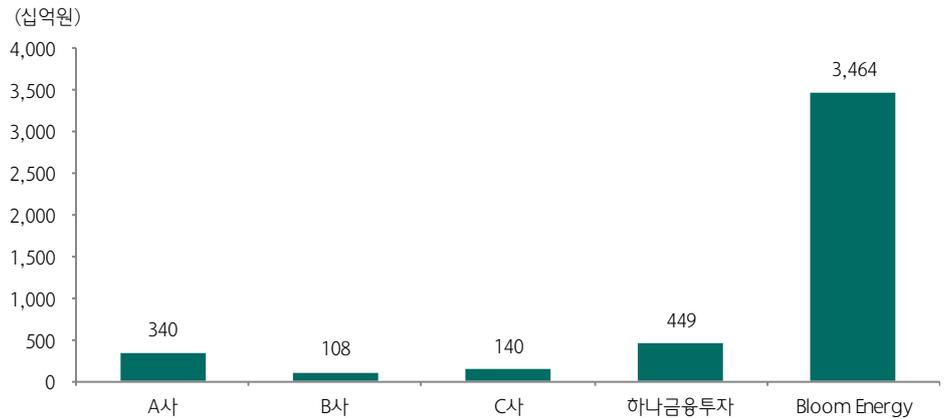
자료: 신재생에너지백서(2016)

그림 19. 연도별 RPS 비율 및 향후 계획



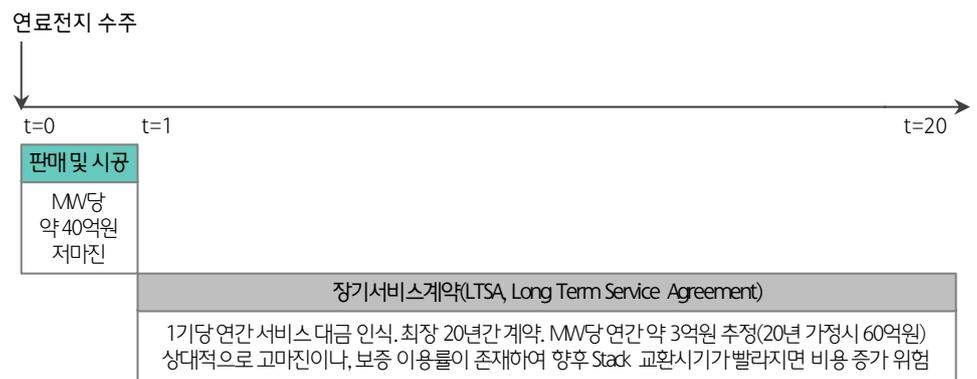
자료: 신재생에너지법 시행령, 하나금융투자

그림 20. 두산 연료전지BG 시장 가치평가 현황



자료: 두산, Bloomberg, 하나금융투자

그림 21. 연료전지사업 수주 이후 매출 및 이익 인식 구조



자료: 하나금융투자

그림 22. 연료전지사업 100MW 수주 이후 매출 및 이익 인식 예시

100MW 수주 가정

t=0 t=1 t=20

	판매 및 시공	장기서비스계약(LTSA, Long Term Service Agreement)				
매출액	4,000	300	300	300	...	300
영업이익						
OPM가정						
3%	120				...	
10%	400	30	30	30	...	30
15%	600	45	45	45	...	45
20%	800	60	60	60	...	60

연료전지 설치이후 시간 경과에 따라 이용률 하락. 이에 대한 보증이용률 존재. 미달시 비용 발생

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	16,470.3	17,585.2	18,475.8	19,560.2	19,337.2
매출원가	13,582.3	14,438.7	15,034.6	15,685.5	15,195.4
매출총이익	2,888.0	3,146.5	3,441.2	3,874.7	4,141.8
판매비	1,963.7	1,966.6	2,011.4	2,339.5	2,566.6
영업이익	924.3	1,179.9	1,429.8	1,535.2	1,575.2
금융손익	(618.9)	(581.0)	(567.0)	(536.9)	(523.0)
종속/관계기업손익	(13.1)	(14.1)	(95.7)	(119.4)	(133.3)
기타영업외손익	(290.6)	(243.5)	(58.6)	0.0	0.0
세전이익	1.7	341.3	708.5	878.8	918.9
법인세	193.0	272.9	290.9	212.7	222.4
계속사업이익	(191.4)	68.4	417.7	666.2	696.5
중단사업이익	241.8	(22.4)	(31.4)	0.0	0.0
당기순이익	50.4	45.9	386.3	666.2	696.5
비지배주주지분 손익	(146.2)	5.4	258.5	385.8	385.8
지배주주순이익	196.6	40.6	127.8	280.3	310.7
지배주주지분포괄이익	(50.0)	178.8	14.7	21.2	22.1
NOPAT	(107,095.6)	236.4	842.8	1,163.7	1,194.0
EBITDA	1,564.8	1,810.7	2,032.2	2,063.7	2,039.2
성장성(%)					
매출액증가율	(2.6)	6.8	5.1	5.9	(1.1)
NOPAT증가율	적전	흑전	256.5	38.1	2.6
EBITDA증가율	106.1	15.7	12.2	1.6	(1.2)
영업이익증가율	1,209.2	27.7	21.2	7.4	2.6
(지배주주)순이익증가율	흑전	(79.3)	214.8	119.3	10.8
EPS증가율	흑전	(78.4)	226.0	119.4	10.8
수익성(%)					
매출총이익률	17.5	17.9	18.6	19.8	21.4
EBITDA이익률	9.5	10.3	11.0	10.6	10.5
영업이익률	5.6	6.7	7.7	7.8	8.1
계속사업이익률	(1.2)	0.4	2.3	3.4	3.6

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,761.8	10,868.0	13,257.0	14,755.4	15,831.5
금융자산	2,731.3	2,906.4	4,012.5	5,067.6	6,107.5
현금성자산	2,019.3	2,344.6	3,411.8	4,435.6	5,473.0
매출채권 등	4,990.0	4,816.1	5,149.4	5,417.5	5,439.4
재고자산	2,154.1	2,351.6	2,514.4	2,645.3	2,656.0
기타유동자산	886.4	793.9	1,580.7	1,625.0	1,628.6
비유동자산	17,903.0	17,901.0	17,185.6	16,737.9	16,280.5
투자자산	1,497.6	1,450.8	1,551.2	1,632.0	1,638.6
금융자산	1,407.2	1,324.2	1,415.9	1,489.6	1,495.6
유형자산	7,909.2	8,198.8	7,447.3	7,108.9	6,818.5
무형자산	6,954.3	6,792.0	6,669.3	6,479.2	6,305.6
기타비유동자산	1,541.9	1,459.4	1,517.8	1,517.8	1,517.8
자산총계	28,664.8	28,769.0	30,442.7	31,493.3	32,112.1
유동부채	13,438.8	13,721.9	15,193.2	15,580.0	15,611.5
금융부채	7,205.6	7,436.1	7,875.1	7,917.1	7,920.5
매입채무 등	3,704.8	4,082.6	4,365.1	4,592.4	4,610.9
기타유동부채	2,528.4	2,203.2	2,953.0	3,070.5	3,080.1
비유동부채	7,325.2	7,443.7	7,588.3	7,696.4	7,705.2
금융부채	5,369.8	5,502.9	5,513.2	5,513.2	5,513.2
기타비유동부채	1,955.4	1,940.8	2,075.1	2,183.2	2,192.0
부채총계	20,763.9	21,165.6	22,781.5	23,276.3	23,316.7
지배주주지분	2,391.5	2,474.0	2,307.4	2,477.5	2,670.0
자본금	134.8	134.8	134.8	134.8	134.8
자본잉여금	827.8	844.3	846.3	846.3	846.3
자본조정	(493.7)	(444.5)	(446.9)	(446.9)	(446.9)
기타포괄이익누계액	511.9	606.9	612.7	612.7	612.7
이익잉여금	1,410.7	1,332.5	1,160.5	1,330.5	1,523.0
비지배주주지분	5,509.4	5,129.4	5,353.7	5,739.5	6,125.3
자본총계	7,900.9	7,603.4	7,661.1	8,217.0	8,795.3
순금융부채	9,844.1	10,032.6	9,375.9	8,362.8	7,326.2

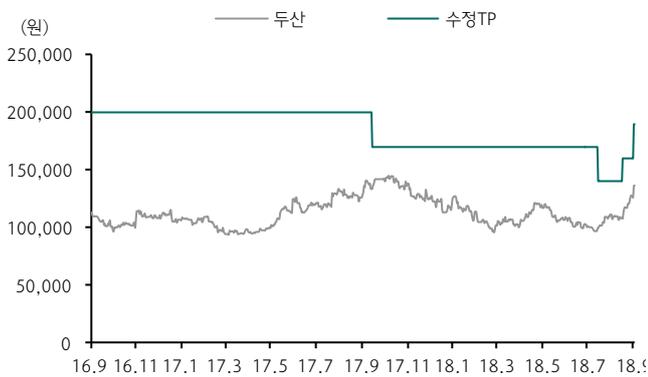
투자지표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	7,384	1,594	5,196	11,399	12,632
BPS	106,038	111,245	104,470	111,384	119,211
CFPS	63,720	86,507	79,387	79,231	77,671
EBITDAPS	58,782	71,151	82,629	83,906	82,912
SPS	618,692	690,991	751,208	795,299	786,231
DPS	5,100	5,100	5,600	6,000	6,000
주가지표(배)					
PER	14.2	70.9	26.3	12.0	10.8
PBR	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
PCFR	1.6	1.3	1.7	1.7	1.8
EV/EBITDA	11.5	9.8	8.7	8.3	8.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	7.9	1.7	5.3	11.7	12.1
ROA	0.7	0.1	0.4	0.9	1.0
ROIC	(592.1)	1.4	5.3	8.2	8.6
부채비율	262.8	278.4	297.4	283.3	265.1
순부채비율	124.6	131.9	122.4	101.8	83.3
이자보상배율(배)	1.6	2.1	2.4	2.6	2.7

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	925.0	677.0	793.2	1,204.2	1,161.3
당기순이익	50.4	45.9	386.3	666.2	696.5
조정	871.3	1,585.4	775.5	528.4	464.0
감가상각비	640.6	630.8	602.5	528.5	464.0
외환거래손익	55.7	(148.6)	(25.9)	0.0	0.0
지분법손익	13.1	26.3	(3.9)	0.0	0.0
기타	161.9	1,076.9	202.8	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	3.3	(954.3)	(368.6)	9.6	0.8
투자활동 현금흐름	1,061.2	(556.0)	(316.7)	(112.0)	(9.1)
투자자산감소(증가)	405.3	72.6	(101.9)	(80.8)	(6.6)
유형자산감소(증가)	(457.2)	(337.1)	(45.4)	0.0	0.0
기타	1,113.1	(291.5)	(169.4)	(31.2)	(2.5)
재무활동 현금흐름	(2,253.8)	289.9	640.8	(68.3)	(114.7)
금융부채증가(감소)	(2,041.5)	363.7	449.3	42.0	3.4
자본증가(감소)	(11.1)	16.5	2.0	0.0	0.0
기타재무활동	30.7	102.5	371.4	0.0	0.1
배당지급	(231.9)	(192.8)	(181.9)	(110.3)	(118.2)
현금의 증감	(313.3)	325.3	1,067.2	1,023.9	1,037.4
Unlevered CFO	1,696.3	2,201.5	1,952.5	1,948.7	1,910.3
Free Cash Flow	420.7	282.2	743.5	1,204.2	1,161.3

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.9.12	BUY	190,000		
18.8.28	BUY	160,000	-24.75%	-20.31%
18.7.26	BUY	140,000	-23.62%	-20.71%
17.11.6	BUY	170,000	-31.96%	-14.71%
17.9.25	Analyst Change	170,000	-17.55%	-
16.12.9	1년 경과		-44.39%	-29.93%
15.12.8	BUY	200,500	-51.50%	-40.40%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.0%	5.1%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 09월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2018년 09월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.