2018년 9월 18일 I Equity Research

두올 (016740)

M&A 효과 지속되고, 타OE 수주도 확대 중

양호한 실적흐름 이어질 듯

상반기 매출액/영업이익은 69%/120% (YoY) 증가한 2,418억원/158억원(영업이익률 6.6%, +1.6%p (YoY))을 기록했다. 전년 인수한 보그스테나의 실적이 연결로 반영되었기 때문이다. 순이익은 44% (YoY) 감소했지만, 이는 브라질법인에서 부가세 신고 오류를 정정하면서 잡손실이 반영되었고, 국내법인에서 해외로부터의 배당수익에 대한 과세가 발생했기 때문이다. 모두 2분기에만 영향을 주는 일회성 요인들이다. 2018년 매출액/영업이익은 48%/50% 증가한 5,100억원/330억원(6.5%, +0.1%p)로 예상한다. 한국에서 신형 산타페/K3 물량의 증가와 중국/터키법인의 회복이 예상되고, 전년에는 반기만 반영되었던 보그스테나/트림솔의 실적이 온기로 반영되는 효과가 있기 때문이다(보그스테나/트림솔 효과를 제외한 실질 성장률은 약 5%). 수익성이 향상하는 것은 상대적으로 마진이 좋은 보그스테나/트림솔의 실적이 반영되면서 Mix가 개선되고, 전년 외형 축소로 크게 부진했던 한국/중국 법인들의 이익률이 상승하기 때문이다.

중국법인의 타OE 수주 증가

중국법인에서 타OE 수주가 증가하면서 성장성/안정성이 강화되고 있다. 최근 볼보/지리/Link&Co 등 지리차 그룹과 폭스바겐으로부터 차량시트용 원단 제품에 대한 수주가 있었는데, 연간 납품규모가 중국 매출액의 25% 수준으로 큰 편이다. 납품 사양도 좋고, 기존 공장에서 생산하여 가동률을 높일 수 있어 2019년부터 수익성에도 기여할 것으로 보인다. 이외 다른 OE들과도 수주 협상을 진행하고 있어 추가 납품기회가 발생할 것으로 예상한다.

일회성을 제외한 P/E 7배 대

상환전환우선주의 희석과 일회성 손실을 제거한 기준으로 현재 P/E는 7배 대이다. 수익성이 좋은 해외 법인의 인수로 연결 이익률이 상승하고, 타OE에 대한 수주 확대로 단일 고객에 대한 의존도도 하락한다는 점에서 현재 주가는 저평가된 상태라는 판단이다.

Company Visit Note

Not Rated

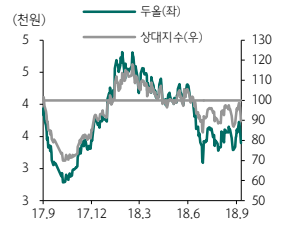
CP(9월 17일): 3,685원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,318.25
52주 최고/최저(원)	5,116/3,084
시가총액(십억원)	100.1
시가총액비중(%)	0.01
발행주식수(천주)	27,066.7
60일 평균 거래량(천주)	115.9
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6
18년 배당금(예상,원)	100
18년 배당수익률(예상,%)	2.70
외국인지분율(%)	4.36
주요주주 지분율(%)	
IHC 외 5 인	49.54
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(5.4)	(23.9)	(2.3)
상대	(7.8)	(18.4)	0.2

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	499.5	534.0
영업이익(십억원)	36.6	38.0
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	472	665
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	십억원	0.0	316.8	366.3	295.9	345.0
영업이익	십억원	0.0	18.4	26.1	18.4	22.0
세전이익	십억원	0.0	12.3	23.4	17.9	25.8
순이익	십억원	0.0	12.4	20.6	12.3	13.4
EPS	원	0	661	904	500	457
증감률	%	N/A	N/A	36.8	(44.7)	(8.6)
PER	배	N/A	N/A	N/A	6.24	8.91
PBR	배	N/A	N/A	N/A	0.69	0.89
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	N/A	4.38	4.64
ROE	%	N/A	55.85	31.03	11.77	9.89
BPS	원	0	2,012	3,951	4,535	4,590
DPS	원	0	0	0	115	100

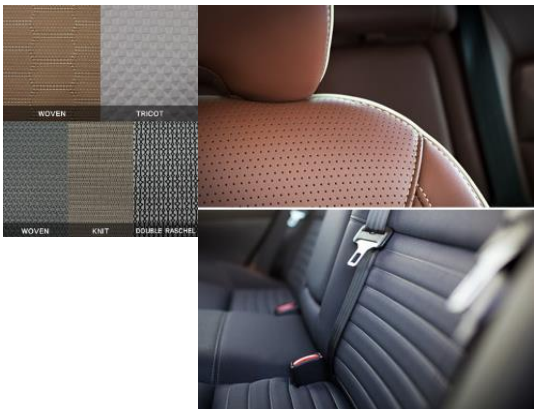
Analyst 송선재
02-3771-7512
sunjae.song@hanafn.com

RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

하나금융투자

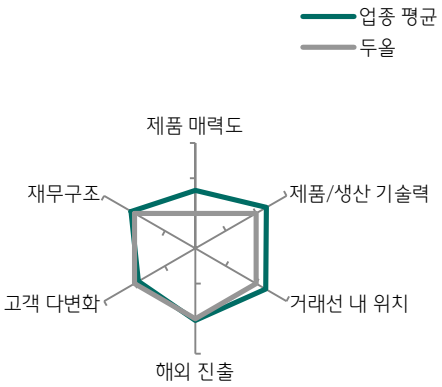
Analyst 송선재 02-3771-7512

그림 1. 주요 제품



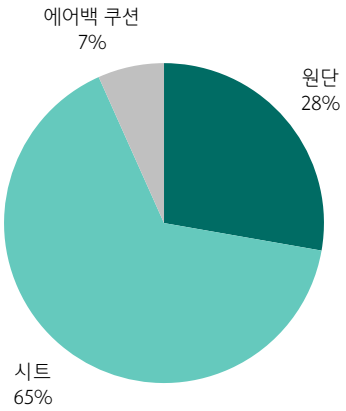
자료: 두올, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



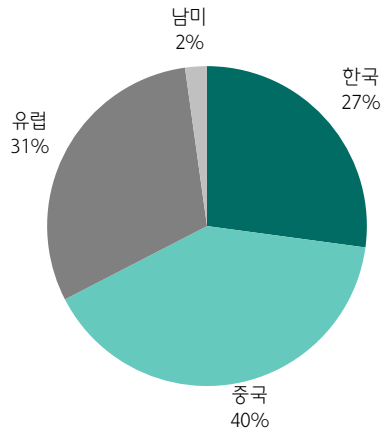
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



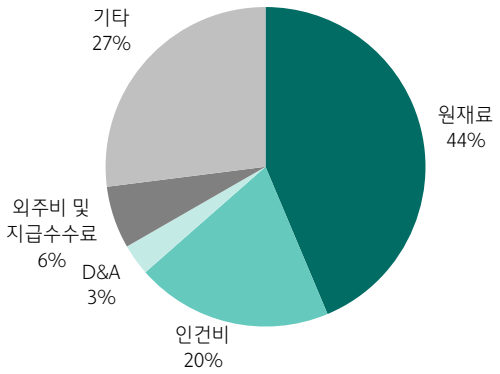
자료: 두올, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



자료: 두올, 하나금융투자

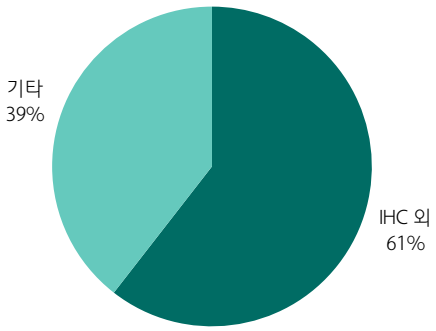
그림 5. 비용의 성격별 분류



.

자료: 두올, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 두올, 하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
매출액	70.5	72.7	85.9	116.0	115.1	126.7
영업이익	3.0	4.2	6.1	8.8	6.0	9.9
영업이익률	4.2%	5.8%	7.1%	7.6%	5.2%	7.8%
순이익	2.8	4.8	3.8	2.0	3.0	0.6

자료: 두올, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

회 사 명	지분율	자산	부채	매출액	당기순손익
강음두올과기유한공사	100%	31.7	8.6	12.2	1.3
강음두올방직품유한공사	100%	29.2	18.5	16.2	0.1
북경두올차식유한공사	100%	14.4	6.5	8.0	0.2
연태두올차식유한공사	100%	3.5	2.4	3.6	(0.1)
DUAL BORGSTENA OTOMOTIV	100%	13.2	5.0	17.7	2.5
두올기차기술(상해) 유한공사	100%	1.0	2.9	0.6	(0.3)
평라이두올차식유한공사	100%	3.4	2.7	-	(0.1)
충칭두올차식유한공사	100%	13.7	7.0	2.3	(0.6)
창저우두올차식유한공사	100%	6.6	6.4	5.1	(0.5)
DUAL BORGSTENA SA	100%	71.4	25.9	-	0.4
BORGSTENA GROUP SWEDEN	95%	24.9	1.7	1.4	7.0
BORGSTENA GROUP PORTUGAL	95%	2.7	1.3	2.9	(0.0)
BORGSTENA TEXTILE PORTUGAL	95%	71.5	39.8	56.5	5.5
BORGSTENA TEXTILE CZECH	95%	3.7	5.8	1.7	0.3
BORGSTENA TEXTILE BRAZIL	95%	2.9	1.3	3.5	(0.8)
BORGSTENA TEXTILE CHINA	95%	0.1	0.1	0.1	(0.1)
TRIMSOL ROMANIA SRL	98%	23.5	11.0	28.4	3.9
TRIMSOL TRIMSOLUTIONS SA	98%	0.3	5.8	0.2	(0.0)
TRIMSOL CZ s.r.o	98%	16.6	15.3	30.1	0.2
TRIMSOL BRAZIL	98%	11.0	19.3	9.5	(4.1)
BORGSTENA TEXTILE ROMANIA	95%	-	-	-	0.0

주: 2분기 누적 기준

자료: 두올, 하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**0.0**	**316.8**	**366.3**	**295.9**	**345.0**
매출원가	0.0	273.3	309.9	246.2	283.4
매출총이익	0.0	43.5	56.4	49.7	61.6
판관비	0.0	25.2	30.3	31.3	39.7
영업이익	**0.0**	**18.4**	**26.1**	**18.4**	**22.0**
금융손익	0.0	(5.1)	(3.7)	(2.4)	(0.3)
종속/관계기업손익	0.0	1.2	1.8	2.5	2.5
기타영업외손익	0.0	(2.1)	(0.7)	(0.7)	1.6
세전이익	**0.0**	**12.3**	**23.4**	**17.9**	**25.8**
법인세	0.0	6.0	2.5	5.1	11.6
계속사업이익	0.0	6.4	20.9	12.7	14.2
중단사업이익	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**0.0**	**12.4**	**20.9**	**12.7**	**14.2**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.3	0.4	0.8
지배주주순이익	**0.0**	**12.4**	**20.6**	**12.3**	**13.4**
지배주주지분포괄이익	0.0	12.0	21.1	8.6	7.3
NOPAT	N/A	9.5	23.2	13.1	12.1
EBITDA	0.0	22.7	32.0	24.3	30.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	15.6	(19.2)	16.6
NOPAT증가율	N/A	N/A	144.2	(43.5)	(7.6)
EBITDA증가율	N/A	N/A	41.0	(24.1)	27.2
영업이익증가율	N/A	N/A	41.8	(29.5)	19.6
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	66.1	(40.3)	8.9
EPS증가율	N/A	N/A	36.8	(44.7)	(8.6)
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	13.7	15.4	16.8	17.9
EBITDA이익률	N/A	7.2	8.7	8.2	9.0
영업이익률	N/A	5.8	7.1	6.2	6.4
계속사업이익률	N/A	2.0	5.7	4.3	4.1

투자지표

	2013	2014	2015	2016	2017
주당지표(원)					
EPS	0	661	904	500	457
BPS	0	2,012	3,951	4,535	4,590
CFPS	0	1,818	1,401	932	1,181
EBITDAPS	0	1,212	1,404	983	1,053
SPS	0	16,930	16,067	11,989	11,747
DPS	0	0	0	115	100
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	6.2	8.9
PBR	N/A	N/A	N/A	0.7	0.9
PCFR	N/A	N/A	N/A	3.3	3.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	4.4	4.6
PSR	N/A	N/A	N/A	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	N/A	55.8	31.0	11.8	9.9
ROA	N/A	11.8	9.4	5.5	4.9
ROIC	N/A	15.6	17.6	9.1	6.6
부채비율	N/A	372.7	159.7	81.3	111.5
순부채비율	N/A	159.3	55.6	19.4	18.9
이자보상배율(배)	N/A	4.9	10.1	8.7	10.6

대차대조표

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	**0.0**	**142.6**	**147.2**	**126.4**	**169.8**
금융자산	0.0	17.4	10.7	13.3	28.3
현금성자산	0.0	8.4	8.6	10.3	27.8
매출채권 등	0.0	97.2	104.1	73.5	91.4
재고자산	0.0	26.2	31.1	31.6	48.0
기타유동자산	0.0	1.8	1.3	8.0	2.1
비유동자산	**0.0**	**66.4**	**83.1**	**94.2**	**156.5**
투자자산	0.0	3.8	5.6	7.2	0.3
금융자산	0.0	2.1	1.9	1.3	0.3
유형자산	0.0	47.9	55.4	55.9	89.0
무형자산	**0.0**	**10.6**	**11.0**	**10.7**	**51.2**
기타비유동자산	**0.0**	**4.1**	**11.1**	**20.4**	**16.0**
자산총계	**0.0**	**209.0**	**230.3**	**220.6**	**326.3**
유동부채	**0.0**	**120.6**	**123.2**	**82.6**	**104.5**
금융부채	0.0	53.6	52.9	31.8	27.3
매입채무 등	0.0	63.3	65.3	47.3	72.1
기타유동부채	0.0	3.7	5.0	3.5	5.1
비유동부채	**0.0**	**44.1**	**18.5**	**16.4**	**67.6**
금융부채	**0.0**	**34.2**	**7.1**	**5.1**	**30.2**
기타비유동부채	0.0	9.9	11.4	11.3	37.4
부채총계	**0.0**	**164.8**	**141.6**	**98.9**	**172.0**
지배주주지분	**0.0**	**44.3**	**88.6**	**121.2**	**150.2**
자본금	**0.0**	**27.9**	**38.3**	**45.6**	**55.6**
자본잉여금	0.0	4.5	17.2	34.1	44.1
자본조정	0.0	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	0.0	3.3	4.4	1.2	(7.6)
이익잉여금	0.0	10.1	30.1	41.9	59.7
비지배주주지분	**0.0**	**(0.1)**	**0.1**	**0.5**	**4.0**
자본총계	**0.0**	**44.2**	**88.7**	**121.7**	**154.2**
순금융부채	0.0	70.4	49.3	23.6	29.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

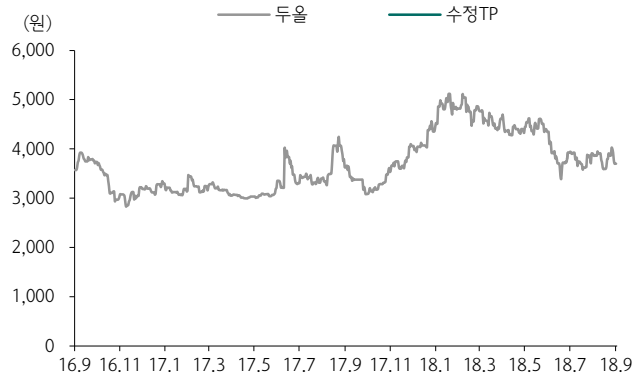
	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름	**0.0**	**14.0**	**9.1**	**11.5**	**61.3**
당기순이익	0.0	12.4	20.9	12.7	14.2
조정	0.0	14.0	3.3	3.8	12.5
감가상각비	0.0	4.3	6.0	5.9	8.9
외환거래손익	0.0	2.0	2.2	3.3	4.8
지분법손익	0.0	(1.2)	(1.8)	(2.5)	(7.2)
기타	0.0	8.9	(3.1)	(2.9)	6.0
영업활동자산부채변동	0.0	(12.4)	(15.1)	(5.0)	34.6
투자활동 현금흐름	**0.0**	**(9.2)**	**(13.2)**	**(7.5)**	**(47.6)**
투자자산감소(증가)	0.0	(2.6)	(0.1)	0.9	9.5
유형자산감소(증가)	0.0	(4.7)	(13.0)	(7.9)	(15.5)
기타	0.0	(1.9)	(0.1)	(0.5)	(41.6)
재무활동 현금흐름	**0.0**	**(0.4)**	**4.4**	**(1.9)**	**5.4**
금융부채증가(감소)	0.0	87.8	(27.7)	(23.1)	20.6
자본증가(감소)	0.0	32.4	23.1	24.1	20.0
기타재무활동	0.0	(120.6)	9.0	(2.9)	(33.0)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.2)
현금의 증감	**0.0**	**4.2**	**0.2**	**1.8**	**17.5**
Unlevered CFO	0.0	34.0	31.9	23.0	34.7
Free Cash Flow	0.0	9.2	(3.8)	3.6	45.4

자료: 하나금융투자

Analyst 송선재 02-3771-7512

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두올



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 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	94.3%	4.8%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 09월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2018년 09월 18일 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.