

두을 (016740)

GV80 수혜주로 주목

상반기 영업이익률 5.4% 기록

2019년 상반기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 2%/20% 감소한 2,361억원/127억원(영업이익률 5.4%, -1.2%p (YoY))을 기록했다. 한국/남미 매출액은 주 고객사의 생산량 증가에 힘입어 5%/21% (YoY) 증가했지만, 중국/유럽 매출액은 시장수요 부진과 일시적 공장 가동중단(체코/터키)의 여파로 19%/4% (YoY) 감소했다. 유럽은 WLTP 이슈로 인한 시장수요 부진과 공장의 일시 가동중단을 고려하면 우려할 내용은 아니지만, 중국은 시장수요 부진이 지속되고 있어 당분간 어려움이 이어질 것으로 보고 효율화 작업을 추진 중이다. 외형 축소로 인한 역레버리지 효과가 발생하면서 영업이익률이 하락했는데, 특히 중국 법인의 적자폭이 -3억원에서 -28억원으로 확대되었다. 순이익은 전년 상반기 42억원에서 금년 상반기 81억원으로 증가했는데, 전년 발생했던 잡손실이 제거되었기 때문이다.

하반기에는 유럽 회복과 한국 법인의 성장 주목

2019년 매출액/영업이익은 중국 부진의 여파로 기존 예상치였던 5,100억원/315억원보다 낮은 4,900억원/292억원(각각 +1%/-5% (YoY), 영업이익률 6.0%, -0.3%p (YoY))으로 전망한다. 중국/터키/체코 법인의 매출액이 감소하지만, 한국/브라질/유럽 매출액은 신차 효과로 양호한 성장을 기록할 것이다. 특히, 주목해야 할 점은 한국 법인의 성장인데, 기존 펠리세이드형 납품이 호조를 보이는 가운데 11월부터 제네시스 GV80형 납품도 시작되기 때문이다. 두을이 100% 납품하게 되는 GV80형 시트커버는 최상위 가죽소재와 다수의 쉐어링으로 인해 기존 제품들 대비 단가가 높아 매출액 기여도가 높을 것이다(운기 기준으로 2018년 매출액 대비 약 8%). 유럽 법인은 상반기 WLTP 이슈로 인해 감소했던 시장수요가 하반기 정상화되고, 전년의 부정적 환율 효과도 완화되면서 하반기 성장할 전망이다. 2019년 예상 순이익은 200억원으로 전망한다.

P/E 5배 수준. GV80 수혜주로 주목

전환상환우선주의 희석(22%)과 2019년 예상 순이익을 고려할 때, P/E 5배 수준이다. 중국 부진의 여파로 상반기 실적이 기대보다 낮았지만, 하반기 이후 제네시스 GV80 출시로 인한 수혜가 가능하다는 점에서 실적 회복이 예상된다. 11%에 이르는 ROE와 0.5배 대의 P/B, 그리고 2.7%의 배당수익률을 고려할 때, 현재 주가는 저평가라는 판단이다.

Company Visit Note

Not Rated

CP(8월 30일): 2,950원

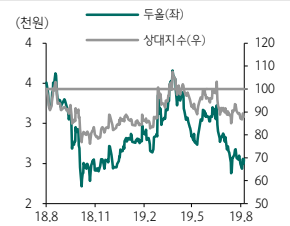
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,967.79	
52주 최고/최저(원)	4,060/2,615	
시가총액(십억원)	79.8	
시가총액비중(%)	0.01	
발행주식수(천주)	27,066.7	
60일 평균 거래량(천주)	555.1	
60일 평균 거래대금(십억원)	2.0	
19년 배당금(예상, 원)	80	
19년 배당수익률(예상, %)	2.71	
외국인지분율(%)	3.64	
주요주주 지분율(%)	IHC 외 4인 49.34	
	0.00	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(5.1)	(7.7) (17.8)
상대	(1.7)	3.0 (3.6)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

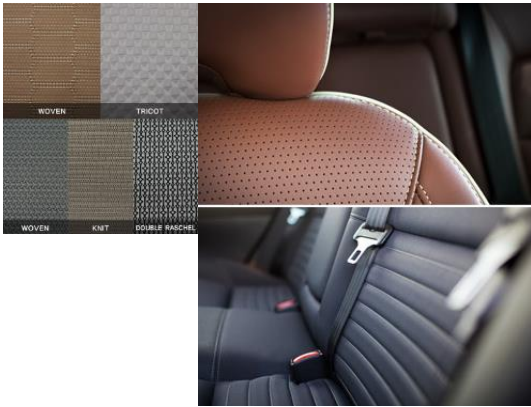
투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	316.8	366.3	295.9	345.0	483.1
영업이익	십억원	18.4	26.1	18.4	22.0	30.7
세전이익	십억원	12.3	23.4	17.9	25.8	22.2
순이익	십억원	12.4	20.6	12.3	13.4	14.1
EPS	원	661	904	500	457	426
증감률	%	N/A	36.8	(44.7)	(8.6)	(6.8)
PER	배	N/A	N/A	6.24	8.91	6.71
PBR	배	N/A	N/A	0.69	0.89	0.59
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	4.38	4.64	2.19
ROE	%	55.85	31.03	11.77	9.89	9.10
BPS	원	2,012	3,951	4,535	4,590	4,873
DPS	원	0	0	115	100	80



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

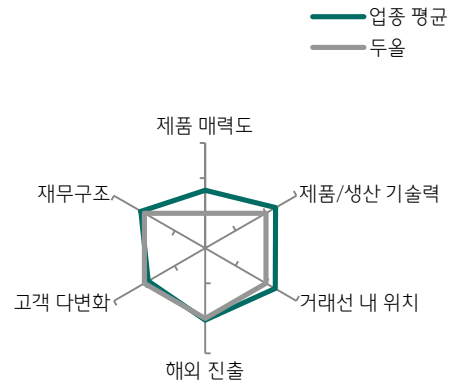
RA 구성중
02-3771-7219
sungjoong.gu@hanafn.com

그림 1. 주요 제품



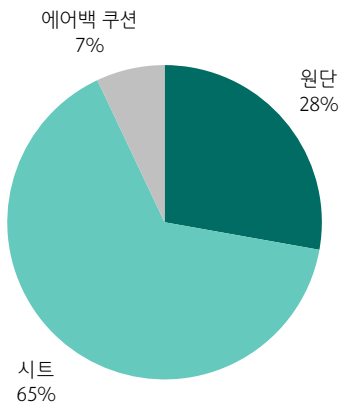
자료: 두올, 하나금융투자

그림 2. 6개 기준에 대한 정성평가



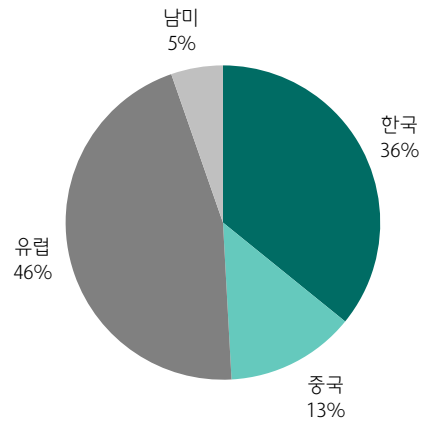
자료: 하나금융투자

그림 3. 제품별 매출비중



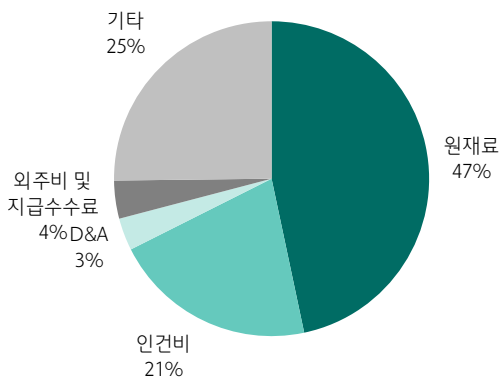
자료: 두올, 하나금융투자

그림 4. 지역별 매출비중



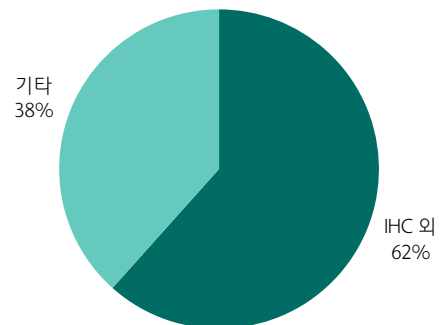
자료: 두올, 하나금융투자

그림 5. 비용의 성격별 분류



자료: 두올, 하나금융투자

그림 6. 주주 현황



자료: 두올, 하나금융투자

표 1. 분기별 실적 현황

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	70.5	72.7	85.9	116.0	115.1	126.7	110.3	131.0	113.7	122.4
영업이익	3.0	4.2	6.1	8.8	6.0	9.9	7.8	6.9	5.6	7.1
영업이익률	4.2%	5.8%	7.1%	7.6%	5.2%	7.8%	7.1%	5.3%	4.9%	5.8%
지배주주 순이익	2.6	4.7	3.5	2.5	3.0	0.6	7.9	3.2	3.5	4.0

자료: 두올, 하나금융투자

표 2. 주요 연결 자회사 현황

(단위: 십억원)

회 사 명	지분율	자산	부채	매출액	당기순손익
강음두올과기유한공사	100%	28.0	4.8	6.2	(0.7)
연태두올차식유한공사	100%	3.7	2.0	4.3	0.3
강음두올방직품유한공사	100%	32.2	21.7	17.1	(0.5)
북경두올차식유한공사	100%	9.1	4.0	3.1	(0.7)
두올보그스티나차식 유한공사(상해)	100%	0.8	3.7	0.3	(0.4)
충청두올차식유한공사	100%	11.8	6.8	1.3	(0.8)
평라이두올차식유한공사	100%	0.1	-	-	(0.0)
창저우두올차식유한공사	100%	6.5	6.2	6.6	(0.1)
DUAL BORGSTENA OTOMOTIV	100%	9.6	5.3	12.2	1.8
DUAL BORGSTENA SA	100%	68.9	14.3	-	(0.4)
BORGSTENA GROUP SWEDEN	95%	21.2	3.6	1.4	4.7
BORGSTENA GROUP PORTUGAL	95%	4.0	3.6	2.3	(0.1)
BORGSTENA TEXTILE PORTUGAL	95%	71.2	28.8	56.8	5.8
BORGSTENA TEXTILE CZECH	95%	3.0	4.6	1.9	0.4
BORGSTENA TEXTILE BRAZIL	95%	4.9	3.6	3.9	(0.4)
BORGSTENA TEXTILE CHINA	95%	0.1	-	-	0.1
TRIMSOL ROMANIA SRL	98%	21.3	11.5	28.0	2.9
TRIMSOL TRIMSOLUTIONS SA	98%	1.2	6.5	0.2	0.0
TRIMSOL BRAZIL	98%	13.1	19,142.0	11.7	1.2
TRIMSOL CZ s.r.o	98%	9.9	8.6	30.4	0.2

주: 2019년 반기 기준

자료: 두올, 하나금융투자

추정 재무제표

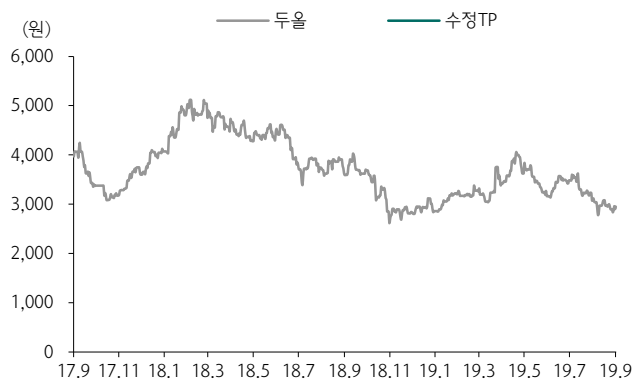
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	316.8	366.3	295.9	345.0	483.1
매출원가	273.3	309.9	246.2	283.4	401.6
매출총이익	43.5	56.4	49.7	61.6	81.5
판매비	25.2	30.3	31.3	39.7	50.9
영업이익	18.4	26.1	18.4	22.0	30.7
금융손익	(5.1)	(3.7)	(2.4)	(0.3)	(3.4)
중속/관계기업손익	1.2	1.8	2.5	2.5	0.0
기타영업외손익	(2.1)	(0.7)	(0.7)	1.6	(5.0)
세전이익	12.3	23.4	17.9	25.8	22.2
법인세	6.0	2.5	5.1	11.6	6.6
계속사업이익	6.4	20.9	12.7	14.2	15.6
중단사업이익	6.0	0.0	0.0	0.0	(0.7)
당기순이익	12.4	20.9	12.7	14.2	14.9
비지배주주지분순이익	0.0	0.3	0.4	0.8	0.8
지배주주순이익	12.4	20.6	12.3	13.4	14.1
지배주주지분포괄이익	12.0	21.1	8.6	7.3	14.2
NOPAT	9.5	23.2	13.1	12.1	21.5
EBITDA	22.7	32.0	24.3	30.9	44.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	15.6	(19.2)	16.6	40.0
NOPAT증가율	N/A	144.2	(43.5)	(7.6)	77.7
EBITDA증가율	N/A	41.0	(24.1)	27.2	45.0
영업이익증가율	N/A	41.8	(29.5)	19.6	39.5
(지배주주)순이익증가율	N/A	66.1	(40.3)	8.9	5.2
EPS증가율	N/A	36.8	(44.7)	(8.6)	(6.8)
수익성(%)					
매출총이익률	13.7	15.4	16.8	17.9	16.9
EBITDA이익률	7.2	8.7	8.2	9.0	9.3
영업이익률	5.8	7.1	6.2	6.4	6.4
계속사업이익률	2.0	5.7	4.3	4.1	3.2
투자지표					
	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	661	904	500	457	426
BPS	2,012	3,951	4,535	4,590	4,873
CFPS	1,818	1,401	932	1,181	1,254
EBITDAPS	1,212	1,404	983	1,053	1,355
SPS	16,930	16,067	11,989	11,747	14,611
DPS	0	0	115	100	80
추가지표(배)					
PER	N/A	N/A	6.2	8.9	6.7
PBR	N/A	N/A	0.7	0.9	0.6
PCFR	N/A	N/A	3.3	3.4	2.3
EV/EBITDA	N/A	N/A	4.4	4.6	2.2
PSR	N/A	N/A	0.3	0.3	0.2
재무비율(%)					
ROE	55.8	31.0	11.8	9.9	9.1
ROA	11.8	9.4	5.5	4.9	4.2
ROIC	15.6	17.6	9.1	6.6	9.9
부채비율	372.7	159.7	81.3	115.2	111.4
순부채비율	159.3	55.6	19.4	18.9	10.1
이자보상배율(배)	4.9	10.1	8.7	10.6	11.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	142.6	147.2	126.4	169.8	182.0
금융자산	17.4	10.7	13.3	28.3	32.9
현금성자산	8.4	8.6	10.3	27.8	32.6
매출채권 등	97.2	104.1	73.5	91.4	96.3
재고자산	26.2	31.1	31.6	48.0	46.9
기타유동자산	1.8	1.3	8.0	2.1	5.9
비유동자산	66.4	83.1	94.2	162.2	164.6
투자자산	3.8	5.6	7.2	0.3	0.3
금융자산	2.1	1.9	1.3	0.3	0.3
유형자산	47.9	55.4	55.9	89.0	86.9
무형자산	10.6	11.0	10.7	56.8	54.3
기타비유동자산	4.1	11.1	20.4	16.1	23.1
자산총계	209.0	230.3	220.6	332.0	346.6
유동부채	120.6	123.2	82.6	110.2	132.2
금융부채	53.6	52.9	31.8	27.3	34.1
매입채무 등	63.3	65.3	47.3	77.8	92.9
기타유동부채	3.7	5.0	3.5	5.1	5.2
비유동부채	44.1	18.5	16.4	67.6	50.4
금융부채	34.2	7.1	5.1	30.2	15.4
기타비유동부채	9.9	11.4	11.3	37.4	35.0
부채총계	164.8	141.6	98.9	177.7	182.7
지배주주지분	44.3	88.6	121.2	150.2	159.6
자본금	27.9	38.3	45.6	55.6	82.7
자본잉여금	4.5	17.2	34.1	44.1	17.0
자본조정	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
기타포괄이익누계액	3.3	4.4	1.2	(7.6)	(5.7)
이익잉여금	10.1	30.1	41.9	59.7	67.2
비지배주주지분	(0.1)	0.1	0.5	4.0	4.4
자본총계	44.2	88.7	121.7	154.2	164.0
손금유부채	70.4	49.3	23.6	29.2	16.5
현금흐름표					
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	14.0	9.1	11.5	61.3	39.0
당기순이익	12.4	20.9	12.7	14.2	14.9
조정	14.0	3.3	3.8	12.5	15.1
감가상각비	4.3	6.0	5.9	8.9	14.1
외환거래손익	2.0	2.2	3.3	4.8	6.8
지분법손익	(1.2)	(1.8)	(2.5)	(7.2)	0.0
기타	8.9	(3.1)	(2.9)	6.0	(5.8)
영업활동자산부채변동	(12.4)	(15.1)	(5.0)	34.6	9.0
투자활동 현금흐름	(9.2)	(13.2)	(7.5)	(47.6)	(9.6)
투자자산감소(증가)	(2.6)	(0.1)	0.9	9.5	(0.0)
유형자산감소(증가)	(4.7)	(13.0)	(7.9)	(15.5)	(9.5)
기타	(1.9)	(0.1)	(0.5)	(41.6)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(0.4)	4.4	(1.9)	5.4	(23.9)
금융부채증가(감소)	87.8	(27.7)	(23.1)	20.6	(8.1)
자본증가(감소)	32.4	23.1	24.1	20.0	0.0
기타재무활동	(120.6)	9.0	(2.9)	(33.0)	(13.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	(2.2)	(2.6)
현금의 증감	4.2	0.2	1.8	17.5	4.8
Unlevered CFO	34.0	31.9	23.0	34.7	41.5
Free Cash Flow	9.2	(3.8)	3.6	45.4	27.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두울



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 29일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(송선재/구성중)는 2019년 09월 02일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.