2019년 11월 1일 I Equity Research

두산솔루스 (336370)

꾸준한 분기 실적 성장

3분기 매출 YoY +12% 증가

㈜두산이 2019년 3분기 실적 잠정 공시에서 두산솔루스의 3분기 매출을 661억원(YoY +12%, QoQ +2%)으로 발표하고, 4분기 예상 매출 736억원을 전망 공시했다. (부문별 Breakdown 및 두산솔루스 수익성은 4분기 실적부터 공시 예상). 부문별 동종 업체들의 3분기 업황을 살펴보면, 1) OLED 부문의 경우, 소재 업체들의 3분기 실적은 아이폰 신제품 출시 및 OLED 채택 비중 상승으로 삼성디스플레이 가동률이 전년 동기 및 전분기 대비 상승하면서 소재 매출이 증가한 것으로 추정되며, 이에 따라 두산솔루스 역시 OLED 부문에서 전년 동기 대비 성장이 있었을 것으로 추정된다. 다만 수익성의 경우 아직 중국 패널 메이커들의 본격적인 대규모 양산 라인 가동 돌입 전이라는 점에서 마진율은 비슷한 수준을 유지하거나 소폭 하락했을 것으로 추정된다. 2) 동박 부문의 경우 경쟁사의 3분기 PCB 부문 동박 매출이 5G 모바일 제품 증가에 따른 하이엔드 동박 수요 증가로 인해 전년 동기 대비 +15% 성장할 것으로 전망되며 두산솔루스 역시 유사한 수준의 성장을 시현한 것으로 추정된다.

전지박 부문 2021년 매출 1,188억원 전망

전지박 CAPA는 2020년 3월 완공 이후 시운전을 거쳐 2020년 3분기부터 본격적인 가동이 예상된다. 매년 최소 8천톤 이상 CAPA 확장이 예상되며 이에 따라 전지박 매출은 2020년 246억원, 2021년 1,188억원, 2022년 2,230억원으로 증가할 전망이다. 초기 CAPA 1만톤의 약 50%는 배터리 셀 1개 업체와 공급 계약 체결이 완료된 상태며, 기타 메이저 셀 메이커 3개사와 품질 평가를 진행중인 것 감안하면 향후 증설 물량에 대한 공급처 확보에 문제 없을 것으로 판단된다.

향후 유증 가능성 감안해도 상승 여력

두산솔루스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가는 21,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 Target PER 28배를 적용하였다. Target PER은 OLED 소재 업체 덕산네오룩스, 동박 업체 일진머티리얼즈의 최근 3년 평균 PER(각각 29배/38배)을 10% 할인한 수치다. 향후 유증 및 지분 가치 희석 가능성 있으나 밸류에이션 디스카운트 및 실적 성장성 감안하면 상승 여력 있다고 판단된다.

Update

BUY

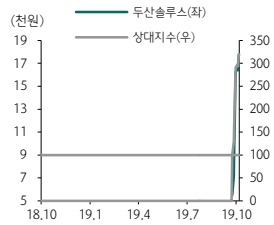
I TP(12M): 21,000원(상향) I CP(10월 31일): 17,800원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,083.48
52주 최고/최저(원)	17,800/5,510
시가총액(십억원)	542.1
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	30,457.4
60일 평균 거래량(천주)	1,837.2
60일 평균 거래대금(십억원)	30.9
19년 배당금(예상,원)	0
19년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	6.36
주요주주 지분율(%)	
두산 외 31 인	65.41
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	0.0	0.0	0.0
상대	0.0	0.0	0.0

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	263.9	334.1
영업이익(십억원)	33.2	42.4
순이익(십억원)	20.1	24.3
EPS(원)	1,990	666
BPS(원)	3,324	3,993

Stock Price



Financial Data

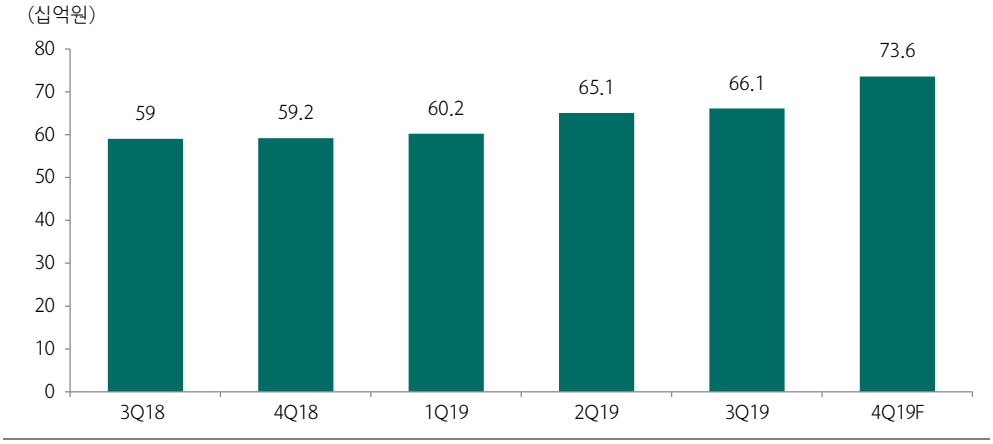
투자지표	단위	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	268.6	331.2	471.7	616.3	708.7
영업이익	십억원	33.7	48.1	69.9	90.2	109.1
세전이익	십억원	26.0	38.9	60.8	74.0	101.9
순이익	십억원	20.0	29.7	46.2	56.6	77.7
EPS	원	507	753	1,170	1,434	1,970
증감률	%	N/A	48.5	55.4	22.6	37.4
PER	배	35.13	23.63	15.21	12.42	9.04
PBR	배	5.40	4.40	3.41	2.68	2.06
EV/EBITDA	배	20.17	13.14	8.58	6.20	4.44
ROE	%	15.25	20.37	25.12	24.05	25.70
BPS	원	3,294	4,047	5,217	6,651	8,621
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

그림 1. 두산솔루스 분기별 실적 추이 및 전망



주 : 4Q19 이전까지 실적은 분할 전 ㈜두산 OLED/동박/기타 부문 실적 합산한 것
자료: 두산, 하나금융투자

표 1. 두산솔루스 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	2018	2019F	2020F	2021F	2022F
매출	**225.8**	**268.6**	**331.2**	**471.7**	**616.3**
OLED 소재	50.6	68.1	92.4	118.6	136.4
전지박(전기차 배터리)	-	-	24.6	118.8	223.1
동박(PCB)	145.5	160.0	171.2	188.3	207.2
바이오 등 기타	29.7	40.5	42.9	45.9	49.6
YoY		**19%**	**23%**	**42%**	**31%**
OLED 소재		35%	36%	28%	15%
동박(전기차 배터리)		-	-	382%	88%
전지박(PCB)		10%	7%	10%	10%
바이오 등 기타		36%	6%	7%	8%
매출비중					
OLED 소재	22%	25%	28%	25%	22%
전지박(전기차 배터리)	0%	0%	7%	25%	36%
동박(PCB)	64%	60%	52%	40%	34%
바이오 등 기타	13%	15%	13%	10%	8%
영업이익	**27.4**	**33.7**	**48.1**	**69.9**	**90.2**
영업이익률	12.1%	12.5%	14.5%	14.8%	14.6%
YoY		**23.0%**	**42.6%**	**45.4%**	**28.9%**

자료: 하나금융투자

표 2. Peers Valuation Table

(단위 : 배)

		PER		PBR		EV/EBITDA	
		19F	20F	19F	20F	19F	20F
OLED	UDC	61.6	42.7	10.0	8.3	44.3	30.2
	덕산네오룩스	34.3	23.8	3.5	3.1	23.3	16.4
	덕산테코피아	16.9	15.4	-	-	-	-
동박	일진머티리얼즈	30.0	20.4	2.9	2.5	14.1	9.5
	Furukawa	11.8	10.3	0.8	0.7	6.9	6.3

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 3. 목표주가 산출

		비고
EPS (원)	753	2020년 추정
Target PER (배)	28	덕산네오룩스 및 일진머티리얼즈 최근 3년 평균 PER 10% discount
적정가치 (원)	21,084	
목표주가 (원)	**21,000**	
현재주가 (원)	17,800	2019.10.31 종가
상승 여력 (%)	**+18%**	

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

OLED 소재 (1) : 폴더블 생태계 확장에 따른 소재 수요 증가 수혜

폴더블 디바이스 출시에 따른 삼성디스플레이 모바일 OLED 패널 출하면적 증가 수혜

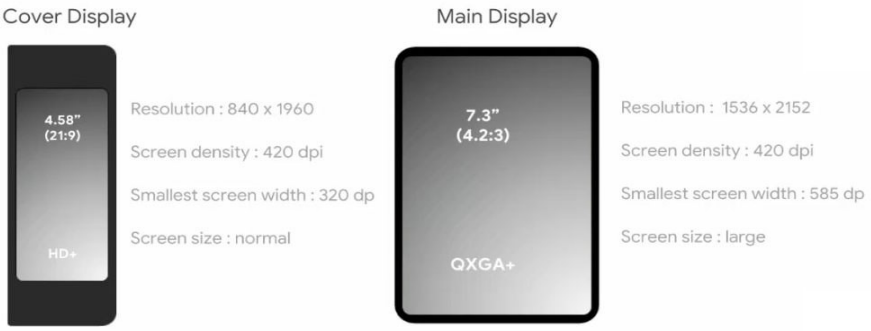
삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 면적은 향후 폴더블 디바이스 출시와 함께 그 증가 추세가 더욱 가속화될 전망이다. 2018년 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 약 4.2억대(Flexible 1.5억대, Rigid 2.7억대)로 추정된다. 하이엔드~미들엔드 스마트폰 시장 평균 사이즈인 5.8인치(가로길이 7cm, 세로길이 14.7cm) 를 기준으로 면적 계산시(대당 면적 103cm²) 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 약 4.3km² 다. 향후 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 2019년 4.8억대, 2020년 5.3억대, 2021년 5.5억대로 증가할 전망이며 평균 인치 상승에 따라 출하면적은 2019년 5.1km², 2020년 5.8km², 2021년 6.2km²로 증가할 전망이다.

이와 함께 폴더블 스마트폰 관련 패널 출하대수는 2019년 약 50만대를 시작으로, 2020년 910만대, 2021년 2,500만대로 증가할 전망이다. 폴더블 스마트폰의 경우 Galaxy Fold 대당 면적인 약 250cm² (내부 면적 190cm², 외부 면적 60cm²)를 기준으로 할 경우 출하 면적은 2020년 0.25km², 2021년 0.66km²로 증가할 전망이다.

그림1. 폴더블 스마트폰과 일반 스마트폰 대당 면적 비교

스마트폰 1대당 패널 면적

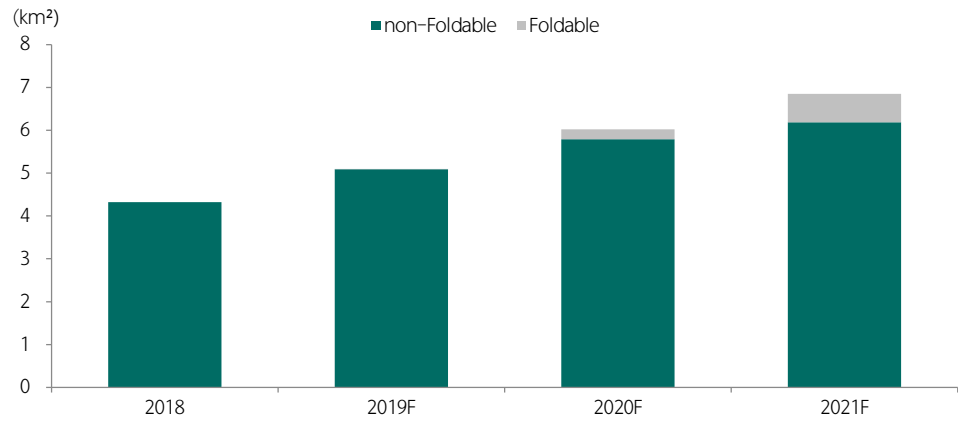
일반 스마트폰 : 103cm²
폴더블 스마트폰 : 250cm²



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림2. 삼성디스플레이 Flexible OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

삼성디스플레이 모바일 OLED 패널 출하면적 전망 :
2018년 4.3km² → 2021년 6.9km²



자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

OLED 소재 (2) : OLED TV 출시에 따른 소재 수요 폭증

OLED TV 출하면적 가파른 상승 전망

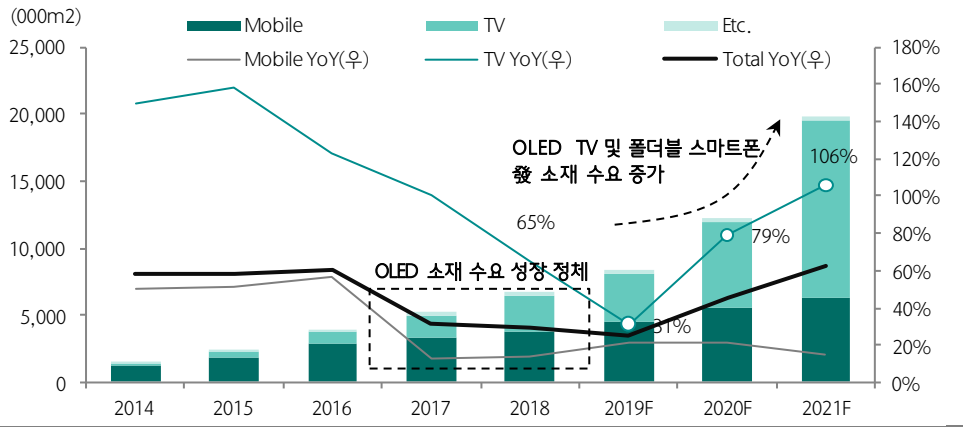
OLED 부문의 성장성은 확고하다. 최대 고객사인 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 4.3km²로 추정되며, 향후 2021년까지 주요 세트 업체들의 OLED 패널 수요 증가 및 폴더블 스마트폰 출시로 삼성디스플레이의 모바일 OLED 출하면적은 6.9km²까지 증가할 전망이다. 두산솔루스가 삼성디스플레이에 판매 중인 모바일 OLED 소재인 aETL, HTL, EIL 각 시장 별로 50~100% 점유율을 확보하고 있다는 점에서 안정적인 실적 성장이 확실시 된다.

Unit 기준 1대당 면적이 스마트폰 대비 100배 증가하는 OLED TV(5.8 인치 스마트폰 및 65인치 TV 기준) 면적 감안하면 OLED 소재 수요는 한번 더 폭발적으로 증가할 전망이다. 한편, 삼성진영에서 OLED TV 출시를 통해 2021년 약 3km² 이상의 신규 OLED 패널 면적 공급이 이뤄질 것으로 전망한다. 이에 따라 2021년 모바일 및 TV OLED 패널 출하면적은 삼성디스플레이에서만 약 9.9km² 까지 증가하며 3년간 136% 증가할 것으로 전망된다. 특히 OLED TV 패널의 경우 두산솔루스가 독점하고 있는 aETL 수요가 크게 증가하는 패널 특성(Blue 소재 효율성 증대 위한 정공저지층 수요 증가) 때문에 두산솔루스 수혜 규모는 더욱 확대될 전망이다.

그림 3. Application별 OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

2019년을 기점으로 하여 OLED 패널 출하 면적 증가율 반등 전망

OLED TV 및 폴더블 스마트폰 중심으로 OLED 소재 수요 증가 전망

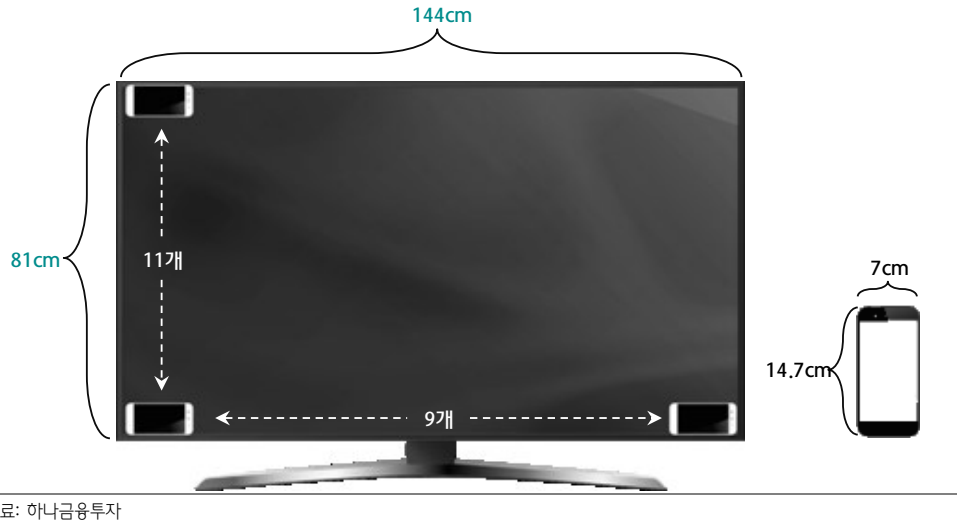


주: 삼성전자 QD-OLED 2021년 400만대 판매 가정 / 자료: IHS, DSCC, 하나금융투자

그림 4. 65인치 TV 대비 5.8인치 스마트폰 크기 비교

65인치 TV 패널 한장 면적 = 5.8인치 스마트폰 99장 면적

향후 OLED TV 생태계 확대 시 OLED 소재 수요 가파른 증가 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

OLED 소재 주요 제품 : aETL

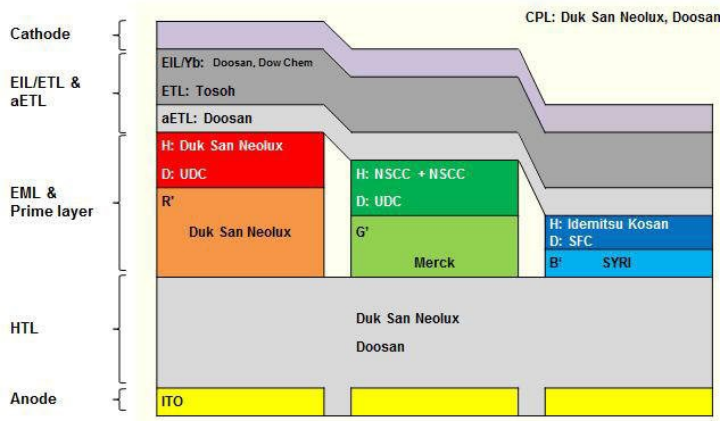
두산솔루스 OLED 소재 부문의 핵심 제품은 aETL(a Electron Transfer Layer)이다. ETL, 즉 전자 수송층에 위치하지만 본연의 역할을 정공의 수송을 막는 역할이다. 다시 말해 양극(Anode)에서 출발한 정공(Hole)이 정공수송층을 지나 발광층에서 오롯이 소비될 수 있도록 해주는 역할을 담당한다. 최근에는 갈수록 전자, 정공 이동 속도가 빨라지게 되는데 정공이 너무 빨리 EML에 다다른 이후 그 가속을 못 이겨 반대편 전자수송층까지 침범해 버리는 것을 방지해주는 것이 aETL이다. 정공이 전자수송층으로 넘어오는 것을 막아주는 역할을 하기때문에 정공방어층(HBL, Hole Blocking Layer)라고도 부른다. 이는 마치 거름종이가 물은 통과 시키고 특정 물질을 걸러내는 것과 같은 이치다. aETL은 정공은 막고 전자만 선택적으로 이동시킨다.

만약 정공이 전자수송층까지 침범할 경우 OLED의 색상 및 효율이 낮아지게 된다. 삼성디스플레이도 맨 처음부터 aETL을 사용한 것은 아니었으나 수율 개선을 위해 갤럭시 S6에 탑재됐던 M7 패널부터 aETL을 사용하였다.

aETL은 특히 청색 형광체의 수명을 연장시키고 효율을 재고하는데 큰 도움을 준다. 적색과 녹색 발광체는 인광체로서 발광 효율이 최대 100%에 이르지만 청색의 경우 아직 형광재료밖에 개발되지 않아 최고 발광 효율이 25%밖에 되지 않기 때문이다. 최근 패널의 경우 aETL을 통해 청색 소재 효율이 10% 이상 향상된 것으로 추정된다. aETL 시장은 두산솔루스가 독점하고 있으며 2015년 M7부터 2019년 M10까지 모두 독점적 지위를 유지하고 있다.

참고로, R/G/B Prime 층은 전자수송층의 반대편인 EML과 정공수송층 사이에 위치하여 전자의 침범을 막는 역할을 담당한다. 즉, 전자방어층(EBL, Electron Blocking Layer)이다. 전자의 범람을 막아 OLED의 수명 및 효율을 높여주고 각 색상의 순도를 향상시켜준다.

그림 5. OLED 패널 재료 구조도



자료: 업계자료

(참고) OLED 패널 구조도

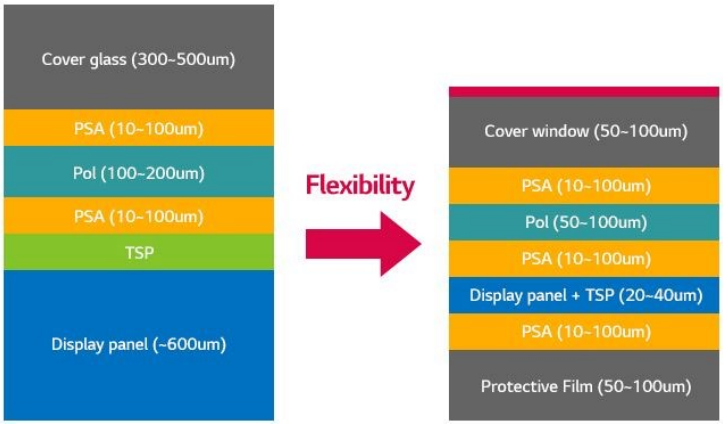
OLED 소재 시장 : 약 15개 층위로 구분되며 각 시장 별로 2~3개 내외 업체가 과점 혹은 독점하는 시장

Flexible OLED 패널은 약 0.7mm 두께의 박막이다. 전체 두께의 45%가 PSA(Pressure Sensitive Adhesive Application) 류의 접착 소재이며, 30%는 커버 윈도우 및 보호 필름, 15%는 편광필름, 10%는 OLED로 구성된다('그림 3' 참조). 두께가 가장 얇은 OLED 유기박막이 패널의 스펙을 결정하며 OLED 패널 부가가치의 가장 큰 부분이 해당 시장에서 창출된다.

OLED 구조도를 확대해보면 '그림 4'와 같다. OLED 두께는 위생랩 보다도 얇지만 그 안에 약 15개의 층위가 있다. 크게 발광층(Emmisive Layer)과 공통층으로 구분되며 발광층은 빛의 삼원색인 Red, Blue, Green 층으로, 공통층은 정공(Hole)관련층과 전자(Electron)관련층으로 다시 구분된다. 발광층의 각 색 층은 다시 Host, Prime, Dopant로 세분화되며, 정공/전자 관련층은 주입층, 수송층, 저지층으로 세분화된다. 결과적으로 OLED 소재 시장은 약 15개 층위로 구분되며 각 시장 별로 2~3개 내외 업체가 과점 혹은 독점하는 시장으로 구성된다.

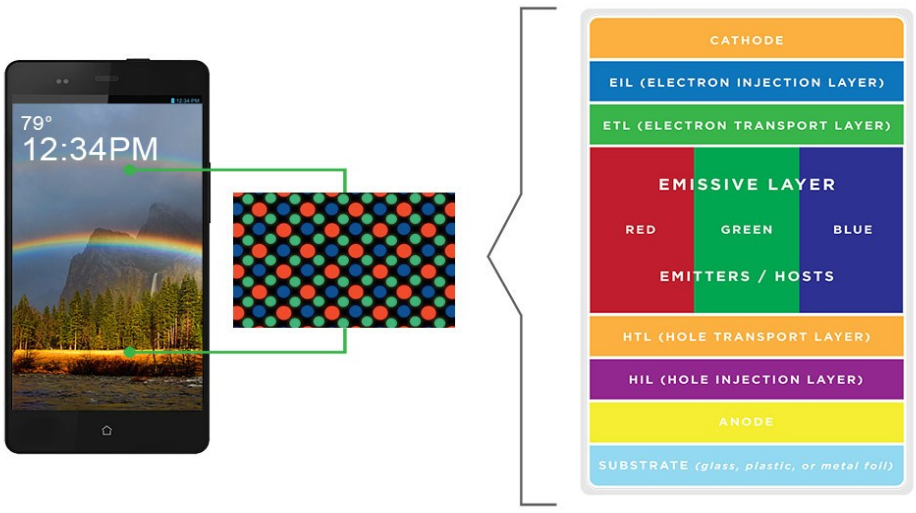
Flexible OLED 패널 두께의 10% 차지하는 OLED 재료 구조 부분이 패널 스펙 결정

그림 3. OLED 패널 구조도 및 두께 (좌측이 Rigid OLED, 우측이 Flexible OLED)



자료: LG디스플레이

그림 4. OLED 패널 구조도 세분화



자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

전기차 배터리 수요 증가에 따른 전지박 수요 확대 수혜

전지박 시장 장기 수급 불균형 전망

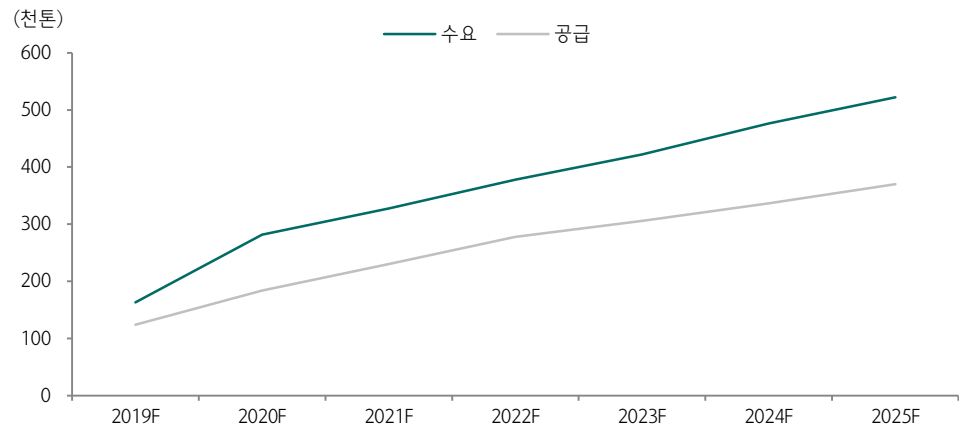
글로벌 전지박 시장 수요는 배터리 셀 업체들의 증설 스케줄에 연동하여 가파른 성장세를 이어갈 전망이다. 글로벌 Top 6 배터리 셀 업체들의 CAPA는 2020년 419GWh, 2021년 508GWh, 2022년 610GWh까지 증가할 전망이다. 일반적으로 1GWh당 약 700톤의 전지박 수요가 발생하며, 향후 기술 개선으로 연간 4%의 단위 당 전지박 수요 감소가 발생함을 가정할 경우 글로벌 중대형전이용 전지박 수요는 2019년 16.3만톤에서 2022년 37.8만톤까지 증가할 전망이다. 현재 전지박시장 점유율 Top 4업체와 두산솔루스의 2022년 예상 CAPA가 28만톤임을 가정하면 현재의 공급 부족 상황은 장기간 지속될 것으로 전망한다.

두산솔루스의 전지박 CAPA는 2020년 1만톤을 시작으로 2025년 5만톤까지 증가할 전망이며 대부분의 물량은 공급사와의 계약에 기반한 증설 물량으로 추정되며 이에 따라 향후 실적 가시성 역시 높다고 판단된다.

두산솔루스 전지박 부문 예상 매출은 2020년 246억원, 2021년 1,188억원, 2022년 2,230억원으로 가파르게 증가할 전망이다. 증설 CAPA 대부분은 고객사 공급 물량 확정 이후 진행하고 있으며 배터리 셀 업체들의 동박 수요 증가 추세 대비 여전히 부족한 동박 업체들의 증설 스케줄 감안하면 현재보다 약간 낮아지는 수준의 단가 가정한 상기 매출 전망은 충분히 달성 가능하다고 판단된다.

그림 5. 글로벌 전지박 시장(전기차 배터리 및 ESS 관련) 수급 전망

연간 4%의 단위 당 전지박 수요 감소 가정시 글로벌 중대형전이용 전지박 수요는 2019년 16.3만톤에서 2022년 37.8만톤까지 증가할 전망

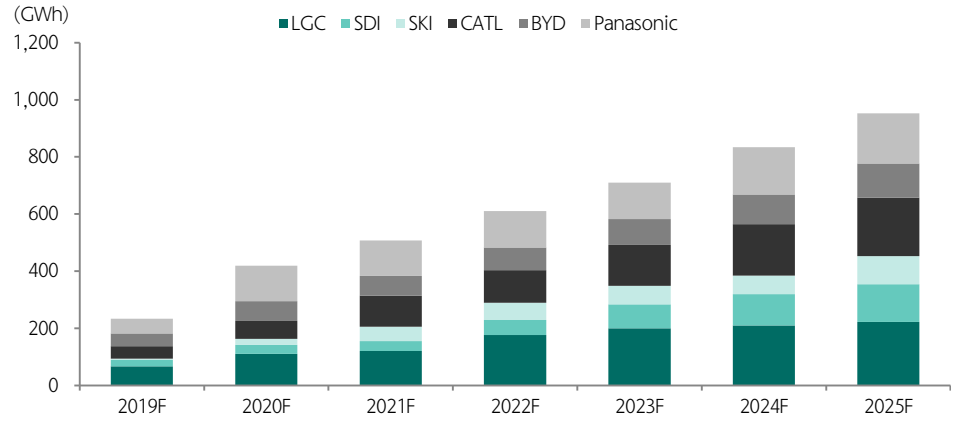


자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

2022년 글로벌 주요 배터리 업체 중대형 전지 CAPA 610GWh 전망

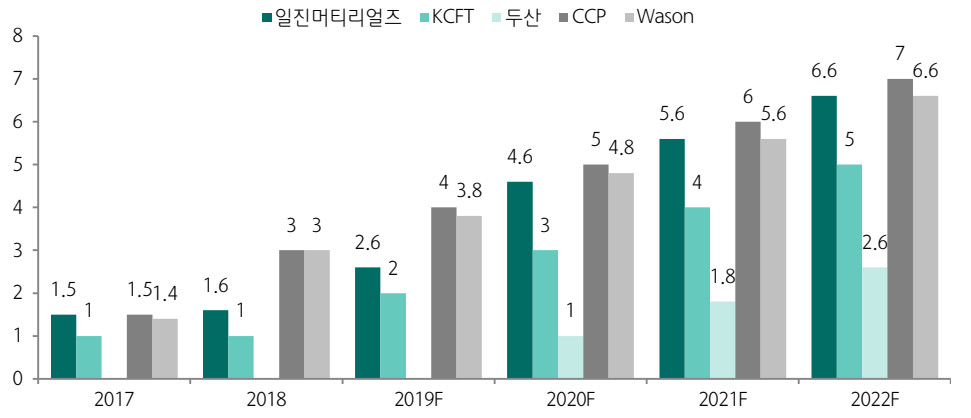
그림 6. 글로벌 Top 6 배터리 셀 업체 CAPA 추이 전망



자료: 업계자료, 하나금융투자

2022년 글로벌 주요 동박 업체 전지박 CAPA 27.8만톤 전망

그림 7. 글로벌 주요 전지박 업체 CAPA 추이 및 전망



자료: 업계자료, 하나금융투자

표 3. 글로벌 전기차 판매대수 추이 및 전망

(단위 : 천대)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
글로벌 자동차 판매대수	85,642	87,920	86,950	90,515	93,099	96,027	97,251	99,462	101,168	102,505	103,622	104,988	106,297
YoY	*2.7%*	*2.7%*	*-1.1%*	*4.1%*	*2.9%*	*3.1%*	*1.3%*	*2.3%*	*1.7%*	*1.3%*	*1.1%*	*1.3%*	*1.2%*
xEV	**217**	**322**	**541**	**765**	**1,202**	**1,994**	**4,003**	**5,282**	**6,738**	**8,421**	**10,446**	**12,695**	**15,177**
YoY	*80.1%*	*48.4%*	*68.0%*	*41.4%*	*57.1%*	*65.9%*	*100.7%*	*32.0%*	*27.6%*	*25.0%*	*24.1%*	*21.5%*	*19.5%*
xEV(%)	**0.3%**	**0.4%**	**0.6%**	**0.8%**	**1.3%**	**2.1%**	**4.1%**	**5.3%**	**6.7%**	**8.2%**	**10.1%**	**12.1%**	**14.3%**
PHEV	104	145	254	314	433	758	1,441	1,796	2,156	2,442	3,029	3,174	3,187
PHEV (% in xEV)	48%	45%	47%	41%	36%	38%	36%	34%	32%	29%	29%	25%	21%
BEV	113	177	287	451	769	1,236	2,562	3,486	4,582	5,979	7,417	9,522	11,990
BEV (% in xEV)	52%	55%	53%	59%	64%	62%	64%	66%	68%	71%	71%	75%	79%

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	**268.6**	**331.2**	**471.7**	**616.3**	**708.7**
매출원가	188.0	235.1	332.5	434.5	499.6
매출총이익	80.6	96.1	139.2	181.8	209.1
판관비	46.9	48.0	69.2	91.6	100.0
영업이익	**33.7**	**48.1**	**69.9**	**90.2**	**109.1**
금융손익	(6.7)	(7.1)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.0)	(2.0)	(2.0)	(9.0)	0.0
세전이익	**26.0**	**38.9**	**60.8**	**74.0**	**101.9**
법인세	6.0	9.2	14.6	17.4	24.2
계속사업이익	20.0	29.7	46.2	56.6	77.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**20.0**	**29.7**	**46.2**	**56.6**	**77.7**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**20.0**	**29.7**	**46.2**	**56.6**	**77.7**
지배주주지분포괄이익	20.0	29.7	46.2	56.6	77.7
NOPAT	26.0	36.7	53.1	68.9	83.2
EBITDA	33.7	48.1	69.9	90.2	109.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	23.3	42.4	30.7	15.0
NOPAT증가율	N/A	41.2	44.7	29.8	20.8
EBITDA증가율	N/A	42.7	45.3	29.0	21.0
영업이익증가율	N/A	42.7	45.3	29.0	21.0
(지배주주)순익증가율	N/A	48.5	55.6	22.5	37.3
EPS증가율	N/A	48.5	55.4	22.6	37.4
수익성(%)					
매출총이익률	30.0	29.0	29.5	29.5	29.5
EBITDA이익률	12.5	14.5	14.8	14.6	15.4
영업이익률	12.5	14.5	14.8	14.6	15.4
계속사업이익률	7.4	9.0	9.8	9.2	11.0

대차대조표

(단위: 십억원)

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
유동자산	**116.5**	**125.3**	**164.5**	**213.3**	**292.5**
금융자산	59.4	107.7	139.4	180.6	254.9
현금성자산	59.4	107.7	139.4	180.6	254.9
매출채권 등	21.0	6.5	9.2	12.0	13.9
재고자산	36.1	11.1	15.8	20.7	23.8
기타유동자산	0.0	(0.0)	0.1	0.0	(0.1)
비유동자산	**150.3**	**139.0**	**152.2**	**166.2**	**168.7**
투자자산	29.6	9.1	13.0	17.0	19.5
금융자산	26.6	8.2	11.7	15.3	17.5
유형자산	75.4	84.6	93.9	103.9	103.9
무형자산	**45.3**	**45.3**	**45.3**	**45.3**	**45.3**
기타비유동자산	**0.0**	**0.0**	**(0.0)**	**(0.0)**	**(0.0)**
자산총계	**266.8**	**264.4**	**316.6**	**379.5**	**461.2**
유동부채	**35.5**	**10.9**	**15.6**	**20.4**	**23.4**
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	35.5	10.9	15.6	20.4	23.4
기타유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**100.2**	**92.6**	**94.0**	**95.5**	**96.5**
금융부채	**89.2**	**89.2**	**89.2**	**89.2**	**89.2**
기타비유동부채	11.0	3.4	4.8	6.3	7.3
부채총계	**135.7**	**103.5**	**109.6**	**115.9**	**119.9**
지배주주지분	**131.1**	**160.8**	**207.0**	**263.6**	**341.4**
자본금	**5.0**	**5.0**	**5.0**	**5.0**	**5.0**
자본잉여금	88.0	88.0	88.0	88.0	88.0
자본조정	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	37.0	66.7	112.9	169.5	247.3
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**131.1**	**160.8**	**207.0**	**263.6**	**341.4**
순금융부채	29.8	(18.5)	(50.2)	(91.4)	(165.7)

투자지표

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	507	753	1,170	1,434	1,970
BPS	3,294	4,047	5,217	6,651	8,621
CFPS	829	1,167	1,721	2,056	2,763
EBITDAPS	854	1,218	1,771	2,284	2,763
SPS	6,805	8,391	11,951	15,614	17,956
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	35.1	23.6	15.2	12.4	9.0
PBR	5.4	4.4	3.4	2.7	2.1
PCFR	21.5	15.2	10.3	8.7	6.4
EV/EBITDA	20.2	13.1	8.6	6.2	4.4
PSR	2.6	2.1	1.5	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	15.3	20.4	25.1	24.0	25.7
ROA	7.5	11.2	15.9	16.3	18.5
ROIC	18.2	26.3	37.3	44.4	51.2
부채비율	103.5	64.4	52.9	44.0	35.1
순부채비율	22.7	(11.5)	(24.2)	(34.7)	(48.5)
이자보상배율(배)	5.0	6.7	9.8	12.6	15.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

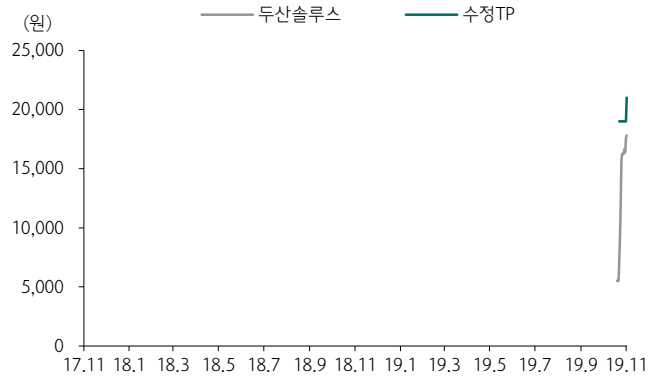
	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**16.1**	**44.2**	**51.9**	**62.3**	**84.0**
당기순이익	20.0	29.7	46.2	56.6	77.7
조정	6.7	7.2	7.1	7.1	7.2
감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.7	7.2	7.1	7.1	7.2
영업활동 자산부채 변동	(10.6)	7.3	(1.4)	(1.4)	(0.9)
투자활동 현금흐름	**(76.9)**	**11.3**	**(13.2)**	**(14.0)**	**(2.5)**
투자자산감소(증가)	(29.6)	20.5	(3.9)	(4.0)	(2.5)
유형자산감소(증가)	(2.0)	(9.2)	(9.3)	(10.0)	0.0
기타	(45.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**3.3**	**(7.1)**	**(7.1)**	**(7.1)**	**(7.1)**
금융부채증가(감소)	89.2	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	93.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(178.9)	(7.1)	(7.1)	(7.1)	(7.1)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**59.4**	**48.3**	**31.6**	**41.2**	**74.3**
Unlevered CFO	32.7	46.1	67.9	81.2	109.1
Free Cash Flow	14.1	35.0	42.6	52.3	84.0

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산솔루스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.1	BUY	21,000		
19.10.22	BUY	19,000	-21.92%	-7.63%
19.10.21				-

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	90.2%	9.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)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 2019년 11월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 11월 01일 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.