



2020년 2월 14일 | Equity Research

두산솔루스 (336370)

4Q19 Review : 부문별 성장세 지속

4Q19 Review : 동박 및 OLED 모두 성장

2019년 4분기 실적은 매출 700억원(YoY +19%), 영업이익 102억원(YoY +34%)로 컨센서스를 소폭 상회했다. 1) 동박 부문(매출 비중 61%)의 경우, 5G 및 반도체용 하이엔드 동박 매출 비중이 지속적으로 상승하며 출하 면적 및 수익성이 모두 상승한 것으로 추정되며, 2) OLED 소재 부문(매출 비중 24%)의 경우 4분기 삼성디스플레이 가동률이 애플의 10월 아이폰 충산으로 높은 수준을 유지했고 중국 패널 메이커들의 신규라인 가동률 역시 상승하며 견조한 성장세를 시현한 것으로 추정된다. 3) 전지박 부문(2020년 연간 매출 비중 7% 전망)의 경우 형가리 신규 라인 설치 과정에서 비용 증가했으나 당초 예정대로 3분기 중 본격적인 양산 돌입할 것으로 전망된다. 4) 한편, 룩셈부르크 동박 법인으로부터 수취한 배당에 대해 배당소득세를 대부분 4분기에 영업외비용으로 반영하였으며 이에 따라 4분기 당기순이익은 예상보다 감소했다.

2020년 영업이익 +17% 증가 전망

2020년 실적은 매출 3,359억원(YoY +28%), 영업이익 448억원(YoY +17%)으로 견조한 성장세가 전망된다. 1) 전지박 부문의 경우 일본 전지박 업체들의 제한적인 증설 속에서 주요 셀 메이커들의 출하량 급증에 따른 초과 수요 지속되며 하반기부터 양산 가동 전망되는 두산솔루스의 수혜 전망된다. 2) PCB 용 동박 부문의 경우 하이엔드 동박 시장 내 점유율 1위인 Circuit Foil의 기술 및 영업력 바탕으로 2020년 5G용 하이엔드 동박 수요 증가에 따른 수혜 전망된다. 3) OLED 소재 부문의 경우 폴더블 스마트폰 및 OLED TV 등 글로벌 OLED 출하 면적 증가 과정에서 aETL 소재 시장 독점하고 있는 두산솔루스 수혜가 전망된다.

목표주가 32,000원 유지

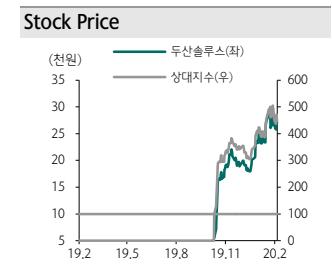
목표주가 32,000원을 유지한다. 전지박 및 OLED peers들의 멀티플 상승세 지속되며 두산솔루스 역시 高 멀티플 지속적으로 부여받을 것으로 판단된다. 전지박 부문 매출 기여 시기가 예상보다 빨라질 가능성 있다고 판단되며 이는 향후 실적 및 Valuation Factor 상승 요인으로 작용할 전망이다.

Update

BUY

| TP(12M): 32,000원 | CP(2월 12일): 26,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,238.38		
52주 최고/최저(원)	29,150/5,510	266.9	329.5
시가총액(십억원)	822.9	37.8	44.1
시가총액비중(%)	0.07	26.2	30.2
발행주식수(천주)	30,589.8	EPS(원)	2,628 795
60일 평균 거래량(천주)	500.2	BPS(원)	3,560 4,356
60일 평균 거래대금(십억원)	11.8		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	5.74		
주요주주 지분율(%)			
두산 외 31 인	65.16		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	8.0 0.0 0.0		
상대	6.5 0.0 0.0		



Financial Data						
투자지표	단위	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	263.3	335.9	498.0	680.3	816.4
영업이익	십억원	38.1	44.8	83.9	114.2	240.8
세전이익	십억원	33.2	42.6	81.3	111.2	237.6
순이익	십억원	25.0	32.0	61.0	83.5	178.4
EPS	원	630	807	1,541	2,108	4,505
증감률	%	N/A	28.1	91.0	36.8	113.7
PER	배	32.29	33.33	17.46	12.76	5.97
PBR	배	4.50	5.15	3.98	3.03	2.01
EV/EBITDA	배	25.52	20.54	15.70	9.96	4.94
ROE	%	13.95	16.57	25.70	26.96	40.49
BPS	원	4,519	5,225	6,766	8,874	13,379
DPS	원	0	0	0	0	0



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

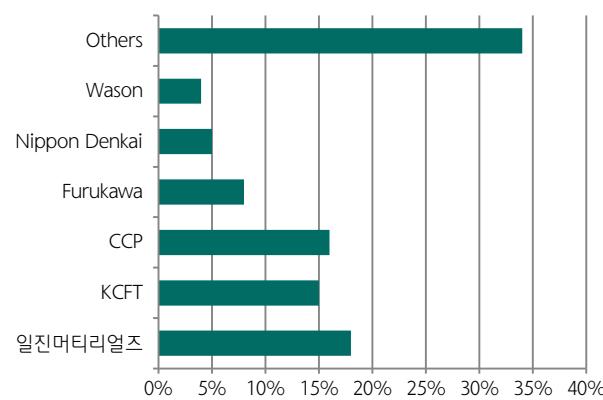
표 1. 두산솔루스 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)

	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출	66.3	70.9	88.4	110.3	104.3	114.9	129.8	149.1	263.3	335.9	498.0
OLED 소재	16.6	16.1	29.5	27.2	25.4	24.6	37.8	35.7	62.0	89.4	123.5
전지박(전기차 배터리)	0.0	0.0	4.9	19.7	25.7	29.6	32.2	41.2	-	24.6	128.7
동박(PCB)	40.8	42.6	45.1	48.9	43.3	47.3	50.1	56.3	161.3	177.4	196.9
바이오 등 기타	8.9	12.2	8.9	14.4	9.8	13.4	9.8	15.9	40.0	44.4	48.8
YoY	9%	8%	33%	57%	57%	62%	47%	35%	16%	28%	48%
OLED 소재	19%	19%	69%	60%	53%	53%	28%	31%	20%	44%	38%
전지박(전기차 배터리)	-	-	-	-	-	-	553%	109%	-	-	422%
동박(PCB)	5%	4%	10%	21%	6%	11%	11%	15%	11%	10%	11%
바이오 등 기타	20%	28%	20%	33%	20%	28%	20%	33%	34%	11%	10%
매출비중											
OLED 소재	25%	23%	33%	25%	24%	21%	29%	24%	24%	27%	25%
전지박(전기차 배터리)	0%	0%	6%	18%	25%	26%	25%	28%	0%	7%	26%
동박(PCB)	62%	60%	51%	44%	42%	41%	39%	38%	61%	53%	40%
바이오 등 기타	13%	17%	10%	13%	9%	12%	8%	11%	15%	13%	10%
영업이익	7.0	7.8	13.8	16.1	17.5	18.8	22.8	24.8	38.1	44.8	83.9
영업이익률	10.6%	11.1%	15.6%	14.6%	16.8%	16.4%	17.6%	16.7%	14.5%	13.3%	16.9%
YoY	-11.5%	-20.6%	36.0%	58.6%	148.0%	139.8%	65.3%	54.1%	40.2%	17.5%	87.3%

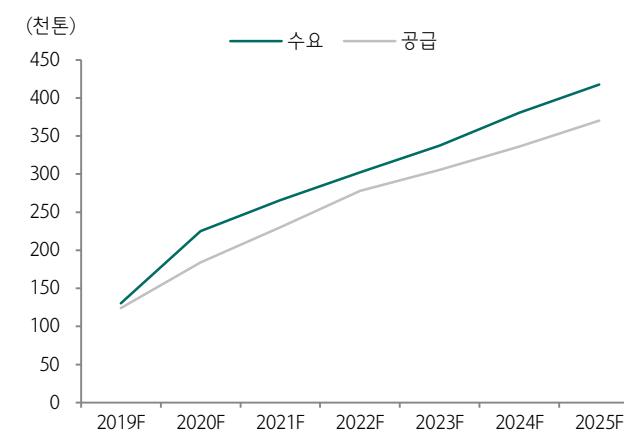
자료: 하나금융투자

그림 1. 배터리용 동박 시장 점유율(2019년 기준)



자료: 하나금융투자

그림 2. 전기차 배터리용 동박 시장 수급 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	263.3	335.9	498.0	680.3	816.4
매출원가	176.4	238.5	351.1	479.6	575.5
매출총이익	86.9	97.4	146.9	200.7	240.9
판관비	48.8	52.6	63.0	86.5	0.0
영업이익	38.1	44.8	83.9	114.2	240.8
금융순익	(7.3)	(2.2)	(2.7)	(3.1)	(3.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	33.2	42.6	81.3	111.2	237.6
법인세	8.3	10.6	20.2	27.7	59.2
계속사업이익	25.0	32.0	61.0	83.5	178.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.0	32.0	61.0	83.5	178.4
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	25.0	32.0	61.0	83.5	178.4
지배주주지분포괄이익	25.0	32.0	61.0	83.5	178.4
NOPAT	28.6	33.6	63.0	85.8	180.9
EBITDA	46.7	69.5	98.4	160.0	304.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	27.6	48.3	36.6	20.0
NOPAT증가율	N/A	17.5	87.5	36.2	110.8
EBITDA증가율	N/A	48.8	41.6	62.6	90.6
영업이익증가율	N/A	17.6	87.3	36.1	110.9
(지배주주)순이익증가율	N/A	28.0	90.6	36.9	113.7
EPS증가율	N/A	28.1	91.0	36.8	113.7
수익성(%)					
매출총이익률	33.0	29.0	29.5	29.5	29.5
EBITDA이익률	17.7	20.7	19.8	23.5	37.3
영업이익률	14.5	13.3	16.8	16.8	29.5
계속사업이익률	9.5	9.5	12.2	12.3	21.9

투자지표

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	630	807	1,541	2,108	4,505
BPS	4,519	5,225	6,766	8,874	13,379
CFPS	1,055	1,755	2,485	4,039	7,698
EBITDAPS	1,178	1,755	2,485	4,039	7,698
SPS	6,649	8,481	12,575	17,178	20,614
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	32.3	33.3	17.5	12.8	6.0
PBR	4.5	5.1	4.0	3.0	2.0
PCFR	19.3	15.3	10.8	6.7	3.5
EV/EBITDA	25.5	20.5	15.7	10.0	4.9
PSR	3.1	3.2	2.1	1.6	1.3
재무비율(%)					
ROE	13.9	16.6	25.7	27.0	40.5
ROA	3.6	4.3	6.9	7.9	14.5
ROIC	5.2	5.6	8.5	9.8	18.7
부채비율	289.7	283.3	262.0	224.4	150.0
순부채비율	265.2	237.6	227.2	187.2	107.8
이자보상배율(배)	15.9	20.0	31.5	37.2	74.4

자료: 하나금융투자

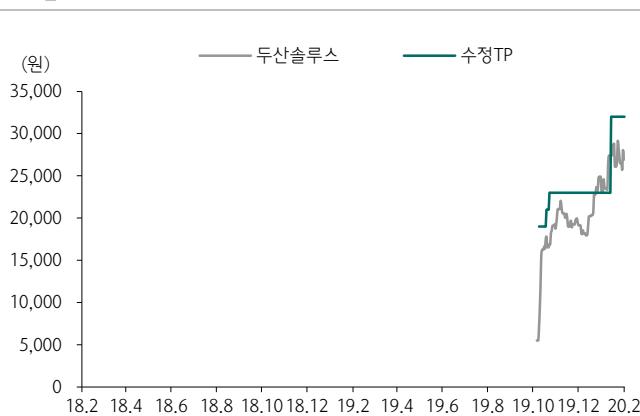
대차대조표

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
유동자산	211.4	230.5	276.8	381.9	524.6
금융자산	5.7	78.6	71.4	101.3	188.0
현금성자산	5.7	78.6	71.4	101.3	188.0
매출채권 등	24.7	32.1	43.4	59.3	71.2
재고자산	50.0	64.9	87.8	119.9	143.9
기타유동자산	131.0	54.9	74.2	101.4	121.5
비유동자산	486.1	562.7	693.1	758.3	799.9
투자자산	101.0	42.3	57.2	78.1	93.7
금융자산	11.0	4.6	6.2	8.5	10.2
유형자산	385.1	520.4	635.9	680.2	706.1
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	0.0	0.0	0.0	(0.0)	0.1
자산총계	697.5	793.2	969.9	1,140.2	1,324.5
유동부채	148.5	126.3	131.9	118.7	124.7
금융부채	110.3	110.3	110.3	89.2	89.2
매입채무 등	37.1	15.5	21.0	28.7	34.4
기타유동부채	1.1	0.5	0.6	0.8	1.1
비유동부채	370.0	460.0	570.0	670.0	670.0
금융부채	370.0	460.0	570.0	670.0	670.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	518.5	586.3	701.9	788.7	794.7
지배주주지분	179.0	206.9	267.9	351.4	529.9
자본금	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본잉여금	74.0	74.0	74.0	74.0	74.0
자본조정	76.0	76.0	76.0	76.0	76.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	25.0	56.9	117.9	201.4	379.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	179.0	206.9	267.9	351.4	529.9
순금융부채	474.6	491.7	608.9	657.9	571.2
현금흐름표					
	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	(134.0)	90.4	30.3	65.0	195.5
당기순이익	25.0	32.0	61.0	83.5	178.4
조정	8.5	26.9	17.1	48.8	67.3
감가상각비	8.5	24.7	14.5	45.7	64.0
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	2.2	2.6	3.1	3.3
영업활동	(167.5)	31.5	(47.8)	(67.3)	(50.2)
투자활동 현금흐름	(351.0)	(101.3)	(144.9)	(110.9)	(105.6)
투자자산감소(증가)	(101.0)	58.7	(14.9)	(20.9)	(15.6)
유형자산감소(증가)	(250.0)	(160.0)	(130.0)	(90.0)	(90.0)
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	481.9	83.8	107.3	75.8	(3.2)
금융부채증가(감소)	480.3	90.0	110.0	78.9	0.0
자본증가(감소)	78.0	(4.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(76.4)	(2.2)	(3.1)	(3.2)	(3.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	5.7	72.9	(7.2)	29.9	86.7
Unlevered CFO	41.8	69.5	98.4	160.0	304.9
Free Cash Flow	(384.0)	(69.6)	(99.7)	(25.0)	105.5



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

두산솔루스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.1.27	BUY	32,000		
19.11.5	BUY	23,000	-9.81%	19.13%
19.11.1	BUY	21,000	-21.19%	-21.19%
19.10.22	BUY	19,000	-21.92%	-7.63%
19.10.21				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 02월 14일 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.

