

두산솔루스 (336370)

전지박 매출처 추가 확보

1Q20 Preview : 견조한 성장세 지속

두산솔루스 1분기 실적은 매출 694억원(YoY +14%), 영업이익 84억원(YoY +6%)로 견조한 성장세 이어갈 전망이다. 1) PCB 제조 용 동박 부문(매출 비중 61%)의 경우, 해당 부문 매출의 70% 차지하는 하이엔드 동박(5G 기지국 및 반도체 패키징 용) 수요 증가로 CFL(Circuit Foil Luxembourg) 라인 가동률 높은 수준 유지되며 매출 증가(YoY +9%) 및 수익성 상승 견인할 것으로 전망된다. 2) OLED 소재 부문(매출 비중 24%)의 경우, 국내 세트 메이커 신제품 및 폴더블 스마트폰 출시로 전년 동기 대비 패널 메이커 가동률 상승하며 매출 증가(YoY +19%)할 것으로 전망된다.

1만톤 CAPA 향후 4년간 매년 80% 매출처 확보

3월 16일 보도된 전지박 공급계약(2021~2024년 총 1,000억원 규모)에 따르면, 향후 4년간 매년 약 2천톤 수준의 공급처 확보된 것으로 추정된다. 이에 따라 2021년부터 2024년까지 매년 약 8천톤 규모의 매출처가 확보되었으며 CAPA 1만톤 중 잔여 2천톤의 경우 신규 고객사 Spot 물량 대응할 것으로 전망된다. 2020년 실적은 매출 3,359억원(YoY +28%), 영업이익 444억원(YoY +17%)으로 견조한 성장세 전망된다. 1) 전지박 부문의 경우 3분기부터 본격적인 양상 매출 반영될 것으로 전망되며 연간 매출은 2020년 246억원, 2021년 1,287억원으로 급증할 전망이다. CFL 라인 가동을 통해 축적된 동 및 전력비 Hedging Management 노하우, 경쟁사 대비 압도적인 고객사 근접성 감안하면 수익성 개선 속도 빠를 것으로 판단된다. 2) PCB 용 동박 부문 역시 5G 및 반도체용 PCB 수요 증가에 따른 매출 증가 전망되며, 3) OLED 소재 부문의 경우 폴더블 스마트폰 출시 및 OLED TV 라인 가동에 따른 글로벌 OLED 출하 면적 증가 과정에서 aETL 소재 시장 독점하며 매출 증가 전망된다.

경쟁사 대비 절반 수준 가격

목표주가 32,000원을 유지한다. 최근 계열사 재무 구조 리스크 부각되며 2020년 예상 실적 대비 PER 23배 수준까지 주가 하락했으나, 지분 구조 상 계열사 이슈가 향후 실적 및 투자에 미치는 영향 없을 것으로 판단하며 동종 업계 peers 평균 PER 40배 감안하면 저평가 상태라고 판단된다.

Update

BUY

TP(12M): 32,000원 | CP(3월 16일): 18,150원

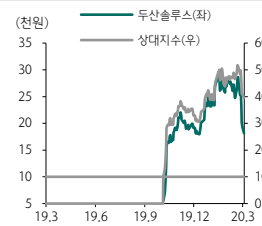
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,714.86
52주 최고/최저(원)	29,150/5,510
시가총액(십억원)	555.2
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	30,589.8
60일 평균 거래량(천주)	561.1
60일 평균 거래대금(십억원)	14.1
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	6.05
주요주주 지분율(%)	0.00
두산 외 31인	65.16
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(35.5) 0.0 0.0
상대	(15.6) 0.0 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	266.9	330.9
영업이익(십억원)	37.8	43.5
순이익(십억원)	26.2	29.4
EPS(원)	2,628	742
BPS(원)	3,560	4,788

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	0.0	263.3	337.2	499.5
영업이익	십억원	0.0	0.0	38.1	44.4	83.6
세전이익	십억원	0.0	0.0	33.2	42.2	80.9
순이익	십억원	0.0	0.0	25.0	31.7	60.8
EPS	원	0	0	630	800	1,534
증감률	%	N/A	N/A	N/A	27.0	91.8
PER	배	N/A	N/A	32.29	22.69	11.83
PBR	배	N/A	N/A	4.50	3.48	2.69
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	25.52	16.20	12.65
ROE	%	0.00	0.00	13.95	16.43	25.64
BPS	원	0	0	4,519	5,218	6,752
DPS	원	0	0	0	0	0



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

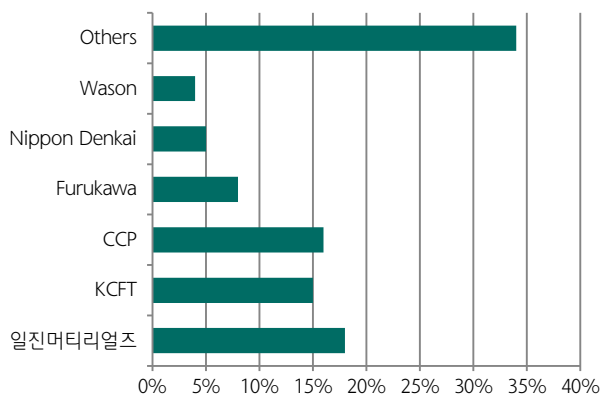
표 1. 두산솔루션 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)

	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출	69.4	70.9	88.4	108.5	105.7	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)	42.6	42.6	45.1	47.2	43.3	47.3	50.1	56.3	161.3	177.4	196.9
바이오 등 기타	10.2	12.2	8.9	14.4	11.2	13.4	9.8	15.9	40.0	44.4	48.8
YoY	14%	8%	33%	54%	52%	62%	47%	37%	16%	28%	48%
OLED 소재	19%	19%	69%	60%	53%	53%	28%	31%	20%	44%	38%
전지박(전기차 배터리)	-	-	-	-	-	-	553%	109%	-	-	422%
동박(PCB)	9%	4%	10%	17%	2%	11%	11%	19%	11%	10%	11%
바이오 등 기타	23%	28%	20%	33%	23%	28%	20%	33%	34%	11%	10%
매출비중											
OLED 소재	24%	23%	33%	25%	24%	21%	29%	24%	24%	27%	25%
전지박(전기차 배터리)	0%	0%	6%	18%	24%	26%	25%	28%	0%	7%	26%
동박(PCB)	61%	60%	51%	43%	41%	41%	39%	38%	61%	53%	40%
바이오 등 기타	15%	17%	10%	13%	11%	12%	8%	11%	15%	13%	10%
영업이익	8.4	8.5	12.7	14.7	17.8	18.8	22.4	24.6	38.1	44.4	83.6
영업이익률	12.2%	12.0%	14.4%	13.6%	16.8%	16.4%	17.3%	16.5%	14.5%	13.2%	16.8%
YoY	6.1%	-13.7%	25.6%	44.8%	110.8%	120.5%	75.9%	67.0%	40.2%	16.5%	88.2%

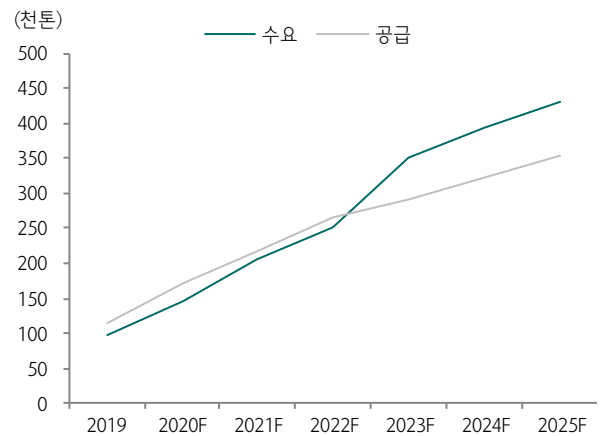
자료: 하나금융투자

그림 1. 배터리용 동박 시장 점유율(2019년 기준)



자료: 하나금융투자

그림 2. 전기차 배터리용 동박 시장 수급 전망



자료: 하나금융투자

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액	0.0	0.0	263.3	337.2	499.5	
매출원가	0.0	0.0	176.4	239.4	352.1	
매출중이익	0.0	0.0	86.9	97.8	147.4	
판매비	0.0	0.0	48.8	53.4	63.8	
영업이익	0.0	0.0	38.1	44.4	83.6	
금융손익	0.0	0.0	(7.3)	(2.2)	(2.7)	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	0.0	0.0	2.4	0.0	0.0	
세전이익	0.0	0.0	33.2	42.2	80.9	
법인세	0.0	0.0	8.3	10.5	20.1	
계속사업이익	0.0	0.0	25.0	31.7	60.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	0.0	0.0	25.0	31.7	60.8	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
순이익	0.0	0.0	25.0	31.7	60.8	
지배주주순이익	0.0	0.0	25.0	31.7	60.8	
지배주주지분포괄이익	0.0	0.0	25.0	31.7	60.8	
NOPAT	0.0	0.0	28.6	33.4	62.8	
EBITDA	0.0	0.0	46.7	69.1	98.1	
성장성(%)						
매출액증가율	N/A	N/A	N/A	28.1	48.1	
NOPAT증가율	N/A	N/A	N/A	16.8	88.0	
EBITDA증가율	N/A	N/A	N/A	48.0	42.0	
영업이익증가율	N/A	N/A	N/A	16.5	88.3	
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	N/A	26.8	91.8	
EPS증가율	N/A	N/A	N/A	27.0	91.8	
수익성(%)						
매출중이익률	N/A	N/A	33.0	29.0	29.5	
EBITDA이익률	N/A	N/A	17.7	20.5	19.6	
영업이익률	N/A	N/A	14.5	13.2	16.7	
계속사업이익률	N/A	N/A	9.5	9.4	12.2	

투자지표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
EPS	0	0	630	800	1,534	
BPS	0	0	4,519	5,218	6,752	
CFPS	0	0	1,055	1,745	2,476	
EBITDAPS	0	0	1,178	1,745	2,476	
SPS	0	0	6,649	8,515	12,612	
DPS	0	0	0	0	0	
주기지표(배)						
PER	N/A	N/A	32.3	22.7	11.8	
PBR	N/A	N/A	4.5	3.5	2.7	
PCFR	N/A	N/A	19.3	10.4	7.3	
EV/EBITDA	N/A	N/A	25.5	16.2	12.7	
PSR	N/A	N/A	3.1	2.1	1.4	
재무비율(%)						
ROE	0.0	0.0	13.9	16.4	25.6	
ROA	0.0	0.0	3.6	4.3	6.9	
ROIC	0.0	0.0	5.2	5.5	8.5	
부채비율	0.0	0.0	289.7	283.6	262.5	
순부채비율	0.0	0.0	265.2	237.5	228.7	
이자보상배율(배)	0.0	0.0	15.9	19.9	31.3	

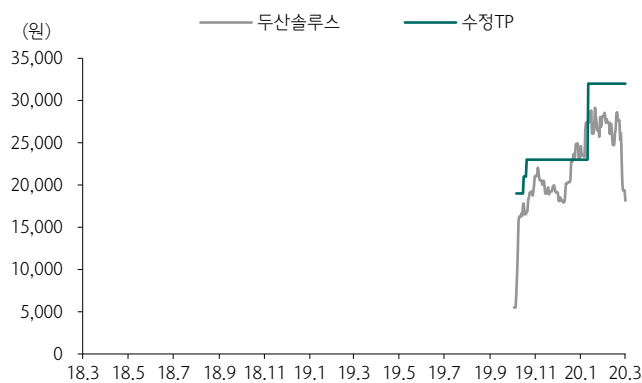
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
유동자산	0.0	0.0	211.4	230.7	276.2	
금융자산	0.0	0.0	5.7	79.6	68.7	
현금성자산	0.0	0.0	5.7	79.6	68.7	
매출채권 등	0.0	0.0	24.7	32.1	44.2	
재고자산	0.0	0.0	50.0	64.9	89.2	
기타유동자산	0.0	0.0	131.0	54.1	74.1	
비유동자산	0.0	0.0	486.1	562.0	693.1	
투자자산	0.0	0.0	101.0	41.6	57.2	
금융자산	0.0	0.0	11.0	4.5	6.2	
유형자산	0.0	0.0	385.1	520.4	635.9	
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타비유동자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자산총계	0.0	0.0	697.5	792.7	969.3	
유동부채	0.0	0.0	148.5	126.0	131.9	
금융부채	0.0	0.0	110.3	110.3	110.3	
매입채무 등	0.0	0.0	37.1	15.3	21.0	
기타유동부채	0.0	0.0	1.1	0.4	0.6	
비유동부채	0.0	0.0	370.0	460.0	570.0	
금융부채	0.0	0.0	370.0	460.0	570.0	
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
부채총계	0.0	0.0	518.5	586.0	701.9	
지배주주지분	0.0	0.0	179.0	206.6	267.4	
자본금	0.0	0.0	4.0	0.0	0.0	
자본잉여금	0.0	0.0	74.0	74.0	74.0	
자본조정	0.0	0.0	76.0	76.0	76.0	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	0.0	0.0	25.0	56.6	117.4	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	0.0	0.0	179.0	206.6	267.4	
순금융부채	0.0	0.0	474.6	490.7	611.6	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	0.0	0.0	(134.0)	90.8	27.3	
당기순이익	0.0	0.0	25.0	31.7	60.8	
조정	0.0	0.0	8.5	26.9	17.1	
감가상각비	0.0	0.0	8.5	24.7	14.5	
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	0.0	0.0	2.2	2.6	
영업활동 자산부채	0.0	0.0	(167.5)	32.2	(50.6)	
투자활동 현금흐름	0.0	0.0	(351.0)	(100.6)	(145.6)	
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	(101.0)	59.4	(15.6)	
유형자산감소(증가)	0.0	0.0	(250.0)	(160.0)	(130.0)	
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	481.9	83.8	107.3	
금융부채증가(감소)	0.0	0.0	480.3	90.0	110.0	
자본증가(감소)	0.0	0.0	78.0	(4.0)	0.0	
기타재무활동	0.0	0.0	(76.4)	(2.2)	(2.7)	
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	0.0	0.0	5.7	73.9	(10.9)	
Unlevered CFO	0.0	0.0	41.8	69.1	98.1	
Free Cash Flow	0.0	0.0	(384.0)	(69.2)	(102.7)	

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산솔루스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			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 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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 16일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 17일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 03월 17일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.