



Outperform(Maintain)

목표주가: 45,000원(상향)

주가(7/29): 38,100원

시가총액: 11,655억원



전기전자

Analyst 김지산

02) 3787-4862 jisan@kiwoom.com

RA 오현진

02) 3787-3750 ohj2956@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/29)		2,263.16pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	43,650원	5,510원
등락률	-12.7%	591.5%
수익률	절대	상대
1M	13.2%	4.7%
6M	35.1%	30.5%
1Y	-	-

Company Data

발행주식수	30,590 천주
일평균 거래량(3M)	1,041 천주
외국인 지분율	5.0%
배당수익률(20E)	0.0%
BPS(20E)	4,251원
주요 주주	두산 외 32 인
	65.2%

투자지표

(십억원, IFRS)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	-	70.0	319.9	500.3
영업이익	-	10.2	45.2	81.2
EBITDA	-	13.8	55.8	105.3
세전이익	-	6.9	44.3	80.3
순이익	-	4.5	29.1	52.6
자본주주지분순이익	-	4.5	29.1	52.6
EPS(원)	-	451	734	1,329
증감률(%YoY)	-	NA	62.8	81.1
PER(배)	-	45.1	47.3	26.1
PBR(배)	-	5.73	8.16	6.26
EV/EBITDA(배)	-	59.1	26.5	14.0
영업이익률(%)	-	14.6	14.1	16.2
ROE(%)	-	3.2	18.8	27.1
순차입금비율(%)	-	69.5	130.6	97.6

주: 2019년 10월 분할 상장으로 2019년 실적은 4분기 실적 표기

자료: 키움증권

Price Trend



실적 Review

두산솔루스 (336370)

탄탄한 수익성 + 전지박 모멘텀



2분기 실적은 동사 추정치와 시장 컨센서스를 모두 상회했다. 코로나19 영향이 완화된 중국과 아시아를 중심으로 5G 투자가 공격적으로 진행되어 High-end 동박 사업부문 판매량이 크게 늘었고 보급형 모델의 OLED 채택 증가도 OLED 사업부 실적을 증가시켰다. 하반기에는 각 사업부의 신규 제품 출시와 더불어 형가리 전지박 공장 양산이 계획되어 있어 동사의 시장 내 주목도는 더욱 높아질 것으로 예상한다.

>>> 2분기 실적은 예상치 상회

2분기 매출액은 752억원(QoQ 6%, YoY 14%), 영업이익은 115억원(QoQ 29%, YoY 16%)으로 기존 추정치(영업이익 91억원)와 시장 컨센서스(영업이익 91억원)를 상회했다.

중국과 아시아의 코로나19 영향이 완화되면서 5G 시장에 대한 공격적인 투자가 진행되었고, 이로 인해 High-end 동박 제품 판매가 예상보다 크게 증가한 것으로 판단된다.

OLED소재도 프리미엄 스마트폰 판매량 부진에도 불구하고, 보급형 모델의 OLED 채택 증가가 실적 상승을 이끌었다. 연초 30% 초반에 머물었던 전체 스마트폰의 OLED 채택율은 2분기 35% 수준으로 상승했다.

>>> 매출 아이템의 다양화 통해 성장 가속화

3분기 매출액은 807억원(QoQ 7%, YoY 21%), 영업이익은 120억원(QoQ 4%, YoY 19%)으로 실적 개선세를 이어갈 것이다.

동박 사업부는 고수익 반도체용 극박 제품이 주요 고객사의 승인 절차를 진행 중이며, OLED소재는 하반기에 비발광 재료 제품 출시가 예정되어 있다. 주요 브랜드들의 스마트폰 신규 모델 출시도 OLED 소재 사업부의 실적 성장을 뒷받침할 것이다.

바이오 사업부는 홈쇼핑을 통해 세라마이드 기반의 화장품 출시도 대기하고 있어 하반기 전 사업부의 매출 아이템 다양화를 통한 성장이 예상된다.

>>> 하반기 형가리 전지박 공장 양산 시작

동사는 코로나19 영향과 형가리 공장 전지박 양산 지연에도 불구하고 고부가 가치 제품 위주로 실적 성장을 지속해오고 있다. 형가리 공장이 3분기 품질 승인을 거쳐 4분기 전지박 양산이 진행된다면, 최근 유럽 중심의 전기차 시장 확대와 더불어 유럽 내 유일한 전지박 제조 라인을 보유한 동사의 주목도는 높아질 것으로 전망한다.

12개월 Forward EPS에 PER 38배를 적용하여 목표주가를 45,000원으로 상향하고 투자의견 Outperform을 유지한다.

두산솔루스 2Q20 실적 Preview

(단위: 십억원)	2Q20P	기준 추정	%차이	컨센서스	%차이	1Q20	%QoQ	2Q19	%YoY
매출액	71.6	74.9	-4.5	71.9	-0.4	70.9	0.9	-	-
영업이익	9.1	10.2	-10.7	9.1	0.2	8.9	2.1	-	-
영업이익률	12.7	13.6	-	12.6	-	12.5	-	-	-
세전이익	8.9	10.0	-10.3	8.4	6.3	8.5	4.9	-	-
순이익	5.3	6.3	-16.8	5.7	-7.5	5.4	-2.6	-	-
지배순이익	7.1	6.9	3.6	6.0	18.2	5.4	31.7	-	-

주: 2019년 10월 분할상장으로 2019년 실적은 4분기부터 표기

자료: 두산솔루스, 키움증권

두산솔루스 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E
매출액	70.9	75.2	80.7	93.1	116.6	122.3	128.7	132.8	319.9	500.3
동박	44.4	46.1	45.2	54.1	83.7	87.9	86.8	86.6	189.8	345.0
첨단소재	26.5	29.1	35.5	39.1	32.9	34.3	42.0	46.2	130.2	155.3
영업이익	8.9	11.5	12.0	12.8	18.8	19.3	21.1	22.0	45.2	81.2
동박	3.4	4.6	4.0	4.0	11.4	11.7	11.6	11.5	15.9	46.3
첨단소재	5.5	6.9	8.0	8.8	7.4	7.6	9.5	10.5	29.3	35.0
영업이익률(%)	12.5	15.3	14.9	13.7	16.1	15.8	16.4	16.6	14.1	16.2
세전이익	8.5	7.6	13.7	14.5	18.5	19.1	20.8	21.8	44.3	80.3
당기순이익	5.4	6.1	8.4	9.1	12.1	12.0	13.8	14.7	29.1	52.6

자료: 두산솔루스, 키움증권

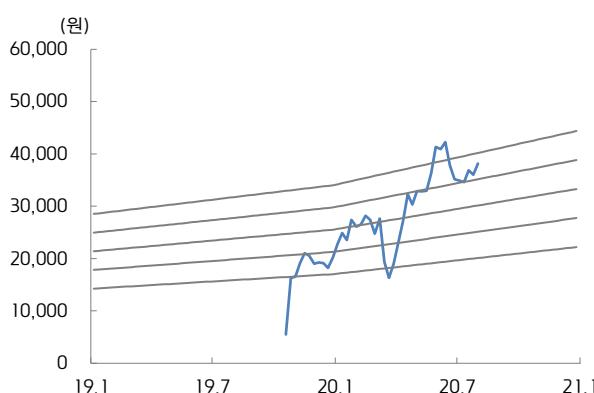
두산솔루스 실적 전망치 변경 내역

(단위: 십억원)

(IFRS 연결)	수정 전			수정 후			차이(%)		
	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
매출액	71.6	312.5	489.8	75.2	319.9	500.3	5.0%	2.4%	2.1%
영업이익	9.1	41.7	78.8	11.5	45.2	81.2	26.6%	8.3%	3.1%
세전이익	8.9	40.9	77.8	7.6	44.3	80.3	-14.9%	8.4%	3.2%
순이익	5.3	26.8	51.0	6.1	29.1	52.6	15.7%	8.5%	3.0%
EPS(원)	677	1289		734	1329		8.4%	3.1%	
영업이익률	12.7%	13.4%	16.1%	15.3%	14.1%	16.2%	2.6%p	0.8%p	0.1%
세전이익률	12.5%	13.1%	15.9%	10.1%	13.8%	16.1%	-2.4%p	0.8%p	0.2%
순이익률	7.4%	8.6%	10.4%	8.1%	9.1%	10.5%	0.7%p	0.5%p	0.1%

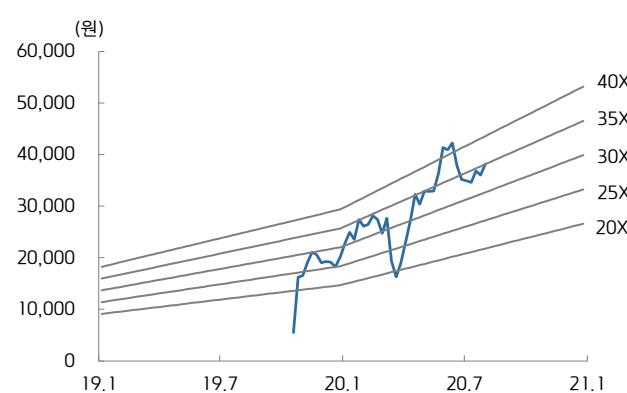
자료: 키움증권

두산솔루스 12mf PBR 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

두산솔루스 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	0.0	70.0	319.9	500.3	637.1
매출원가	0.0	46.4	208.9	316.6	397.6
매출총이익	0.0	23.6	111.0	183.7	239.5
판관비	0.0	13.4	65.8	102.5	130.5
영업이익	0.0	10.2	45.2	81.2	109.0
EBITDA	0.0	13.8	55.8	105.3	144.5
영업외손익	0.0	-3.3	-0.9	-1.0	-1.1
이자수익	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2
이자비용	0.0	0.9	1.1	1.4	1.6
외환관련이익	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5
외환관련손실	0.0	4.0	1.1	1.1	1.1
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	0.8	0.8	0.8	0.9
법인세차감전이익	0.0	6.9	44.3	80.3	107.9
법인세비용	0.0	2.4	15.2	27.6	37.1
계속사업순손익	0.0	4.5	29.1	52.6	70.8
당기순이익	0.0	4.5	29.1	52.6	70.8
지배주주순이익	0.0	4.5	29.1	52.6	70.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	NA	357.0	56.4	27.3
영업이익 증감율	NA	NA	343.1	79.6	34.2
EBITDA 증감율	NA	NA	304.3	88.7	37.2
지배주주순이익 증감율	NA	NA	546.7	80.8	34.6
EPS 증감율	NA	NA	62.8	81.1	34.4
매출총이익율(%)	0.0	33.7	34.7	36.7	37.6
영업이익률(%)	0.0	14.6	14.1	16.2	17.1
EBITDA Margin(%)	0.0	19.7	17.4	21.0	22.7
지배주주순이익률(%)	0.0	6.4	9.1	10.5	11.1

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	0.0	20.9	-21.5	106.1	79.8
당기순이익	0.0	4.5	29.1	52.6	70.8
비현금항목의 가감	0.0	9.1	26.2	52.1	73.2
유형자산감가상각비	0.0	3.2	10.7	24.1	35.5
무형자산감가상각비	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	5.5	15.5	28.0	37.7
영업활동자산부채증감	0.0	7.6	-60.4	30.1	-25.7
매출채권및기타채권의감소	0.0	-2.1	-38.5	45.9	-13.7
재고자산의감소	0.0	2.5	-155.1	-111.9	-84.9
매입채무및기타채무의증가	0.0	6.3	133.1	96.1	72.9
기타	0.0	0.9	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	-0.3	-16.4	-28.7	-38.5
투자활동 현금흐름	0.0	-78.9	-96.9	-96.9	-96.9
유형자산의 취득	0.0	-77.0	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-1.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	-3.0	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	3.1	3.1	3.1	3.1
재무활동 현금흐름	0.0	21.6	49.5	49.5	49.5
차입금의 증가(감소)	0.0	22.1	50.0	50.0	50.0
자본금, 자본잉여금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타현금흐름	0.0	-1.7	-3.2	-3.2	-3.2
현금 및 현금성자산의 순증가	0.0	-38.0	-72.0	55.5	29.2
기초현금 및 현금성자산	0.0	132.6	94.6	22.6	78.1
기말현금 및 현금성자산	0.0	94.6	22.6	78.1	107.3

주: 2019년 10월 분할 상장으로 2019년 실적은 4분기 실적 표기

자료: 키움증권

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	0.0	230.6	352.1	473.5	601.3
현금 및 현금성자산	0.0	94.6	22.6	78.1	107.3
단기금융자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권 및 기타채권	0.0	57.5	96.0	50.0	63.7
재고자산	0.0	43.4	198.5	310.5	395.4
기타유동자산	0.0	35.0	34.9	34.8	34.8
비유동자산	0.0	263.6	353.0	428.9	493.3
투자자산	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
유형자산	0.0	212.2	301.5	377.4	441.9
무형자산	0.0	9.7	9.7	9.7	9.7
기타비유동자산	0.0	38.7	38.8	38.8	38.7
자산총계	0.0	494.2	705.0	902.4	1,094.7
유동부채	0.0	184.0	317.1	413.2	486.1
매입채무 및 기타채무	0.0	85.9	219.1	315.2	388.0
단기금융부채	0.0	90.4	90.4	90.4	90.4
기타유동부채	0.0	7.7	7.6	7.6	7.7
비유동부채	0.0	169.6	219.6	269.6	319.6
장기금융부채	0.0	102.1	152.1	202.1	252.1
기타비유동부채	0.0	67.5	67.5	67.5	67.5
부채총계	0.0	353.6	536.7	682.8	805.7
자본지분	0.0	140.6	168.3	219.6	289.0
자본금	0.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	0.0	127.3	127.3	127.3	127.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	5.1	3.7	2.4	1.0
이익잉여금	0.0	4.3	33.4	86.0	156.8
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	140.6	168.3	219.6	289.0

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 십억원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS		451	734	1,329	1,787
BPS		3,551	4,251	5,546	7,298
CFPS		1,366	1,396	2,646	3,635
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER		45.1	47.3	26.1	19.4
PER(최고)		50.6	61.4		
PER(최저)		9.4	18.6		
PBR		5.73	8.16	6.26	4.75
PBR(최고)		6.42	10.60		
PBR(최저)		1.19	3.21		
PSR		2.90	4.30	2.75	2.16
PCFR		14.9	24.9	13.1	9.5
EV/EBITDA		59.1	26.5	14.0	10.3
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA		0.9	4.8	6.6	7.1
ROE		3.2	18.8	27.1	27.8
ROIC		-7.8	8.6	12.1	14.0
매출채권회전율		2.4	4.2	6.9	11.2
재고자산회전율		3.2	2.6	2.0	1.8
부채비율		251.4	318.8	310.9	278.8
순차입금비율		69.5	130.6	97.6	81.3
이자보상배율		11.2	39.6	59.1	67.7
총차입금		0.0	192.5	242.5	292.5
순차입금		0.0	97.7	219.8	214.3
NOPLAT		0.0	13.8	55.8	105.3
FCF		0.0	-88.6	-120.1	7.5
					-18.7

Compliance Notice

- 당사는 7월 29일 현재 '두산솔루스(336370)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

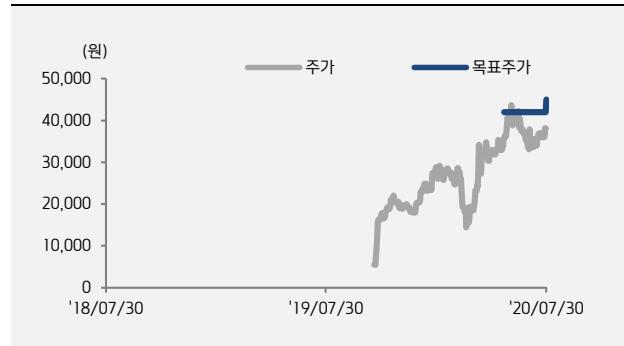
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	과리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
두산솔루스 (336370)	2020-05-22	Outperform(Initiate)	42,000원	6개월	-10.25	3.93
	2020-07-17	Outperform(Maintain)	42,000원	6개월	-10.69	3.93
	2020-07-30	Outperform(Maintain)	45,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%