

두산솔루스 (336370)

단기 실적 눈높이 하향 조정, 조정 시 매수 전략 유효

3Q20 Preview : PCB 동박 매출 예상보다 부진

3분기 실적은 매출 758억원(YoY +14%), 영업이익 94억원(YoY -8%)으로 컨센서스 하회할 전망이다. 1) 3분기부터 일부 매출 발생할 것으로 예상됐던 전지박 부문 공장 가동에 COVID-19 영향으로 3개월 가량 지연되며 매출 및 수익성에 악영향 끼친 것으로 추정된다. 2) 동박 부문(매출 비중 51%)의 경우 분기말 원-유로 환율 하락으로 유럽 매출 비중 높은 동박 부문 한화 매출에 부정적 영향 끼친 가운데, 화웨이 리스크 부각으로 화웨이향 매출 비중 높은 유럽 PCB 고객사들의 동박 수요가 예상보다 부진하며 매출은 YoY -5% 감소할 전망이다. 3) OLED 소재 부문(매출 비중 35%)의 경우 아이폰12 쉘 모델 OLED 패널 탑재에 따른 삼성디스플레이 소재 수요 증가로 하반기 플레그십 스마트폰 신제품 출시 및 OLED 침투율 상승으로 부문 매출은 YoY +51% 증가할 전망이다.

전지박 성장성 확고

2020년 실적은 매출 3,163억원(YoY +20%), 영업이익 407억원(YoY +7%)으로 견조한 성장이 전망된다. EV 배터리용 전지박 CAPA는 연말 기준 2020년 1만톤, 2022년 2.5만톤이 전망되며 2025년 이후 7만톤 이상까지 확대될 전망이다. 전지박 매출은 2020년 54억원, 2021년 1,502억원으로 전사 대비 매출 비중은 2020년 2%, 2021년 29%, 2022년 37%까지 상승할 전망이다.

강력한 전방 수요 : 5G + OLED + 전기차

목표주가 45,000원을 유지한다. 5G/OLED/전기차 전방 수요 확장으로 2021년 EPS 성장률은 +92%에 이를 전망이다. 전지박 업체 중 유일한 유럽 제조 라인 보유 업체로서 EV 배터리 고객사와의 높은 접근성이 향후 매출 성장 및 영업 레버리지 확대에 긍정적으로 작용할 전망이다. 동박 부문 역시 하이엔드 제품(5G 및 반도체 패키지) 시장 내 글로벌 1위 점유율 바탕으로 실적 성장세 지속될 것으로 판단한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 45,000원 | CP(10월19일): 35,100원

Key Data

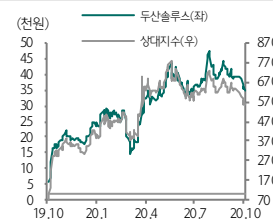
KOSPI 지수 (pt)	2,346.74
52주 최고/최저(원)	47,600/5,510
시가총액(십억원)	1,073.7
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	30,589.8
60일 평균 거래량(천주)	717,838.9
60일 평균 거래대금(십억원)	30.5
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	7.98
주요주주 지분율(%)	
두산 외 30인	65.17

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(12.5)	8.7	537.0
상대	(10.0)	(11.3)	459.4

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	326.6	494.5
영업이익(십억원)	44.4	75.0
순이익(십억원)	29.8	51.2
EPS(원)	752	1,293
BPS(원)	4,376	5,658

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	-	263.0	316.3	510.9	673.0
영업이익	십억원	-	38.2	40.7	70.3	98.8
세전이익	십억원	-	-	34.2	64.5	92.0
순이익	십억원	-	-	25.0	48.2	68.7
EPS	원	-	-	632	1,216	1,735
증감율	%	-	-	40.13	92.41	42.68
PER	배	-	-	55.54	28.87	20.23
PBR	배	-	-	8.20	6.39	4.85
EV/EBITDA	배	-	-	24.81	13.03	9.14
ROE	%	-	-	16.14	24.88	27.27
BPS	원	-	-	4,280	5,496	7,230
DPS	원	-	-	0	0	0



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

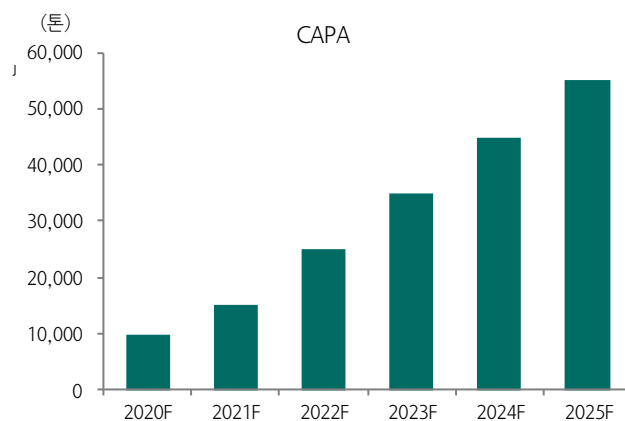
표 1. 두산솔루스 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출	70.9	75.2	75.8	94.4	115.3	122.2	128.2	145.3	263.0	316.4	510.9
OLED 소재	18.2	18.8	26.5	25.9	26.3	25.9	35.1	34.1	62.0	89.9	121.4
전지박(전기차 배터리)	0.0	0.0	0.0	5.4	30.0	34.5	37.5	48.0	-	5.4	150.2
동박(PCB)	44.4	46.1	39.0	40.0	46.0	48.2	44.4	44.5	161.0	169.5	183.1
바이오 등 기타	8.3	10.3	10.3	23.2	12.9	13.5	11.2	18.6	40.0	51.6	56.2
YoY	17%	15%	14%	34%	63%	62%	69%	54%	16%	20%	61%
OLED 소재	30%	39%	51%	52%	41%	38%	32%	32%	20%	45%	35%
전지박(전기차 배터리)	-	-	-	-	-	-	-	791%	-	-	2686%
동박(PCB)	15%	12%	-5%	-1%	4%	5%	14%	11%	10%	5%	8%
바이오 등 기타	17%	20%	20%	45%	23%	24%	20%	33%	34%	29%	9%
매출비중											
OLED 소재	26%	25%	35%	27%	23%	21%	27%	24%	24%	28%	24%
전지박(전기차 배터리)	0%	0%	0%	6%	26%	28%	29%	33%	0%	2%	29%
동박(PCB)	63%	61%	51%	42%	40%	39%	35%	31%	61%	54%	36%
바이오 등 기타	12%	14%	14%	25%	11%	11%	9%	13%	15%	16%	11%
영업이익	8.9	11.5	9.4	10.9	15.2	16.9	18.6	19.7	38.2	40.7	70.3
영업이익률	12.6%	15.3%	12.3%	11.5%	13.1%	13.8%	14.5%	13.6%	14.5%	12.9%	13.8%
YoY	11.7%	16.8%	-7.8%	6.8%	69.4%	46.3%	99.0%	81.7%	40.3%	6.6%	73.0%

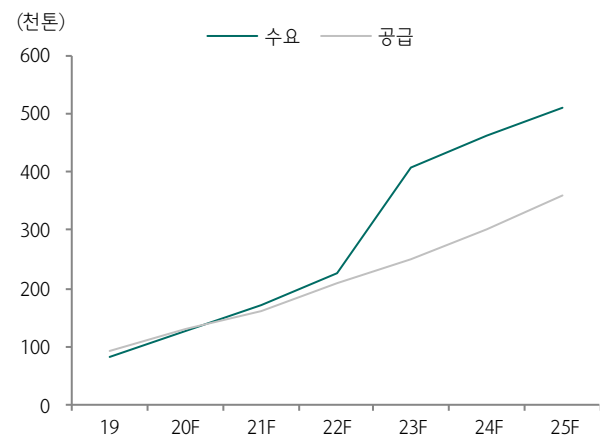
자료: 하나금융투자

그림 1. 두산솔루스 전지박 CAPA 전망



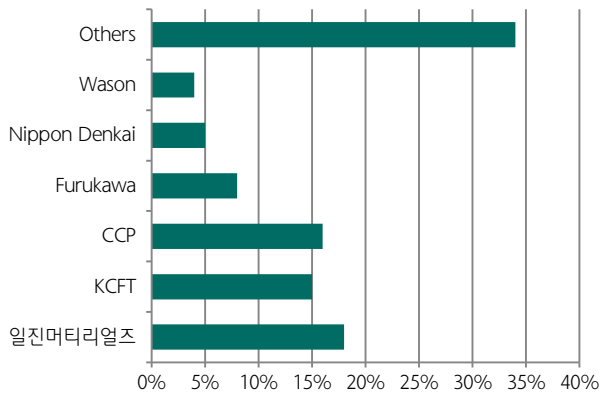
자료: 하나금융투자

그림 2. EV 배터리용 전지박 시장 수급 전망



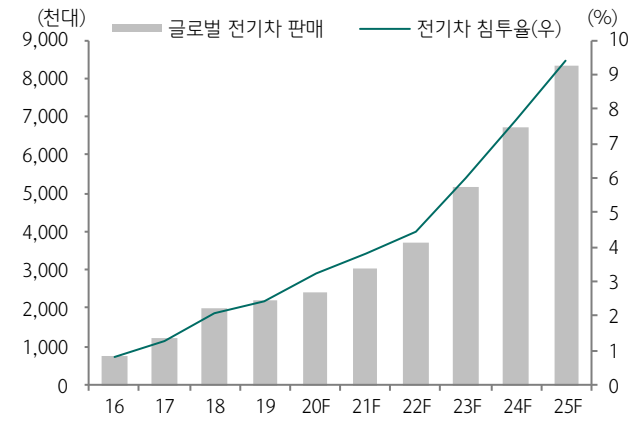
자료: 하나금융투자

그림 3. 배터리용 전지박 시장 점유율



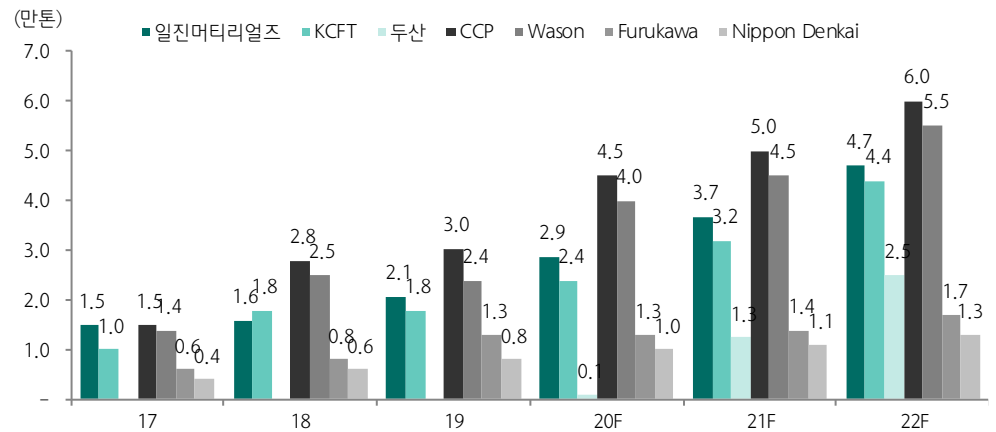
자료: 하나금융투자

그림 4. 글로벌 전기차 시장 전망



자료: 하나금융투자

그림 5. 글로벌 배터리 전지박 CAPA 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	0.0	263.0	316.3	510.9	673.0
매출원가	0.0	-	216.4	360.2	474.4
매출총이익	0.0	-	99.9	150.7	198.6
판매비	0.0	-	59.4	80.4	99.8
영업이익	0.0	38.2	40.5	70.3	98.8
금융손익	0.0	-	(4.7)	(5.8)	(6.7)
종속/관계기업손익	0.0	-	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	-	(1.7)	0.0	0.0
세전이익	0.0	-	34.2	64.5	92.0
법인세	0.0	-	9.1	16.4	23.3
계속사업이익	0.0	-	25.0	48.2	68.7
중단사업이익	0.0	-	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	-	25.0	48.2	68.7
비배주주지분 순이익	0.0	-	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	-	25.0	48.2	68.7
지배주주지분포괄이익	0.0	-	28.8	48.2	68.7
NOPAT	0.0	-	29.7	52.5	73.7
EBITDA	0.0	-	64.4	131.1	193.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	351.86	61.52	31.73
NOPAT증가율	N/A	N/A	343.28	76.77	40.38
EBITDA증가율	N/A	N/A	366.67	103.57	47.29
영업이익증가율	N/A	N/A	297.06	73.58	40.54
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	455.56	92.80	42.53
EPS증가율	N/A	N/A	40.13	92.41	42.68
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	33.71	31.58	29.50	29.51
EBITDA이익률	N/A	19.71	20.36	25.66	28.69
영업이익률	N/A	14.57	12.80	13.76	14.68
계속사업이익률	N/A	6.43	7.90	9.43	10.21

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	0	-	632	1,216	1,735
BPS	0	-	4,280	5,496	7,230
CFPS	0	-	1,640	3,309	4,876
EBITDAPS	0	-	1,626	3,309	4,876
SPS	0	-	7,987	12,902	16,993
DPS	0	-	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	-	55.54	28.87	20.23
PBR	0.00	-	8.20	6.39	4.85
PCR	0.00	-	21.40	10.61	7.20
EV/EBITDA	0.00	-	24.81	13.03	9.14
PSR	0.00	-	4.39	2.72	2.07
재무비율(%)					
ROE	0.00	-	16.14	24.88	27.27
ROA	0.00	-	4.13	5.67	6.44
ROIC	0.00	-	8.08	9.35	9.85
부채비율	0.00	-	323.33	350.36	302.95
순부채비율	0.00	-	137.71	157.87	139.86
이자보상배율(배)	0.00	-	9.21	10.29	13.99

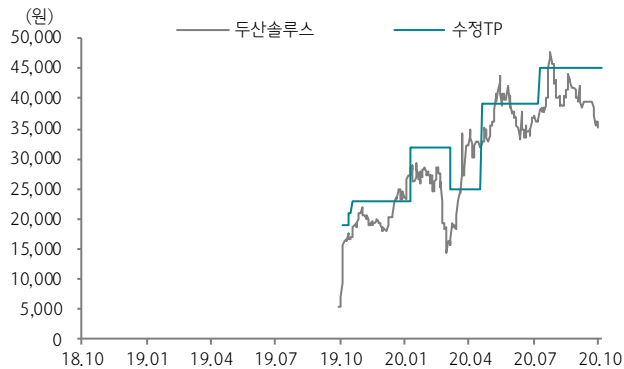
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	0.0	230.6	289.0	380.2	416.2
금융자산	0.0	95.2	106.4	99.3	45.2
현금성자산	0.0	94.6	105.6	98.1	43.7
매출채권	0.0	54.7	73.8	113.6	150.0
재고자산	0.0	43.4	58.6	90.1	119.0
기타유동자산	0.0	37.3	50.2	77.2	102.0
비유동자산	0.0	263.6	428.4	599.8	737.5
투자자산	0.0	3.0	4.0	6.2	8.1
금융자산	0.0	3.0	4.0	6.2	8.1
유형자산	0.0	212.2	373.3	544.3	681.3
무형자산	0.0	9.7	10.6	8.9	7.5
기타비유동자산	0.0	38.7	40.5	40.4	40.6
자산총계	0.0	494.2	717.4	980.0	1,153.7
유동부채	0.0	184.0	229.5	295.0	355.1
금융부채	0.0	92.7	112.4	115.5	118.3
매입채무	0.0	37.3	50.3	77.4	102.2
기타유동부채	0.0	54.0	66.8	102.1	134.6
비유동부채	0.0	169.6	318.4	467.4	512.3
금융부채	0.0	102.1	227.4	327.4	327.4
기타비유동부채	0.0	67.5	91.0	140.0	184.9
부채총계	0.0	353.6	547.9	762.4	867.4
지배주주지분	0.0	140.6	169.5	217.6	286.3
자본금	0.0	4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금	0.0	127.3	127.3	127.3	127.3
자본조정	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.0	5.1	8.9	8.9	8.9
이익잉여금	0.0	4.3	29.4	77.5	146.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	140.6	169.5	217.6	286.3
순금융부채	0.0	99.6	233.4	343.5	400.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	0.0	-	60.0	122.0	175.1
당기순이익	0.0	-	25.0	48.2	68.7
조정	0	-	3	6	9
감가상각비	0.0	-	23.9	60.7	94.3
외환거래손익	0.0	-	1.9	0.0	0.0
지분법손익	0.0	-	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	-	(22.8)	(54.7)	(85.3)
영업활동 자산부채 변동	0.0	-	9.1	13.1	12.0
투자활동 현금흐름	0.0	-	(182.7)	(232.6)	(232.3)
투자자산감소(증가)	0.0	-	(1.0)	(2.2)	(2.0)
자본증가(감소)	0.0	-	(176.3)	(230.0)	(230.0)
기타	0.0	-	(5.4)	(0.4)	(0.3)
재무활동 현금흐름	0.0	-	129.9	103.1	2.8
금융부채증가(감소)	0.0	-	144.9	103.1	2.8
자본증가(감소)	0.0	-	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	-	(15.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	-	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	0.0	-	10.9	(7.5)	(54.4)
Unlevered CFO	0.0	-	64.9	131.1	193.1
Free Cash Flow	0.0	-	(116.4)	(108.0)	(54.9)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

두산솔루스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.28	BUY	45,000		
20.5.7	BUY	39,000	-5.44%	11.92%
20.3.23	BUY	25,000	8.95%	39.00%
20.1.27	BUY	32,000	-20.43%	-8.91%
19.11.5	BUY	23,000	-9.50%	19.13%
19.11.1	BUY	21,000	-19.52%	-19.52%
19.10.22	BUY	19,000	-15.53%	-6.32%

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	92.22%	7.78%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 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 10월 19일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 10월 19일 현재 해당회사의 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.