



2020년 11월 19일 | Equity Research

두산솔루스 (336370)

전지박 부문 수익성 상승이 추가 상승의 필요 조건

3Q20 Review : 전지박 매출 지연 및 5G 투자 부진 영향

3분기 실적은 매출 740억원(YoY +11%), 영업이익 75억원(YoY -26%)으로 컨센서스를 하회했다. 1) 동박 부문(매출비중 55%)의 경우, 출하량의 70% 차지하는 네트워크 장비향 동박이 중국 5G 네트워크 2차 투자 지연 영향으로 매출 YoY -22% 감소했다. 2) OLED 소재 부문(매출 비중 38%)의 경우 아이폰12 전 모델 OLED 패널 탑재에 따른 삼성디스플레이 소재 수요 증가 및 글로벌 OLED 침투율 상승 지속되며 부문 매출은 YoY +40% 증가했다. 3) 전지박 부문의 경우 3분기 매출 기여하지 못한 상황에서 건물 감가상각비 반영 시작되며 수익성 악화된 것으로 추정된다.

전지박 성장성 확고

2021년 실적은 매출 4,073억원(YoY +39%), 영업이익 574억원(YoY +68%)으로 가파른 성장이 전망된다. EV 배터리용 전지박 CAPA는 연말 기준 2021년 1만톤, 2022년 2.5만톤이 전망되며 2025년 이후 7만톤 이상까지 확대될 전망이다. 전지박 매출은 2020년 31억원, 2021년 897억원, 2022년 2,503억원으로 전사 실적 대비 매출 비중은 2020년 1%, 2021년 20%, 2022년 40%까지 상승할 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

향후 주가 흐름의 관건은 전지박 부문 수익성

목표주가를 48,000원으로 상향한다. 2021년 실적 기준 PER 43배로 여전히 가격 부담 있는 것 사실이나 향후 2년간 가파른 EPS 증가율(2021년 +89%, 2022년 +58%) 전망 감안하면 전지박 매출 기여 및 수익성 정상화 과정에서 멀티플 역시 정상화될 것으로 판단한다. 실적 전망에는 전지박 부문 2021년 및 2022년 수익성을 기준 전지박 업체들 대비 절반 이하로 가정했으나 향후 유럽 공장 가동률 상승 과정에서 수익성 개선시 실적 추정치 상향 여력 있다고 판단한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 48,000원(상향) | CP(11월19일): 41,800원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,547.42		
52주 최고/최저(원)	47,600/14,400	315.4	490.2
시가총액(십억원)	1,278.7	41.8	72.9
시가총액비중(%)	0.07	26.9	48.9
발행주식수(천주)	30,589.8		
60일 평균 거래량(천주)	453,780.2	680	1,235
60일 평균 거래대금(십억원)	19.1	BPS(원)	4,290
20년 배당금(예상,원)	0	5,549	
20년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	7.73		
주요주주 지분율(%)			
두산 외 30 인	65.17		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	19.1 23.1 89.6		
상대	9.7 (4.3) 60.2		

Stock Price	
(천원)	두산솔루스(자) 상대지수(수)

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	0.0	70.0	293.3	407.3	628.7
영업이익	십억원	0.0	10.2	34.0	57.4	89.0
세전이익	십억원	0.0	6.9	27.7	51.2	81.0
순이익	십억원	0.0	4.5	20.2	38.2	60.4
EPS	원	0	451	511	964	1,526
증감율	%	N/A	N/A	13.30	88.65	58.30
PER	배	0.00	45.12	81.80	43.36	27.39
PBR	배	0.00	5.73	10.05	8.16	6.29
EV/EBITDA	배	0.00	59.24	27.76	14.04	9.32
ROE	%	0.00	3.20	13.26	20.77	25.93
BPS	원	0	3,552	4,159	5,123	6,648
DPS	원	0	0	0	0	0



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

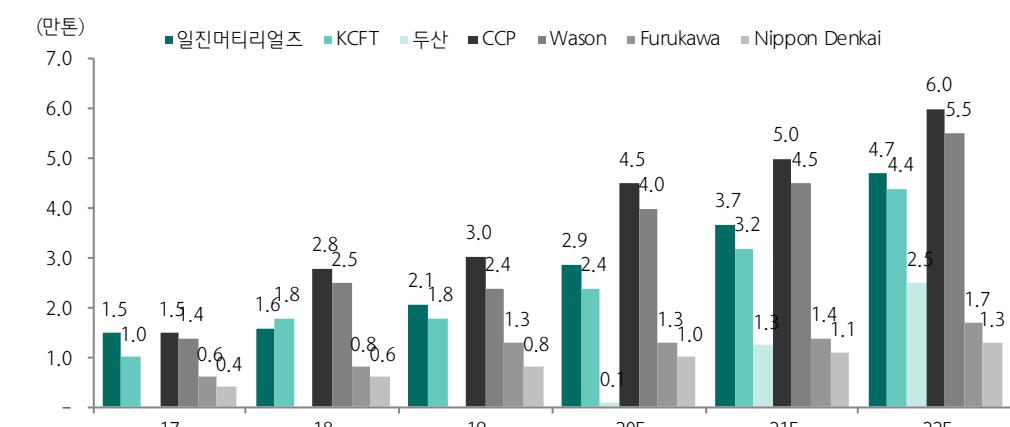
표 1. 두산솔루스 분기별 실적 전망

(단위 : 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출	70.9	75.2	74.0	73.3	84.0	90.4	104.5	128.4	263.0	293.4	407.3	628.7
OLED 소재	18.2	18.8	24.6	27.6	24.0	23.6	30.8	32.2	62.0	89.7	110.6	142.4
전지박(EV 배터리)	0.0	0.0	0.0	3.1	16.6	19.1	20.7	26.5	-	3.1	82.9	250.3
동박(네트워크장비 등)	44.4	46.1	40.7	31.4	33.9	37.8	43.5	57.2	161.0	162.6	172.4	191.3
바이오 등 기타	8.3	10.3	8.7	11.2	9.5	9.9	9.5	12.5	40.0	38.0	41.4	44.7
YoY	17%	15%	11%	4%	18%	20%	41%	75%	16%	12%	39%	54%
OLED 소재	30%	39%	40%	63%	29%	26%	25%	16%	20%	45%	23%	29%
전지박(EV 배터리)	-	-	-	-	-	-	-	762%	-	-	2593%	202%
동박(네트워크장비 등)	15%	12%	-1%	-22%	-24%	-18%	7%	82%	10%	1%	6%	11%
바이오 등 기타	17%	20%	23%	29%	23%	24%	23%	30%	34%	-5%	9%	8%
매출비중												
OLED 소재	26%	25%	33%	38%	29%	26%	29%	25%	24%	31%	27%	23%
전지박(EV 배터리)	0%	0%	0%	4%	20%	21%	20%	21%	0%	1%	20%	40%
동박(네트워크장비 등)	63%	61%	55%	43%	40%	42%	42%	45%	61%	55%	42%	30%
바이오 등 기타	12%	14%	12%	15%	11%	11%	9%	10%	15%	13%	10%	7%
영업이익	8.9	11.5	7.5	6.2	10.5	11.2	16.0	19.7	38.2	34.2	57.4	89.0
영업이익률	12.6%	15.3%	10.1%	8.5%	12.5%	12.4%	15.3%	15.3%	14.5%	11.7%	14.1%	14.2%
YoY	11.7%	16.8%	-26.3%	-38.7%	17.4%	-2.7%	114.3%	215.7%	40.3%	-10.4%	68.0%	55.0%

자료: 하나금융투자

그림 1. 글로벌 배터리 전지박 CAPA 전망



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액		0.0	70.0	293.3	407.3	628.7
매출원가		0.0	46.4	200.0	287.1	443.2
매출총이익		0.0	23.6	93.3	120.2	185.5
판관비		0.0	13.4	59.3	62.7	96.5
영업이익		0.0	10.2	34.0	57.4	89.0
금융손익		0.0	(3.3)	(4.7)	(6.2)	(8.0)
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		0.0	(0.0)	(1.7)	0.0	0.0
세전이익		0.0	6.9	27.7	51.2	81.0
법인세		0.0	2.4	7.4	13.0	20.5
계속사업이익		0.0	4.5	20.2	38.2	60.4
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		0.0	4.5	20.2	38.2	60.4
비지배주주지분 순이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		0.0	4.5	20.2	38.2	60.4
지배주주지분포괄이익		0.0	3.1	24.0	38.2	60.4
NOPAT		0.0	6.7	24.9	42.8	66.4
EBITDA		0.0	13.8	57.9	127.7	205.9
성장성(%)						
매출액증가율		N/A	N/A	319.00	38.87	54.36
NOPAT증가율		N/A	N/A	271.64	71.89	55.14
EBITDA증가율		N/A	N/A	319.57	120.55	61.24
영업이익증가율		N/A	N/A	233.33	68.82	55.05
(지배주주)순익증가율		N/A	N/A	348.89	89.11	58.12
EPS증가율		N/A	N/A	13.30	88.65	58.30
수익성(%)						
매출총이익률		N/A	33.71	31.81	29.51	29.51
EBITDA이익률		N/A	19.71	19.74	31.35	32.75
영업이익률		N/A	14.57	11.59	14.09	14.16
계속사업이익률		N/A	6.43	6.89	9.38	9.61

대차대조표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		0.0	230.6	237.4	262.6	375.8
금융자산		0.0	95.2	95.7	14.4	20.5
현금성자산		0.0	94.6	95.1	13.4	19.0
매출채권		0.0	54.7	57.3	100.4	143.7
재고자산		0.0	43.4	45.5	79.7	114.0
기타유동자산		0.0	37.3	38.9	68.1	97.6
비유동자산		0.0	263.6	427.5	664.6	852.8
투자자산		0.0	3.0	3.1	5.4	5.5
금융자산		0.0	3.0	3.1	5.4	5.5
유형자산		0.0	212.2	373.3	609.7	799.2
무형자산		0.0	9.7	10.6	8.9	7.5
기타비유동자산		0.0	38.7	40.5	40.6	40.6
자산총계		0.0	494.2	664.9	927.2	1,228.6
유동부채		0.0	184.0	202.2	273.2	330.8
금융부채		0.0	92.7	111.1	114.4	117.8
매입채무		0.0	37.3	39.0	68.4	97.9
기타유동부채		0.0	54.0	52.1	90.4	115.1
비유동부채		0.0	169.6	298.0	451.1	634.5
금융부채		0.0	102.1	227.4	327.4	457.4
기타비유동부채		0.0	67.5	70.6	123.7	177.1
부채총계		0.0	353.6	500.2	724.4	965.3
지배주주지분		0.0	140.6	164.7	202.8	263.3
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	24.6	62.7	123.2
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		0.0	140.6	164.7	202.8	263.3
순금융부채		0.0	99.6	242.7	427.4	554.7

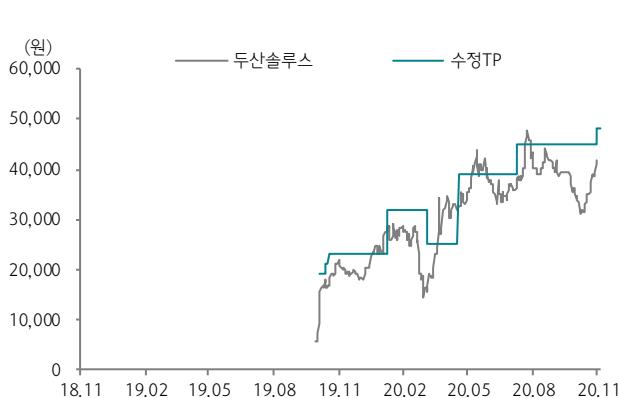
투자지표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS		0	451	511	964	1,526
BPS		0	3,552	4,159	5,123	6,648
CFPS		0	1,366	1,476	3,224	5,198
EBITDAPS		0	1,382	1,462	3,224	5,198
SPS		0	7,021	7,406	10,285	15,875
DPS		0	0	0	0	0
주가지표(배)						
PER		0.00	45.12	81.80	43.36	27.39
PBR		0.00	5.73	10.05	8.16	6.29
PCFR		0.00	14.90	28.32	12.97	8.04
EV/EBITDA		0.00	59.24	27.76	14.04	9.32
PSR		0.00	2.90	5.64	4.06	2.63
재무비율(%)						
ROE		0.00	3.20	13.26	20.77	25.93
ROA		0.00	0.91	3.49	4.79	5.61
ROIC		0.00	2.42	6.92	7.37	7.93
부채비율		0.00	251.41	303.78	357.13	366.69
순부채비율		0.00	70.85	147.40	210.72	210.72
이자보상배율(배)		0.00	11.25	7.74	8.41	10.64

현금흐름표		(단위:십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		0.0	20.9	49.7	122.6	177.7
당기순이익		0.0	4.5	20.2	38.2	60.4
조정		0	1	3	7	12
감가상각비		0.0	3.6	23.9	70.3	116.9
외환거래손익		0.0	2.9	1.9	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		0.0	(5.5)	(22.8)	(63.3)	(104.9)
영업활동 자산부채 변동		0.0	7.6	3.6	14.2	0.4
투자활동 현금흐름		0.0	(78.9)	(181.6)	(307.8)	(305.5)
투자자산감소(증가)		0.0	(3.0)	(0.1)	(2.3)	(0.1)
자본증가(감소)		0.0	(77.0)	(176.3)	(305.0)	(305.0)
기타		0.0	1.1	(5.2)	(0.5)	(0.4)
재무활동 현금흐름		0.0	21.6	128.6	103.4	133.4
금융부채증가(감소)		0.0	194.8	143.6	103.4	133.4
자본증가(감소)		0.0	131.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		0.0	(304.5)	(15.0)	0.0	0.0
배당지급		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감		0.0	(38.0)	0.4	(81.8)	5.6
Unlevered CFO		0.0	13.6	58.4	127.7	205.9
Free Cash Flow		0.0	(56.0)	(126.7)	(182.4)	(127.3)

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

두산솔루스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.11.19	BUY	48,000		
20.7.28	BUY	45,000	-13.48%	5.78%
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 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	92.31%	7.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의 성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 11월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 11월 19일 현재 해당회사의 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.