

KOSPI | 자동차와부품

두올 (016740)

시트 커버링 사업 부문의 지속적 매출 성장 기대

체크포인트

- 두올은 자동차용 내장재를 제조 및 판매하는 기업. 주요 사업 부문은 원단(24.0%, 2023년 3분기 누적 매출액 기준 비중), 시트커버링(69.6%), 에어백쿠션(6.4%)으로 구성
- 투자포인트는 1) 시트 커버링 사업부문의 지속적인 매출 성장 기대와 2) 2023년의 견조한 실적
- 두올의 2023년 매출액 7,377억원(+30.3%YoY), 영업이익 406억(+205.1%YoY), 영업이익률 5.5%(+2.2%pYoY)로 추정. 두올의 2023년 EV/EBITDA는 2.5배로 Historical Band 중하단 수준
- 리스크 요인은 주요 고객인 현대차그룹의 실적 피크아웃 우려

주가 및 주요이벤트

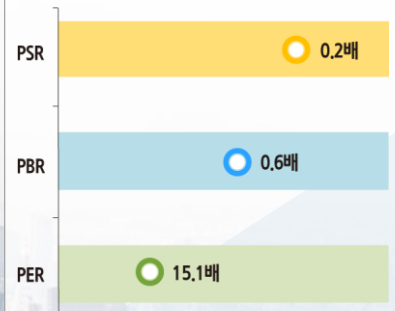


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 2023기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 경기관련소비재산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

두올은 자동차용 내장재를 제조 및 판매하는 기업

동사의 주요 사업 부문은 원단(24.0%, 2023년 3분기 누적 매출액 기준 비중), 시트커버링 (69.6%), 에어백쿠션(6.4%)으로 구성. 원단 사업과 이를 원재료로 한 시트커버링 사업, 에어백쿠션 사업을 수직 계열화하여 효율화를 추구. 동사의 주요 고객은 현대차그룹이며, 매출 다각화와 해외 사업 진출을 위해 2017년 스웨덴의 보그스티나(Borgstena)를 인수. 보그스티나에서 생산되는 원단은 유럽의 볼보, 폭스바겐 등으로 납품

투자포인트는 시트커버링 사업부문의 지속적인 매출 성장 기대

시트커버링 사업부문은 두올 매출의 69.6%(2023년 3분기 누적 기준)를 차지. 시트커버링 사업부문 매출액은 2017년부터 작년까지 5년간 연평균 8.5% 성장. 당사는 올해 두올의 시트커버링 사업부문 매출액을 전년대비 37.8% 급증한 5,155억원으로 추정. 높은 성장률은 1) 올 상반기 견조한 자동차 수요와 2) 고객사의 차량 고급화 및 신차 효과에 기인

2023년 견조한 실적 달성 전망

두올의 2023년 매출액을 7,377억원(+30.3%YoY), 영업이익을 406억(+205.1%YoY), 영업이익률은 5.5%(+2.2%pYoY)로 추정. 매출 증가와 더불어 수익성 개선 예상. 영업이익률 상승은 1) 유가 안정화, 2) 해상운임비 안정화에 따른 물류비 부담 완화, 3) 2021년~2022년에 걸쳐 진행된 중국의 시트커버링 사업부 구조조정에 따른 인건비 감소와 4) 매출액 증가에 따른 영업레버리지 효과에 기인

Forecast earnings & Valuation

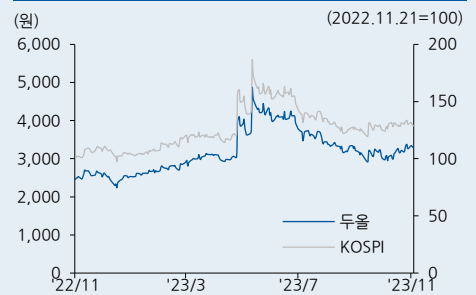
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원) | 4,659 | 4,658 | 4,956 | 5,660 | 7,377 |
| YoY(%) | -3.6 | -0.0 | 6.4 | 14.2 | 30.3 |
| 영업이익(억원) | 276 | 203 | 253 | 133 | 406 |
| OP 마진(%) | 5.9 | 4.4 | 5.1 | 2.3 | 5.5 |
| 지배주주순이익(억원) | 121 | 53 | 160 | 73 | 216 |
| EPS(원) | 351 | 145 | 483 | 220 | 653 |
| YoY(%) | -17.3 | -58.8 | 233.2 | -54.4 | 196.9 |
| PER(배) | 8.9 | 23.3 | 8.9 | 11.1 | 5.1 |
| PSR(배) | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| EV/EBIDA(배) | 2.4 | 2.8 | 3.5 | 3.1 | 2.5 |
| PBR(배) | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.5 |
| ROE(%) | 7.3 | 3.0 | 8.6 | 3.8 | 10.8 |
| 배당수익률(%) | 2.5 | 2.4 | 1.9 | 3.3 | 2.4 |

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

| | |
|---------------|-----------------|
| 현재주가 (11/24) | 3,330원 |
| 52주 최고가 | 4,840원 |
| 52주 최저가 | 2,240원 |
| KOSPI (11/24) | 2,496.63p |
| 자본금 | 827억원 |
| 시가총액 | 1,101억원 |
| 액면가 | 2,500원 |
| 발행주식수 | 33백만주 |
| 일평균 거래량 (60일) | 48만주 |
| 일평균 거래액 (60일) | 16억원 |
| 외국인지분율 | 2.79% |
| 주요주주 | IHC 외 3인 36.25% |
| | 프리미어성장전략엔앤에이 |
| | 사모투자합자회사 12.70% |

Price & Relative Performance



Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|-----|-------|------|
| 절대주가 | 8.8 | -12.6 | 31.4 |
| 상대주가 | 3.9 | -10.1 | 28.5 |

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

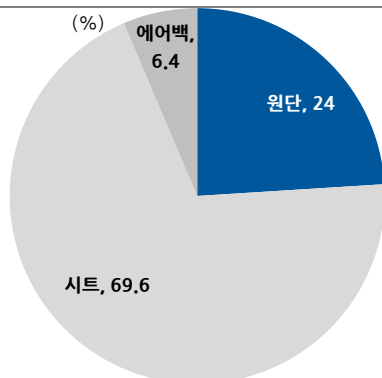
1 연혁

**동사는 자동차용
내장재(시트커버링, 에어백
쿠션 등)를 제조 및 판매 하는
자동차 부품사**

두올은 자동차용 내장재를 제조 및 판매하는 기업이다. 동사의 주요 제품은 원단, 시트커버링, 에어백쿠션으로 구성된다. 동사는 원단 사업과 이를 원재료로 한 시트커버링 사업, 에어백쿠션 사업을 수직 계열화하여 효율화를 추구하고 있다. 두올은 매출 다각화와 해외 사업 진출을 위해 2017년 스웨덴의 보그스타나(Borgstena)를 인수했다. 올해 3분기 누적 연결 매출액 기준으로 사업 부문별 비중은 원단 24.0%, 시트커버링 69.6%, 에어백쿠션 6.4%이다. 국내 판매보다는 수출 비중이 높다. 2023년 3분기 누적 연결 매출액 기준으로 수출 비중(내부 거래 제거 후 매출액 기준)은 73.2%이다.

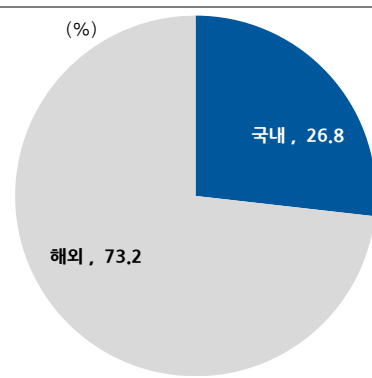
동사는 국내와 해외에 생산법인을 보유하고 있다. 두올의 국내 공장은 강화, 울산, 아산에 위치해 있다. 강화 공장은 원단을 제조하여 시트사인 두올과 용산 등에 납품하고 있으며, 아산과 울산 공장은 시트커버링을 제조하고 있다. 아산 공장에서 생산되는 시트커버링은 주로 현대트랜시스에 납품하고 있으며, 울산 공장은 현대차에 시트커버링을 직납하고 있다. 동사의 해외 생산 법인은 중국, 브라질, 멕시코, 루마니아, 터키, 포르투갈에 위치해 있다. 생산 지역을 기준으로 한 매출액은 국내와 유럽의 비중이 높다. 올해 3분기 누적 매출액(내부거래 제거 전 기준) 기준으로 국내, 유럽, 중국, 아메리카는 각각 36.9%, 42.7%, 13.2%, 7.3%를 차지하고 있다

두올의 제품별 매출 구성



주: 2023년 3분기 누적 기준, 자료: 두올 한국IR협의회 기업리서치센터

두올의 국내, 해외 매출 비중



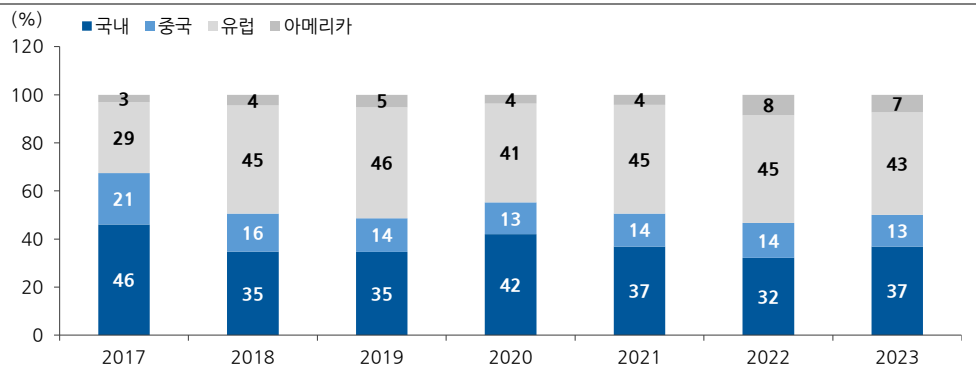
주: 2023년 3분기 누적 기준, 자료: 두올 한국IR협의회 기업리서치센터

두울의 국내외 생산 및 판매법인



주: 두울, 한국IR협의회 기업리서치센터

두울의 생산지 기준 매출액 비중 추이



주: 내부거래 제거 전 기준, 2023년은 3분기 누적 매출액 기준, 자료: 두울, 한국IR협의회 기업리서치센터

**연혁: 1983년 법인 설립,
2016년 유가증권 상장**

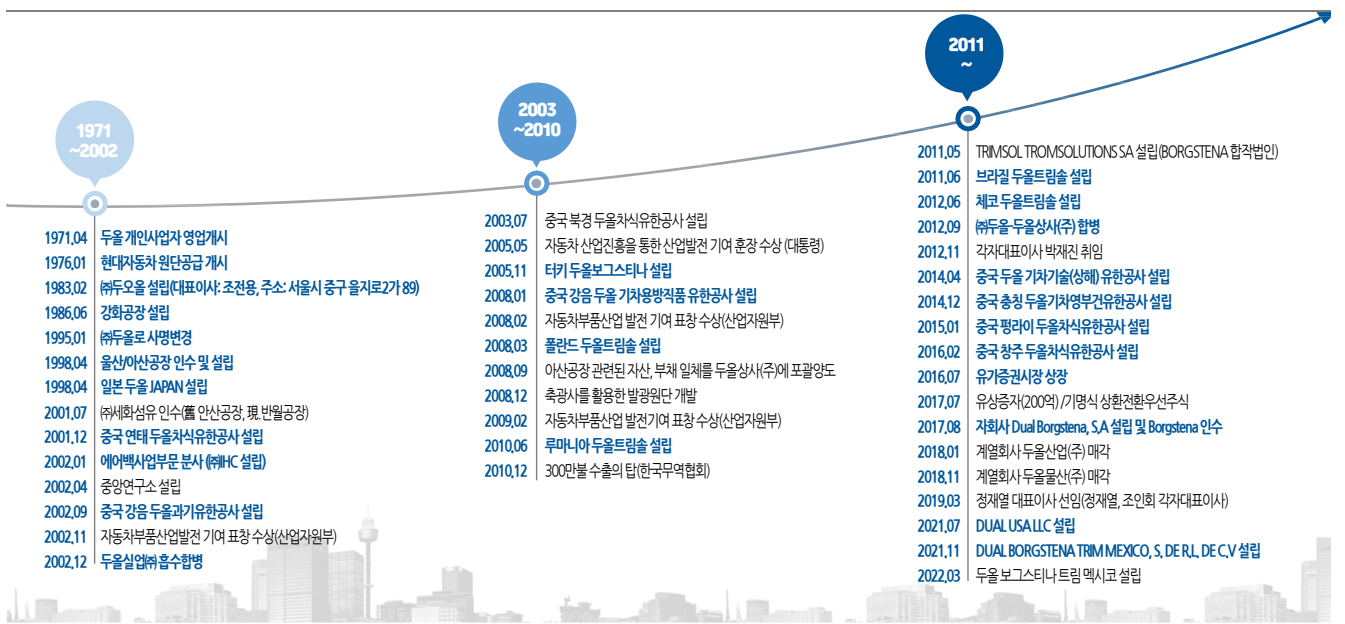
동사는 1983년 2월 (주)두오울로 법인 설립되어 1995년 1월 (주)두울로 사명 변경했다. 유가증권 상장은 2016년 7월에 되었다.

1971년 4월 인테리어 회사로 설립된 동사는 1983년 법인으로 전환하였다. 1986년 7월에는 강화 공장을 준공하여 현대차그룹에 원단을 공급하기 시작했다. 동사는 1998년 4월에는 울산과 아산 공장을 준공하며 본격적으로 시트커버링을 제조하기 시작했다. 2002년 동사는 에어백 사업부분을 분사하였다. 분사한 에어백 사업부분은 현재 동사의 최대주주인 (주)IHC이다.

두울은 국내에서 제품을 다각화하는 한편, 법인 설립과 인수를 통해 해외 진출을 위해 노력했다. 동사는 현대차그룹과 함께 동반으로 해외진출을 시작했다. 2001년 연태법인을 설립하여 중국에서 시트커버링 생산을 시작한 동사는 중국 여러 곳에 생산 및 판매 법인을 설립하였다. 최근 구조조정을 거쳐 중국 법인은 현재 8곳이 남아있다. 동사는 2005년에는 터키법인을 설립하여 유럽에 진출하였으며, 2011년에는 브라질 법인을 설립하며 남미에 진출했다. 이 과정에서 유럽, 미국, 남아메리카에 생산 거점을 확보하고 있던 보그스티나(Borgstena)의 도움을 받았고, 터

키법인은 설립 시 자본의 10%는 보그스티나가 소유했다. 이후 보그스티나와 두올은 트림솔(Trimsol)이라는 합작 법인을 만들어 체코법인(2008년), 루마니아법인(2010년), 브라질법인(2011)을 설립했다. 두올은 2017년 보그스티나 인수 제약을 받았으며, 2018년 보그스티나 인수를 완료했다. 당시 두올은 보그스티나 자본 95%를 623억원에 인수했다. 동사는 SPC를 설립해 인수했는데, 전략적 투자자로 두올의 자회사였던 두올산업이, 재무적 투자자로 프리미어파트너스가 참여했다. 동사는 2021년 11월 북미 조지아 공장에 제품 납품을 위한 교두보로 활용하기 위해 멕시코 법인을 설립하고 현대자동차그룹에 공급 중인 용산의 멕시코 법인 설비 및 재고자산을 인수해 운영하고 있다.

두올 연혁



자료: 두올, 한국IR협회의 기업리서치센터

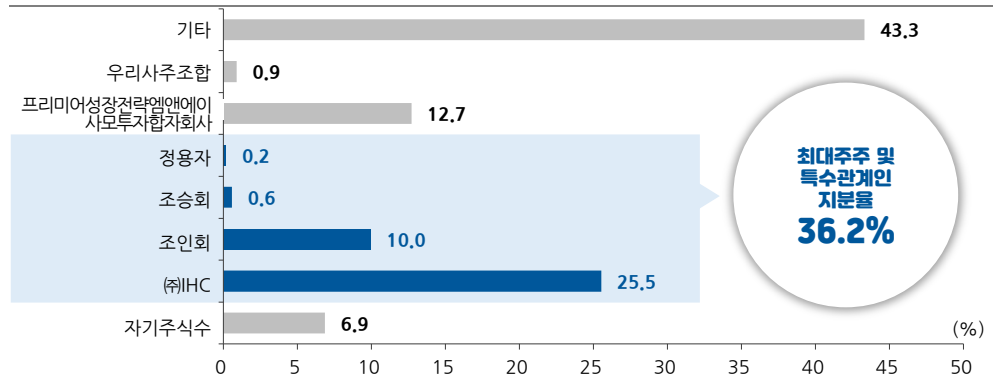
주주와 종속회사

2023년 9월말 두올의 최대주주는 (주)IHC로 지분율 25.5% 보유 중

2023년 9월말 기준 두올의 최대주주는 (주)IHC로 지분율 25.5%를 보유 중이다. 또한 동사의 대표이사인 조인회가 10%의 지분율을 가지고 있어, 최대주주와 특수관계인의 지분 합계는 36.2%이다. 두올은 자기주식으로 2,266,990주를 보유 중이며, 이는 지분율 6.9%에 해당된다. 이외 프리미어성장전략엠엔에이 사모투자합자회사가 지분의 12.7%를 보유하고 있으며, 우리사주조합 지분율은 0.9%이다.

(주)IHC는 2002년에 설립되어 에어백 봉제가공 및 판매업을 주요 사업으로 영위하고 있으며, 조인회 대표이사가 지분의 100%를 보유 중이다.

두올의 주주 구성



주: 2023년 9월말 기준, 자료: 두올, 한국IR협의회 기업리서치센터

두올의 종속회사

- 1) 현대차그룹 동반진출 법인
- 2) 보그스티나와 종속회사

두올의 종속회사는 1) 현대차그룹에 납품하기 위해 설립한 해외 생산 및 판매 법인(보그스티나와의 합작법인인 트림솔이 세운 법인 포함)과 2) 두올이 인수한 보그스티나와 그 종속회사로 나눌 수 있다.

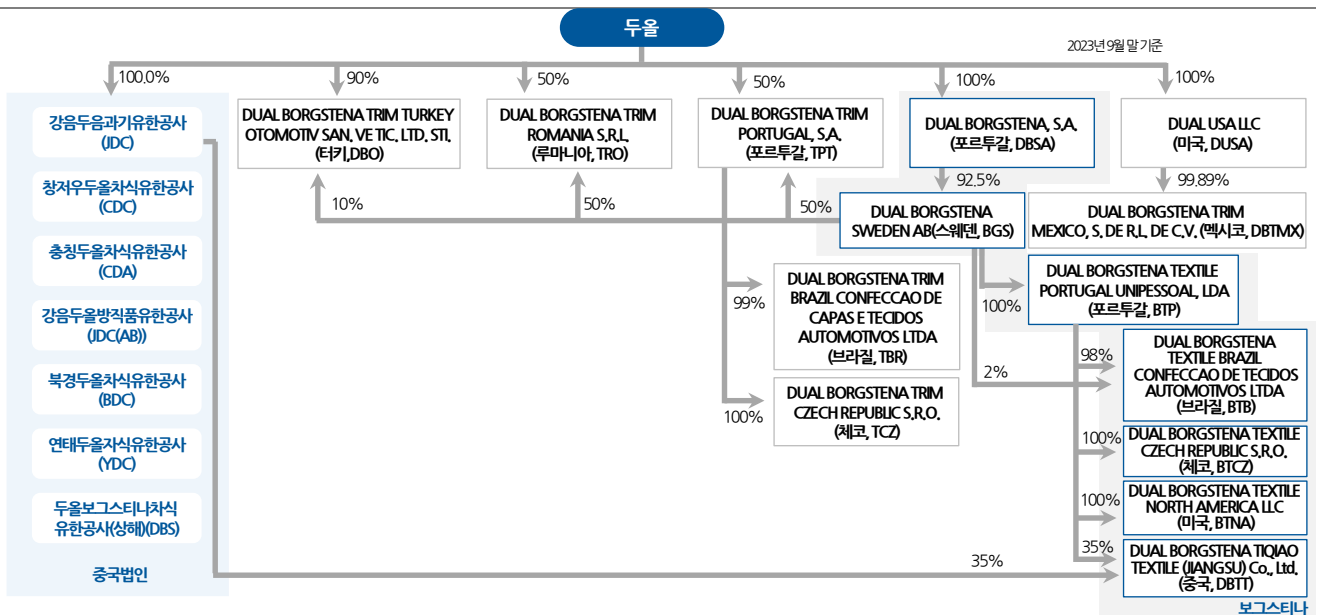
두올은 2001년 중국에 연태두올차신유한공사를 설립하면서 현대차그룹과 함께 해외 진출을 시작했다. 현재 두올 보그스티나차식 유한공사와 DUAL BORGSTENA TIQIAO TEXTILE Co., Ltd를 제외한 중국 법인 7곳은 현대차그룹에 원단과 시트커버, 에어백을 납품하는 생산 및 판매법인이다. 이 중 자산 규모가 상대적으로 큰 곳은 2002년에 설립해 원단과 시트커버링을 생산/판매하고 있는 강음두올과기유한공사와 2008년에 설립되어 에어백을 생산/판매하는 강음두올방직유한공사이다. 2023년 9월말 기준으로 각각 자산규모가 231억원과 350억원이다. 중국법인 대부분은 순이익 규모가 미미하거나 적자상태이다.

이 외에 터키(DUAL BORGSTENA TRIM TURKEY TURKEY OTOMOTIVE SAN VE TIC.LTD.STI), 루마니아(DUAL BORGSTENA TRIM RUMANIA S.R.L.) 체코(DUAL BORGSTENA TRIM CZECH REPUBLIC S.R.O.), 브라질(DUAL BORGSTENA BRAZIL CONFECÇÃO DE CAPAS E TÊCIDOS AUTOMOTIVOS LTDA), 미국(DUAL USA LLC)와 멕시코(DUAL BORGSTENA TRIM MEXICO S.DE C.V.)법인이 현대차그룹에 제품을 생산/판매하고 있다. 두올이 현대차그룹과 해외로 동반진출 시 보그스티나의 도움을 받아 합작법인을 설립해 진출해서 사명에 '두올(DUAL)' 외에 'BORGSTENA TRIM'이 포함되었다.

두올이 인수한 보그스티나와 그 종속회사 법인으로는 1) DUAL BORGSTENA S.A.(포르투갈), 2) DUAL BORGSTENA SWEDEN AB(스웨덴), 3) DUAL BORGSTENA TEXTILE PORTUGAL UNIPessoal.LDA(포르투갈), 4) DUAL BORGSTENA BRAZIL CONFECÇÃO DE CAPAS E TÊCIDOS AUTOMOTIVOS LTDA(브라질), 5) DUAL BORGSTENA TEXTILE CZECH REPUBLIC S.R.O.(체코), 6) DUAL BORGSTENA TEXTILE NORTH AMERICA LLC(미국)과 7) DUAL BORGSTENA TIQIAO TEXTILE Co., Ltd(중국)이 있다. 대부분 원단을 주로 생산/판매하고 있으며, 동사의 주요고객으로는 유럽의 폭스바겐, 볼보 등이 있다.

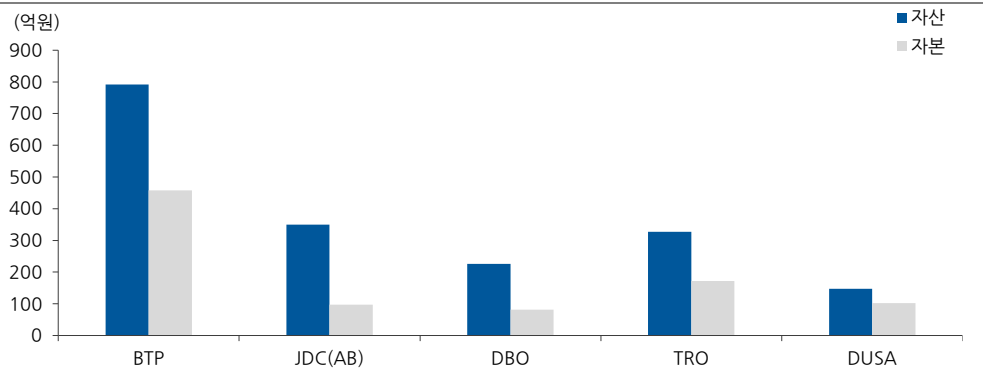
이 중 매출 및 자산 규모가 가장 큰 법인은 포르투갈에 있는 DUAL BORGSTENA TEXTILE PORTUGAL UNIPessoal,LDA이다. 2023년 9월말 기준 자산 및 자본 규모는 각각 791억원, 458억원이다. 2020년 매출액은 코로나 팬데믹 영향으로 전년대비 -17% 감소한 877억원을 기록했지만, 코로나 회복과 함께 2022년 1,014억원을 기록했다. 2023년 3분기 누적 매출액 및 당기순이익은 961억원, 34억원으로 전년대비 각각 29%, 430%씩 증가했다. 회사 측에 의하면 보그스티나 및 자회사의 매출액은 인수 직후 2018년~2019년 8,000만 유로 초반을 기록했다가 코로나로 6,000만 중후반 수준까지 감소했다. 최근에는 7,000만 중후반 수준으로 회복 중이다. 영업이익률은 유가 상승 등의 영향으로 지속적으로 낮아지고 있는데, 2018년~2019년에 11~12%에 이르던 영업이익률은 2002년~2023년 1~3%까지 하락했다.

두올의 자본도



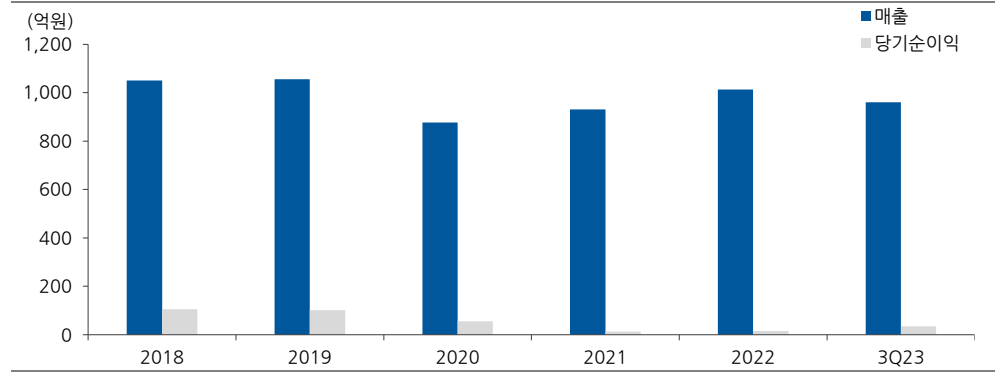
주: 2023년 9월말 기준, 자료: 두올, 한국IR협의회 기업리서치센터

두올의 주요 종속회사 자산 및 자본 규모



주: 2023년 9월말 기준, BTP는 DUAL BORGSTENA TEXTILE PORTUGAL UNIPessoal,LDA, JDC(AB)는 강음두올방직품 유한공사, DBO는 DUAL BORGSTENA TRIM PORTUGAL S.A., TRO는 DUAL BORGSTENA TRIM ROMANIA S.R.L., DUSA는 DUAL USA LLC, 자료: 두올 한국IR협의회 기업리서치센터

DUAL BORGSTENA TEXTILE PORTUGAL UNIPessoal, LDA 매출액 및 당기순이익 추이



주: 2023년은 1월~9월까지 누적 기준, 자료: 두올 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1 자동차 산업

두올은

자동차 산업에 속함

2022년

세계 자동차 판매대수는

차량용 반도체 수요 이슈 등

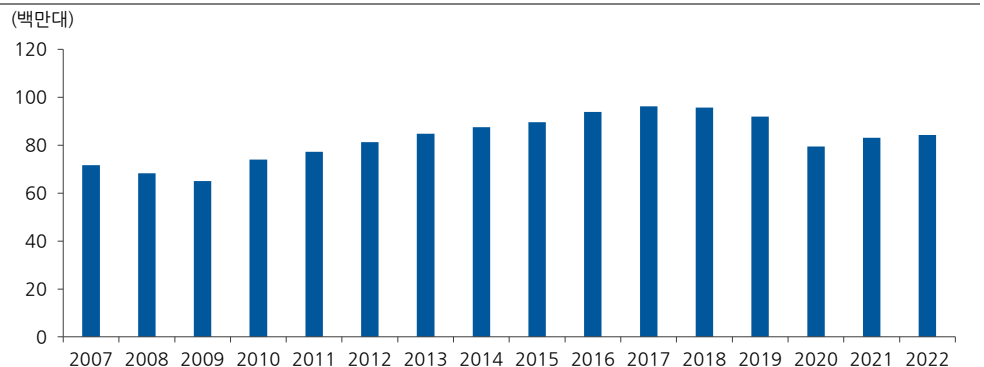
공급망 차질로 0.7%YoY 감소

두올은 자동차부품 업체로 자동차 산업에 속한다.

2022년 세계 자동차 판매 대수는 8,432만대로 2007년부터 연평균 1.1% 성장하였다. 지난 14년간 정체 상태를 유지한 것이나, 시기별로 차이를 보인다. 2008년 금융위기로 인해 세계 자동차 판매 대수는 2007년 7,162만대에 서 2009년 6,502만대로 연평균 4.7% 감소했다. 금융위기의 진앙지였던 미국에서의 판매 대수가 19.7%(연평균 기준) 감소한 반면, 동기간 중국의 판매대수가 24.3% 증가하며 세계 자동차 판매 대수의 급락을 방어했다. 2009년 이후 2017년까지는 세계 자동차 산업 호황기였다. 이 시기 자동차 판매대수는 연평균 5.0% 증가하여 2017년에 9,620만대를 기록했다. 성장의 주요인은 1) 2000년 중국 자동차 시장 개방 이후 급성장과 2) 금융위기 이후 미국 자동차 시장 회복이었다. 개방 초기 연간 2.5백만대 판매 대수에 불과했던 중국 자동차 시장은 2017년에는 28백만대로 10배 이상 성장했다. 2009년부터 2017년까지 중국과 미국의 자동차 판매대수의 연평균 성장률은 각각 9.8%, 6.5%였다.

2017년 9,620만대에 육박했던 세계 자동차 판매 대수는 2017년 이후 3년간 감소했다. 특히, 코로나에 따른 영향으로 2020년 세계 자동차 판매 대수는 전년 대비 13.5% 급감한 7,949만대를 기록했다. 2021년에는 코로나 기저 효과와 주요 국가의 확장적 재정정책과 통화정책 하에 되살아난 수요로 세계 자동차 판매 대수는 8,311만대로 4.6% 증가했다. 자동차에 대한 강한 수요로 판매 대수는 더 증가할 여지가 있었으나, 생산 단의 차량용 반도체 부족으로 증가 폭이 제한되었다. 2022년에는 생산 단의 차량용 반도체 수요 부족 이슈 등 각종 공급망 차질로 세계 자동차 판매 대수는 2021년 대비 0.7% 감소한 8,432만대를 기록했다.

글로벌 자동차 판매 대수 추이

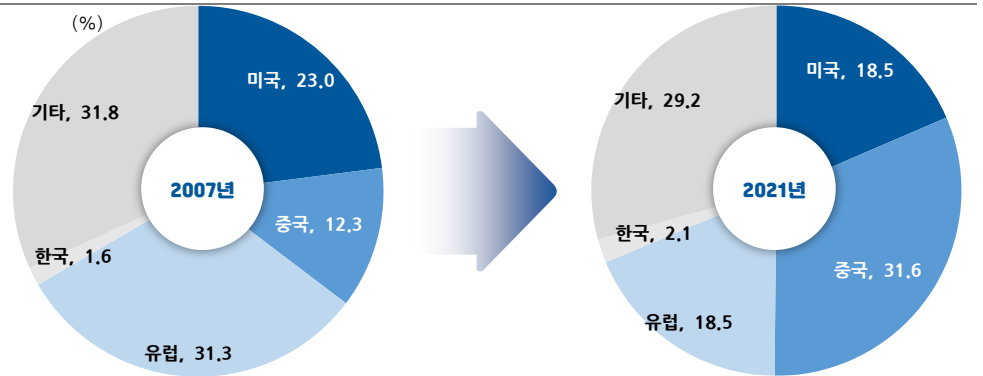


자료: 한국자동차산업협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

자동차 시장 점유율이 높은 국가는 중국, 미국, 유럽 등

2007년 자동차 판매 시장의 국가별 점유율을 보면, 유럽과 미국이 31.3%와 23.0%로 주요 시장이었다. 반면, 중국 비중은 12.3%에 불과했다. 그러나 2021년 기준 세계 자동차 판매 시장에서 중국의 시장점유율은 31.6%이며, 미국과 유럽이 각각 18.5%를 차지하고 있다. 즉, 지난 14년간 중국에서의 자동차 판매 대수는 급성장해 온 반면, 미국과 유럽에서의 자동차 판매 대수는 감소했다. 참고로, 한국은 2.1%에 불과하다.

자동차 판매 시장의 국가별 시장 점유율 추이

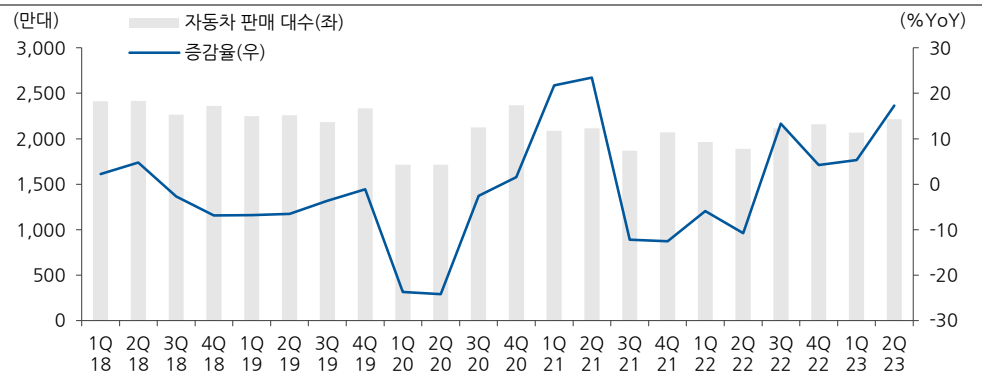


자료: 한국자동차산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

올해 6월 누적 세계 자동차 판매대수는 11.2% 증가

LMC Automotive에 따르면, 올해 6월까지 세계 자동차 판매 대수는 4,284만대로 전년동기 대비 11.2% 증가했다. 중국, 미국, 서유럽, 일본의 자동차 판매대수가 전년동기비 각각 10.0%, 13.1%, 15.5%, 17.9% 증가하며 성장을 견인하고 있다.

분기별 글로벌 자동차 판매 대수와 증감을 추이

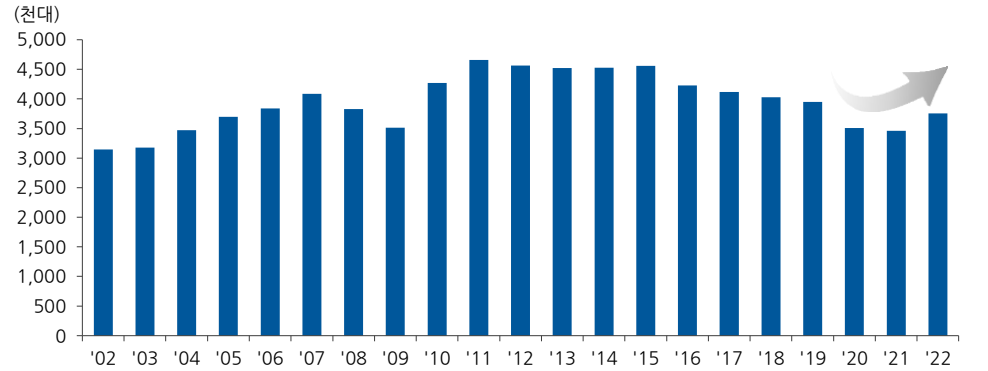


자료: LMC Automotive, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 국내 자동차 생산대수 376만대로 8.5%YoY 증가. 올해 10월 누적 생산대수는 16.0%YoY 증가

2015년 465만대를 기록했던 국내 자동차 생산대수는 이후 지속적으로 감소해 2021년 346만대를 기록했다. 2022년 상반기에도 인플레이션 우려와 미국을 포함한 대부분 중앙은행의 기준금리 인상 및 반도체 부품 수급난이 지속되며 국내 자동차 생산대수는 감소(-2.0%YoY)했다. 그러나 1) 기저효과, 2) 차량용 반도체 부족 현상의 완화와 3) 환율 상승으로 인한 가격 경쟁력 강화로 2022년 하반기에는 높은 성장률을 보이며, 연간 전체로는 8.5% 증가한 376만대를 기록했다. 올해도 코로나 지연 수요가 이어지며 국내 자동차 10월 누적 생산대수는 351만대로 전년동기 대비 16.0% 증가하며 성장세를 이어가고 있다.

국내 자동차 생산대수 추이



자료: 한국자동차산업협회, 한국IR협회의 기업리서치센터

2023년 10월 누적기준
현대차그룹의 자동차
판매대수는 도매판매 기준으로
8.1% 증가,
소매판매 기준으로 3.8% 증가

두올의 최종 주요 고객사는 현대차그룹이다.

2022년 현대차그룹(현대차+기아차)의 자동차 판매대수(소매판매 기준)는 684만대로 세계 자동차 시장 점유율 8.1%를 기록했다. 현대차가 4.7%, 기아차가 3.4%이다.

현대차 그룹의 자동차 판매 대수는 중국 시장 부상과 같이 성장하며 2016년 최고치를 기록했다. 2016년 당시 현대차그룹의 판매대수는 787만대로, 현대차 485만대, 기아차 302만대를 기록했다. 이후 4년간은 판매대수가 감소해 2020년에는 641만대를 기록했다. 이와 같은 부진의 요인은 1) 코로나 영향도 있었으나, 2) 중국에서의 브랜드 이미지 악화와 2) SUV 대중화에 대한 늦은 대응을 들 수 있다.

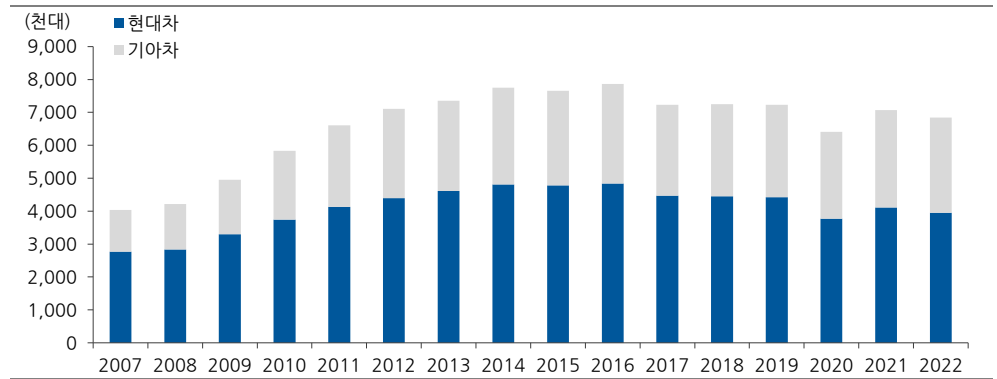
현대차그룹은 2010년 초중반 중국에서 공장을 잇달아 가동하며 생산능력을 급격히 증대했다. 그러나 동사는 단기 간의 생산능력 급증으로 차량 품질 저하 문제에 시달렸다. 또한 중국내 소비자들의 선호도가 한국차보다 고급인 일본, 유럽차 및 저가의 중국 브랜드 차량으로 양극화되며 중간 위치에 있던 현대차그룹 브랜드에 대한 잠재 소비층이 줄어들었다. 특히 일본 등 경쟁업체들이 4S(판매, 서비스, 교체용부품, 소비자 조사)를 담당하는 딜러망을 집중적으로 공략하면서 한국 브랜드의 입지가 좁아졌다. 더불어 2016년 발생한 사드사태는 한국 브랜드에 대한 불매운동을 일으켜 현대차 브랜드에 추가 타격을 입혔다.

현대차와 기아의 세단 라인업은 모닝급부터 에쿠스(現 G90)까지 잘 갖춰져 있었던 반면, SUV 라인업에서는 투싼과 스포티지, 산타페와 소렌토 외 내세울 만한 모델이 없었다. 2015년 이후 자유가시대가 도래하고, SUV 등 큰 차에 대한 소비자들의 선호가 증가했다. 현대차그룹의 부실한 SUV라인업은 대형 SUV에 대한 선호도가 빠르게 높아진 미국 시장에서 약점으로 작용해 시장 점유율 하락으로 이어졌다. 다만, 2019년 이후 현대차의 팰리세이드, 기아의 텔룰라이드 등 새로 출시된 SUV 들이 시장의 호평을 받고, 내연기관 모델과 전기차 모델에서 모두 많은 판매를 올린 코나가 등장하면서 SUV 라인업은 상당히 개선된 상황이다.

현대차그룹의 자동차 판매대수는 2021년 코로나 기저효과와 전세계적인 확장 재정 및 통화정책에 힘입어 전년 대비 10.4% 증가한 707만대를 기록했다. 이는 코로나 확산 전인 2019년 판매대수 723대의 97%로 경쟁사 대비 빠르게 정상화되는 모습을 보여 주었다. 그러나 2022년에는 차량용 반도체 부족현상으로 인한 공급망 이슈로 현대차 그룹의 판매대수는 3.1% 감소했다. 올해 들어서는 2023년 10월까지 누적판매대수는 592만대로 전년동기 대비 3.8% 증가했다. 도매 판매 기준으로 올해 10월까지 누적 판매대수는 612만대로 전년동기 대비 8.1% 증가했다.

한국자동차산업협회에 따르면, 국내 자동차 부품 생산업체의 수는 2021년 기준으로 732개이다. 이들의 매출액은 81조원 규모이며, 현대와 기아에 납품하는 자동차 부품사의 수는 각각 356개와 334개이다. 한국자동차산업협동조합에 따르면 2022년도 국내 자동차 부품산업계 매출액은 전년대비 10.5% 증가한 89.2조원을 기록했다.

현대차그룹 자동차 판매 대수 추이



새로운 기술로 자동차 산업이 성장 산업으로 주목받고 있음

간간 성숙산업으로 여겨졌던 자동차 산업은 중장기 성장산업으로 주목받고 있다.

2016년 이후 글로벌 자동차 판매 대수가 정체되는 등 자동차 산업의 외형은 늘지 않고 있으나, 전기차, 자율주행, 차량공유 등 새로운 기술들이 자동차 산업의 성장을 주도하고 있기 때문이다. 이는 각국의 환경 및 안전에 대한 규제가 강화되고 2차전지, 머신러닝 등 새로운 기술들이 자동차 산업에 접목되면서 나타난 현상이다.

미래차에 들어가는 새로운 파워트레인, 전장제품 등을 개발 및 공급할 수 있는 능력이 향후 자동차 부품 업체들의 주요 경쟁 포인트가 될 것이다. 글로벌 자동차 업체들은 자율주행 모빌리티 서비스가 광범위하게 확산될 것에 대비해서, 경쟁력 있는 전기차 플랫폼으로 미래차 시장을 선점하고자 각고의 노력을 기울이고 있다. 정부도 국내 무공해차(전기차, 수소차) 보급 계획에서 목표 대수를 2021년 24.8만대에서 2030년 450만대로 빠르게 늘리는 한편, 2027년에는 세계 최초 레벨 4(정해진 구역내에서 운전자의 주의의무 없이 스스로 주행 가능) 자율주행차 상용화를 목표로 하면서, 각종 정책지원을 준비하고 있다.



투자포인트

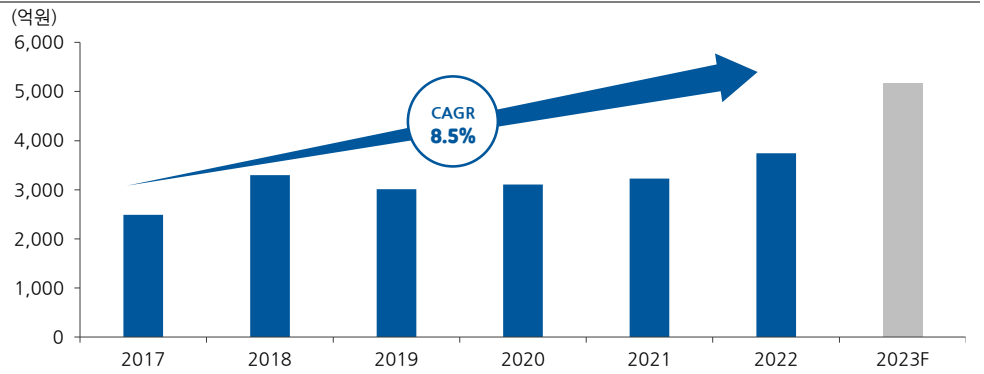
1 시트커버링 사업 부문의 매출 성장 기대

시트커버링 사업부문의 지속적인 매출 성장 기대

두올의 투자포인트는 시트커버링 사업부문의 지속적인 매출 성장 기대이다.

시트커버링 사업부문은 동사 매출의 69.6%(2023년 3분기 누적 기준)를 차지하는 주요 사업이다. 시트커버링 사업부문 매출액은 2017년부터 작년까지 5년간 연평균 8.5% 성장했다. 당사는 올해 두올의 시트커버링 사업부문 매출액을 전년대비 37.8% 급증한 5,155억원으로 추정한다. 이와 같은 높은 성장률은 1) 견조한 자동차 수요와 2) 고객사의 차량 고급화 및 신차 효과에 기인한다.

두올 시트커버링 사업 부문의 매출액 추이



자료: 두올, 한국IR협의회 기업리서치센터

요인 1) 현대차그룹의 판매 차량 내 SUV 및 고급차 비중 증대

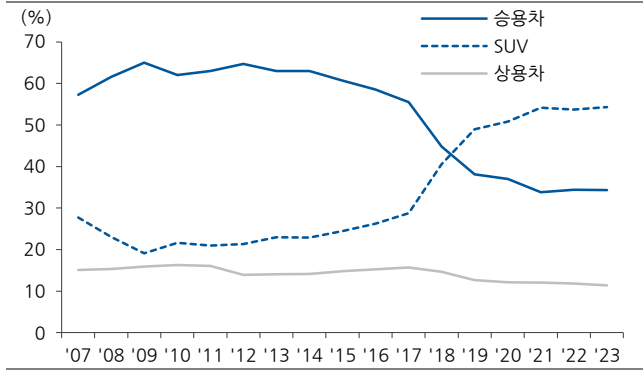
올해 상반기까지 글로벌 자동차 수요는 견조했다. 올해 6월까지 누적 기준으로 글로벌 자동차 판매 대수는 4,284만대로 전년동기 대비 11.2% 증가했다. 현대차그룹도 올해 10월까지 누적판매대수는 592만대로 전년동기 대비 3.8% 증가했다. 현대차그룹 출하 대수는 600만대로 전년동기 대비 7.0% 증가했다.

두올의 올해 3분기 누적 전체 매출액 중 65%가 현대차(중속회사 포함)와 현대트랜시스(중속회사 포함)향 매출이다. 두올의 시트커버링 사업 부문의 주요 고객사는 현대차그룹이다. 경제 발전과 산업 트렌드 변화에 발맞춘 현대차그룹의 차량 고급화가 두올의 매출에 긍정적인 영향을 끼치고 있다. 차량 고급화에 따라 내장재인 시트커버링 단가도 상승해, 매출액 증가로 이어질 수 있기 때문이다.

현대차그룹은 고객 수요 변화에 대응해 SUV 및 고급차에 대한 판매대수를 늘렸다. 실제 현대차의 모델별 판매대수 비중을 살펴보면, 2014년 22.9%에 불과했던 SUV 비중은 2023년(1~10월 누적 판매 대수 기준)에 54.3%까지 확대되었다. 더불어 승용차 내에서도 중대형 차량(D, E, F세그먼트) 비중이 2014년 32.6%에서 2023년 55.9%까지 증대되었다. 기아차도 현대차와 같은 추이를 보여준다. 기아차의 모델별 판매대수에서 SUV가 차지하는 비중은 2014년 17.2%에서 2023년 55.6%까지 증가하였다. 또한, 승용차 내에서 중대형 차량이 차지하는 비중도 2014년

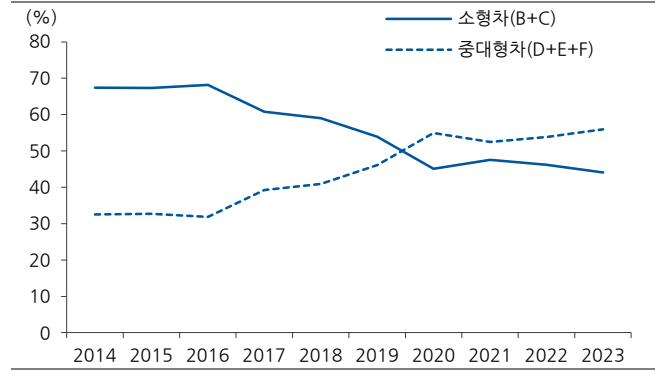
16%에서 2023년 24.2%까지 확대되었다.

현대차의 차종별 비중 추이



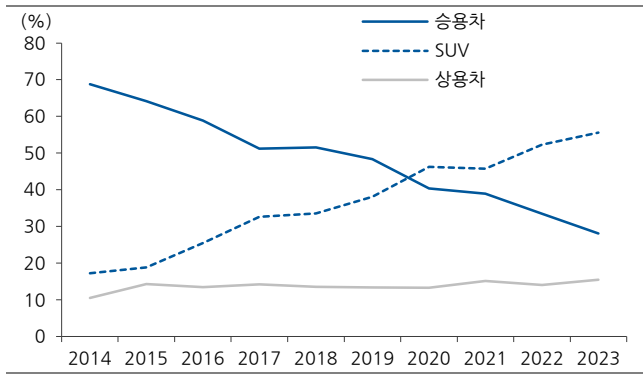
주: 2023년은 1~10월까지 누적 판매 대수 기준,
자료: LMC Automotive, 한국IR협회의 기업리서치센터

현대차의 승용차 내 차종별 비중 추이



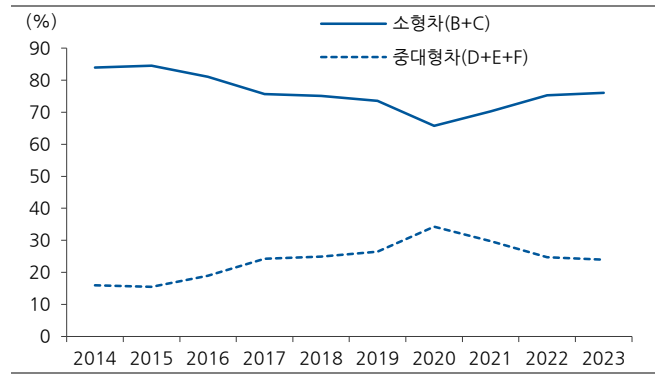
주: 2023년은 1~10월까지 누적 판매 대수 기준,
자료: LMC Automotive, 한국IR협회의 기업리서치센터

기아차의 차종별 비중 추이



주: 2023년은 1~10월까지 누적 판매 대수 기준,
자료: LMC Automotive, 한국IR협회의 기업리서치센터

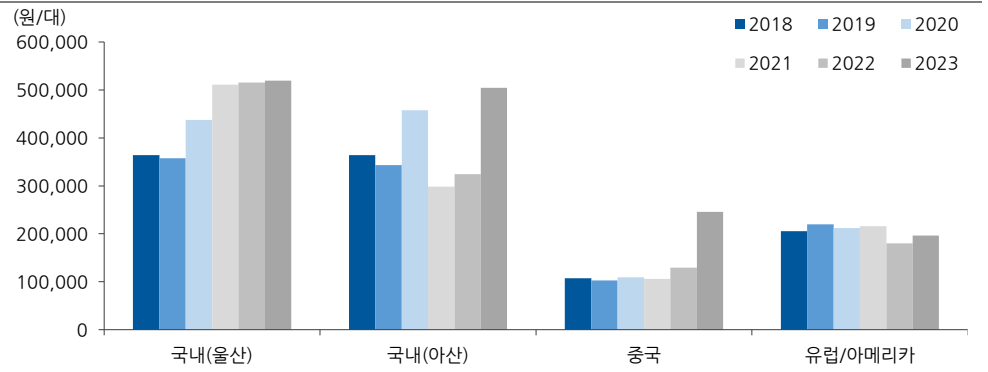
기아차의 승용차 내 차종별 비중 추이



주: 2023년은 1~10월까지 누적 판매 대수 기준,
자료: LMC Automotive, 한국IR협회의 기업리서치센터

현대차그룹의 차량 고급화는 두울의 시트 단가 상승에 기여하고 있다. 울산공장에서 생산해 현대차로 직접 납품되는 시트의 경우 2018년 평균 대당 시트 가격인 364,202원에서 올해(3분기 누적 기준) 519,504원으로 지속적으로 상승했다. 아산공장에서 생산해 현대트랜시스로 납품되는 시트와 중국에서 생산되는 시트의 평균 단가는 2021년에 주춤했다가 2022년부터 빠르게 상승했다.

두올 생산지역별 평균 단가 추이

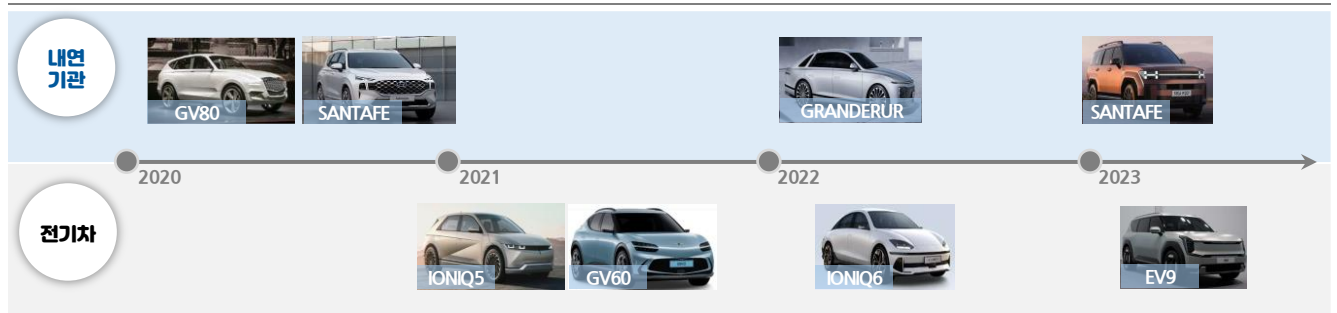


자료: 두올, 한국IR협의회 기업리서치센터

요인2) 신차 효과

신차 효과도 두올의 시트 매출액 증가를 견인하고 있다. 2022년 현대차가 출시한 신차 중 두올의 시트가 납품된 차종은 아이오닉6와 그랜저(Full Change)였다. 아이오닉6는 올해 10월 누적 기준으로 49,763대가 판매(작년 10월 누적 판매대수는 6,356대)되었으며, 그랜저의 10월 누적 판매대수는 99,691대로 전년동기 대비 70.4% 증가했다. 이 두 모델의 매출액 호조는 두올 시트 커버링 매출액 급증에 기여했다. 올해도 현대차가 출시한 신차 중 산타페와 EV9에 두올의 시트가 납품되었으며, 이에 따른 신차 효과는 내년도 매출 성장률 둔화를 완화시켜 줄 것으로 예상된다.

두올이 납품하는 고객사 신차 생산 스케줄



자료: 두올, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 Review

두올의 2022년 매출액
5,660억원(+14.2%YoY),
영업이익
133억원(-47.4%YoY),
영업이익률
2.3%(-2.8%pYoY) 기록

두올의 2022년 매출액은 5,660억원으로 전년대비 14.2% 증가했다.

사업 부문별도 보면, 시트커버링 사업 부문이 16.0%로 견조하게 증가한 가운데, 에어백쿠션 사업 부문이 26.0% 증가했다. 에어백쿠션 사업부문은 2023년 10월부터 개정되는 인도의 자동차 에어백 설치 규제 영향으로 매출 상승 폭이 컸다. 원단 사업부문의 2022년 매출 성장률은 6.5%였다. 지역별(생산지 기준)로 보면 국내 매출액은 2,272억원으로 전년대비 0.4% 증가에 그친 반면, 중국(+21.4%YoY), 유럽(+13.9%YoY), 아메리카(+133.9%YoY)의 매출액 증가가 돋보였다.

동사의 2022년 영업이익은 133억원으로 전년대비 47.4% 감소했다. 영업이익률도 2.3%로 2021년 대비 2.8%p 하락했다. 수익성 악화의 주요인은 1) 원단의 원재료인 유가 상승과 2) 해상운임비 등 물류비 부담 증가였다. 또한 중국의 시트 공장의 구조조정 영향도 있었다. 지역별 영업이익률을 살펴보면, 국내 4.8%(-2.8%pYoY), 중국 -9.5%(-2.0%pYoY), 유럽 5.0%(-1.4%pYoY), 아메리카 -3.4%(-2.4%pYoY)였다.

두올의 지배주주기준 당기순이익은 73억원으로 전년 대비 54.4% 감소했다.

2 2023년 실적 전망

두올의 2023년 3분기
누적 매출액
5,523억원(+35.7%YoY),
영업이익
312억원(+271.3%YoY),
영업이익률
5.6%(+3.5%pYoY) 기록

두올의 2023년 3분기 누적 매출액은 5,523억원으로 전년동기 대비 35.7% 증가했다. 시트커버링 사업 부문 매출액이 44.1% 급증한 가운데, 원단 사업 부문과 에어백쿠션 사업 부문 매출액이 각각 24.5%, 5.4% 증가했다. 지역별(생산지 기준)로 보면 국내 매출액이 60.3% 증가하며 매출 증가를 견인했다. 중국, 유럽과 아메리카의 매출액 성장률은 각각 20.6%, 24.3%와 14.4%였다. 현대차의 고급차종 생산 증가와 신차 효과가 두올의 매출액 증가의 주요인으로 작용했다.

동사의 2023년 3분기 누적 영업이익은 312억원으로 전년동기 대비 271.3% 급증했다. 영업이익률도 5.6%로 2022년 3분기 누적 영업이익률 2.1% 대비 3.5%p 개선되었다. 영업이익률 개선은 1) 유가 안정화와 2) 해상운임비 안정화에 따른 물류비 부담 완화 영향이 컸다. 또한 3) 2021년~2022년에 거쳐 진행된 중국의 시트커버링 사업 부 구조조정에 따른 인건비 감소와 4) 매출액 증가에 따른 영업레버리지 효과도 수익률 개선의 요인으로 작용했다.

두올의 올해 3분기 누적 지배주주기준 당기순이익은 172억원으로 전년동기 대비 524% 급증했다.

두울의 2023년 매출액
7,377억원(+30.3%YoY),
영업이익
406억원(+205.1%YoY),
영업이익률
5.5%(+2.2%pYoY) 추정

당사는 두울의 2023년 매출액을 7,377억원(+30.3%YoY), 영업이익을 406억원(+205.1%YoY), 영업이익률은 5.5%(+2.2%pYoY)로 추정한다.

현대차그룹의 신차 효과로 시트커버링 사업부문 매출액이 전년대비 37.8% 증가할 것으로 예상되는 가운데, 종속 회사인 보그스티나의 매출이 회복되면서 원단 사업부문도 19.4% 매출 성장이 가능할 전망이다.

영업이익률은 영업레버리지 효과와 원료비 및 물류비 안정화, 중국 지역의 수익성 개선 등이 긍정적으로 작용해 작년대비 2.2%p 개선될 것으로 추정된다.

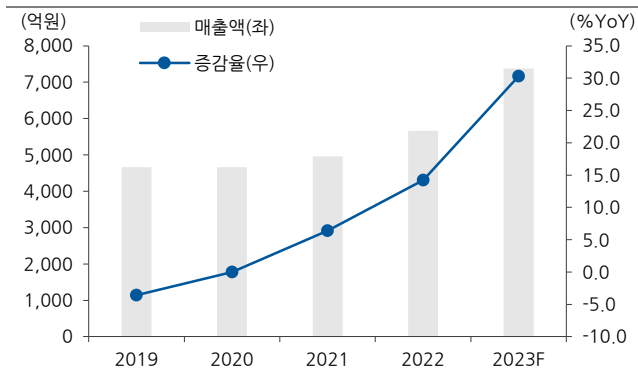
실적 전망

(단위: 원, 억원, %)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,659 | 4,658 | 4,956 | 5,660 | 7,377 |
| 시트 | 3,010 | 3,105 | 3,225 | 3,741 | 5,155 |
| 원단 | 1,295 | 1,193 | 1,346 | 1,434 | 1,712 |
| 에어백 | 354 | 361 | 385 | 485 | 510 |
| 영업이익 | 276 | 203 | 253 | 133 | 406 |
| 당기순이익 | 121 | 53 | 160 | 73 | 216 |
| %YoY | | | | | |
| 매출액 | -3.6 | 0.0 | 6.4 | 14.2 | 30.3 |
| 영업이익 | -9.9 | -26.6 | 24.8 | -47.4 | 205.1 |
| 당기순이익 | -12.0 | -56.2 | 201.9 | -54.4 | 195.9 |
| 영업이익률 | 5.9 | 4.4 | 5.1 | 2.3 | 5.5 |
| 당기순이익률 | 2.6 | 1.1 | 3.2 | 1.3 | 2.9 |

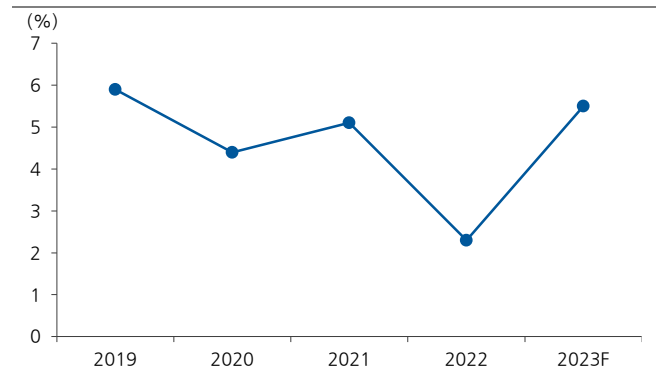
자료: 한국IR협회의 리서치센터

두울의 매출액과 증감율 추이 및 전망



자료: 두울, 한국IR협회의 기업리서치센터

두울의 영업이익률 추이 및 전망



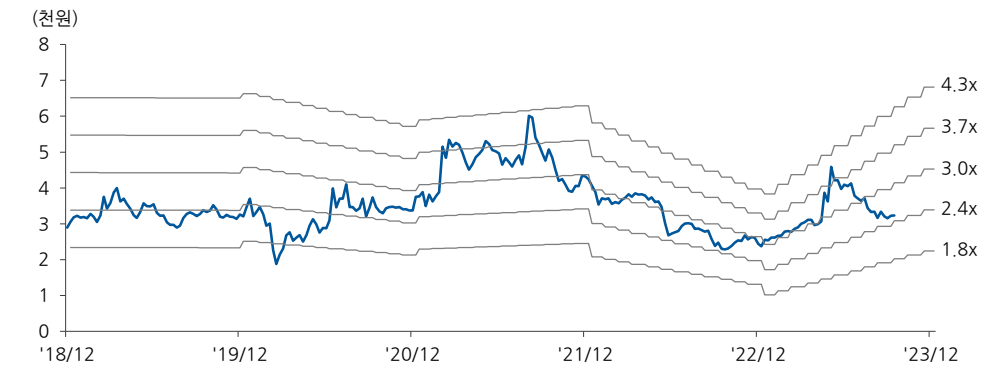
자료: 두울, 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

두올의 2023년 EV/EBITDA는 2.5배로 Band 중하단 수준

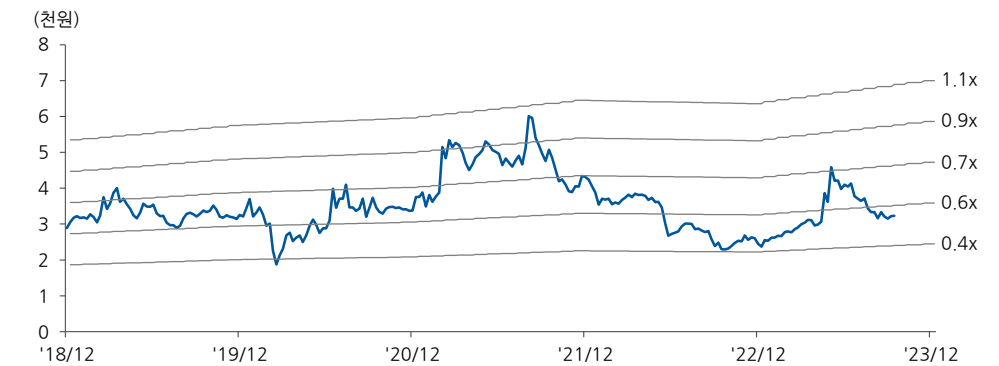
두올의 2023년 예상 EV/EBITDA는 2.5배이다. 2018년 이후 동사의 주가는 EV/EBITDA Band 1.6배~4.3배에서 움직이고 있다. 이를 감안 시 동사의 현재 주가는 Band의 중하단에 수준에 있다. 참고로 동사의 2023년 예상 PBR은 0.5배로 PBR Band 0.3배~1.1배의 하단 수준이다.

두올의 EV/EBITDA Band



자료:Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

두올의 PBR Band



자료:Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

경쟁사와 EV/EBITDA 비교시 현대공업보다 낮지만, 대원산업보다 높은 수준

두올과 같이 내장재를 전문적으로 생산하는 기업으로는 현대트랜시스, 현대엠시트, 현대공업, 대원산업과 대유에 이택이 있다.

현대트랜시스는 자동차의 파워트레인과 시트 제조 및 판매를 주된 사업으로 영위하는 회사이다. 동사의 지분은 현대자동차(41.1%), 기아(40.4%), 현대모비스(15.7%)와 현대위아(1.9%)가 99.2%를 보유하고 있고, 비상장사이다. 동사의 사업부문은 파워트레인부분과 시트부분으로 구성되어 있으며, 2023년 상반기 누적 매출액을 기준으로 63.04%, 36.96% 비중을 차지하고 있다. 동기간 파워트레인과 시트 사업부의 영업이익률은 각각 0.7%, 2.4%를 기록했다. 2022년 현대트랜시스의 매출액은 10.3조원, 영업이익률은 1.5%였다.

현대엠시트는 아산과 울산 등에서 자동차 시트를 제조, 판매하고 있는 회사로, 현대트랜시스가 지분의 99.87% (2022년말 기준)를 보유하고 있는 비상장사이다. 동사는 2002년 성우오토모티브주식회사의 시트사업부분을 인적 분할하여 현대오토모티브로 설립되었다. 2022년 기준으로 동사 제품의 99.3%는 현대트랜시스로, 나머지는 현대 모비스로 납품되었다. 2022년 매출액은 4,958억원, 영업이익률은 0.8%를 기록했다.

현대트랜시스와 현대엠시트는 비상장사로 두울과 밸류에이션 비교가 힘들다.

현대공업은 자동차 부품 중 내장재를 제조 및 판매하는 기업이다. 동사의 주요 제품은 헤드레스트(Head Rest), 시트패드(Seat Pad), 암레스트(Arm Rest), 백보드(Backboard), 기타 등으로 구성된다. 2023년 상반기 누적 매출액을 기준으로 제품별 비중은 헤드레스트 31.6%, 시트패드 28.3%, 암레스트 28.3%, 백보드 5.2%, 기타 6.6%이다. 동사 제품의 최종 고객사는 현대차그룹이다. 동사의 주요고객은 1차 벤더사(매출의 70% 비중 차지)와 완성제업체(매출의 30% 비중 차지)가 있다. 1차 벤더사로는 현대 엠시트, 현대트랜시스, 리어코리아, 애디언트코리아 등이 있으며, 완성차 업체로는 현대자동차와 기아가 있다. 동사는 미국 진출을 위해 2021년 7월 미국 법인을 설립하고 공장을 매입했다. 미국 공장은 2024년부터 가동될 예정이다.

대원산업은 1968년에 설립된 자동차 부품사로 자동차 시트만을 판매하고 있다. 국내에서 카니발, 니로, 스토닉, 모닝 등의 기아차 시트를 주로 제작하고 있으며, 중국, 러시아, 베트남에 자회사를 설립해 현지 현대 및 기아 자동차용 시트를 제작하고 있다.

대우에이텍은 광주와 화성에서 자동차 시트를 제조하고 있다. 동사의 주요 고객은 기아차이며, KG모빌리티에도 제품을 공급하고 있다. 동사의 종속회사로는 위니아(가전제품 제조, 지분율 65.52%), 대우합금(일루미늄 휠 제조, 지분율 100%), 스마트홀딩스(금융업, 골프장업, 지분율 91.05%), 대우금형(건설업, 제조업, 지분율 69.35%)가 있다. 최근 위니아가 부도가 발생하며, 동사 역시 위기를 맞고 있다. 이와 같은 대우에이텍의 상황은 두울과의 밸류에이션 비교를 어렵게 하고 있다.

두울의 경쟁사로 현대공업, 대원산업과 밸류에이션을 비교해 보았으며, 현대공업과 대원산업의 시장 컨센서스가 존재하지 않아 2023년 3분기까지의 실적을 기준으로 비교했다. 즉, 재무상태표 계정은 2023년 9월말 기준을 적용하고, 손익계산서 계정은 3분기 누적 실적을 연율화했다. EV/EBITDA를 기준으로 비교 시 두울은 2.5배로 현대공업의 3.3배 대비 낮고, 대원산업의 1.5배 대비 높다. PER로 비교 시에도 두울은 4.7배로 현대공업의 6.4배 대비 낮고, 대원산업의 3.2배 대비 높다

두올과 경쟁사의 재무 및 밸류에이션 지표

(단위: 억원, %, 배)

| | | 두올 | 현대공업 | 대원산업 | 대유에이텍 | 현대트랜시스 | 현대엠시트 |
|--------------|---------|-------|-------|-------|--------|---------|-------|
| 주가(원) | | 3,290 | 6,970 | 5,780 | 284 | | |
| 시가총액(억원) | | 1,088 | 1,069 | 1,158 | 446 | | |
| 자산총계 (억원) | 2019 | 3,643 | 1,417 | 4,830 | 11,173 | 57,561 | 1,443 |
| | 2020 | 4,057 | 1,632 | 5,089 | 11,665 | 60,266 | 1,542 |
| | 2021 | 4,241 | 1,787 | 5,512 | 13,210 | 66,367 | 1,799 |
| | 2022 | 4,622 | 2,065 | 5,593 | 13,752 | 75,211 | 2,529 |
| | 2023 3Q | 4,810 | 2,258 | 5,954 | 5,158 | | |
| 자본총계 (억원) | 2019 | 1,727 | 1,019 | 3,114 | 1,106 | 24,596 | 616 |
| | 2020 | 1,792 | 1,136 | 3,323 | 1,141 | 24,446 | 658 |
| | 2021 | 1,938 | 1,263 | 3,718 | 946 | 26,860 | 867 |
| | 2022 | 1,912 | 1,365 | 4,177 | 1,087 | 28,742 | 1,073 |
| | 2023 3Q | 2,090 | 1,467 | 4,442 | 739 | | |
| 매출액 (억원) | 2019 | 4,659 | 1,667 | 6,610 | 12,850 | 76,781 | 3,978 |
| | 2020 | 4,658 | 2,098 | 6,426 | 14,669 | 72,536 | 4,361 |
| | 2021 | 4,956 | 2,493 | 7,626 | 15,697 | 81,440 | 3,890 |
| | 2022 | 5,660 | 2,785 | 7,370 | 14,040 | 102,563 | 4,958 |
| | 2023E | 7,377 | 2,978 | 7,879 | 5,870 | | |
| 영업이익(억원) | 2019 | 276 | 34 | 263 | 313 | 1,720 | 33 |
| | 2020 | 203 | 127 | 281 | 472 | 566 | 43 |
| | 2021 | 253 | 131 | 301 | 496 | 950 | 34 |
| | 2022 | 133 | 151 | 314 | -320 | 1,517 | 37 |
| | 2023E | 406 | 156 | 475 | 473 | | |
| 영업이익률(%) | 2019 | 5.9 | 2.0 | 4.0 | 2.4 | 2.2 | 0.8 |
| | 2020 | 4.4 | 6.0 | 4.4 | 3.2 | 0.8 | 1.0 |
| | 2021 | 5.1 | 5.3 | 4.0 | 3.2 | 1.2 | 0.9 |
| | 2022 | 2.4 | 5.4 | 4.3 | -2.3 | 1.5 | 0.8 |
| | 2023E | 5.5 | 5.3 | 6.0 | 8.1 | | |
| 당기순이익(억원) | 2019 | 121 | 41 | 391 | 101 | 1,302 | 33 |
| | 2020 | 53 | 111 | 181 | -21 | -52 | 43 |
| | 2021 | 160 | 126 | 327 | -150 | 906 | 36 |
| | 2022 | 73 | 114 | 377 | -565 | 1,235 | 41 |
| | 2023E | 223 | 169 | 357 | -563 | | |
| ROE(%) | 2019 | 7.0 | 4.0 | 12.6 | 9.1 | 0.6 | 0.6 |
| | 2020 | 3.0 | 10.3 | 5.6 | -1.9 | -0.0 | 0.6 |
| | 2021 | 8.6 | 10.5 | 9.3 | -14.4 | 0.3 | 0.4 |
| | 2022 | 3.8 | 8.7 | 9.5 | -55.6 | 0.6 | 0.7 |
| | 2023E | 10.8 | 11.9 | 8.3 | -61.6 | | |
| PER(배) | 2019 | 8.6 | 11.3 | 3.0 | 9.7 | | |
| | 2020 | 21.2 | 12.7 | 6.1 | -44.2 | | |
| | 2021 | 8.9 | 9.8 | 4.2 | -9.7 | | |
| | 2022 | 11.1 | 8.1 | 2.8 | -1.5 | | |
| | 2023E | 5.1 | 6.3 | 3.2 | -0.8 | | |
| PSR(배) | 2019 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | | |
| | 2020 | 0.2 | 0.7 | 0.2 | 0.1 | | |
| | 2021 | 0.3 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | | |
| | 2022 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | | |
| | 2023E | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.1 | | |
| PBR(배) | 2019 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.9 | | |
| | 2020 | 0.6 | 1.2 | 0.3 | 0.8 | | |
| | 2021 | 0.7 | 1.0 | 0.4 | 1.6 | | |
| | 2022 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.8 | | |
| | 2023E | 0.5 | 0.7 | 0.3 | 0.6 | | |
| EV/EBITDA(배) | 2019 | 2.4 | -0.1 | -1.6 | 7.1 | | |
| | 2020 | 2.8 | 5.4 | -1.3 | 5.4 | | |
| | 2021 | 3.5 | 4.4 | -1.1 | 6.9 | | |
| | 2022 | 3.1 | 2.1 | -1.1 | 57.6 | | |
| | 2023E | 2.5 | 3.3 | 1.5 | 4.5 | | |
| 배당수익률(%) | 2019 | 2.6 | 2.2 | 2.1 | 0.0 | | |
| | 2020 | 2.4 | 1.4 | 2.3 | 0.0 | | |
| | 2021 | 1.9 | 1.7 | 1.8 | 0.0 | | |
| | 2022 | 3.3 | 2.8 | 3.3 | 0.0 | | |

주: 주가와 시가총액은 국내 2023.11.24 기준 /2023년 숫자는 두올은 당사 추정치, 그 외 상장사는 자산, 자본 3Q23값 기준 / 매출액, 영업이익, EBITDA, 당기순이익은 3Q23 연율화한 값 적용
 자료: Fnguide, 한국IR협의회 리서치센터


리스크 요인
**두올의 리스크 요인은
현대차그룹의
실적 피크아웃 우려**

두올의 리스크 요인으로는 동사의 주요 고객인 현대차그룹의 실적 피크아웃 우려이다.

현대차그룹은 지난 2년여간 우호적인 환율과 경쟁사 대비 코로나로 인한 공급망 위기를 잘 극복하며 견조한 실적을 보여주었다. 그러나 내년도 글로벌 수요 성장세 둔화 우려와 전기차시장의 과도기 진입 및 경쟁 심화 우려가 현대차그룹의 실적 피크아웃 우려로 이어지고 있다. 두올은 올해 신차를 발표한 산타페와 EV9의 매출 증가분이 온기로 반영되는 효과를 누릴 수 있으나, 현대차그룹의 실적 피크아웃 우려는 두올의 주가에도 부정적으로 작용할 수 있다.

포괄손익계산서

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 4,659 | 4,658 | 4,956 | 5,660 | 7,377 |
| 증가율(%) | -3.6 | -0.0 | 6.4 | 14.2 | 30.3 |
| 매출원가 | 3,876 | 3,897 | 4,080 | 4,861 | 6,167 |
| 매출원가율(%) | 83.2 | 83.7 | 82.3 | 85.9 | 83.6 |
| 매출총이익 | 783 | 761 | 876 | 799 | 1,210 |
| 매출이익률(%) | 16.8 | 16.3 | 17.7 | 14.1 | 16.4 |
| 판매관리비 | 507 | 558 | 623 | 666 | 804 |
| 판매비율(%) | 10.9 | 12.0 | 12.6 | 11.8 | 10.9 |
| EBITDA | 447 | 384 | 446 | 347 | 597 |
| EBITDA 이익률(%) | 9.6 | 8.2 | 9.0 | 6.1 | 8.1 |
| 증가율(%) | -0.2 | -14.1 | 16.1 | -22.1 | 72.0 |
| 영업이익 | 276 | 203 | 253 | 133 | 406 |
| 영업이익률(%) | 5.9 | 4.4 | 5.1 | 2.3 | 5.5 |
| 증가율(%) | -9.9 | -26.6 | 24.8 | -47.4 | 205.1 |
| 영업외손익 | -41 | -70 | -10 | -5 | -53 |
| 금융수익 | 49 | 56 | 54 | 102 | 44 |
| 금융비용 | 67 | 122 | 90 | 117 | 91 |
| 기타영업외손익 | -22 | -4 | 26 | 11 | -6 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 235 | 133 | 243 | 128 | 352 |
| 증가율(%) | 9.4 | -44.0 | 84.2 | -47.1 | 174.4 |
| 법인세비용 | 105 | 75 | 87 | 53 | 129 |
| 계속사업이익 | 131 | 58 | 156 | 75 | 223 |
| 중단사업이익 | -0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 131 | 57 | 156 | 75 | 223 |
| 당기순이익률(%) | 2.8 | 1.2 | 3.1 | 1.3 | 3.0 |
| 증가율(%) | -12.0 | -56.3 | 171.9 | -51.7 | 196.9 |
| 지배주주지분 손이익 | 121 | 53 | 160 | 73 | 216 |

현금흐름표

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 214 | 272 | 272 | 184 | 101 |
| 당기순이익 | 131 | 57 | 156 | 75 | 223 |
| 유형자산 상각비 | 149 | 160 | 168 | 189 | 166 |
| 무형자산 상각비 | 22 | 21 | 25 | 25 | 25 |
| 외환손익 | 26 | 47 | 18 | 26 | 0 |
| 운전자본의감소(증가) | -126 | -77 | -155 | -177 | -318 |
| 기타 | 12 | 64 | 60 | 46 | 5 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -171 | -641 | 101 | -297 | 48 |
| 투자자산의 감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | -24 |
| 유형자산의 감소 | 7 | 32 | 14 | 8 | 0 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -161 | -205 | -53 | -116 | -110 |
| 기타 | -17 | -468 | 140 | -189 | 182 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | 13 | 393 | -190 | -85 | -137 |
| 차입금의 증가(감소) | 54 | 133 | -115 | -34 | -111 |
| 사채의증가(감소) | 0 | 295 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 15 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금 | -36 | -30 | -26 | -28 | -26 |
| 기타 | -20 | -5 | -49 | -23 | 0 |
| 기타현금흐름 | 12 | 6 | 20 | 10 | 4 |
| 현금의증가(감소) | 68 | 31 | 203 | -188 | 16 |
| 기초현금 | 326 | 393 | 424 | 627 | 439 |
| 기말현금 | 393 | 424 | 627 | 439 | 456 |

재무상태표

| (억원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 1,980 | 2,433 | 2,580 | 2,969 | 3,291 |
| 현금성자산 | 393 | 424 | 627 | 439 | 456 |
| 단기투자자산 | 7 | 476 | 316 | 477 | 215 |
| 매출채권 | 875 | 890 | 790 | 995 | 1,393 |
| 재고자산 | 547 | 548 | 679 | 838 | 964 |
| 기타유동자산 | 158 | 95 | 167 | 220 | 264 |
| 비유동자산 | 1,663 | 1,624 | 1,662 | 1,652 | 1,667 |
| 유형자산 | 903 | 921 | 853 | 818 | 762 |
| 무형자산 | 532 | 498 | 434 | 407 | 402 |
| 투자자산 | 5 | 2 | 34 | 43 | 67 |
| 기타비유동자산 | 223 | 203 | 341 | 384 | 436 |
| 자산총계 | 3,643 | 4,057 | 4,241 | 4,622 | 4,958 |
| 유동부채 | 1,538 | 1,584 | 1,490 | 2,132 | 2,192 |
| 단기차입금 | 456 | 527 | 501 | 503 | 653 |
| 매입채무 | 594 | 604 | 590 | 883 | 1,151 |
| 기타유동부채 | 488 | 453 | 399 | 746 | 388 |
| 비유동부채 | 335 | 640 | 779 | 508 | 586 |
| 사채 | 0 | 296 | 297 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 10 | 60 | 49 | 34 | 37 |
| 기타비유동부채 | 325 | 284 | 433 | 474 | 549 |
| 부채총계 | 1,873 | 2,223 | 2,268 | 2,640 | 2,778 |
| 지배주주지분 | 1,727 | 1,792 | 1,938 | 1,912 | 2,104 |
| 자본금 | 827 | 827 | 827 | 827 | 827 |
| 자본잉여금 | 170 | 170 | 152 | 78 | 78 |
| 자본조정 등 | -16 | -16 | -16 | -16 | -16 |
| 기타포괄이익누계액 | -41 | -4 | 34 | 44 | 44 |
| 이익잉여금 | 788 | 816 | 941 | 980 | 1,171 |
| 자본총계 | 1,771 | 1,834 | 1,973 | 1,982 | 2,180 |

주요투자지표

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E(배) | 8.9 | 23.3 | 8.9 | 11.1 | 5.1 |
| P/B(배) | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.5 |
| P/S(배) | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| EV/EBITDA(배) | 2.4 | 2.8 | 3.5 | 3.1 | 2.5 |
| 배당수익률(%) | 2.5 | 2.4 | 1.9 | 3.3 | 2.4 |
| EPS(원) | 351 | 145 | 483 | 220 | 653 |
| BPS(원) | 5,223 | 5,419 | 5,862 | 5,783 | 6,361 |
| SPS(원) | 14,091 | 14,088 | 14,989 | 17,117 | 22,309 |
| DPS(원) | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 수익성(%) | | | | | |
| ROE | 7.3 | 3.0 | 8.6 | 3.8 | 10.8 |
| ROA | 3.7 | 1.5 | 3.7 | 1.7 | 4.7 |
| ROIC | 7.9 | 4.1 | 8.1 | 3.3 | 12.7 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 유동비율 | 128.8 | 153.7 | 173.2 | 139.3 | 150.1 |
| 부채비율 | 105.8 | 121.2 | 115.0 | 133.2 | 127.4 |
| 순차입금비율 | 11.2 | 7.0 | 4.0 | 9.2 | 14.5 |
| 이자보상배율 | 11.5 | 6.4 | 7.7 | 3.7 | 11.4 |
| 활동성(%) | | | | | |
| 총자산회전율 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.5 |
| 매출채권회전율 | 5.2 | 5.3 | 5.9 | 6.3 | 6.2 |
| 재고자산회전율 | 9.2 | 8.5 | 8.1 | 7.5 | 8.2 |

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국에탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.