두산솔루스(336370.KS)



전기차/재생에너지 한병화
Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규)	11,000원
분할상장예정가밴드	1,060~4,240원

Key Data	(기준일: 2019.10.17)
KOSPI(pt)	2,078
KOSDAQ(pt)	649
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	167.4
52주 최고/최저(원)	-
52주 일간 Beta	-
발행주식수(천주)	39,470
평균거래량(3M,천주)	-
평균거래대금(3M,백만원)	-
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	-
주요주주 지분율(%)	
박정원 외 30인	65.4

주: 시가총액은 분할상장예정가밴드 상단 기준

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-	-	-	-
KOSPI 대비상대수익률	-	-	-	-

Financial Data

결산기(12월)	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	225.8	264.6	327.8
영업이익(십억원)	27.4	32.6	38.6
세전계속사업손익(십억원)	20.9	26.6	31.6
당기순이익(십억원)	16.3	20.8	24.7
EPS(원)	-	526	625
증감률(%)	-	-	18.9
PER(배)	-	8.1	6.8
ROE(%)	14.8	16.1	16.3
PBR(배)	-	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	-	4.9	4.4

자료: 유진투자증권(연결기준)

전기차, OLED 두 개의 성장엔진 가동 시작

- **투자의견 BUY, 목표주가 11,000원으로 분석 시작**

  두산솔루스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 11,000원을 제시한다. 목표주가는 2020년, 2021년 평균 EPS 767원에 PER 15배를 적용해서 산출했다. 급성장이 예상되는 전기차용 전지박 매출이 2020년 4분기부터 본격화되어 2021년이 연간 효과를 볼 수 있는 첫 해이다. 2025년 5만톤까지 지속적으로 증설이 예상되기 때문에 첫 생산캐파인 1만톤의 효과만을 가치 산정에 포함한 것은 보수적인 기준이다. 동종업체인 일진머티리얼즈의 2020년, 2021년 PER 평균은 18배 수준이다.

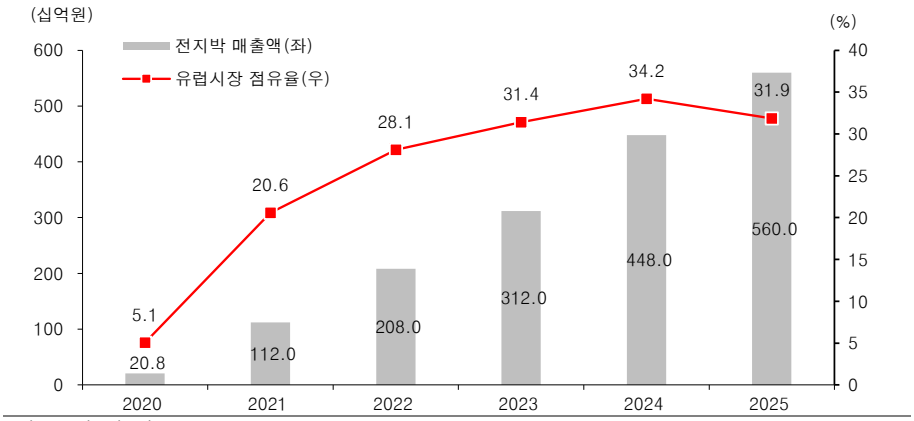
- **유럽의 첫 전기차용 전지박 생산시설 내년부터 가동, 연평균 93% 매출 성장 예상**

  두산솔루스의 가장 큰 매력은 전기차용 전지박 업체로 성장하는 것이다. 동사의 전지박 공장은 유럽의 첫 생산설비이기 때문에 시장을 선점하는 데 유리할 것으로 판단된다. 유럽의 전지박 수요는 2018년 1.3만톤에서 2023년 6.2만톤, 2025년 11만톤으로 급증할 것으로 추정된다. 두산솔루스의 전지박 매출은 2020년 208억원을 시작으로 2021년 1,120억원, 2023년 3,120억원, 2025년 5,600억원으로 연평균 93% 성장할 것으로 예상된다. 현재 동사는 일부 글로벌 배터리업체와의 물량계약을 확보하고 추가 물량 확보를 위해 논의 중인 것으로 파악된다. 유럽에 대한민국 배터리 3사와 중국, 유럽업체들까지 공장을 신규건설하고 있기 때문에 동사의 전지박 공장이 5만톤까지 성장하는데 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

- **OLED 소재부문도 성장기대 높아**

  동사의 OLED소재 매출은 2025년까지 연평균 17% 성장할 것으로 예상된다. 블루 기능성 소재인 A-ETL에 대한 핵심 특허를 보유하고 있어 사실상 시장을 독과점하고 있는 상태이다. OLED가 모바일 디바이스에서 TV 등 대면적으로 적용이 확대되면서 동사의 고객군도 늘어나고 있다. 이 밖에도 동박과 바이오소재부문은 2025년까지 각각 4%, 7%의 연평균 매출 성장을 기록할 것으로 추정된다. 동박부문은 주로 PCB용에 사용되는데, 5G와 반도체용 초극박 소재 시장 확대여부에 따라 성장률이 높아질 수도 있다.

두산솔루스 전지박 예상 매출액과 유럽시장 점유율 전망



자료: 유진투자증권

목표주가 11,000원 제시

두산솔루스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 11,000원을 제시한다. 목표주가는 2020년, 2021년 EPS 평균 767원에 PER 15배를 적용해서 산정했다. 비교대상인 일진머티리얼즈의 2020년, 2021년 실적기준 평균 PER은 18배 수준이다. 2020년 4분기부터 전지박 매출이 본격화되고 2021년에는 연간 생산효과를 볼 수 있기 때문에 2년간의 평균 EPS를 가치산정 기준으로 삼았다. 2025년까지 생산캐파를 1만톤에서 5만톤으로 증설할 계획이고 시장 상황상 성공할 가능성이 매우 높다. 따라서 향후 2년간의 이익만을 고려한 가치산정은 다소 보수적이라고 할 수 있다. 전지박과 OLED 소재부문의 성장으로 두산솔루스의 2019~2025년 매출액과 영업이익 연평균 성장률은 각각 25%, 28%에 달할 것으로 추정된다.

도표 1 두산솔루스 실적 추정

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	**225.8**	**264.6**	**327.8**	**446.0**	**574.0**	**713.0**	**862.0**	**989.0**
증가율		*17.2*	*23.9*	*36.1*	*28.7*	*24.2*	*20.9*	*14.7*
OLED	50.6	67.0	98.0	112.0	134.0	151.0	162.0	175.0
동박	145.5	156.6	166.0	175.0	181.0	192.0	193.0	194.0
전지박			20.8	112.0	208.0	312.0	448.0	560.0
바이오	29.7	41.0	43.0	47.0	51.0	58.0	59.0	60.0
매출원가	164.6	193.2	242.6	338.1	440.3	547.6	661.2	758.6
매출원가율	72.9%	73.0%	74.0%	75.8%	76.7%	76.8%	76.7%	76.7%
매출총이익	61.2	71.4	85.2	107.9	133.7	165.4	200.8	230.4
판관비	33.8	38.8	46.6	54.5	62.7	70.8	79.3	85.7
판관비율	14.9%	14.7%	14.2%	12.2%	10.9%	9.9%	9.2%	8.7%
영업이익	**27.4**	**32.6**	**38.6**	**53.4**	**71.1**	**94.6**	**121.5**	**144.8**
증가율		*19.1*	*18.5*	*38.3*	*33.0*	*33.1*	*28.5*	*19.1*
영업이익률	12.1%	12.3%	11.8%	12.0%	12.4%	13.3%	14.1%	14.6%
영업외손익	-6.5	-6.0	-7.0	-7.5	-11.0	-11.8	-13.3	-15.3
세전이익	20.9	26.6	31.6	45.9	60.1	82.8	108.2	129.5
법인세	4.6	5.9	7.0	10.1	13.2	18.2	23.8	28.5
법인세율	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	**16.3**	**20.8**	**24.7**	**35.8**	**46.9**	**64.6**	**84.4**	**101.0**

자료: 두산솔루스, 유진투자증권

도표 2 전기차 관련 소재부품업체 Valuation 비교

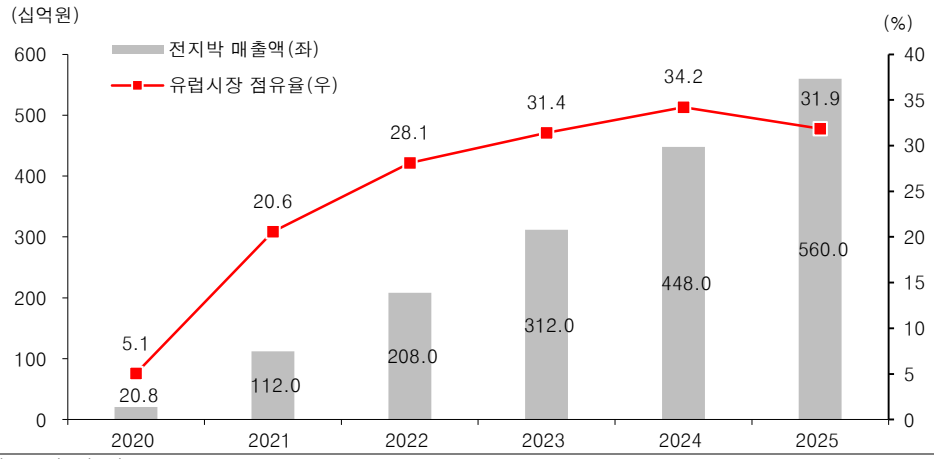
		두산솔루스	일진머티리얼즈	상아프론테크	신흥에스이씨	후성	천보	에코프로비엠
국가		한국	한국	한국	한국	한국	한국	한국
2019-10-17		4,240	36,550	16,350	33,550	8,870	64,000	49,450
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)		167.4	1,685.4	250.1	219.8	821.4	640.0	1,016.5
PER(배)								
	FY17A	-	37.3	26.0	23.4	31.7	-	-
	FY18A	-	45.7	15.5	24.5	22.3	-	-
	FY19F	**8.1**	**30.1**	**15.4**	**14.4**	**45.3**	**23.8**	**27.0**
	FY20F	**6.8**	**20.5**	**13.7**	**11.2**	**18.7**	**16.5**	**15.0**
	FY21F	**4.7**	**14.6**	**10.6**	**8.9**	**13.1**	**12.3**	**9.8**
PBR(배)								
	FY17A	-	3.3	1.8	2.2	5.3	-	-
	FY18A	-	3.6	1.6	2.8	3.3	-	-
	FY19F	**1.2**	**2.9**	**1.7**	**1.8**	**3.7**	**3.7**	**5.2**
	FY20F	**1.0**	**2.5**	**1.6**	**1.7**	**3.1**	**3.0**	**4.0**
	FY21F	**0.8**	**2.2**	**1.4**	**1.4**	**2.5**	**2.4**	**3.0**
매출액(십억원)								
	FY17A	-	454.0	153.2	133.1	248.8	87.5	289.9
	FY18A	225.8	502.0	182.1	215.4	274.9	120.1	589.2
	FY19F	264.6	602.7	204.6	267.4	259.5	146.7	695.5
	FY20F	327.8	784.2	227.6	360.8	327.0	213.9	1,140.9
	FY21F	446.0	967.1	268.8	439.7	401.5	282.2	1,726.3
영업이익(십억원)								
	FY17A	-	49.5	10.8	9.9	35.5	18.0	22.3
	FY18A	27.4	48.7	14.1	14.1	39.6	27.0	50.3
	FY19F	32.6	69.9	19.8	22.4	24.8	31.3	50.8
	FY20F	38.6	107.0	23.3	31.0	57.8	47.4	92.3
	FY21F	53.4	145.2	29.5	38.6	80.5	63.8	122.5
영업이익률(%)								
	FY17A	-	10.9	7.0	7.5	14.3	20.6	7.7
	FY18A	12.1	9.7	7.8	6.6	14.4	22.5	8.5
	FY19F	12.3	11.6	9.7	8.4	9.6	21.3	7.3
	FY20F	11.8	13.6	10.3	8.6	17.7	22.2	8.1
	FY21F	12.0	15.0	11.0	8.8	20.0	22.6	7.1
순이익(십억원)								
	FY17A	-	42.2	7.5	5.8	29.5	14.8	15.2
	FY18A	16.3	41.3	12.1	9.6	30.8	22.6	36.9
	FY19F	20.8	55.9	15.8	15.4	18.2	26.0	38.0
	FY20F	24.7	82.3	18.0	21.9	43.9	38.8	70.2
	FY21F	35.8	115.7	22.9	27.5	62.7	52.3	106.9
EV/EBITDA(배)								
	FY17A	-	20.2	12.3	10.1	16.4	-	-
	FY18A	-	23.4	9.8	13.1	13.2	-	-
	FY19F	**4.9**	**14.2**	**9.4**	**9.4**	**27.6**	**13.1**	**13.8**
	FY20F	**4.4**	**9.6**	**7.7**	**7.2**	**11.9**	**9.0**	**8.2**
	FY21F	**4.2**	**7.3**	**7.1**	**6.0**	**9.1**	**6.9**	**5.5**
ROE(%)								
	FY17A	-	10.3	7.2	9.9	18.0	21.4	14.1
	FY18A	14.8	7.8	10.6	12.5	16.0	24.5	26.7
	FY19F	**16.1**	**10.2**	**12.2**	**14.4**	**8.0**	**19.0**	**16.5**
	FY20F	**16.3**	**13.2**	**12.2**	**15.6**	**18.0**	**20.9**	**19.7**
	FY21F	**19.7**	**16.0**	**14.1**	**16.9**	**21.0**	**22.3**	**23.4**

자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 2019.10.17 종가기준, 컨센서스 기준. **두산솔루스 시가총액 및 주가는 분할상장예정가밴드 상단 기준**

유럽의 첫 전기차용 전지박 업체 매출 연평균 93% 증가 예상

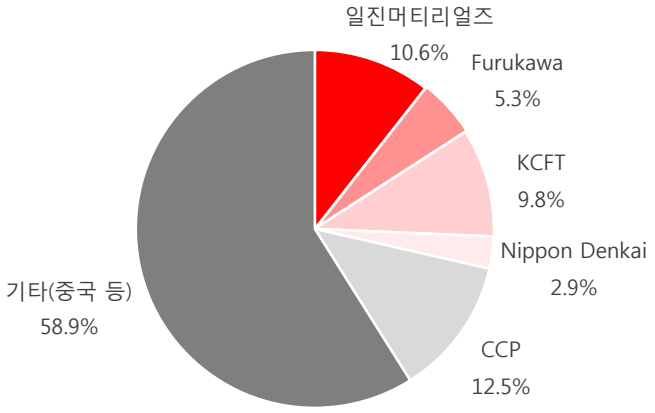
유럽 전기차 시장은 2018~2025년 연평균 30% 성장할 것으로 예상된다. 전기차용 전지박 시장은 2018년 1.4만톤에서 2023년 6.2만톤, 2025년 11만톤으로 추정된다. 두산솔루스의 헝가리 전지박 공장은 현재까지 유럽의 첫 생산설비이다. 유럽시장의 동사의 점유율은 2020년 5%에서 2023년 31%, 2025년 32%로 예상된다. 매출액은 2020년 208억원에서 2021년 1,120억원, 2023년 3,120억원, 2025년 5,600억원으로 연평균 93% 성장할 것으로 예상된다.

도표 3 동사 전지박 예상 매출액과 유럽시장 점유율 전망



자료: 유진투자증권

도표 4 글로벌 전지박 시장점유율 (2018년 기준)

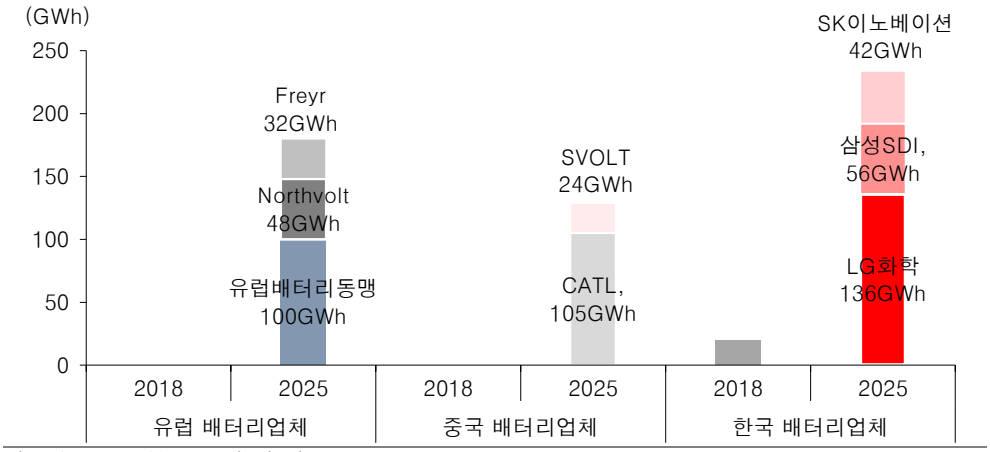


자료: 업계자료, 유진투자증권

유럽의 전기차 배터리 공장 증설 활발해 동사의 조기 안착 가능

전기차 시장의 성장률과 가시성이 가장 높은 유럽이기 때문에 주요 배터리업체들이 증설을 하고 있고, 신규업체들의 진입도 활발하다. 국내 배터리 3사인 LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션은 2018년 기준 약 20GWh의 유럽 배터리생산 공장을 확보하고 있는데, 2025년에는 약 234GWh로 10배 이상 확대할 계획이다. 신규업체인 Northvolt, Freyr도 2025년에는 70~80GWh의 생산능력을 갖출 계획을 추진하고 있다. 중국의 CATL, SVOLT 등도 최소 130GWh 이상의 공장을 건설할 예정이고, 독일과 프랑스 등 유럽국가들이 중심이 된 배터리동맹도 2~3개 공장, 100GWh 이상의 공장을 건설할 계획이다. 유럽시장에 진입하는 배터리업체들은 2040~2050년 유럽의 신차기준 완성차 시장이 100% 전기차로 전환될 것이라는 가정을 하고 있다. 이 경우 최소 연간 2,000GWh의 전기차 배터리가 필요하다. 따라서 향후에도 유럽 배터리업체들의 증설은 지속될 것으로 판단된다. 배터리의 음극 집전체로 사용되는 전지박은 대한민국의 3개업체와 중국과 일본 등 포함 6~7개 업체들이 경쟁하고 있다. 기존의 동박사업을 오래 영위한 업체들만이 제조가 가능할 정도로 시장진입 장벽이 높다. 약 60년 이상의 IT용 동박을 공급한 경험을 바탕으로 전기차용 전지박 시장에 진입한 두산솔루스의 성공 가능성은 높다고 할 수 있다.

도표 5 유럽의 배터리 증설 예상치

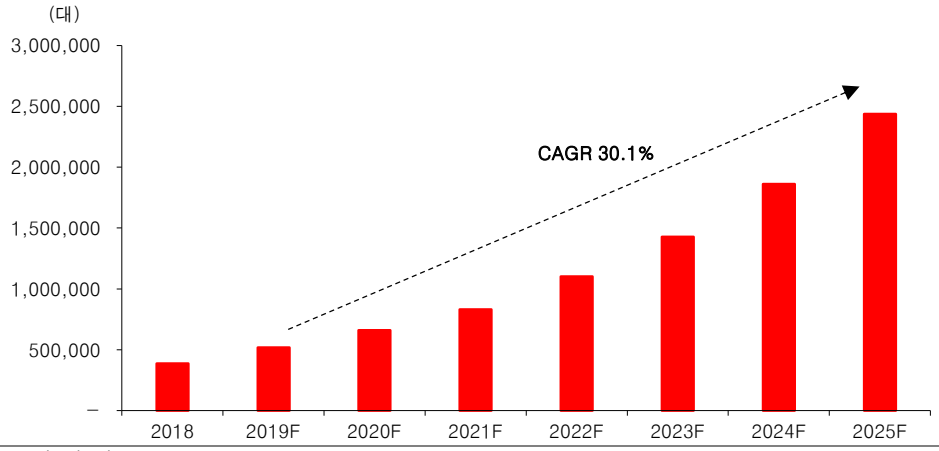


자료: 언론보도, 두산솔루스, 유진투자증권

당분간 유럽이 가장 뜨거운 전기차 시장

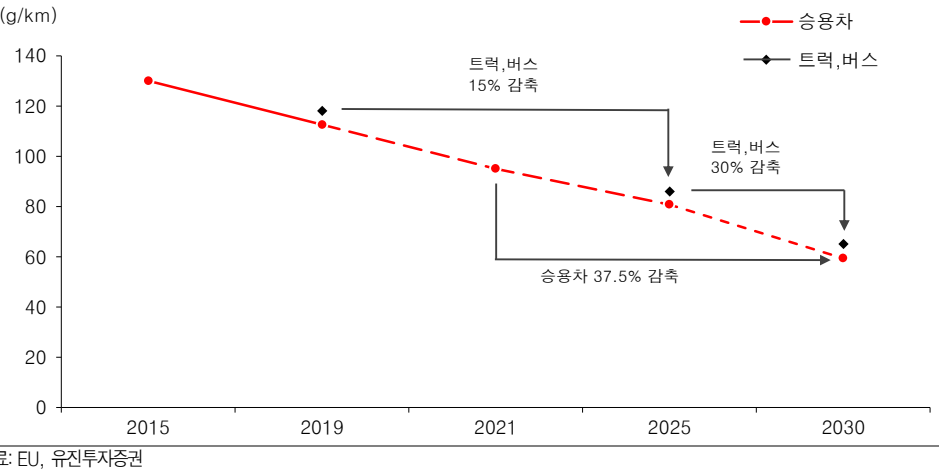
미국, 중국에 비해 성장률이 낮았던 유럽의 전기차 시장은 올해를 기점으로 성장엔진이 점화되고 있다. 당사는 2018~2025년 주요 지역별 전기차 시장 성장률에서 유럽이 30%로 미국(22%), 중국(28%)를 상회할 것으로 판단한다. 유럽의 전기차 판매가 급성장하는 이유는 강화되고 있는 탄소배출 규제때문이다. 2021년까지 대당 평균 95g/km의 이산화탄소 배출 한도를 맞추어야 하는 유럽의 완성차 업체들은 2025년까지 추가로 37.5%의 이산화탄소 배출량을 감축해야 한다. 유럽의 부문별 탄소배출 중 그동안 가장 감축 폭이 낮았던 곳이 교통부문이었다. 따라서 유럽전체가 전기차 비중을 높이는 것을 주요 정책으로 삼고 있다. 유럽 기반 완성차업체들이 전기차 신규모델을 쏟아내고 있는 이유이다. 유럽 최대업체인 폭스바겐을 예로 들면 2040년에는 생산되는 모든 차를 전기화하겠다는 로드맵을 발표한 바 있다. 이를 위해 2026년부터는 내연기관차 모델의 확대를 중단할 예정이다. 메르세데스, BMW, 푸조 등도 유사한 계획을 가지고 있다. 이를 감안하면 유럽의 신차 기준 전기차 비중은 2040~2050년에는 100%에 도달할 것으로 예상된다. 2018년말 기준 유럽의 전기차 판매비중은 2%에 불과했다.

도표 6 유럽 전기차 연간 판매량 전망



자료: 유진투자증권

도표 7 EU의 연도별 차량 CO_2 배출감축 목표

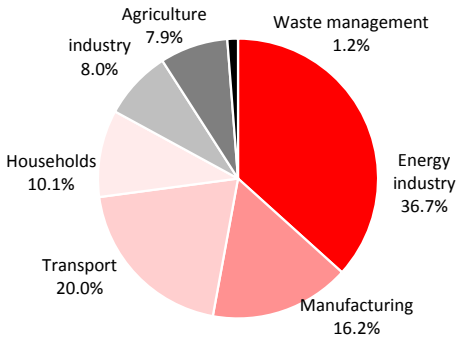


자료: EU, 유진투자증권

독일이 유럽시장 성장의 촉매

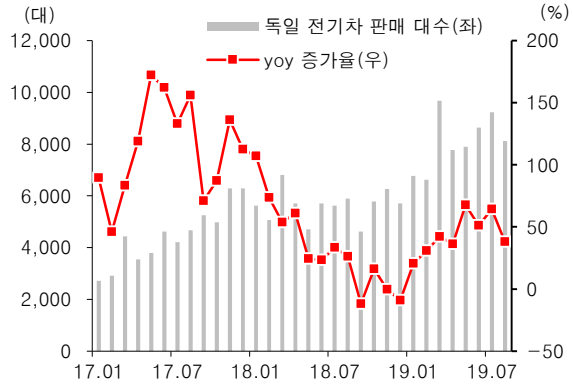
유럽 최대의 자동차시장인 독일은 그동안 디젤 위주의 정책 때문에 전기차 시장의 성장이 부진했다. 하지만 폭스바겐 스캔들 이후 정책기조가 바뀌었고, 독일 완성차업체들이 적극적인 전기차 라인업 확대 전략으로 선회하면서 유럽시장을 주도하기 시작했다. 폭스바겐의 I.D3를 시작으로 대중화모델이 내년부터 고객들에게 인도되고 BMW와 메르세데스의 프리미엄 전기차 모델의 숫자도 2020년을 기점으로 크게 증가하게 된다. 독일은 최근 2030년 탄소배출 감축안을 확정하면서 주요 추진 정책으로 전기차 확산전략을 채택했다. 보조금 대상차종을 기존 3만유로에서 4만유로의 전기차로 확대하고, 대당 보조금 한도도 4천유로에서 확대할 예정이다. 또한 2021년부터 내연기관차의 연료에 10유로/톤의 탄소세를 부과하고 이를 매년 높여 2025년 35유로, 이후 60유로까지 부과한다. 이는 소비자들에게 내연기관차 대신 전기차를 사라는 정부의 매우 적극적인 개입이다. 독일정부는 이 정책으로 2022년 1백만대, 2030년 전기차 누적 판매량을 700~1,000만까지 확대할 계획이다. 2018년말 기준 독일의 전기차 보유대수는 약 20만대에 불과했다. 연간 약 340~350만대의 자동차가 팔리는 유럽 1위 시장인 독일이 움직이기 시작했다.

도표 8 독일 부문별 탄소배출 비중



자료: Energy Brainpool, 유진투자증권

도표 9 독일 월별 전기차 판매량 및 증가율



자료: EV Sales, 유진투자증권

영국도 탄소배출 순제로 법제화로 전기차 시장 본격 육성

영국은 지난 7월 G7국가 최초로 탄소배출 순제로를 법제화했다. 탄소배출 순제로를 위해 가장 시급한 일은 교통부문이다. 영국의 신차 판매 중 전기차 비중이 2%대에 불과하기 때문이다. 자동차의 평균 보유기간이 15년에 달하는 것을 감안해 정부자문기구인 CCC(Committee on Climate Change)는 2035년부터 신차 판매는 모두 전기차로 대체할 것을 권고했다. 영국의 2018년 판매가 6만대수준이고, 전체 자동차 판매량은 240만대이다. 탄소배출 순제로 정책을 달성하기 위해서는 영국의 전기차 시장이 2035년까지 40배 커져야 하는 것이다. 국가주도의 대규모 충전 인프라 망 투자와 전기차 생산 공장 유치 등이 진행 중이다.

도표 10 영국의 탄소배출 감축 계획

Budget	Carbon budget level	Reduction below 1990 levels
1st carbon budget (2008 to 2012)	3,018 MtCO2e	25%
2nd carbon budget (2013 to 2017)	2,782 MtCO2e	31%
3rd carbon budget (2018 to 2022)	2,544 MtCO2e	37% by 2020
4th carbon budget (2023 to 2027)	1,950 MtCO2e	51% by 2025
5th carbon budget (2028 to 2032)	1,725 MtCO2e	57% by 2030
End of Budgetary period(2050)	-	100% by 2050

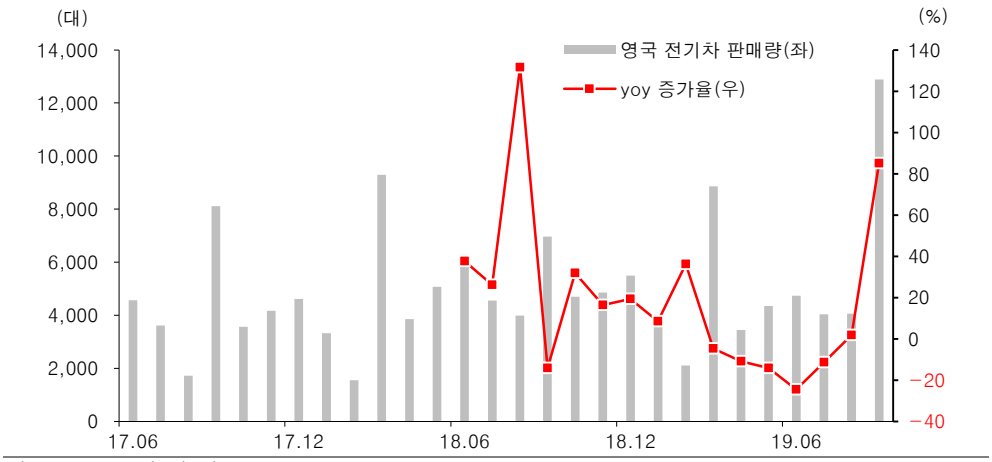
자료: GOV.UK, 유진투자증권

도표 11 영국의 탄소배출 감축 주요 방안

분야	주요 방안
건축	2050년까지 건축물 탄소배출 제로를 위한 계획 수립
운송	**2035년까지 모든 신차는 전기차로 의무화**
탄소감축시설	CCS(Carbon Capture and storage) 2030년까지 10 MtCo2 에서 20 MtCo2 이상으로 증가
폐기물	생분해성 폐기물과 매립용 폐기물의 분리 의무화
환경	2050년까지 영국면적에서 수림지 13 → 17%까지 확대
발전	**저탄소발전 비중 4배로 확대**

자료: GOV.UK, 유진투자증권

도표 12 영국 월별 전기차 판매량 및 증가율



자료: EV Sales, 유진투자증권

도표 13 유럽 국가별 전기차 판매 예상

(단위: 대)	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
유럽 전기차 판매량	**222,619**	**306,143**	**386,347**	**516,821**	**659,908**	**831,375**	**1,101,129**	**1,427,349**	**1,861,362**	**2,437,658**
%YoY	15.1%	37.5%	26.2%	33.8%	27.7%	26.0%	32.4%	29.6%	30.4%	31.0%
네덜란드	23,114	9,191	27,079	45,185	52,564	67,293	86,995	114,511	152,318	205,161
노르웨이	45,662	62,170	72,636	86,111	104,244	118,648	132,395	143,884	156,578	168,947
영국	39,283	47,263	59,911	63,810	82,041	108,653	142,467	186,183	242,937	316,995
프랑스	34,574	36,778	45,605	61,980	80,150	107,587	144,063	192,427	256,494	339,641
독일	27,404	53,562	67,504	99,243	132,096	176,423	234,960	315,754	424,763	571,274
스웨덴	13,615	20,032	28,674	38,397	48,924	62,652	80,308	101,600	128,719	162,500
스위스	6,008	8,019	10,009	15,230	19,408	24,784	32,965	43,279	57,187	76,229
덴마크	1,438	913	4,583	8,017	10,135	12,815	16,315	20,600	25,750	32,126
벨기에	9,595	14,660	13,478	16,656	21,300	27,741	36,259	47,567	61,947	81,450
스페인	4,603	7,448	11,639	17,453	23,182	31,441	42,925	58,089	78,932	106,816
오스트리아	5,237	7,227	8,848	11,673	15,288	20,160	26,492	35,196	46,954	61,603
이탈리아	3,145	4,820	9,454	14,433	20,885	28,814	40,777	58,455	84,413	124,270
포르투갈	1,970	4,237	8,241	12,656	16,098	20,608	26,403	33,658	42,978	54,973
핀란드	1,432	2,410	5,691	7,335	9,063	11,559	14,831	18,484	23,333	28,928
아일랜드	687	1,084	2,208	5,214	6,483	8,128	10,235	12,968	16,573	21,396
체코	362	494	976	1,235	1,990	2,832	4,060	5,893	8,656	12,868
아이슬랜드	862	2,881	3,439	3,703	4,335	5,102	6,050	7,228	8,543	9,993
폴란드	305	348	1,268	1,527	2,146	3,093	4,395	6,350	9,338	14,008
루마니아	164	297	732	877	1,094	1,369	1,717	2,159	2,720	3,434
에스토니아	100	113	132	149	171	196	225	258	298	344
기타	3,059	22,195	4,241	5,937	8,312	11,636	16,291	22,807	31,930	44,701
유럽 자동차 판매량	**17,312,910**	**17,965,530**	**18,026,832**	**18,207,100**	**18,389,171**	**18,573,063**	**18,758,794**	**18,946,382**	**19,135,845**	**19,327,204**
%YoY	4.8%	3.8%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
유럽 전기차 판매 비중	**1.3%**	**1.7%**	**2.1%**	**2.8%**	**3.6%**	**4.5%**	**5.9%**	**7.5%**	**9.7%**	**12.6%**

자료: EV Sales, Inside EV, 유진투자증권

도표 14 주요 완성차 업체별 전기차 판매 목표(1)

제조사	판매 목표 및 판매 전략	Target year
Toyota	700만대의 HEV, 3만대의 FCVs(연료전지) 글로벌 판매 목표	2020
	10개 이상의 순수전기차 모델 출시	2020
	Toyoya, Lexus의 전모델에서 전기차 옵션 확대	2025
	HEV 27%, PHEV 15%, BEV 6%, FCV 3%	2025
	450만대의 HEV, PHEV 판매, 100만대 이상의 BEV, FCV 판매	2030
	판매 차량 대부분을 HEV, PHEV, FCV(연료전지)로	2050
VW group	20개의 신규 BEV 모델 출시	2020
	16개의 전기차 공장 설립	2022
	연간 800,000대 수준의 전기차 모델 판매 목표	2025
	Audi, 전기차 라인업 30개이상으로 확대 (PHEV 10개, BEV 20개)	2025
	Audi America: 미국 내 판매 차량 25%는 플러그 채택 모델로 판매	2025
	Volkswagen Group: 50개의 BEV 모델, 30개의 신규 PHEV 모델 신규 출시	2025
	Volkswagen Brand: 매년 100만대의 전기차 판매	2025
	Volkswagen Group: 매년 300만대의 전기차 판매	2025
	Volkswagen Group: 300개 이상의 전기차 모델 출시	2025
	Volkswagen Group: 중국시장 85% 이상의 전기차(BEV) 판매	2040
	Volkswagen Group: 미국시장 60% 이상의 전기차(BEV) 판매	2040
	Volkswagen Group: 유럽 시장 70% 이상의 전기차(BEV) 판매	2040
GM	2023년까지 20개의 전기차 모델 추가	2023
	2026년 연간 전기차 100만대 판매(전기차 배터리 $100/kWh 이하 목표)	2026
Renault-Nissan	르노 – 150만대의 전기차 판매	2020
	르노 – 20%의 라인업을 ZEV로 구성	2022
	르노 8개의 BEV 모델 출시(80% 수준을 3D Alliance 플랫폼 활용)	2022
	인피니티 – 전기차 모델 출시	2021
	닛산 – 100만대의 전기차 연간 판매	2022
	닛산 – 중국 파트너사와 20개의 전기차 모델 개발 완료, 40개의 전기차 및 하이브리드 모델 출시	2023
Ford	13개의 신규 전기차 라인업 (현재 판매 모델 개수의 40% 이상)	2020
	머스탱 하이브리드 출시, V8 gas engine과 동급의 엔진 개발	2020
	최소 300마일 주행가능한 Small SUV 전기차 출시	2020
	40개의 전기차 모델 출시(16개 순수 전기차, 24개 하이브리드)	2022
	2022년까지 110억달러 투자 계획(연구개발비 포함)	2022
Honda	글로벌 판매의 50%를 HEV, PHEV로 달성	2030
	글로벌 판매의 15%를 BEV로 달성	2030
	US Honda와 Acura의 2/3이상을 하이브리드, PHEV로 판매	2030
Kia	전기차 연산 30만대 가동	2025
	11개의 신규 BEV, PHEV, FCV 모델 출시	

자료: Bloomberg, 언론보도 종합, 유진투자증권

도표 15 주요 완성차 업체별 전기차 판매 목표(2)

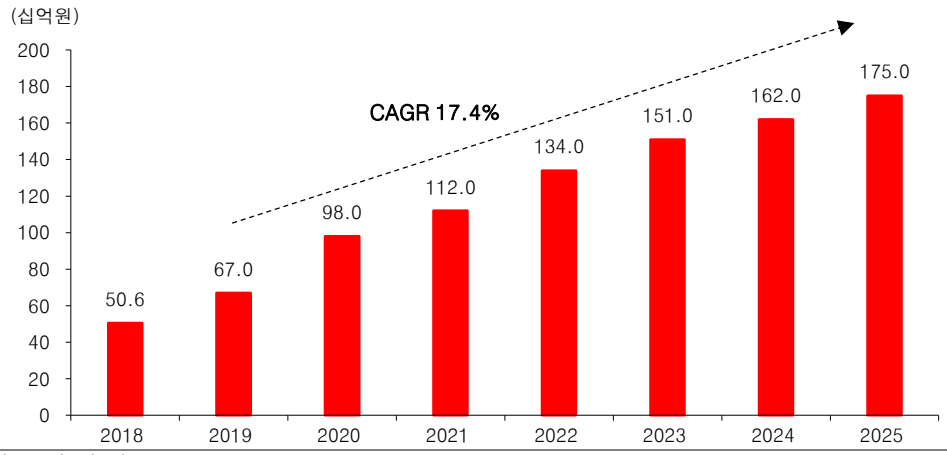
제조사	판매 목표 및 판매 전략	Target year
BMW	미국시장 전기차 10만대 판매	2020
	13개 신규 BEV, 12개 신규 전기차 모델 출시	2023
	판매 모델 전체에 BEV, PHEV 모델 출시	2025
	매년 30% 전기차 판매량 증가, 2025년 70만대 이상 판매	2025
FCA	향후 CAPEX의 20%를 차량 전동화에 투자 계획	2022
	2021년까지 이탈리아에 총 50억유로 투자, 전기차 20종 이상 출시예정	2021
	2022년까지 전동화 솔루션을 갖춘 30개 이상 차종 발표	2022
PSA	7개의 신규 PHEV 모델, 4개의 신규 BEV 라인업 확대	2020
Mercedes	8개의 신규 EV 모델 출시	2020
	1개의 상업용 EV 출시	2020
	10만대 이상 판매 달성	2020
	110억달러의 투자를 통해 2025->2022년까지 10종의 전기차 개발 계획	2022
	자동차 판매량 전체의 15~25%를 BEV로 구성	2025
Mitsubishi	3개의 신규 crossover 출시(2개의 PHEV 모델, 1개의 BEV 모델)	2020
Volvo	전 엔트리에서 PHEV 모델 출시, 신규 소형 EV모델 출시로 2019년부터 EV 모델 판매	2019
	EV 판매 100만대 달성	2025
Tesla Motors	연간 100만대 생산	2020
	3개의 신규 BEV 모델 출시 – Compact SUV, pick-up truck, heavy-duty truck, bus	
Geely	전체 판매량의 90%를 New Energy Vehicle로 달성(NEV-PHEV, BEV, FCV)	2020
JAC	전체 판매량의 30%를 New Energy Vehicle로 달성(NEV-PHEV, BEV, FCV)	2025
BJEV(BAIC)	20만대의 전기차 판매 달성	2020
Changan	34개의 NEV 모델 출시	2025
BYD	15만대 판매	2016
Peugeot	3개의 플러그인 하이브리드, 2개의 순수전기차 출시계획, 2019년까지 첫 모델 시판 예상	2021
Hyundai	신규 대체연료(PHEV, BEV)모델 14개 추가 예정, 현대차 혹은 기아차 브랜드로 출시할 예정(제네시스 제외)	2020
	2020년까지 인도에 10억달러 투자, 2개의 전기차 모델 선보일 예정	2020
	2023년까지 버스와 트럭 등 전 상용차 라인업에서 친환경차 출시	2023
	2025년까지 전기차 라인업 14종으로 확대 계획	2025
Porsche	2022년까지 60억유로 투자해 전기차 모델 출시 예정	2022
Future Mobility	2020년 첫번째 전기차 모델 판매 목표	2020

자료: Bloomberg, 언론보도 종합, 유진투자증권

OLED 소재 매출 연평균 17% 증가 예상

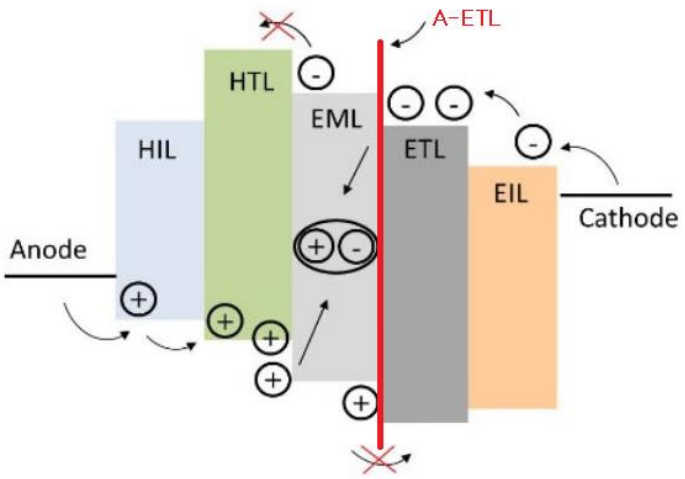
OLED 소재부문은 두산솔루스의 캐쉬카우 역할을 하고 있다. HTL(Hole Transport Layer: 정공수송층)과 A-ETL(Electron Transport Layer: 전자수송층)이 주력 매출원이다. 향후 본격적으로 성장이 예상되는 것은 A-ETL이다. 이 소재는 양극에서 발생한 정공이 정공수송층(HTL)을 지나 ETL을 침범하지 않고 발광층(EML: Emitting Layer)에서 전자와 결합하게 도와준다. A-ETL은 특히 청색 형광체의 수명과 효율을 향상시키는 데 중요한 소재이다. 적색과 녹색은 최고 100% 효율을 내는 인광재료지만 청색은 최대 25%의 효율 밖에 나지 않기 때문에 A-ETL과 같은 보조소재가 필요하다. 동사는 A-ETL의 핵심 특허를 보유하고 있고 사실상 시장을 독과점하고 있는 상태이다. 이 소재는 현재 삼성, 애플 등의 소형 OLED에 채택되어 있고 향후 대형 OLED부문으로 적용이 확대될 것으로 예상된다. OLED 소재 매출액은 2019년 670억원, 2020년 980억원, 2023년 1,510억원, 2025년 1,750억원으로 연평균 17% 성장할 것으로 추정된다.

도표 16 동사 OLED 소재부문 매출 추이 및 전망



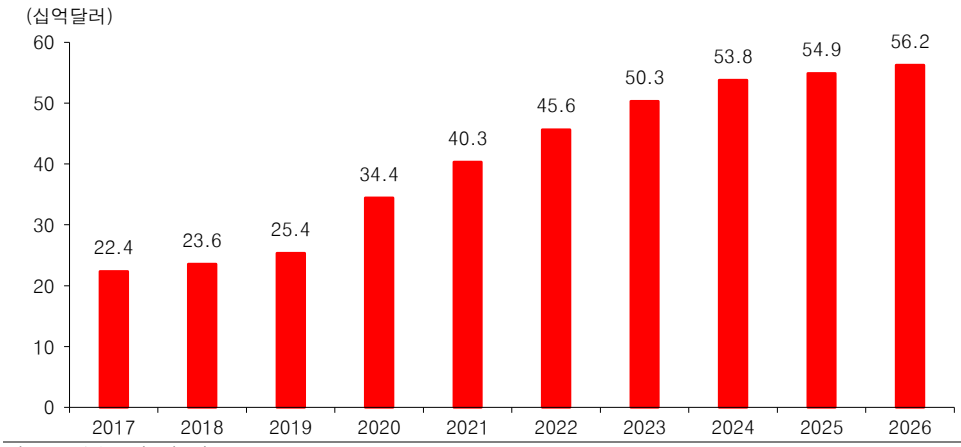
자료: 유진투자증권

도표 17 OLED 구조도와 A-ETL



자료: 유진투자증권

도표 18 OLED Display 시장 전망

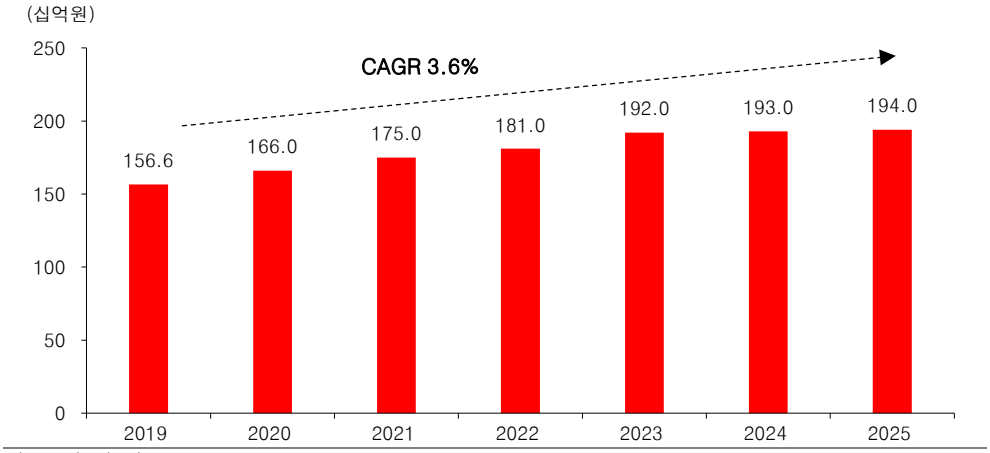


자료: IHS마킷, 유진투자증권

동박과 바이오부문은 성장률은 낮지만 안정적

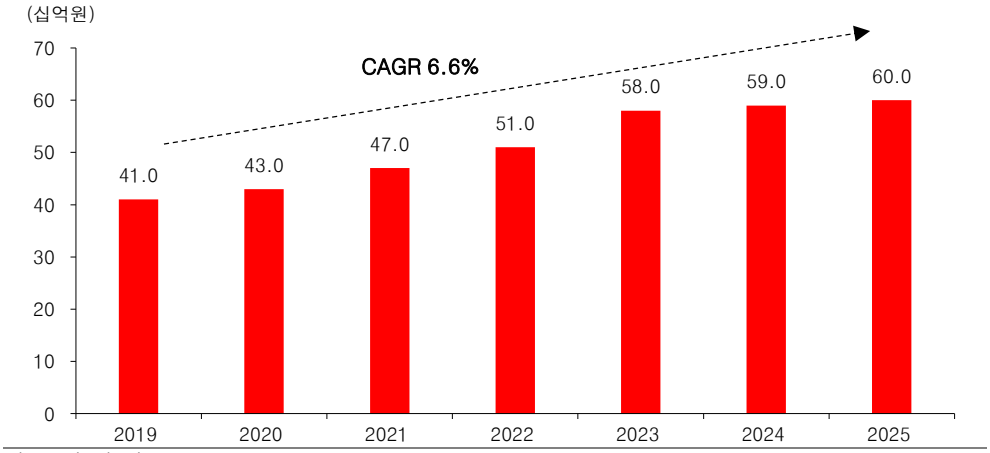
동박부문은 기존의 일반 PCB 소재 용도는 성장전망이 낮으나 5G, 반도체용 동박 시장도 열리고 있다. 5G용 동박소재는 삼성전자, 화웨이, 시스코, 노키아, 에릭슨 등 주요 업체들에게 모두 공급하고 있다. 반도체용 초극박소재는 제품 개발은 된 상태이고 내년 하반기 첫 양산예정이다. 동박 매출은 2019년 1,566억원에서 2023년 1,920억원, 2025년 1,940억원으로 연평균 4% 증가할 것으로 추정된다. 바이오부문은 천연기반 보습제인 세라마이드가 주력 아이템이다. 국내 유일의 천연 세라마이드 제조업체로 시장을 독과점하며 아모레퍼시픽, LG생활건강 등에 납품하고 있다. 이 외 천연기반의 의약품 소재와 인지력 개선 건강기능식품을 확보하고 있다. 관련매출은 2019년 410억원에서 2023년 580억원, 2025년 600억원으로 연평균 7% 증가할 것으로 예상된다.

도표 19 동사 동박부문 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 20 동사 바이오부문 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

두산솔루스(336370.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
자산총계	**260.2**	**306.4**	**395.0**	**477.3**	**601.5**
유동자산	145.0	158.6	192.3	205.0	255.5
현금성자산	54.9	83.1	104.0	73.7	71.7
매출채권	40.7	36.2	40.4	55.0	70.8
재고자산	46.4	36.2	44.9	73.3	110.1
비유동자산	115.2	147.8	202.7	272.3	346.0
투자자산	55.0	64.5	79.8	108.6	139.8
유형자산	50.7	74.0	113.7	154.7	197.3
기타	9.5	9.4	9.2	9.0	8.9
부채총계	**141.7**	**167.1**	**231.0**	**277.5**	**354.8**
유동부채	43.6	58.8	82.7	99.0	136.2
매입채무	25.0	36.2	55.7	67.2	99.1
유동성이자부채	15.5	19.5	23.9	28.7	34.1
기타	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
비유동부채	98.1	108.2	148.4	178.5	218.6
비유동이자부채	79.5	89.5	129.5	159.5	199.5
기타	18.6	18.7	18.9	19.0	19.1
자본총계	**118.5**	**139.3**	**164.0**	**199.8**	**246.7**
지배지분	118.5	139.3	164.0	199.8	246.7
자본금	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
자본잉여금	42.7	42.7	42.7	42.7	42.7
이익잉여금	69.8	90.6	115.2	151.1	197.9
기타	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**118.5**	**139.3**	**164.0**	**199.8**	**246.7**
총차입금	95.0	109.0	153.4	188.2	233.6
순차입금	40.1	25.9	49.4	114.6	161.9

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	**225.8**	**264.6**	**327.8**	**446.0**	**574.0**
증가율(%)	-	17.2	23.9	36.1	28.7
매출원가	164.6	193.2	242.6	338.1	440.3
매출총이익	**61.2**	**71.4**	**85.2**	**107.9**	**133.7**
판매 및 일반관리비	33.8	38.8	46.6	54.5	62.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**27.4**	**32.6**	**38.6**	**53.4**	**71.1**
증가율(%)	-	19.1	18.5	38.3	33.0
EBITDA	**32.2**	**39.5**	**49.1**	**67.6**	**89.1**
증가율(%)	1.5	22.8	24.4	37.7	31.8
영업외손익	**(6.5)**	**(6.0)**	**(7.0)**	**(7.5)**	**(11.0)**
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자비용	3.0	3.9	4.7	6.0	7.6
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(3.6)	(2.1)	(2.4)	(1.6)	(3.5)
세전순이익	**20.9**	**26.6**	**31.6**	**45.9**	**60.1**
증가율(%)	-	27.4	18.9	45.1	30.8
법인세비용	4.6	5.9	7.0	10.1	13.2
당기순이익	**16.3**	**20.8**	**24.7**	**35.8**	**46.9**
증가율(%)	-	27.4	18.9	45.1	30.8
지배주주지분	16.3	20.8	24.7	35.8	46.9
증가율(%)	-	27.4	18.9	45.1	30.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	**-**	**526**	**625**	**908**	**1,187**
증가율(%)	-		18.9	45.1	30.8
수정EPS(원)	**-**	526	625	908	1,187
증가율(%)	-		18.9	45.1	30.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
영업현금	**11.0**	**63.3**	**81.3**	**47.6**	**83.2**
당기순이익	16.3	20.8	24.7	35.8	46.9
자산상각비	4.8	6.9	10.5	14.2	18.0
기타비현금성손익	0.0	9.8	39.6	29.1	39.0
운전자본증감	(10.1)	25.9	6.6	(31.5)	(20.7)
매출채권감소(증가)	(3.7)	4.5	(4.2)	(14.6)	(15.8)
재고자산감소(증가)	(4.9)	10.2	(8.7)	(28.4)	(36.8)
매입채무증가(감소)	(1.7)	11.2	19.4	11.5	31.9
기타	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	**(10.0)**	**(39.1)**	**(64.8)**	**(82.7)**	**(90.5)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(9.1)	(14.8)	(27.7)	(30.0)
설비투자	(10.0)	(30.0)	(50.0)	(55.0)	(60.5)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무현금	**0.0**	**4.0**	**4.4**	**4.8**	**5.3**
차입금증가	0.0	4.0	4.4	4.8	5.3
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	**1.0**	**28.2**	**20.9**	**(30.3)**	**(2.0)**
기초현금	3.9	4.9	33.1	54.0	23.7
기말현금	4.9	33.1	54.0	23.7	21.7
Gross Cash flow	21.1	37.4	74.7	79.1	103.9
Gross Investment	20.1	13.2	58.2	114.2	111.2
Free Cash Flow	**1.0**	**24.2**	**16.5**	**(35.1)**	**(7.3)**

주요투자지표

	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS		526	625	908	1,187
BPS		3,529	4,155	5,063	6,250
DPS					
밸류에이션(배,%)					
PER		8.1	6.8	4.7	3.6
PBR		1.2	1.0	0.8	0.7
EV/ EBITDA		4.9	4.4	4.2	3.7
배당수익율					
PCR		4.5	2.2	2.1	1.6
수익성(%)					
영업이익율	12.1	12.3	11.8	12.0	12.4
EBITDA이익율	14.2	14.9	15.0	15.2	15.5
순이익율	7.2	7.8	7.5	8.0	8.2
ROE	14.8	16.1	16.3	19.7	21.0
ROIC	21.8	24.4	25.2	24.1	22.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	33.8	18.6	30.1	57.3	65.6
유동비율	332.7	269.5	232.6	207.0	187.6
이자보상배율	9.2	8.3	8.3	8.8	9.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1
매출채권회전율	5.8	6.9	8.6	9.4	9.1
재고자산회전율	5.1	6.4	8.1	7.5	6.3
매입채무회전율	8.7	8.6	7.1	7.3	6.9

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가 대비	괴리율(%) 최고(최저) 주가대비
2019-10-18	BUY	11,000	1년		

두산솔루스(336370.KS) 주가 및 목표주가 추이
(담당애널리스트 한병화)