두산솔루스
(336370.KS)

OLED 가 받쳐주고, 전기차가 밀고

EV

2020. 01.13



EV/Alternative Energy 한병화
02)368-6171
bhh1026@eugenefn.com



BUY(유지)

목표주가(12M, 상향)	27,000원
현재주가(1/10)	24,900원

Key Data	(기준일: 2020.01.10)
KOSPI(pt)	2,206
KOSDAQ(pt)	673
액면가(원)	100
시가총액(십억원)	762
52 주 최고/최저(원)	25,250 / 4,240
52 주 일간 Beta	4.33
발행주식수(천주)	30,590
평균거래량(3M,천주)	674
평균거래대금(3M,백만원)	12,534
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	6.7
주요주주 지분율(%)	
두산 외 31 인	65.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.1	-	-	-
KOSPI 대비상대수익률	20.0	-	-	-

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019F	2020F
매출액(십억원)	225.8	263.2	327.8
영업이익(십억원)	27.4	37.5	41.6
세전계속사업손익(십억원)	20.9	31.5	34.6
당기순이익(십억원)	16.3	24.6	27.0
EPS(원)	-	623	684
증감률(%)	-	-	9.8
PER(배)	-	40.0	36.4
ROE(%)	-	18.8	17.2
PBR(배)	-	6.9	5.8
EV/EBITDA(배)	-	19.8	17.3

▪ 투자의견 BUY 유지, 목표주가 27,000 원으로 상향

두산솔루스에 대해 목표주가를 기존의 21,000 원에서 27,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2021 년 EPS 908 원 기준 PER 30 배 수준이다(우선주 포함 밸류에이션). 2021 년은 동사의 전기차용 전지박 공장의 1 단계 캐파가 완전 가동되면서 매출이 기록되는 첫 해이다. 1 단계 1 만톤의 전지박 물량은 사실상 확정된 것으로 파악되고 있어, 빠르면 올해 내로 추가 증설에 대한 구체적인 계획이 확정될 수 있을 것으로 판단된다. 또한 고객사의 OLED 추가 투자가 확정되어 동사의 신규 소재 매출도 예상된다. 전기차는 물론, OLED 핵심소재업체들도 시장대비 높은 밸류에이션을 받고 있기 때문에 두 개의 성장 기반을 장착한 동사의 가치가 빛나는 것은 당연한 시점이다.

▪ 유럽에만 특화된 전기차 매출이 상대적으로 매력도 높아

당분간 글로벌 전기차 시장의 핵심은 유럽이다. 보조금이 낮아지면서 수요가 둔화된 중국과 미국과 달리 유럽은 고성장을 구가하고 있다. 이산화탄소 배출규제가 올해부터 시작되고 순수전기차 판매 인센티브가 2020 년 2.0 에서 2021 년 1.67 배, 2022 년 1.33 배로 낮아진다. 따라서 유럽의 완성차 업체들은 올해부터 전기차 판매확대를 위해 전력투구를 할 수 밖에 없는 입장이다. 두산솔루스는 현재까지는 유럽에서 유일한 배터리용 전지박 공장을 보유하고 있다. 유럽시장에만 공급할 예정이어서 유럽 전기차 시장의 변화만 신경쓰면 된다. 유럽은 2030 년까지 확정된 이산화탄소배출 규제뿐 아니라 2050 년 탄소배출 순제로 목표를 달성하기 위해서 2040 년 전후에는 신차판매의 100%를 전기차로 채워야 할 것으로 추정된다. 동사의 전지박 사업의 매력도가 여타업체들보다 높은 이유이다.

▪ 2020 년에는 OLED 가 2021 년부터는 전지박이 이익성장 견인

두산솔루스의 2020 년 매출액과 영업이익은 각각 3,278 억원, 416 억원으로 2019 년 대비 25%, 11% 증가할 것으로 추정된다. 매출액보다 영업이익 증가율이 낮은 것은 전지박 공장 가동에 따른 감가상각비와 인건비 등 비용이 약 150 억원 이상 증가할 것으로 추정되는데 비해 매출 발생은 하반기부터 본격화되기 때문이다. 2021 년에는 전지박 공장이 풀가동되면서 매출액과 영업이익이 각각 4,460 억원, 534 억원으로 2020 년 대비 36%, 29% 급증할 것으로 추정한다.

도표 1 두산솔루스 실적 추정

(십억원)	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	**225.8**	**263.2**	**327.8**	**446.0**	**574.0**	**713.0**	**862.0**	**989.0**
증가율		*16.6*	*24.5*	*36.1*	*28.7*	*24.2*	*20.9*	*14.7*
OLED	50.6	64.8	98.0	112.0	134.0	151.0	162.0	175.0
동박	145.5	159.4	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	39.0	43.0	47.0	51.0	58.0	59.0	60.0
매출원가	164.6	186.9	239.6	338.1	440.3	547.6	661.2	758.6
매출원가율	72.9%	71.0%	73.1%	75.8%	76.7%	76.8%	76.7%	76.7%
매출총이익	61.2	76.3	88.2	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**	**37.5**	**41.6**	**53.4**	**71.1**	**94.6**	**121.5**	**144.8**
증가율		*36.9*	*10.9*	*28.5*	*33.0*	*33.1*	*28.5*	*19.1*
영업이익률	12.1%	14.3%	12.7%	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	31.5	34.6	45.9	60.1	82.8	108.2	129.5
법인세	4.6	6.9	7.6	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**	**24.6**	**27.0**	**35.8**	**46.9**	**64.6**	**84.4**	**101.0**

자료: 유진투자증권

도표 2 국가별 전기차 판매 예상

(단위: 대)	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
북미 전기차 판매량	**169,339**	**218,855**	**404,307**	**410,509**	**505,960**	**643,740**	**818,664**	**1,037,897**	**1,306,515**	**1,645,499**
미국 전기차 판매량	**158,614**	**199,826**	**361,307**	**358,484**	**440,632**	**561,277**	**714,523**	**905,919**	**1,140,701**	**1,436,840**
%YoY	36.6%	26.0%	80.8%	-0.8%	22.9%	27.4%	27.3%	26.8%	25.9%	26.0%
미국 자동차 판매량	17,464,777	17,132,023	17,825,062	18,359,814	18,910,608	19,477,927	20,062,264	20,664,132	21,284,056	21,922,578
%YoY	0.4%	-1.9%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
미국 전기차 판매 비중	**0.9%**	**1.2%**	**2.0%**	**2.0%**	**2.3%**	**2.9%**	**3.6%**	**4.4%**	**5.4%**	**6.6%**
캐나다 전기차 판매량	10,725	19,029	43,000	52,026	65,328	82,463	104,141	131,978	165,814	208,659
아시아, 대양주 전기차 판매량	**382,565**	**672,988**	**1,190,105**	**1,271,868**	**1,498,255**	**1,858,214**	**2,290,872**	**2,827,284**	**3,505,236**	**4,330,927**
중국 전기차 판매량	**351,861**	**600,174**	**1,102,375**	**1,165,414**	**1,367,945**	**1,700,592**	**2,100,075**	**2,594,226**	**3,220,294**	**3,968,656**
%YoY	69.7%	70.6%	83.7%	5.7%	17.4%	24.3%	23.5%	23.5%	24.1%	23.2%
중국 자동차 판매량	27,938,931	28,941,381	28,080,577	26,676,548	27,476,845	28,301,150	29,150,184	30,024,690	30,925,431	31,853,194
%YoY	13.7%	3.6%	-2.8%	-5.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
중국 전기차 판매 비중	**1.3%**	**2.1%**	**3.9%**	**4.4%**	**5.0%**	**6.0%**	**7.2%**	**8.6%**	**10.4%**	**12.5%**
일본 전기차 판매량	**22,375**	**55,945**	**52,103**	**49,801**	**60,192**	**73,107**	**88,867**	**110,050**	**136,491**	**174,538**
%YoY	-11.6%	150.0%	-6.9%	-4.4%	20.9%	21.5%	21.6%	23.8%	24.0%	27.9%
일본 자동차 판매량	4,970,266	5,234,175	5,264,024	5,369,304	5,476,691	5,586,224	5,697,949	5,811,908	5,928,146	6,046,709
%YoY	-1.5%	5.3%	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
일본 전기차 판매 비중	**0.5%**	**1.1%**	**1.0%**	**0.9%**	**1.1%**	**1.3%**	**1.6%**	**1.9%**	**2.3%**	**2.9%**
한국 전기차 판매량	6,107	13,874	31,000	51,029	62,415	74,985	90,097	108,270	130,039	164,665
호주 전기차 판매량	1,810	2,111	3,104	3,814	4,731	5,889	7,352	9,204	11,554	14,541
뉴질랜드 전기차 판매량	412	884	1,523	1,811	2,972	3,642	4,481	5,534	6,858	8,526
기타 아시아 총합	8,329	16,869	35,627	56,653	70,117	84,516	101,930	123,008	148,451	187,732
유럽 전기차 판매량	**222,619**	**306,143**	**386,347**	**550,680**	**694,150**	**902,691**	**1,169,639**	**1,519,849**	**1,986,110**	**2,605,417**
%YoY	15.1%	37.5%	26.2%	42.5%	26.1%	30.0%	29.6%	29.9%	30.7%	31.2%
네덜란드	23,114	9,191	27,079	66,630	64,416	81,527	104,432	136,000	178,546	236,648
노르웨이	45,662	62,170	72,636	79,640	96,926	111,288	124,180	135,055	148,133	161,427
영국	39,283	47,263	59,911	72,584	92,241	121,930	159,682	208,445	271,504	353,571
프랑스	34,574	36,778	45,605	61,261	79,147	105,626	140,688	187,015	248,086	327,237
독일	27,404	53,562	67,504	104,703	144,341	199,228	267,351	361,846	490,219	663,683
스웨덴	13,615	20,032	28,674	40,399	52,065	66,486	84,995	107,335	135,746	171,166
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	9,409	11,779	14,920	18,993	24,053	30,290	38,089
벨기에	9,595	14,660	13,478	17,766	23,410	30,505	39,877	52,300	67,431	87,778
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	2,394	3,517	4,551	6,469	9,325	13,638	20,261
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%**	**3.0%**	**3.8%**	**4.9%**	**6.2%**	**8.0%**	**10.4%**	**13.5%**
전세계 자동차 판매량	91,458,490	92,647,748	92,654,055	92,746,709	93,674,176	95,547,660	97,458,613	99,407,785	101,395,941	103,423,860
%YoY	4.6%	1.3%	0.01%	0.1%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
전세계 전기차 판매량	**774,384**	**1,197,986**	**1,980,759**	**2,233,058**	**2,698,365**	**3,404,645**	**4,279,176**	**5,385,030**	**6,797,862**	**8,581,843**
%YoY	40.7%	54.7%	65.4%	12.7%	20.8%	26.2%	25.7%	25.8%	26.2%	26.2%
전세계 전기차 판매 비중	**0.8%**	**1.3%**	**2.1%**	**2.4%**	**2.9%**	**3.6%**	**4.4%**	**5.4%**	**6.7%**	**8.3%**

자료: EV-Sales, 유진투자증권

두산솔루스(336370.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
자산총계	**260.2**	**310.0**	**401.1**	**483.4**	**607.6**
유동자산	145.0	162.5	198.4	211.1	261.6
현금성자산	54.9	87.4	110.1	79.8	77.8
매출채권	40.7	36.1	40.4	55.0	70.8
재고자산	46.4	36.1	44.9	73.3	110.1
비유동자산	115.2	147.5	202.7	272.3	346.0
투자자산	55.0	64.1	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**	**166.9**	**231.0**	**277.5**	**354.8**
유동부채	43.6	58.6	82.7	99.0	136.2
매입채무	25.0	36.1	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**	**143.1**	**170.1**	**205.9**	**252.8**
지배지분	118.5	143.1	170.1	205.9	252.8
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	94.4	121.4	157.2	204.0
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**	**143.1**	**170.1**	**205.9**	**252.8**
총차입금	95.0	109.0	153.4	188.2	233.6
순차입금	40.1	21.6	43.3	108.4	155.8

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
매출액	**225.8**	**263.2**	**327.8**	**446.0**	**574.0**
증가율(%)	0.0	16.6	24.5	36.1	28.7
매출원가	164.6	186.9	239.6	338.1	440.3
매출총이익	**61.2**	**76.3**	**88.2**	**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**	**37.5**	**41.6**	**53.4**	**71.1**
증가율(%)	(0.0)	36.9	10.9	28.5	33.0
EBITDA	**32.2**	**44.4**	**52.1**	**67.6**	**89.1**
증가율(%)	1.5	38.0	17.3	29.9	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**	**31.5**	**34.6**	**45.9**	**60.1**
증가율(%)	(0.9)	50.8	9.8	32.8	30.8
법인세비용	4.6	6.9	7.6	10.1	13.2
당기순이익	**16.3**	**24.6**	**27.0**	**35.8**	**46.9**
증가율(%)	(2.2)	50.8	9.8	32.8	30.8
지배주주지분	16.3	24.6	27.0	35.8	46.9
증가율(%)	(2.2)	50.8	9.8	32.8	30.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)		**623**	**684**	**908**	**1,538**
증가율(%)		적지	9.8	32.8	69.5
수정EPS(원)		807	886	1,176	1,538
증가율(%)		적지	9.8	32.8	30.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
영업현금	**11.0**	**67.3**	**83.4**	**47.6**	**83.2**
당기순이익	16.3	24.6	27.0	35.8	46.9
자산상각비	4.8	6.9	10.5	14.2	18.0
기타비현금성손익	0.0	9.8	39.5	29.1	39.0
운전자본증감	(10.1)	26.1	6.4	(31.5)	(20.7)
매출채권감소(증가)	(3.7)	4.7	(4.4)	(14.6)	(15.8)
재고자산감소(증가)	(4.9)	10.4	(8.8)	(28.4)	(36.8)
매입채무증가(감소)	(1.7)	11.1	19.6	11.5	31.9
기타	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
투자현금	**(10.0)**	**(38.8)**	**(65.2)**	**(82.7)**	**(90.5)**
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(8.8)	(15.2)	(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**	**32.5**	**22.7**	**(30.3)**	**(2.0)**
기초현금	3.9	4.9	37.4	60.1	29.8
기말현금	4.9	37.4	60.1	29.8	27.8
Gross Cash flow	21.1	41.2	77.0	79.1	103.9
Gross Investment	20.1	12.7	58.7	114.2	111.2
Free Cash Flow	**1.0**	**28.5**	**18.3**	**(35.1)**	**(7.3)**

주요투자지표

	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS		623	684	908	1,538
BPS		3,626	4,310	5,217	6,404
DPS		0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER		40.0	36.4	27.4	16.2
PBR		6.9	5.8	4.8	3.9
EV/ EBITDA		19.8	17.3	14.3	11.4
배당수익율		-	-	-	-
PCR		23.8	12.8	12.4	9.5
수익성(%)					
영업이익율	12.1	14.3	12.7	12.0	12.4
EBITDA이익율	14.2	16.9	15.9	15.2	15.5
순이익율	7.2	9.3	8.2	8.0	8.2
ROE	14.8	18.8	17.2	19.1	20.4
ROIC	21.8	28.1	27.1	24.1	22.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	33.8	15.1	25.5	52.7	61.6
유동비율	332.7	277.2	240.0	213.2	192.1
이자보상배율	9.2	9.5	8.9	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 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.12.31 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	-13.6	9.5
2019-10-24	Buy	15,000	1년	27.1	8.3
2019-11-06	Buy	15,000	1년	32.9	23.3
2019-11-18	Buy	15,000	1년	34.2	26.0
2019-12-06	Buy	21,000	1년	-2.7	18.6
2019-12-16	Buy	21,000	1년	-1.2	18.6
2019-12-30	Buy	21,000	1년	11.2	18.6
2020-01-13	Buy	27,000	1년		

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

