

2차전지/디스플레이

배터리와 OLED를 포트폴리오에 담고 싶다면?

두산솔루스 분할 상장, 전지박 사업 성장성 확실

10월 18일 분할 상장 예정인 두산솔루스의 전지박 사업부 CAPA는 2020년 1만톤, 2025년 5만톤 수준으로 증가할 전망이다. 1GWh당 전지박 소요량이 현재 700톤 수준에서 향후 500톤 까지 하락함을 가정할 경우 유럽 지역 배터리 셀 업체들(LG화학, 삼성SDI, SK이노베이션, CATL, Northvolt 등)의 유럽 공장과 근거리인 헝가리에서 진행되는 점 감안하면 향후 실적 가시성은 높다고 판단된다. 두산솔루스에서 제시하는 2025년 전지박 매출은 8,000억원이며 이는 5만톤 CAPA에 현재 시장 내 중대형전지 박 전지박 평균 가격인 kg당 14달러 수준을 가정한 것으로 추정된다.

또 하나의 성장축 : OLED 소재

두산솔루스 성장의 한 축을 담당하는 OLED 소재 부문 주요 제품은 aETL(a Electron Transfer Layer), HTL(Hole Transfer Layer), HIL(Hole Injection Layer)이며, 특히 aETL이 향후 성장을 이끌 핵심 동력이다. aETL은 Hole(정공)이 지나치게 빨리 EML(Emitting Layer)을 통과해 색상 및 효율이 감소하는 것을 방지하는 제품으로, 정공이 EML을 지나쳐 ETL(전자수송층)로 넘어오는 것을 막아주기 때문에 정공방어층이라고도 불린다. 특히 삼성디스플레이가 향후 QD-OLED 발광원으로 청색 형광재료를 활용할 가능성이 높은 상황에서 발광 효율이 낮은 청색 형광재료 보호해주는 Aetl의 수요가 증가할 전망이며 이에따라 두산 솔루스 OLED 소재 사업부의 시장 가치는 더욱 상승할 전망이다.

시장가치 급상승 전망

두산이 발표한 인적 분할 비율은 존속 법인 91 : 3 : 6 = 존속 법인(두산) : 신설법인 1(두산솔루스) : 신설법인 2(두산퓨얼셀) 이다. 2019년 예상 매출 2,590억원(전지박 부문 1,600억원, 첨단소재 부문 990억원)과 전지박 및 OLED 소재 업체들의 평균 마진 수준(전지박 10% 이상, OLED 소재 20% 이상) 감안하면 신설 법인 두산솔루스의 시장가치는 분할 비율 대비 매우 높을 것으로 판단된다.

Update

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(9월 19일)
일진머티리얼즈(020150)	BUY	52,000원	40,750원
덕산네오룩스(213420)	BUY	24,000원	21,050원

Financial Data

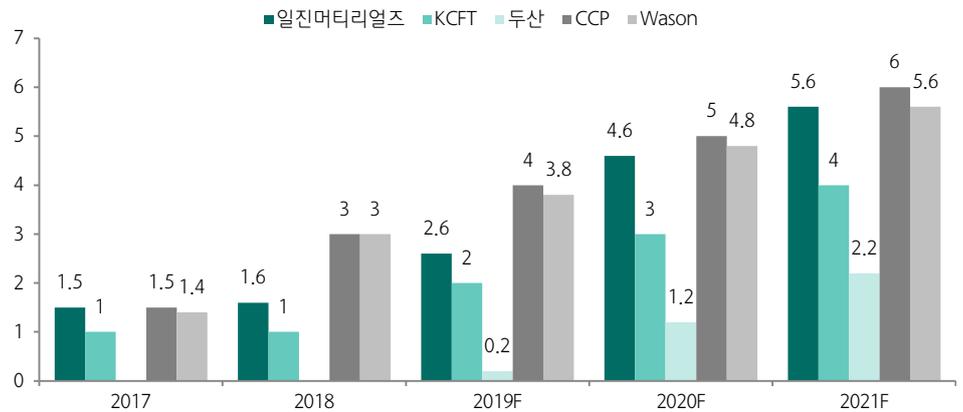
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	554	593	714	921	1,077
영업이익	십억원	68	69	85	115	140
세전이익	십억원	60	75	89	119	145
순이익	십억원	59	60	70	93	114
EPS	원	11,384	10,801	12,600	16,754	20,407
증감률	%	29.66	(5.12)	16.66	32.97	21.80
PER	배	27.56	39.14	31.29	23.53	19.32
PBR	배	3.60	3.33	3.18	2.83	2.49
EV/EBITDA	배	21.78	20.91	17.96	13.56	11.13
ROE	%	9.03	8.98	9.38	11.09	11.90
BPS	원	117,447	120,166	134,376	151,130	171,537
DPS	원	427	0	0	0	0

자료: 하나금융투자



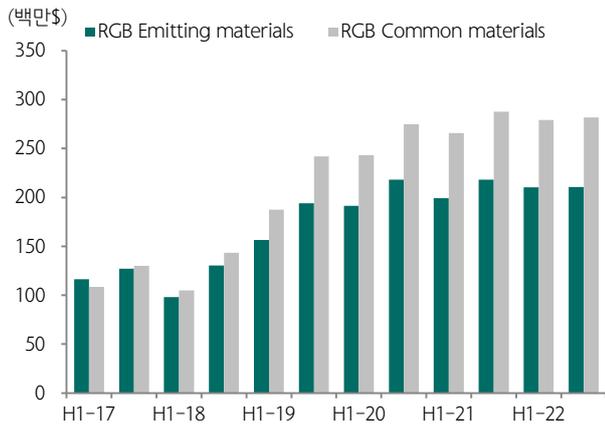
Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

그림 1. 주요 전지박/동박 업체 연간 CAPA 추이 및 전망



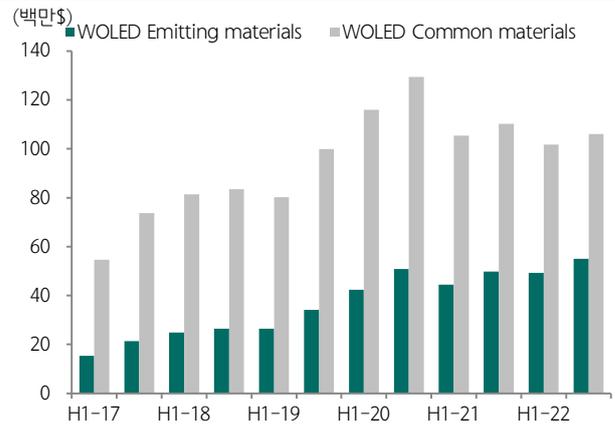
자료: 하나금융투자

그림 2. RGB Type OLED 소재 시장 규모 추이 및 전망



자료: IHS, 하나금융투자

그림 3. WOLED Type OLED 소재 시장 규모 추이 및 전망



자료: IHS, 하나금융투자

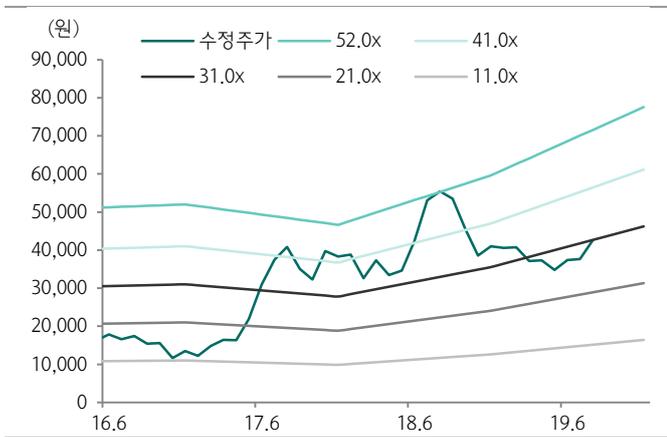
표 1. 일진머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F	2020F
매출	116	120	130	137	121	152	165	182	454	502	621	809
I2B(전기차)	50	54	57	59	49	60.2	93	101	172	220	303	501
ICS(PCB)	21	18	18	17	15	16	21	17	100	75	70	81
Others	6	7	8	6	5	7	7	8	23	26	26	30
연결회사	39	41	47	55	52	68	45	57	159	181	222	198
YoY												
매출	16%	7%	4%	16%	5%	27%	28%	33%	15%	11%	24%	30%
I2B(전기차)	35%	34%	18%	28%	-2%	11%	64%	71%	13%	28%	38%	65%
ICS(PCB)	-21%	-35%	-24%	-17%	-28%	-10%	15%	-1%	19%	-25%	-7%	17%
Others	-27%	23%	13%	79%	-19%	11%	-16%	37%	-1%	11%	2%	13%
연결회사	39%	6%	3%	15%	34%	68%	-4%	2%	19%	14%	22%	-11%
매출비중												
I2B(전기차)	43%	45%	44%	43%	41%	40%	56%	55%	38%	44%	49%	62%
ICS(PCB)	18%	15%	14%	13%	13%	11%	13%	9%	22%	15%	11%	10%
Others	5%	6%	6%	4%	4%	5%	4%	4%	5%	5%	4%	4%
연결회사	34%	34%	36%	40%	43%	45%	27%	31%	35%	36%	36%	24%
영업이익	8	14	17	9	13	17	17	18	50	49	66	90
YoY	-43%	-4%	25%	32%	59%	25%	-1%	95%	33%	-2%	35%	36%
영업이익률	7%	12%	13%	7%	10%	11%	10%	10%	11%	10%	11%	11%

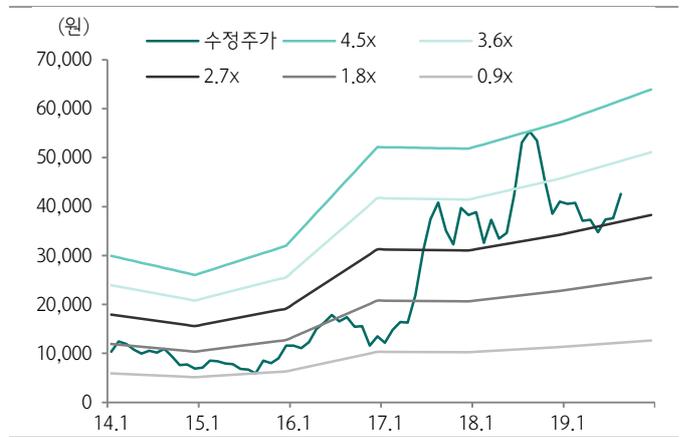
자료: 하나금융투자

그림 4. 일진머티리얼즈 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 5. 일진머티리얼즈 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

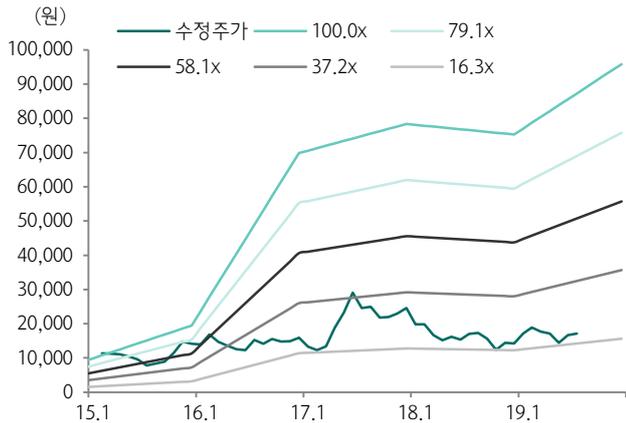
표 2. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	22.7	22.3	24.9	20.7	19.3	22.6	25.4	25.8	90.7	93.2	111.2
YoY	16%	-16%	-10%	-21%	-15%	1%	2%	25%	-10%	3%	19%
QoQ	-13%	-2%	12%	-17%	-7%	17%	12%	2%			
HTL & R-Prime	17.6	16.8	19.5	18.3	15.1	17.9	20.4	21.0	72.1	74.5	85.6
Red Host	5.1	5.6	5.4	2.4	4.2	4.7	5.0	4.8	18.6	18.7	25.6
영업이익	3.6	4.2	7.5	4.9	2.2	3.9	6.4	7.1	20.3	19.6	25.6
YoY	1%	-16%	25%	31%	-41%	-7%	-15%	45%	10%	-4%	31%
QoQ	-2%	15%	79%	-35%	-56%	83%	64%	11%			
영업이익률	16%	19%	30%	24%	11%	17%	25%	28%	22%	21%	23%

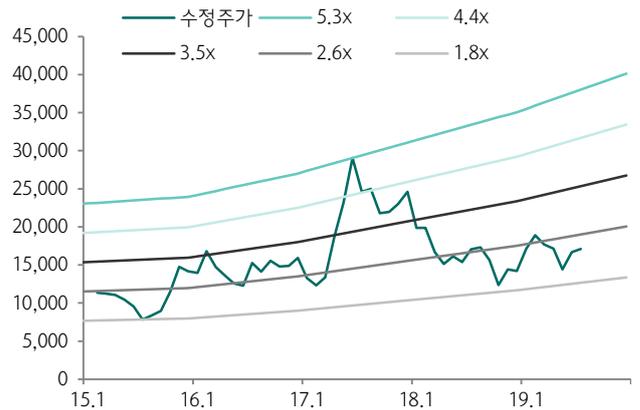
자료: 하나금융투자

그림 6. 덕산네오룩스 12M Fwd PER 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

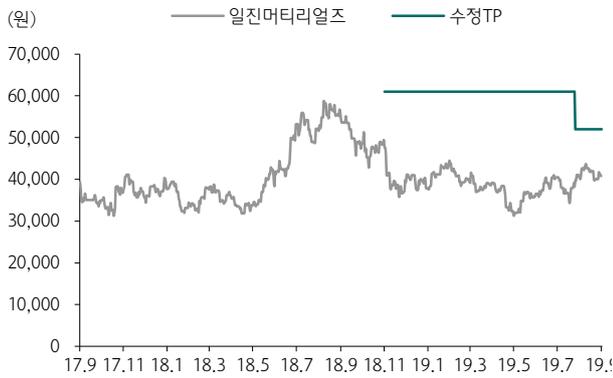
그림 7. 덕산네오룩스 12M Fwd PBR 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

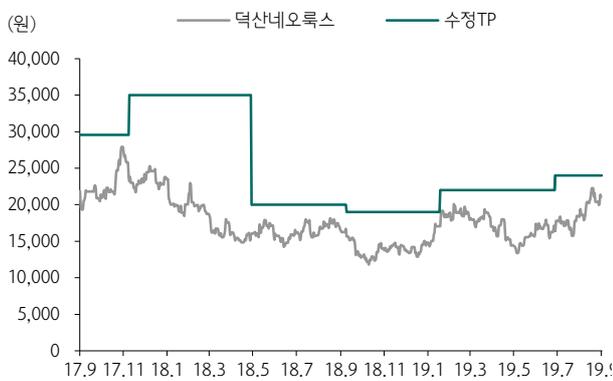
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

일진머티리얼즈



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.14	BUY	52,000		
18.11.20	BUY	61,000	-36.98%	-22.05%
18.11.9				-

덕산네오룩스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.17	BUY	24,000		
19.2.6	BUY	22,000	-22.20%	-8.86%
18.12.4	BUY	19,000	-26.43%	-8.68%
18.9.28	Neutral	19,000	-28.50%	-18.42%
18.5.18	BUY	20,000	-17.78%	-9.25%
17.11.28	Analyst Change	35,000	-44.01%	-
17.5.22	BUY	29,559	-16.27%	1.15%



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	89.1%	10.3%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 9월 19일

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 2019년 9월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 9월 20일 현재 해당 회사의 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.

