

2024. 10. 21



▲ IT 소재장비

Analyst **김동관**  
02. 6454-4880  
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** **46,000 원**

**현재주가 (10.18)** **28,450 원**

**상승여력** **61.7%**

KOSDAQ	753.22pt
시가총액	4,838억원
발행주식수	1,701만주
유동주식비율	68.49%
외국인비중	5.38%
52주 최고/최저가	63,400원/28,350원
평균거래대금	34.7억원

**주요주주(%)**

두산포드폴리오홀딩스	30.32
국민연금공단	6.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.2	-41.3	-43.0
상대주가	-3.8	-33.4	-38.8

**주가그래프**



# 두산테스나 131970

## 모바일 우려 불구 차량용 호실적 지속

- ✓ 3Q24 매출액 994억원(+11%), 영업이익 169억원(-3%, OPM 17%) 예상
- ✓ 차량용 SoC: 증설 온기 반영 + 높은 가동률로 호실적 지속 전망
- ✓ CIS: 국내 폴더블, 북미 고객사향 출하 지속, 전분기 수준 매출액 예상
- ✓ AP 사업 불확실성 점증하나, 우려 대비 실적 영향력은 제한적이라는 판단
- ✓ 12MF PER 9.3배로 밴드 하단 위치, 고객사 파운드리 사업 개선 시 주가 반등 전망

### 3Q24 Preview: SoC 가동률 하락에 컨센서스 하회

두산테스나는 3Q24 매출액 994억원(+11% YoY; 이하 YoY), 영업이익 169억원 (-3%, OPM 17%)을 기록하며 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다(매출액 -4%, 영업이익 -9%). CIS 매출액은 국내 폴더블폰 및 북미 고객사 모바일향 매출이 발생하며 전분기 수준으로 추정된다(+3% QoQ). 차량용 SoC는 80% 후반 높은 가동률, 증설분의 온기 반영에 힘입어 성장을 지속할 전망이다. 고객사의 AP 생산량 감소 영향에 3Q24 전체 SoC 가동률은 70% 초반 수준으로 예상된다(vs 2Q24 80% 초반). 메모리 컨트롤러는 성장을 지속해 SoC 내 매출 비중도 20%까지 상승할 전망이다.

### AP 테스트 우려 점증, 차량용 SoC 다각화에 주목

국내 고객사의 AP 관련 우려가 제기되고 있다. 1Q25E 플래그십 스마트폰 내 AP 탑재 불발 가능성이 제기됐고 25E 북미 고객사 AP 수주 불확실성도 점증 중이다. 하지만 우려 대비 동사 실적에 미치는 영향은 제한적이라는 판단이다. 연결 매출액 내 AP 비중은 10% 수준이다(24E 12%). 최근 동사의 SoC 실적은 차량용 SoC가 견인하고 있다(차량용 매출비중 24E 23%). CIS까지 감안 시 모바일 업황은 여전히 중요하지만, 매출 다각화가 활발히 이뤄지는 점을 함께 고려해야 한다는 판단이다.

### 파운드리 고객사 사업 개선 시 탄력적 주가 반등 전망

주력 고객사의 파운드리 사업 난항에 동사 주가도 크게 하락했다(YTD -51%). 현재 주가는 12MF PER 9.3배로 밴드 하단 수준이다. 2025E AP 사업에 대한 우려는 대부분 반영됐다는 판단이다. 향후 1) 파운드리 고객사의 고객사 확장, 2) 고객사 AP의 채용 확대 가시화 시 동사 주가는 탄력적으로 반등할 전망이다. 적정주가는 12MF 지배주주순이익에 target multiple 15배를 적용해 4.6만원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	277.7	67.2	52.3	3,080	11.0	18,235	8.9	1.5	3.7	16.9	147.6
2023	338.7	60.8	49.1	2,886	-6.3	23,859	9.9	1.2	3.5	12.2	89.1
2024E	394.6	63.2	56.3	2,925	1.4	23,661	9.7	1.2	2.4	12.4	91.3
2025E	451.4	85.5	59.8	3,108	6.3	26,623	9.2	1.1	1.8	11.7	78.0
2026E	521.2	104.0	78.6	4,084	31.4	30,565	7.0	0.9	1.1	13.4	65.6

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	99.4	89.3	11.3%	99.8	-0.4%	103.3	-3.8%
영업이익	16.9	17.4	-3.1%	16.8	0.5%	18.6	-9.4%
세전이익	12.0	12.9	-6.7%	12.9	-6.7%	13.0	-7.5%
지배주주순이익	10.6	15.7	-32.3%	23.6	-54.8%	13.1	-18.8%
영업이익률 (%)	17.0%	19.5%		16.8%		18.0%	
순이익률 (%)	10.7%	17.6%		23.6%		12.7%	

자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

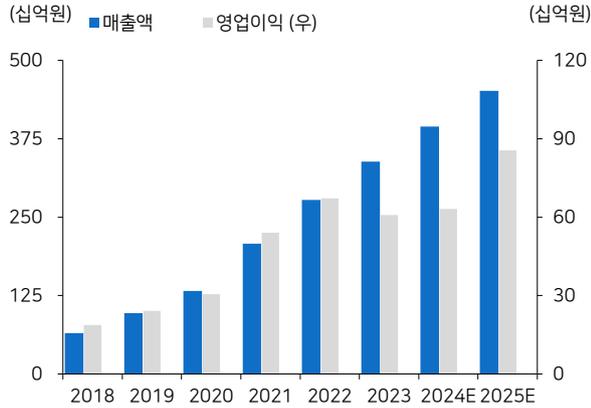
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>74.6</b>	<b>89.0</b>	<b>89.3</b>	<b>85.7</b>	<b>91.8</b>	<b>99.8</b>	<b>99.4</b>	<b>103.6</b>	<b>338.7</b>	<b>394.6</b>	<b>451.4</b>
CIS/SoC	51.5	61.6	67.0	67.4	66.3	76.4	76.3	83.2	247.5	302.3	357.2
PKG 테스트	3.4	3.1	4.2	4.3	4.9	4.4	4.9	5.1	15.0	19.3	22.9
엔지온	0.0	0.0	0.0	0.0	3.3	1.8	1.9	2.0	0.0	9.1	8.8
기타	19.7	24.3	18.1	14.0	17.2	17.1	16.3	13.3	76.1	63.9	62.6
<b>영업이익</b>	<b>11.9</b>	<b>18.2</b>	<b>17.4</b>	<b>13.4</b>	<b>11.2</b>	<b>16.8</b>	<b>16.9</b>	<b>18.3</b>	<b>60.8</b>	<b>63.2</b>	<b>85.5</b>
영업이익률 (%)	15.9	20.4	19.5	15.6	12.3	16.8	17.0	17.7	17.9	16.0	18.9
세전이익	7.7	15.3	12.9	8.9	7.6	12.9	12.0	13.4	44.8	45.9	67.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>5.6</b>	<b>16.5</b>	<b>15.7</b>	<b>11.3</b>	<b>8.1</b>	<b>25.7</b>	<b>10.6</b>	<b>11.9</b>	<b>49.1</b>	<b>56.3</b>	<b>59.8</b>
순이익률 (%)	7.5	18.5	17.6	13.2	8.8	25.8	10.7	11.5	14.5	14.3	13.2

자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

구분	내용	비고
	12개월 선행 지배주주순이익 (십억원)	59.1
<b>Target Multiple (배)</b>	<b>15.0</b>	2023년 평균 12MF PER
<b>적정 시가총액 (십억원)</b>	<b>883.9</b>	
희석유동주식수 (천주)	19,239	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>46,000</b>	
현재주가 (원) (2024.10.18 종가)	28,450	
<b>Upside Potential (%)</b>	<b>61.7</b>	

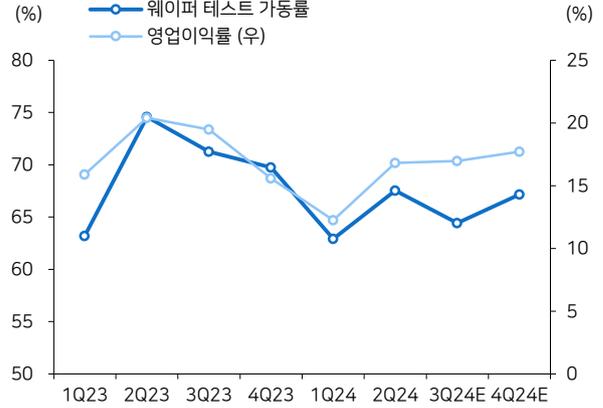
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산테스나 연간 매출액 및 영업이익 추이



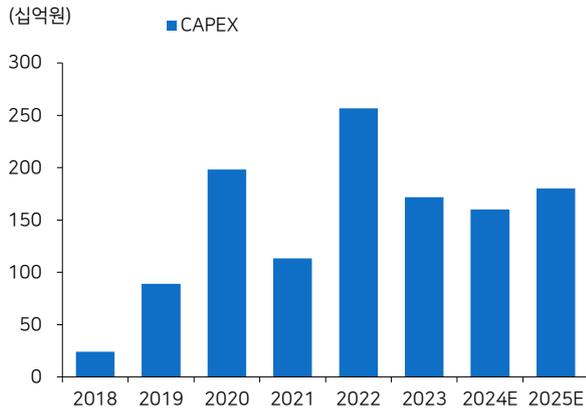
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림2 웨이퍼 테스트 가동률 및 영업이익률 추정



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산테스나 연간 CAPEX 추이



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두산테스나 연간 CAPA 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 두산테스나 12MF PER 밴드 차트



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림6 두산테스나 12MF PBR 밴드 차트



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

## 두산테스나 (131970)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>277.7</b>	<b>338.7</b>	<b>394.6</b>	<b>451.4</b>	<b>521.2</b>
매출액증가율(%)	33.8	22.0	16.5	14.4	15.4
매출원가	197.1	255.6	302.8	337.6	387.0
매출총이익	80.6	83.0	91.8	113.9	134.1
판매관리비	13.4	22.3	28.6	28.3	30.1
<b>영업이익</b>	<b>67.2</b>	<b>60.8</b>	<b>63.2</b>	<b>85.5</b>	<b>104.0</b>
영업이익률(%)	24.2	17.9	16.0	18.9	20.0
금융손익	-5.7	-15.1	-15.3	-15.2	-12.5
중속/관계기업손익	-0.1	-0.9	-0.7	-0.8	-0.8
기타영업외손익	-0.3	0.0	-1.2	-1.9	-1.9
세전계속사업이익	61.1	44.8	45.9	67.6	88.9
법인세비용	8.7	-4.3	-7.0	7.8	10.3
<b>당기순이익</b>	<b>52.3</b>	<b>49.1</b>	<b>56.3</b>	<b>59.8</b>	<b>78.6</b>
지배주주지분 손이익	52.3	49.1	56.3	59.8	78.6

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>107.9</b>	<b>125.3</b>	<b>176.5</b>	<b>250.6</b>	<b>372.1</b>
현금및현금성자산	44.9	79.0	119.9	186.1	297.3
매출채권	54.0	40.1	48.4	55.2	63.8
재고자산	0.0	0.0	0.8	0.9	1.4
<b>비유동자산</b>	<b>659.1</b>	<b>637.8</b>	<b>690.1</b>	<b>657.1</b>	<b>597.2</b>
유형자산	614.6	579.1	610.6	579.6	520.0
무형자산	2.0	3.8	11.9	12.1	12.3
투자자산	14.5	18.9	18.1	18.1	18.1
<b>자산총계</b>	<b>767.0</b>	<b>763.1</b>	<b>866.7</b>	<b>907.7</b>	<b>969.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>275.7</b>	<b>139.4</b>	<b>204.1</b>	<b>207.6</b>	<b>213.7</b>
매입채무	0.0	0.0	0.4	0.5	0.7
단기차입금	59.6	36.9	42.2	42.2	42.2
유동성장기부채	20.0	33.5	43.0	33.0	23.0
<b>비유동부채</b>	<b>181.5</b>	<b>220.1</b>	<b>209.4</b>	<b>190.3</b>	<b>170.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	153.0	193.4	178.6	158.6	138.6
<b>부채총계</b>	<b>457.2</b>	<b>359.5</b>	<b>413.6</b>	<b>397.9</b>	<b>384.0</b>
자본금	8.5	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	87.0	135.9	135.9	135.9	135.9
기타포괄이익누계액	-4.9	-0.2	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	219.9	258.8	308.7	365.4	440.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>309.8</b>	<b>403.6</b>	<b>453.1</b>	<b>509.8</b>	<b>585.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>168.2</b>	<b>210.5</b>	<b>246.3</b>	<b>281.2</b>	<b>327.8</b>
당기순이익(손실)	52.3	49.1	52.9	59.8	78.6
유형자산상각비	124.0	167.8	191.7	211.0	239.5
무형자산상각비	0.1	0.6	0.8	0.8	0.8
운전자본의 증감	-16.2	-0.7	5.1	2.2	1.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-258.7</b>	<b>-174.4</b>	<b>-158.6</b>	<b>-187.1</b>	<b>-187.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-256.7	-171.8	-160.0	-180.0	-180.0
투자자산의감소(증가)	1.5	4.0	-4.1	1.4	-0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>95.0</b>	<b>-2.3</b>	<b>-46.9</b>	<b>-28.0</b>	<b>-29.0</b>
차입금의 증감	124.7	32.6	-22.6	-30.0	-30.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.4	34.1	40.9	66.2	111.2
기초현금	40.4	44.9	79.0	119.9	186.1
기말현금	44.9	79.0	119.9	186.1	297.3

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	18,812	19,913	23,201	26,545	30,646
EPS(지배주주)	3,080	2,886	2,925	3,108	4,084
CFPS	11,397	12,327	12,744	14,551	16,960
EBITDAPS	12,956	13,415	13,229	15,385	17,817
BPS	18,235	23,859	23,661	26,623	30,565
DPS	185	181	181	181	181
배당수익률(%)	0.7	0.3	0.6	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.9	9.9	9.7	9.2	7.0
PCR	2.4	2.3	2.2	2.0	1.7
PSR	1.5	1.4	1.2	1.1	0.9
PBR	1.5	1.2	1.2	1.1	0.9
EBITDA(십억원)	191.2	229.1	255.7	297.4	344.4
EV/EBITDA	3.7	3.5	2.4	1.8	1.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	16.9	12.2	12.4	11.7	13.4
EBITDA 이익률	68.9	67.7	64.8	65.9	66.1
부채비율	147.6	89.1	91.3	78.0	65.6
금융비용부담률	2.0	4.2	3.3	2.5	1.6
이자보상배율(x)	10.9	4.0	4.2	6.4	9.8
매출채권회전율(x)	6.7	7.2	8.9	8.7	8.8
재고자산회전율(x)	nm	nm	1,009.5	538.1	459.6

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 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 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**두산테스나 (131970) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

