2024. 11. 15

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

두산테스나 131970

모바일이 좋아지는 시점에 주목

- ✓ 3Q24 매출액 987억원(+11%), 영업이익 110억원(-37%, OPM 11%) 기록
- ✓ 증설에 따른 고정비와 성과급 충당금 증가하며 영업이익률은 시장기대치 하회
- ✓ CIS/AP: 모바일 수요 둔화 및 고단가 제품 물량 감소에 QoQ 역성장 불가피
- ✓ 부진한 사업 환경 지속. 모바일 수요 및 고객사 사업 환경 개선 시 주가 반등 예상
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가는 34,000원으로 하향 조정

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**34,000 원**
현재주가 (11.14)	**23,700 원**
상승여력	**43.5%**
KOSDAQ	681.56pt
시가총액	4,031억원
발행주식수	1,701만주
유동주식비율	68.49%
외국인비중	6.17%
52주 최고/최저가	63,400원/23,700원
평균거래대금	22.2억원
주요주주(%)	
두산포트폴리오홀딩스	30.32
국민연금공단	6.94

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-24.2	-49.5	-56.0
상대주가	-14.3	-36.1	-48.8

주가그래프

3Q24 Review: 컨센서스 하회

두산테스나는 3Q24 매출액 987억원 (+11% YoY; 이하 YoY), 영업이익 110억원(-37%), 순이익 59억원(-62%)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 하회했다(컨센서스 대비 매출액 -3%, 영업이익 -38%). 차량용 SoC 증설분 온기 반영에 따른 감가상각비 증가(+25억원 QoQ), 상반기 이연된 성과급 충당금 증가(25억원) 영향으로 수익성이 기대치를 크게 하회했다.

모바일 제품군의 수요 약세 이어진 실적

모바일 제품군의 수요 약세가 여실히 나타난 실적이었다. [CIS] 고단가 200MP 주문이 부진한 영향에 60%를 소폭 상회하는 가동률을 기록했다. [AP] 국내 고객사 AP 물량 감소를 북미 고객사 물량 증가가 일부 상쇄했으나 전분기 대비 매출액은 소폭 감소했다(-10% QoQ 추정). [차량용] 전분기 대비 소폭 감소했으나 80% 가까운 견조한 가동률을 기록한 것으로 추정된다. [NAND 컨트롤러 IC] 매출액이 +50% QoQ 증가하며 전체 SoC 내 매출 비중은 22%까지 상승했다(vs. 2Q24 15%).

모바일 수요 회복 및 고객사 사업 개선 확인 시 주가 반등 전망

부진한 모바일 업황 및 고객사 파운드리 사업의 난항이 이어지고 있다. 동사는 수요 전망 하향에 따라 2025E 보수적인 투자 기조를 가져갈 전망이다. 공격적 증설 기반 외형 성장이 둔화되는 상황으로 판단된다. 현재 동사는 12MF PER 10배에서 거래되며 밴드 하단에 위치해 추가적인 하락 여력은 제한적이라는 판단이다. 본격적인 주가 재평가는 1) 모바일 수요 환경 개선, 2) 고객사 파운드리 사업 확장이 확인되는 시점에 가능할 전망이다. 두산테스나에 대해 투자의견 Buy, 적정주가는 추정치 하향 조정을 반영해 34,000원(-26% 하향)으로 제시한다.

(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	8.2	1.0	3.5	12.2	89.1
2024E	386.3	49.3	47.0	2,443	-15.4	23,150	9.7	1.0	2.4	10.6	84.8
2025E	402.0	55.9	46.5	2,417	-1.1	25,422	9.8	0.9	1.4	9.5	72.6
2026E	438.1	68.9	55.6	2,891	19.6	28,167	8.2	0.8	1.1	10.3	61.1

표1 두산테스나 3Q24 실적 Review

(십억원)	3Q24	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	98.7	89.3	10.5%	99.8	-1.1%	101.8	-3.0%	99.4	-0.7%
영업이익	11.0	17.4	-36.5%	16.8	-34.1%	17.7	-37.6%	16.9	-34.5%
세전이익	7.4	12.9	-42.2%	12.9	-42.3%	12.7	-41.2%	12.0	-38.1%
순이익	5.9	15.7	-62.2%	23.6	-74.7%	11.9	-49.8%	10.6	-44.1%
영업이익률(%)	11.2%	19.5%		16.8%		17.4%		17.0%	
순이익률(%)	6.0%	17.6%		23.6%		11.6%		10.7%	

자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산테스나 실적 추정치 변경

	New		Old		차이 (%)	
(십억원)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	386.3	402.0	394.6	451.4	-2.1%	-10.9%
영업이익	49.3	55.9	63.2	85.5	-22.0%	-34.7%
세전이익	37.0	48.7	45.9	67.6	-19.4%	-28.0%
지배주주순이익	47.0	46.5	56.3	59.8	-16.5%	-22.3%
영업이익률 (%)	12.8%	13.9%	16.0%	18.9%		
순이익률 (%)	12.2%	11.6%	14.3%	13.2%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 두산테스나 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	**91.8**	**99.8**	**98.7**	**96.0**	**94.5**	**99.3**	**102.5**	**105.7**	**338.7**	**386.3**	**402.0**
CIS/SoC	66.3	76.4	74.1	74.5	69.8	74.6	77.0	82.7	247.5	291.3	304.1
PKG 테스트	4.9	4.4	4.6	4.2	5.1	5.0	5.1	5.2	15.0	18.1	20.3
엔지온	3.3	1.8	2.5	2.6	2.8	3.0	3.3	3.4	0.0	10.3	12.5
기타	17.2	17.1	17.5	14.7	16.9	16.8	17.2	14.4	76.1	66.5	65.2
영업이익	**11.2**	**16.8**	**11.0**	**10.2**	**9.4**	**12.8**	**16.2**	**17.4**	**60.8**	**49.3**	**55.9**
영업이익률 (%)	12.3	16.8	11.2	10.6	10.0	12.9	15.8	16.5	17.9	12.8	13.9
세전이익	7.6	12.9	7.4	9.1	7.1	10.7	14.8	16.1	44.8	37.0	48.7
지배주주순이익	**8.1**	**25.7**	**5.9**	**7.3**	**6.8**	**10.2**	**14.2**	**15.3**	**49.1**	**47.0**	**46.5**
순이익률 (%)	8.8	25.8	6.0	7.6	7.2	10.3	13.8	14.5	14.5	12.2	11.6

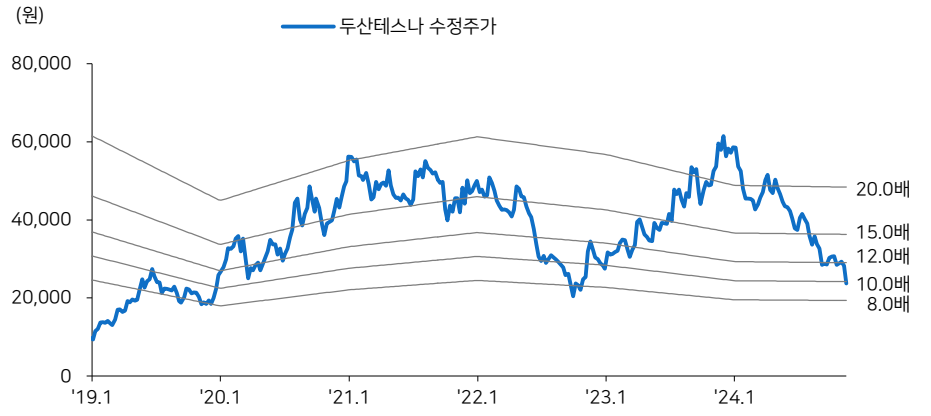
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

표4 두산테스나 적정주가 변경

구분		
12MF 당기순이익 (십억원)	46.6	
Target Multiple	14.2x	2H22-2023 12MF PER 평균
적정 시가총액 (십억원)	**660.6**	
유통주식수 (천주)	19,239	
적정주가 (원)	**34,000**	
현재주가 (원)	23,700	2024.11.13 종가 기준
Upside Potential (%)	**43.5**	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 두산테스나 12MF PER 밴드 차트

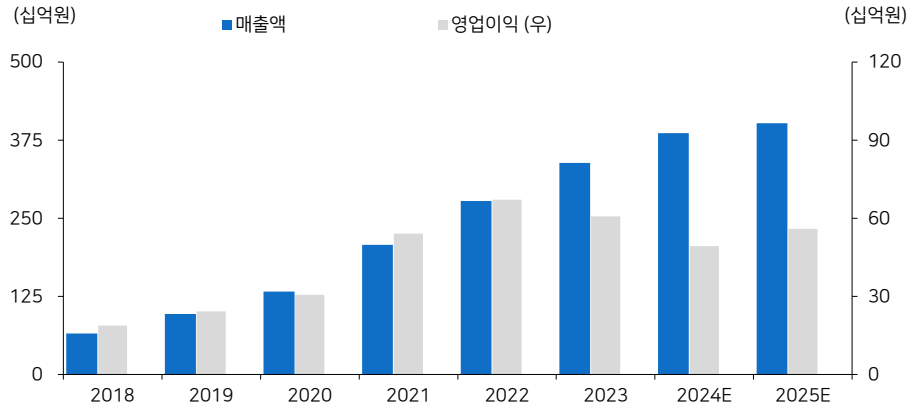


자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림2 두산테스나 12MF PBR 밴드 차트

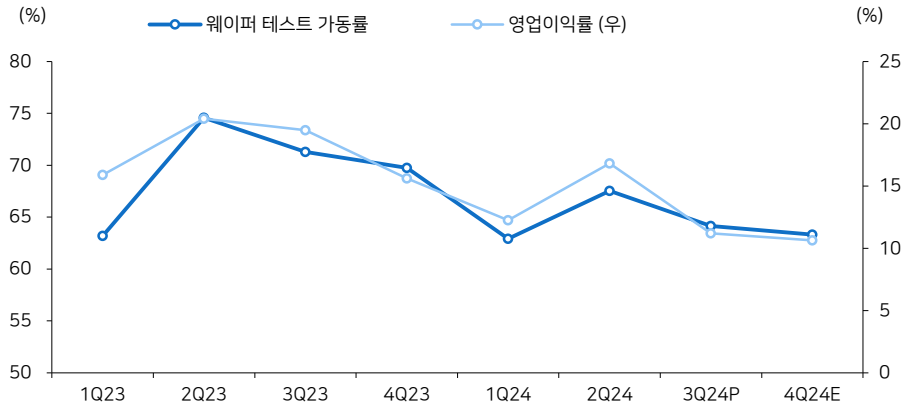
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산테스나 연간 매출액 및 영업이익 추이



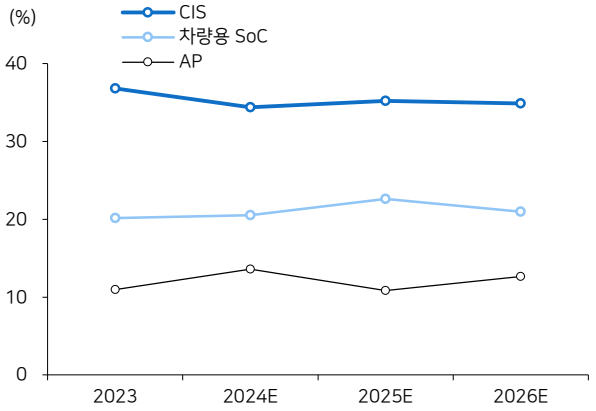
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림4 웨이퍼 테스트 가동률 및 영업이익률 추정



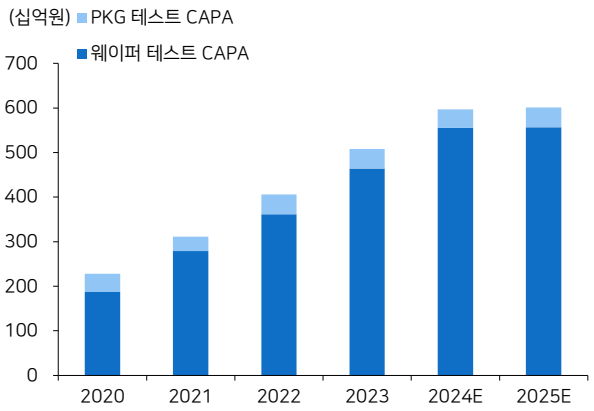
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림5 두산테스나 주요 제품 별 매출 비중 추정



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림6 두산테스나 연간 CAPA 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

두산테스나 (131970)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**277.7**	**338.7**	**386.3**	**402.0**	**438.1**
매출액증가율(%)	33.8	22.0	14.1	4.1	9.0
매출원가	197.1	255.6	309.4	316.6	335.7
매출총이익	80.6	83.0	76.9	85.5	102.4
판매관리비	13.4	22.3	27.6	29.6	33.5
영업이익	**67.2**	**60.8**	**49.3**	**55.9**	**68.9**
영업이익률(%)	24.2	17.9	12.8	13.9	15.7
금융손익	-5.7	-15.1	-11.0	-5.8	-2.6
종속/관계기업손익	-0.1	-0.9	-0.5	-0.5	-0.5
기타영업외손익	-0.3	0.0	-0.7	-0.9	-0.9
세전계속사업이익	61.1	44.8	37.0	48.7	64.9
법인세비용	8.7	-4.3	-6.6	2.2	9.3
당기순이익	**52.3**	**49.1**	**47.0**	**46.5**	**55.6**
지배주주지분 순이익	52.3	49.1	47.0	46.5	55.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**168.2**	**210.5**	**221.3**	**238.3**	**251.7**
당기순이익(손실)	52.3	49.1	43.7	46.5	55.6
유형자산상각비	124.0	167.8	189.9	197.1	199.6
무형자산상각비	0.1	0.6	0.6	0.8	0.8
운전자본의 증감	-16.2	-0.7	-5.9	-1.6	-2.3
투자활동 현금흐름	**-258.7**	**-174.4**	**-150.5**	**-26.2**	**-198.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-256.7	-171.8	-164.2	-30.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	1.5	4.0	4.9	0.2	-0.4
재무활동 현금흐름	**95.0**	**-2.3**	**-32.1**	**-28.4**	**-29.8**
차입금의 증감	124.7	32.6	-3.5	-30.0	-30.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.4	34.1	38.7	183.7	23.5
기초현금	40.4	44.9	79.0	117.7	301.4
기말현금	44.9	79.0	117.7	301.4	324.9

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	107.9	125.3	170.2	359.3	387.2
현금및현금성자산	44.9	79.0	117.7	301.4	324.9
매출채권	54.0	40.1	44.9	49.4	52.9
재고자산	0.0	0.0	0.7	0.9	1.3
비유동자산	659.1	637.8	648.9	481.2	481.7
유형자산	614.6	579.1	569.6	402.5	402.9
무형자산	2.0	3.8	11.7	11.8	12.0
투자자산	14.5	18.9	18.0	18.0	18.0
자산총계	**767.0**	**763.1**	**819.1**	**840.5**	**868.9**
유동부채	275.7	139.4	135.9	131.7	127.5
매입채무	0.0	0.0	0.4	0.5	0.7
단기차입금	59.6	36.9	32.3	32.3	32.3
유동성장기부채	20.0	33.5	45.8	35.8	25.8
비유동부채	181.5	220.1	239.9	222.0	202.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	153.0	193.4	206.8	186.8	166.8
부채총계	**457.2**	**359.5**	**375.7**	**353.7**	**329.5**
자본금	8.5	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	87.0	135.9	135.2	135.2	135.2
기타포괄이익누계액	-4.9	-0.2	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	219.9	258.8	299.4	342.8	395.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**309.8**	**403.6**	**443.3**	**486.8**	**539.4**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	18,812	19,913	22,712	23,641	25,762
EPS(지배주주)	3,080	2,886	2,443	2,417	2,891
CFPS	11,397	12,327	11,450	12,328	13,025
EBITDAPS	12,956	13,415	12,408	13,131	13,938
BPS	18,235	23,859	23,150	25,422	28,167
DPS	185	181	181	181	181
배당수익률(%)	0.7	0.3	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	8.9	8.2	9.7	9.8	8.2
PCR	2.4	1.9	2.1	1.9	1.8
PSR	1.5	1.2	1.0	1.0	0.9
PBR	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDA(십억원)	191.2	229.1	239.8	253.8	269.4
EV/EBITDA	3.7	3.5	2.4	1.4	1.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.9	12.2	10.6	9.5	10.3
EBITDA 이익률	68.9	67.7	62.1	63.1	61.5
부채비율	147.6	89.1	84.8	72.6	61.1
금융비용부담률	2.0	4.2	3.4	3.1	2.2
이자보상배율(x)	10.9	4.0	3.2	3.8	5.9
매출채권회전율(x)	6.7	7.2	9.1	8.5	8.6
재고자산회전율(x)	nm	nm	1,162.9	521.1	394.0

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	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

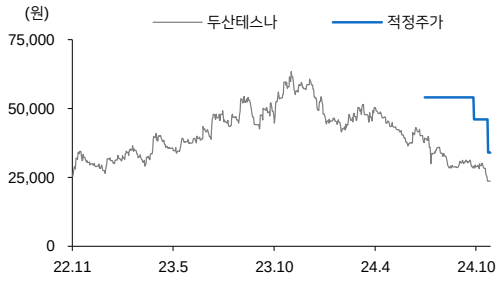
투자의견 비율

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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.07.25	산업분석	Buy	54,000	김동관	-40.1	-26.2
2024.10.21	기업브리프	Buy	46,000	김동관	-38.4	-34.3
2024.11.15	기업브리프	Buy	34,000	김동관	-	-

주가 및 적정주가 변동추이