

두산테스나

| Bloomberg Code (131970 KS) | Reuters Code (131970.KQ)

2023년 11월 15일

[IT중소형]

남궁현 선임연구원
☎ 02-3772-2662
✉ hyon@shinhan.com

24년에도 모바일 외 성장 지속



매수
(유지)



현재주가 (11월 14일)
53,900 원



목표주가
65,000 원 (상향)



상승여력
20.6%

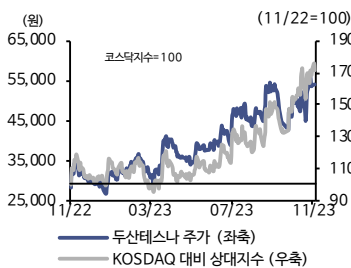
- ◆ 3분기 영업이익은 174억원으로 OPM 19.5% 기록
- ◆ 모바일 외 비중 확대와 함께 2024년 영업이익은 854억원 전망
- ◆ 2019년부터 한국 비메모리 OSAT 업체의 본격적인 성장 시작



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	795.5십억원
발행주식수	14.8백만주
유동주식수	11.7백만주(79.2%)
52주 최고가/최저가	55,900원/26,500원
일평균 거래량 (60일)	313,698주
일평균 거래액 (60일)	15,612백만원
외국인 지분율	8.04%
주요주주	
두산인베스트먼트	19.71%
국민연금공단	10.91%
절대수익률	
3개월	23.2%
6개월	56.0%
12개월	70.8%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	39.9%
6개월	61.6%
12개월	56.9%

주가



3분기 영업이익 174억원(-4% QoQ) 기록

3Q23 실적은 매출액 893억원(+0% QoQ), 영업이익 174억원(-4% QoQ)으로 컨센서스(165억원)를 상회했다. 비용 증가(Capa 증설에 따른 감가상각비 ↑, 인건비 ↑)에 대한 우려가 있었지만 증가폭이 크지 않았기 때문이다. Wafer Test 내에서 가격이 높은 제품 중심으로 출하가 진행됐다. 이에 Wafer Test 가동률 하락(2분기 75% → 3분기 71%)에도 소폭의 실적 성장이 가능했다. 다만 3분기 Capa 증설에 따라 수익성은 2분기 대비 0.9%p 하락할 수밖에 없었다.

4분기 영업이익 197억원(+13% QoQ) 전망

4Q23 실적은 매출액 945억원(+6% QoQ), 영업이익 197억원(+13% QoQ)을 전망한다. 1Q23을 저점으로 스마트폰 재고 조정과 함께 스마트폰향 실적은 매 분기 점진적으로 성장하고 있다. 4분기 또한 1) 주요 고객사의 자체 AP 탑재, 2) 스마트폰 수요 변화(일반 모델 → 상위 모델)에 힘입어 실적 성장이 지속될 것으로 예상된다. 다만 최근 전방 수요 둔화에 따른 전장용 매출이 일부 부진할 것으로 판단된다. 미국 월별 차량 판매량을 보면 2023년 6월(1,661만대) 이후 점진적으로 감소하기 시작한 것을 확인할 수 있다.

2024년 스마트폰 회복 및 모바일 외 비종 확대

2024년 실적은 매출액 4,002억원(+15% YoY), 영업이익 854억원(+27% YoY)을 전망한다. 2021년 이후 올해까지도 스마트폰 출하량은 역성장할 것으로 보인다. 하지만 2023년을 마지막으로 2024년 스마트폰 출하량은 성장 전환(+6% YoY)할 전망이다. 또한 2024년 차량용 실적 성장이 예상된다. 반도체 요구량이 많은 자율주행에 대한 관심이 높아지고 있고, 주요 고객사는 차량용 반도체 수주에 집중하고 있다. 완성차 업체의 서플라이체인 다변화에 따른 낙수효과가 기대된다.

2019년 이후 여전히 성장 중인 OSAT 업체

투자 의견 '매수', 목표주가 65,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS 3,372원에 Target PER 17.4배를 적용했다. 국내 비메모리 OSAT 업체의 성장이 본격화된 19~23년 평균 12MF PER을 적용했다. 2024년 모바일 외 차량용 반도체 중심의 실적 성장에 주목할 필요가 있다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	207.6	54.1	47.2	2,740	15,363	18.2	6.3	3.3	19.4	60.4
2022	277.7	67.2	52.3	3,042	18,140	9.0	3.6	1.5	18.3	91.6
2023F	347.4	67.1	49.3	2,888	20,890	18.7	4.5	2.6	14.8	68.9
2024F	400.2	85.4	65.9	3,860	24,613	14.0	3.3	2.2	17.0	42.0
2025F	499.1	128.1	103.6	6,066	30,542	8.9	2.3	1.8	22.0	19.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	12MF EPS	비고
EPS	3,372	
목표 PER	17.4	19~23년 평균 12MF PER 적용
주당가치	64,993	
목표주가	65,000	

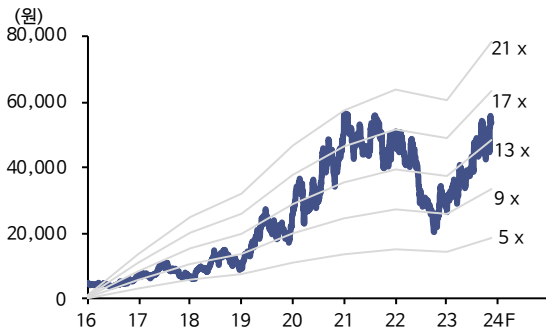
자료: 신한투자증권 추정

Historical PER 추이

	2019	2020	2021	2022	21~22 평균
P/E(Avg)	12.6	16.2	17.7	11.6	14.5
P/E(High)	18.3	26.4	21.6	17.3	20.9
P/E(Low)	5.7	9.9	14.3	6.6	9.0
P/E(FY End)	16.6	25.0	18.1	9.0	17.0

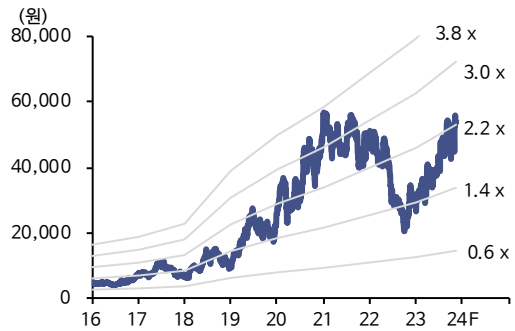
자료: Quantiwise, 신한투자증권

두산테스나 12MF PER Chart



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

두산테스나 12MF PBR Chart



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

실적 추정치 변경 비교표

(십억원, 원, %)	4Q23F			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	차이 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	100.1	94.5	(5.6)	354.0	347.4	(1.9)	402.0	400.2	(0.4)
영업이익	17.6	19.7	11.8	60.8	67.1	10.4	82.9	85.4	3.0
순이익				43.0	49.3	14.7	63.2	65.9	4.3
EPS				2,520	2,888	14.6	3,701	3,860	4.3
BPS				20,522	20,890	1.8	24,086	24,613	2.2
영업이익률	17.6	20.8		17.2	19.3		20.6	21.3	
순이익률				12.1	14.2		15.7	16.5	

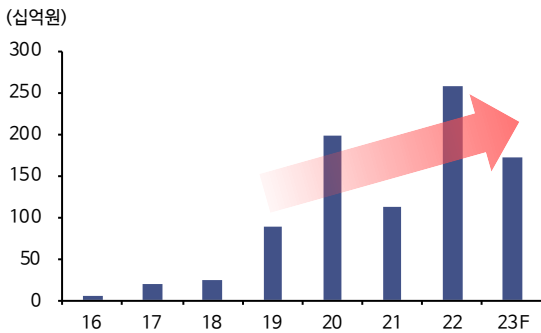
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산테스나 영업실적 추이 및 전망

단위: 십억원, %	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출	60.4	55.4	68.3	93.5	74.6	89.0	89.3	94.5	277.7	347.4	400.2
SoC/CIS	49.6	42.6	48.5	74.8	51.5	60.5	67.0	74.7	215.5	253.6	312.1
기타	10.9	12.7	19.8	18.7	23.1	28.5	22.3	19.8	62.1	93.8	88.2
영업이익	15.0	10.6	16.8	24.8	11.9	18.2	17.4	19.7	67.2	67.1	85.4
영업이익률	24.7	19.2	24.6	26.5	15.9	20.4	19.5	20.8	24.2	19.3	21.3
QoQ											
매출액	(4.9)	(8.4)	23.4	36.9	(20.2)	19.2	0.3	5.8			
SoC	3.8	0.2	44.6	23.6	(22.4)	22.6	(5.1)	(2.9)			
CIS	(10.5)	(23.1)	(11.9)	96.3	(38.8)	12.0	29.5	24.1			
영업이익	(22.3)	(29.0)	58.1	48.0	(52.3)	53.2	(4.2)	13.1			
YoY											
매출액	37.5	28.1	20.2	47.2	23.5	60.8	30.7	1.0	33.8	25.1	15.2
SoC	32.6	65.3	73.1	85.7	38.9	69.9	11.6	(12.4)	65.8	19.8	22.0
CIS	43.4	(0.8)	(33.8)	19.1	(18.5)	18.7	74.3	10.2	4.5	15.8	24.0
영업이익	31.0	58.0	104.4	67.9	112.6	123.7	12.7	6.0	24.2	(0.1)	27.3

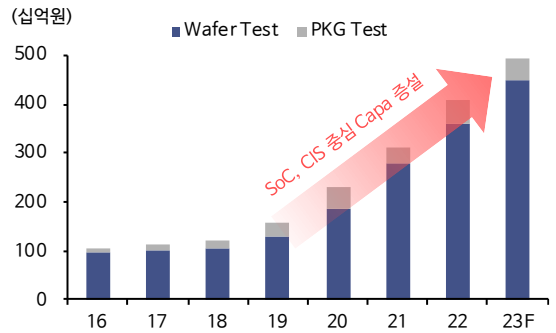
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산테스나 CapEx 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

두산테스나 Wafer/PKG Capa 추이



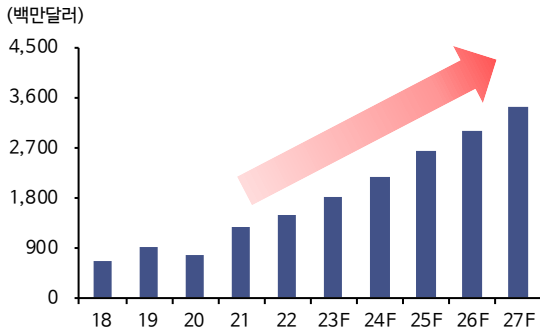
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2023년 삼성전자 차량용 반도체 관련 뉴스 요약

날짜	내용
23-01-01	카리아드, 삼성전자와 차량용 반도체 협력 확대 언급 * 카리아드: 독일 폭스바겐그룹의 차량용 소프트웨어 자회사
23-02-03	삼성전자, BMW와 전장용 반도체 사업 협력 및 정보 공유
23-02-21	삼성전자, 미국 암바렐라의 자율주행차량용 반도체 생산
23-03-15	현대차, ADAS와 인포테인먼트를 구현하는 핵심 칩 설계 및 생산을 삼성전자에 위탁
23-03-22	엔비디아, 삼성전자 파운드리와 새로운 차량용 반도체 개발
23-05-10	삼성전자 회장, 테슬라 CEO(일론 머스크)와 차량용 반도체 협력 방안 논의
23-06-08	삼성전자, 현대차 제네시스 GV90에 차량용 인포테인먼트 프로세서 AP칩 공급
23-06-27	삼성전자, 소프트웨어 개발사 윈드리버와 차량용 반도체 개발 협력 * 윈드리버: 미국 애플의 자율주행 기술 개발사로 현대차와 파트너십을 맺고 있음
23-07-13	삼성전자, 차량용 인포테인먼트 UFS 3.1 메모리 솔루션 양산 시작
23-07-19	테슬라, 삼성전자에 차세대 자율주행 칩 'HW 5.0' 위탁 생산 사실상 확정
23-08-04	삼성전자, 중국 반도체 기업 세미드라이브에 차량용 반도체 공급
23-08-08	삼성전자, 독일 차량용 팹리스 이노바 반도체와 스마트 LED 구동칩 공동 개발 예정
23-09-04	삼성전자, IAA에서 DS부문 전 영역의 차량용 반도체 솔루션 공개
23-10-21	삼성전자, '탈부착 가능한 차량용 SSD' 메모리 반도체 공개

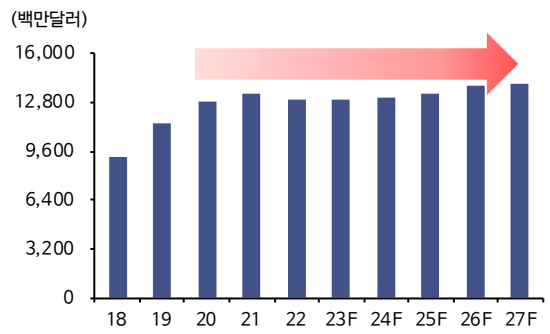
자료: 언론 자료, 삼성전자, 신한투자증권

차량용 CIS 시장규모 추이 및 전망



자료: Omdia, 신한투자증권

모바일 CIS 시장규모 추이 및 전망



자료: Omdia, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	533.5	767.0	811.4	836.6	916.3
유동자산	78.6	107.9	142.4	152.8	182.4
현금및현금성자산	40.4	44.9	47.8	54.3	62.7
매출채권	22.5	38.5	44.4	45.4	55.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	454.9	659.1	669.0	683.8	734.0
유형자산	406.3	614.6	619.6	631.6	670.6
무형자산	0.0	2.0	2.0	2.0	7.0
투자자산	29.8	20.9	24.6	27.3	32.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	271.1	457.2	454.6	416.2	394.7
유동부채	159.2	275.7	262.6	265.1	283.9
단기차입금	24.0	59.6	41.7	37.5	15.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	32.3	48.5	23.2	7.0	5.6
비유동부채	111.9	181.5	191.9	151.1	110.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	103.9	181.3	191.6	150.8	110.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	262.4	309.8	356.8	420.4	521.7
자본금	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	87.0	87.0	87.0	87.0	87.0
기타자본	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
기타포괄이익누계액	(0.8)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
이익잉여금	168.4	219.9	266.9	330.4	431.7
지배주주지분	262.4	309.8	356.8	420.4	521.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	207.7	337.4	304.8	243.6	179.4
*순차입금(순현금)	158.6	283.7	245.8	176.4	100.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	134.1	168.2	216.7	291.9	390.5
당기순이익	47.2	52.3	49.3	65.9	103.6
유형자산상각비	88.0	124.0	166.4	205.6	262.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	(3.3)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
지분법, 종속, 관계기업실이익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(6.1)	(16.2)	1.1	20.6	24.6
(법인세납부)	(4.1)	(7.2)	(8.1)	(11.0)	(17.7)
기타	9.0	18.7	8.2	11.0	17.6
투자활동으로인한현금흐름	(113.1)	(258.7)	(178.6)	(222.1)	(315.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(113.3)	(256.7)	(171.4)	(217.6)	(301.5)
유형자산의감소	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	(2.1)	0.0	0.0	(5.0)
투자자산의감소(증가)	2.1	1.1	(3.6)	(2.8)	(5.1)
기타	(2.2)	(1.3)	(3.6)	(1.7)	(4.3)
FCF	21.1	(35.6)	53.4	81.6	94.9
재무활동으로인한현금흐름	(2.9)	95.0	(35.4)	(63.5)	(66.5)
차입금의 증가(감소)	(0.7)	97.7	(32.7)	(61.1)	(64.2)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.2)	(2.7)	(2.7)	(2.3)	(2.3)
기타	0.0	(0.0)	0.0	(0.1)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	18.1	4.4	2.9	6.5	8.3
기초현금	22.3	40.4	44.9	47.8	54.3
기말현금	40.4	44.9	47.8	54.3	62.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	207.6	277.7	347.4	400.2	499.1
증감률 (%)	56.6	33.8	25.1	15.2	24.7
매출원가	149.9	197.1	257.3	287.8	349.9
매출총이익	57.7	80.6	90.1	112.5	149.2
매출총이익률 (%)	27.8	29.0	25.9	28.1	29.9
판매관리비	3.6	13.4	23.0	27.1	21.2
영업이익	54.1	67.2	67.1	85.4	128.1
증감률 (%)	76.9	24.2	(0.1)	27.3	50.0
영업이익률 (%)	26.0	24.2	19.3	21.3	25.7
영업외손익	(2.3)	(6.1)	(9.7)	(8.4)	(6.7)
금융손익	(2.8)	(5.7)	(7.1)	(6.0)	(4.4)
기타영업외손익	0.6	(0.3)	(2.5)	(2.3)	(2.2)
중속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
세전계속사업이익	51.7	61.1	57.4	77.0	121.3
법인세비용	4.6	8.7	8.1	11.0	17.7
계속사업이익	47.2	52.3	49.3	65.9	103.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	47.2	52.3	49.3	65.9	103.6
증감률 (%)	26.7	11.0	(5.8)	33.7	57.1
순이익률 (%)	22.7	18.8	14.2	16.5	20.8
(지배주주)당기순이익	47.2	52.3	49.3	65.9	103.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	40.8	50.1	49.3	65.9	103.6
(지배주주)총포괄이익	40.8	50.1	49.3	65.9	103.6
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	142.1	191.2	233.5	290.9	390.6
증감률 (%)	70.3	34.6	22.2	24.6	34.3
EBITDA 이익률 (%)	68.4	68.8	67.2	72.7	78.3

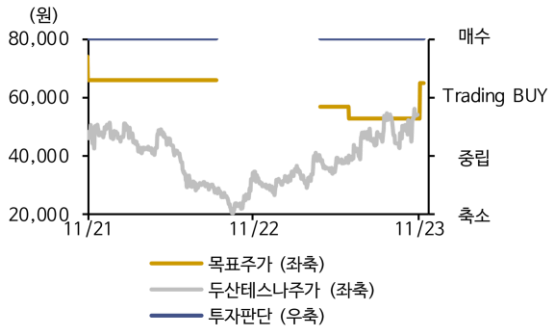
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,740	3,042	2,888	3,860	6,066
EPS (지배순이익, 원)	2,740	3,042	2,888	3,860	6,066
BPS (자본총계, 원)	15,363	18,140	20,890	24,613	30,542
BPS (지배지분, 원)	15,363	18,140	20,890	24,613	30,542
DPS (원)	160	160	160	160	160
PER (당기순이익, 배)	18.2	9.0	18.7	14.0	8.9
PER (지배순이익, 배)	18.2	9.0	18.7	14.0	8.9
PBR (자본총계, 배)	3.3	1.5	2.6	2.2	1.8
PBR (지배지분, 배)	3.3	1.5	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA (배)	6.3	3.6	4.5	3.3	2.3
배당성향 (%)	6.6	5.2	4.8	3.6	2.3
배당수익률 (%)	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	68.4	68.8	67.2	72.7	78.3
영업이익률 (%)	26.0	24.2	19.3	21.3	25.7
순이익률 (%)	22.7	18.8	14.2	16.5	20.8
ROA (%)	9.5	8.0	6.2	8.0	11.8
ROE (지배순이익, %)	19.4	18.3	14.8	17.0	22.0
ROIC (%)	12.8	11.7	10.4	13.3	19.6
안정성					
부채비율 (%)	103.3	147.6	127.4	99.0	75.7
순차입금비율 (%)	60.4	91.6	68.9	42.0	19.3
현금비율 (%)	25.4	16.3	18.2	20.5	22.1
이자보상배율 (배)	17.4	10.9	9.2	13.7	26.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(7.6)	(6.1)	(5.3)	(5.2)	(5.0)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	33.8	40.1	43.6	40.9	36.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

두산테스나(131970)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 01월 22일	매수	74,000	(34.6)	(24.1)
2021년 07월 23일		6개월경과	(34.7)	(24.3)
2021년 11월 16일	매수	66,000	(37.4)	(22.4)
2022년 08월 26일		커버리지제외	-	-
2023년 04월 10일	매수	57,000	(35.3)	(29.6)
2023년 06월 12일	매수	53,000	(11.3)	5.5
2023년 11월 15일	매수	65,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 남궁현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 13일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	1.64%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------