

두산테스나 131970

저가매수 기회

2,200억 시설투자 공시의 의미

7월 4일 두산테스나는 2027년 초까지 2,200억원 규모의 신규시설투자를 진행한다고 공시했다. 차량용을 포함한 하이엔드 SoC 테스트 수요 증가에 따른 증설로 추정한다. 두산테스나는 비메모리 반도체의 웨이퍼 테스트를 주로 수행하는 OSAT 업체이다. 제품별로 보면 CIS(이미지센서) 40%, SoC 35% 등의 테스트를 수행한다. 최근 스마트폰 수요 부진에 따라 모바일 AP의 성장이 다소 정체되었으나 차량용 SoC는 견조한 수요 속 Capa 확대와 가동률이 동반 상승하며 실적 증가가 지속되고 있다. 동사의 차량용 SoC 테스트 End-User는 최근 FSD 칩의 중국 내 승인으로 확장 모멘텀 및 10월 로보택시 공개 이벤트를 앞두고 있다.

성장 궤도 이상 무, 저평가 구간이라는 판단

동사는 다음의 3가지 투자포인트로 꾸준한 성장이 기대된다. 1) 고객사의 북미 자율주행 업체 향 수주 증가에 따른 차량용 SoC 테스트 매출 증가, 2) 4Q24 신제품 엑시노스 2500 테스트 수요로 AP 부문 매출 회복, 3) 메모리 업사이클 진입에 따른 SSD 컨트롤러 향 매출 전년 대비 2배 이상 증가 전망이다. 상반기 비메모리 OSAT 업황 회복 지연에 대한 우려로 주가조정이 지속되었으나 금번 신규시설투자 공시는 SoC 테스트 수요 증가에 따른 동사의 체질 개선이 문제없이 진행되고 있음을 보여준다. 동사는 과거 평균 P/E 17배 이상, Fwd 기준으로 13배 이상 밸류에이션을 유지하던 업체로 업황 개선 시기에 현재 수준의 밸류에이션(12M Fwd 기준 P/E 9.5배)은 매수 기회라는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 57,000원으로 커버리지 개시

두산테스나 2024년 매출액 3,947억원(+17% YoY), 영업이익 701억원(+15% YoY, OPM 18%)을 전망하며 목표주가 57,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2025F 추정 EPS 4,382원에 Target P/E 13배를 적용하여 산출하였다. 엔지온 인수 영향으로 인한 마진율 하락(-1%p 수준 추정) 불가피하나 차량용 SoC 매출 증가에 따라 2025년 940억원(+34% YoY, OPM 20%)의 영업이익을 달성 가능할 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	208	278	339	395	479
영업이익	54	67	61	70	94
영업이익률(%)	26.0	24.2	17.9	17.8	19.6
세전이익	52	61	45	52	74
지배주주지분순이익	47	52	49	51	74
EPS(원)	3,170	3,521	2,864	3,004	4,382
증감률(%)	26.7	11.0	-18.7	4.9	45.9
ROE(%)	19.4	18.3	13.8	12.0	15.3
PER(배)	15.8	7.8	20.5	13.9	9.6
PBR(배)	3.3	1.5	2.8	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	6.3	3.6	5.4	3.8	3.2

자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

이수림 반도체
02-709-2661
surim.lee@ds-sec.co.kr

2024.07.16

매수(신규)

목표주가(신규)	57,000원
현재주가(07/15)	41,900원
상승여력	36.0%

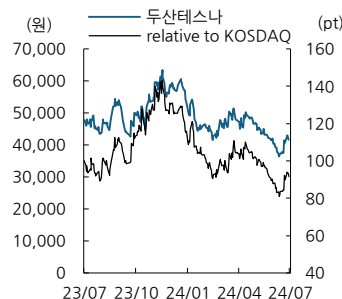
Stock Data

KOSDAQ	852.9pt
시가총액(보통주)	713십억원
발행주식수	17,007천주
액면가	500원
자본금	10십억원
60일 평균거래량	199천주
60일 평균거래대금	8,581백만원
외국인 지분율	4.8%
52주 최고가	64,000원
52주 최저가	35,850원
주요주주	
두산포트폴리오홀딩스(외 1인)	30.3%
국민연금공단(외 1인)	6.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	3.7	4.8
3M	-11.3	-11.4
6M	-17.2	-16.4

주가차트



종합 OSAT 업체로 성장 중

차량용 SoC+ AP+ SSD 컨트롤러 3박자

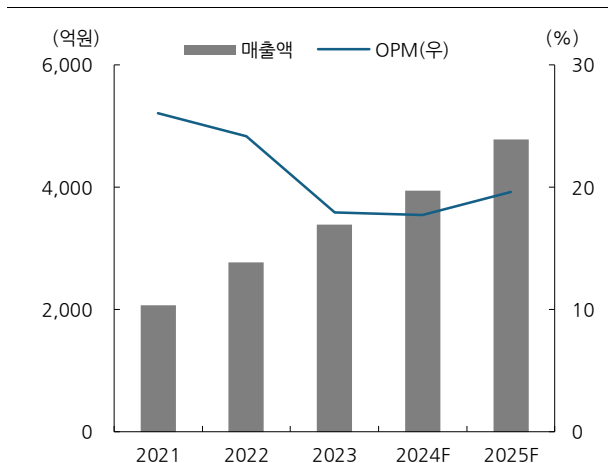
중장기적인 하이엔드 SoC 매출 증가 기대

동사는 고객사 내 비메모리 테스트 외주업체 중 1ST 벤더로서의 지위를 유지하고 있으며 차량용 SoC 테스트는 솔벤더로 진행하고 있다. 현재 차량용 SoC의 매출 비중은 1H24 기준 약 20% 수준으로 추정하는데, 고객사의 FSD 칩 수주 증가 및 2025~2026년 신규 완성차 업체 수주 확보 시 동사 매출 증가로 이어진다는 판단이다. 또한 올해 하반기부터 AI 가속기 향 테스트 역시 소량 진행될 예정으로 하이엔드 SoC에 대한 매출 비중은 지속 증가할 것으로 전망한다.

차량용 테스트 매출 증가로 이익 체력 개선

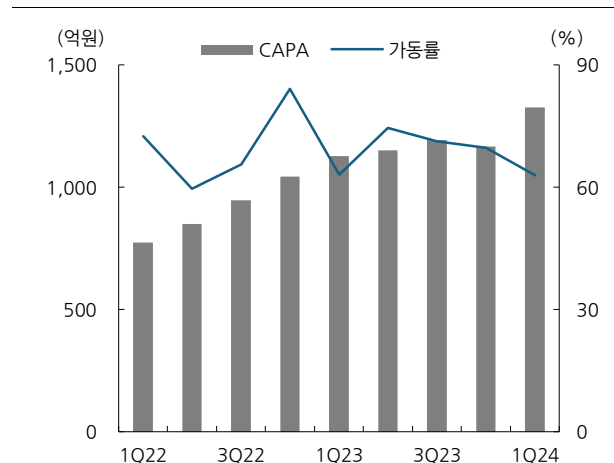
동사의 테스트 단가는 [장비 가격] x [테스트 시간]에 의해 결정되는 구조로 장비별 시간 당 단가와 웨이퍼 1장/PKG 당 테스트 시간을 통해 추정해볼 수 있다. CIS는 고화소화 제품군의 테스트 비중이 늘어나면서 고사양 장비가 사용될 뿐 아니라 테스트 시간도 길어 마진율이 높다. SoC 제품군에서는 테스트 항목이 많은 차량용의 마진이 큰 계절성 없이 가장 높게 유지되는 편으로 파악한다. 차량용 SoC는 뚜렷한 계절성이 없는 반면 모바일 향 테스트는 상저하교의 흐름을 나타내기 때문에 동사 실적 역시 상저하교의 경향을 보이고 있다.

그림1 두산테스나 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터

그림2 두산테스나 Wafer Test CAPA 및 가동률 추이



자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터

2Q24 Preview

계절적 비수기임에도
전분기 대비 성장 전망

2Q24 매출액 941억원(+6% YoY, +2% QoQ), 영업이익 160억원(-12% YoY, +42% QoQ, OPM 17%)을 전망한다. 동사 제품군 중 모바일 향(CIS, AP)은 전방 스마트폰 출하 시기에 따라 상저하고의 매출을 나타내는 경향이 있다. 이에 따라 2Q24까지 모바일 부문의 매출은 다소 부진한 흐름이 지속되나 차량용 SoC 매출이 영향을 상쇄할 것으로 전망한다. 차량용 SoC는 고객사 Fab 이전으로 인한 일시적인 가동률 하락이 4Q23~1Q24 나타났다. 2월부터는 가동률이 8~90% 수준까지 회복하였고 2분기 내로 신규 장비가 입고되어 바로 매출에 온기로 반영될 전망이다.

표1 두산테스나 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액 (억원)	746	890	893	857	918	941	1,010	1,079	3,387	3,947	4,785
QoQ/YoY (%)	-20	19	0	-4	7	2	7	7	22	17	21
Wafer Test	712	859	851	814	836	894	958	1,030	3,236	3,718	4,599
Package Test 및 기타	34	31	42	43	82	47	52	49	150	229	186
영업이익	119	182	174	134	112	160	202	227	608	701	940
QoQ/YoY (%)	-52	53	-4	-23	-16	42	26	12	-10	15	34
영업이익률 (%)	16	20	19	16	12	17	20	21	18	18	20
매출비중 (%)											
Wafer Test	95	97	95	95	91	95	95	95	96	94	96
Package Test 및 기타	5	3	5	5	9	5	5	5	4	6	4

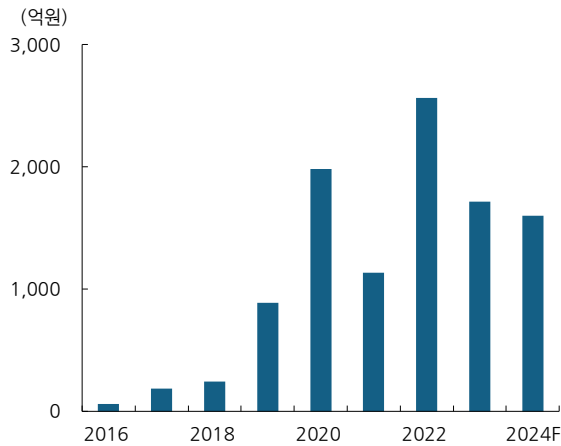
자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터

표2 두산테스나 목표주가 산정 Table

구분	2025F	비고
EPS (원)	4,382	2025년 추정 EPS
Target Multiple (배)	13.0	2020년 이후 평균 12M Fwd P/E
주당기업가치 (원)	56,960	
목표주가 (원)	57,000	
현재주가 (원)	41,900	2024.07.15 종가
상승여력	36%	

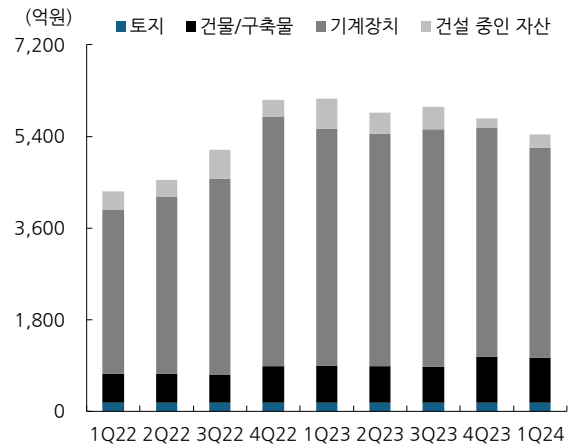
자료: DS투자증권 리서치센터

그림3 두산테스나 연간 CAPEX 추이 및 전망



자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터, 주) 2024년 값은 추정치

그림4 두산테스나 분기별 유형자산 추이



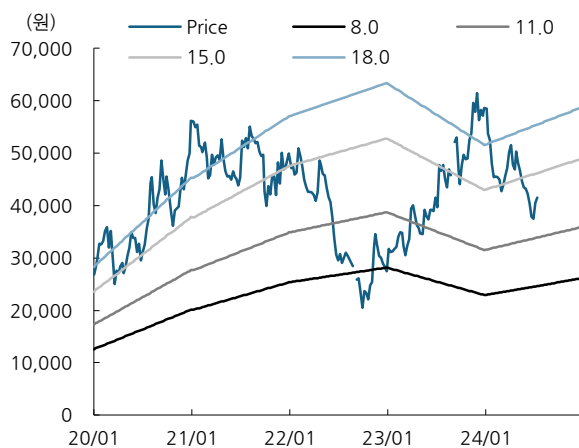
자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터

표3 두산테스나 시설투자 공시 내역

계약공시일	양수기준일	투자규모 (억원)	내용
2019-09-24	2020-02-28	246	신규 SoC 및 CIS 증설 투자
2019-10-11	2020-11-30	282	신규 SoC 및 CIS 증설 투자
2019-10-15	2020-02-05	158	신규 SoC 및 RF 증설 투자
2019-12-18	2020-03-31	366	신규 SoC 및 CIS 증설 투자
2020-02-12	2020-10-31	720	CIS 증설 투자
2020-08-07	2021-03-31	795	CIS 증설 투자
2021-03-24	2021-10-31	324	CIS 증설 투자
2021-08-11	2022-08-31	819	RF, CIS 증설 투자
2022-02-04	2023-03-31	1,004	CIS, SoC 증설 투자
2022-05-26	2023-03-31	1,238	SoC 증설 투자
2024-07-04	2027-03-31	2,206	공장 신설 투자

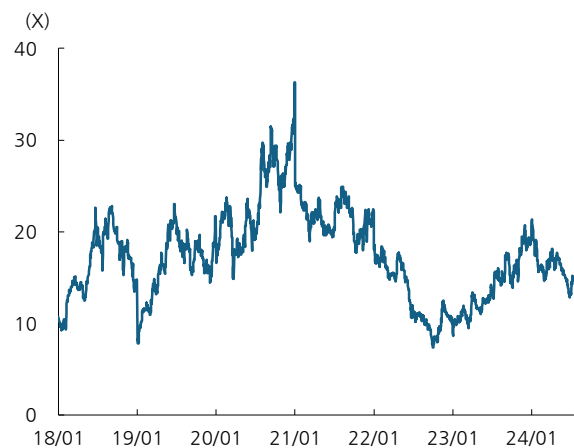
자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터

그림5 두산테스나 P/E 밴드 차트



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림6 두산테스나 Historical P/E



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

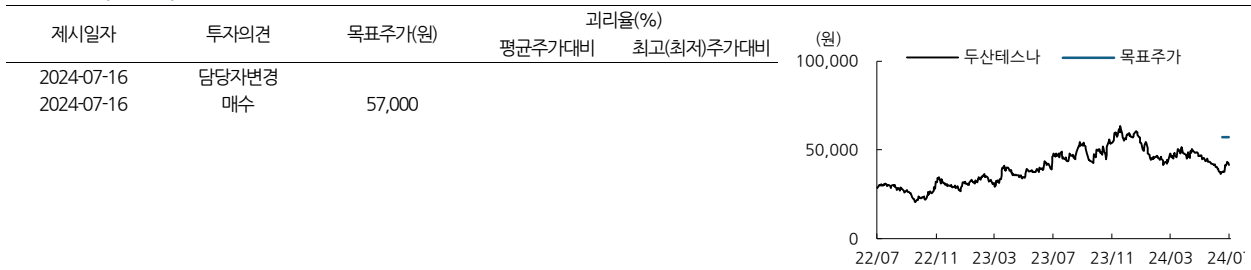
[두산테스나 131970]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	79	108	125	164	187	매출액	208	278	339	395	479
현금 및 현금성자산	40	45	79	110	122	매출원가	150	197	256	295	349
매출채권 및 기타채권	29	54	40	47	58	매출총이익	58	81	83	99	130
재고자산	0	0	0	0	1	판매비 및 관리비	4	13	22	29	36
기타	9	9	6	7	7	영업이익	54	67	61	70	94
비유동자산	455	659	638	661	718	(EBITDA)	142	191	229	247	282
관계기업투자등	20	10	13	13	13	금융손익	-2	-2	-12	-14	-15
유형자산	406	615	579	592	646	이자비용	3	6	15	16	17
무형자산	0	2	4	11	11	관계기업등 투자손익	0	0	-1	-1	-1
자산총계	533	767	763	825	904	기타영업외손익	0	-4	-3	-4	-4
유동부채	159	276	139	152	160	세전계속사업이익	52	61	45	52	74
매입채무 및 기타채무	50	110	37	38	46	계속사업법인세비용	5	9	-4	1	0
단기금융부채	104	156	100	114	114	계속사업이익	47	52	49	51	74
기타유동부채	5	9	3	0	1	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	112	182	220	221	221	당기순이익	47	52	49	51	74
장기금융부채	104	181	220	218	218	지배주주	47	52	49	51	74
기타비유동부채	8	0	0	3	3	총포괄이익	42	48	54	51	74
부채총계	271	457	359	373	381	매출총이익률 (%)	27.8	29.0	24.5	25.2	27.1
지배주주지분	262	310	404	452	523	영업이익률 (%)	26.0	24.2	17.9	17.8	19.6
자본금	9	9	10	10	10	EBITDA마진률 (%)	68.4	68.8	67.5	62.7	59.0
자본잉여금	87	87	136	136	136	당기순이익률 (%)	22.7	18.8	14.5	13.0	15.6
이익잉여금	168	220	259	307	378	ROA (%)	9.5	8.0	6.4	6.4	8.6
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	19.4	18.3	13.8	12.0	15.3
자본총계	262	310	404	452	523	ROIC (%)	13.2	11.7	7.3	10.8	9.9

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	134	168	211	231	261	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	47	52	49	51	74	P/E	15.8	7.8	20.5	13.9	9.6
비현금수익비용가감	99	142	183	185	189	P/B	3.3	1.5	2.8	1.8	1.5
유형자산감가상각비	88	124	168	177	188	P/S	4.1	1.7	3.3	2.1	1.7
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.3	3.6	5.4	3.8	3.2
기타현금수익비용	11	18	15	6	1	P/CF	5.9	2.4	4.9	3.4	3.1
영업활동 자산부채변동	-6	-16	-1	-2	-2	배당수익률 (%)	0.3	0.6	0.3	0.4	0.4
매출채권 감소(증가)	-7	-16	1	-7	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	56.6	33.8	22.0	16.6	21.2
매입채무 증가(감소)	0	0	0	10	8	영업이익	76.9	24.2	-9.5	15.3	34.1
기타자산 부채변동	1	0	-2	-6	0	세전이익	104.2	18.1	-26.6	15.8	43.5
투자활동 현금	-113	-259	-174	-185	-246	당기순이익	26.7	11.0	-6.2	4.3	45.5
유형자산처분(취득)	-113	-256	-170	-175	-243	EPS	26.7	11.0	-18.7	4.9	45.9
무형자산 감소(증가)	0	-2	-2	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	14	20	0	-9	-1	부채비율	103.3	147.6	89.1	82.5	72.9
기타투자활동	-14	-20	-3	-2	-2	유동비율	49.4	39.1	89.9	107.9	116.6
재무활동 현금	-3	95	-2	-15	-3	순차입금/자기자본(x)	60.4	91.6	58.5	47.9	39.0
차입금의 증가(감소)	-1	98	0	-15	0	영업이익/금융비용(x)	17.4	10.9	4.0	4.3	5.7
자본의 증가(감소)	-2	-3	-3	-3	-3	총차입금 (십억원)	208	337	320	332	332
배당금의 지급	2	3	3	3	3	순차입금 (십억원)	159	284	236	216	204
기타재무활동	0	0	0	3	0	주당지표(원)					
현금의 증가	18	4	34	31	12	EPS	3,170	3,521	2,864	3,004	4,382
기초현금	22	40	45	79	110	BPS	15,363	18,140	20,884	23,376	27,071
기말현금	40	45	79	110	122	SPS	12,153	16,256	17,522	20,424	24,760
NOPLAT	49	58	44	69	68	CFPS	8,529	11,382	12,018	12,212	13,629
FCF	27	-81	57	49	15	DPS	160	160	160	160	160

자료: 두산테스나, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

두산테스나 (131970) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.