두산테스나(131970)

미제시

3Q25 Review: 회복 시작

영업이익은 컨센서스 소폭 하회

3분기 매출액은 832억원(+10% QoQ, -16% YoY), 영업이익 53억원(흑자전환 QoQ, -69% YoY)으로 매출은 컨센서스에 대체로 부합했으나, 영업이익은 컨센서스 대비 19% 하회했다. 고화소 CIS 물량 증가에 따른 수익성 개선이 기대됐으나 예상보다 테스트 물량이 저조했다. 또한 DP 사업부에서 23억원 적자를 기록한 점도 부담으로 작용했다. 그럼에도 SoC 부문은 가동률 상승으로 흑자전환에 성공했다는 점이 긍정적이다. 차량용 SoC의 경우 가동률이 60% 수준까지 회복되었고, 엑시노스 역시 70% 중반까지 상승한 것으로 파악된다.

실적 회복 시작

4분기 매출액은 873억원(+5% QoQ, +5% YoY), 영업이익 86억원(+62% QoQ, 흑자전환 YoY)으로 회복세 유지가 예상된다. SoC 부문에서는 차량용 가동률이 4분기 70%까지 상승하며 실적 개선을 주도할 전망이다. 특히 차량용 반도체 테스트 마진이 제품군 중 가장 높아 이익 개선 폭도 클 것이다. 또한 최근 테슬라 AI5 칩의 생산이 TSMC 단독이 아닌 삼성과의 공동 생산 가능성이 부각되며, 동사 주가 및 실적에는 긍정적으로 작용할 전망이다. 차량용 반도체 가동률 상승과 견조한 엑시노스 수요를 기반으로 2026년 SoC 부문 매출은 1,500억원(+40% YoY)까지 확대될 것으로 예상된다.

아쉬운 부분만 해결되면

다만 CIS 가동률 상승이 아직 본격적으로 나타나지 않은 점은 아쉽다. 고화소 CIS 테스트 마진은 차량용 다음으로 높아 실적 레버리지 확대를 위해서는 CIS 가동률 회복이 필수적이다. 현재 가동률은 3분기와 유사한 수준으로, 4분기 큰 폭의 반등을 기대하기는 어렵다. 다만 최근 고객사의 중국향 신규 고객 확보가 지속되고 있어 가동률은 점진적 우상향이 가능할 전망이다. 2026년 매출액은 3,605억원(+18% YoY), 영업이익은 564억원(흑자전환 YoY)으로 전망한다. 보수적 가정에 기반한 추정치인 만큼, CIS 회복 시 추가 상향 조정이 가능할 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	133	31	37	2,260	189.2	83	24.9	11.6	4.3	19.2	0.2
2021A	208	54	47	2,776	22.8	142	18.0	6.3	3.2	19.4	0.3
2022A	278	67	52	3,080	11.0	191	8.9	3.6	1.5	18.3	0.6
2023A	339	61	49	2,853	(7.4)	229	20.5	5.4	2.8	13.8	0.3
2024A	364	45	44	2,288	(19.8)	230	10.9	3.0	1.1	10.4	0.6

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

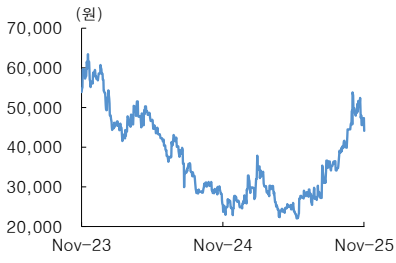
Stock Data

KOSPI(11/14)	4,012
주가(11/14)	44,100
시가총액(십억원)	852
발행주식수(백만)	19
52주 최고/최저가(원)	53,800/22,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,406
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.4/3.9
주요주주(%) 두산포트폴리오홀딩스	38.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.5)	69.9	86.1
KOSDAQ 대비(%p)	(9.4)	48.4	54.3

주가추이



자료: FnGuide

조수헌
chosuhen@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 2025년 3분기 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q25					QoQ		YoY	
	review	기존추정	차이	컨센서스	차이	2Q25	증감률	3Q24	증감률
매출액	83.2	82.1	1.3	81.4	2.2	75.9	9.6	98.7	(15.7)
영업이익	5.3	5.3	(1.0)	6.5	(18.7)	(2.1)	흑자전환	16.9	(68.8)
영업이익률	*6.4*	*6.5*	*(2.3)*	*8.0*	*(20.5)*	*(2.8)*	*흑자전환*	*17.2*	*(63.0)*
지배지분순이익	2.9	5.2	(44.1)	4.0	(28.0)	(0.8)	흑자전환	12.0	(76.1)

자료: 두산테스나, 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 전망 변경 내역

	변경 후			변경 전			증감률	
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	373.1	305.8	360.5	373.1	308.2	381.0	(0.8)	(5.4)
영업이익	44.6	(7.4)	56.4	44.6	(1.7)	59.6	적자확대	(5.3)
영업이익률(%)	*11.9*	*(2.4)*	*15.7*	*11.9*	*(0.6)*	*15.6*	*(1.9)*	*0.0*
세전이익	36.1	(7.0)	49.3	36.1	2.5	53.6	적자전환	(8.1)
순이익	43.0	(7.3)	38.4	43.0	1.0	41.8	적자전환	(8.1)
EPS(원)	1,912	(376)	1,998	1,912	51	2,174	-	(8.1)
BPS(원)	22,544	22,143	23,967	22,544	22,568	24,567	(1.9)	(2.4)
ROE(%)	*8.4*	*(1.7)*	*8.6*	*8.4*	*0.2*	*9.2*	*(1.9)*	*(0.6)*

자료: 두산테스나, 한국투자증권

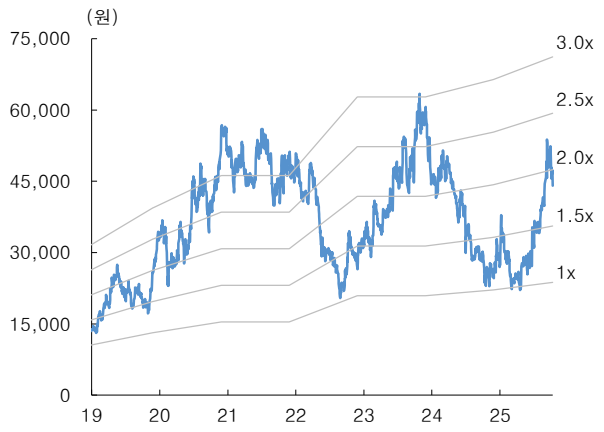
<표 3> 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**59.3**	**75.9**	**83.2**	**87.3**	**84.2**	**88.5**	**92.2**	**95.7**	**373.1**	**305.8**	**360.5**
CIS	26.7	23.5	24.0	25.2	26.4	28.8	30.0	31.2	127.1	99.4	116.4
SoC	11.9	25.8	33.3	36.4	35.8	37.1	38.0	39.3	159.9	107.4	150.1
RF/MCU/IC	15.9	21.3	21.6	21.0	17.1	17.4	17.6	17.8	58.4	79.8	69.9
Packaging	3.6	3.8	2.6	3.0	3.1	3.2	3.6	3.8	18.3	12.9	13.6
DP(Die Praparation)	1.2	1.5	1.7	1.8	1.9	2.1	3.0	3.6	9.4	6.2	10.5
영업이익	**(19.1)**	**(2.1)**	**5.3**	**8.6**	**11.0**	**13.3**	**15.2**	**16.9**	**44.6**	**(7.4)**	**56.4**
영업이익률	*(32.3)*	*(2.8)*	*6.4*	*9.8*	*13.1*	*15.0*	*16.5*	*17.7*	*11.9*	*(2.4)*	*15.7*
세전이익	**(17.9)**	**(1.0)**	**3.6**	**8.3**	**8.8**	**11.5**	**12.2**	**16.7**	**36.1**	**(7.0)**	**49.3**
세전이익률	*(30.2)*	*(1.3)*	*4.3*	*9.5*	*10.5*	*13.0*	*13.2*	*17.5*	*9.7*	*(2.3)*	*13.7*
순이익	**(16.4)**	**(0.8)**	**2.9**	**7.1**	**6.9**	**9.0**	**9.5**	**13.0**	**43.0**	**(7.3)**	**38.4**
순이익률	*(27.6)*	*(1.1)*	*3.5*	*8.1*	*8.2*	*10.1*	*10.3*	*13.6*	*11.5*	*(2.4)*	*10.7*

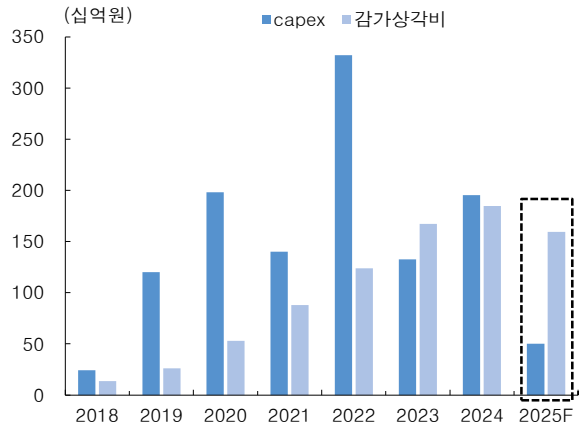
자료: 한국투자증권

[그림 1] 12MF PBR Band



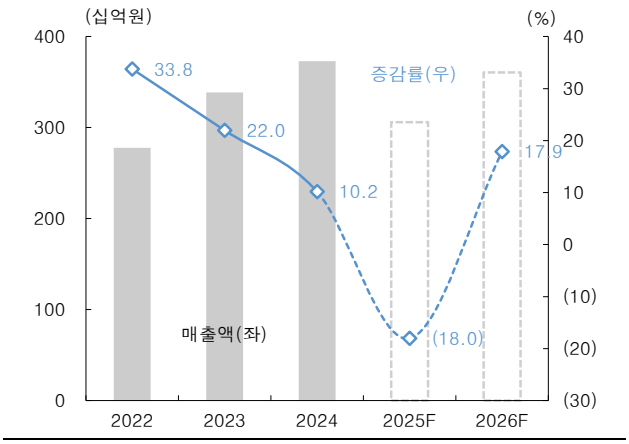
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] 연간 Capex 및 감가상각비 추이 및 전망



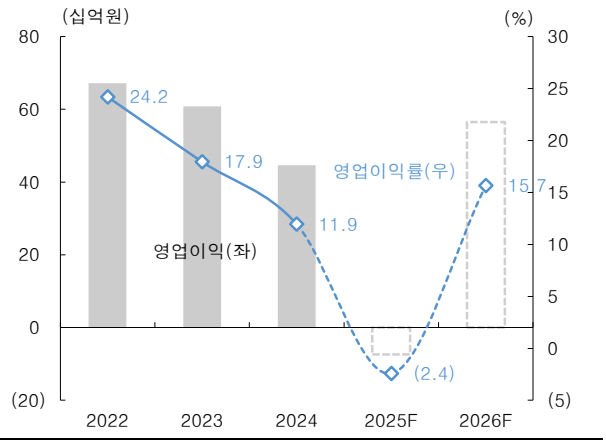
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 3] 연간 매출액 추이 및 전망



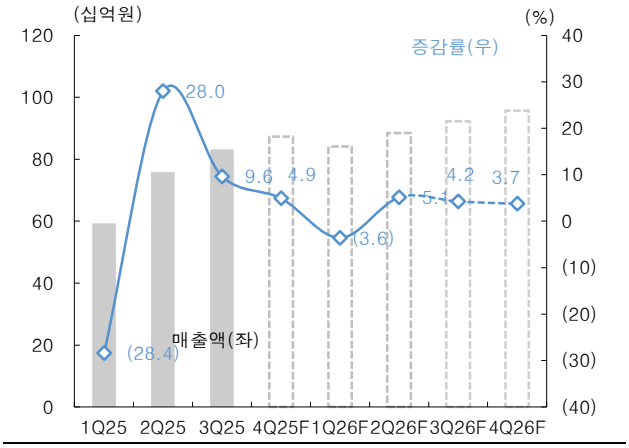
자료: 두산테스나, 한국투자증권

[그림 4] 연간 영업이익 추이 및 전망



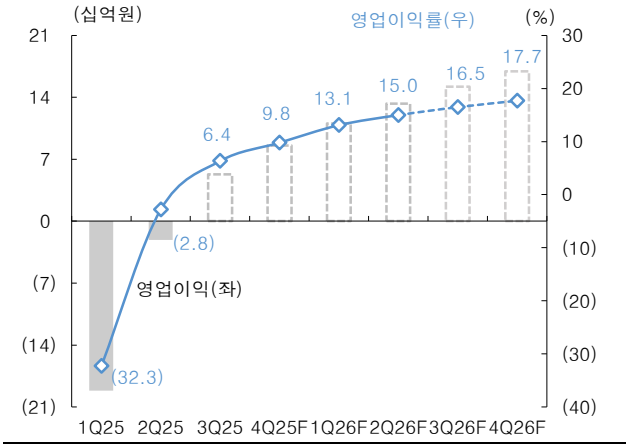
자료: 두산테스나, 한국투자증권

[그림 5] 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 두산테스나, 한국투자증권

[그림 6] 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 두산테스나, 한국투자증권

<표 4> 주요 연혁

연도	내용
2002.09	㈜테스나 설립
2002.09	정통부 지원 IT SoC 시험업체 선정 운영
2004.10	벤처기업지정 (신기술기업, 현재 벤처투자기업)
2005.07	제1LINE(공장) 설립 및 본점 이전 (경기도 이천시 신둔면 남정리 253)
2005.09	기업부설연구소 인증
2008.03	제2LINE(공장) 증설 (경기도 이천시 신둔면 남정리 245)
2008.08	INNO-BIZ, MAIN-BIZ 획득
2009.12	제2LINE(공장) 증설 (2LINE 2층)
2010.02	제3LINE(공장) 증설 (경기도 안성시 원곡면 외가천리 12번지)
2012.09	제4Line(공장) 증설 (경기도 평택시 모곡동 450-2번지)
2012.10	CQM(Card Quality Management)인증 획득 (정보 보안 인증)
2013.03	본점 이전(경기도 평택시 산단로 16번길 72
2019.01	CIS 시장 진입을 위한 테스트 장비 투자 공시
2020.11	제5Line(공장) 증설 (경기도 안성시 원곡면 지문로 97-12)
2022.04	상호변경(주식회사 두산테스나)
2022.10	차량용 반도체(ADAS) 매출 첫 인식
2023.03	디자인하우스 세미파이브(비상장) 지분 투자(100억원)
2024.02	엔지온 인수
2024.03	차량용 CIS 매출 첫 인식

자료: 두산테스나, 한국투자증권

■ 용어해설

- CIS: CMOS image sensor의 약자. 카메라에 인식된 빛을 전기적인 영상 신호로 변환해주는 반도체
- AP: Application Processor의 약자. 스마트폰에 사용되는 반도체 칩셋으로 CPU, GPU, 모뎀 등이 하나로 만들어진 SoC(System on Chip)
- SoC: System On Chip, 한 개의 칩에 완전 구동이 가능한 제품과 시스템이 들어 있는 것을 의미
- Wafer Test: 웨이퍼 상태에서의 테스트로 WLP가 되는 제품의 경우 웨이퍼 상태에서의 일부 범핑 등 패키징 공정을 진행하고 테스트를 수행하기도 함
- Package Test: 모든 패키징이 마진 최종 칩을 테스트 하는 과정
- OSAT: Outsourced Assembly & Test의 약자. 반도체 공정 중 후공정을 외주로 수행하는 업체들

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**133**	**208**	**278**	**339**	**364**
매출원가	99	150	197	256	292
매출총이익	33	58	81	83	72
판매관리비	3	4	13	22	27
영업이익	**31**	**54**	**67**	**61**	**45**
영업이익률(%)	*23.1*	*26.0*	*24.2*	*17.9*	*12.3*
EBITDA	83	142	191	229	230
EBITDA Margin(%)	*62.9*	*68.4*	*68.8*	*67.5*	*63.3*
영업외수익	(6)	(2)	(6)	(16)	(8)
금융수익	1	0	1	3	2
금융비용	5	3	7	19	15
기타영업외손익	(1)	1	(0)	(0)	6
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
세전계속사업이익	**25**	**52**	**61**	**45**	**37**
법인세비용	(12)	5	9	(4)	(7)
당기순이익	**37**	**47**	**52**	**49**	**44**
당기순이익률(%)	*27.8*	*22.6*	*18.7*	*14.5*	*12.1*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	36.9	56.6	33.8	22.0	7.4
영업이익 증가율	26.4	76.9	24.2	(9.5)	(26.5)
당기순이익 증가율	73.8	26.7	11.0	(6.2)	(10.3)
EPS 증가율	189.2	22.8	11.0	(7.4)	(19.8)
EBITDA 증가율	66.3	70.3	34.6	19.6	0.8

재무상태표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
자산총계	**456**	**533**	**767**	**763**	**773**
유동자산	60	79	108	125	119
현금성자산	22	40	45	79	65
매출채권및기타채권	23	29	54	40	39
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	396	455	659	638	653
투자자산	30	30	21	23	39
유형자산	352	406	615	579	566
무형자산	0	0	2	4	4
부채총계	**232**	**271**	**457**	**359**	**328**
유동부채	146	159	276	139	170
매입채무및기타채무	50	50	110	37	23
단기차입금및단기사채	78	72	107	37	15
유동성장기부채	3	32	49	63	129
비유동부채	87	112	182	220	158
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	81	104	181	220	157
자본총계	**224**	**262**	**310**	**404**	**445**
자본금	9	9	9	10	10
자본잉여금	87	87	87	136	136
기타자본	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)
이익잉여금	125	168	220	259	300
순차입금	137	159	284	236	220

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동현금흐름	**70**	**134**	**168**	**211**	**222**
당기순이익	37	47	52	49	44
유형자산감가상각비	53	88	124	168	186
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(9)	(6)	(16)	(1)	0
기타	(11)	5	8	(5)	(8)
투자활동현금흐름	**(178)**	**(113)**	**(259)**	**(174)**	**(181)**
유형자산투자	(198)	(113)	(257)	(172)	(181)
유형자산매각	1	0	0	2	24
투자자산순증	20	(1)	(2)	(3)	(23)
무형자산순증	0	0	(2)	(2)	(0)
기타	(1)	1	2	1	(1)
재무활동현금흐름	**27**	**(3)**	**95**	**(2)**	**(55)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	28	(1)	98	0	(52)
배당금지급	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
기타	1	0	0	1	0
기타현금흐름	(0)	(0)	(0)	0	0
현금의증가	(81)	18	4	34	(14)
FCF	0	0	0	0	0

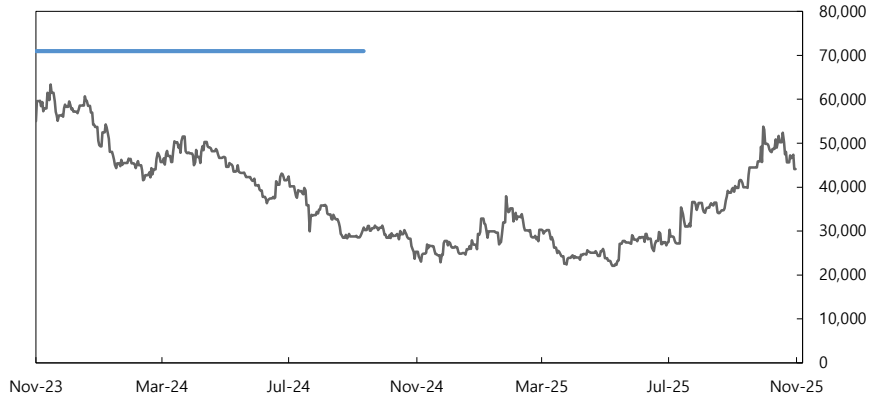
주: K-IFRS (개별) 기준

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
주당지표(원)					
EPS	2,260	2,776	3,080	2,853	2,288
BPS	13,147	15,406	18,182	20,921	23,051
DPS	130	160	160	160	160
수익성(%)					
ROA	9.3	9.5	8.0	6.4	5.7
ROE	19.2	19.4	18.3	13.8	10.4
배당수익률	0.2	0.3	0.6	0.3	0.6
배당성향	5.9	6.6	5.2	6.3	7.0
안정성					
부채비율(x)	103.8	103.3	147.6	89.1	73.7
차입금/자본총계비율(%)	77.9	79.2	108.9	79.2	67.6
이자보상배율(x)	5.9	17.4	10.9	4.0	3.2
순차입금/EBITDA(x)	1.7	1.1	1.5	1.0	1.0
Valuation(x)					
PER	24.9	18.0	8.9	20.5	10.9
최고	26.3	21.5	17.2	22.4	27.4
최저	9.8	14.2	6.5	9.1	9.9
PBR	4.3	3.2	1.5	2.8	1.1
최고	4.5	3.9	2.9	3.1	2.7
최저	1.7	2.6	1.1	1.2	1.0
PSR	7.0	4.1	1.7	3.0	1.3
EV/EBITDA	11.6	6.3	3.6	5.4	3.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
두산테스나 (131970)	2024.09.27	NR	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 16일 현재 두산테스나 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.