두산테스나 (131970)

빛을 발하는 비용 절감 노력

IT 소재장비
Analyst 김동관
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

4Q25 Review: 컨센서스 상회

두산테스나는 4Q25 매출액 855억원(+3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 150억원(흑전; OPM +17.6%)을 기록했다. 매출액은 AP·ADAS 칩 등 SoC 테스트 가동률이 상승에 따라 성장했다. 수익성은 감가상각비 감소 및 외형 성장에 힘입어 컨센서스를 상회했다. [CIS] 중화권 경쟁 심화 및 고객사의 보수적 재고 정책 영향에 전분기 대비 물량이 감소했다. [SoC] AP는 플래그십 스마트폰향 신제품 중심으로 테스트 물량이 증가하며 매출이 성장했다(+13%). ADAS 칩은 고객사 재고 조정이 마무리되며 70% 이상의 견조한 가동률을 기록했다(매출액 +5%). 당분기 AI 가속기 테스트 물량이 증가하며 메모리 컨트롤러 매출 감소를 상쇄했다(4Q25 AI 가속기 매출 비중 7%).

2026년 급격한 레버리지 효과 예상

두산테스나의 2026년 매출액은 3,657억원(+20%), 영업이익은 683억원(흑전; OPM 18.7%)으로 예상한다. [CIS] 국내 및 중국향 수요 둔화가 지속되나 신제품 테스트 매출이 일부 상쇄할 전망이다(+1%). [SoC] AP는 1H26부터 플래그십 스마트폰 내 탑재가 재개되며 기저효과에 기반한 성장이 예상된다(+24%). ADAS칩 또한 1H25 극심했던 재고조정 대비, 2026년에는 견조한 가동률이 유지되며 성장할 전망이다(+74%). 이익률 개선은 매출 성장률보다 가파르게 나타날 것이다. 동사의 감가상각비는 2025년 1,662억원에서 2026년 1,511억원으로 감소할 전망이기 때문이다(그림6). 2025년 보수적 CAPEX 정책과 과거 투자분의 감가상각 종료에 기인한다. 2025년부터 지속된 비용 감축 정책 영향에 인건비 또한 최소 수준으로 증가할 전망이다(그림8). '25년 10월 공시한 신규 장비 양수는 1Q27까지 설치 완료 후, 2Q27부터 양산 대응이 개시될 것으로 예상된다.

'26년 기저효과 기반 성장, '27년 신규 CIS 중심 실적 성장이 예상된다. 주요 고객사의 사업 개선은 동사 밸류에이션 확장 요인이다. TSMC의 타이트한 공급 여력으로 팹리스 업체들의 선단 파운드리 다변화 니즈는 여전히 유효하다. 고객사의 신규 물량 수주에 따른 upside risk가 상존한다는 판단이다. 두산테스나에 대해 투자의견 Buy 유지, 적정 주가는 8.1만원으로 상향 조정한다(target multiple 27.8배).

Meritz Research 2026. 2. 12

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	81,000원
현재주가 (2.11)	65,300원
상승여력	24.0%

KOSDAQ	1,114.87pt
시가총액	12,621억원
발행주식수	1,933만주
유동주식비율	60.37%
외국인비중	8.32%
52주 최고/최저가	68,700원/22,100원
평균거래대금	161.6억원

주요주주(%)

두산포트폴리오홀딩스	38.69
삼성자산운용	5.22
국민연금공단	5.15

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	30.3	80.4	85.2
상대주가	10.8	31.4	24.6

주가그래프

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	338.7	60.8	49.1	2,901	-5.8	23,859	20.2	2.5	4.0	12.2	89.1
2024	373.1	37.9	36.8	1,912	-34.1	22,749	13.1	1.1	4.1	8.4	80.0
2025P	303.9	-0.9	1.6	82	-95.7	22,761	793.0	2.9	8.1	0.4	65.1
2026E	365.7	68.3	55.9	2,904	3,427.1	25,504	22.5	2.6	5.4	11.4	56.7
2027E	418.6	80.1	70.6	3,671	26.4	29,031	17.8	2.2	4.7	12.7	45.5

표1 두산테스나 4Q25P Review 테이블

(십억원)	4Q25P	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**85.5**	82.8	3.2	83.2	2.7	88.6	-3.6	88.3	-3.2
영업이익	**15.0**	-1.1	흑자전환	5.3	184.3	16.6	-9.6	12.4	21.2
세전이익	**16.9**	2.0	750.1	3.6	366.4	15.3	10.2	12.5	34.8
당기순이익	**15.9**	0.4	3,692.5	2.9	453.4	12.2	30.8	7.3	117.1
영업이익률(%)	**17.6**	-1.4		6.4		18.8		14.1	
세전이익률(%)	**19.7**	2.4		4.3		17.3		14.2	
순이익률(%)	**18.6**	0.5		3.5		13.7		8.3	

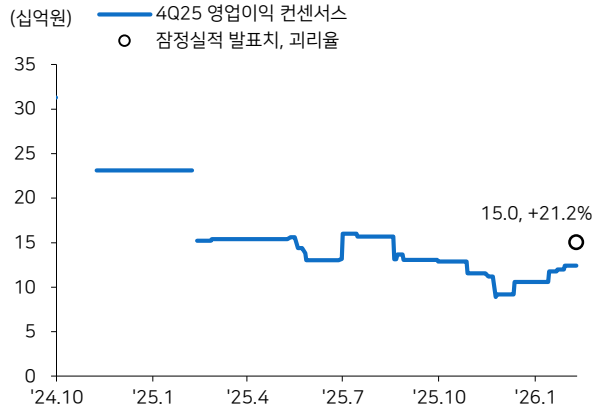
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

표2 두산테스나 2026E 연간 실적 테이블

(십억원)	2026E	2025P	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**365.7**	303.9	20.3	364.2	0.4	369.8	-1.1
영업이익	**68.3**	-0.9	흑자전환	62.3	9.7	57.9	17.9
세전이익	**65.8**	1.6	4,121.6	57.0	15.5	51.5	27.7
당기순이익	**55.9**	1.6	3,428.4	48.4	15.5	43.7	27.8
영업이익률(%)	**18.7**	-0.3		17.1		15.7	
세전이익률(%)	**18.0**	0.5		15.6		13.9	
순이익률(%)	**15.3**	0.5		13.3		11.8	

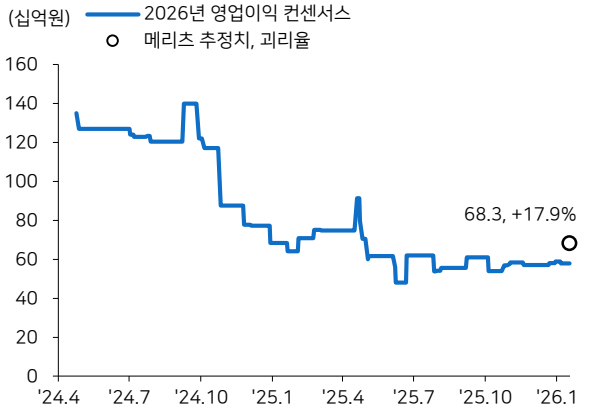
자료: Quantiwise, 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25 영업이익, 컨센서스 21.2% 상회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026년 영업이익, 컨센서스 상회 전망



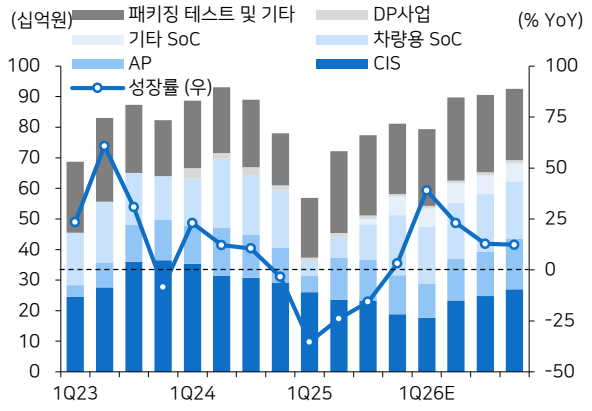
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 두산테스나 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	**59.3**	**75.9**	**83.2**	**85.5**	**82.4**	**93.3**	**93.9**	**96.0**	**303.9**	**365.7**	**418.6**
CIS	26.1	23.5	23.3	18.8	17.7	23.3	24.8	27.0	91.7	92.9	144.0
SoC	12.5	24.3	32.5	42.7	38.8	41.9	42.7	44.6	111.9	168.0	169.5
PKG 테스트	3.6	4.5	4.4	3.4	5.2	6.0	4.6	3.6	15.9	19.3	20.9
DP사업	1.2	1.3	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	4.6	4.0	5.8
기타	15.9	22.3	21.8	19.7	19.9	21.2	20.8	19.7	79.7	81.5	78.4
영업이익	**-19.1**	**-2.1**	**5.3**	**15.0**	**11.8**	**19.3**	**18.2**	**19.0**	**-0.9**	**68.3**	**80.1**
영업이익률 (%)	-32.3	-2.8	6.4	17.6	14.3	20.7	19.3	19.8	-0.3	18.7	19.1
세전이익	-17.9	-1.0	3.6	16.9	10.9	18.8	16.1	20.0	1.6	65.8	83.2
당기순이익	**-16.4**	**-0.8**	**2.9**	**15.9**	**9.2**	**16.0**	**13.7**	**17.0**	**1.6**	**55.9**	**70.6**
순이익률 (%)	-27.6	-1.1	3.5	18.6	11.2	17.1	14.6	17.7	0.5	15.3	16.9
매출 비중 (%)											
CIS	44.0	31.0	28.0	22.0	21.5	25.0	26.4	28.2	30.2	25.4	34.4
SoC	21.0	32.0	39.0	50.0	47.0	44.9	45.5	46.5	36.8	46.0	40.5
PKG 테스트	6.1	5.9	5.3	4.0	6.3	6.4	4.9	3.7	5.2	5.3	5.0
DP사업	2.1	1.8	1.5	1.0	1.1	1.0	1.1	1.2	1.5	1.1	1.4
기타	26.8	29.4	26.3	23.0	24.1	22.7	22.1	20.5	26.2	22.3	18.7
성장률 (% YoY)											
매출액	**-35.4**	**-24.0**	**-15.7**	**3.2**	**39.0**	**23.0**	**12.8**	**12.4**	**-18.6**	**20.3**	**14.5**
CIS	-26.3	-24.9	-24.3	-35.6	-32.2	-0.8	6.5	43.8	-27.6	1.3	55.1
SoC	-59.8	-46.1	-25.0	22.5	211.2	72.5	31.7	4.5	-27.4	50.1	0.9
PKG 테스트	-26.2	0.4	-4.5	-20.8	42.4	34.4	3.7	4.7	-13.0	21.3	8.3
DP사업	-63.3	-28.0	-51.7	-49.5	-26.2	-29.1	-15.2	29.8	-50.8	-13.8	45.6
기타	-7.5	30.3	24.7	54.5	25.0	-5.0	-5.0	0.0	23.5	2.2	-3.8
영업이익	**적자전환**	**적자전환**	**-52.2**	**흑자전환**	**흑자전환**	**흑자전환**	**243.6**	**26.7**	**적자전환**	**흑자전환**	**17.3**
세전이익	적자전환	적자전환	-51.4	750.1	흑자전환	흑자전환	345.5	18.4	-94.8	4,121.6	26.4
당기순이익	**적자전환**	**적자전환**	**-51.6**	**108.0**	**흑자전환**	**흑자전환**	**375.7**	**6.5**	**-95.7**	**3,428.4**	**26.4**

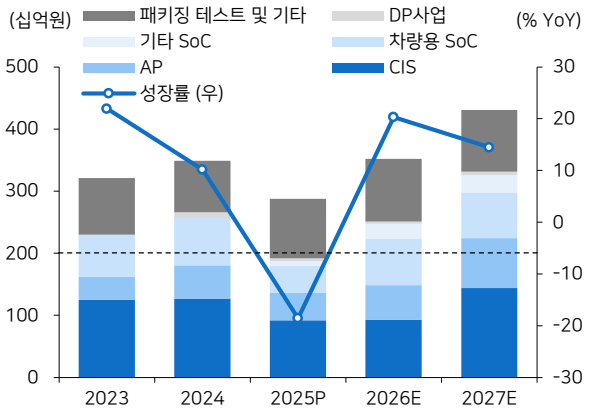
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산테스나 제품 별 매출액 추이 및 전망



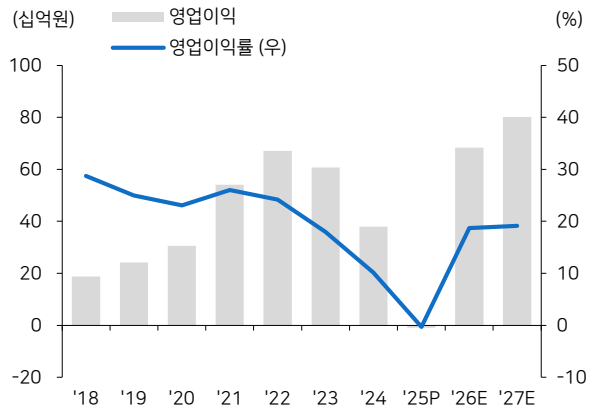
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림4 두산테스나 제품 별 연간 매출액 추이 및 전망



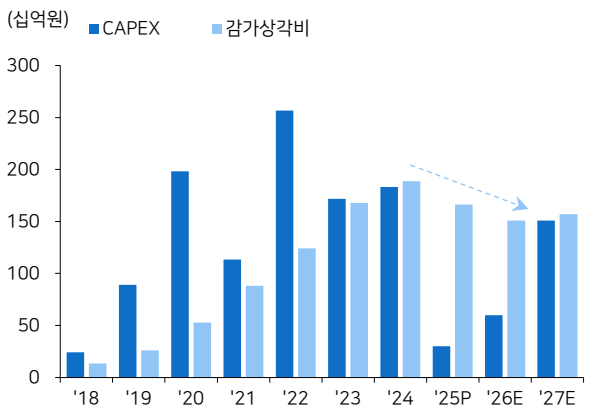
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림5 두산테스나 영업이익 추이 및 전망



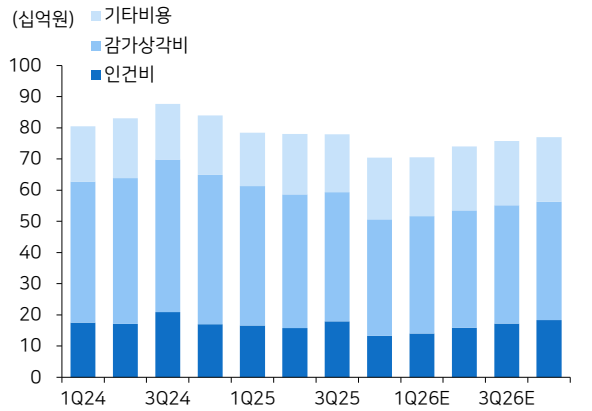
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 두산테스나 CAPEX 및 감가상각비 추이



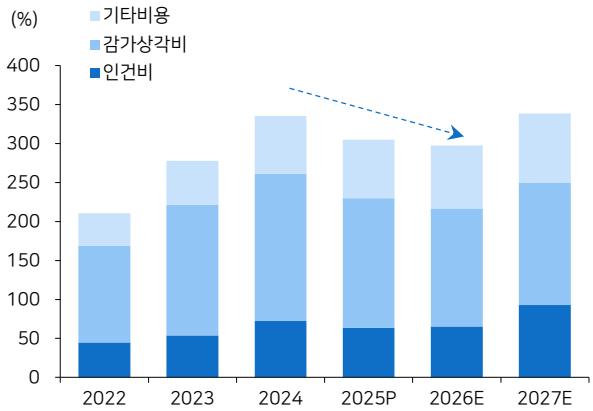
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 두산테스나 분기 별 비용 구조 (원가+판관비)



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림8 두산테스나 연간 비용 구조 (원가+판관비)



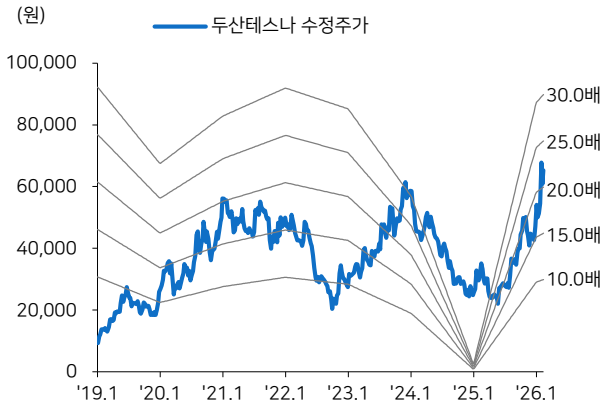
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

표4 **두산테스나 적정주가 산출**

구분	내용	비고
2026E EPS (원)	2,904	
Target Multiple (배)	**27.8**	국내외 OSAT Peer (ASE Holdings, Amkor, JCET, 하나마이크론) 2026E PER 평균
적정주가 (원)	**81,000**	
희석유통주식수 (천주)	19,246	
적정 시가총액 (십억원)	**1,558.9**	
현재주가 (원)	65,300	2026. 2. 11 종가
Upside Potential (%)	**24.0**	

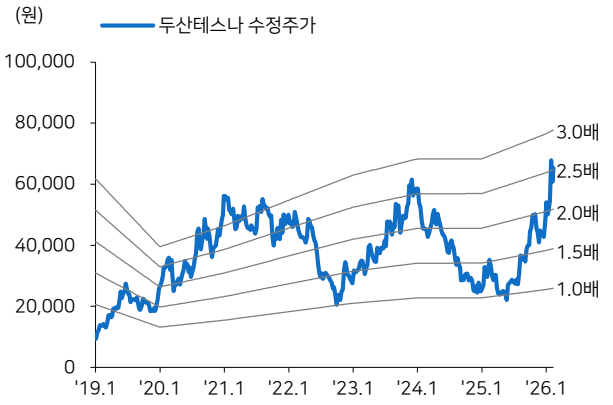
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 **두산테스나 12MF PER 밴드 차트**



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **두산테스나 12MF PBR 밴드 차트**



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

두산테스나 (131970)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	**338.7**	**373.1**	**303.9**	**365.7**	**418.6**
매출액증가율(%)	22.0	10.2	-18.6	20.3	14.5
매출원가	255.6	305.3	272.9	263.5	296.7
매출총이익	83.0	67.8	31.0	102.1	121.9
판매관리비	22.3	29.9	31.9	33.8	41.8
영업이익	**60.8**	**37.9**	**-0.9**	**68.3**	**80.1**
영업이익률(%)	17.9	10.2	-0.3	18.7	19.1
금융손익	-15.1	-13.3	-9.6	-7.7	-5.7
종속/관계기업손익	-0.9	-0.9	-1.6	-1.5	-1.4
기타영업외손익	0.0	6.2	13.7	6.6	10.2
세전계속사업이익	44.8	29.9	1.6	65.8	83.2
법인세비용	-4.3	-6.9	0.0	9.9	12.5
당기순이익	**49.1**	**36.8**	**1.6**	**55.9**	**70.6**
지배주주지분 순이익	49.1	36.8	1.6	55.9	70.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**210.5**	**219.2**	**153.5**	**226.7**	**249.4**
당기순이익(손실)	49.1	36.8	1.6	55.9	70.6
유형자산상각비	167.8	188.8	166.2	151.1	157.2
무형자산상각비	0.6	0.6	0.2	0.8	0.8
운전자본의 증감	-0.7	1.8	-3.7	-1.7	-3.2
투자활동 현금흐름	**-174.4**	**-172.4**	**-17.2**	**-43.0**	**-139.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-171.8	-183.2	-30.0	-60.0	-151.0
투자자산의감소(증가)	-0.3	0.0	-7.0	-1.1	-1.6
재무활동 현금흐름	**-2.3**	**-60.8**	**-71.2**	**-51.6**	**-68.2**
차입금의 증감	32.6	31.2	-16.8	-10.0	-30.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.1	-14.0	65.0	132.0	41.2
기초현금	44.9	79.0	65.0	130.0	262.0
기말현금	79.0	65.0	130.0	262.0	303.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	125.3	113.6	179.7	317.9	367.5
현금및현금성자산	79.0	65.0	130.0	262.0	303.1
매출채권	40.1	38.8	40.1	45.0	51.8
재고자산	0.0	0.6	0.3	0.4	0.4
비유동자산	637.8	674.1	539.7	448.2	441.8
유형자산	579.1	590.1	451.7	360.6	354.5
무형자산	3.8	11.3	12.8	12.6	12.4
투자자산	18.9	21.3	24.5	24.5	24.5
자산총계	**763.1**	**787.7**	**719.5**	**766.1**	**809.2**
유동부채	139.4	183.1	154.0	158.9	155.0
매입채무	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
단기차입금	36.9	25.0	15.0	15.0	15.0
유동성장기부채	33.5	106.7	96.3	96.3	86.3
비유동부채	220.1	166.9	129.6	118.4	97.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	193.4	135.5	103.0	93.0	73.0
부채총계	**359.5**	**350.0**	**283.6**	**277.3**	**252.9**
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	135.9	135.9	135.2	135.2	135.2
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
이익잉여금	258.8	292.9	291.5	344.3	411.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**403.6**	**437.7**	**435.9**	**488.8**	**556.3**

Key Financial Data

	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	19,913	19,305	15,723	18,919	21,659
EPS(지배주주)	2,901	1,912	82	2,904	3,671
CFPS	12,380	11,343	7,943	11,732	12,902
EBITDAPS	13,473	11,759	8,563	11,391	12,319
BPS	23,859	22,749	22,761	25,504	29,031
DPS	182	160	160	160	160
배당수익률(%)	0.3	0.6	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	20.2	13.1	793.0	22.5	17.8
PCR	4.7	2.2	8.2	5.6	5.1
PSR	2.9	1.3	4.2	3.5	3.0
PBR	2.5	1.1	2.9	2.6	2.2
EBITDA(십억원)	229.1	227.3	165.5	220.2	238.1
EV/EBITDA	4.0	4.1	8.1	5.4	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.2	8.4	0.4	11.4	12.7
EBITDA 이익률	67.7	60.9	54.5	60.2	56.9
부채비율	89.1	80.0	65.1	56.7	45.5
금융비용부담률	4.2	3.4	3.5	2.5	1.7
이자보상배율(x)	4.0	2.6	-0.1	6.3	8.8
매출채권회전율(x)	7.2	9.5	7.7	8.6	8.7
재고자산회전율(x)	nm	1,222.0	682.7	1,138.9	1,099.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

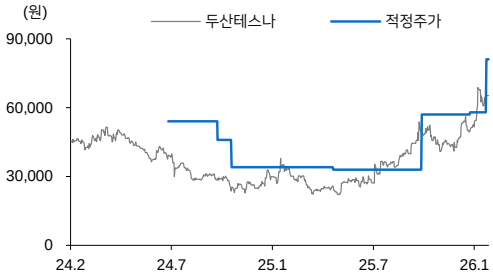
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025 년 12 월 31 일 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산테스나 (131970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 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	-19.3	11.5
2025.05.15	기업브리프	Buy	33,000	김동관	-1.0	63.0
2025.10.20	기업브리프	Buy	57,000	김동관	-17.6	-1.4
2026.01.14	기업브리프	Buy	58,000	김동관	2.6	18.4
2026.02.12	기업브리프	Buy	81,000	김동관	-	-

주가 및 적정주가 변동추이