

2025. 5. 15



▲ IT 소재장비

Analyst 김동관

02. 6454-4880

dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** **33,000 원****현재주가 (10.18)** **25,250 원****상승여력** **30.7%**

KOSDAQ 733.23pt

시가총액 4,880억원

발행주식수 1,933만주

유동주식비율 72.28%

외국인비중 4.67%

52주 최고/최저가 46,900원/22,350원

평균거래대금 45.9억원

주요주주(%)

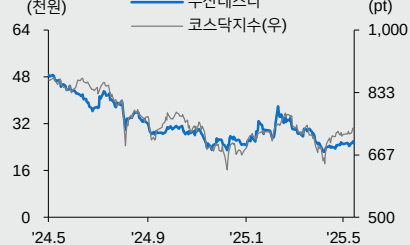
두산포트폴리오홀딩스 26.68

국민연금공단 5.03

주가상승률(%)**1개월** **6개월** **12개월**

절대주가 3.1 0.0 -46.2

상대주가 0.1 -6.5 -36.7

주가그래프

두산테스나 131970

부진한 실적은 뒤로, 계단식 개선 전망

- ✓ 1Q25 매출액 593억원(-35%), 영업적자 191억원(적자전환, OPM -32%) 기록
- ✓ AP 테스트 가동률 부진과 차량용 SoC 재고 조정 영향에 매출액 감소
- ✓ 3월부터 가동률 개선 관찰. 2H 폴더블향 AP 물량 증가, 차량용 SoC 가동률 회복
- ✓ 유휴 장비 매각 및 기존 장비 내용연수 경과로 연말까지 감가상각비 감소는 긍정적
- ✓ 12MF PBR 1.0배로 밴드 하단 위치. 고객사 파운드리 사업 개선 여부에 주목

1Q25 Review: SoC 가동률 하락에 컨센서스 하회

두산테스나는 1Q25 매출액 593억원(-35% YoY; 이하 YoY), 영업적자 191억원 (적자 전환 YoY, OPM -32%)을 기록했다. 주력 고객사의 AP 신제품 물량 감소와 12월부터 이어진 차량용 SoC의 가동률 부진 영향에 실적이 큰 폭으로 감소했다. [CIS] 모바일 수요 부진 영향으로 매출액이 전분기 대비 감소했다(-11% QoQ). [SoC] 고객사 플래그십 스마트폰 내 AP 신제품 탑재 불발과 차량용 SoC의 고객사 재고 조정 영향이 이어졌다(SoC 매출액 -64% QoQ). 전체 웨이퍼 테스트 가동률이 40%를 밑돌며 고정비 부담 심화에 따른 수익성 훼손이 동반됐다.

1Q25를 저점으로 점진적 실적 개선 예상

1Q25를 바닥으로 점진적 개선이 예상되는 점은 긍정적이다. 1) 3월부터 주문량이 회복되고 있어 2Q25E 차량용 SoC 가동률은 50% 수준까지 반등할 전망이다(vs. 1Q25 20% 추정). 2) 2H25E 폴더블 스마트폰향 AP 테스트 물량이 증가함에 따라 전체 웨이퍼 테스트 가동률도 50% 수준을 기록할 것으로 예상된다. 수요 부진에 따른 보수적 투자 기조, 유휴장비 매각, 기존 유형자산의 내용연수 경과로 4Q25E 까지 감가상각비가 감소하는 점은 수익성 개선으로 나타날 전망이다(그림5).

중장기적 모멘텀 실현 여부가 관건

단기적인 주가 반등의 트리거가 부재한 상황에서 파운드리 고객사의 수주 증가, 고객사 AP의 채택 확대 등 중장기적 모멘텀의 실현 여부가 관건이다. 현재 동사는 PBR 밴드 하단인 1.0배 수준으로 업황 부진을 반영하고 있다. 고객사 파운드리 사업 개선 시 가장 직접적 수혜가 가능하다는 기업이라는 점은 여전히 유효하다. 투자 의견 Buy 유지하며, 적정주가는 33,000원으로 하향한다(2025E PBR 1.4배 적용).

(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
2025E	311.9	16.0	9.5	492	-74.3	23,206	51.4	1.1	3.1	2.1	67.8
2026E	389.8	68.0	59.7	3,103	531.4	26,163	8.1	1.0	2.1	11.9	59.1
2027E	440.2	83.6	70.1	3,645	17.4	29,663	6.9	0.9	1.7	12.3	48.1

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	59.3	91.8	-35.4	82.8	-28.4	66.8	-11.3	71.5	-17.1
영업이익	-19.1	11.2	적자전환	-1.1	적자확대	-11.3	적자확대	-3.5	적자확대
세전이익	-17.9	7.6	적자전환	2.0	적자전환	-15.0	적자확대	-3.4	적자확대
순이익	-16.4	6.9	적자전환	0.4	적자전환	-13.3	적자확대	-2.7	적자확대
영업이익률(%)	-32.3	12.3		-1.4		-17.0		-4.9	
세전이익률(%)	-30.2	8.3		2.4		-22.5		-4.8	
순이익률(%)	-27.6	7.5		0.5		-19.9		-3.8	

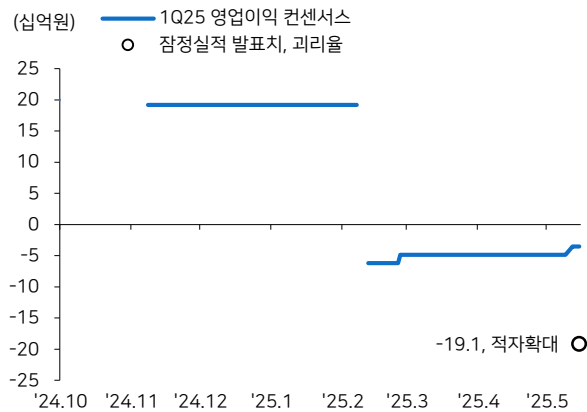
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	311.9	373.1	-16.4	339.3	-8.1	330.4	-5.6
영업이익	16.0	37.9	-57.8	23.0	-30.4	25.6	-37.5
세전이익	12.2	29.9	-59.1	13.7	-11.0	23.3	-47.5
지배주주 순이익	9.5	36.8	-74.3	12.1	-22.2	18.9	-50.0
영업이익률(%)	5.1	10.2		6.8		7.7	
세전이익률(%)	3.9	8.0		4.0		7.1	
순이익률(%)	3.0	9.9		3.6		5.7	

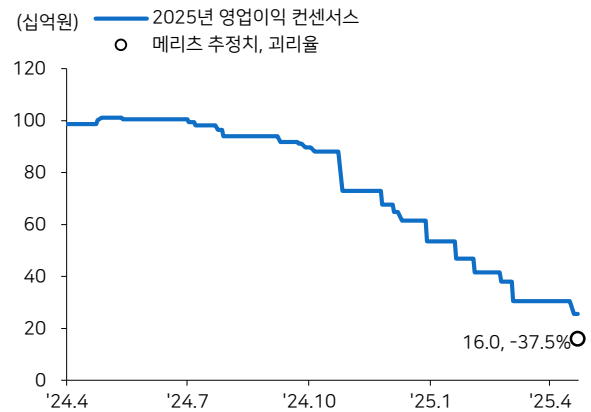
자료: Quantiwise, 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 영업이익, 컨센서스 대비 적자 확대



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 -37.5% 하회 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	91.8	99.8	98.7	82.8	59.3	76.3	86.4	89.8	373.1	311.9	389.8
CIS/SoC	66.3	76.4	74.1	64.1	38.5	55.0	66.2	70.6	280.9	230.4	307.9
PKG 테스트	4.9	4.4	4.6	4.3	3.6	3.7	4.0	4.3	18.3	15.7	16.1
DP사업	3.3	1.8	2.5	1.7	1.2	1.3	1.3	1.6	9.4	5.4	7.5
기타	17.2	17.1	17.5	12.7	15.9	16.3	14.9	13.4	64.6	60.4	58.2
영업이익	11.2	16.8	11.0	-1.1	-19.1	3.1	16.5	15.6	37.9	16.0	68.0
영업이익률 (%)	12.3	16.8	11.2	-1.4	-32.3	4.0	19.1	17.3	10.2	5.1	17.4
세전이익	7.6	12.9	7.4	2.0	-17.9	0.6	13.8	15.7	29.9	12.2	65.7
지배주주순이익	8.1	25.7	7.7	2.6	-16.4	0.5	11.8	13.5	36.8	9.5	59.7
순이익률 (%)	8.8	25.8	7.8	3.1	-27.6	0.7	13.7	15.0	9.9	3.0	15.3
매출 비중 (%)											
CIS/SoC	72.3	76.6	75.0	77.4	65.0	72.1	76.6	78.6	75.3	73.9	79.0
PKG 테스트	5.3	4.4	4.7	5.2	6.1	4.9	4.7	4.7	4.9	5.0	4.1
DP사업	3.6	1.8	2.6	2.0	2.1	1.6	1.5	1.8	2.5	1.7	1.9
기타	18.7	17.1	17.7	15.4	26.9	21.3	17.2	14.9	17.3	19.4	14.9
성장률 (% YoY)											
매출액	23.0	12.2	10.5	-3.4	-35.4	-23.6	-12.4	8.5	10.2	-16.4	25.0
CIS/SoC	28.8	24.0	10.5	-4.9	-41.9	-28.0	-10.6	10.1	13.5	-18.0	33.7
PKG 테스트	43.8	45.1	9.3	-0.8	-26.2	-15.7	-12.3	-1.1	21.5	-14.2	3.0
DP사업	nm	nm	nm	nm	-63.3	-32.1	-49.0	-4.8	nm	-42.8	40.0
기타	-12.8	-29.7	-3.1	-9.0	-7.4	-5.0	-15.0	5.0	-15.2	-6.4	-3.7
영업이익	-5.1	-7.6	-36.5	적자전환	적자전환	-81.6	49.2	흑자전환	-37.6	-57.8	325.1
세전이익	-1.5	-15.8	-42.2	-77.7	적자전환	-95.2	85.8	691.8	-33.3	-59.1	437.3
지배주주순이익	44.3	56.2	-51.2	-77.1	적자전환	-98.0	54.4	419.8	-25.1	-74.3	531.4

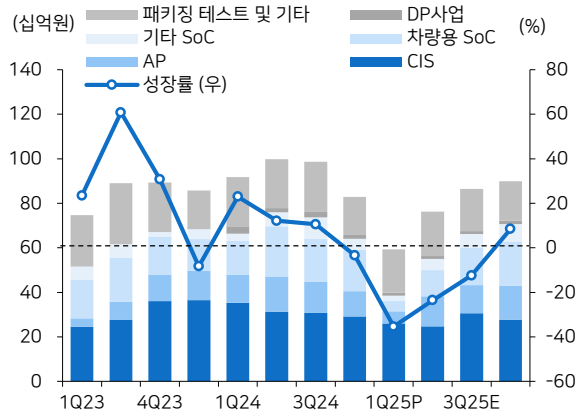
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

표4 두산테스나 적정주가 산출

구분	내용	비고
2025E BPS (원)	23,206	
Target Multiple (배)	1.4	'14-'24 평균 12MF PBR
적정주가 (원)	33,000	
희석유통주식수 (천주)	19,239	
적정 시가총액 (십억원)	6,349	
현재주가 (원) (2025.5.15 종가)	25,250	
Upside Potential (%)	30.7	

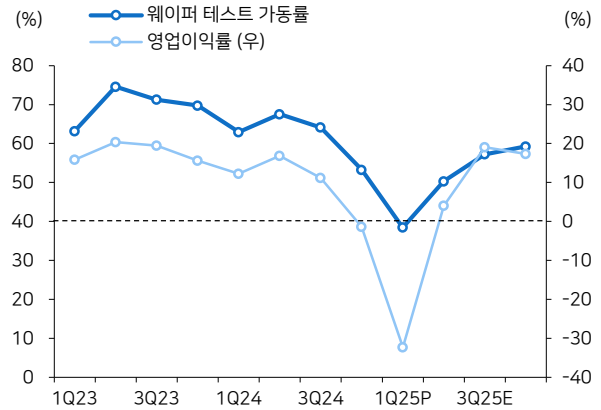
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 두산테스나 제품 별 매출액 추이 및 전망



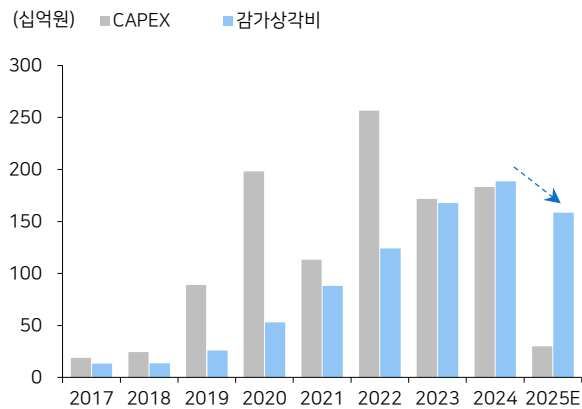
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림4 웨이퍼 테스트 가동률 및 영업이익률 추정



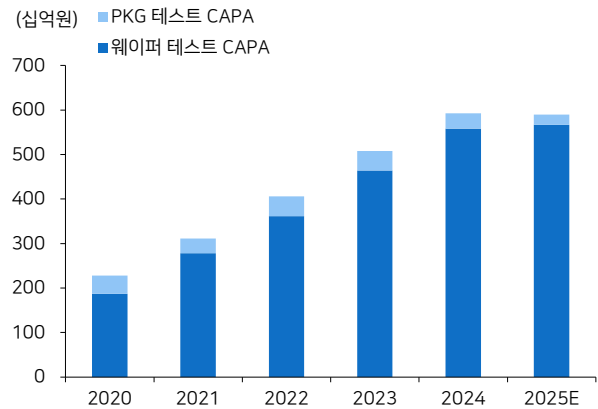
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림5 두산테스나 연간 CAPEX 및 감가상각비 추이



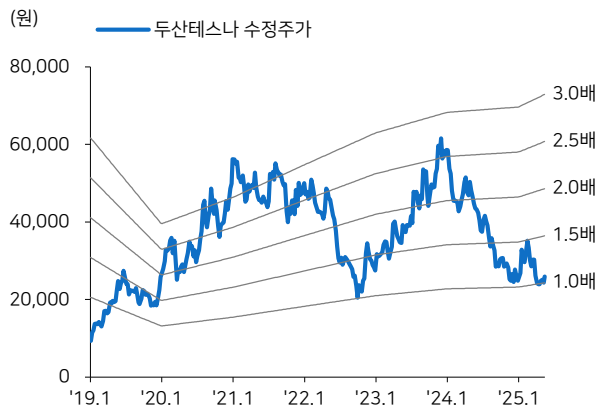
자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림6 두산테스나 연간 CAPA 추이



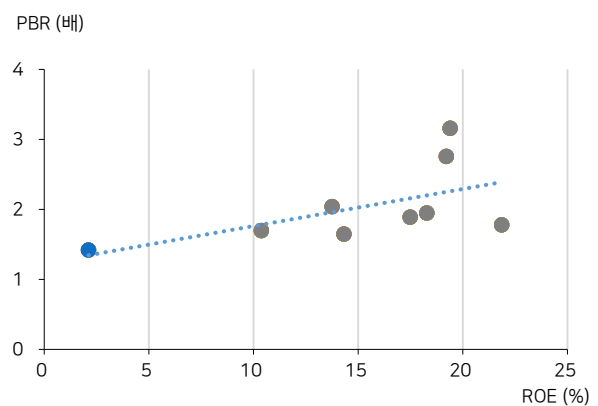
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 두산테스나 12MF PBR 밴드 차트



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

그림8 두산테스나 PBR-ROE 비교



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

두산테스나 (131970)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	338.7	373.1	311.9	389.8	440.2
매출액증가율(%)	22.0	10.2	-16.4	25.0	12.9
매출원가	255.6	305.3	267.4	285.7	317.5
매출총이익	83.0	67.8	44.4	104.0	122.7
판매관리비	22.3	29.9	28.4	36.0	39.1
영업이익	60.8	37.9	16.0	68.0	83.6
영업이익률(%)	17.9	10.2	5.1	17.4	19.0
금융손익	-15.1	-13.3	-10.2	-7.9	-6.3
종속/관계기업손익	-0.9	-0.9	-1.5	-1.5	-1.5
기타영업외손익	0.0	6.2	8.0	7.1	7.5
세전계속사업이익	44.8	29.9	12.2	65.7	83.4
법인세비용	-4.3	-6.9	2.8	6.0	13.3
당기순이익	49.1	36.8	9.5	59.7	70.1
지배주주지분 순이익	49.1	36.8	9.5	59.7	70.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	210.5	219.2	161.4	210.5	237.5
당기순이익(손실)	49.1	36.8	9.5	59.7	70.1
유형자산상각비	167.8	188.8	158.4	156.2	170.0
무형자산상각비	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
운전자본의 증감	-0.7	1.8	0.1	-1.8	-2.5
투자활동 현금흐름	-174.4	-172.4	-22.9	-144.4	-198.4
유형자산의증가(CAPEX)	-171.8	-183.2	-30.0	-150.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-0.3	0.0	-0.5	-0.8	-1.4
재무활동 현금흐름	-2.3	-60.8	-55.2	-12.6	-32.6
차입금의 증감	32.6	31.2	-50.2	-10.0	-30.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.1	-14.0	83.4	53.6	6.6
기초현금	44.9	79.0	65.0	148.4	202.0
기말현금	79.0	65.0	148.4	202.0	208.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	125.3	113.6	201.1	259.1	273.1
현금및현금성자산	79.0	65.0	148.4	202.0	208.6
매출채권	40.1	38.8	42.1	45.5	51.4
재고자산	0.0	0.6	0.7	1.0	1.0
비유동자산	637.8	674.1	544.6	538.2	567.9
유형자산	579.1	590.1	458.5	452.3	482.3
무형자산	3.8	11.3	11.8	11.6	11.4
투자자산	18.9	21.3	22.8	22.8	22.8
자산총계	763.1	787.7	745.8	797.3	841.0
유동부채	139.4	183.1	169.5	164.3	160.8
매입채무	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
단기차입금	36.9	25.0	15.0	15.0	15.0
유동성장기부채	33.5	106.7	102.0	92.0	82.0
비유동부채	220.1	166.9	131.9	132.0	112.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	193.4	135.5	100.0	100.0	80.0
부채총계	359.5	350.0	301.4	296.3	273.0
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	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	258.8	292.9	299.3	355.9	423.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	403.6	437.7	444.4	501.0	568.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	19,913	19,305	16,136	20,167	22,777
EPS(지배주주)	2,901	1,912	492	3,103	3,645
CFPS	12,380	11,343	8,353	10,894	12,290
EBITDAPS	13,473	11,759	9,056	11,643	13,167
BPS	23,859	22,749	23,206	26,163	29,663
DPS	182	160	160	160	160
배당수익률(%)	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	20.2	13.1	51.4	8.1	6.9
PCR	4.7	2.2	3.0	2.3	2.1
PSR	2.9	1.3	1.6	1.3	1.1
PBR	2.5	1.1	1.1	1.0	0.9
EBITDA(십억원)	229.1	227.3	175.0	225.0	254.5
EV/EBITDA	4.0	4.1	3.1	2.1	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.2	8.4	2.1	11.9	12.3
EBITDA 이익률	67.7	60.9	56.1	57.7	57.8
부채비율	89.1	80.0	67.8	59.1	48.1
금융비용부담률	4.2	3.4	3.6	2.3	1.7
이자보상배율(x)	4.0	2.6	1.2	6.3	9.1
매출채권회전율(x)	7.2	9.5	7.7	8.9	9.1
재고자산회전율(x)	nm	1,222.0	464.5	463.4	441.3

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	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	-	-	