

# 두산테스나 (131970)

## 성장통 구간

2025년 2월 12일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	39,000 원 (상향)
✓ 상승여력	10.6%	✓ 현재주가 (2월 11일)	35,250 원

### [반도체/소부장]

남궁현 선임연구원  
✉ hyon@shinhan.com

송혜수 연구원  
✉ hyesus@shinhan.com

#### Revision

실적추정치	하향
Valuation	상향

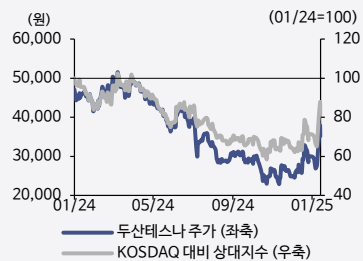
시가총액	681.3십억원
발행주식수(유동비율)	19.3백만주(72.3%)
52주 최고가/최저가	51,500 원/22,900 원
일평균 거래액 (60일)	5,675백만원
외국인 지분율	5.1%

#### 주요주주 (%)

두산포드폴리오홀딩스	26.7
국민연금공단	6.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	31.3	32.5	(22.5)	43.3
상대	25.7	28.9	(14.6)	31.3

### 주가



### 신한생각 국내에서 우수한 비메모리 후공정 기술력 보유 업체

모바일에 공급하는 AP 및 CIS 중심으로 Capa 증설과 함께 2019년부터 고성장 기록. 최근 모바일 외 제품 포트폴리오 다각화(SSD Controller, ADAS 및 인포테인먼트칩, AI 가속기) 입증. 25~27년 고객사 다변화를 통해 외주물량 확대를 위한 노력 지속 중. 2025년은 고성장 구간 진입을 위한 기술력 확보에 집중하는 시기로 판단. 또한 국내 고부가 비메모리 OSAT 선두주자로서 파운드리 고객사의 물량 수주에 따른 Upside 보유

### 4Q24 Review: 비우호적 환경 속 실적 하락에 일회성 비용까지 발생

4분기 실적은 매출액 828억원(-16.1%, 이하 전분기대비), 영업손실 11억원(적자전환)으로 컨센서스(145억원)를 크게 하회. 배경은 1) 고객사의 모바일향 반도체 생산 지연으로 SoC 외주 물량 감소, 2) 고객사의 CIS 재고 조정에 따른 가동률 하락, 3) 엔지온 합병 관련 일회성 비용 영향으로 판단. 일회성 비용을 제외할 경우 BEP 수준의 실적을 기록했을 것으로 추정

2025년 실적은 매출액 3,722(-0.3%, 이하 전년대비), 영업이익 354억원(-6.5%)으로 실적 추정치 36% 하향. 1Q25 차량용 수요 부진 및 모바일향 반도체 생산 지연이 지속되며 영업손실이 전망되나, 2Q25부터 재고 소진 및 지연됐던 모바일 반도체 생산 영향으로 가동률 상승 예상. 높은 감가상각비 및 과거 대비 낮은 단가 영향으로 수익성 -0.7%p 전망

### Valuation & Risk: 주요 고객사의 비메모리 수주 가능성 존재

12개월 선행 EPS(주당순이익) 1,544원에 목표 P/E(주가수익비율) 25배(지난 5년 P/E 고점 평균) 적용하여 목표주가 39,000원으로 상향. 주요 고객사의 비메모리 비즈니스 확대 가능성을 고려하여 밸류에이션 상향

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	277.7	67.2	52.3	9.0	18.3	1.5	3.6	0.6
2023	338.7	60.8	49.1	20.8	13.8	2.8	5.4	0.3
2024F	373.1	37.9	36.8	13.1	8.7	1.1	3.0	0.6
2025F	372.2	35.4	28.1	24.2	6.2	1.5	3.6	0.5
2026F	410.5	58.3	43.5	15.7	9.0	1.4	3.0	0.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 요약

(원, 배)	2025F	비고
12MF EPS	1,544	지난 5년 P/E 고점 평균
목표 P/E	25	
주당가치	38,610	
목표주가	39,000	

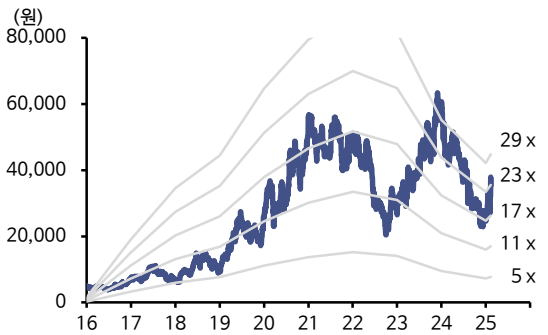
자료: 신한투자증권 추정

Historical P/E 추이

	2019	2020	2021	2022	2023	19~23 평균
P/E(Avg)	12.6	16.2	17.7	11.6	15.1	14.6
P/E(High)	18.3	26.4	21.6	17.3	22.6	21.2
P/E(Low)	5.7	9.9	14.3	6.6	9.2	9.1
P/E(FY End)	16.6	25.0	18.1	9.0	20.6	17.9

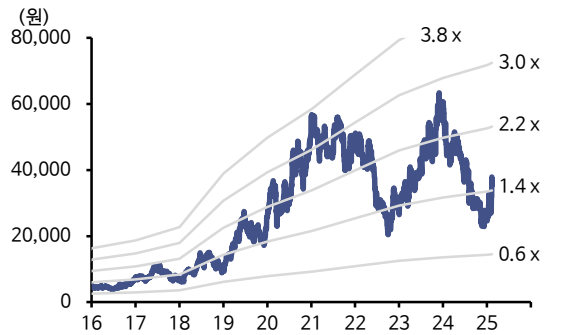
자료: QuantiWse, 신한투자증권

두산테스나 12MF P/E 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

두산테스나 12MF P/B 차트



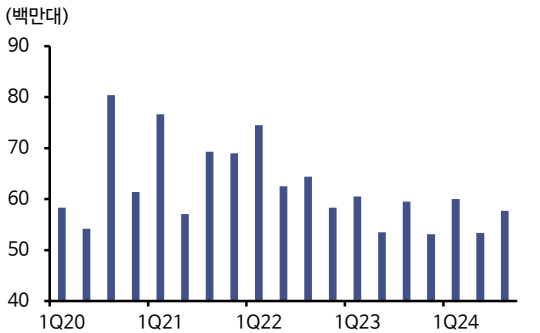
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

두산테스나 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출	91.8	99.8	98.7	82.8	71.3	89.5	108.8	102.7	338.7	373.1	372.2
QoQ	7.0	8.8	(1.1)	(16.1)	(14.0)	25.6	21.6	(5.6)			
YoY	23.0	12.2	10.5	(3.4)	(22.4)	(10.4)	10.2	23.9	22.0	10.2	(0.3)
Wafer Test	83.6	93.5	91.6	77.9	66.4	83.9	102.2	96.1	323.6	346.5	348.5
PKG Test	4.9	4.4	4.6	3.2	2.8	3.5	4.3	4.0	15.0	17.2	14.5
엔지온	3.3	1.8	2.6	1.7	2.0	2.1	2.4	2.6		9.5	9.1
영업이익	11.2	16.8	11.0	(1.1)	(6.2)	8.6	17.9	15.2	60.8	37.9	35.4
QoQ	(15.9)	49.1	(34.1)	적자전환	적자지속	흑자전환	108.1	(14.8)			
YoY	(5.1)	(7.6)	(36.5)	적자전환	적자전환	(48.8)	61.7	흑자전환	(9.5)	(37.6)	(6.5)
영업이익률	12.3	16.8	11.2	-1.4	-8.7	9.6	16.4	14.8	17.9	10.2	9.5

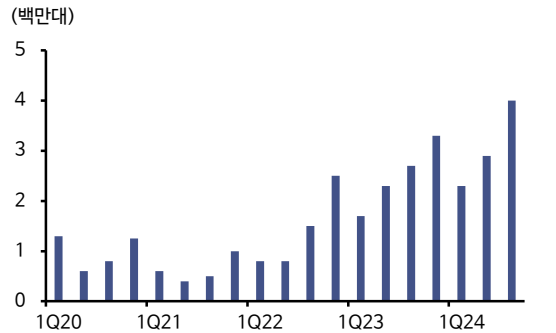
자료: 회사 자료, 신한투자증권

삼성전자 스마트폰 출하량 추이



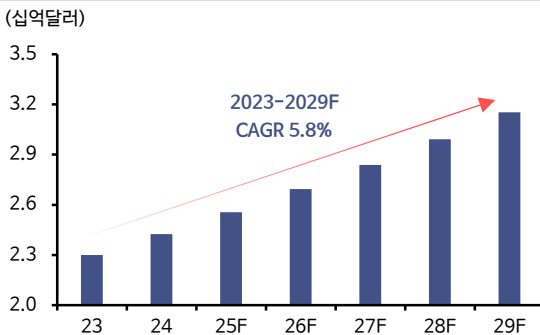
자료: SA, 신한투자증권

구글 스마트폰 출하량 추이



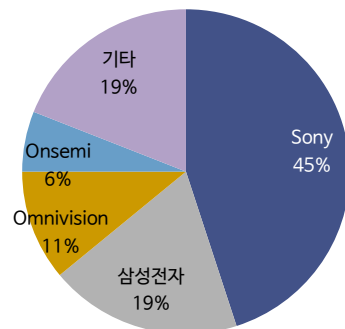
자료: SA, 신한투자증권

CIS 시장규모 추이



자료: Yole, 신한투자증권

CIS 시장 점유율



자료: Yole, 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>767.0</b>	<b>763.1</b>	<b>788.3</b>	<b>740.7</b>	<b>740.7</b>
유동자산	107.9	125.3	118.0	109.9	113.5
현금및현금성자산	44.9	79.0	64.4	59.2	62.6
매출채권	38.5	37.3	42.2	40.1	39.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	659.1	637.8	670.2	630.8	627.2
유형자산	614.6	579.1	628.8	568.3	562.0
무형자산	2.0	3.8	3.4	11.4	10.9
투자자산	20.9	22.6	25.1	25.1	27.3
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>457.2</b>	<b>359.5</b>	<b>350.9</b>	<b>278.3</b>	<b>237.9</b>
유동부채	275.7	139.4	145.8	84.2	78.3
단기차입금	59.6	36.9	47.3	9.5	7.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	48.5	62.6	59.4	35.7	32.1
비유동부채	181.5	220.1	205.1	194.1	159.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	181.3	220.0	205.0	194.0	159.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>309.8</b>	<b>403.6</b>	<b>437.3</b>	<b>462.4</b>	<b>502.8</b>
자본금	8.5	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	87.0	135.9	135.9	135.9	135.9
기타자본	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계액	(4.9)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	219.9	258.8	292.5	317.5	358.0
<b>지배주주지분</b>	<b>309.8</b>	<b>403.6</b>	<b>437.3</b>	<b>462.4</b>	<b>502.8</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	337.4	319.8	312.1	239.5	199.0
*순차입금(순현금)	283.7	236.0	241.8	174.9	131.2

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>168.2</b>	<b>210.5</b>	<b>234.4</b>	<b>231.9</b>	<b>251.5</b>
당기순이익	52.3	49.1	36.8	28.1	43.5
유형자산상각비	124.0	167.8	204.8	201.4	208.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	(3.3)	(1.5)	0.4	0.2	0.3
자산처분손실(이익)	(0.2)	(1.7)	(2.0)	(2.1)	(2.1)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.1	0.9	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(16.2)	(0.7)	(5.5)	4.2	1.6
(법인세납부)	(7.2)	(11.8)	6.9	(2.5)	(10.1)
기타	18.7	8.4	(7.0)	2.6	10.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(258.7)</b>	<b>(174.4)</b>	<b>(238.2)</b>	<b>(161.4)</b>	<b>(204.6)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(256.7)	(171.8)	(254.7)	(141.1)	(202.1)
유형자산의감소	0.3	2.2	0.2	0.1	0.2
무형자산의감소(증가)	(2.1)	(2.2)	0.4	(8.0)	0.5
투자자산의감소(증가)	1.1	(4.5)	(2.6)	0.1	(2.2)
기타	(1.3)	1.9	18.5	(12.5)	(1.0)
<b>FCF</b>	<b>(35.6)</b>	<b>(4.7)</b>	<b>(10.4)</b>	<b>95.3</b>	<b>53.1</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>95.0</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(10.8)</b>	<b>(75.7)</b>	<b>(43.5)</b>
차입금의 증가(감소)	97.7	0.4	(7.8)	(72.6)	(40.4)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.7)	(2.7)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
기타	(0.0)	0.0	0.1	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>4.4</b>	<b>34.1</b>	<b>(14.6)</b>	<b>(5.1)</b>	<b>3.4</b>
기초현금	40.4	44.9	79.0	64.4	59.2
기말현금	44.9	79.0	64.4	59.2	62.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

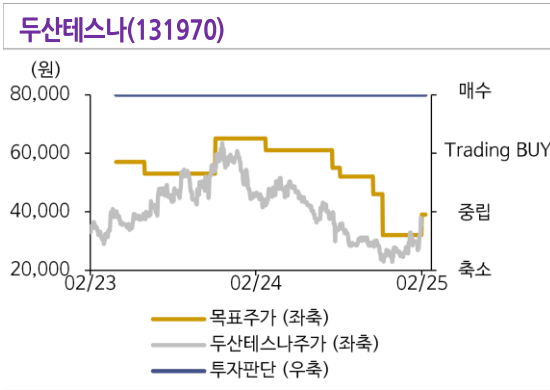
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>277.7</b>	<b>338.7</b>	<b>373.1</b>	<b>372.2</b>	<b>410.5</b>
증감률 (%)	33.8	22.0	10.2	(0.3)	10.3
<b>매출원가</b>	<b>197.1</b>	<b>255.6</b>	<b>304.0</b>	<b>309.9</b>	<b>323.1</b>
<b>매출총이익</b>	<b>80.6</b>	<b>83.0</b>	<b>69.1</b>	<b>62.3</b>	<b>87.4</b>
매출총이익률 (%)	29.0	24.5	18.5	16.7	21.3
<b>판매관리비</b>	<b>13.4</b>	<b>22.3</b>	<b>31.2</b>	<b>26.9</b>	<b>29.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>67.2</b>	<b>60.8</b>	<b>37.9</b>	<b>35.4</b>	<b>58.3</b>
증감률 (%)	24.2	(9.5)	(37.6)	(6.5)	64.5
영업이익률 (%)	24.2	17.9	10.2	9.5	14.2
영업외손익	(6.1)	(16.0)	(8.0)	(4.8)	(4.7)
금융손익	(5.7)	(15.1)	(8.0)	(4.6)	(4.6)
기타영업외손익	(0.3)	(0.0)	0.1	(0.1)	0.1
종속 및 관계기업관련손익	(0.1)	(0.9)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
<b>세전계속사업이익</b>	<b>61.1</b>	<b>44.8</b>	<b>29.9</b>	<b>30.7</b>	<b>53.6</b>
법인세비용	8.7	(4.3)	(6.9)	2.5	10.1
계속사업이익	52.3	49.1	36.8	28.1	43.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>52.3</b>	<b>49.1</b>	<b>36.8</b>	<b>28.1</b>	<b>43.5</b>
증감률 (%)	11.0	(6.2)	(25.1)	(23.6)	54.7
순이익률 (%)	18.8	14.5	9.9	7.6	10.6
(지배주주)당기순이익	52.3	49.1	36.8	28.1	43.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>50.1</b>	<b>46.4</b>	<b>36.8</b>	<b>28.1</b>	<b>43.5</b>
(지배주주)총포괄이익	50.1	46.4	36.8	28.1	43.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>191.2</b>	<b>228.6</b>	<b>242.7</b>	<b>236.9</b>	<b>266.5</b>
증감률 (%)	34.6	19.6	6.2	(2.4)	12.5
EBITDA 이익률 (%)	68.8	67.5	65.0	63.6	64.9

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	3,042	2,817	1,903	1,455	2,251
EPS (지배순이익, 원)	3,042	2,817	1,903	1,455	2,251
BPS (자본총계, 원)	18,140	20,884	22,628	23,924	26,015
BPS (자본지분, 원)	18,140	20,884	22,628	23,924	26,015
DPS (원)	160	160	160	160	160
PER (당기순이익, 배)	9.0	20.8	13.1	24.2	15.7
PER (지배순이익, 배)	9.0	20.8	13.1	24.2	15.7
PBR (자본총계, 배)	1.5	2.8	1.1	1.5	1.4
PBR (자본지분, 배)	1.5	2.8	1.1	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	3.6	5.4	3.0	3.6	3.0
배당성향 (%)	5.2	6.3	8.4	10.9	7.1
배당수익률 (%)	0.6	0.3	0.6	0.5	0.5
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	68.8	67.5	65.0	63.6	64.9
영업이익률 (%)	24.2	17.9	10.2	9.5	14.2
순이익률 (%)	18.8	14.5	9.9	7.6	10.6
ROA (%)	8.0	6.4	4.7	3.7	5.9
ROE (지배순이익, %)	18.3	13.8	8.7	6.2	9.0
ROIC (%)	11.7	9.8	10.8	3.2	7.9
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	147.6	89.1	80.2	60.2	47.3
순차입금비율 (%)	91.6	58.5	55.3	37.8	26.1
현금비율 (%)	16.3	56.7	44.1	70.3	79.9
이자보상배율 (배)	10.9	4.0	2.6	2.8	5.7
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(6.1)	(10.7)	68.6	47.7	61.0
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	40.1	40.9	38.9	40.4	35.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	(18.6)	(2.5)
2024년 03월 05일	매수	61,000	(27.6)	(15.6)
2024년 07월 30일	매수	55,000	(36.8)	(27.5)
2024년 08월 16일	매수	52,000	(41.0)	(30.8)
2024년 10월 28일	매수	46,000	(39.6)	(34.3)
2024년 11월 18일	매수	32,000	(14.8)	18.4
2025년 02월 12일	매수	39,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 남궁현, 송혜수)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 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	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 02월 10일 기준)

매수 (매수)	91.80%	Trading BUY (중립)	6.64%	중립 (중립)	1.56%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------