

반도체

손인준

02)6260-2470

sij96@heungkuksec.co.kr

(131970)

두산테스나

BUY(유지)

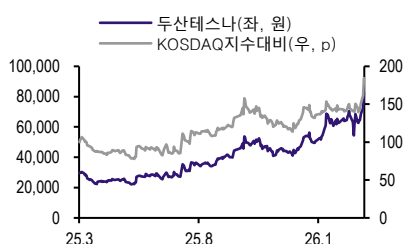
포트폴리오 진화

목표주가	100,000원(상향)
현재주가(03/17)	82,700원
상승여력	20.9%
시가총액	1,598십억원
발행주식수	19,327천주
52주 최고가 / 최저가	82,700 / 22,100원
3개월 일평균거래대금	24십억원
외국인 지분율	8.1%
주요주주	
두산포트폴리오홀딩스 (외 1인)	38.7%
삼성자산운용 (외 1인)	7.0%
국민연금공단 (외 1인)	5.2%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	31.9 84.6 112.3 174.3
상대수익률 (KOSDAQ)	29.1 59.8 77.9 121.4

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	339	364	304	358
영업이익	61	45	-1	64
EBITDA	229	230	168	219
지배주주순이익	49	44	-1	50
EPS	2,864	2,278	-52	2,589
순차입금	236	220	128	26
PER	20.5	11.0	n/a	31.9
PBR	2.8	1.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	5.4	3.1	10.3	7.4
배당수익률	0.3	0.6	0.2	0.2
ROE	13.8	10.4	-0.2	10.9
컨센서스 영업이	-	-	-3	57
컨센서스 EPS	-	-	-269	2,106

주가추이



모바일 부진, Auto·AI로 상쇄

두산테스나의 1Q26 실적은 매출액 822억원(-4%QoQ, +39%YoY), 영업이익 119억원(-21%QoQ, 흑자전환YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 계절성 요인으로 CIS, AP 부문의 매출액이 전분기 대비 역성장 할 것으로 보이나, Auto와 AI 부문의 견조한 실적이 유지될 것으로 예상된다.

AI 중심 포트폴리오 확대 전망

두산테스나의 2026년 매출액은 3,577억원(+18%YoY), 영업이익은 642억원(흑자전환 YoY)으로 전망한다. AI 수요 급증으로 인한 파운드리 업계 전반의 Capacity 부족이 극심해진 가운데, 고객사의 신규 파운드리 수주 확대가 본격화되고 있다. 특히 모바일에 치중되어 있던 고객사의 선단 노드 수주가 AI 반도체로 확대되며, 두산테스나 역시 AI 중심으로 성장세를 보일 전망이다. 두산테스나의 AI 부문 매출액이 올해 하반기부터 본격 확대될 것으로 보인다. AP 역시 기존 제품군 외 추가 수주 가능성이 존재하며, Auto의 경우에도 가동률이 견조한 수준을 유지할 것으로 보인다. 이에 SoC 부문의 매출액이 +51%YoY 성장할 것으로 전망한다. 반면 경쟁 심화 및 스마트폰 업황 둔화로 인해 CIS 부문 매출액은 -6%YoY의 보수적인 추정을 적용하나, 신제품 매출액이 확대되며 2027년엔 재차 성장세를 보일 것으로 예상된다. 이에 두산테스나의 2027년 실적은 매출액 4,401억원(+23%YoY), 영업이익 835억원(+30%YoY)을 기록할 전망이다.

두산테스나 투자의견 BUY/TP 100,000원 상향

두산테스나의 2026~2027년 평균 EPS 3,090원에 주요 AI 가속기 테스트 업체, KYEC의 12MF PER 고점 32.2배를 적용해 목표 주가를 100,000원으로 상향한다. AI 수요로 인해 로직·메모리 전반에서 쇼티지 강도가 심화되는 가운데, 이를 모두 공급 가능한 유일한 업체인 고객사의 파운드리 수주 모멘텀이 이어질 것으로 판단한다. 스마트폰 업황 둔화에도 불구하고 AP, CIS 등 모바일 중심의 포트폴리오가 Auto, AI 부문으로 확대되며, 두산테스나의 실적 성장세 역시 중장기적으로 지속될 전망이다. 이에 두산테스나는 AI 수혜가 반영되는 OSAT 업체로서 밸류에이션 리레이팅 국면에 진입할 것으로 판단한다.

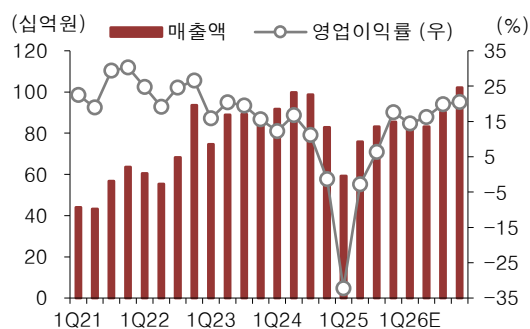
표 1 두산테스나 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	59.3	75.9	83.2	85.5	82.2	83.1	90.3	102.1	303.9	357.7	440.1
QoQ(%)	-28%	28%	10%	3%	-4%	1%	9%	13%			
YoY(%)	-35%	-24%	-16%	3%	39%	10%	9%	19%	-19%	18%	23%
Wafer Test	54.5	70.1	77.6	81.0	77.0	77.1	84.4	97.2	283.2	335.6	416.3
PKG Test	3.6	4.5	4.4	3.4	4.0	4.9	4.8	3.7	15.9	17.5	19.2
DP/기타	1.2	1.3	1.2	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1	4.8	4.7	4.6
매출총이익	-11.7	5.9	13.7	22.2	17.3	18.8	23.3	28.1	30.1	87.4	116.4
QoQ(%)	적전	흑전	132%	62%	-22%	9%	24%	20%			
YoY(%)	적전	-76%	-23%	217%	흑전	218%	70%	26%	-56%	190%	33%
매출총이익률	-20%	8%	16%	26%	21%	23%	26%	28%	10%	24%	26%
영업이익	-19.1	-2.1	5.3	15.0	11.9	13.5	17.9	20.9	-0.9	64.2	83.5
QoQ(%)	적지	적지	흑전	184%	-21%	14%	33%	17%			
YoY(%)	적전	-113%	-52%	-1410%	흑전	-736%	240%	39%	적전	흑전	30%
영업이익률	-32%	-3%	6%	18%	14%	16%	20%	20%	0%	18%	19%

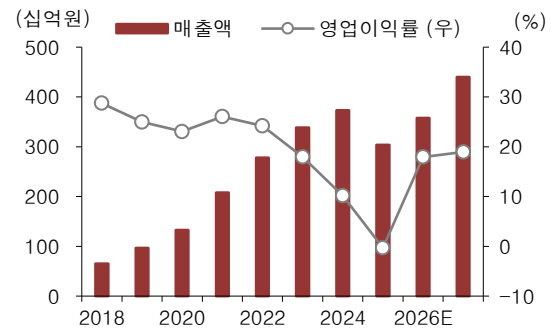
자료: 두산테스나, 흥국증권 리서치센터

그림 1 두산테스나 분기 매출액 및 영업이익률 전망



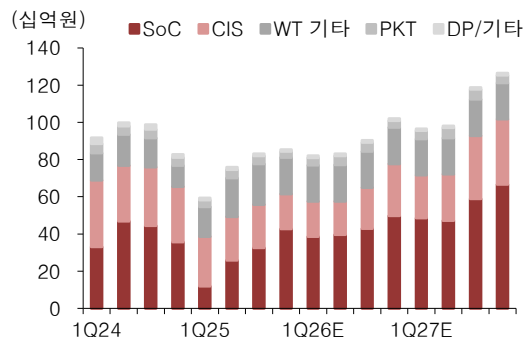
자료: 두산테스나, 흥국증권 리서치센터

그림 2 두산테스나 연간 매출액 및 영업이익률 전망



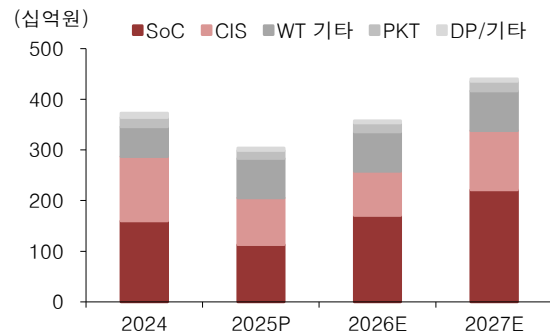
자료: 두산테스나, 흥국증권 리서치센터

그림 3 두산테스나 분기별 세부 매출액 추이 및 전망



자료: 두산테스나, 흥국증권 리서치센터

그림 4 두산테스나 연간 세부 매출액 추이 및 전망



자료: 두산테스나, 흥국증권 리서치센터

Valuation

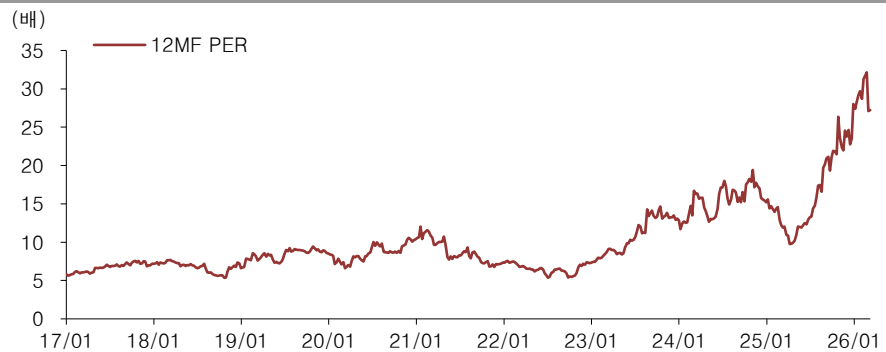
2026~2027년 평균 EPS 3,090원에 주요 AI 가속기 테스트 업체, KYEC의 12MF PER 고점 32.2배를 적용해 목표 주가를 100,000원으로 상향. AI 수요로 인해 로직·메모리 전반에서 쇼티지 강도가 심화되는 가운데, 이를 모두 공급 가능한 유일한 업체인 고객사의 파운드리 수주 모멘텀이 이어질 것으로 판단. 스마트폰 업황 둔화에도 불구하고 AP, CIS 등 모바일 중심의 포트폴리오가 Auto, AI 부문으로 확대되며, 두산테스나의 실적 성장세 역시 중장기적으로 지속될 전망. 이에 두산테스나는 AI 수혜가 반영되는 OSAT 업체로서 밸류에이션 리레이팅 국면에 진입할 것

표 1 두산테스나 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2026E	2027E	비고
EPS (원)	2,589	3,590	2026~2027년 평균 EPS 3,090원 적용
목표 PER (배)		32.2	KYEC 12MF PER 고점
목표주가 (원)		100,000	
현재주가(원)		82,700	
상승여력 (%)		20.9	

자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 1 KYEC 12개월 선행 PER 추이



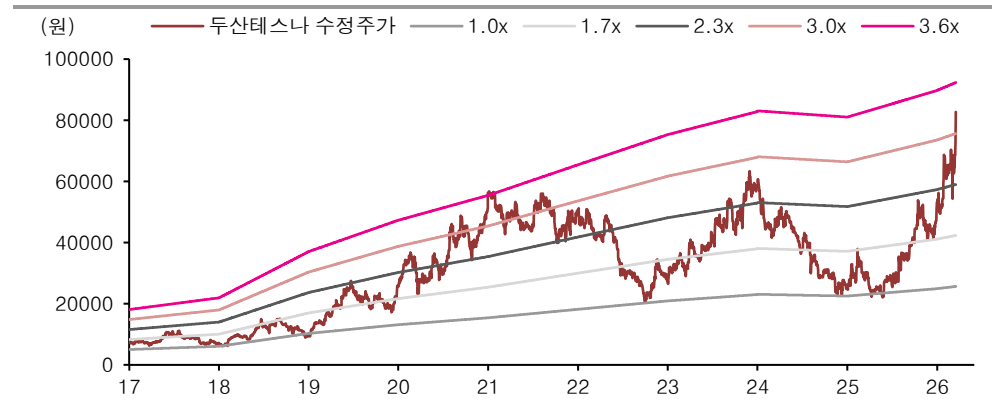
자료: Bloomberg, 홍콩증권 리서치센터

그림 2 두산테스나 12개월 선행 PER 추이



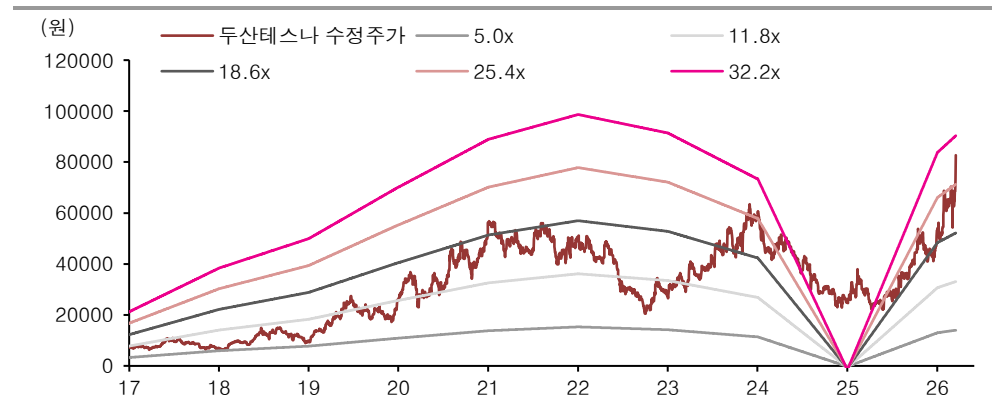
자료: Quantwise, 홍콩증권 리서치센터

그림 3 두산테스나 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 4 두산테스나 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	338.7	363.7	303.9	357.7	440.1
증가율 (Y-Y, %)	22.0	7.4	(16.5)	17.7	23.0
영업이익	60.8	44.7	(0.9)	64.2	83.5
증가율 (Y-Y, %)	(9.5)	(26.5)	적전	흑전	30.2
EBITDA	228.6	230.3	167.6	218.9	256.5
영업외손익	(16.0)	(7.6)	(1.8)	(7.1)	(2.3)
순이자수익	(14.1)	(11.6)	(10.0)	(7.5)	(4.6)
외화관련손익	1.8	(0.4)	(0.4)	0.1	0.1
지분법손익	(0.9)	(1.3)	(0.9)	0.0	0.0
세전계속사업손익	44.8	37.1	(2.7)	57.1	81.3
당기순이익	49.1	44.0	(1.0)	49.8	69.1
지배기업당기순이익	49.1	44.0	(1.0)	49.8	69.1
증가율 (Y-Y, %)	(6.2)	(10.3)	적전	흑전	38.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	36.7	20.6	3.1	1.8	6.6
영업이익증가율(3Yr)	25.8	(6.1)	n/a	1.8	23.2
EBITDA증가율(3Yr)	39.9	17.5	(4.3)	(1.4)	3.7
순이익증가율(3Yr)	9.6	(2.3)	n/a	0.5	16.2
영업이익률(%)	17.9	12.3	(0.3)	17.9	19.0
EBITDA마진(%)	67.5	63.3	55.1	61.2	58.3
순이익률 (%)	14.5	12.1	(0.3)	13.9	15.7
NOPLAT	44.1	32.4	(0.7)	56.0	71.0
(+) Dep	167.8	185.6	168.5	154.7	173.0
(-) 운전자본투자	67.2	11.0	11.7	5.1	5.3
(-) Capex	171.8	181.0	31.9	80.0	178.5
OpFCF	(27.2)	26.1	124.2	125.6	60.2

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	125.3	119.3	142.2	209.9	209.9
현금성자산	83.9	80.5	102.4	162.4	153.8
매출채권	40.1	38.5	37.5	44.7	52.7
재고자산	0.0	0.0	0.6	0.7	0.9
비유동자산	637.8	653.2	543.4	483.5	510.4
투자자산	54.2	82.6	81.8	95.2	114.8
유형자산	579.1	566.2	447.9	373.2	378.7
무형자산	3.8	3.7	13.6	15.1	16.9
자산총계	763.1	772.5	685.6	693.5	720.4
유동부채	139.4	170.1	130.4	111.7	93.1
매입채무	36.5	23.2	15.2	17.8	21.2
유동성이자부채	99.8	144.2	115.1	93.9	71.9
비유동부채	220.1	157.6	121.4	101.2	80.7
비유동이자부채	220.0	156.7	115.7	94.3	72.3
부채총계	359.5	327.8	251.8	212.9	173.8
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	135.9	135.9	135.9	135.9	135.9
이익잉여금	258.8	300.0	288.9	335.6	401.6
자본조정	(0.7)	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
자기주식	(0.7)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
자본총계	403.6	444.8	433.8	480.5	546.5
투하자본	626.2	635.2	549.1	493.3	523.9
순차입금	236.0	220.3	128.4	25.9	(9.6)
ROA	6.4	5.7	(0.1)	7.2	9.8
ROE	13.8	10.4	(0.2)	10.9	13.4
ROIC	7.3	5.1	(0.1)	10.7	14.0

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,864.0	2,277.7	(51.9)	2,589.4	3,590.1
BPS	20,884.4	23,012.6	22,445.3	24,863.6	28,277.9
DPS	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0
Multiples(x, %)					
PER	20.5	11.0	(1,594.5)	31.9	23.0
PBR	2.8	1.1	3.7	3.3	2.9
EV/ EBITDA	5.4	3.1	10.3	7.4	6.2
배당수익율	0.3	0.6	0.2	0.2	0.2
PCR	4.9	2.1	10.0	8.1	6.8
PSR	3.3	1.3	5.3	4.5	3.6
재무건전성 (%)					
부채비율	89.1	73.7	58.0	44.3	31.8
Net debt/Equity	58.5	49.5	29.6	5.4	n/a
Net debt/EBITDA	103.2	95.7	76.6	11.8	n/a
유동비율	89.9	70.2	109.1	187.9	225.5
이자보상배율	4.3	3.9	n/a	8.6	18.1
이자비용/매출액	4.5	3.9	4.0	2.9	1.9
자산구조					
투하자본(%)	81.9	79.6	74.9	65.7	66.1
현금+투자자산(%)	18.1	20.4	25.1	34.3	33.9
자본구조					
차입금(%)	44.2	40.3	34.7	28.1	20.9
자기자본(%)	55.8	59.7	65.3	71.9	79.1

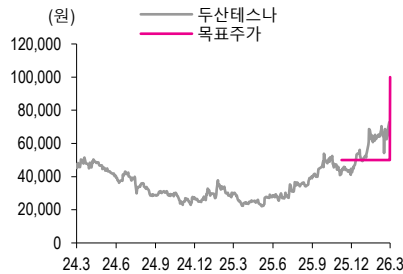
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	210.5	221.7	142.7	193.2	230.1
당기순이익	49.1	44.0	(1.0)	49.8	69.1
자산상각비	167.8	185.6	168.5	154.7	173.0
운전자본증감	(0.7)	0.4	(9.1)	(5.1)	(5.3)
매출채권감소(증가)	1.3	2.4	(1.3)	(7.3)	(7.9)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)
매입채무증감(감소)	0.0	0.0	(1.2)	2.6	3.3
투자현금	(174.4)	(180.6)	(20.4)	(95.1)	(200.2)
단기투자자산감소	1.8	(4.6)	(0.1)	(0.2)	(0.3)
장기투자증권감소	(1.5)	71.3	(2.5)	0.0	0.0
설비투자	(171.8)	(181.0)	(31.9)	(80.0)	(178.5)
유무형자산감소	0.0	23.4	13.0	(1.5)	(1.7)
재무현금	(2.3)	(55.4)	(85.4)	(38.3)	(38.8)
차입금증가	0.4	(52.3)	(82.4)	(35.2)	(35.7)
자본증가	(2.7)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.1)
배당금지급	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
현금 증감	34.1	(14.3)	36.7	59.8	(8.9)
총현금흐름(Gross CF)	232.3	235.3	159.3	198.3	235.3
(-) 운전자본증감(감소)	67.2	11.0	11.7	5.1	5.3
(-) 설비투자	171.8	181.0	31.9	80.0	178.5
(+) 자산매각	0.0	23.4	13.0	(1.5)	(1.7)
Free Cash Flow	(6.8)	66.8	128.7	111.7	49.8
(-) 기타투자	1.5	(71.3)	2.5	0.0	0.0
잉여현금	(8.3)	138.0	126.2	111.7	49.8

두산테스나 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2025-11-25	담당자 변경			
2025-11-25	Buy	50,000	10.3	45.6
2026-03-18	Buy	100,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중 확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중 축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
- 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02)739-6286