



BUY(Initiate)

목표주가: 45,000원

주가(10/23): 32,550원

시가총액: 6,405억원

스몰캡

Analyst 한동희

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/20)		675.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	33,400원	19,700원
등락률	-3.89%	62.94%
수익률	절대	상대
1M	3.8%	-0.3%
6M	24.2%	16.7%
1Y	59.6%	53.9%

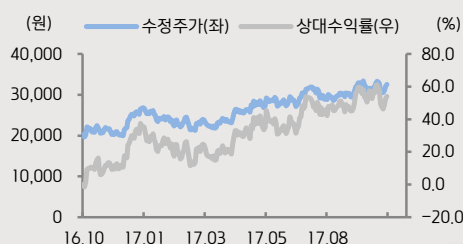
Company Data

발행주식수	19,678천주
일평균 거래량(3M)	314천주
외국인 지분율	25.16%
배당수익률(17E)	1.08%
BPS(17E)	10,016원
주요 주주	주승일 외 31.58%

투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,789	2,741	3,453	4,074
보고영업이익	364	659	843	995
핵심영업이익	364	659	843	995
EBITDA	408	698	890	1,050
세전이익	370	717	872	1,015
순이익	313	531	663	761
지배주주지분순이익	313	531	663	761
EPS(원)	1,754	2,709	3,367	3,869
증감률(%)	124.5	54.5	24.3	14.9
PER(배)	15.3	12.0	9.7	8.4
PBR(배)	3.5	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	11.3	8.1	6.0	4.7
보고영업이익률(%)	20.3	24.0	24.4	24.4
핵심영업이익률(%)	20.3	24.0	24.4	24.4
ROE(%)	25.8	30.7	29.2	26.2

Price Trend



기업분석

테스 (095610)

그저 잠시 지나가는 소나기일 뿐



테스의 2017년 실적은 상저하고가 예상되지만, 팽택 2층, M14 2층에 대한 주력 고객사의 투자로 그 폭은 시장 우려대비 완화될 것으로 예상된다. 이에 따른 2018년 영업이익 843억원 (+28% YoY)으로 고성장 가시성이 높고, 2019년 시안, 우시 2차 Fab 투자로 장기성장이 가능하다. 또한 반도체 공정 내 Gas etching 장비의 적용범위 확대와 중화권 OLED 투자에 따른 Encapsulation 장비의 수혜도 기대된다.

>>> 국내 반도체 양사의 3D NAND, DRAM 투자 수혜주

테스는 반도체 전공정 증착장비 업체로, 국내 반도체 양사의 3D NAND, DRAM 투자 수혜 업체이다. 주력 장비는 ACL (하드마스크), ARC (반사방지막) 증착 장비로 ACL은 3D NAND 단수 증가에 따라 수요가 증가해 신규 투자 뿐 아니라 기존 라인의 단수 증가 투자에도 수혜를 받는다. 신규 장비인 Gas etching&cleaning 장비는 고객사 진입 후 적용 범위를 넓혀나가고 있으며, 중화권 OLED 투자에 따른 Encapsulation 장비 수혜도 기대된다.

>>> 3Q17 영업이익 89억원 (-3% YoY) 예상

3Q17 실적은 주력 고객사의 팽택 1층, M14 2층 3D NAND 신규투자과 DRAM 미세화투자로 매출액 457억원, 영업이익 89억원 (-3% YoY)으로 예상된다. 상고하저의 실적 패턴을 보일 것으로 예상되지만, 그 폭은 당초 시장의 우려대비 완화될 것으로 예상된다. 기술 격차 확대 및 하이엔드 시장 선점을 위해 팽택 2층, M14 2층에 대한 주력고객사의 투자 사이클은 4Q17부터 시작될 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 이를 반영한 2017년 실적은 매출액 2,740억원 (+53% YoY), 영업이익 659억원 (+81% YoY)으로 예상된다.

>>> 2018E PER 9.7X 수준의 저평가 상태

테스의 2018년 실적은 매출액 3,453억원, 영업이익 843억원 (+28% YoY)이 전망된다. 팽택 2층, M14 2층 3D NAND 투자는 4Q17을 시작으로 2018년 상반기 실적을 담보할 것으로 예상되며, 2018년 DRAM 투자 역시 11라인 CIS 전환에 따른 Capa loss를 감안하면 2017년보다 높은 수준이 될 가능성이 높다. 2018년에도 상고하저의 패턴이 예상되지만, 연간 실적의 고성장 가시성이 매우 높다고 판단하며, 2019년 시안, 우시 2차 Fab 투자가 예정되어 있다는 점에서 2019년 주주 절벽 가능성도 제한적이다.

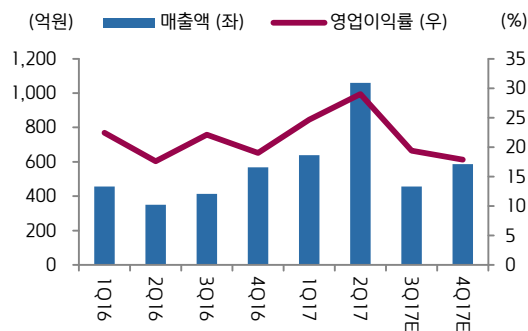
투자의견 BUY와 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 45,000원은 2018E EPS 3,368원 (BW 완전회식 기준)에 Target multiple 13.3X를 적용했다. 이는 Applied materials, Lam research, Tokyo electron의 2018C 평균 PER 수준이다. 상고하저의 실적 보다는 투자 사이클을 고려해 2018년에 집중한 투자를 권고하며, 주가 하락시 1년 전에 그러했듯, 좋은 매수기회가 될 것으로 판단한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	457	350	413	569	638	1,060	457	586	1,003	1,789	2,740	3,453
증감율(%YoY)	70%	25%	14%	509%	40%	203%	11%	3%	-9%	78%	53%	26%
증감율(%QoQ)	389%	-23%	18%	38%	12%	66%	-57%	28%				
영업이익	103	61	91	108	158	308	89	105	95	364	659	843
증감율(%YoY)	177%	49%	68%	흑전	53%	400%	-3%	-3%	-42%	284%	81%	28%
증감율(%QoQ)	흑전	-40%	49%	18%	46%	95%	-71%	18%				
지배순이익	93	55	86	79	158	215	72	85	126	313	529	663
영업이익률(%)	22%	18%	22%	19%	25%	29%	19%	18%	9%	20%	24%	24%
지배순이익률(%)	20%	16%	21%	14%	25%	20%	16%	14%	13%	18%	19%	19%

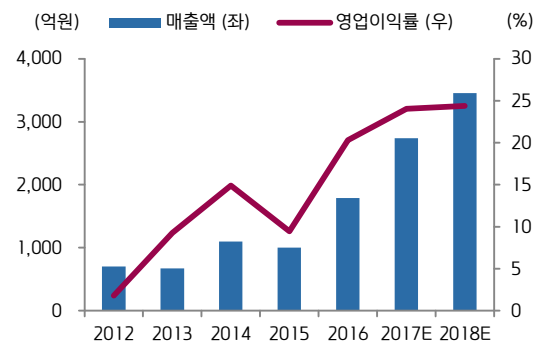
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



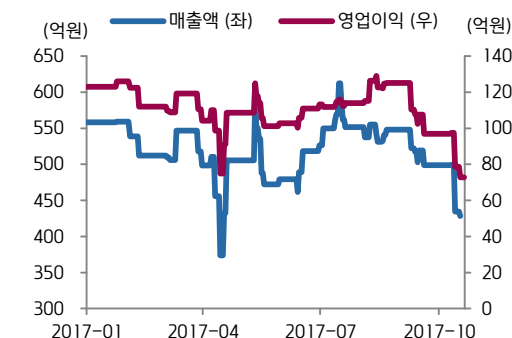
자료: 전자공시, 키움증권 추정

키움증권 추정치와 시장컨센서스 (3M)의 비교

투자지표	키움증권 추정				시장컨센서스 (3m)				차이 (% , %p)			
	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E	3Q17E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	457	586	2,740	3,453	515	567	2,720	3,169	-11%	3%	1%	9%
영업이익	89	105	659	843	112	108	673	791	-21%	-3%	-2%	6%
세전이익	94	111	715	872	90	108	697	797	5%	4%	3%	9%
지배순이익	72	85	529	663	68	99	558	648	6%	-15%	-5%	2%
영업이익률(%)	19%	18%	24%	24%	22%	19%	25%	25%	-2%	-1%	-1%	-1%
세전이익률(%)	21%	19%	26%	25%	17%	19%	26%	25%	3%	0%	0%	0%
지배순이익률(%)	16%	14%	19%	19%	13%	18%	21%	20%	3%	-3%	-1%	-1%

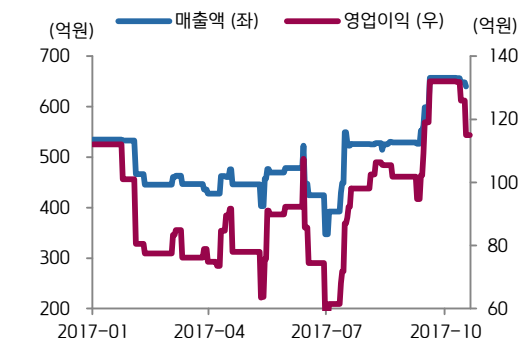
자료: 전자공시, 키움증권 추정

3Q17 컨센서스 추이 (1개월 기준)



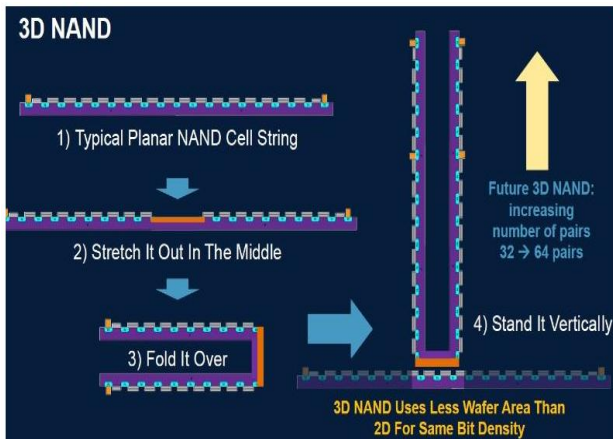
자료: FnGuide, 키움증권

4Q17 컨센서스 추이 (1개월 기준)



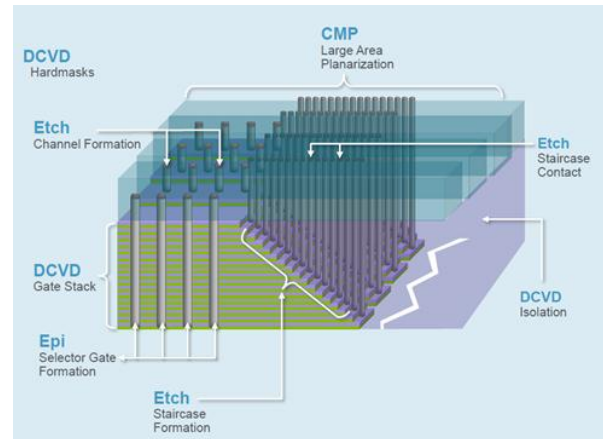
자료: FnGuide, 키움증권

3D NAND의 개념



자료: Applied materials, 키움증권

3D NAND의 구조



자료: Tokyo electron, 키움증권

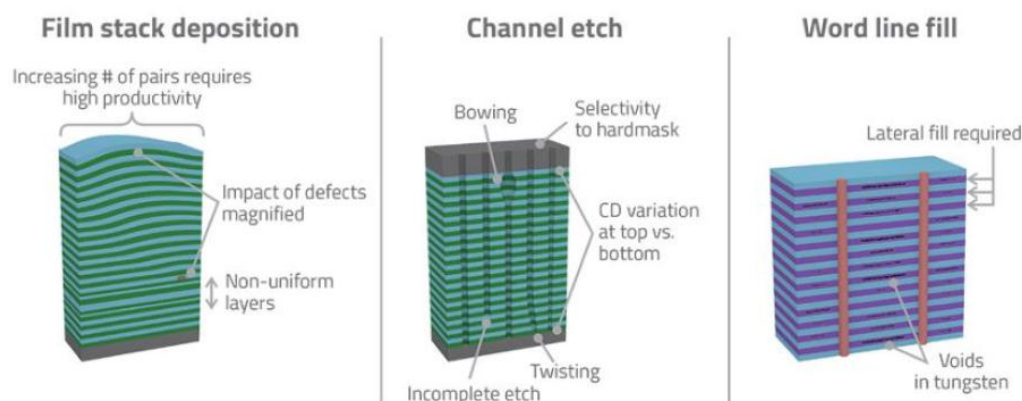
Planar→ 3D NAND: 식각, 증착 공정의 수요 증가



자료: Applied materials, 키움증권

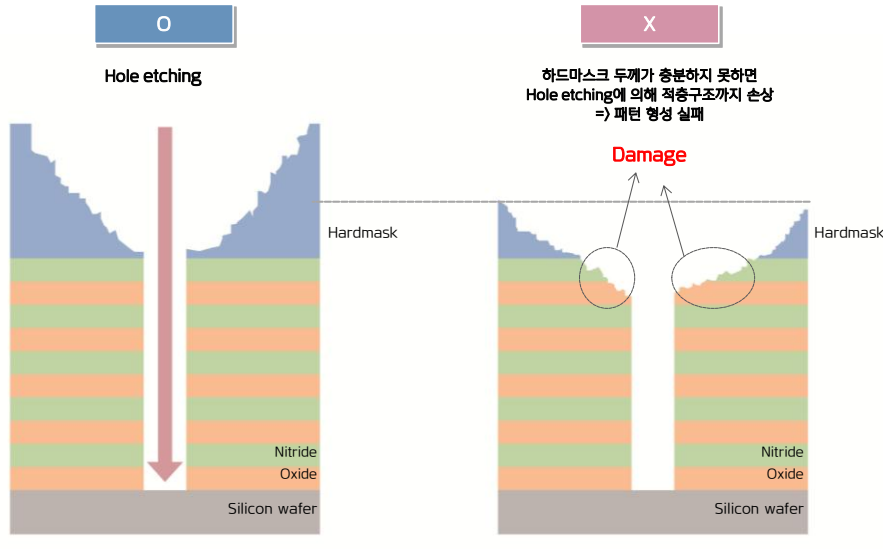
3D NAND 적층단수 증가를 위해 해결해야 할 문제들

3D NAND Manufacturing Challenges



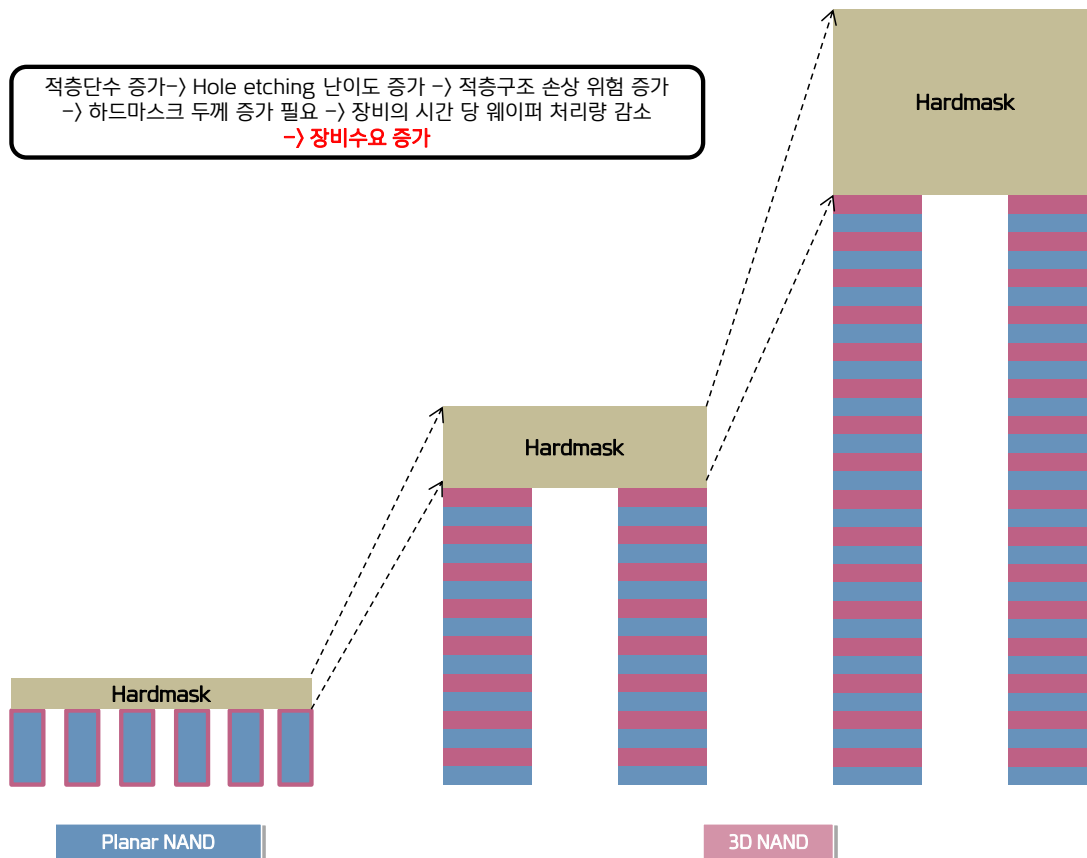
자료: Lam research, 키움증권

하드마스크 두께가 충분하지 못할 경우 발생하는 현상



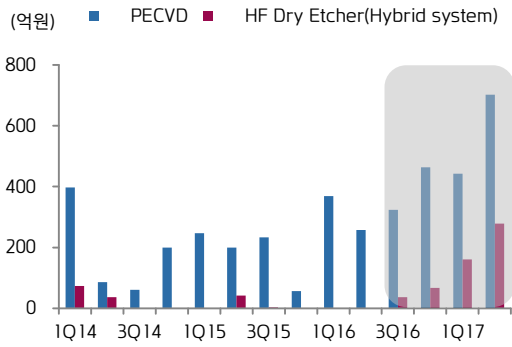
자료: 키움증권

3D NAND 단수 증가는 하드마스크 증착 두께의 증가를 야기



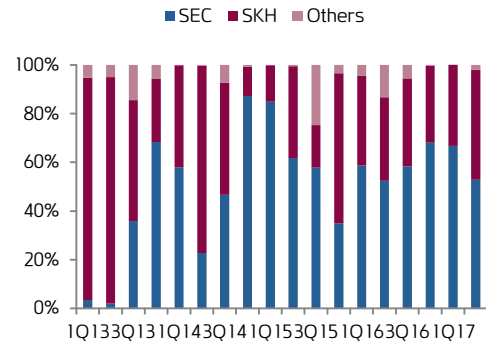
자료: 키움증권

Gas etching&cleaning 진입에 따른 매출 증가



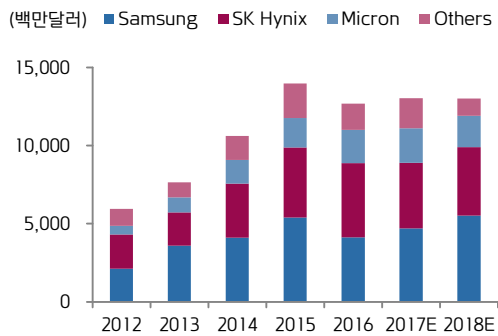
자료: 테스, 키움증권

고객사별 매출액 비중 추이



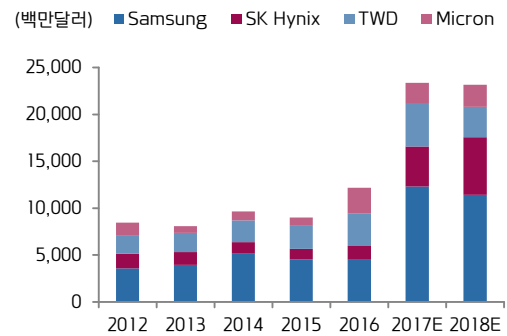
자료: 전자공시, 키움증권

Global DRAM 투자 추이 및 전망



자료: 키움증권 추정

Global NAND 투자 추이 및 전망



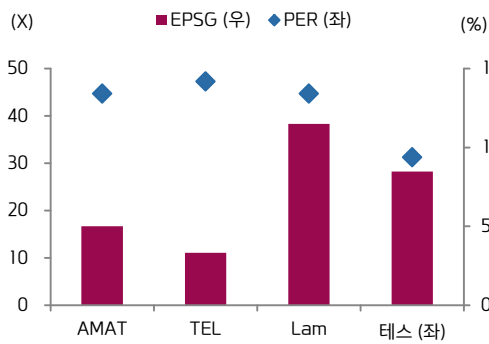
자료: 키움증권 추정

목표주가 산정

	2018E	비고
지배순이익	663	
발행주식수	19,597,022	
발행주식수 (완전회석)	19,687,601	BW 행사가능 주식수 90,579주 반영
EPS (완전회석)	3,368	
Target multiple (X)	13.3	Applied materials, Lam research, Tokyo electron 의 2018C PER 평균 수준
적정주가 (원)	44,997	
목표주가 (원)	45,000	
현재주가	32,550	
Upside (%)	38.2	

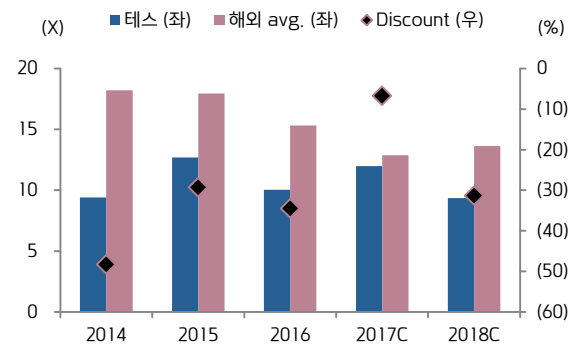
자료: 전자공시, 키움증권 추정

2018년 PER, EPS Growth 비교 (테스 vs. 해외)



자료: Bloomberg, 키움증권 추정

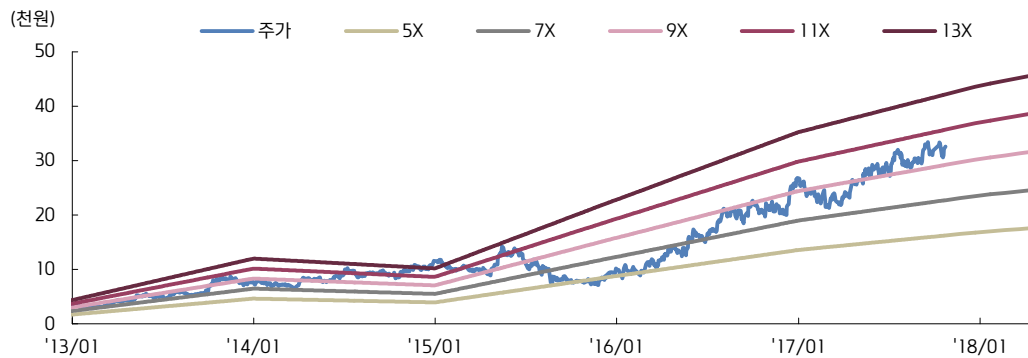
PER 및 PER Discount 추이 (테스 vs. 해외)



자료: Bloomberg, 키움증권 추정

주: 해외기업은 Applied materials, Lam research, Tokyo electron

테스 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

테스의 주요장비 라인업

	DRAM	NAND (Planar, 3D)	OLED	UVC LED	비고
PECVD ACL	O	O			Hardmask (회생막) 증착
PECVD ARC	O	O			Anti-reflection coating (반사방지막) 증착
Gas Etching&Cleaning	O	O			Gas Etching&Cleaning
MOCVD				O	메탈 유기물질 증착
TFE			O		OLED Encapsulation (봉지막) 증착

자료: 테스, 키움증권

반도체 장비: PECVD ACL (Hardmask)



자료: 테스, 키움증권

반도체 장비: Gas Etching&Cleaning



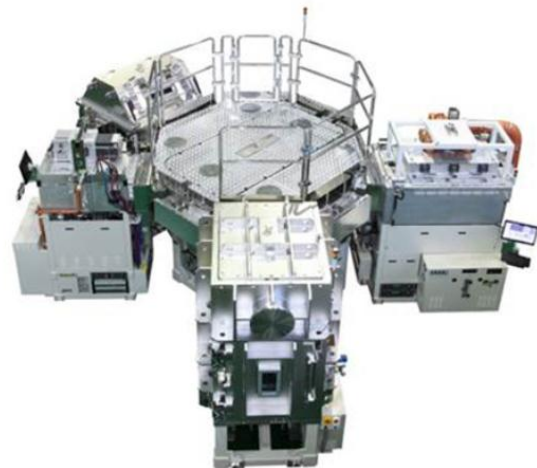
자료: 테스, 키움증권

반도체 장비: PECVD ARC (Anti-reflection coating)



자료: 테스, 키움증권

OLED 장비: TFE (Thin-Film Encapsulation)



자료: 테스, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,003	1,789	2,741	3,453	4,074
매출원가	795	1,308	1,903	2,353	2,776
매출총이익	208	481	839	1,100	1,298
판매비및일반관리비	114	117	180	257	303
영업이익(보고)	95	364	659	843	995
영업이익(핵심)	95	364	659	843	995
영업외손익	44	6	58	29	20
이자수익	8	4	9	11	13
배당금수익	0	1	1	1	1
외환이익	3	6	4	0	0
이자비용	6	2	2	2	2
외환손실	2	5	4	0	0
관계기업지분법손익	0	1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	36	5	29	22	0
금융상품평가및기타금융이익	3	1	25	-3	6
기타	2	-3	-4	0	2
법인세감전이익	139	370	717	872	1,015
법인세비용	15	57	186	209	254
유효법인세율 (%)	10.5%	15.5%	25.9%	24.0%	25.0%
당기순이익	125	313	531	663	761
지배주주지분순이익(억원)	126	313	531	663	761
EBITDA	132	408	698	890	1,050
현금순이익(Cash Earnings)	162	357	570	709	816
수정당기순이익	91	307	491	648	757
증감율(% YoY)					
매출액	-8.5	78.3	53.2	25.9	18.0
영업이익(보고)	-42.0	283.7	81.2	28.0	18.0
영업이익(핵심)	-42.0	283.7	81.2	28.0	18.0
EBITDA	-35.8	208.1	71.3	27.5	17.9
지배주주지분 당기순이익	-14.8	149.4	69.5	24.8	14.9
EPS	-18.1	124.5	54.5	24.3	14.9
수정순이익	-38.2	239.2	59.8	32.1	16.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-30	225	352	548	698
당기순이익	125	313	531	663	761
감가상각비	23	27	25	33	41
무형자산상각비	14	17	14	14	14
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	3	2	-29	-22	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-144	-212	-190	-138	-117
기타	-51	78	1	-1	-1
투자활동현금흐름	-26	-222	-332	-297	-306
투자자산의 처분	32	-68	-207	-151	-144
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-24	-110	-130	-142	-151
무형자산의 처분	-33	-44	-10	-12	-11
기타	-1	0	14	8	0
재무활동현금흐름	34	168	-41	-67	-77
단기차입금의 증가	110	-64	0	0	0
장기차입금의 증가	-90	-5	0	0	0
자본의 증가	16	250	0	0	0
배당금지급	-16	-22	-43	-69	-79
기타	15	9	1	1	2
현금및현금성자산의순증가	-22	171	-21	184	315
기초현금및현금성자산	134	112	283	262	446
기말현금및현금성자산	112	283	262	446	761
Gross Cash Flow	114	436	543	686	815
Op Free Cash Flow	-79	-15	197	396	522

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	795	1,271	1,775	2,352	3,010
현금및현금성자산	112	283	262	446	761
유동금융자산	309	343	525	661	780
매출채권및유동채권	160	403	618	778	918
재고자산	215	242	371	467	551
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	411	578	721	860	996
장기매출채권및기타비유동채권	6	7	10	13	15
투자자산	53	94	133	162	188
유형자산	223	335	440	549	658
무형자산	87	100	95	94	91
기타비유동자산	42	42	42	43	43
자산총계	1,206	1,848	2,496	3,212	4,006
유동부채	240	351	506	626	735
매입채무및기타유동채무	107	276	423	533	629
단기차입금	110	46	46	46	46
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	23	29	37	47	60
비유동부채	24	15	18	21	24
장기매입채무및비유동채무	9	3	5	7	8
사채및장기차입금	10	5	5	5	5
기타비유동부채	6	7	8	9	11
부채총계	265	367	525	647	759
자본금	51	97	98	98	98
주식발행초과금	333	545	545	545	545
이익잉여금	535	826	1,314	1,908	2,590
기타자본	21	13	13	13	13
자본총계	941	1,481	1,971	2,565	3,247
지분법적용자본총계	1	0	0	0	0
자본총계	942	1,482	1,971	2,565	3,248
순차입금	-301	-575	-736	-1,056	-1,490
총차입금	120	51	51	51	51

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	781	1,754	2,709	3,367	3,869
BPS	5,850	7,634	10,016	13,033	16,503
주당EBITDA	824	2,284	3,565	4,524	5,336
CFPS	1,009	1,998	2,912	3,605	4,148
DPS	210	220	350	400	450
주가배수(배)					
PER	13.0	15.3	12.0	9.7	8.4
PBR	1.7	3.5	3.2	2.5	2.0
EV/EBITDA	10.1	11.3	8.1	6.0	4.7
PCFR	10.0	13.4	11.2	9.0	7.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.4	20.3	24.0	24.4	24.4
영업이익률(핵심)	9.4	20.3	24.0	24.4	24.4
EBITDA margin	13.2	22.8	25.5	25.8	25.8
순이익률	12.4	17.5	19.4	19.2	18.7
자기자본이익률(ROE)	14.0	25.8	30.7	29.2	26.2
투자자본이익률(ROIC)	17.9	46.2	52.9	53.8	52.4
안정성(%)					
부채비율	28.1	24.8	26.6	25.2	23.4
순차입금비율	-32.0	-38.8	-37.3	-41.2	-45.9
이자보상배율(배)	15.6	146.0	264.5	338.6	399.6
활동성(배)					
매출채권회전율	7.3	6.4	5.4	4.9	4.8
재고자산회전율	5.7	7.8	8.9	8.2	8.0
매입채무회전율	8.5	9.3	7.8	7.2	7.0

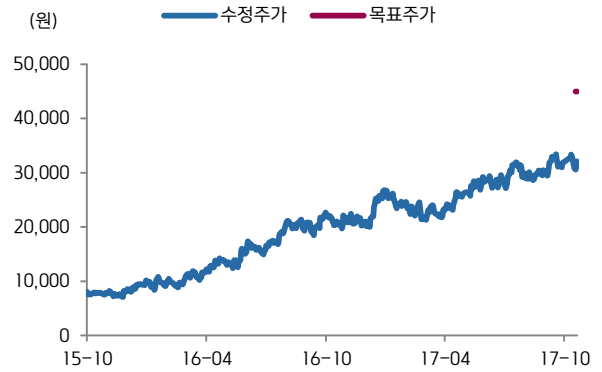
Compliance Notice

- 당사는 10월 23일 현재 '테스 (095610)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
테스 (095610)	2017-10-24	BUY(Initiate)	45,000원	6개월		

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%