



BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원(하향)

주가(8/18): 20,700원

시가총액: 4,092억원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ(8/18)		826.06pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	29,850원	18,750원
최고/최저가 대비 등락율	-30.7%	10.4%
수익률	절대	상대
	1M	3.8%
	6M	-20.2%
	1Y	-26.9%
		-2.4%
		-14.9%
		-9.6%

Company Data

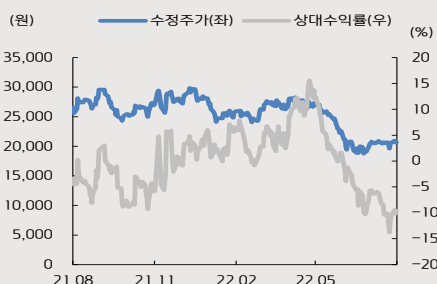
발행주식수	19,768천주
일평균 거래량(3M)	94천주
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(22E)	3.1%
BPS(22E)	16,709원
주요 주주	주송일 외 8 인 29.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	246.0	375.2	359.3	379.8
영업이익	31.7	62.2	55.9	61.4
EBITDA	36.5	67.6	61.1	67.9
세전이익	38.5	78.1	57.0	66.2
순이익	30.0	74.0	46.6	51.6
지배주주지분순이익	30.0	74.0	46.6	51.6
EPS(원)	1,519	3,743	2,359	2,613
증감률(%YoY)	207.8	146.5	-37.0	10.8
PER(배)	19.5	7.9	8.8	7.9
PBR(배)	2.48	1.99	1.24	1.11
EV/EBITDA(배)	13.7	6.8	6.3	5.4
영업이익률(%)	12.9	16.6	15.6	16.2
ROE(%)	13.3	27.8	14.9	14.8
순부채비율(%)	-35.8	-42.5	-46.5	-47.3

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



실적 Review

테스 (095610)

수많은 우려들이 반영된 주가 수준



2Q22 영업이익 136억원으로, 당사 추정치 및 시장 컨센서스 하회. 주요 고객들의 신 공장 가동 시점 지연에 따른 이연 매출액 발생 때문. 3Q22 영업이익은 187억원(+38%QoQ)으로 성장할 전망. 이후 분기 실적의 변동성이 확대되겠지만, 역사적 저점 수준의 valuation이 주가의 하방을 견고히 해줄 것으로 판단. 투자의견 'BUY' 유지. 다만 목표주가는 EPS 전망치 변경을 반영하여 28,000원으로 하향 조정함.

>>> 2Q22 영업이익 136억원 기록, 기대치 하회

테스의 2Q22 실적이 매출액 883억원(-14%QoQ)과 영업이익 136억원(-27%QoQ)을 기록하며, 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 하회했다. 주요 고객사인 삼성전자와 SK하이닉스의 신공장 가동 시점이 지연되면서, 테스의 장비 반입과 매출인식 시점이 2분기 이후로 미뤄졌기 때문이다. 또한 삼성전자의 P3 양산 시점이 NAND와 DRAM 모두 3Q22와 1Q23로 미뤄진 것으로 파악되어, 올 하반기 예상 실적도 당초 예상치를 하회할 것으로 보인다. 그 외 2Q22 Parts 부문의 매출액도 고객사 재고 조정의 영향으로 전 분기 대비 하락한 것으로 추정된다. 사업 부문별 매출액은 반도체 880억원(-13%QoQ), 디스플레이 3억원(+108%QoQ)을 각각 기록했다.

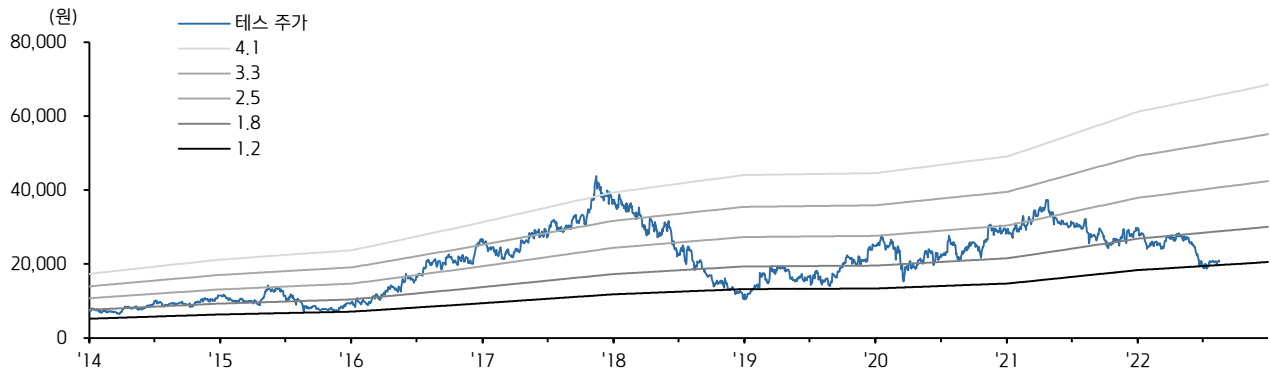
>>> 3Q22 영업이익 187억원 전망

3Q22 실적은 매출액 954억원(+8%QoQ)과 영업이익 187억원(+38%QoQ)으로, 전 분기 대비 성장할 것으로 전망된다. SK하이닉스의 M15와 M16, 삼성전자의 P2 등에 대한 장비 입고 및 매출 인식이 예상되기 때문이다. Parts 부문의 매출액도 전 분기 대비 +7% 성장한 184억원을 기록할 것으로 보인다. 4Q22는 매출액 731억원(-23%QoQ)과 영업이익 52억원(-72%QoQ)을 기록하면서, 전 분기 대비 감소할 것으로 보인다. 삼성전자의 P3 DRAM 양산 시점이 1H23으로 미뤄지면서, 테스의 장비 매출 인식 시점이 지연될 것이라는 판단이다. 다만 최근의 급격한 업황 변동성을 감안하며, P3 DRAM에 대한 장비 매출인식이 4Q22에 반영되면서 당사의 추정치를 넘어서는 실적을 기록할 가능성도 있다.

>>> 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 28,000원으로 하향

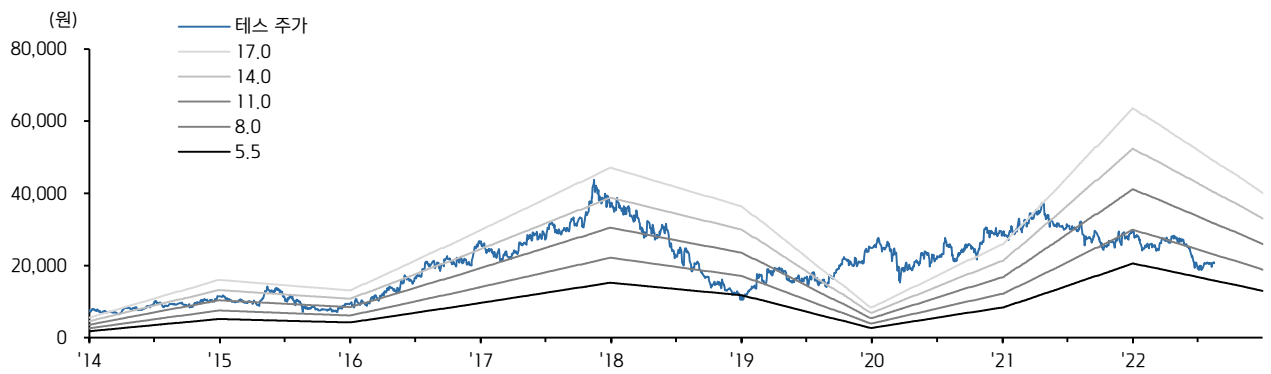
테스의 주가는 글로벌 경기 불확실성 확대와 고객들의 CapEx 축소 우려 등이 반영되며 계속된 기간 조정을 보이고 있다. 3Q22 이후의 분기 실적이 큰 변동성을 보일 것으로 예상되지만, 역사적 저점 수준의 valuation이 주가의 하방 경직성을 강하게 해줄 것으로 판단한다. 테스의 주가는 당분간 기간 조정을 거친 뒤 삼성전자의 P3·P4 투자와 메모리 업황의 반등이 본격화될 것으로 예상되는 올 연말·연초로 가면서 상승 전환을 시도할 것으로 판단한다. 투자의견 'BUY'를 유지하지만, 목표주가는 '22~24년 EPS 전망치 변경을 반영하여 28,000원으로 하향 조정한다.

테스 12개월 Trailing P/B Ratio: 역사적 저점 수준의 valuation



자료: 키움증권 리서치센터

테스 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

테스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	154.4	103.7	55.0	62.2	102.5	88.3	95.4	73.1	246.0	375.2	359.3
%QoQ/%YoY	183%	-33%	-47%	13%	65%	-14%	8%	-23%	38%	53%	-4%
반도체	154.1	103.6	51.5	57.3	101.5	88.0	94.9	72.2	238.8	366.5	356.7
장비	136.1	81.6	37.0	26.2	77.5	70.8	76.5	53.0	181.0	280.9	277.8
기타	18.1	21.9	14.5	31.0	24.0	17.2	18.4	19.2	57.8	85.6	78.9
디스플레이	0.3	0.1	2.4	4.9	0.1	0.3	0.5	0.9	7.2	7.7	1.8
매출원가	111.3	73.6	43.7	53.9	74.9	70.1	71.5	60.0	193.9	282.5	276.5
매출원가율	72%	71%	80%	87%	73%	79%	75%	82%	79%	75%	77%
매출총이익	43.1	30.1	11.2	8.2	27.5	18.3	23.8	13.2	52.0	92.7	82.8
판관비	10.1	7.8	4.9	7.7	9.1	4.7	5.2	7.9	20.4	30.6	26.8
영업이익	33.0	22.3	6.3	0.5	18.5	13.6	18.7	5.2	31.7	62.2	55.9
%QoQ/%YoY	3076%	-33%	-72%	-92%	3383%	-27%	38%	-72%	170%	96%	-10%
영업이익률	21%	22%	12%	1%	18%	15%	20%	7%	13%	17%	16%
법인세자감손익	37.8	26.3	8.4	5.7	18.6	13.4	19.4	5.6	38.5	78.1	57.0
법인세비용	9.9	5.5	1.3	-12.6	3.5	1.9	3.9	1.1	8.5	4.1	10.4
당기순이익	27.9	20.8	7.1	18.2	15.2	11.5	15.5	4.5	30.0	74.0	46.6
당기순이익률	18%	20%	13%	29%	15%	13%	16%	6%	12%	20%	13%

자료: 키움증권 리서치센터

테스 키움증권 추정치 vs. 시장 컨센서스 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액											
키움 추정치	154.4	103.7	55.0	62.2	102.5	88.3	95.4	73.1	246.0	375.2	359.3
컨센서스	154.4	103.7	55.0	62.2	102.5	88.3	93.2	97.5	246.0	375.2	381.5
키움 추정치 - 컨센서스							2%	-25%			-6%
영업이익											
키움 추정치	33.0	22.3	6.3	0.5	18.5	13.6	18.7	5.2	31.7	62.2	55.9
컨센서스	33.0	22.3	6.3	0.5	18.5	13.6	16.9	11.8	31.7	62.2	60.7
키움 추정치 - 컨센서스							11%	-56%			-8%

자료: WiseFn 컨센서스, 키움증권 리서치센터

테스 6개월 목표주가: 28,000원 제시

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Sales [십억원]	375.2	359.3	379.8	459.9	416.2	445.4
Growth	52.5%	-4.2%	5.7%	21.1%	-9.5%	7.0%
EPS [원]	3,743	2,359	2,613	4,220	3,181	3,801
Growth	146.5%	-37.0%	10.8%	61.5%	-24.6%	19.5%
BPS [원]	14,920	16,709	18,707	22,226	24,802	27,910
Growth	24.7%	12.0%	12.0%	18.8%	11.6%	12.5%
ROCE(Return On Common Equity)	27.8%	14.9%	14.8%	20.6%	13.5%	14.4%
COE(Cost of Equity)	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
Residual Earnings(ROCE-COE)	17.6%	4.7%	4.5%	10.4%	3.3%	4.2%
PV of Residual Earnings		674	662	1,590	528	681
Equity Beta	1.0					
Risk Free Rate	3.1%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	10.2%					
Continuing Value	9,724					
Beginning Common Shareholders' Equity	14,920					
PV of RE for the Forecasting Period	4,135					
PV of Continuing Value	5,979					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	27,592					

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	246.0	375.2	359.3	379.8	459.9
매출원가	193.9	282.5	276.5	289.6	328.3
매출총이익	52.0	92.7	82.8	90.2	131.6
판매비	20.4	30.5	26.8	28.8	30.3
영업이익	31.7	62.2	55.9	61.4	101.4
EBITDA	36.5	67.6	61.1	67.9	109.2
영업외손익	6.8	15.9	1.1	4.8	5.6
이자수익	0.9	1.6	2.0	2.3	2.8
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	0.7	1.6	1.6	1.7	2.0
외환관련손실	1.7	0.2	0.2	0.2	0.2
종속 및 관계기업손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	7.6	13.0	-2.2	1.1	1.1
법인세차감전이익	38.5	78.1	57.0	66.2	106.9
법인세비용	8.5	4.1	10.4	14.6	23.5
계속사업손손익	30.0	74.0	46.6	51.6	83.4
당기순이익	30.0	74.0	46.6	51.6	83.4
지배주주순이익	30.0	74.0	46.6	51.6	83.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	37.9	52.5	-4.2	5.7	21.1
영업이익 증감률	169.8	96.2	-10.1	9.8	65.1
EBITDA 증감률	110.6	85.2	-9.6	11.1	60.8
지배주주순이익 증감률	207.7	146.7	-37.0	10.7	61.6
EPS 증감률	207.8	146.5	-37.0	10.8	61.5
매출총이익률(%)	21.1	24.7	23.0	23.7	28.6
영업이익률(%)	12.9	16.6	15.6	16.2	22.0
EBITDA Margin(%)	14.8	18.0	17.0	17.9	23.7
지배주주순이익률(%)	12.2	19.7	13.0	13.6	18.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	180.6	207.1	230.2	255.7	310.2
현금 및 현금성자산	39.0	63.1	78.8	73.9	73.3
단기금융자산	54.2	67.1	80.5	107.0	146.6
매출채권 및 기타채권	12.3	19.6	15.0	15.6	18.7
재고자산	73.7	56.3	54.9	58.0	70.3
기타유동자산	1.4	1.0	1.0	1.2	1.3
비유동자산	94.3	129.9	135.2	147.5	167.5
투자자산	41.4	69.5	66.5	70.3	85.1
유형자산	42.0	50.0	58.1	66.0	70.0
무형자산	5.0	6.1	6.3	6.9	7.8
기타비유동자산	5.9	4.3	4.3	4.3	4.6
자산총계	274.9	336.9	365.4	403.2	477.8
유동부채	36.8	39.8	32.9	31.2	36.2
매입채무 및 기타채무	23.4	23.3	22.6	23.6	27.4
단기금융부채	7.7	3.6	4.4	4.7	5.6
기타유동부채	5.7	12.9	5.9	2.9	3.2
비유동부채	1.6	2.2	2.2	2.2	2.2
장기금융부채	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
기타비유동부채	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
부채총계	38.4	42.0	35.1	33.3	38.4
지배지분	236.5	294.9	330.3	369.8	439.4
자본금	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
자본잉여금	57.8	57.8	57.8	57.8	57.8
기타자본	-23.4	-33.0	-33.0	-33.0	-33.0
기타포괄손익누계액	6.6	10.8	11.2	11.6	12.2
이익잉여금	185.7	249.4	284.3	323.4	392.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	236.5	294.9	330.3	369.8	439.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	24.8	76.5	37.4	40.0	66.7
당기순이익	30.0	74.0	46.6	51.6	83.4
비현금항목의 가감	7.3	-3.8	-0.6	4.7	14.5
유형자산감가상각비	4.0	4.6	4.1	5.4	6.7
무형자산감가상각비	0.8	0.8	1.0	1.1	1.1
지분법평가손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	-9.2	-5.7	-1.8	6.7
영업활동자산부채증감	-12.1	3.1	-3.0	-6.8	-13.2
매출채권및기타채권의감소	7.2	-11.3	4.6	-0.7	-3.1
재고자산의감소	-25.2	17.2	1.4	-3.1	-12.2
매입채무및기타채무의증가	7.5	-1.2	-0.8	1.0	3.9
기타	-1.6	-1.6	-8.2	-4.0	-1.8
기타현금흐름	-0.4	3.2	-5.6	-9.5	-18.0
투자활동 현금흐름	-27.8	-33.8	-3.1	-24.4	-46.5
유형자산의 취득	-11.3	-12.6	-13.7	-13.7	-11.2
유형자산의 처분	0.2	0.3	1.6	0.4	0.5
무형자산의 순취득	-4.6	-1.3	-1.3	-1.6	-2.1
투자자산의감소(증가)	-22.4	-28.1	2.9	-3.8	-14.8
단기금융자산의감소(증가)	-3.6	-12.9	-13.4	-26.6	-39.6
기타	13.9	20.8	20.8	20.9	20.7
재무활동 현금흐름	-15.8	-19.2	-7.5	-8.8	-9.7
차입금의 증가(감소)	-6.0	-4.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.0	-9.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.8	-8.5	-10.4	-11.7	-12.6
기타	2.0	2.8	2.9	2.9	2.9
기타현금흐름	-0.8	0.5	-11.0	-11.7	-11.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-19.6	24.1	15.7	-4.9	-0.6
기초현금 및 현금성자산	58.7	39.0	63.1	78.8	73.9
기말현금 및 현금성자산	39.0	63.1	78.8	73.9	73.3

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,519	3,743	2,359	2,613	4,220
BPS	11,964	14,920	16,709	18,707	22,226
CFPS	1,887	3,549	2,328	2,848	4,953
DPS	450	560	650	700	800
주가배수(배)					
PER	19.5	7.9	8.8	7.9	4.9
PER(최고)	20.7	10.1	12.7		
PER(최저)	9.9	6.5	10.1		
PBR	2.48	1.99	1.24	1.11	0.93
PBR(최고)	2.63	2.53	1.79		
PBR(최저)	1.26	1.63	1.42		
PSR	2.38	1.57	1.14	1.08	0.89
PCFR	15.7	8.4	8.9	7.3	4.2
EV/EBITDA	13.7	6.8	6.3	5.4	3.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	28.3	14.0	25.1	24.4	17.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.5	1.9	3.1	3.4	3.9
ROA	11.5	24.2	13.3	13.4	18.9
ROE	13.3	27.8	14.9	14.8	20.6
ROIC	27.0	59.6	44.5	41.6	60.6
매출채권회전율	15.3	23.5	20.8	24.8	26.8
재고자산회전율	4.0	5.8	6.5	6.7	7.2
부채비율	16.2	14.2	10.6	9.0	8.7
순차입금비율	-35.8	-42.5	-46.5	-47.3	-48.5
이자보상배율	244.5	894.8	683.9	718.8	1,017.1
총차입금	8.6	4.8	5.6	5.9	6.9
순차입금	-84.6	-125.3	-153.6	-175.0	-213.0
NOPLAT	36.5	67.6	61.1	67.9	109.2
FCF	4.1	55.7	34.4	32.7	60.8

Compliance Notice

- 당사는 8월 18일 현재 '테스' 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.

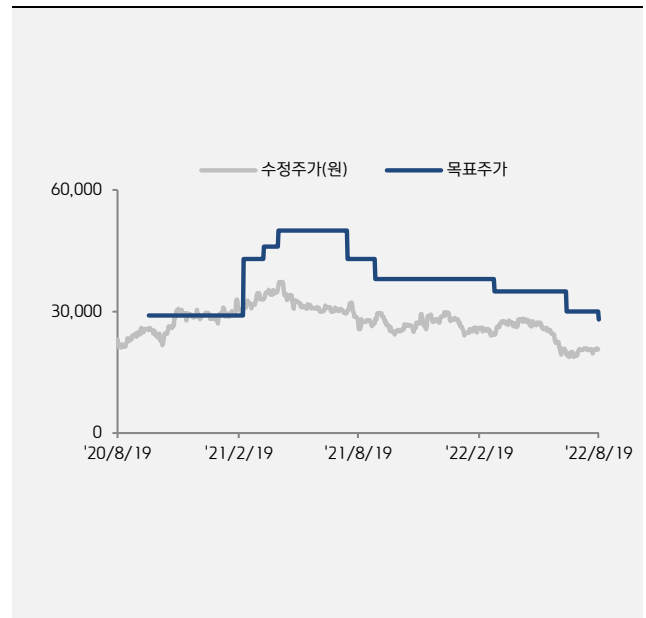
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
테스 (095610)	2020-10-05	Outperform(Initiate)	29,000원	6개월	-3.07	13.79
	2021-02-26	BUY(Upgrade)	43,000원	6개월	-24.61	-19.65
	2021-03-29	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-24.96	-22.72
	2021-04-20	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-36.57	-25.30
	2021-08-03	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-34.22	-25.00
	2021-09-14	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-29.53	-22.11
	2021-11-29	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-29.49	-21.45
	2022-03-14	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.49	-22.71
	2022-03-23	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-22.94	-19.14
	2022-05-30	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-23.11	-19.14
	2022-06-03	BUY(Maintain)	35,000원	6개월	-26.29	-19.14
	2022-07-01	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-33.23	-30.33
	2022-08-08	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-32.86	-30.17
	2022-08-19	BUY(Maintain)	28,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용 기준

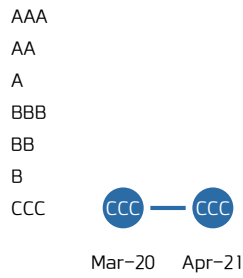
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(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 (2021/07/01~2022/06/30)

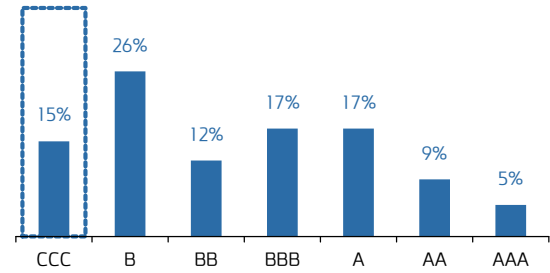
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주 1) MSCI ACWI Index 내 반도체 기업 78개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	2.8	4.9		
환경	3.8	5	15.0%	
친환경 기술 관련 기회	3.8	4.7	15.0%	
사회	4.3	5.1	31.0%	
인력 자원 개발	4.3	4.8	31.0%	
지배구조	1.7	4.5	54.0%	▲1.3
기업 지배구조	2.8	5.5		▲1.7
기업 활동	3.1	5		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (반도체 & 반도체 장비)	친환경 기술 관련 기회	인력 자원 개발	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세				
NVIDIA CORPORATION	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AAA	◀▶				
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd.	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AAA	◀▶				
ASML Holding N.V.	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	AAA	◀▶				
INTEL CORPORATION	● ● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ●	AA	◀▶				
BROADCOM INC.	● ● ● ●	●	● ● ● ●	● ● ●	BB	▲				
TESCO, LTD.	● ●	● ●	●	●	CCC	◀▶				

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치