



BUY(Upgrade)

목표주가: 43,000원(상향)

주가(2/25): 30,600원

시가총액: 6,049억원

반도체

Analyst 박유악

02) 3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/25)	936.21pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	33,000원	15,250원	
최고/최저가 대비 등락율	-7.0%	101.3%	
수익률	절대	상대	
	1M	5.0%	13.5%
	6M	45.5%	31.0%
	1Y	25.3%	-9.2%

Company Data

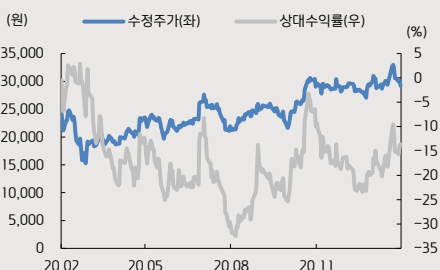
발행주식수	19,768천주	
일평균 거래량(3M)	696천주	
외국인 지분율	9.7%	
배당수익률(20E)	1.8%	
BPS(20E)	11,849원	
주요 주주	주승일 외 8 인	29.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	287.1	178.4	246.0	361.5
영업이익	57.8	11.7	31.6	78.5
EBITDA	63.2	17.3	36.0	85.4
세전이익	53.1	11.9	38.4	83.6
순이익	42.4	9.7	28.2	64.3
지배주주지분순이익	42.4	9.8	28.2	64.3
EPS(원)	2,145	493	1,426	3,255
증감률(%YoY)	-22.6	-77.0	189.1	128.2
PER(배)	5.7	50.7	17.4	7.6
PBR(배)	1.13	2.30	2.09	1.72
EV/EBITDA(배)	2.6	23.0	11.9	5.0
영업이익률(%)	20.1	6.6	12.8	21.7
ROE(%)	21.1	4.6	12.6	24.8
순부채비율(%)	-36.2	-44.3	-26.9	-22.9

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



테스 (095610)

더블 모멘텀(NAND 투자 확대 + 단위당 수주금액 증가)



1Q21 영업이익 227억원으로, 시장 컨센서스 상회 예상. 메모리 반도체 장비 수주금액 증가 때문. NAND 산업의 수요 증가와 이에 따른 NAND 투자 확대에 주목. 향후 NAND 산업은 eSSD를 중심으로 큰 폭의 성장 나타날 전망. 삼성전자의 경우 128단 신규 투자에 집중 한 뒤 올 연말·연초부터 256단 본격 양산. SK하이닉스는 128단 공정 전환에 집중 한 뒤, 인텔의 SSD 사업 인수가 마무리되는 올 연말 이후 신규 투자 확대. 테스는 NAND 신규 투자 확대와 NAND 단층수 증가에 따른 수혜를 받을 전망.

>>> 1Q21 영업이익 227억원, 시장 컨센서스 상회 예상

테스의 1Q21 실적이 매출액 934억원(+71%QoQ)과 영업이익 227억원(+2,179%QoQ)을 기록하며, 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 지난 연말에 집중적으로 진행됐던 반도체 장비 수주금액에 대한 매출인식이 대거 진행되고, 반도체 파트 부문의 실적도 과거 계절성 대비 양호할 것으로 예상되기 때문이다. 판매비와관리비의 경우에도 지난 4Q20에 인식됐던 일회성 비용이 제거되며 과거 수준까지 정상화돼 전사 영업이익률 개선에 기여할 전망이다.

>>> NAND 투자 확대 + 고단화에 따른 단위당 수주 금액 증가

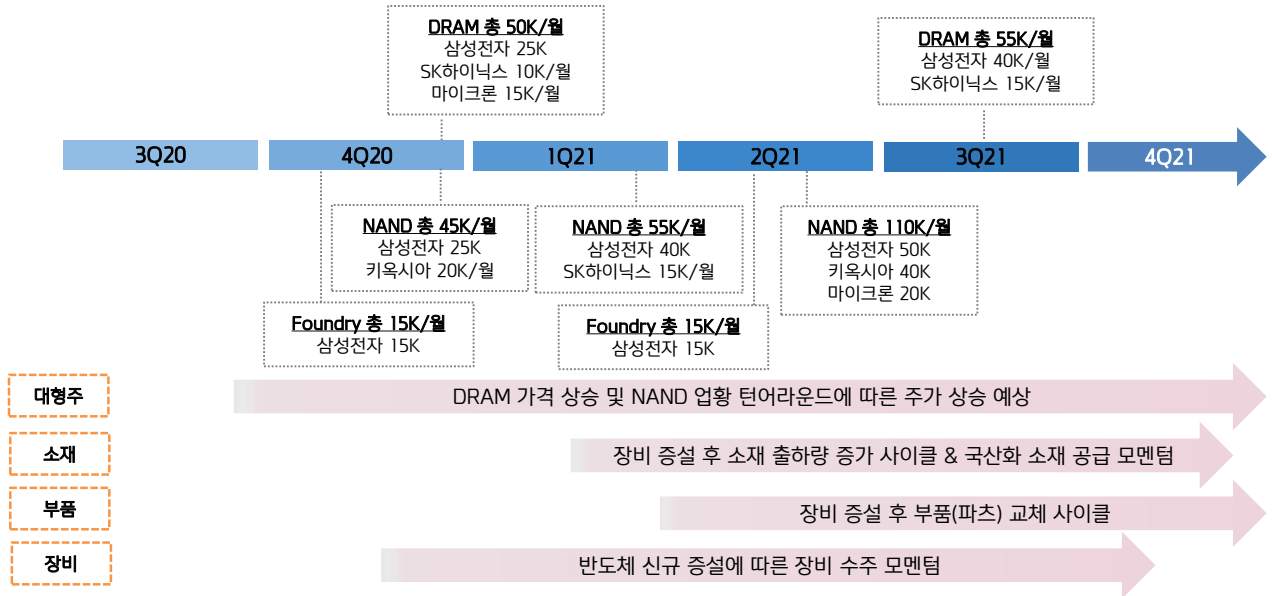
공급과잉에 시달렸던 NAND 산업은 최근 들어 가파른 회복세를 보이고 있다. 'PC 내 SSD 탑재율 상승'과 '스마트폰의 수요 회복', 그리고 일부 공급 업체들의 공정 전환 차질이 업계 내 쌓여있는 재고를 빠르게 감소시켰기 때문이다. 향후 NAND 산업은 eSSD를 중심으로 한 시장 성장이 본격화될 것으로 기대되며, 이에 대비한 NAND 업체들의 공격적인 장비 투자도 본격화될 것이다. 삼성전자의 경우 1Q21말부터 128단 공정에 대한 본격적인 투자를 진행한 후 올 연말·연초 256단 공정으로의 전환을 가속화 할 전망이며, SK하이닉스는 128단 공정 전환에 집중 한 뒤 인텔의 SSD 사업 인수가 마무리되는 올 연말 이후 신규 투자를 확대할 전망이다.

테스의 PECVD 장비는 NAND의 단층 수가 증가할수록 단위당 수주 금액이 증가하는 특성을 보이기 때문에, 해당 시기 '고객들의 NAND 신규 투자'뿐만 아니라 'NAND 고단화'에 대한 수혜를 크게 받을 것이다. 128단 NAND의 경우 기존 9x단 공정 대비 단위당 장비 수주금액이 +20% 수준 증가할 것으로 예상되고 있으며, 256단에서는 128단에서 보였던 '단위당 수주금액의 증가율' 보다 더욱 높은 수준을 기록할 것으로 판단된다.

>>> 투자이견 'BUY', 목표주가 43,000원으로 상향 조정

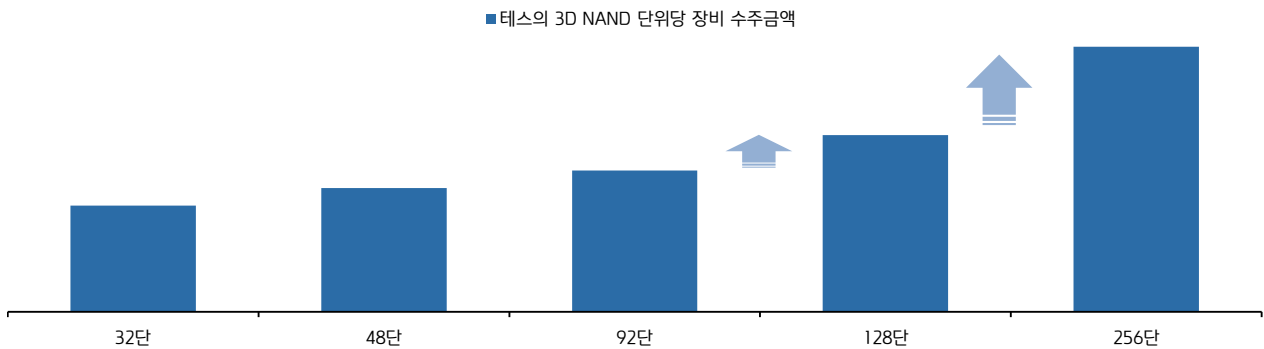
NAND 산업 개선에 따른 영향을 반영하여 테스의 2021년~2022년 EPS 전망치를 상향하고, 목표주가를 43,000원으로 상향 조정한다. 1Q21 실적 서프라이즈가 예상되고 고객사의 NAND 투자가 예상되는 현 시점을 동사에 대한 매수 적기로 판단하며, 반도체 장비 업종 Top Pick으로 매수 추천한다. 현 주가는 '21년 기준 PER 7.6배로 동종 업종 대비 저평가된 것으로 판단한다.

반도체 장비 투자 타임라인 및 업종별 주가 모멘텀 발생 시기: 1H21 NAND 투자 집중 + 2H21 DRAM 투자



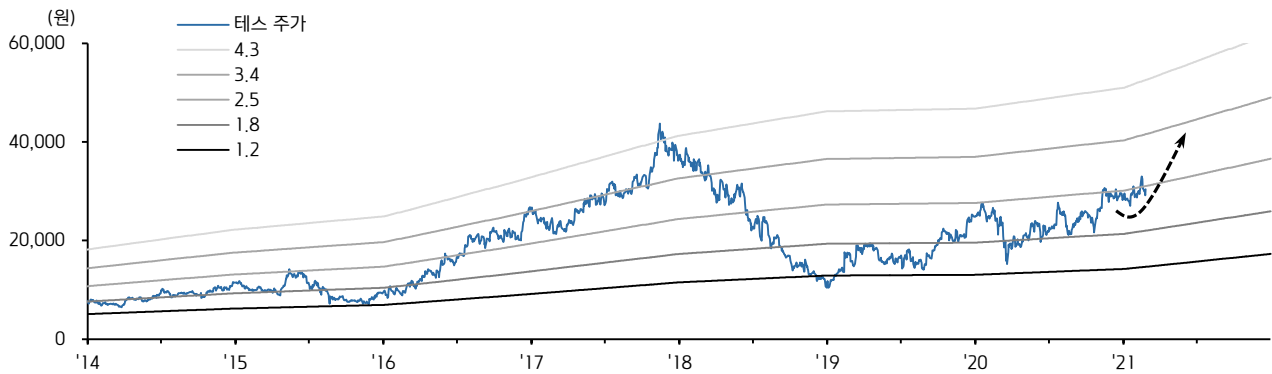
자료: 키움증권 리서치센터

테스, 3D NAND 단위 투자 당 장비 수주 금액 비교: 128단 및 256단에서 큰 폭으로 증가 예상



자료: 키움증권 리서치센터

테스 12개월 Trailing P/B Ratio: 충분히 남아있는 주가 상승 여력



자료: 키움증권 리서치센터

테스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	58.9	76.9	55.7	54.5	93.4	85.1	102.8	80.2	178.4	246.0	361.5
%QoQ/%YoY	38%	30%	-28%	-2%	71%	-9%	21%	-22%	-38%	38%	47%
반도체	58.8	73.5	55.4	51.1	92.7	82.8	101.6	78.3	167.6	238.8	355.3
장비	48.8	57.9	37.7	35.0	80.9	67.4	84.6	61.5	120.9	179.5	294.4
기타	10.0	15.6	16.2	16.0	11.8	15.4	17.0	16.8	46.7	57.8	61.0
디스플레이	0.1	3.4	0.3	3.4	0.7	2.3	1.2	1.9	10.7	7.2	6.2
매출원가	43.2	58.4	44.9	46.6	65.8	62.9	72.0	60.2	148.9	193.2	260.9
매출원가율	73%	76%	81%	86%	71%	74%	70%	75%	83%	79%	72%
매출총이익	15.7	18.5	10.8	7.9	27.5	22.1	30.8	20.1	29.5	52.8	100.6
판관비	4.7	4.7	4.9	6.9	4.8	4.9	5.0	7.4	17.7	21.1	22.0
영업이익	11.0	13.7	5.9	1.0	22.7	17.2	25.9	12.7	11.8	31.6	78.5
%QoQ/%YoY	165%	25%	-57%	-83%	2179%	-24%	50%	-51%	-80%	169%	148%
영업이익률	19%	18%	11%	2%	24%	20%	25%	16%	7%	13%	22%
법인세차감전손익	5.3	19.5	9.9	3.8	23.8	18.1	27.5	14.2	11.9	38.4	83.6
법인세비용	1.1	4.6	3.9	0.6	5.5	4.2	6.3	3.3	2.1	10.2	19.2
당기순이익	4.2	14.8	6.0	3.2	18.3	13.9	21.1	10.9	9.8	28.2	64.3
당기순이익률	7%	19%	11%	6%	20%	16%	21%	14%	5%	11%	18%

자료: 키움증권 리서치센터

테스 키움증권 추정치 vs. 시장 컨센서스 (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액											
키움 추정치	58.9	76.9	55.7	54.5	93.4	85.1	102.8	80.2	178.4	246.0	361.5
컨센서스	58.9	76.9	55.7	54.5	91.0	86.7	75.4	73.2	178.4	246.0	326.3
키움 추정치 - 컨센서스					3%	-2%	36%	10%			11%
영업이익											
키움 추정치	11.0	13.7	5.9	1.0	22.7	17.2	25.9	12.7	11.8	31.6	78.5
컨센서스	11.0	13.7	5.9	1.0	20.8	18.8	13.7	11.1	11.8	31.6	64.4
키움 추정치 - 컨센서스					9%	-8%	89%	14%			22%

자료: WiseFn 컨센서스, 키움증권 리서치센터

테스 6개월 목표주가: 43,000원 제시

Multiple	2021E	2022E	비고
PER			
Normalized EPS	2,458	2,945	Market Risk Premium 7.0%
Intrinsic P/E	19.0	19.0	Risk Free Rate 1.0%
Intrinsic Value	46,724	55,980	Beta 1.0
PBR			
BPS	14,414	17,270	Normalized ROE 17.1%
Normalized ROE	17.1%	17.1%	Cost of Equity 8.3%
Intrinsic P/B	2.7	2.7	Terminal Growth 3.0%
Intrinsic Value	38,505	46,134	
Target Price - 6M	42,614		

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

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	287.1	178.4	246.0	361.5	410.3
매출원가	210.8	148.9	193.2	260.9	288.0
매출총이익	76.3	29.5	52.8	100.6	122.3
판매비	18.5	17.7	21.1	22.0	25.0
영업이익	57.8	11.7	31.6	78.5	97.3
EBITDA	63.2	17.3	36.0	85.4	104.6
영업외손익	-4.7	0.1	6.8	5.0	-5.0
이자수익	1.3	0.7	0.5	0.5	0.8
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	0.5	1.1	1.6	2.3	2.6
외환관련손실	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업손익	-1.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-5.1	-1.0	5.0	2.5	-8.1
법인세차감전이익	53.1	11.9	38.4	83.6	92.3
법인세비용	10.7	2.1	10.2	19.2	21.2
계속사업손손익	42.4	9.7	28.2	64.3	71.1
당기순이익	42.4	9.7	28.2	64.3	71.1
지배주주순이익	42.4	9.8	28.2	64.3	71.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.1	-37.9	37.9	47.0	13.5
영업이익 증감율	-8.7	-79.8	170.1	148.4	23.9
EBITDA 증감율	-7.6	-72.6	108.1	137.2	22.5
지배주주순이익 증감율	-21.9	-76.9	187.8	128.0	10.6
EPS 증감율	-22.6	-77.0	189.1	128.2	10.5
매출총이익율(%)	26.6	16.5	21.5	27.8	29.8
영업이익률(%)	20.1	6.6	12.8	21.7	23.7
EBITDA Margin(%)	22.0	9.7	14.6	23.6	25.5
지배주주순이익률(%)	14.8	5.5	11.5	17.8	17.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	36.0	34.1	20.1	39.3	83.8
당기순이익	42.4	9.7	28.2	64.3	71.1
비현금항목의 가감	21.7	13.0	18.3	29.8	31.9
유형자산감가상각비	4.0	4.1	3.6	5.8	6.1
무형자산감가상각비	1.4	1.5	0.7	1.1	1.2
지분법평가손익	-1.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타	17.4	7.6	14.0	22.9	24.6
영업활동자산부채증감	-8.9	18.3	-16.6	-36.1	1.3
매출채권및기타채권의감소	-2.1	-3.3	-8.8	-19.1	-3.1
재고자산의감소	0.8	22.4	-11.0	-18.8	2.4
매입채무및기타채무의증가	-10.8	4.1	7.2	8.6	3.8
기타	3.2	-4.9	-4.0	-6.8	-1.8
기타현금흐름	-19.2	-6.9	-9.8	-18.7	-20.5
투자활동 현금흐름	6.7	-5.1	-52.0	-33.7	-12.1
유형자산의 취득	-1.3	-0.9	-31.2	-11.4	-7.4
유형자산의 처분	0.1	0.0	1.5	1.8	2.1
무형자산의 순취득	-6.1	-4.4	-4.9	-2.0	-2.5
투자자산의감소(증가)	1.6	-1.8	-7.2	-11.9	-5.0
단기금융자산의감소(증가)	16.3	4.6	-7.6	-7.6	3.3
기타	-3.9	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
재무활동 현금흐름	-22.8	2.6	-4.9	-7.7	-12.4
차입금의 증가(감소)	-8.8	9.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.8	-7.7	-5.8	-8.5	-13.2
기타	0.7	0.9	0.9	0.8	0.8
기타현금흐름	0.0	-0.1	-3.0	-3.4	-3.1
현금 및 현금성자산의 순증가	19.8	31.4	-39.8	-5.5	56.3
기초현금 및 현금성자산	7.4	27.2	58.7	18.9	13.4
기말현금 및 현금성자산	27.2	58.7	18.9	13.4	69.6

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	170.3	182.5	171.3	213.5	268.2
현금 및 현금성자산	27.2	58.7	18.8	13.4	69.7
단기금융자산	55.2	50.6	58.2	65.7	62.4
매출채권 및 기타채권	17.4	19.9	28.7	47.8	50.9
재고자산	67.6	50.0	61.0	79.7	77.4
기타유동자산	2.9	3.3	4.6	6.9	7.8
비유동자산	71.5	65.4	103.2	120.3	125.9
투자자산	17.2	19.0	26.2	38.1	43.1
유형자산	33.1	30.3	56.4	60.3	59.4
무형자산	12.1	7.8	12.0	12.9	14.1
기타비유동자산	9.1	8.3	8.6	9.0	9.3
자산총계	241.8	247.9	274.5	333.8	394.1
유동부채	27.2	30.8	38.1	46.7	50.5
매입채무 및 기타채무	12.4	15.3	22.5	31.1	35.0
단기금융부채	4.7	13.5	13.5	13.5	13.5
기타유동부채	10.1	2.0	2.1	2.1	2.0
비유동부채	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
장기금융부채	0.9	0.4	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	1.3	1.8	1.8	1.8	1.8
부채총계	29.4	33.0	40.2	48.8	52.7
지배지분	212.4	214.9	234.2	284.9	341.4
자본금	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
자본잉여금	57.8	57.8	57.8	57.8	57.8
기타자본	-17.4	-17.4	-17.4	-17.4	-17.4
기타포괄손익누계액	1.8	2.5	2.2	1.7	1.3
이익잉여금	160.3	162.1	181.8	232.9	289.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	212.4	214.9	234.2	284.9	341.4

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,145	493	1,426	3,255	3,596
BPS	10,746	10,872	11,849	14,414	17,270
CFPS	3,244	1,149	2,351	4,762	5,210
DPS	400	300	450	700	750
주가배수(배)					
PER	5.7	50.7	17.4	7.6	6.9
PER(최고)	18.6	53.3	20.2		
PER(최저)	5.5	20.6	10.6		
PBR	1.13	2.30	2.09	1.72	1.44
PBR(최고)	3.71	2.42	2.43		
PBR(최저)	1.09	0.93	1.27		
PSR	0.84	2.77	1.99	1.36	1.19
PCFR	3.7	21.8	10.6	5.2	4.8
EV/EBITDA	-2.6	23.0	11.9	5.0	3.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.1	59.0	30.2	20.6	19.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.3	1.2	1.8	2.8	3.0
ROA	17.5	4.0	10.8	21.2	19.5
ROE	21.1	4.6	12.6	24.8	22.7
ROIC	39.2	9.9	19.8	38.4	42.8
매출채권회전율	10.9	9.6	10.1	9.4	8.3
재고자산회전율	4.7	3.0	4.4	5.1	5.2
부채비율	13.8	15.3	17.2	17.1	15.4
순차입금비율	-36.2	-44.3	-26.9	-22.9	-34.6
이자보상배율	586.4	263.7	710.3	1,762.1	2,184.2
총차입금	5.6	13.9	13.9	13.9	13.9
순차입금	-76.8	-95.3	-63.0	-65.2	-118.2
NOPLAT	63.2	17.3	36.0	85.4	104.6
FCF	31.4	28.8	-23.7	19.6	75.8

Compliance Notice

- 당사는 2월 25일 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.

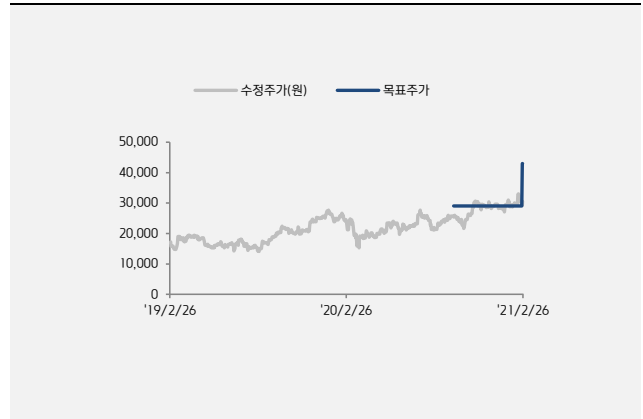
고지사항

- 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	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		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(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	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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%