



BUY(Maintain)

목표주가: 50,000원(상향)

주가(4/19): 35,550원

시가총액: 7,028억원

반도체

Analyst 박유악

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

Stock Data

KOSDAQ (4/19)		1,029.46pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	35,400 원	18,650원
최고/최저가 대비 등락율	-1.8%	86.3%
수익률	절대	상대
	1M	7.1%
	6M	44.8%
	1Y	76.4%
		-1.4%
		18.2%
		10.1%

Company Data

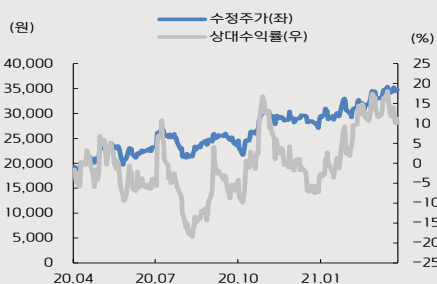
발행주식수	19,768 천주
일평균 거래량(3M)	663천주
외국인 지분율	9.7%
배당수익률(21E)	2.0%
BPS(21E)	14,997원
주요 주주	주승일 외 8 인 29.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	178.4	246.0	387.7	476.9
영업이익	11.7	31.7	88.3	114.5
EBITDA	17.3	36.5	92.3	119.3
세전이익	11.9	38.5	93.9	117.4
순이익	9.7	30.0	73.2	91.6
지배주주지분순이익	9.8	30.0	73.2	91.6
EPS(원)	493	1,519	3,703	4,632
증감률(%)YoY	-77.0	207.8	143.9	25.1
PER(배)	50.7	19.5	9.4	7.5
PBR(배)	2.30	2.48	2.32	1.84
EV/EBITDA(배)	23.0	13.7	6.0	4.2
영업이익률(%)	6.6	12.9	22.8	24.0
ROE(%)	4.6	13.3	27.5	27.3
순부채비율(%)	-44.3	-35.8	-31.9	-40.2

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



테스 (095610)

2021년 영업이익 883억원, 사상 최대치 전망



1Q21 영업이익 283억원으로 시장 컨센서스 상회 예상. 3D NAND 고단화에 따른 장비 수주 증가 때문. 1H21 총 영업이익은 425억원으로 작년 연간 영업이익인 317억원을 넘어설 것으로 보이며, 2H21에도 총 458억원으로 상반기 수준을 넘어설 전망. eSSD의 수요 성장 영향으로 '21~'22년 NAND 산업의 총 CapEx가 역사적 최고치를 넘어설 것으로 예상되는 만큼, 테스의 영업이익도 '21년 883억원에서 '22년 1,145억원으로 사상 최대치를 경신할 것으로 판단. 반도체 장비 업종 top pick을 유지함.

>>> 1Q21 영업이익 283억원, 기대치 상회 예상

테스의 1Q21 실적이 매출액 1,044억원(+91%QoQ)과 영업이익 283억원(+2,626%QoQ)을 기록하며, 당초 기대치를 상회할 전망이다. 지난 연말에 집중적으로 진행됐던 반도체 장비 수주금액에 대한 매출인식이 대거 진행되고, 삼성전자와 SK하이닉스 등 주요 고객사의 3D NAND 고단화에 따른 수혜 규모가 예상 대비 클 것으로 판단하기 때문이다.

2Q21에는 '수주 잔고에 대한 매출 인식'과 '3D NAND 고단화에 따른 신규 수주 증가'의 영향으로, 비수기에도 안정적인 실적을 실현할 것으로 보인다. 이를 합산한 올 상반기 총 영업이익은 425억원으로 작년 연간 영업이익인 317억원을 큰 폭으로 뛰어 넘으며, 향후 고객들의 3D NAND 투자 확대에 대한 투자자들의 기대감을 더욱 더 높일 것으로 판단한다.

>>> 2H21 영업이익 458억원, 상반기 수준을 넘어설 전망

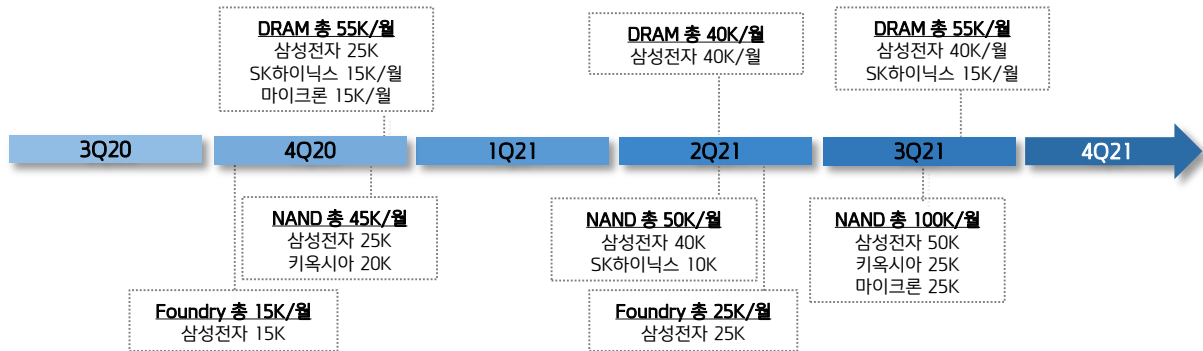
2H21에는 영업이익 458억원(+8%HoH)을 기록하며, 1H21 수준을 넘어설 전망이다. eSSD 수요 증가세에 대비한 고객들의 3D NAND 투자 확대가 예상되기 때문이다. 당사는 2H21~1H22 중에 eSSD의 TCO(Total Cost of Ownership)가 Nearline HDD보다 낮아질 것으로 예상하고 있다. 이에 따라 14% 수준에 머물러 있는 'eSSD의 Nearline HDD 수요 대체율'이 향후 3~4년간 가파른 상승세를 보일 것으로 예상하며, 올 하반기부터 '삼성전자를 포함한 3D NAND 공급업체들의 공격적인 증설'과 '이를 고객으로 하고 있는 테스의 장비 수주금액 급증'이 나타날 것으로 판단한다.

2021년과 2022년 NAND 산업의 총 CapEx가 역사적 최고치를 넘어설 것으로 예상되는 만큼, 테스의 영업이익도 2021년 883억원(+179%YoY)에서 2022년 1,145억원(+30%YoY)의 사상 최대치를 경신해 나아갈 전망이다.

>>> 목표주가 50,000원으로 상향, 장비 업종 top pick 유지

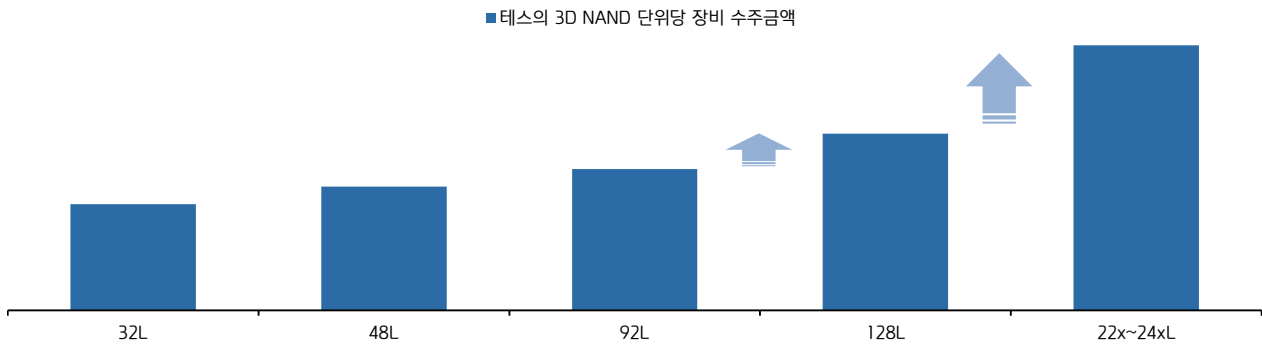
eSSD 시장 확대에 따른 영향을 반영하여 테스의 2021년~2022년 EPS 전망치를 상향하고, 목표주가를 50,000원으로 상향 조정한다. 삼성전자를 포함한 고객들의 3D NAND 투자가 집중될 것으로 예상되고, 21년 P/E 9.4배에 불과한 현 시점을 테스에 대한 매수 적기로 판단한다. 반도체 장비 업종 Top Pick으로 매수 추천한다.

반도체 전공정 장비 투자 타임라인: 2Q21~3Q21 투자 집중 예상



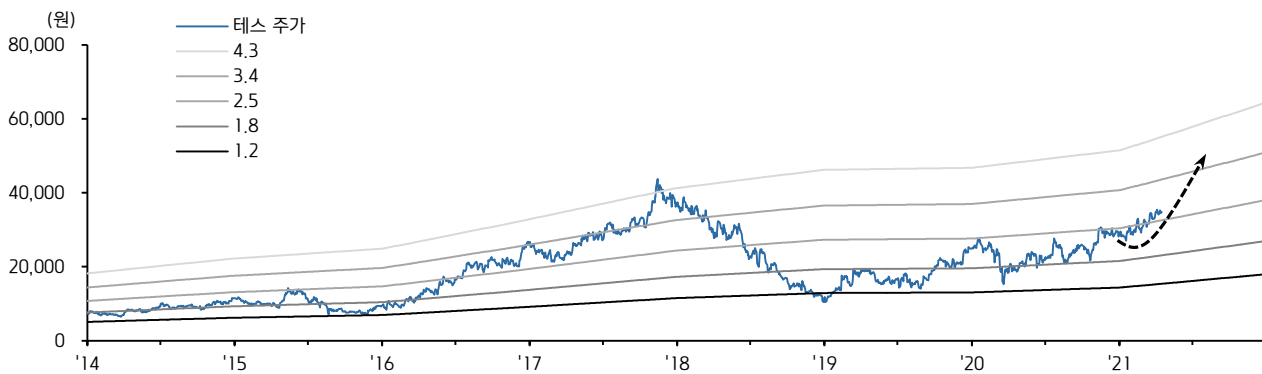
자료: 키움증권 리서치센터

테스, 3D NAND 단위 투자 당 장비 수주 금액 비교: 128단 및 24x단에서 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	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액	58.9	76.9	55.7	54.5	104.4	80.4	94.3	108.7	178.4	246.0	387.7
%QoQ/%YoY	38%	30%	-28%	-2%	91%	-23%	17%	15%	-38%	38%	58%
반도체	58.8	73.5	55.4	51.1	103.7	78.1	93.0	106.8	167.6	238.8	381.6
장비	48.8	57.9	37.7	35.0	90.9	61.2	74.4	88.4	120.9	179.5	314.8
기타	10.0	15.6	16.2	16.0	12.8	16.9	18.6	18.4	46.7	57.8	66.7
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	47.4	71.0	61.1	66.0	79.3	148.9	193.9	277.4
매출원가율	73%	76%	81%	87%	68%	76%	70%	73%	83%	79%	72%
매출총이익	15.7	18.5	10.8	7.1	33.4	19.3	28.3	29.3	29.5	52.0	110.3
판관비	4.7	4.7	4.9	6.1	5.1	5.1	5.2	6.6	17.7	20.4	22.0
영업이익	11.0	13.7	5.9	1.0	28.3	14.2	23.0	22.8	11.7	31.7	88.3
%QoQ/%YoY	165%	25%	-57%	-82%	2626%	-50%	62%	-1%	-80%	170%	179%
영업이익률	19%	18%	11%	2%	27%	18%	24%	21%	7%	13%	23%
법인세차감전손익	5.3	19.5	9.9	3.9	29.4	15.5	24.7	24.3	11.9	38.5	93.9
법인세비용	1.1	4.6	3.9	-1.1	6.5	3.4	5.4	5.3	2.1	8.5	20.6
당기순이익	4.2	14.8	6.0	5.0	23.0	12.1	19.2	18.9	9.7	30.0	73.2
당기순이익률	7%	19%	11%	9%	22%	15%	20%	17%	5%	12%	19%

자료: 키움증권 리서치센터

테스 키움증권 추정치 vs. 시장 컨센서스 (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액											
키움 추정치	58.9	76.9	55.7	54.5	104.4	80.4	94.3	108.7	178.4	246.0	387.7
컨센서스	58.9	76.9	55.7	54.5	95.3	86.7	80.9	71.6	178.4	246.0	334.5
키움 추정치 - 컨센서스					9%	-7%	17%	52%			16%
영업이익											
키움 추정치	11.0	13.7	5.9	1.0	28.3	14.2	23.0	22.8	11.7	31.7	88.3
컨센서스	11.0	13.7	5.9	1.0	26.0	19.2	19.0	10.6	11.7	31.7	74.7
키움 추정치 - 컨센서스					9%	-26%	21%	114%			18%

자료: WiseFn 컨센서스, 키움증권 리서치센터

테스 6개월 목표주가: 50,000원 제시

Multiple	2021E	2022E	비고
PER			
Normalized EPS	3,050	3,846	Market Risk Premium 7.0%
Intrinsic P/E	17.6	17.6	Risk Free Rate 1.2%
Intrinsic Value	53,642	67,640	Beta 1.1
PBR			
BPS	14,997	18,910	Normalized ROE 20.3%
Normalized ROE	20.3%	20.3%	Cost of Equity 8.7%
Intrinsic P/B	3.0	3.0	Terminal Growth 3.0%
Intrinsic Value	45,729	57,663	
Target Price - 6M	49,686		

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	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	178.4	246.0	387.7	476.9	373.4
매출원가	148.9	193.9	277.4	338.6	287.5
매출총이익	29.5	52.0	110.3	138.3	85.9
판매비	17.7	20.4	22.0	23.8	23.9
영업이익	11.7	31.7	88.3	114.5	62.0
EBITDA	17.3	36.5	92.3	119.3	67.3
영업외손익	0.1	6.8	5.5	2.9	3.8
이자수익	0.7	0.9	1.0	1.6	2.1
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	1.1	0.7	1.1	1.3	1.0
외환관련손실	0.5	1.7	0.5	0.5	0.5
종속 및 관계기업손익	-0.2	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타	-1.0	7.6	4.6	1.2	1.9
법인세차감전이익	11.9	38.5	93.9	117.4	65.8
법인세비용	2.1	8.5	20.6	25.8	14.5
계속사업순이익	9.7	30.0	73.2	91.6	51.3
당기순이익	9.7	30.0	73.2	91.6	51.3
지배주주순이익	9.8	30.0	73.2	91.6	51.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-37.9	37.9	57.6	23.0	-21.7
영업이익 증감율	-79.8	170.9	178.5	29.7	-45.9
EBITDA 증감율	-72.6	111.0	152.9	29.3	-43.6
지배주주순이익 증감율	-76.9	206.1	144.0	25.1	-44.0
EPS 증감율	-77.0	207.8	143.9	25.1	-43.9
매출총이익율(%)	16.5	21.1	28.4	29.0	23.0
영업이익률(%)	6.6	12.9	22.8	24.0	16.6
EBITDA Margin(%)	9.7	14.8	23.8	25.0	18.0
지배주주순이익률(%)	5.5	12.2	18.9	19.2	13.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	182.5	180.6	219.0	284.7	305.6
현금 및 현금성자산	58.7	39.0	41.9	100.8	162.1
단기금융자산	50.6	54.2	61.2	58.2	45.5
매출채권 및 기타채권	19.9	12.3	27.2	32.3	24.8
재고자산	50.0	73.7	86.6	90.9	71.2
기타유동자산	3.3	1.4	2.1	2.5	2.0
비유동자산	65.4	94.3	126.5	145.1	151.4
투자자산	19.0	41.4	65.3	80.3	62.9
유형자산	30.3	42.0	48.5	49.9	72.5
무형자산	7.8	5.0	6.5	8.4	9.8
기타비유동자산	8.3	5.9	6.2	6.5	6.2
자산총계	247.9	274.9	345.5	429.8	457.0
유동부채	30.8	36.8	47.4	54.4	46.3
매입채무 및 기타채무	15.3	23.4	34.1	41.1	33.0
단기금융부채	13.5	7.7	7.7	7.7	7.7
기타유동부채	2.0	5.7	5.6	5.6	5.6
비유동부채	2.2	1.6	1.6	1.6	1.6
장기금융부채	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
기타비유동부채	1.8	0.7	0.7	0.7	0.7
부채총계	33.0	38.4	49.0	56.0	47.9
지배지분	214.9	236.5	296.5	373.8	409.0
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	-23.4	-23.4	-23.4	-23.4
기타포괄손익누계액	2.5	6.6	6.5	6.5	6.4
이익잉여금	162.1	185.7	245.7	323.1	358.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	214.9	236.5	296.5	373.8	409.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	33.3	24.8	45.8	83.8	65.5
당기순이익	9.7	30.0	73.2	91.6	51.3
비현금항목의 가감	13.0	7.3	14.9	20.4	8.9
유형자산감가상각비	4.1	4.0	3.4	4.2	4.4
무형자산감가상각비	1.5	0.8	0.5	0.7	0.9
지분법평가손익	-0.2	-0.6	0.0	0.0	0.0
기타	7.6	3.1	11.0	15.5	3.6
영업활동자산부채증감	17.5	-12.1	-22.6	-3.8	17.8
매출채권및기타채권의감소	-3.3	7.2	-14.9	-5.1	7.5
재고자산의감소	22.4	-25.2	-12.9	-4.3	19.7
매입채무및기타채무의증가	4.1	7.5	10.7	7.0	-8.1
기타	-5.7	-1.6	-5.5	-1.4	-1.3
기타현금흐름	-6.9	-0.4	-19.7	-24.4	-12.5
투자활동 현금흐름	-4.3	-27.8	-28.8	-6.2	14.7
유형자산의 취득	-0.9	-11.3	-11.4	-7.4	-27.7
유형자산의 처분	0.0	0.2	1.5	1.8	0.7
무형자산의 순취득	-4.4	-4.6	-2.0	-2.7	-2.3
투자자산의감소(증가)	-1.8	-22.4	-23.9	-15.0	17.4
단기금융자산의감소(증가)	4.6	-3.6	-7.0	3.1	12.6
기타	-1.8	13.9	14.0	14.0	14.0
재무활동 현금흐름	2.6	-15.8	-6.5	-11.2	-12.2
차입금의 증가(감소)	9.4	-6.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-6.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.7	-5.8	-8.5	-13.2	-14.2
기타	0.9	2.0	2.0	2.0	2.0
기타현금흐름	-0.1	-0.8	-7.5	-7.6	-6.7
현금 및 현금성자산의 순증가	31.4	-19.6	3.0	58.7	61.4
기초현금 및 현금성자산	27.2	58.7	39.0	42.0	100.7
기말현금 및 현금성자산	58.7	39.0	42.0	100.7	162.1

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	493	1,519	3,703	4,632	2,596
BPS	10,872	11,964	14,997	18,910	20,692
CFPS	1,149	1,887	4,455	5,662	3,047
DPS	300	450	700	750	850
주가배수(배)					
PER	50.7	19.5	9.4	7.5	13.4
PER(최고)	53.3	20.7	9.5		
PER(최저)	20.6	9.9	7.2		
PBR	2.30	2.48	2.32	1.84	1.68
PBR(최고)	2.42	2.63	2.33		
PBR(최저)	0.93	1.26	1.77		
PSR	2.77	2.38	1.77	1.44	1.84
PCFR	21.8	15.7	7.8	6.1	11.4
EV/EBITDA	23.0	13.7	6.0	4.2	6.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	59.0	28.3	18.1	15.5	31.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.5	2.0	2.2	2.4
ROA	4.0	11.5	23.6	23.6	11.6
ROE	4.6	13.3	27.5	27.3	13.1
ROIC	9.9	27.0	57.8	65.9	34.4
매출채권회전율	9.6	15.3	19.6	16.0	13.1
재고자산회전율	3.0	4.0	4.8	5.4	4.6
부채비율	15.3	16.2	16.5	15.0	11.7
순차입금비용	-44.3	-35.8	-31.9	-40.2	-48.7
이자보상배율	263.7	244.5	681.7	883.2	478.3
총차입금	13.9	8.6	8.6	8.6	8.6
순차입금	-95.3	-84.6	-94.5	-150.3	-199.1
NOPLAT	17.3	36.5	92.3	119.3	67.3
FCF	28.0	4.1	38.5	82.1	42.1

Compliance Notice

- 당사는 4월 19일 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.

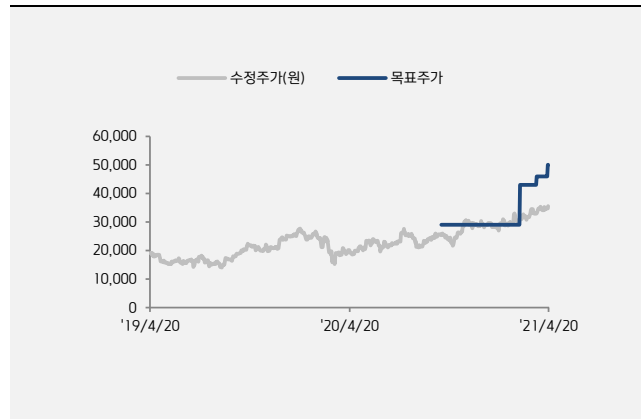
고지사항

- 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	목표가격 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	-24.61	-19.65
	2021-03-29	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-24.96	-22.72
	2021-04-20	BUY(Maintain)	50,000원	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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%