



BUY(Maintain)

목표주가: 29,000원(상향)

주가(2/17): 22,100원

시가총액: 4,369억원



반도체 Analyst 박유익
yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ(2/17)	768.48pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	29,750원	13,090원	
최고/최저가 대비 등락율	-25.7%	68.8%	
수익률	절대	상대	
	1M	29.8%	23.3%
	6M	15.4%	18.5%
	1Y	15.6%	31.2%

Company Data

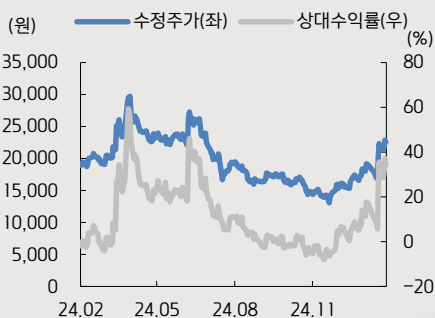
발행주식수	19,768천주
일평균 거래량(3M)	172천주
외국인 지분율	4.6%
배당수익률(24E)	2.3%
BPS(24E)	16,878원
주요 주주	주송일 외 8 인
	29.3%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	358.0	146.9	240.1	305.0
영업이익	55.9	-5.9	37.3	60.4
EBITDA	61.3	-0.5	42.8	65.4
세전이익	54.3	2.3	50.3	62.4
순이익	46.8	1.6	43.3	53.0
지배주주지분순이익	46.8	1.6	43.3	53.0
EPS(원)	2,366	79	2,192	2,681
증감률(%YoY)	-36.8	-96.7	2,666.8	22.3
PER(배)	6.6	253.7	10.1	8.2
PBR(배)	1.01	1.33	1.31	1.16
EV/EBITDA(배)	3.8	-700.5	8.4	4.7
영업이익률(%)	15.6	-4.0	15.5	19.8
ROE(%)	15.5	0.5	13.7	14.9
순부채비율(%)	-25.0	-18.6	-11.1	-23.8

자료: 키움증권 리서치센터

Price Trend



기업 업데이트

테스 (095610)

NAND 공정 업그레이드 투자 수혜



2025년 영업이익 604억원(+62%YoY)으로 큰 폭의 성장 예상. 삼성전자와 SK하이닉스의 NAND 업그레이드 투자의 수혜가 있을 것으로 판단하기 때문. 고객사 투자 시점 변경 등으로 인해, 테스의 1Q25 영업이익은 108억원(-48%QoQ)을 기록하며 부진할 전망이지만, 2Q25와 3Q25에는 크게 회복될 것으로 판단. '25~'26년 EPS 전망치를 상향하고, 목표주가를 29,000원으로 상향 조정함.

>>> 2025년 영업이익 604억원, 큰 폭의 성장 전망

테스의 2025년 실적이 매출액 3,050억원(+27%YoY)과 영업이익 604억원(+62%YoY)을 기록하며, 큰 폭으로 성장할 전망이다. 주요 고객사인 삼성전자와 SK하이닉스의 NAND 업그레이드 투자의 수혜를 받으며, 반도체 장비 부분의 실적이 크게 성장할 것으로 판단하기 때문이다. 당사 채널 체크에 따르면, 삼성전자는 중국 시안 공장의 NAND 설비를 256 layer 제품 생산을 위해 업그레이드 하고 있고, SK하이닉스는 국내 NAND 설비를 3xx layer로 업그레이드 하고 있는 것으로 파악된다. 또한 올 하반기에는 HBM 수요 대응을 위한 DRAM의 전공정 투자가 집행될 것으로 보여, 테스의 실적 전망에 긍정적으로 작용할 것이다. 이에 따라 테스의 분기 영업이익은 1Q25 108억원(+352%YoY)에서, 3Q25 209억원(+414%YoY)으로 상승세를 보일 전망이다.

>>> 1Q25 영업이익 108억원(-48%QoQ) 전망

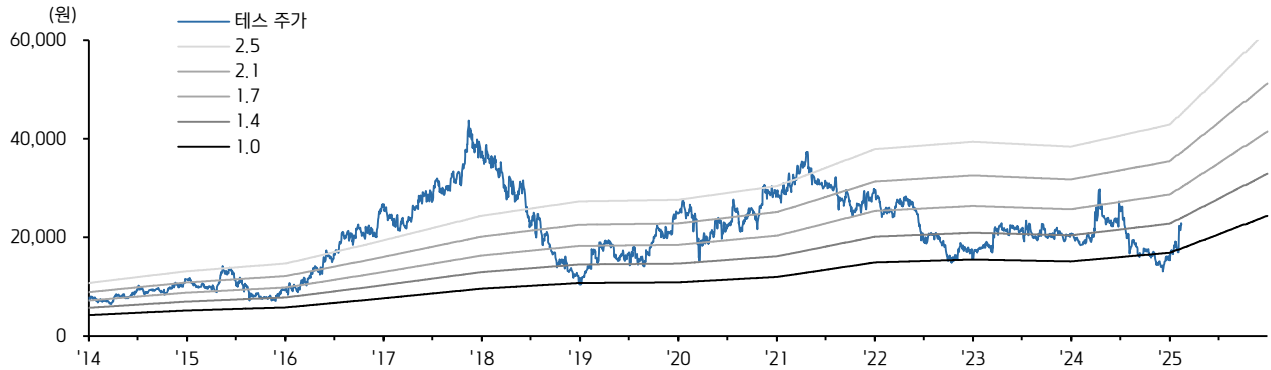
1Q25 실적은 매출액 609억원(-30%QoQ, +44%YoY)과 영업이익 108억원(-48%QoQ, +352%YoY)을 기록하며, 전 분기 대비 감소할 전망이다. NAND의 가격 하락과 유통 재고 상승으로 인해, 주요 고객사의 설비 투자 지연이 있을 것으로 판단하기 때문이다. 이는 1Q25 예상됐던 반도체 장비의 매출 인식 시점을 2Q25로 지연시키며, 전 분기 대비 실적 감소를 야기할 것이다. 1Q25 사업 부분별 매출액은 반도체 607억원(-27%QoQ)과 디스플레이 2억원(-93%QoQ)을 각각 기록할 전망이다.

2Q25에는 매출액 846억원(+39%QoQ, +40%YoY)과 영업이익 198억원(+84%QoQ, +98%YoY)으로, 전 분기 및 전년 동기 대비 큰 폭의 실적 성장을 이룰 전망이다. 따라서 1Q25를 저점으로 한 분기 실적 개선에 투자 포인트를 맞추는 것이 더욱 바람직하다고 판단한다.

>>> 투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가 29,000원으로 상향

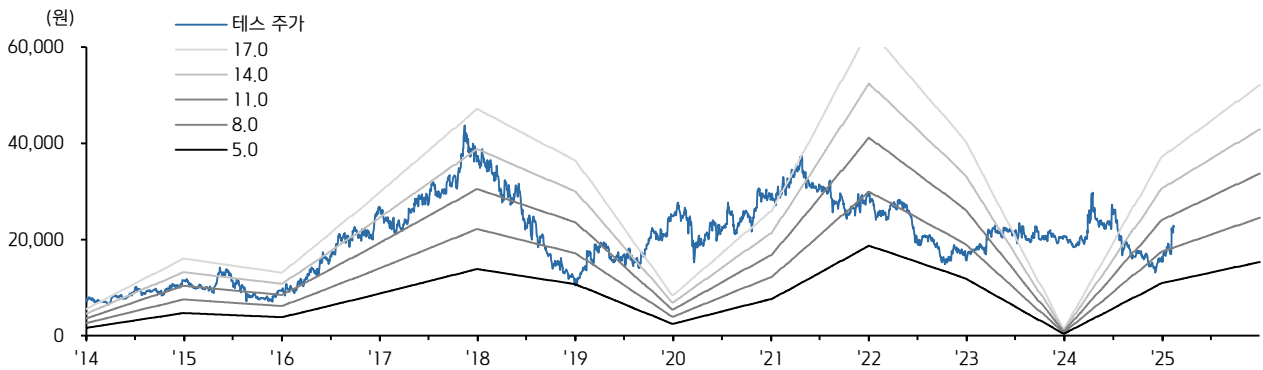
NAND 산업 내 기술 및 점유율 경쟁 움직임에 주목할 필요가 있다. 당사 채널 체크에 따르면, 일본의 Kioxia가 최근 들어 신규 장비 증설에 나서고 있고, 삼성전자와 SK하이닉스는 기존 장비들에 대한 업그레이드 투자를 단행하고 있다. eSSD 시장 점유율 확대를 위한 것으로 파악되는데, 이는 테스의 반도체 장비 부분 실적 전망에 긍정적으로 작용할 것이다. '25~'26년 EPS 전망치를 상향하고, 목표주가를 기존 26,000원에서 29,000원으로 상향 조정한다.

테스 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

테스 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

테스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E
매출액	42.2	60.5	50.8	86.6	60.9	84.6	92.1	67.3	146.9	240.1	305.0
%QoQ/%YoY	62%	43%	-16%	71%	-30%	39%	9%	-27%	-59%	63%	27%
반도체	41.9	60.3	50.6	83.7	60.7	84.5	92.0	65.3	143.7	236.5	302.5
디스플레이	0.3	0.2	0.2	2.9	0.2	0.1	0.1	2.1	3.3	3.6	2.5
매출원가	34.4	44.7	40.5	56.7	44.5	58.4	64.5	49.2	134.1	176.2	216.5
매출원가율	82%	74%	80%	65%	73%	69%	70%	73%	91%	73%	71%
매출총이익	7.8	15.9	10.3	29.9	16.4	26.2	27.6	18.2	12.8	63.9	88.5
판관비	5.4	5.9	6.3	9.1	5.7	6.4	6.8	9.2	18.7	26.6	28.1
영업이익	2.4	10.0	4.1	20.8	10.8	19.8	20.9	8.9	-5.9	37.3	60.4
%QoQ/%YoY	흑자전환	321%	-59%	413%	-48%	84%	5%	-57%	적자전환	흑자전환	62%
영업이익률	6%	17%	8%	24%	18%	23%	23%	13%	-4%	16%	20%
법인세차감전손익	8.0	15.4	2.6	24.3	14.5	21.9	19.7	6.2	2.3	50.3	62.4
법인세비용	1.1	2.5	0.1	3.3	1.9	3.3	3.3	0.9	0.7	7.0	9.4
당기순이익	6.9	12.9	2.5	21.0	12.7	18.7	16.3	5.4	1.6	43.3	53.0
당기순이익률	16%	21%	5%	24%	21%	22%	18%	8%	1%	18%	17%

자료: 키움증권 리서치센터

테스 6개월 목표주가: 29,000원 제시

	2024P	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	240.1	305.0	357.8	309.5	397.1	419.7
Growth	63.4%	27.1%	17.3%	-13.5%	28.3%	5.7%
EPS [원]	2,192	2,681	3,274	3,065	3,808	4,082
Growth	2666.8%	22.3%	22.1%	-6.4%	24.2%	7.2%
BPS [원]	16,878	19,085	21,842	24,396	27,708	31,289
Growth	11.6%	13.1%	14.4%	11.7%	13.6%	12.9%
ROCE(Return On Common Equity)	13.7%	14.9%	16.0%	13.3%	14.6%	13.0%
COE(Cost of Equity)	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
Residual Earnings(ROCE-COE)	3.9%	5.1%	6.2%	3.5%	4.8%	3.3%
PV of Residual Earnings		841	1,056	608	867	604
Equity Beta	1.0					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	9.8%					
Continuing Value	9,181					
Beginning Common Shareholders' Equity	16,878					
PV of RE for the Forecasting Period	3,977					
PV of Continuing Value	5,758					
Intrinsic Value per Share – 6M TP	29,216					

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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	358.0	146.9	240.1	305.0	357.8
매출원가	275.1	134.1	176.2	216.5	254.0
매출총이익	82.8	12.8	63.9	88.5	103.8
판관비	26.9	18.7	26.6	28.1	33.3
영업이익	55.9	-5.9	37.3	60.4	70.5
EBITDA	61.3	-0.5	42.8	65.4	77.1
영업외손익	-1.6	8.1	13.0	2.0	12.5
이자수익	2.9	4.7	3.4	7.4	10.2
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	2.1	1.4	2.3	2.9	3.4
외환관련손실	0.7	0.6	0.1	0.1	0.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.9	2.6	7.4	-8.2	-1.0
법인세차감전이익	54.3	2.3	50.3	62.4	83.0
법인세비용	7.5	0.7	7.0	9.4	18.3
계속사업손익	46.8	1.6	43.3	53.0	64.7
당기순이익	46.8	1.6	43.3	53.0	64.7
지배주주순이익	46.8	1.6	43.3	53.0	64.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.6	-59.0	63.4	27.0	17.3
영업이익 증감율	-10.1	-110.6	-732.2	61.9	16.7
EBITDA 증감율	-9.3	-100.8	-8,660.0	52.8	17.9
지배주주순이익 증감율	-36.7	-96.6	2,606.3	22.4	22.1
EPS 증감율	-36.8	-96.7	2,666.8	22.3	22.1
매출총이익율(%)	23.1	8.7	26.6	29.0	29.0
영업이익률(%)	15.6	-4.0	15.5	19.8	19.7
EBITDA Margin(%)	17.1	-0.3	17.8	21.4	21.5
지배주주순이익률(%)	13.1	1.1	18.0	17.4	18.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	189.0	194.3	180.8	219.5	267.5
현금 및 현금성자산	33.7	20.9	13.5	66.9	98.5
단기금융자산	49.9	40.9	30.7	31.3	36.7
매출채권 및 기타채권	43.6	78.3	82.5	62.1	68.7
재고자산	59.9	53.0	52.2	56.7	60.9
기타유동자산	1.9	1.2	1.9	2.5	2.7
비유동자산	147.5	127.5	183.5	194.5	205.9
투자자산	77.5	49.8	81.4	53.5	62.7
유형자산	51.3	62.3	88.0	125.6	126.3
무형자산	5.8	5.3	4.9	4.8	5.0
기타비유동자산	12.9	10.1	9.2	10.6	11.9
자산총계	336.5	321.8	364.3	414.0	473.4
유동부채	27.8	20.9	28.6	34.6	39.5
매입채무 및 기타채무	18.7	13.8	20.1	24.6	28.2
단기금융부채	4.8	4.2	4.9	6.3	7.4
기타유동부채	4.3	2.9	3.6	3.7	3.9
비유동부채	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
장기금융부채	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	29.8	22.9	30.6	36.7	41.6
지배지분	306.7	298.9	333.7	377.3	431.8
자본금	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
자본잉여금	57.4	57.4	57.4	57.4	57.4
기타자본	-56.8	-56.8	-56.8	-56.8	-56.8
기타포괄손익누계액	6.7	7.1	7.3	7.5	7.8
이익잉여금	289.4	281.3	315.9	359.3	413.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	306.7	298.9	333.7	377.3	431.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	15.4	28.6	38.3	63.6	49.6
당기순이익	46.8	1.6	43.3	53.0	64.7
비현금항목의 가감	18.6	-2.2	-4.3	-6.6	1.1
유형자산감가상각비	4.6	4.7	4.9	4.4	6.0
무형자산감가상각비	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	13.2	-7.5	-9.8	-11.5	-5.4
영업활동자산부채증감	-33.2	30.0	2.9	19.1	-8.2
매출채권및기타채권의감소	-17.2	30.5	-4.2	20.3	-6.6
재고자산의감소	-4.1	4.3	0.9	-4.5	-4.2
매입채무및기타채무의증가	-3.6	-5.2	6.4	4.5	3.6
기타	-8.3	0.4	-0.2	-1.2	-1.0
기타현금흐름	-16.8	-0.8	-3.6	-1.9	-8.0
투자활동 현금흐름	-13.2	-34.6	-106.8	-47.6	-76.5
유형자산의 취득	-5.9	-17.4	-31.0	-20.3	-7.1
유형자산의 처분	0.1	0.8	0.3	0.3	0.4
무형자산의 순취득	-0.6	0.0	-0.2	-0.5	-0.7
투자자산의감소(증가)	-8.0	27.6	-31.6	28.0	-9.3
단기금융자산의감소(증가)	17.2	8.9	10.2	-0.6	-5.3
기타	-16.0	-54.5	-54.5	-54.5	-54.5
재무활동 현금흐름	-31.5	-6.8	-6.8	-6.8	-7.6
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-24.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-10.4	-8.8	-8.8	-8.8	-9.6
기타	3.2	2.0	2.0	2.0	2.0
기타현금흐름	-0.1	-0.1	67.8	44.0	66.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-29.4	-12.8	-7.4	53.3	31.6
기초현금 및 현금성자산	63.1	33.7	20.9	13.5	66.8
기말현금 및 현금성자산	33.7	20.9	13.5	66.8	98.4

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,366	79	2,192	2,681	3,274
BPS	15,513	15,120	16,878	19,085	21,842
CFPS	3,306	-33	1,972	2,348	3,329
DPS	500	500	500	550	600
주당배수(배)					
PER	6.6	253.7	10.1	8.2	6.7
PER(최고)	12.7	303.0	15.0		
PER(최저)	6.3	191.9	8.3		
PBR	1.01	1.33	1.31	1.16	1.01
PBR(최고)	1.93	1.59	1.95		
PBR(최저)	0.95	1.01	1.08		
PSR	0.87	2.70	1.82	1.43	1.22
PCFR	4.7	-618.0	11.2	9.4	6.6
EV/EBITDA	3.8	-700.5	8.4	4.7	3.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.8	560.1	20.2	18.2	16.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.2	2.5	2.3	2.5	2.7
ROA	13.9	0.5	12.6	13.6	14.6
ROE	15.5	0.5	13.7	14.9	16.0
ROIC	37.9	-1.7	16.0	23.2	23.4
매출채권회전율	11.3	2.4	3.0	4.2	5.5
재고자산회전율	6.2	2.6	4.6	5.6	6.1
부채비율	9.7	7.7	9.2	9.7	9.6
순차입금비율	-25.0	-18.6	-11.1	-23.8	-29.1
이자보상배율	6,792.1	-399.1	2,288.1	3,115.1	3,217.2
총차입금	6.9	6.3	7.0	8.3	9.4
순차입금	-76.7	-55.5	-37.2	-89.8	-125.7
NOPLAT	61.3	-0.5	42.8	65.4	77.1
FCF	12.3	15.8	9.7	55.0	45.9

Compliance Notice

- 당사는 2월 17일 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.

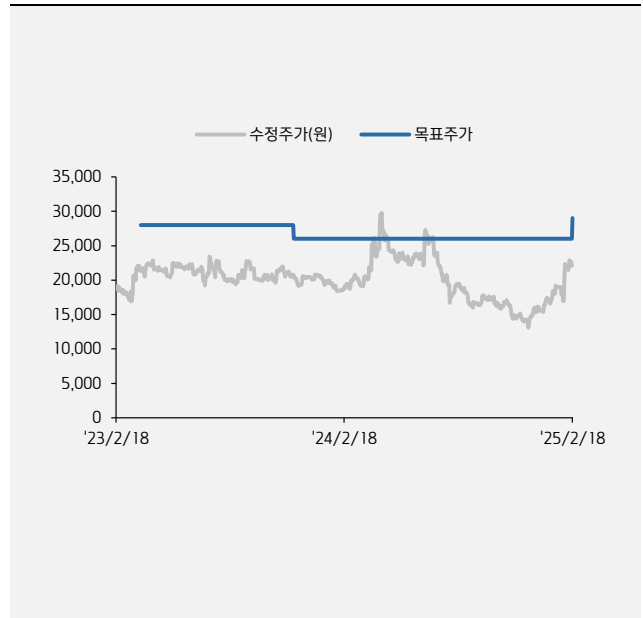
고지사항

- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
테스 (095610)	2023-03-29	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-23.07	-22.32
	2023-04-04	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-22.91	-16.43
	2023-07-19	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-22.81	-16.43
	2023-08-09	BUY(Maintain)	28,000원	6개월	-23.66	-16.43
	2023-11-29	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-24.18	-20.00
	2024-02-27	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-17.84	14.42
	2024-08-27	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.86	-14.04
	2025-02-18	BUY(Maintain)	29,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

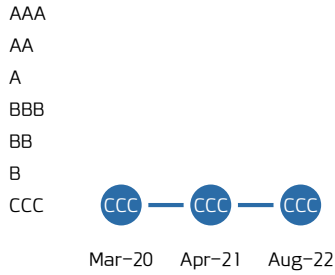
투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

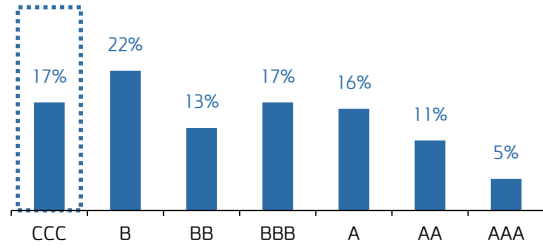
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주 1) MSCI ACWI Index 내 반도체 및 반도체 장비 기업 83 개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	2.6	5.8		
환경	6.9	9	5.0%	
탄소 배출	6.9	9	5.0%	
사회	3.9	5.5	40.0%	
인력 자원 개발	4.0	4.9	24.0%	
제품 안정성 및 품질	3.8	6.5	16.0%	
지배구조	1.2	5.8	55.0%	
기업 지배구조	1.3	6.7		
기업 활동	4.9	5.9		

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
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd.	●●	●●●●	●●●●	●●●●	AAA	◀▶
NVIDIA CORPORATION	●●●	●●●●	●●	●●●	AAA	◀▶
ASML Holding N.V.	●●●	●●●●	●●●●	●●●●	AAA	◀▶
QUALCOMM INCORPORATED	●●	●●●	●●●●	●●	A	▲▲
BROADCOM INC.	●●●	●●	●●●●	●●●	BBB	▲
TESCO.,LTD.	●	●●●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치