반도체
손인준
02)6260-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

(095610)

# 테스

## BUY(유지)

## 투자 가속화 체감

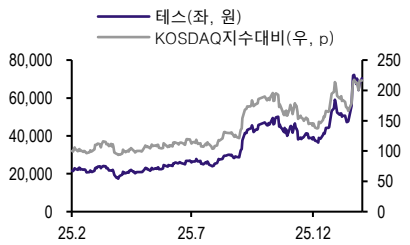
| 목표주가 | 92,000원(상향) |
|---|---|
| 현재주가(02/10) | 66,500원 |
| 상승여력 | 38.3% |
| 시가총액 | 1,287십억원 |
| 발행주식수 | 19,360천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 72,200 / 17,390원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 21십억원 |
| 외국인 지분율 | 11.5% |
| 주요주주 | |
| 주숭일 (외 9인) | 29.5% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 9.8% |
| 자사주 (외 1인) | 5.8% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 34.6 | 75.8 | 178.8 | 223.7 |
| 상대수익률 (KOSDAQ) | 15.7 | 47.2 | 139.5 | 171.9 |

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 147 | 240 | 351 | 418 |
| 영업이익 | -6 | 38 | 58 | 87 |
| EBITDA | 0 | 44 | 65 | 96 |
| 지배주주순이익 | 2 | 43 | 57 | 78 |
| EPS | 79 | 2,158 | 3,241 | 4,465 |
| 순차입금 | -87 | -48 | -124 | -159 |
| PER | 253.7 | 7.2 | 21.7 | 15.8 |
| PBR | 1.3 | 0.9 | 3.7 | 3.1 |
| EV/EBITDA | n/a | 5.9 | 19.1 | 12.6 |
| 배당수익률 | 2.5 | 3.9 | 0.9 | 0.9 |
| ROE | 0.5 | 13.6 | 16.0 | 19.0 |
| 컨센서스 영업이 | - | - | 60 | 88 |
| 컨센서스 EPS | - | - | 3,042 | 3,824 |

**주가추이**




### 4Q25 실적: 투자 가속화로 매출액 서프라이즈

테스의 4Q25 잠정 실적이 매출액 1,170억원(+70%QoQ, +35%YoY), 영업이익 128억원(+52%QoQ, -42%YoY)을 기록했다. DRAM 쇼티지 강도의 심화 속 고객사의 설비 투자 가속화로 컨센서스 대비 매출액이 +26% 상회했다. NAND V9 전환도 매출 성장에 기여한 것으로 보인다. 다만 성과금과 직원 대상 자사주 부여 등 일회성 비용 반영으로 영업이익은 컨센서스를 -11% 하회했다.

### 인프라 제약 속 투자 가속화, 2027년도 고성장 전망

테스의 1Q26 실적은 매출액 933억원(-20%QoQ, +10%YoY), 영업이익 194억원(+52%QoQ, +19%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. DRAM 측면에선 삼성전자 P4와 SK하이닉스 M15X 신규 투자, NAND 측면에선 삼성전자·SK하이닉스의 V9 전환 효과가 지속 반영될 것으로 예상한다. 2026년 실적은 매출액 4,185억원(+19%YoY), 영업이익 868억원(+50%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 삼성전자와 SK하이닉스 제한된 인프라 내에서 최대한 DRAM 투자 속도를 높이는 중이며, 특히 SK하이닉스 M15X 장비 입고가 가속화되어 테스 실적에 긍정적 영향 미칠 것으로 보인다. NAND에선 BSD 장비 신규 납품 효과가 기대되며, 특히 최근 NAND의 공급 부족 강도가 최근 급격히 커짐에 따라 V9 전환 투자 속도 역시 당초 예상보다 빨라질 것으로 보인다. DRAM 1b·1c와 NAND V9·V10 등 선단 공정용 장비에 집중된 수요로 인해 견조한 영업이익률 역시 기대된다. 삼성전자 P4의 Phase 2,4와 SK하이닉스의 Y1 증설은 2027년 본격화되며 테스의 실적 우상향을 이끌 것이다.

### 장기 성장 사이클 진입, TP 92,000원 상향

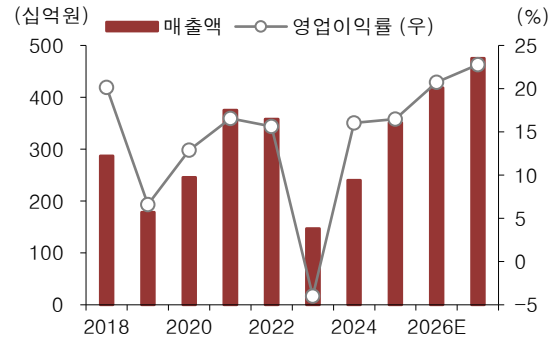
테스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 92,000원으로 상향한다(2026년 EPS 4,465원, PER 20.5배 적용). 메모리 쇼티지가 2027년에도 해소되기 어려울 것으로 보여, 전례없는 중장기 투자 사이클이 시작될 것으로 보인다. 특히 NAND 역시 2028년부턴 국내 고객사의 신규 증설 움직임이 시작될 것으로 예상되어, 관련 매출 비중이 높은 테스의 실적 성장세가 장기화될 것으로 보인다.

표 1 테스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25P | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **84.5** | **82.1** | **67.6** | **117.0** | **93.3** | **98.3** | **112.1** | **114.7** | **240.1** | **351.1** | **418.5** |
| QoQ(%) | -2% | -3% | -18% | 73% | -20% | 5% | 14% | 2% | | | |
| YoY(%) | 100% | 36% | 33% | 35% | 10% | 20% | 66% | -2% | 63% | 46% | 19% |
| 반도체 | 84.2 | 81.8 | 67.3 | 114.3 | 93.0 | 98.0 | 111.9 | 112.3 | 236.5 | 347.6 | 415.3 |
| 디스플레이 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 2.7 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 2.4 | 3.6 | 3.6 | 3.2 |
| **매출총이익** | **22.8** | **27.2** | **15.5** | **31.7** | **27.9** | **31.1** | **37.6** | **31.4** | **64.6** | **97.2** | **128.0** |
| QoQ(%) | -25% | 19% | -43% | 104% | -12% | 11% | 21% | -17% | | | |
| YoY(%) | 193% | 71% | 50% | 4% | 22% | 14% | 142% | -1% | -20% | -1% | -4% |
| 매출총이익률 | 27% | 33% | 23% | 27% | 30% | 32% | 34% | 27% | 27% | 28% | 31% |
| **영업이익** | **16.3** | **20.4** | **8.4** | **12.8** | **19.4** | **21.7** | **26.5** | **19.1** | **38.5** | **57.8** | **86.8** |
| QoQ(%) | -26% | 25% | -59% | 52% | 52% | 12% | 22% | -28% | | | |
| YoY(%) | 583% | 103% | 107% | -42% | 19% | 7% | 215% | 50% | 흑자전환 | 50% | 50% |
| 영업이익률 | 19% | 25% | 12% | 11% | 21% | 22% | 24% | 17% | 16% | 16% | 21% |

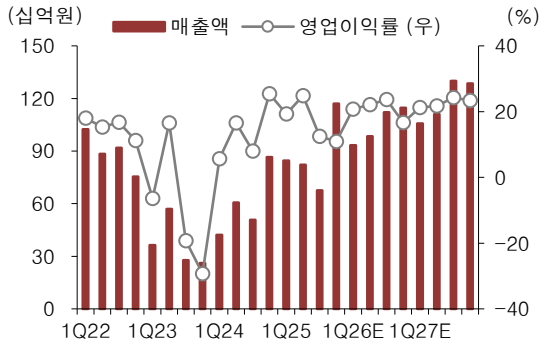
자료: 테스, 흥국증권 리서치센터

그림 1 테스 연간 실적 추이 및 전망



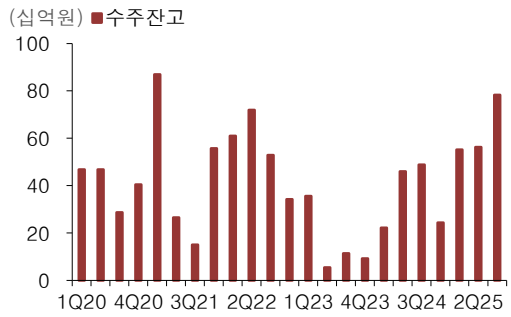

자료: 테스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 테스 분기 실적 추이 및 전망



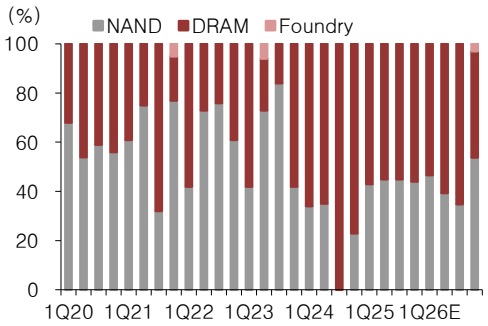

자료: 테스, 흥국증권 리서치센터

그림 3 테스 수주 잔고 추이




자료: 테스, 흥국증권 리서치센터

그림 4 테스 매출 비중 추정




자료: 흥국증권 리서치센터

## Valuation

테스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 92,000원으로 상향. 2026년 EPS 4,465원에 2023년 이후 12MF PER 평균+2σ에 해당하는 20.5배 적용. 메모리 쇼티지가 2027년에도 해소되기 어려울 것으로 보여, 전례없는 중장기 투자 사이클이 시작될 것으로 보임. 특히 NAND 역시 2028년부턴 국내 고객사의 신규 증설 움직임이 시작될 것으로 예상되어, 관련 매출 비중이 높은 테스의 실적 성장세가 장기화될 것으로 보임. 전공정 장비 업종 내 벨류에이션 매력도 역시 여전히 존재함

표 1 **테스 목표주가 산정 PER Multiple Valuation**

| | 2025E | 2026E | 비고 |
|---|---|---|---|
| EPS (원) | 3,241 | 4,465 | 2026년 EPS 적용 |
| 목표 PER (배) | | 20.5 | '20~'21년 평균 12MF PER+2σ |
| **목표주가 (원)** | | **92,000** | |
| 현재주가(원) | | 66,500 | |
| 상승여력 (%) | | 38.3 | |

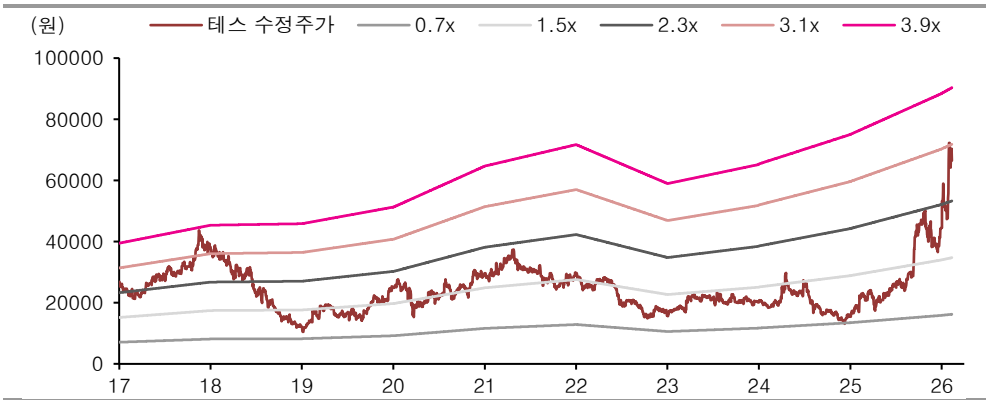
자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 **전공정 장비 업체 벨류에이션**

| (십억원, %, 배) | 시총 | 주가수익률 | | | P/E | | P/B | | ROE | | 매출액 | | 영업이익 | | 당기순이익 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 기업 | | 1M | 3M | 6M | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E |
| 테스 | 1,287.4 | 27.2 | 168.4 | 213.0 | 14.9 | 12.2 | 2.9 | 2.5 | 19.0 | 19.5 | 418.5 | 475.2 | 86.8 | 108.2 | 78.3 | 95.6 |
| 브이엠 | 776.3 | 17.3 | 184.9 | 311.3 | 12.0 | 9.1 | 3.7 | 3.1 | 32.3 | 32.7 | 260.1 | 329.6 | 72.8 | 96.2 | 60.5 | 79.4 |
| 유진테크* | 2,261.8 | 19.9 | 124.6 | 147.2 | 25.2 | 19.3 | 4.2 | 3.5 | 18.0 | 19.7 | 544.3 | 620.0 | 112.8 | 146.3 | 93.7 | 123.0 |
| 주성엔지니어링* | 2,323.2 | 47.2 | 77.6 | 53.0 | 23.7 | 17.0 | 3.3 | 2.8 | 15.5 | 18.5 | 431.7 | 535.3 | 104.5 | 146.5 | 98.0 | 136.5 |
| 원익IPS* | 5,119.5 | 39.1 | 191.1 | 334.9 | 37.5 | 29.2 | 4.7 | 4.1 | 13.1 | 14.7 | 1271.9 | 1457.8 | 158.9 | 207.5 | 134.1 | 172.2 |
| 피에스케이* | 1,625.0 | 30.6 | 166.9 | 186.0 | 18.1 | 15.1 | 2.6 | 2.2 | 15.4 | 15.8 | 538.6 | 633.0 | 106.8 | 128.5 | 89.9 | 107.5 |

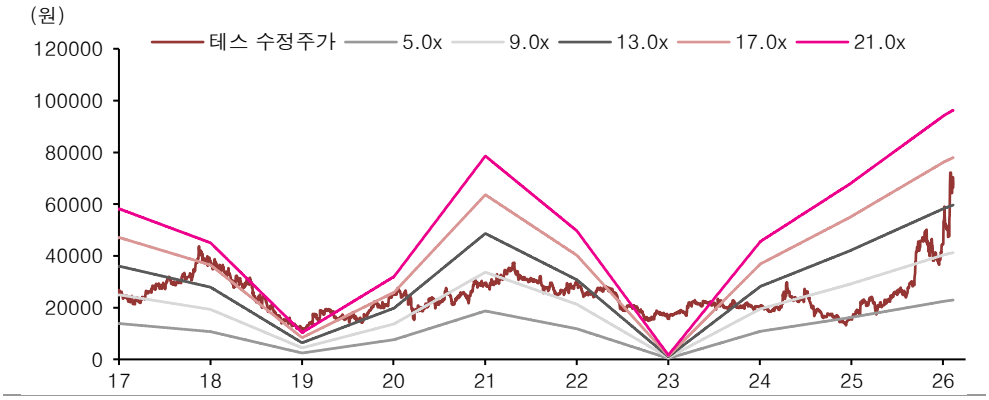
자료: 흥국증권 리서치센터,
주: 2/10 종가 기준, (*): 컨센서스 적용

그림 5 테스 12개월 선행 PBR Band




자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 6 테스 12개월 선행 PER Band




자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **147** | **240** | **351** | **418** | **475** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (59.0) | 63.4 | 46.3 | 19.2 | 13.5 |
| **영업이익** | **(6)** | **38** | **58** | **87** | **108** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 적전 | 흑전 | 50.3 | 50.0 | 24.7 |
| EBITDA | (0) | 44 | 65 | 96 | 118 |
| 영업외손익 | 8 | 11 | 8 | 9 | 9 |
| 순이자수익 | 5 | 7 | 9 | 9 | 10 |
| 외화관련손익 | 1 | 3 | (1) | (0) | (0) |
| 지분법손익 | 0 | (2) | 0 | 4 | 4 |
| 세전계속사업손익 | 2 | 50 | 66 | 96 | 117 |
| 당기순이익 | **2** | **43** | **57** | **78** | **96** |
| **지배기업당기순이익** | **2** | **43** | **57** | **78** | **96** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (96.7) | 2,623.8 | 33.3 | 37.8 | 22.0 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | (15.8) | (13.8) | (0.6) | 41.7 | 25.6 |
| 영업이익증가율(3Yr) | n/a | (14.8) | 1.1 | n/a | 41.2 |
| EBITDA증가율(3Yr) | n/a | (13.2) | 1.8 | n/a | 38.7 |
| 순이익증가율(3Yr) | (62.6) | (16.8) | 7.0 | 268.4 | 30.8 |
| 영업이익률(%) | (4.0) | 16.0 | 16.5 | 20.7 | 22.8 |
| EBITDA마진(%) | (0.3) | 18.4 | 18.5 | 22.9 | 24.8 |
| 순이익률 (%) | 1.1 | 17.8 | 16.3 | 18.7 | 20.1 |
| **NOPLAT** | **(4)** | **33** | **50** | **71** | **88** |
| (+) Dep | 5 | 6 | 7 | 9 | 10 |
| (-) 운전자본투자 | (41) | 1 | (57) | 22 | 15 |
| (-) Capex | 17 | 55 | 29 | 16 | 24 |
| OpFCF | 25 | (18) | 85 | 42 | 59 |

## 재무상태표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 194 | 183 | 241 | 292 | 365 |
| 현금성자산 | 87 | 64 | 136 | 170 | 219 |
| 매출채권 | 8 | 38 | 26 | 31 | 41 |
| 재고자산 | 53 | 41 | 38 | 50 | 60 |
| 비유동자산 | 128 | 198 | 226 | 237 | 256 |
| 투자자산 | 63 | 83 | 88 | 92 | 96 |
| 유형자산 | 59 | 110 | 133 | 141 | 155 |
| 무형자산 | 5 | 5 | 5 | 5 | 4 |
| **자산총계** | **322** | **381** | **468** | **530** | **621** |
| 유동부채 | 21 | 37 | 77 | 72 | 79 |
| 매입채무 | 14 | 20 | 38 | 34 | 38 |
| 유동성이자부채 | 0 | 6 | 3 | 3 | 2 |
| 비유동부채 | 2 | 13 | 11 | 11 | 10 |
| 비유동이자부채 | 0 | 10 | 9 | 8 | 7 |
| **부채총계** | **23** | **51** | **88** | **82** | **89** |
| 자본금 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 자본잉여금 | 57 | 57 | 60 | 60 | 60 |
| 이익잉여금 | 281 | 320 | 366 | 434 | 518 |
| 자본조정 | (50) | (57) | (57) | (57) | (57) |
| 자기주식 | (57) | (57) | (57) | (57) | (57) |
| **자본총계** | **299** | **331** | **379** | **447** | **531** |
| 투하자본 | 172 | 220 | 180 | 210 | 240 |
| 순차입금 | (87) | (48) | (124) | (159) | (210) |
| ROA | 0.5 | 12.1 | 13.4 | 15.7 | 16.6 |
| ROE | 0.5 | 13.6 | 16.0 | 19.0 | 19.5 |
| ROIC | (2.2) | 16.8 | 25.0 | 36.4 | 39.2 |

## 주요투자지표

(단위:십억원,원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | 79 | 2,158 | 3,241 | 4,465 | 5,447 |
| BPS | 15,120 | 16,721 | 19,188 | 22,618 | 26,875 |
| DPS | 500 | 600 | 600 | 650 | 700 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 253.7 | 7.2 | 21.7 | 15.8 | 12.9 |
| PBR | 1.3 | 0.9 | 3.7 | 3.1 | 2.6 |
| EV/ EBITDA | n/a | 5.9 | 19.1 | 12.6 | 9.8 |
| 배당수익율 | 2.5 | 3.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| PCR | n/a | 6.3 | 84.1 | 61.6 | 36.2 |
| PSR | 2.7 | 1.3 | 4.0 | 3.3 | 2.9 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 7.7 | 15.3 | 23.3 | 18.4 | 16.8 |
| Net debt/Equity | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Net debt/EBITDA | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 유동비율 | 931.7 | 490.2 | 313.2 | 408.6 | 459.8 |
| 이자보상배율 | 1.2 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 이자비용/매출액 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 53.4 | 59.8 | 44.5 | 44.5 | 43.2 |
| 현금+투자자산(%) | 46.6 | 40.2 | 55.5 | 55.5 | 56.8 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 0.1 | 4.7 | 2.9 | 2.4 | 1.7 |
| 자기자본(%) | 99.9 | 95.3 | 97.1 | 97.6 | 98.3 |

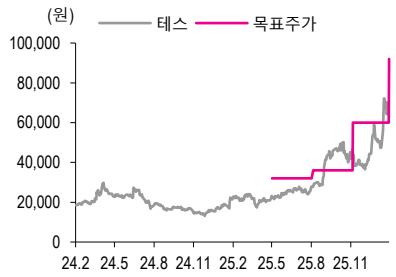
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

## 현금흐름표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **29** | **31** | **60** | **0** | **23** |
| 당기순이익 | 2 | 43 | 57 | 78 | 96 |
| 자산상각비 | 5 | 6 | 7 | 9 | 10 |
| 운전자본증감 | 30 | (25) | 38 | (22) | (15) |
| 매출채권감소(증가) | 30 | (37) | 12 | (6) | (9) |
| 재고자산감소(증가) | 4 | 13 | 1 | (12) | (9) |
| 매입채무증가(감소) | (5) | (0) | 15 | (5) | 4 |
| **투자현금** | **(35)** | **(50)** | **(99)** | **(14)** | **(40)** |
| 단기투자자산감소 | (19) | 44 | (70) | 3 | (16) |
| 장기투자증권감소 | 0 | (37) | 0 | 1 | 0 |
| 설비투자 | (17) | (55) | (29) | (16) | (24) |
| 유무형자산감소 | 1 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| **재무현금** | **(7)** | **10** | **31** | **50** | **51** |
| 차입금증가 | (0) | 16 | 40 | 61 | 62 |
| 자본증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | (9) | (9) | (11) | (11) | (11) |
| 현금 증감 | (13) | (9) | (9) | 37 | 34 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **(1)** | **48** | **17** | **23** | **38** |
| (-) 운전자본증가(감소) | (41) | 1 | (57) | 22 | 15 |
| (-) 설비투자 | 17 | 55 | 29 | 16 | 24 |
| (+) 자산매각 | 1 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| Free Cash Flow | 24 | (8) | 44 | (16) | (1) |
| (-) 기타투자 | 0 | 37 | (0) | (1) | (0) |
| 잉여현금 | 24 | (45) | 44 | (15) | (1) |

## 테스 - 주가 및 당사 목표주가 변경




## 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

| 날짜 | 투자의견 | 적정가격(원) | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|---|---|---|---|---|
| 2025-05-14 | 담당자변경 | | | |
| 2025-05-14 | Buy | 32,000 | (22.1) | (13.1) |
| 2025-08-18 | Buy | 36,000 | 10.8 | 39.4 |
| 2025-11-18 | Buy | 60,000 | (19.3) | 20.3 |
| 2026-02-10 | Buy | 92,000 | | |

## 투자의견(향후 12개월 기준)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 기업 | Buy(매수): 15% 이상<br>Hold(중립): -15% ~15%<br>Sell(매도): -15% 이하 | 산업 | OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상<br>NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상<br>UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

| Buy (97.4%) | Hold (2.6%) | Sell (0.0%) |
|---|---|---|

## Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

## 흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr


□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 14층
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32, 여의도파이낸스타워 6층
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286