

테스 (095610.KQ)

업체 간 3D NAND 기술력 차이 확대

Company Report | 2019. 3. 21

최근 3D NAND 공정에서 업체간 기술력 차이가 벌어지고 있음. 홀 에칭이 핵심. 이러한 흐름은 관련 핵심 장비를 생산하는 테스에 수혜

2020년 실적 크게 회복 전망

테스는 NAND 장비 비중이 높은 메모리 반도체 전공정 장비 업체. 3D NAND 홀 에칭 하드마스크^{주1)} 증착 장비 등을 주로 생산. 향후 고객사 삼성전자의 NAND 시장 점유율 확대 전략이 유지될 것으로 예상. 관련 장비를 생산하는 테스에 수혜. 투자 의견 BUY와 목표주가 25,000원 제시하며 커버리지 개시

2019년 고객사 메모리 장비 투자 둔화로 실적 부진 예상. 삼성전자 2019년 신규 투자 DRAM OK, NAND 15K 전망. 예년 대비 크게 감소. 2018년 하반기부터 발생한 반도체 수급 부진을 타개하고자 메모리 업체들이 투자를 축소 중. 2019년 반도체 투자는 미세공정 전환 위주 투자가 대부분. DRAM 1ynm, NAND 92단 전환 투자. 테스 2019년 매출액 2,077억원(-27% y-y), 영업이익 363억원(-37% y-y) 예상

둔화되는 전사 실적은 2020년 큰 폭으로 회복될 전망. 2020년 매출액 3,761억원(+81% y-y), 영업이익 767억원(+111% y-y) 예상. 2020년 삼성전자 평택 2라인, 시안 2기 공장 완공으로 투자 회복될 것으로 보임. 2020년 삼성전자 DRAM 50K, NAND 100K 신규 투자 전망

3D NAND 공정 경쟁력 격차 확대

90단 이상 3D NAND에서 업체 간 공정 기술력 격차가 확대되고 있음. 64단에서는 격차가 축소된 바 있음. 90단 이상에서 기술력 격차가 확대되는 이유는 단 수가 증가하면서 전체 소자 높이가 높아져 채널 형성을 위한 홀 에칭과 막을 얇게 쌓는 기술이 극히 어려워졌기 때문

삼성전자를 제외한 타 NAND 업체들이 이에 한계를 느껴 2단계에 걸쳐 소자를 형성하는 더블 스테킹 기술을 채택. 이는 비용 증가 요인. 삼성전자는 128단까지 싱글 스테킹 기술을 활용할 전망. 기술 격차로 최근 삼성전자와 경쟁사 간 NAND 영업마진 차이는 최소 20%p에서 40%p까지 벌어짐

단 수가 올라갈수록 홀 에칭 관련 기술력이 부족한 업체들이 도태될 것으로 예상. 이러한 흐름은 3D NAND의 핵심 공정인 홀 에칭 시 하드마스크 증착 장비를 만드는 테스에 수혜

주1) 하드마스크: 식각 공정에서 포토 레지스트 층을 보완해서 정교한 식각을 도와주는 희생막

Buy (신규)

목표주가	25,000원 (신규)
현재가 ('19/3/19)	18,000원
업종	반도체
KOSPI / KOSDAQ	2,177.62 / 748.81
시가총액(보통주)	355.8십억원
발행주식수(보통주)	19.8백만주
52주 최고가('18/03/19)	33,100원
최저가('19/01/04)	10,450원
평균거래대금(60일)	12,624백만원
배당수익률(2019E)	3.29%
외국인지분율	7.4%
주요주주	
주송일 외 9인	29.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	46.3	4.7	-45.6
상대수익률 (%)	31.3	15.6	-36.0

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	276	286	208	376
증감률	54.2	3.5	-27.3	81.1
영업이익	63	57	36	77
증감률	74.1	-9.2	-36.8	111.2
영업이익률	23.0	20.1	17.5	20.4
(지배지분)순이익	54	47	29	64
EPS	2,772	2,386	1,490	3,216
증감률	58.2	-13.9	-37.6	115.9
PER	13.8	5.1	12.1	5.6
PBR	4.0	1.0	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.0	2.1	5.4	2.6
ROE	32.2	22.5	12.3	22.8
부채비율	27.9	23.4	20.1	20.3
순차입금	-69	-106	-133	-146

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst **도현우**
 02)768-7417, hwdoh@nhq.com

표1. 테스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	275.8	285.6	207.7	376.1
영업이익	63.3	57.5	36.3	76.7
영업이익률	23.0	20.1	17.5	20.4
EBITDA	68.4	62.9	41.0	80.8
(지배지분)순이익	54.3	47.2	29.4	63.6
EPS	2,772	2,386	1,490	3,216
PER	13.8	5.1	12.1	5.6
PBR	4.0	1.0	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.0	2.1	5.4	2.6
ROE	32.2	22.5	12.3	22.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

표2. 테스 P/B 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

구분	항목	
자산가치(a)	2019E 자본총계	251
	Target PBR	2.0
	(최근 10년간 평균 PBR 2.0배에 향후 3개년 추정 ROE 17%, 2019년 이후 장비투자 성장률 감안해서 산정)	
기업가치(b)		502
발행주식수(만주) (c)		1,977
목표주가(원) (b/c)		25,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 테스 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	275.8	285.6	207.7	376.1
반도체디스플레이	252.3	243.1	153.2	282.0
기타	23.5	42.5	54.5	94.1
영업이익	63.3	57.5	36.3	76.7
영업이익률(%)	23.0	20.1	17.5	20.4
세전이익	69.5	60.4	37.7	81.4
지배지분순이익	54.3	47.2	29.4	63.6

자료: 테스, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 테스 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	100.4	95.0	46.4	43.8	45.5	46.5	55.4	60.2
반도체디스플레이	91.4	85.9	33.9	31.8	33.1	33.8	40.9	45.4
기타	8.9	9.1	12.6	11.9	12.4	12.7	14.6	14.9
영업이익	23.3	20.2	7.7	6.2	5.7	7.4	10.6	12.6
영업이익률(%)	23.3	21.3	16.6	14.2	12.5	16.0	19.0	21.0
세전이익	26.4	16.3	8.3	9.4	5.8	7.7	11.0	13.2
지배지분순이익	20.4	12.7	6.7	7.3	3.8	5.6	9.0	11.0

자료: 테스, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	276	286	208	376
증감률 (%)	54.2	3.5	-27.3	81.1
매출원가	198	208	146	254
매출총이익	77	77	61	122
Gross 마진 (%)	28.1	27.0	29.5	32.4
판매비와 일반관리비	14	20	25	45
영업이익	63	57	36	77
증감률 (%)	74.1	-9.2	-36.8	111.2
OP 마진 (%)	23.0	20.1	17.5	20.4
EBITDA	68	63	41	81
영업외손익	6	3	1	5
금융수익(비용)	7	2	2	3
기타영업외손익	1	1	-1	2
중속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
세전계속사업이익	70	60	38	81
법인세비용	15	13	8	18
계속사업이익	54	47	29	64
당기순이익	54.3	47	29	64
증감률 (%)	73.6	-13.2	-37.6	115.9
Net 마진 (%)	19.7	16.5	14.2	16.9
지배주주지분 순이익	54.3	47	29	64
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	54	47	29	64

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(배)	13.8	5.1	12.1	5.6
PBR(배)	4.0	1.0	1.4	1.2
PCR(배)	10.6	3.8	8.9	4.3
PSR(배)	2.7	0.8	1.7	0.9
EV/EBITDA(배)	10.0	2.1	5.4	2.6
EV/EBIT(배)	10.8	2.3	6.1	2.7
EPS(원)	2,772	2,386	1,490	3,216
BPS(원)	9,592	11,590	12,691	15,519
SPS(원)	14,074	14,446	10,505	19,027
자기자본이익률(ROE, %)	32.2	22.5	12.3	22.8
총자산이익률(ROA, %)	25.4	18.0	10.1	18.9
투하자본이익률 (ROIC, %)	54.0	38.1	29.0	51.7
배당수익률(%)	1.0	3.3	2.2	2.2
배당성향(%)	14.3	16.3	26.1	12.1
총현금배당금(십억원)	8	8	8	8
보통주 주당배당금(원)	400	400	400	400
순부채(현금)/자기자본(%)	-36.6	-46.4	-52.9	-47.7
총부채/ 자기자본(%)	27.9	23.4	20.1	20.3
이자발생부채	9	10	10	11
유동비율(%)	336.1	400.5	449.9	443.3
총발행주식수(백만주)	20	20	20	20
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	38,200	12,150	18,000	18,000
시가총액(십억원)	755	240	356	356

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	7	41	65	75
매출채권	14	22	16	29
유동자산	172	206	215	264
유형자산	36	35	42	55
투자자산	19	20	20	23
비유동자산	71	77	86	105
자산총계	242	283	301	369
단기성부채	9	9	10	10
매입채무	19	18	13	23
유동부채	51	51	48	60
장기성부채	1	1	1	1
장기충당부채	1	1	1	1
비유동부채	2	2	3	3
부채총계	53	54	51	62
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	58	58	58	58
이익잉여금	132	172	193	249
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	190	229	251	307

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	37	56	48	44
당기순이익	54	47	29	64
+ 유/무형자산상각비	5	5	5	4
+ 중속, 관계기업관련손익	1	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	70	64	40	83
- 운전자본의증가(감소)	-28	4	14	-24
투자활동 현금흐름	-50	-20	-25	-44
+ 유형자산 감소	7	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-11	-7	-19	-34
+ 투자자산의매각(취득)	-9	-1	-1	-2
Free Cash Flow	25	49	29	10
Net Cash Flow	-14	36	23	-1
재무활동 현금흐름	-7	-7	-7	-7
자기자본 증가	2	0	0	0
부채증감	-9	-7	-7	-7
현금의증가	-21	34	24	10
기말현금 및 현금성자산	7	41	65	75
기말 순부채(순현금)	-69	-106	-133	-146