2025-05-14

테스 (095610/KQ)

낸드 전환 가속화와 신규 장비

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 29,000 원(신규편입)
현재주가: 22,200 원
상승여력: 30.6%

1Q25 서프라이즈

1Q25 845 억원(QoQ -2%, YoY +100%), 영업이익 163 억원(QoQ -26%, YoY +582%)를 기록하며 시장 컨센서스(영업이익 129 억원)을 크게 상회하였다. 24 년말부터 수주잔고 244 억원과 1Q25 SK 하이닉스 M16 향 신규 수주분이 실적 반영으로 이어졌다. NAND 역시 전환 투자 재개로 실적 반등이 나타났다.

전환 투자 가속 + 고단화의 따른 신규 장비 매출

NAND 제조사의 감산 기조는 올해 상반기까지 이어지고 있다. 다만, 제조사들은 감산과 함께 이를 전환 투자의 계기로 활용하여 지난해부터 고단화 전환에 적극 대응하고 있다. 삼성전자는 중국 시안팹을 V6 에서 V8 으로 전환, 화성 및 평택도 V8, V9 로 점진적으로 전환 계획을 수립 중인 것으로 파악된다. P4 에서도 V9 투자가 30K, 하반기에는 V10 투자에 대한 윤곽이 드러날 전망이다. 키옥시아 올해 9 세대 투자 25K, 내년 10 세대 투자 50K 가 예상된다. 현재 시장의 적층 단수 출하 비중이 100 단대가 여전히 69%인 점을 감안하면 200 단대와 그 이상으로의 전환이 올해부터 가속화될 것으로 보인다.

400 단 이상에서의 적층 단수 증가는 장비 단에서부터 소재까지 상당한 기술적인 변화를 수반하게 된다. 이 중에서 웨이퍼 Stress management 를 위한 BSD 장비는 동사가 대응을 준비하는 영역이며, 국내 주요 고객사향 퀄 테스트 마무리 단계에 진입했으며 연내 가시적인 성과가 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 2.9 만원으로 커버리지 개시

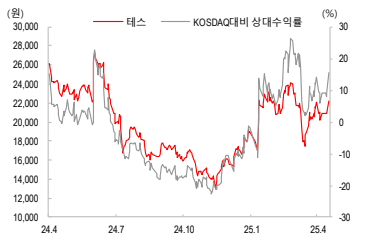
TEL 의 FY2025 NAND 매출은 1,300 억엔에서 FY2026(2Q25-1Q26) 매출 가이던스를 2,840 억엔으로 제시하며 2 배 정도를 외형 성장을 전망하고 있다. 근거는 낸드 전환과 고단화에 따른 신규 장비 매출 기여이다. 동사 역시 동일한 관점에서 낙수 효과를 기대한다.

Analyst
이동주
natelee@sks.co.kr
3773-9026

Company Data	
발행주식수	1,977 만주
시가총액	439 십억원
주요주주	
주승일(외8)	29.32%
자사주	8.76%

Stock Data	
주가(25/05/12)	22,200 원
KOSDAQ	725.40 pt
52주 최고가	27,300 원
52주 최저가	13,090 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	358	147	240	289	334	384
영업이익	십억원	56	-6	38	52	61	73
순이익(지배주주)	십억원	47	2	43	51	57	69
EPS	원	2,366	79	2,158	2,562	2,892	3,500
PER	배	6.6	253.7	7.2	8.7	7.7	6.3
PBR	배	0.9	1.1	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	3.7	-688.0	5.9	7.0	6.0	4.8
ROE	%	15.5	0.5	13.6	14.4	14.5	15.5

Contents

1. 기업 Summary 3

2. Investment point 5

3. 실적 전망 9

4. Valuation 10

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 05 월 14 일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%

1. 기업 Summary

동사는 전공정 박막 형성에 사용되는 증착 장비인 PECVD 와 웨이퍼 세정에 사용되는 Dry Cleaning 장비를 생산한다. 2024 년 기준 공정 매출 비중은 증착이 82%로 PECVD 의존도가 높다. 증착 장비는 타겟 막의 균일성, 두께, 품질 등에 따라 다른 장비가 사용되는데 PECVD 는 열에 취약해 낮은 공정 온도를 요구하는 레이어에 적합하다.

지난해의 경우, 국내 HBM 향 전공정 투자 확대 및 중국 메모리 공급이 시작되면서 일시적으로 DRAM 비중이 NAND 를 넘어서긴 했지만 통상적으로 NAND 에 대한 단위 수주액이 높은 업체로 NAND 업황과의 실적 correlation이 높다. 동사가 메인 역할을 하는 박막 타겟은 ACL(Hardmask)와 ARC 로 국내 다른 PECVD 업체들과 강점을 가지는 공정 영역이 다르다. 신규 타겟으로 준비 중인 BSD 와 Low-K 도 연내 성과가 기대된다.

테스 반도체 장비 라인업

장비	Process	Application	Device
PECVD	ACL	Hardmask	NAND, DRAM, Logic
PECVD	ARC	Anti-reflection coating	NAND, DRAM
PECVD	BSD	Backside SiO2, SiN	NAND, DRAM, Logic
PECVD	Low-K	Low-K 2.5-3.0	DRAM, Logic
Dry Cleaning	Cleaning	Remove Fume	NAND, DRAM, Logic

자료: 테스, SK 증권

박막 소재 및 공정 구분

구분	박막 소재	공정 영역	증착
도체(Metallization)	Cu, Al, W, Ti, TiN 등	barrier layer	CVD/ALD
		Adhesive layer	CVD
		전극	PVD/CVD
		Plug	CVD
		Contact	CVD
		Via	CVD
절연체(Dielectric)	SiO2, Si3N4, SiN, SiC, SiON, a-Si 등	hardmask	PECVD
		ARC	PECVD
		IMD	PECVD
		ILD	PECVD
		STI	SA, HDPCVD, LPCVD
		Passivation	PECVD
		Gate	LPCVD, ALD
		Gate Oxide	LPCVD, ALD
		Capacitor	ALD

자료: SK 증권

국내 증착장비 업체별 주요 공정 영역

기업	장비 라인업	증착	박막 소재	주요 공정 영역
원익 IPS	GEMINI HQ	PECVD	SiON, A-Si, TEOS	ARC, DPT/QPT Hardmask
	GEMINI ALD	PE-ALD	Oxide, SiN	Patterning, Hardmask, Liner, Gap fill
	WIDAS	PECVD	Oxide	STI, Mask, Gap fill
	Quanta	PECVD	SiO2, SiON	3D NAND Oxide/Nitride stack
	NOA CVD	PECVD	Ti, TiN, W	Via, Metal Contact, Barrier
	NOA ALD	PE-ALD	Ti, TiN, W	Capacitor, Wordline, Metal Contact
주성엔지니어링	SDP System	ALD & CVD	SiO, SiON, Oxide, Nitride, High-K	Capacitor, transitor 영역
	Guidance Series	ALD & CVD		
	Eureka	Epi	Si	Epitaxial growth
유진테크	Single Thermal LPCVD	LPCVD	Si, Oxide, Nitride	3D NAND Channel Si, 3D NAND Oxide/Nitride stack, DRAM Hardmask, DRAM Gap fill
	Large Batch Thermal ALD	ALD	SiN	Capping, Passivation
	Mini Batch ALD	ALD	SiN, SiO, TiN	Trap Nitride, Tunnel Oxide
	Plasma Treatment		Oxide	3D NAND Oxide Densification for HQ
	Dry Cleaning	Cleaning	Epi SiGe, SRB	Pre-cleaning for Epi Si in 3D NAND Pre-cleaning for EPI Si & Poly Si in DRAM
테스	Challenger HT Series	PECVD	ACL, SiON, SiN, SiO2, SiCN	3D NAND Hardmask
	Dry Cleaning	Cleaning	Si, Oxide, Nitride	Pre-cleaning

2. Investment point

(1) 3D NAND 전환 투자 가속화

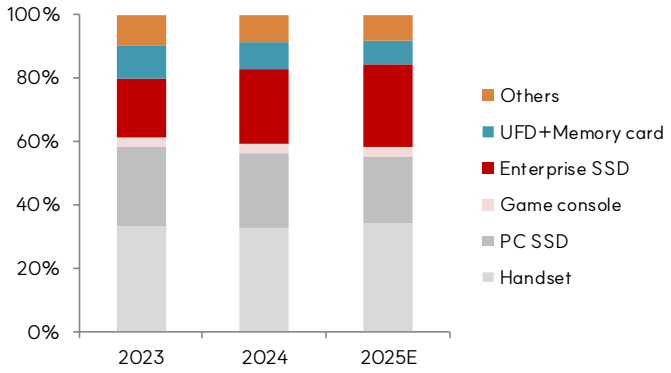
NAND 의 전방 수요처별 비중은 Handset 33%, eSSD 24%, PC 23%, Others 20%이다. AI 서버 투자 확대로 eSSD 향 출하 비중이 가파르게 증가하고 있으나 여전히 Commodity B2C 수요가 전체의 60%를 차지한다. 이에 NAND 제조사의 감산 기조는 올해 상반기까지 이어지고 있다. 다만, 제조사들은 감산과 함께 이를 전환 투자의 계기로 활용하여 지난해부터 고단화 전환에 적극 대응하고 있다. 삼성전자는 중국 시안팹을 V6 에서 V8 으로 전환, 화성 및 평택도 V8, V9 로 점진적으로 전환 계획을 수립 중인 것으로 파악된다. P4 에서도 V9 투자가 30K, 하반기에는 V10 투자에 대한 윤곽이 드러날 전망이다. 키옥시아는 IPO 이후 공격적인 행보가 나타나고 있다. 올해 9 세대 투자 25K, 내년 10 세대 투자 50K 가 예상된다. 중국 정부의 지원을 바탕으로 YMTC 의 투자도 여전히 거세다. 올해초 294 단까지 양산에 성공하였으며 전체 CAPA 도 2024 년 130K/m 에서 2025 년 150K/m 까지 늘어날 전망이다. 현재 시장의 적층 단수 출하 비중이 100 단대가 여전히 69%인 점을 감안하면 200 단대와 그 이상으로의 전환이 올해부터 가속화될 것으로 보인다.

주요 칩메이커 공정 미세화 로드맵

기업	22Y	23Y	24Y	25F	26F
삼성전자	SF4 / SF3E	SF3E / SF4P	SF3 (GAA)	SF2 (GAA)	SF2P / SF2X
TSMC	N4	N3	N3E	N2 (GAA)	N2P
인텔	7/4nm	4/3nm	3nm / 20A	18A	
삼성전자 DRAM	D1a (14nm)	D1b (12nm)		D1c (11.2nm)	D1d
SK하이닉스 DRAM	T1a	T1b		T1c	T1d
마이크론 DRAM	1a	1b		1c	1d
삼성전자 NAND	V7 (176)	V8 (236)		V9 (286)	V10 (430)
SK하이닉스 NAND	176L	286L		321L	384L
마이크론 NAND	176L	232L		276L	400L

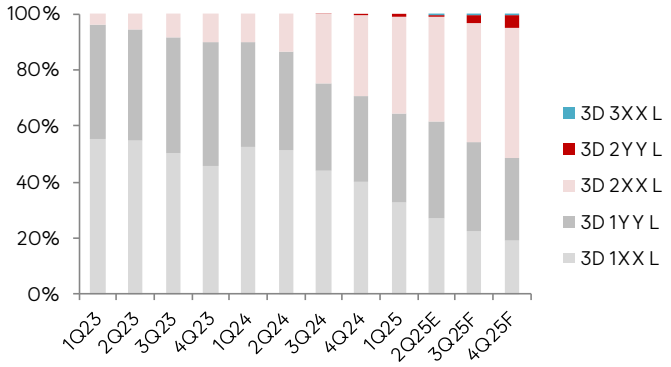
자료: 각 사, SK 증권

NAND 전방 수요처별 비중 – B2C 수요 60%



자료: Trendforce, SK 증권

적층 단수별 출하 비중 – 100 단대가 여전히 70%

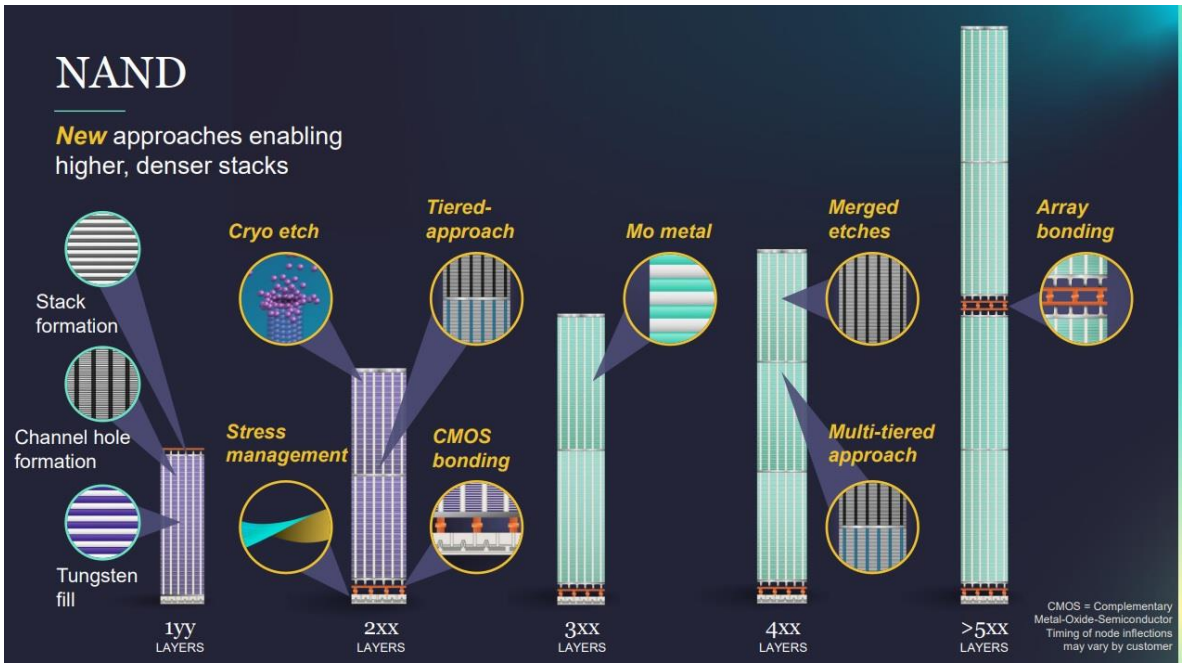


자료: Trendforce, SK 증권

(2) 고단화에 따른 신규 장비 수요 발생

2026 년부터 업계 최초 400 단대 시장이 본격적으로 열리기 된다. 이후 500 단대부터 1000 단까지 제조사별로 중기적인 로드맵까지 갖춰졌다. 400 단 이상에서의 적층 단수 증가는 장비 단에서부터 소재까지 상당한 기술적인 변화를 수반하게 된다. 대표적으로 Cryo 장비의 신규 도입과 CF 계열을 소재 사용 증가이다. 이 외에도 Stress management 를 위한 BSD 장비, Mo 증착을 위한 ALD 수요 확대, bonding 장비 변화 등이 있다. 동사 역시 신규 장비로 BSD 를 준비 중에 있으며 200 단 이상부터 BSD 장비가 필수적인 영역으로 자리매김함에 따라 증착 내 새로운 성장 동력 시장이 될 것으로 전망한다. 현재 국내 고객사향 퀄 테스트 마무리 단계로 연내 가시적인 성과가 나타날 전망이다. Low-K 향 PECVD는 지난해 퀄 통과, 올해 추가 공정 확보 후 본격적인 매출 기여가 나타날 예정이다.

3D NAND 고단화에 따른 신규 공정 장비 수요 발생 영역

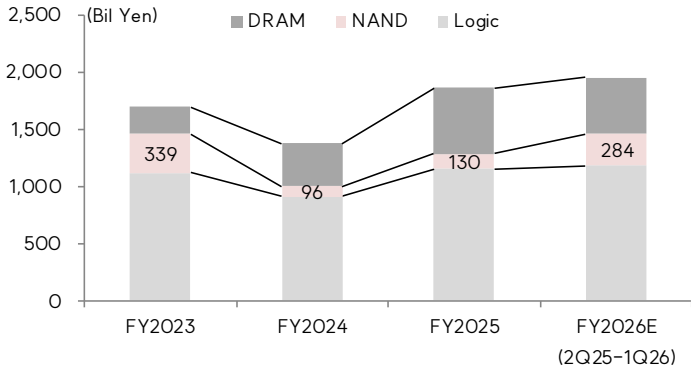


자료: Lam Research, SK 증권

(3) NAND 장비사의 positive outlook

주요 NAND 관련 장비 공급사인 TEL, Lam Research 의 NAND 관련 장비 전망도 긍정적인 톤으로 바뀌어 가고 있다. TEL 의 FY2025 NAND 매출은 1,300 억엔에서 FY2026(2Q25-1Q26) 매출 가이던스를 2,840 억엔으로 제시하며 2 배 정도를 외형 성장을 전망하고 있다. 근거로는 제조사 전환 투자 가속화와 200 단 이상의 고단화에 따른 신규 장비(증착, 식각)을 기여 확대이다. Lam 역시 CY2025 의 매출 성장을 6% 정도 제시하고 있는데 성장의 대부분을 NAND 관련 장비가 차지할 것으로 예상하고 있다.

TEL, WFE 별 실적 추이 및 전망 – NAND 향 장비 매출 크게 증가 전망



자료: Tokyo Electron, SK 증권

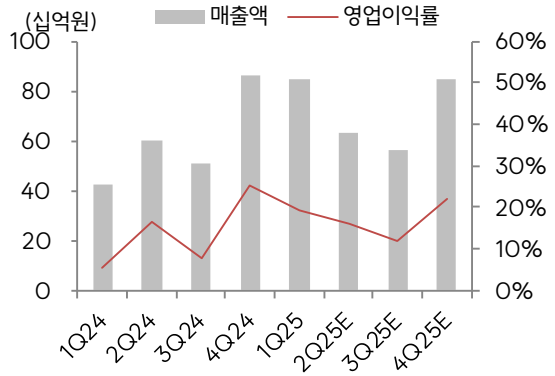
3. 실적 전망

테스 실적 추정표

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	42	61	51	87	84	64	56	85	147	240	289	334
QoQ	*62%*	*44%*	*-16%*	*71%*	*-2%*	*-25%*	*-12%*	*52%*				
YoY	*16%*	*6%*	*83%*	*233%*	*100%*	*5%*	*10%*	*-2%*	*-59%*	*63%*	*20%*	*16%*
반도체 장비	25	37	34	58	63	41	37	55	90	154	196	217
부품	17	23	17	26	21	22	19	28	54	83	89	112
기타	0	0	0	3	0	1	1	2	3	4	4	5
영업이익	2	10	4	22	16	10	7	19	(6)	38	52	61
QoQ	*흑전*	*320%*	*-59%*	*442%*	*-26%*	*-38%*	*-34%*	*178%*				
YoY	*흑전*	*6%*	*흑전*	*흑전*	*582%*	*1%*	*65%*	*-15%*	*적전*	*흑전*	*35%*	*17%*
영업이익률	6%	17%	8%	25%	19%	16%	12%	22%	-4%	16%	18%	18%

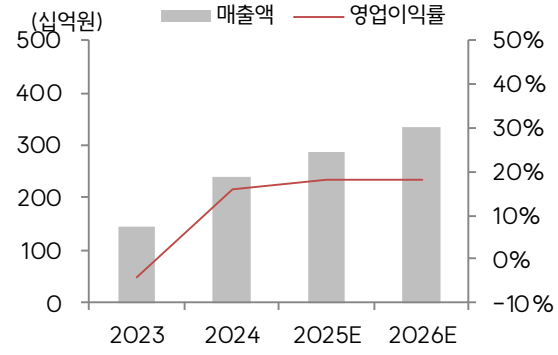
자료: 테스, SK 증권

테스 분기 실적 추이



자료: 테스, SK 증권

테스 연간 실적 추이



자료: 테스, SK 증권

테스 최근 수주 동향

수주일자	계약 금액	계약 상대방	계약 기간
'25.3.31	138 억원	SK 하이닉스	'25.3-4
'25.3.9	91 억원	SK 하이닉스	'25.3-3
'25.2.22	92 억원	SK 하이닉스	'25.2-3
'25.2.5	109 억원	삼성전자 중국	'25.2-6
'25.1.21	292 억원	SK 하이닉스	'25.2-3
'25.1.2	215 억원	삼성전자 중국	'25.1-8

자료: 전자공시시스템, SK 증권

4. Valuation

테스 목표주가 산정표

구분		비고
2026 년 예상 EPS (원)	2,892	
Target PER (X)	10.0	과거 5 개년 평균 (2023 년 제외)
적정주가 (원)	28,920	
목표주가 (원)	29,000	
현재주가 (원)	22,200	
Upside Pontential	31%	

자료: SK 증권

글로벌 반도체 장비 업체 Valuation

		PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
국내	피에스케이	7	6	1	1	3	2	16	15
	피에스케이홀딩스	7	7	2	1	5	4	24	21
	테스	9	7	1	1	6	4	14	15
	원익 IPS	17	14	1	1	8	6	7	8
	유진테크	10	8	2	1	4	3	18	17
	주성엔지니어링	15	13	2	2	10	8	17	18
	케이씨텍	10	8	1	1	3	2	10	10
	유니셈	7	6	1	1	5	3	10	12
	GST	7	6						
	디아이	9	8	2	2	8		25	26
	테크윙	17	8	4	3	13	8	32	44
	고영	43	38	4	3	32	26	9	10
	HPSP	20	16	5	4	14	11	29	29
	파크시스템스	30	26	7	5	24	18	25	23
	한미반도체	21	16	8	6	16	11	50	44
	에스티아이	6	4	1	1	4	3	19	22
	이오테크닉스	20	17	2	2	15	12	11	12
	Average	**15**	**12**	**3**	**2**	**11**	**8**	**20**	**20**
해외	ASML	27	23	14	11	21	18	53	52
	Lam research	18	17	8	7	15	14	50	45
	Tokyo Electron	20	16	5	4	14	12	28	28
	Applied Materials	17	15	6	5	14	12	38	35
	Canon	13	12	1	1	9	9	10	11
	Nikon	22	14	1	1	7	6	3	5
	Ulvac	10	7	1	1	5	4	11	12
	Hitachi	24	21	3	3	14	12	13	13
	Ebara	15	14	2	2	8	7	15	15
	Advantest	26	25	9	7	19	18	37	37
	Teradyne	24	17	4	4	17	13	18	24
	ASM	31	24	5	5	18	16	17	20
	Kokusai	19	16	3	3	12	10	17	19
	Average	**20**	**17**	**5**	**4**	**13**	**12**	**24**	**24**

자료: 테스, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	194	183	207	239	279
현금및현금성자산	21	12	5	12	36
매출채권 및 기타채권	77	80	78	89	96
재고자산	53	41	40	46	50
비유동자산	128	198	213	233	255
장기금융자산	55	39	39	40	41
유형자산	59	110	121	135	153
무형자산	5	5	4	4	3
자산총계	322	381	421	472	534
유동부채	21	37	37	41	44
단기금융부채	0	6	6	7	8
매입채무 및 기타채무	11	16	20	22	24
단기충당부채	4	7	7	7	8
비유동부채	2	13	13	13	13
장기금융부채	0	10	10	10	10
장기매입채무 및 기타채무	2	3	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	23	51	50	55	58
지배주주지분	299	331	371	417	476
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	57	57	57	57	57
기타자본구성요소	-57	-57	-57	-57	-57
자기주식	-57	-57	-57	-57	-57
이익잉여금	281	320	360	407	465
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	299	331	371	417	476
부채와자본총계	322	381	421	472	534

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	147	240	289	334	384
매출원가	134	176	214	247	280
매출총이익	13	65	75	88	104
매출총이익률(%)	8.7	26.9	26.1	26.3	27.2
판매비와 관리비	19	26	24	27	31
영업이익	-6	38	52	61	73
영업이익률(%)	-4.0	16.0	17.9	18.2	19.0
비영업손익	8	11	11	11	13
순금융손익	5	4	4	5	6
외환관련손익	1	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2	50	63	71	86
세전계속사업이익률(%)	1.5	20.8	21.9	21.4	22.5
계속사업법인세	1	7	13	14	17
계속사업이익	2	43	51	57	69
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	2	43	51	57	69
순이익률(%)	1.1	17.8	17.5	17.1	18.0
지배주주	2	43	51	57	69
지배주주귀속 순이익률(%)	1.1	17.8	17.5	17.1	18.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1	40	51	57	69
지배주주	1	40	51	57	69
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	-0	44	57	65	77

현금흐름표

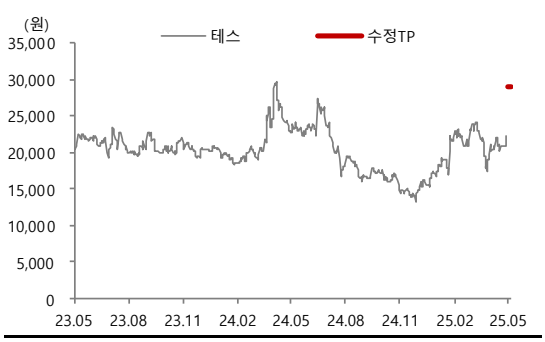
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	29	31	58	49	65
당기순이익(손실)	2	43	51	57	69
비현금성항목등	-2	6	13	13	15
유형자산감가상각비	5	5	5	4	3
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	-8	-0	8	9	11
운전자본감소(증가)	30	-25	2	-12	-8
매출채권및기타채권의감소(증가)	30	-37	1	-11	-7
재고자산의감소(증가)	4	13	1	-6	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	-5	-0	-0	3	2
기타	-4	7	-21	-23	-29
법인세납부	-3	-1	-13	-14	-17
투자활동현금흐름	-35	-50	-20	-27	-27
금융자산의감소(증가)	-19	44	0	-3	-2
유형자산의감소(증가)	-17	-55	-16	-18	-21
무형자산의감소(증가)	-0	-0	0	0	0
기타	1	-40	-4	-7	-4
재무활동현금흐름	-7	10	-11	-10	-10
단기금융부채의증가(감소)	0	6	-0	1	1
장기금융부채의증가(감소)	-0	10	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-9	-9	-11	-11	-11
기타	2	3	0	0	0
현금의 증가(감소)	-13	-9	-7	8	24
기초현금	34	21	12	5	12
기말현금	21	12	5	12	36
FCF	12	-24	42	32	43

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-59.0	63.4	20.4	15.7	14.8
영업이익	적전	흑전	34.8	17.0	20.4
세전계속사업이익	-95.8	2,096.9	27.0	12.9	21.0
EBITDA	적전	흑전	29.3	13.7	17.8
EPS	-96.7	2,623.8	18.7	12.9	21.0
수익성 (%)					
ROA	0.5	12.1	12.6	12.8	13.8
ROE	0.5	13.6	14.4	14.5	15.5
EBITDA마진	-0.3	18.4	19.8	19.4	20.0
안정성 (%)					
유동비율	931.7	490.2	564.8	577.2	626.9
부채비율	7.7	15.3	13.5	13.1	12.1
순차입금/자기자본	-20.6	-13.3	-9.9	-11.0	-15.0
EBITDA/이자비용(배)	-33.2	563.4	243.0	254.1	290.7
배당성향	560.1	24.7	20.8	18.4	15.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	79	2,158	2,562	2,892	3,500
BPS	17,993	19,594	21,623	23,983	26,950
CFPS	351	2,448	2,830	3,111	3,678
주당 현금배당금	500	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER	253.7	7.2	8.7	7.7	6.3
PBR	1.1	0.8	1.0	0.9	0.8
PCR	57.3	6.3	7.8	7.1	6.0
EV/EBITDA	-688.0	5.9	7.0	6.0	4.8
배당수익률	2.5	3.9	2.7	2.7	2.7

자료 : 테스, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.05.13	매수	29,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 05 월 14 일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%