

테스나(131970)

CIS와 RF는 여기뿐

테스나는 DB하이텍처럼 CIS(카메라 이미지 센서) 수혜주

비메모리 후공정 테스트기업 테스나의 주가는 연초 대비 100% 이상 상승했다. 다소 늦은 감이 있지만 이제라도 탐방 노트를 발간하는 이유는 전공정 파운드리 서비스 공급사 DB하이텍의 실적에서 확인된 바와 같이 카메라 이미지 센서(CIS) 수요가 견조한데, 테스나에서 CIS 매출비중이 20% 초반으로 유의미하기 때문이다. CIS 팹리스/파운드리 전공정을 영위하는 삼성전자를 통해 확인해보면 2019년 4분기에도 여전히 CIS의 P와 Q가 동시에 늘어나고 있다. 고화소 CIS에서 칩 사이즈가 커지고 테스트 항목이 늘어나 전공정인 후공정인 Capacity 할당이 더욱 필요한 실정이다.

RF 수혜주로서도 의미. 미국의 RF 설계사는 사상최고가 경신

5G 스마트폰이 2019년부터 팔리기 시작했는데 필라델피아 반도체지수에 편입된 RF 설계사 Skyworks와 코보(Qorvo)의 주가는 사상최고치를 경신했다. 5G 전환기에 이런 흐름을 살펴보면 국내 비메모리 밸류체인에서도 RF 수혜주에 집중하는 것이 마땅하다. 테스나의 RF 테스트 매출은 SoC 중에서 70%, 전사 매출 중에서 20% 후반 수준으로 추정된다.

P/E 밸류에이션의 변곡점. 결국 대만의 ASE처럼 우상향 전망

2019년 7월 이후 테스나의 시총은 3,000억원 내외에서 움직이고 있다. 11월에 발행된 전환우선주, 신주인수권부사채의 규모가 1,000억원임을 감안하면, 컨센서스 기준 2020년 P/E는 8.4배이지만, 희석화 기준 11.2배이다. 향후 P/E 밸류에이션을 가늠하기 위해 대만의 후공정 밸류체인을 살펴보면, 1위 ASE Technology는 20배 초반이고 ChipMOS와 Chipbond는 10배 수준이다. 메모리에서 비메모리로 비중을 늘려나가는 파워텍(PTI)은 14배 수준이다.(본문 그림 참고) 테스나는 2020년부터 실적의 선순환 구조(영업활동현금흐름으로 시설투자 커버하는 구조)에 진입하기 직전이다. 향후 ASE Technology의 P/E 밸류에이션(20배)을 닮아갈 것으로 전망된다. ① SoC 분야에서 테스나가 ASE의 경쟁사라는 점, ② SoC(RF 포함) 분야 및 모바일용 CIS 밸류체인에 둘 다 해당되는, 국내에서 유일무이한 수혜주라는 점 때문이다.

Update

Not Rated

CP(12월 24일): 44,050원

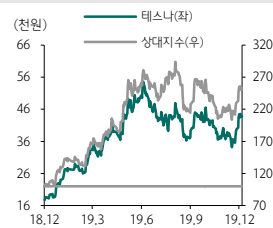
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	638.91
52주 최고/최저(원)	54,500/18,250
시가총액(십억원)	301.7
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	6,850.0
60일 평균 거래량(천주)	133.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.5
19년 배당금(예상, 원)	170
19년 배당수익률(예상, %)	0.39
외국인지분율(%)	2.70
주요주주 지분율(%)	
에이아이트리	46.93
에이에스에퀴티파트너스	29.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.0 (16.1) 139.4
상대	19.1 (5.7) 151.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	101.6	178.1
영업이익(십억원)	26.6	46.1
순이익(십억원)	23.8	38.9
EPS(원)	3,508	5,193
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	십억원	47.8	33.8	30.3	47.2	65.3
영업이익	십억원	7.7	(3.3)	(1.4)	9.9	18.7
세전이익	십억원	6.6	(5.1)	0.3	10.2	18.8
순이익	십억원	4.7	(4.2)	0.7	9.0	16.2
EPS	원	685	(612)	108	1,313	2,370
증감률	%	(60.6)	적전	흑전	1,115.7	80.5
PER	배	27.30	N/A	134.24	10.74	8.19
PBR	배	2.02	1.15	1.66	1.41	1.60
EV/EBITDA	배	4.95	4.90	7.47	3.77	3.84
ROE	%	7.74	(6.93)	1.27	14.33	21.87
BPS	원	9,279	8,569	8,753	9,996	12,106
DPS	원	120	0	0	150	170



Analyst 김경민, CFA
02-3771-3398
dairekm.kim@hanafn.com

표 1. 테스나의 실적

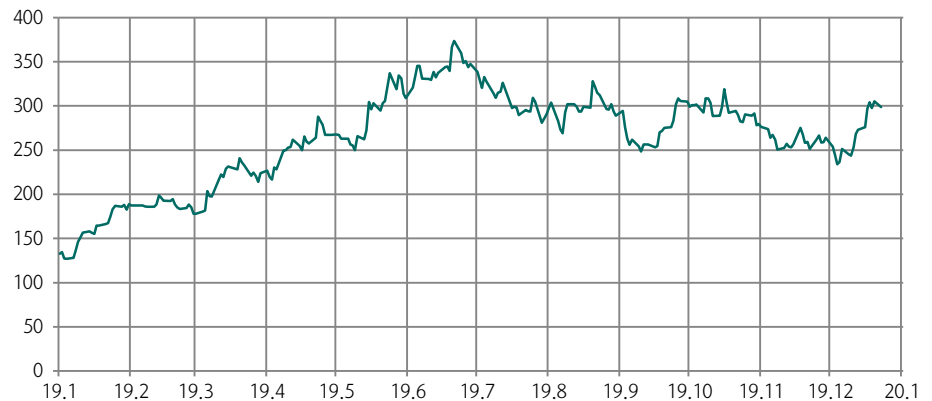
(단위: 십억 원, %)

연결실적	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2014	2016	2017	2018	3Q19 누적
매출	9.7	12.4	11.6	13.4	16.1	16.0	15.9	17.3	17.6	23.6	29.4	47.8	30.3	47.2	65.3	70.6
매출원가	8.3	9.3	9.0	9.1	10.7	10.8	10.8	11.9	12.5	16.7	20.7	38.5	30.3	35.6	44.2	49.9
매출총이익	1.4	3.1	2.7	4.4	5.4	5.2	5.1	5.4	5.2	6.9	8.7	9.4	0.0	11.6	21.1	20.7
판매비와관리비	0.4	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.4	1.5	1.2	1.7	1.4	1.7	2.4	3.1
영업이익	1.0	2.6	2.2	4.0	4.8	4.7	4.5	4.7	4.7	5.5	7.5	7.7	-1.4	9.9	18.8	17.6
세전계속사업이익	1.2	2.8	2.2	4.0	4.7	4.7	4.5	4.8	4.3	5.4	3.8	6.6	0.3	10.2	18.8	13.5
법인세비용	0.0	0.5	0.4	0.3	0.5	0.8	0.8	0.4	0.1	0.4	0.4	1.9	-0.4	1.2	2.5	0.9
당기순이익	1.2	2.3	1.8	3.7	4.2	4.0	3.7	4.4	4.2	5.1	3.3	4.7	0.7	9.0	16.2	12.6
마진	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	2014	2016	2017	2018	3Q19 누적
GPM%	14.8%	25.2%	23.0%	32.5%	33.8%	32.7%	32.0%	31.0%	29.2%	29.2%	29.5%	19.6%	0.0%	24.6%	32.4%	29.3%
OPM%	10.7%	21.3%	18.9%	29.8%	29.9%	29.1%	28.5%	27.4%	26.8%	23.1%	25.4%	16.0%	-4.7%	20.9%	28.7%	25.0%
NPM%	12.5%	18.6%	15.5%	27.4%	26.2%	24.7%	23.2%	25.4%	23.8%	21.4%	11.4%	9.8%	2.4%	19.1%	24.9%	17.8%

자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. 테스나의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)

(십억원)



1월	2019년 실적 개선 기대감이 주가에 반영. 연초 반도체 대영주 반등 시 중소형주 동반 상승
2월	2/15, 반도체 테스트 장비 양수 결정. 149억원. 수요 증대에 따라 Advantest 외 4곳으로부터 신규 장비 취득
3월	3/11~12, 기업설명회 개최
4월	삼성전자 비메모리 시설투자 기대감과 애플-퀄컴간 소송 합의로 비메모리에 대해 긍정적 투자심리 유지
5월	5/15 분기보고서 공시. 1Q19 CIS 테스트 초기 입고에 따른 감가상각비 반영
6월	6/5, 전환사채 300억원 발행 결정. 시설자금 250억원, 운영자금 50억원
7월	연초 대비 주가 급등에 따른 피로감으로 주가 조정
8월	반기보고서 발표. 2Q19 CIS 신공장 부지 관련 일회성 비용 반영
9월	9/1 24. 246억원 규모의 반도체 테스트 투자를 공시(SoC, RF)
10월	10/11, 신규 시설투자 271억원 공시. Capacity 증설에 따른 신규 시설투자
11월	11/25, 신주인수권부사채권 발행 결정 확정 공시. 신주인수권 행사에 따라 발행할 주식은 기존 주식총수 대비 16.5% 비율 11/29, 최대주주가 '이종도 외 3인'에서 '에이아이트리 유한회사'로 변경
12월	12/18, 반도체 테스트 장비 양수 결정. 365억원. 신규 SoC 및 CIS 증설에 따른 투자

자료: WISEfn, 하나금융투자

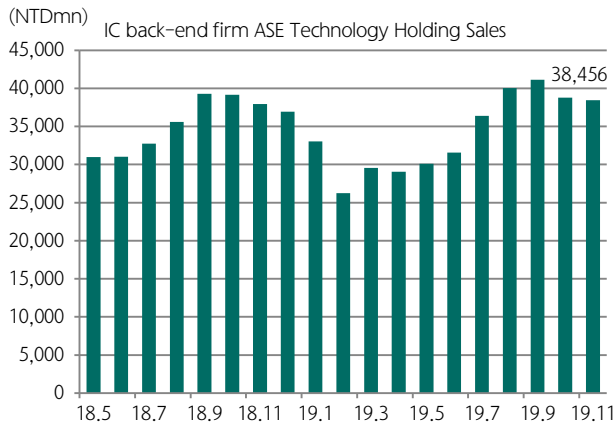
표 2. 반도체 후공정장비 공급사와 비교

(단위: 십억 원, 원, %)

기업	시총	주가	주가수익률(%)					P/E(배)		EPS	
			1주	1개월	3개월	6개월	연초대비	2019AS	2020AS	2019AS	2020AS
테스나	298.7	43,600	8.2%	18.8%	8.2%	-20.0%	124.7%	12.4	8.4	3,508	5,193
네패스	545.4	23,650	-1.9%	5.8%	-19.8%	-27.5%	141.1%	12.1	7.8	1,950	3,034
엘비세미콘	319.6	7,300	-2.7%	7.2%	-12.6%	-40.4%	78.7%	N/A	N/A	N/A	N/A
하나마이크론	146.9	5,310	-2.9%	7.9%	36.3%	16.5%	39.9%	N/A	N/A	N/A	N/A
SFA반도체	539.3	3,790	-6.2%	5.9%	36.1%	12.3%	178.7%	N/A	N/A	N/A	N/A

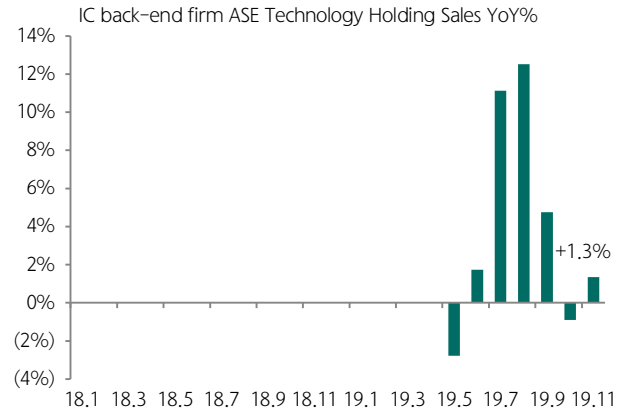
주: 컨센서스 기준이며 컨센서스가 없어 해당지표의 추정이 어려운 경우 N/A로 표시. 종가는 2019.12.23 기준 / 자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2-1. ASE Technology 월별 매출(절대금액)



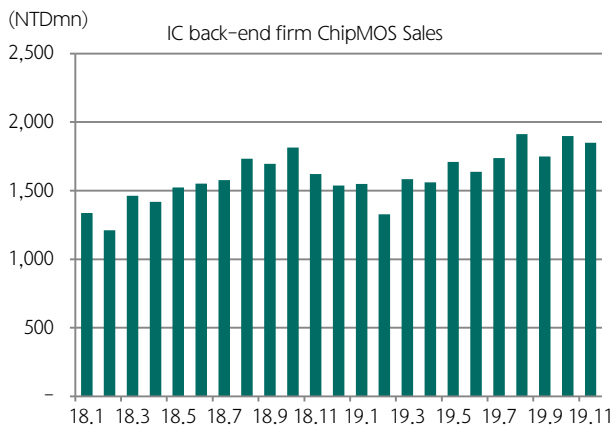
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 2-2. ASE Technology 월별 매출(YoY%)



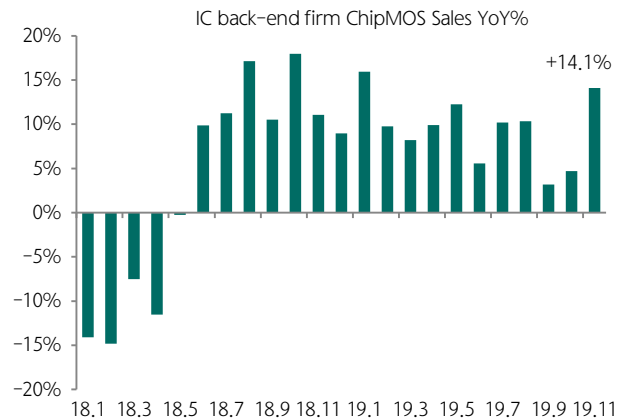
주: YoY% 기준 시계열 범위가 짧은 이유는 2개사의 합병된 지 2년이 경과되지 않아 유의미한 연결매출의 시계열 범위가 짧기 때문
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 3-1. ChipMOS 월별 매출(절대금액)



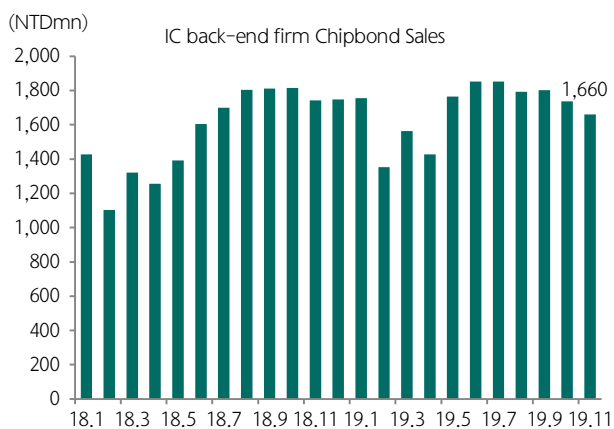
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 3-2. ChipMOS 월별 매출(YoY%)



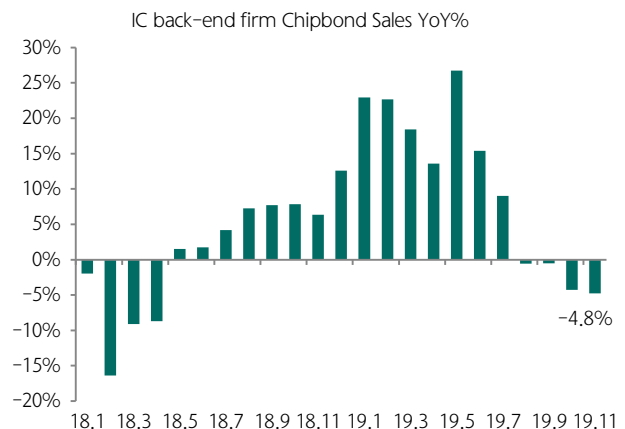
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 4-1. Chipbond 월별 매출(절대금액)



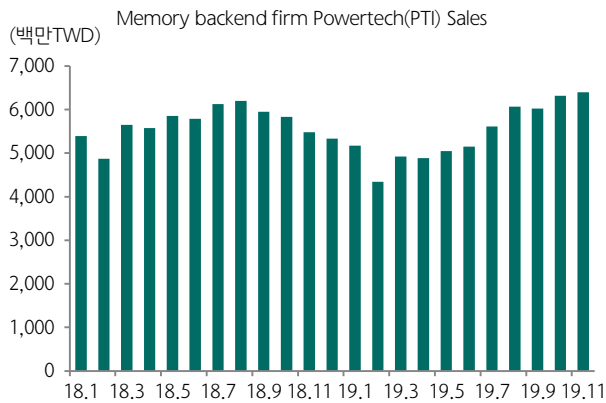
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 4-2. Chipbond 월별 매출(YoY%)



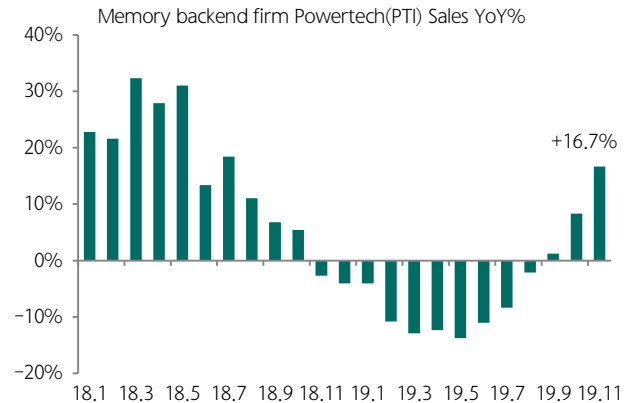
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 5-1. 파워텍 월별 매출(절대금액)



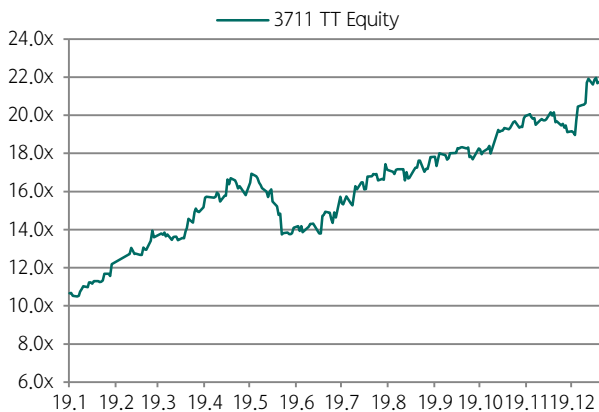
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 5-2. 파워텍 월별 매출(YoY%)



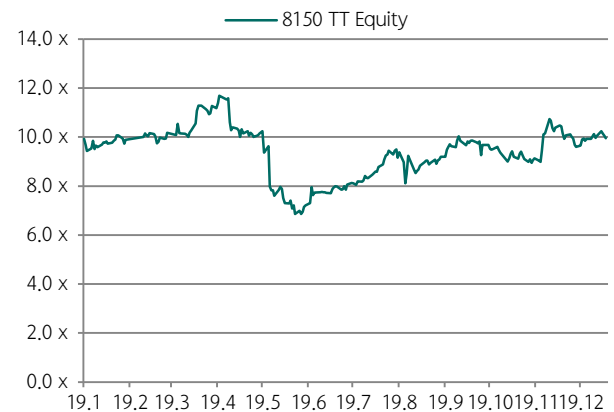
자료: MOPS, 하나금융투자

그림 6-1. ASE Technology P/E(FY1)



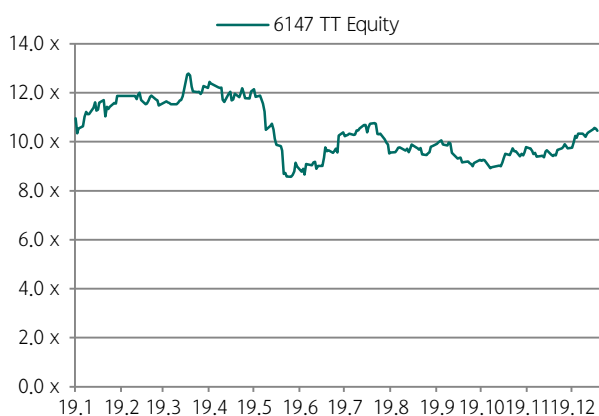
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6-2. ChipMOS P/E(FY1)



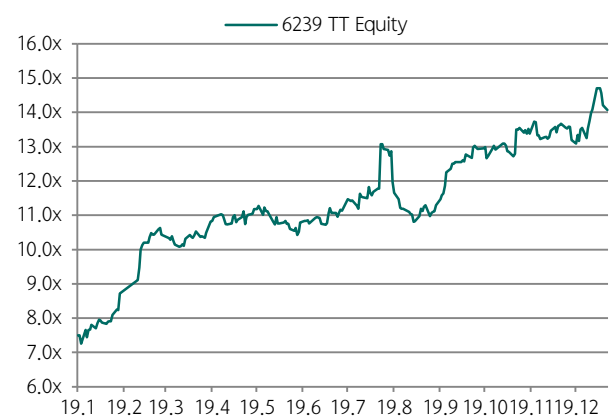
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6-3. Chipbond P/E(FY1)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6-4. 파워텍 P/E(FY1)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	47.8	33.8	30.3	47.2	65.3
매출원가	38.5	35.5	30.3	35.6	44.2
매출총이익	9.3	(1.7)	0.0	11.6	21.1
판매비	1.7	1.7	1.4	1.7	2.4
영업이익	7.7	(3.3)	(1.4)	9.9	18.7
금융손익	(0.9)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)
종속/관계기업손익	(0.0)	(1.7)	(0.0)	0.1	0.1
기타영업외손익	(0.2)	0.4	2.0	0.3	0.0
세전이익	6.6	(5.1)	0.3	10.2	18.8
법인세	1.9	(1.0)	(0.4)	1.2	2.5
계속사업이익	4.7	(4.2)	0.7	9.0	16.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.7	(4.2)	0.7	9.0	16.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	4.7	(4.2)	0.7	9.0	16.2
지배주주지분포괄이익	4.5	(4.0)	1.3	8.5	15.5
NOPAT	5.5	(2.7)	(3.2)	8.7	16.2
EBITDA	27.0	13.9	12.5	23.3	32.3
성장성(%)					
매출액증가율	(29.5)	(29.3)	(10.4)	55.8	38.3
NOPAT증가율	(61.5)	적전	적지	흑전	86.2
EBITDA증가율	(25.4)	(48.5)	(10.1)	86.4	38.6
영업이익증가율	(51.9)	적전	적지	흑전	88.9
(지배주주)순이익증가율	(56.9)	적전	흑전	1,185.7	80.0
EPS증가율	(60.6)	적전	흑전	1,115.7	80.5
수익성(%)					
매출총이익률	19.5	(5.0)	0.0	24.6	32.3
EBITDA이익률	56.5	41.1	41.3	49.4	49.5
영업이익률	16.1	(9.8)	(4.6)	21.0	28.6
계속사업이익률	9.8	(12.4)	2.3	19.1	24.8
투자지표					
	2014	2015	2016	2017	2018
주당지표(원)					
EPS	685	(612)	108	1,313	2,370
BPS	9,279	8,569	8,753	9,996	12,106
CFPS	4,083	2,219	1,966	3,500	4,837
EBITDAPS	3,943	2,035	1,829	3,402	4,710
SPS	6,983	4,938	4,420	6,889	9,528
DPS	120	0	0	150	170
주가지표(배)					
PER	27.3	N/A	134.2	10.7	8.2
PBR	2.0	1.1	1.7	1.4	1.6
PCFR	4.6	4.4	7.4	4.0	4.0
EV/EBITDA	4.9	4.9	7.5	3.8	3.8
PSR	2.7	2.0	3.3	2.0	2.0
재무비율(%)					
ROE	7.7	(6.9)	1.3	14.3	21.9
ROA	4.5	(4.6)	0.9	10.3	15.6
ROIC	8.4	(4.8)	(6.7)	18.4	28.4
부채비율	58.5	42.9	33.8	43.6	37.0
순부채비율	8.9	1.5	(9.8)	(13.0)	(11.1)
이자보상배율(배)	5.1	(3.7)	(2.4)	22.9	41.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	26.9	21.7	23.0	31.3	36.4
금융자산	23.3	18.9	19.6	25.4	29.8
현금성자산	19.4	14.1	15.0	20.4	22.4
매출채권 등	3.5	2.8	3.3	5.9	6.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.1	0.0	0.1	0.0	(0.0)
비유동자산	72.8	61.3	55.2	64.9	75.2
투자자산	7.1	5.7	6.1	6.5	10.3
금융자산	2.8	2.8	3.2	3.7	2.0
유형자산	63.8	52.4	45.6	56.0	63.8
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.9	3.2	3.5	2.4	1.1
자산총계	99.7	83.0	78.2	96.2	111.6
유동부채	24.3	17.5	15.1	22.6	20.1
금융부채	18.0	13.5	10.5	10.8	12.9
매입채무 등	6.0	3.9	4.6	11.7	6.3
기타유동부채	0.3	0.1	0.0	0.1	0.9
비유동부채	12.5	7.4	4.6	6.6	10.1
금융부채	10.9	6.2	3.4	5.8	7.9
기타비유동부채	1.6	1.2	1.2	0.8	2.2
부채총계	36.8	24.9	19.8	29.2	30.2
지배주주지분	62.9	58.1	58.5	67.0	81.4
자본금	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
자본잉여금	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9
자본조정	(0.6)	(0.6)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타포괄이익누계액	0.0	0.2	0.2	0.0	(0.8)
이익잉여금	46.2	41.2	42.4	51.1	66.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	62.9	58.1	58.5	67.0	81.4
순금융부채	5.6	0.9	(5.7)	(8.7)	(9.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	22.2	13.1	12.8	21.9	32.4
당기순이익	4.7	(4.2)	0.7	9.0	16.2
조정	20.3	18.2	12.1	15.0	16.6
감가상각비	19.3	17.3	13.9	13.4	13.5
외환거래손익	0.4	0.0	0.2	0.1	0.0
지분법손익	0.0	1.7	0.0	(0.1)	(0.1)
기타	0.6	(0.8)	(2.0)	1.6	3.2
영업활동 현금흐름	(2.8)	(0.9)	(0.0)	(2.1)	(0.4)
투자활동 현금흐름	(0.9)	(9.0)	(3.4)	(19.8)	(30.0)
투자자산감소(증가)	(2.4)	3.1	(0.5)	(0.3)	(3.8)
유형자산감소(증가)	(2.4)	(7.1)	(2.5)	(18.4)	(23.3)
기타	3.9	(5.0)	(0.4)	(1.1)	(2.9)
재무활동 현금흐름	(16.5)	(9.3)	(8.6)	3.3	(0.4)
금융부채증가(감소)	(13.6)	(9.2)	(5.8)	2.7	4.1
자본증가(감소)	0.2	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(2.0)	0.7	(2.8)	0.6	(4.5)
배당지급	(1.1)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	4.9	(5.3)	0.9	5.4	2.0
Unlevered CFO	28.0	15.2	13.5	24.0	33.1
Free Cash Flow	16.7	4.9	6.9	3.0	8.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

테스나



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 12월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 12월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.