

‘Out of China’ 트렌드 수혜

비메모리 밸류체인 판도(版圖) 변화 기대감으로 주가 강세

7/17, 웨이퍼 테스트 및 패키지 테스트 서비스 공급사 테스나의 주가는 전일 대비 +10.1%를 기록했다. 쉔켄의 스냅드래곤 신제품 관련 뉴스가 발단이 되었다. 주가 상승 원인을 되짚어보면 시장에 이미 알려졌던 내용과 테스나의 DNA에 대한 재조명 때문으로 판단된다. (1) TSMC뿐만 아니라 삼성전자도 비메모리 파운드리 5nm 선단공정 양산에 박차를 가하고 있으며, (2) 삼성전자의 파운드리 고객사 확보 로드맵이 TSMC처럼 400개곳 이상의 다변화 전략(“We are Everyone’s Foundry.”)보다는 우선적으로 미국 Fabless 고객사와의 관계 강화에 집중되었고, (3) 그러한 와중에 테스나가 오랫동안 웨이퍼 테스트 분야에서 Mobile Application Processor, Radio Frequency, Camera Image Sensor에 매진해왔다는 점이 재부각되었다.

2분기 실적은 코로나19 발발 직후의 우려만큼 나쁘지 않을 듯

2분기 매출의 둔화폭(QoQ)은 우려만큼 크지 않을 것으로 전망된다. 애플리케이션 중에서 Camera Image Sensor와 Smart Card 수요는 견조했다. 상기 2개 제품의 합산 매출비중은 55~60% 내외로 추정된다. 나머지 애플리케이션에서 Radio Frequency와 Mobile Application Processor는 상대적으로 부진했다. 코로나19 발발로 스마트폰 판매가 부진했기 때문이다.

3분기 실적은 1분기와 2분기보다 확실하게 개선될 것으로 전망

전방산업에서 스마트폰 출하량이 3분기 대비 2분기에 개선될 것으로 전망된다. 특히 mid-end 제품의 판매가 활발할 것으로 예상되는데 이와 같은 흐름은 테스나의 Camera Image Sensor에 긍정적이다. 한편 2분기에 부진했던 Mobile Application Processor 매출은 3분기에 개선될 것으로 전망된다.

2021년 기준 추정 EPS 5,163원. BW와 Callable CB 포함 가정

1분기 말, 보통주는 6.8백만 주(자사주 제외)였다. CB의 전환청구권 행사 영향으로 주가 산정 기준 주식수는 7.4백만 주까지 늘어났다. 남아 있는 Callable CB(274,775주)와 BW를 감안하면 2021년 EPS는 5,163원으로 추정된다. 우선주 포함 시, 2021년 EPS는 4,559원이 되는데, 우선주의 단기 출회 가능성이 낮다. 따라서, 2021년 기준 적정 EPS는 5,163원으로 추정된다.

중국 후공정 생산라인의 Out of China 트렌드, 이제 시작

블룸버그 뉴스에 의하면 일본 정부는 중국 현지의 생산라인을 일본으로 이전시키는 Reshoring 기업에 인센티브를 제공할 예정이다. [반도체 전망자료 <Relocation과 설익은 바나나>](#)에서 언급했듯이, 미중 무역분쟁, 공정소재 수출 규제, 코로나19를 계기로 반도체 산업에서 패권전쟁(霸權戰爭)이 전개되고 있다. 특히 중국에 집중됐던 후공정(테스트, 패키징) 생산라인의 Relocation이 꾸준히 전개될 것으로 전망된다. ‘Out of China’ 트렌드의 관점에서 테스나를 비롯한 삼성전자 비메모리 밸류체인에 시장의 관심이 이어질 것으로 전망된다.

Update

Not Rated

CP(7월 17일): 70,600원

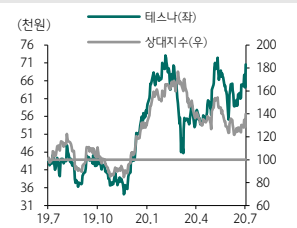
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	783.22
52주 최고/최저(원)	73,100/34,150
시가총액(십억원)	523.5
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	7,414.6
60일 평균 거래량(천주)	239.3
60일 평균 거래대금(십억원)	15.2
20년 배당금(예상, 원)	200
20년 배당수익률(예상, %)	0.28
외국인지분율(%)	4.71
주요주주 지분율(%)	
에이아이트리	27.71
국민연금공단	11.85
주가상승률	1M 6M 12M
절대	13.9 18.9 61.7
상대	6.9 4.5 37.6

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	179.7	N/A
영업이익(십억원)	46.9	N/A
순이익(십억원)	41.6	N/A
EPS(원)	5,000	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	33.8	30.3	47.2	65.3	96.8
영업이익	십억원	(3.3)	(1.4)	9.9	18.7	24.2
세전이익	십억원	(5.1)	0.3	10.2	18.8	22.6
순이익	십억원	(4.2)	0.7	9.0	16.2	21.4
EPS	원	(612)	108	1,313	2,370	3,079
증감률	%	적전	흑전	1,115.7	80.5	29.9
PER	배	N/A	134.24	10.74	8.19	16.56
PBR	배	1.15	1.66	1.41	1.60	2.49
EV/EBITDA	배	4.90	7.47	3.77	3.84	7.04
ROE	%	(6.93)	1.27	14.33	21.87	17.50
BPS	원	8,569	8,753	9,996	12,106	20,479
DPS	원	0	0	150	170	200



Semiconductor Analyst

김경민, CFA

02-3771-3398

clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA

김주연

02-3771-7775

kim_juyeon@hanafn.com

표 1. 테스나의 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

Sales Breakdown	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Wafer Test	13.7	17.9	24.0	21.9	26.6	29.6	25.9	41.5	58.6	77.4	133.9	195.1
PKG Test 및 기타	4.0	5.8	5.4	4.3	5.4	4.2	4.4	5.7	6.7	19.4	22.6	24.9
실적	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	17.6	23.6	29.4	26.2	32.0	33.8	30.3	47.2	65.3	96.8	156.5	220.0
매출원가	12.5	16.7	20.7	16.5	23.2	35.5	30.3	35.6	44.2	66.4	106.6	149.2
매출총이익	5.2	6.9	8.7	9.7	8.8	-1.6	0.0	11.6	21.1	30.4	49.9	70.8
판매비와관리비	0.4	1.5	1.2	3.2	0.9	1.7	1.4	1.7	2.4	6.3	10.6	14.4
영업이익	4.7	5.5	7.5	6.6	7.9	-3.3	-1.4	9.9	18.8	24.2	39.3	56.4
세전계속사업이익	4.3	5.4	3.8	9.2	3.6	-5.2	0.3	10.2	18.8	22.6	33.5	53.2
법인세비용	0.1	0.4	0.4	0.3	0.5	-1.0	-0.4	1.2	2.5	1.2	5.0	8.0
당기순이익	4.2	5.1	3.3	8.8	4.1	-4.2	0.7	9.0	16.2	21.4	29.6	45.2
Margin	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
GPM%	29.2%	29.2%	29.5%	37.1%	27.5%	-4.8%	0.0%	24.6%	32.4%	31.4%	31.9%	32.2%
OPM%	26.8%	23.1%	25.4%	25.0%	24.7%	-9.8%	-4.7%	20.9%	28.7%	25.0%	25.1%	25.7%

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2-1. 2020년 EPS 추정

주식수	2020년 EPS
시나리오 1. (자사주 제외)	4,017원
시나리오 2. (BW 포함, 자사주 제외)	3,482원
시나리오 3. (BW, Callable CB 포함, 자사주 제외)	3,373원
시나리오 4. (BW, Callable CB, 우선주 포함, 자사주 제외)	2,978원

자료: 하나금융투자

표 2-2. 2021년 EPS 추정

주식수	2021년 EPS
시나리오 1. (자사주 제외)	6,149원
시나리오 2. (BW 포함, 자사주 제외)	5,330원
시나리오 3. (BW, Callable CB 포함, 자사주 제외)	5,163원
시나리오 4. (BW, Callable CB, 우선주 포함, 자사주 제외)	4,559원

자료: 하나금융투자

표 2-3. 미국, 대만, 중국의 후공정 서비스 또는 Camera Image Sensor 공급사의 평균 P/E

Peer	상장국가	가중치	2020F	2021F
Amkor Technology	US	30%	20.3배	15.7배
ASE Technology Holding	TW	60%	14.6배	11.8배
Will Semiconductor	CN	5%	82.8배	55.9배
China Wafer Level CSP	CN	5%	62.5배	48.9배
가중평균			22.1배	17.0배

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 3. Peer valuations

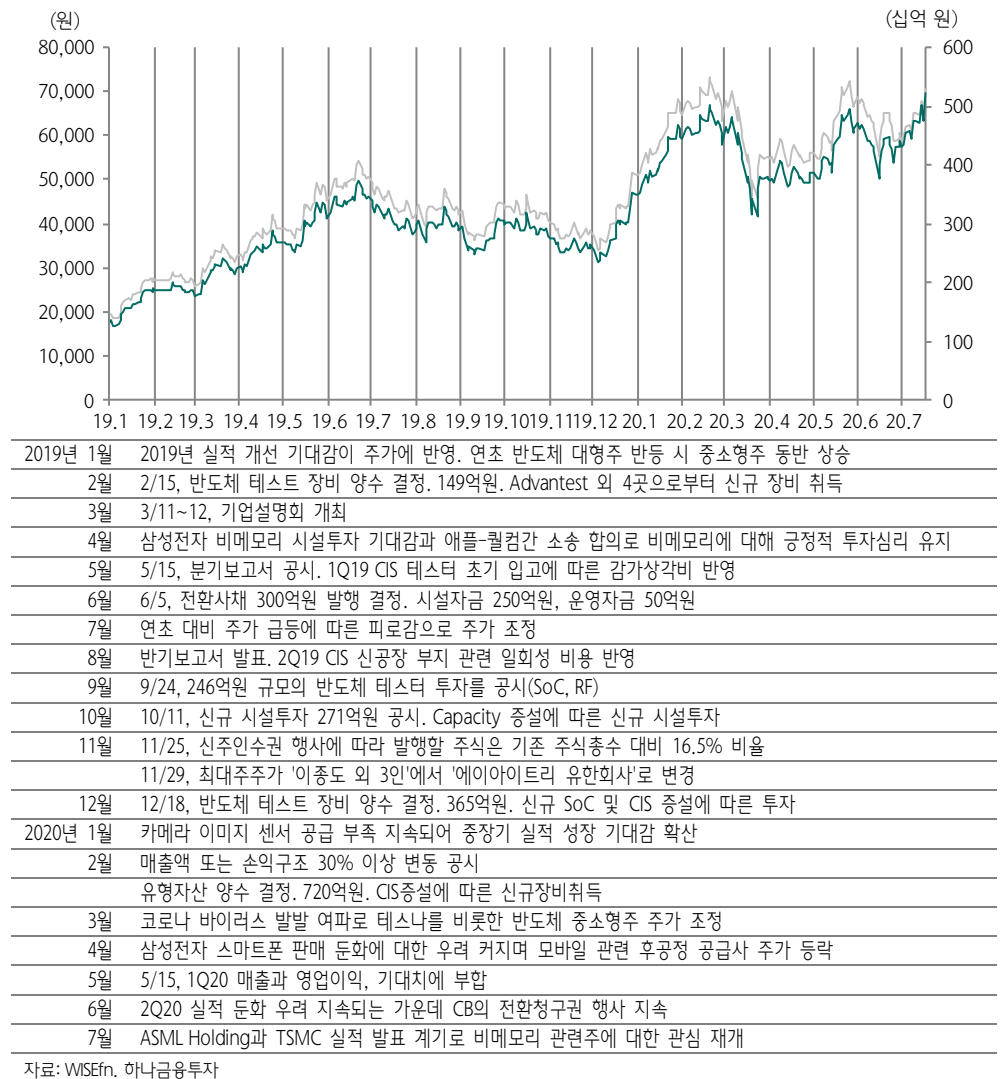
(단위: 십억 원, 원, 현지통화, %, 배)

기업	시총 (십억 원)	주가 (현지통화)	주가수익률(%)					P/E(배)		EPS(현지통화)	
			1주	1개월	3개월	6개월	연초대비	2019AS	2020AS	2019AS	2020AS
테스나	523.5	70,600	8.8%	13.9%	22.2%	18.9%	38.4%	N/A	N/A	N/A	N/A
네팍스	726.4	31,500	5.9%	11.5%	2.1%	21.9%	31.0%	-193.8	12.6	-163	2,492
엘비세미콘	392.8	8,970	6.0%	12.6%	31.7%	3.2%	15.0%	20.1	9.6	447	936
하나마이크론	153.7	5,060	5.4%	8.0%	12.0%	-22.2%	-9.5%	N/A	N/A	N/A	N/A
SFA반도체	856.8	5,210	4.2%	5.6%	-2.8%	11.2%	21.0%	18.3	14.8	285	353
Amkor Technology	3,530.9	US\$ 12	-0.3%	-0.5%	28.8%	-7.9%	-6.5%	20.3	15.7	0.60	0.78
ASE Technology Holding	12,301.2	NTD 69	-3.2%	1.9%	3.7%	-12.6%	-16.7%	14.6	11.8	4.74	5.87
Will Semiconductor	32,486.0	CNY 218	-10.5%	21.5%	24.3%	24.5%	52.3%	82.8	55.9	2.64	3.91
China Wafer Level CSP	4,459.0	CNY 81	-17.1%	18.9%	11.7%	43.0%	138.6%	62.5	48.9	1.29	1.65

주: 컨센서스 기준이며 컨센서스가 없어 해당지표의 추정이 어려운 경우 N/A로 표시

자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. 테스나의 시가총액 및 주가 추이와 월별 이벤트



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	33.8	30.3	47.2	65.3	96.8
매출원가	35.5	30.3	35.6	44.2	66.4
매출총이익	(1.7)	0.0	11.6	21.1	30.4
판매비	1.7	1.4	1.7	2.4	6.3
영업이익	(3.3)	(1.4)	9.9	18.7	24.2
금융손익	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(1.5)
종속/관계기업손익	(1.7)	(0.0)	0.1	0.1	(1.0)
기타영업외손익	0.4	2.0	0.3	0.0	1.0
세전이익	(5.1)	0.3	10.2	18.8	22.6
법인세	(1.0)	(0.4)	1.2	2.5	1.2
계속사업이익	(4.2)	0.7	9.0	16.2	21.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.2)	0.7	9.0	16.2	21.4
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(4.2)	0.7	9.0	16.2	21.4
지배주주지분포괄이익	(4.0)	1.3	8.5	15.5	23.8
NOPAT	(2.7)	(3.2)	8.7	16.2	22.9
EBITDA	13.9	12.5	23.3	32.3	50.1
성장성(%)					
매출액증가율	(29.3)	(10.4)	55.8	38.3	48.2
NOPAT증가율	적전	적지	흑전	86.2	41.4
EBITDA증가율	(48.5)	(10.1)	86.4	38.6	55.1
영업이익증가율	적전	적지	흑전	88.9	29.4
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,185.7	80.0	32.1
EPS증가율	적전	흑전	1,115.7	80.5	29.9
수익성(%)					
매출총이익률	(5.0)	0.0	24.6	32.3	31.4
EBITDA이익률	41.1	41.3	49.4	49.5	51.8
영업이익률	(9.8)	(4.6)	21.0	28.6	25.0
계속사업이익률	(12.4)	2.3	19.1	24.8	22.1
투자지표					
	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	(612)	108	1,313	2,370	3,079
BPS	8,569	8,753	9,996	12,106	20,479
CFPS	2,219	1,966	3,500	4,837	7,561
EBITDAPS	2,035	1,829	3,402	4,710	7,210
SPS	4,938	4,420	6,889	9,528	13,923
DPS	0	0	150	170	200
주가지표(배)					
PER	N/A	134.2	10.7	8.2	16.6
PBR	1.1	1.7	1.4	1.6	2.5
PCFR	4.4	7.4	4.0	4.0	6.7
EV/EBITDA	4.9	7.5	3.8	3.8	7.0
PSR	2.0	3.3	2.0	2.0	3.7
재무비율(%)					
ROE	(6.9)	1.3	14.3	21.9	17.5
ROA	(4.6)	0.9	10.3	15.6	9.4
ROIC	(4.8)	(6.7)	18.4	28.4	21.5
부채비율	42.9	33.8	43.6	37.0	109.8
순부채비율	1.5	(9.8)	(13.0)	(11.1)	2.3
이자보상배율(배)	(3.7)	(2.4)	22.9	41.1	12.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	21.7	23.0	31.3	36.4	150.9
금융자산	18.9	19.6	25.4	29.8	130.9
현금성자산	14.1	15.0	20.4	22.4	103.2
매출채권 등	2.8	3.3	5.9	6.6	13.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.0	0.1	0.0	(0.0)	6.1
비유동자산	61.3	55.2	64.9	75.2	191.8
투자자산	5.7	6.1	6.5	10.3	27.7
금융자산	2.8	3.2	3.7	2.0	2.6
유형자산	52.4	45.6	56.0	63.8	164.1
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	3.2	3.5	2.4	1.1	0.0
자산총계	83.0	78.2	96.2	111.6	342.7
유동부채	17.5	15.1	22.6	20.1	67.7
금융부채	13.5	10.5	10.8	12.9	29.0
매입채무 등	3.9	4.6	11.7	6.3	35.8
기타유동부채	0.1	0.0	0.1	0.9	2.9
비유동부채	7.4	4.6	6.6	10.1	111.7
금융부채	6.2	3.4	5.8	7.9	105.7
기타비유동부채	1.2	1.2	0.8	2.2	6.0
부채총계	24.9	19.8	29.2	30.2	179.3
지배주주지분	58.1	58.5	67.0	81.4	163.3
자본금	3.4	3.4	3.4	3.4	4.0
자본잉여금	13.9	13.9	13.9	13.9	71.2
자본조정	(0.6)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(0.7)
기타포괄이익누계액	0.2	0.2	0.0	(0.8)	0.9
이익잉여금	41.2	42.4	51.1	66.4	88.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	58.1	58.5	67.0	81.4	163.3
순금융부채	0.9	(5.7)	(8.7)	(9.0)	3.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	13.1	12.8	21.9	32.4	43.6
당기순이익	(4.2)	0.7	9.0	16.2	21.4
조정	18.2	12.1	15.0	16.6	29.9
감가상각비	17.3	13.9	13.4	13.5	26.0
외환거래손익	0.0	0.2	0.1	0.0	0.7
지분법손익	1.7	0.0	(0.1)	(0.1)	1.0
기타	(0.8)	(2.0)	1.6	3.2	2.2
영업활동 현금흐름	(0.9)	(0.0)	(2.1)	(0.4)	(7.7)
투자활동 현금흐름	(9.0)	(3.4)	(19.8)	(30.0)	(124.8)
투자자산감소(증가)	3.1	(0.5)	(0.3)	(3.8)	(17.5)
유형자산감소(증가)	(7.1)	(2.5)	(18.4)	(23.3)	(84.0)
기타	(5.0)	(0.4)	(1.1)	(2.9)	(23.3)
재무활동 현금흐름	(9.3)	(8.6)	3.3	(0.4)	162.0
금융부채증가(감소)	(9.2)	(5.8)	2.7	4.1	113.8
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	57.9
기타재무활동	0.7	(2.8)	0.6	(4.5)	(8.6)
배당지급	(0.8)	0.0	0.0	0.0	(1.1)
현금의 증감	(5.3)	0.9	5.4	2.0	80.7
Unlevered CFO	15.2	13.5	24.0	33.1	52.6
Free Cash Flow	4.9	6.9	3.0	8.2	(45.4)

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

테스나



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	91.1%	8.9%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 07월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)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 2020년 07월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 07월 20일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.