

테스나(131970)

2분기 실적, 우려 대비 선방

2분기 매출 317억 원으로 1분기 320억 원 수준 근접

반도체 웨이퍼 테스트 및 패키지 테스트 서비스 공급사 테스나의 매출은 2분기 초의 우려 대비 견조했다. 우려의 원인은 코로나19 발발로 인한 삼성전자 스마트폰 판매 부진이었다. 2분기 매출이 1분기 수준(320억 원)을 크게 하회할 것이라는 우려가 컸다. 다행히 매출이 견조했다. 카메라 이미지 센서의 테스트 수요가 견조했고, 삼성전자가 경쟁사 Sony의 위상 약화를 계기로 카메라 이미지 센서의 점유율을 21.7%까지 늘리며 전방산업의 파이가 커졌기 때문으로 판단된다.

2분기 영업이익 81억 원으로 1분기 79억 원 대비 오히려 증가

2분기 영업이익은 earnings surprise 수준이다. 매출 성장이 없었지만 영업이익이 전 분기 대비 오히려 증가했다. 일회성 비용 발생 요인이 없었고, 코로나19 이후 전사적 원가 절감 때문이다. 매출원가율은 1분기 72.5%에서 2분기 71.8%로 감소했다. 판관비율은 1분기 2.7%에서 2분기 2.6%로 감소했다.

3분기 실적은 성장. 2분기 대비 개선 강도는 SoC에 달려 있음

카메라 이미지 센서 테스트가 2분기 실적을 방어했고, 3분기 실적 성장을 견인할 것으로 전망된다. 삼성전자의 핸드셋 출하가 2분기 대비 크게 증가(하나금융투자 추정치: 2분기 57백만 대, 3분기 79백만 대)하는 것도 전방산업 수요에 긍정적이다. 테스나의 매출 성장은 Q/Q 기준 확실하다. 다만 3분기 매출의 400억 원의 상회 여부는 카메라 이미지 센서보다 SoC (Application Processor, Radio Frequency Chip)에 달려 있다고 판단된다.

무역분쟁과 코로나19 계기로 서플라이 체인의 낙수효과 지속

2019년에는 한국 후공정 서비스 공급사들이 전년 대비 실적 성장을 경험했지만 업황 급변에 대한 의심은 계속되었다. 전방산업에서 고객사의 가동률이 낮아지면 후공정 파트너사들의 가동률이 유지되지 못할 것이라는 두려움 때문이다. 특히 Mobile Application Processor 시장에서 전공정 서비스 공급사가 삼성전자 파운드리에서 TSMC로 교체될 때 그와 같은 우려가 현실화된 이후, 후공정 파트너사들의 기회 상실 가능성이 수 년간 주가의 발목을 붙잡았다. 이후 다시 성장의 기회가 생겨났다. 미중 무역분쟁이 장기화되고 코로나19가 발발하며 중국과 대만 중심의 서플라이 체인이 다변화되고 있다. 이런 변화에 따라 후공정 파트너사들의 밸류에이션 할증이 기대된다. 테스나의 경우, Global Top Tier급의 P/E 밸류에이션을 적용 받을 수 있을 것으로 전망된다. 주력 아이템이 카메라 이미지 센서와 SoC이므로 매출의 구조적 성장과 5G 전환에 따른 근본적인 수혜가 가능하기 때문이다.

Update

Not Rated

CP(8월 14일): 79,800원

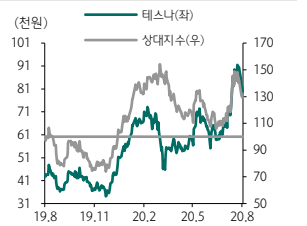
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	835.03
52주 최고/최저(원)	91,500/34,150
시가총액(십억원)	592.4
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	7,424.1
60일 평균 거래량(천주)	299.9
60일 평균 거래대금(십억원)	22.2
20년 배당금(예상, 원)	200
20년 배당수익률(예상, %)	0.25
외국인지분율(%)	4.73
주요주주 지분율(%)	
에이아이트리	27.68
국민연금공단	11.53
주가상승률	1M 6M 12M
절대	18.0 14.0 86.2
상대	10.0 (5.9) 33.2

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	156.5	220.0
영업이익(십억원)	39.3	56.4
순이익(십억원)	29.6	45.2
EPS(원)	3,556	5,265
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
clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA
김주연
kim_juyeon@hanafn.com

표 1-1. 테스나의 실적 추정(변경 이후)

(단위: 십억 원, %)

Sales Breakdown	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
Wafer Test	13.7	17.9	24.0	21.9	26.6	28.1	25.9	41.5	58.6	77.4	137.5	205.1
PKG Test 및 기타	4.0	5.8	5.4	4.3	5.4	3.5	4.4	5.7	6.7	19.4	16.1	15.5
실적	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	17.6	23.6	29.4	26.2	32.0	31.7	30.3	47.2	65.3	96.8	153.6	220.6
매출원가	12.5	16.7	20.7	16.5	23.2	22.7	30.3	35.6	44.2	66.4	105.0	150.0
매출총이익	5.2	6.9	8.7	9.7	8.8	8.9	0.0	11.6	21.1	30.4	48.7	70.5
판매비와관리비	0.4	1.5	1.2	3.2	0.9	0.8	1.4	1.7	2.4	6.3	9.4	12.6
영업이익	4.7	5.5	7.5	6.6	7.9	8.1	-1.4	9.9	18.8	24.2	39.3	57.9
세전계속사업이익	4.3	5.4	3.8	9.2	3.6	7.0	0.3	10.2	18.8	22.6	32.4	53.4
법인세비용	0.1	0.4	0.4	0.3	0.5	1.2	-0.4	1.2	2.5	1.2	5.4	9.1
당기순이익	4.2	5.1	3.3	8.8	4.1	5.8	0.7	9.0	16.2	21.4	28.1	44.3
Margin	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
GPM%	29.2%	29.2%	29.5%	37.1%	27.5%	28.2%	0.0%	24.6%	32.4%	31.4%	31.7%	32.0%
OPM%	26.8%	23.1%	25.4%	25.0%	24.7%	25.6%	-4.7%	20.9%	28.7%	25.0%	25.6%	26.3%

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 1-2. 테스나의 실적 추정(변경 이전)

(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 가정	2020년 EPS
시나리오 1. (자사주 제외)	3,833원
시나리오 2. (BW 포함, 자사주 제외)	3,321원
시나리오 3. (BW, Callable CB 포함, 자사주 제외)	3,223원
시나리오 4. (BW, Callable CB, 우선주 포함, 자사주 제외)	2,844원

자료: 하나금융투자

표 2-2. 2021년 EPS 추정

주식수 가정	2021년 EPS
시나리오 1. (자사주 제외)	6,053원
시나리오 2. (BW 포함, 자사주 제외)	5,244원
시나리오 3. (BW, Callable CB 포함, 자사주 제외)	5,090원
시나리오 4. (BW, Callable CB, 우선주 포함, 자사주 제외)	4,492원

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%	13.3배	13.2배
ASE Technology Holding	TW	60%	13.2배	11.3배
Will Semiconductor	CN	5%	70.7배	47.2배
China Wafer Level CSP	CN	5%	60.6배	47.4배
가중평균			18.5배	15.5배

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 3. Peer valuations

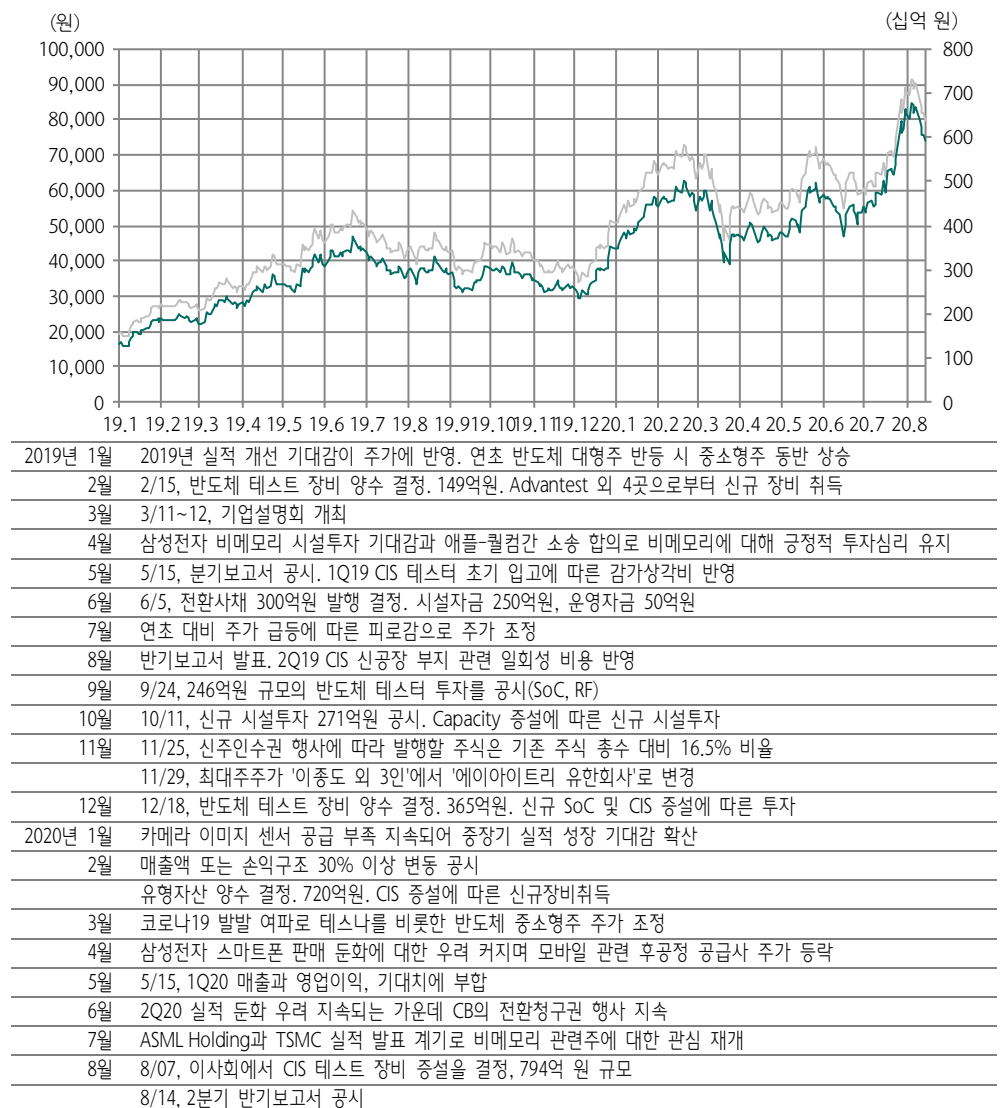
(단위: 십억 원, 원, 현지통화, %, 배)

기업	시총 (십억 원)	주가 (현지통화)	주가수익률(%)					P/E(배)		EPS(현지통화)	
			1주	1개월	3개월	6개월	연초대비	2020AS	2021AS	2020AS	2021AS
테스나	607.3	₩79,800	-11.7%	18.1%	41.5%	14.0%	56.5%	22.4	15.2	3,556	5,265
네패스	750.6	₩31,550	-5.7%	8.4%	5.7%	12.9%	31.2%	-182.0	13.7	-173	2,297
엘비세미콘	436.5	₩9,610	-11.4%	9.3%	35.7%	4.1%	23.2%	22.4	11.7	429	819
하나마이크론	212.9	₩6,830	-6.4%	41.7%	46.6%	2.9%	22.2%	11.6	5.6	588	1,218
SFA반도체	996.6	₩5,750	-3.4%	14.5%	6.7%	-5.7%	33.6%	N/A	N/A	N/A	N/A
Amkor Technology	3,827.5	US\$ 13	3.4%	10.0%	39.3%	6.6%	3.5%	13.3	13.2	1.0	1.0
ASE Technology Holding	11,894.7	NTD 67	-5.0%	-5.5%	0.5%	-13.7%	-19.7%	13.2	11.3	5.0	5.9
Will Semiconductor	26,965.8	CNY 186	-1.3%	-25.4%	-10.0%	-2.5%	29.9%	70.7	47.2	2.6	3.9
China Wafer Level CSP A	4,368.7	CNY 78	-13.3%	-22.6%	-10.3%	-4.2%	131.1%	60.6	47.4	1.3	1.6

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

자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. 테스나의 시가총액 및 주가 추이와 월별 이벤트



자료: WISEfn, 하나금융투자

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 순이익	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
비배주주지분	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 자산부채 변동	(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)

투자의견 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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 08월 18일

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 08월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 08월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.