

티에스이 (131290)

반도체 테스트용 부품의 삼위일체

2020년 상반기 매출은 1,140억 원. 하반기 매출 추정치 906억 원

티에스이는 반도체 테스트용 부품 포트폴리오를 다양하게 보유하고 있다. 첫 번째 컨퍼런스콜 이후의 첫인상은 '제품의 종류가 다양해 이해하기 어렵다'는 것이었고, 두 번째 컨퍼런스콜 이후의 느낌은 주력 제품을 기준으로 테크윙 (인터페이스 보드), 마이크로프렌드 (프로브 카드), 소켓 (ISC, 리노공업)을 합쳐놓은 포트폴리오가 인상적이라는 점이다. 티에스이는 반도체 테스트용 인터페이스 보드에서 시작해 프로브 카드와 소켓으로 제품 포트폴리오를 확대했다. 하나금융투자 커버리지 기업인 리노공업과 달리 티에스이의 셀사이드 애널리스트 커버리지는 제한적이다. (1) 제품이 다양해 실적 추정이 어렵고, (2) 매출에 유의미하게 영향을 끼치는 자회사가 3곳 (지엠테스트, 타이거일렉, 메가터치)이나 되어 pure player로 꼽히는 기업보다 분석이 어려웠을 것으로 추정된다.

2020년 상반기 연결매출 1,281억 원, 별도매출 846억 원

실적 추정이 어렵다는 점을 감안해 2020년 상반기 매출을 먼저 살펴보면 연간 실적의 기대감을 북돋아준다. 2020년 상반기 연결매출 1,281억 원, 별도매출 846억 원으로 여기에 단순히 2배를 곱해 연율화하면 각각 2,562억 원, 1,693억 원이다. 2019년 연간 매출 대비 각각 +47%, +34% 증가하는 것을 의미한다. 연결매출 추정치 2,562억 원과 별도매출 추정치 1,693억 원은 기업 측의 가이던스가 아니다. 실제 이와 같은 추정치보다 보수적이다. 티에스이의 사업계획은 상/하반기 실적의 상고하저를 가정했기 때문이다. 그러나 투자자들의 이해를 돕기 위해 2020년 상반기와 하반기의 매출이 동일하다고 가정한다면 매출 증가 흐름은 긍정적이다. 매출 증가 원인은 (1) SK하이닉스와 삼성전자의 NAND 테스트 수요 증가에 따른 티에스이의 프로브 카드 수요 확대, (2) 인터페이스 보드 제품과 소켓 제품의 크로스 셀링 효과, (3) 소켓 제품의 점유율 확대와 중국 로컬 메모리 반도체 고객사 확보 때문으로 판단된다. 중국 로컬 메모리 반도체 고객사의 매출 기여가 2020년 상반기 연결기준 8%, 별도기준 12%까지 올라온 것은 인상적이다.

테스트용 부품 기업들의 밸류에이션 리레이팅 기대

티에스이의 주가는 연초 대비 이미 150% 이상 상승했다. 애널리스트 입장에서 YTD 수익률이 높은 기업의 자료를 쓰는 것은 부담스럽다. 그러나 동종업종에서 리노공업의 경우를 살펴보면 매우 오랜 기간 동안 이익률이 안정적으로 유지되어 P/E 멀티플이 25배를 상회했다. 리노공업은 반도체 테스트용 부품 중에서 소켓, 핀 위주로 그러한 단계에 진입해 연간 매출이 2,000억 원을 상회한다. 티에스이는 본업의 제품 포트폴리오 다변화와 자회사의 성장을 통해 2020년부터 연결매출 2,000억 원을 상회한다. 외국인 지분율이 9.2%로 아직 낮은 것도 긍정적이다.

기업분석(Report)

Not Rated

CP(9월25일): 33,950원

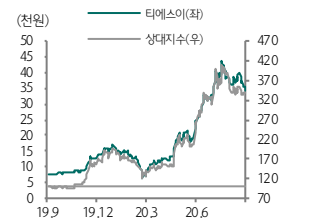
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	806.95
52주 최고/최저(원)	43,650/6,500
시가총액(십억원)	378.9
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	11,061.4
60일 평균 거래량(천주)	100,270.6
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
19년 배당금(원)	200
19년 배당수익률(%)	1.5
외국인지분율(%)	9.17
주요주주 지분율(%)	
권상준 외 11인	64.02
Credit Suisse Group AG	6.13
외 1인	
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.5) 320.2 326.5
상대	(8.5) 150.2 239.3

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	132	127	186	184	191
영업이익	십억원	1	(13)	23	15	21
세전이익	십억원	4	(14)	19	17	21
순이익	십억원	2	(14)	14	13	16
EPS	원	216	(1,246)	1,527	1,157	1,446
증감율	%	(68.9)	적전	흑전	(24.2)	25.0
PER	배	58.8	(6.4)	10.9	5.6	9.5
PBR	배	1.0	0.7	1.3	0.5	0.9
EV/EBITDA	배	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
ROE	%	1.8	(11.6)	12.6	8.6	9.7
BPS	원	12,525	11,651	12,975	14,347	15,766
DPS	원	0	0	0	200	200



Semiconductor Analyst
김경민, CFA
claiekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA
김주연
kim_juyeon@hanafn.com

표 1. 연결기준 실적

(단위: 십억 원, %)

연결기준 실적	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2016	2017	2018	2019
매출액	39.4	51.9	31.5	48.2	47.8	64.1	57.3	70.8	126.7	185.8	184.4	191.5
매출원가	31.6	39.8	26.5	33.5	33.8	45.5	37.0	46.4	115.3	138.1	139.3	139.4
매출총이익	7.8	12.1	4.9	14.7	14.0	18.5	20.2	24.4	11.4	47.7	45.2	52.1
판매비와관리비	7.2	9.6	6.9	8.2	7.6	8.8	8.0	7.1	24.1	24.9	30.3	31.5
영업이익	0.6	2.5	-2.0	6.4	6.5	9.7	12.3	17.3	-12.7	22.8	14.8	20.7
세전계속사업이익	1.0	2.0	-1.1	7.2	8.3	6.9	15.1	16.6	-13.8	19.4	16.5	21.3
법인세비용	0.3	0.1	0.3	1.7	1.6	1.8	3.6	3.4	0.0	2.5	3.7	5.3
당기순이익	0.7	1.9	-1.4	5.5	6.8	5.1	11.5	13.1	-13.8	16.9	12.8	16.0
연결기준 마진	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2016	2017	2018	2019
GPM%	19.9%	23.3%	15.7%	30.4%	29.3%	28.9%	35.3%	34.5%	9.0%	25.7%	24.5%	27.2%
OPM%	1.5%	4.8%	-6.2%	13.3%	13.5%	15.2%	21.4%	24.5%	-10.0%	12.3%	8.0%	10.8%
NPM%	1.7%	3.7%	-4.4%	11.5%	14.2%	7.9%	20.1%	18.5%	-10.9%	9.1%	6.9%	8.4%

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 2. 별도기준 실적

(단위: 십억 원, %)

별도기준 실적	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2016	2017	2018	2019
매출액	22.2	28.2	16.6	30.5	27.9	40.0	36.9	47.7	61.7	101.2	107.2	115.0
매출원가	16.5	19.0	13.4	18.2	18.6	26.5	22.4	30.4	58.6	72.4	72.3	76.6
매출총이익	5.7	9.3	3.2	12.3	9.3	13.5	14.5	17.3	3.0	28.8	34.9	38.3
판매비와관리비	4.8	7.2	4.4	4.8	5.1	5.7	5.5	4.6	15.3	14.2	20.8	20.0
영업이익	0.9	2.1	-1.2	7.5	4.3	7.8	9.0	12.7	-12.3	14.7	14.1	18.3
금융수익	1.6	3.0	2.9	1.8	2.6	1.4	5.2	6.2	3.3	2.3	8.2	8.6
금융비용	1.4	2.6	2.2	1.2	1.0	2.1	2.5	6.7	2.0	3.1	6.2	6.5
기타영업외수익	0.2	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
기타영업외비용	0.0	0.7	0.1	0.0	0.0	3.1	0.1	0.0	1.7	0.4	0.8	3.2
세전계속사업이익	1.3	1.9	-0.4	8.1	5.8	4.1	11.7	12.3	-12.4	13.8	15.7	17.6
법인세비용	0.3	0.1		1.7	1.2	1.5	2.6	2.6	0.1	1.2	3.1	4.3
당기순이익	1.0	1.8	-0.4	6.4	4.6	2.6	9.1	9.7	-12.5	12.6	12.7	13.2

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 3. 제품별 매출

별도매출	2017	2018	2019	1H20	2020F (상반기 실적 의 2배 적용. 기업 측 가이 던스는 이보다 보수적)	Y/Y
Probe card	45.7	53.7	38.6	31.4		
Board	39.5	44.1	58.1	38.0		
OLED 검사장비	15.8	9.0	18.0	15.1		
임대료 수입	0.2	0.2	0.2	0.1		
별도매출 합계	101.2	107.2	115.0	84.6	169.3	47.2%
자회사	2017	2018	2019	1H20		
지엠테스트(테스트장비)	22.2	18.2	19.6	10.0		
타이거일렉(반도체검사용 PCB)	33.4	33.7	35.1	20.8		
우리마이크론(디스플레이장비, 반도체 패키징장비)	13.9	10.3	2.0	4.6		
메가타치(인터포저, 핀)	18.8	22.8	32.3	17.7		
자회사매출 합계	88.3	84.9	89.0	53.0		
연결매출	185.8	184.4	191.5	128.1	256.2	33.8%

자료: 하나금융투자

표 4. 동종업종 내에서의 비교(1)

기업	시가총액(전체)	증가	1주전대비	1개월전대비	3개월전대비	P/E	P/E	ROE(지배)	ROE(지배)
	KRW bil	Local/Shares	%	%	%	2019AS	2020AS	2019AS	2020AS
티에스이	378.9	34,250.0	-7.4	-9.5	41.8	9.4		10.3	
리노공업	1,836.7	120,500.0	-7.7	-5.6	2.4	18.6	27.6	18.8	20.5
ISC	251.0	17,750.0	-5.6	-0.6	1.7	31.7		2.6	
마이크로컨텍솔	37.0	4,450.0	-12.6	1.8	11.4	46.0		2.7	
오킨스전자	97.7	12,600.0	2.9	33.8	204.0	104.9		0.9	
마이크로프랜드	57.7	5,330.0	-9.4	-5.8	2.7	-12.0		-10.6	
테크윙	360.3	18,650.0	-6.8	0.3	6.6	24.6	10.7	6.4	17.7
FormFactor	2,140.0	23.9	-0.1	-14.0	-20.5	51.0	17.8	6.4	15.6

자료: WISEfn, 하나금융투자

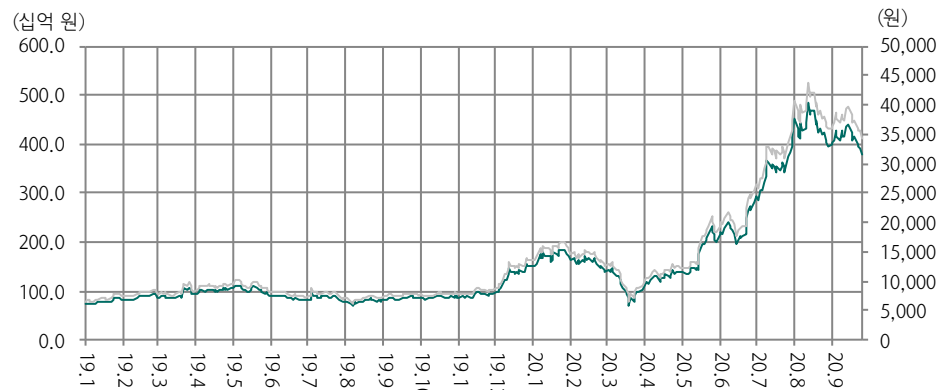
표 5. 동종업종 내에서의 비교(2)

(단위: 십억 원)

기업	매출액	매출액	매출액	영업이익	영업이익	영업이익	당기순이익	당기순이익	당기순이익	당기순이익
	2018AS	2019AS	2020AS	2018AS	2019AS	2020AS	2018AS	2019AS	1H20	2020AS
	KRW bil	KRW bil	KRW bil	KRW bil	KRW bil	KRW bil	KRW bil	KRW bil	KRW bil	KRW bil
티에스이	184.4	191.5		14.8	20.7		12.8	16.0	24.7	
리노공업	150.4	170.3	211.5	57.5	64.1	80.1	48.6	52.8	33.5	66.6
ISC	101.9	87.7		12.3	2.0		12.2	3.2	11.1	
마이크로컨텍솔	25.7	34.4		-3.5	0.7		-4.5	0.8	0.3	
오킨스전자	34.1	38.5		1.2	1.5		0.1	0.2	0.7	
마이크로프랜드	40.6	36.7		-3.1	-2.8		-1.9	-4.6	0.6	
테크윙	193.7	186.9	245.3	25.1	24.4	48.4	18.6	11.3	12.4	35.1
FormFactor	582.7	686.9	774.0	39.7	57.9	151.6	114.5	45.9	43.9	

자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. 티에스이의 시가총액 및 주가 추이와 이벤트



2020년 1월	삼성디스플레이향 OLED 검사장비(Electrical Array Tester) 138억 원 규모 수주 공시
2월	1월 말 코로나19 발발 이후 업계 전반적 주가 조정
3월	코로나19 확산에 따른 반도체업종 주가 하락 영향으로 티에스이 주가도 동반 하락
4월	반도체업종의 코로나19 영향이 타업종 대비 제한적으로 드러나자 3월 낙폭 일부 축소
5월	분기보고서 공시. 전 사업부 매출 증가. 연결 기준 매출액 573억 원(+82% YoY), 영업이익 123억 원(흑자전환)
6월	2Q20 매출에 대한 기대감이 짙어지면서 주가 상승
7월	Credit Suisse Group AG 지분을 증가(5.06%→6.13%). 외국인지분을 2019년 9월 1.4%에서 2020년 6월 9.1%까지 상승
8월	분기보고서 공시. 연결 기준 매출액 708억 원(+47% Y/Y), 영업이익 173억 기록(+170% Y/Y)하며 호실적 달성
9월	코로나19 재확산 우려와 나스닥 증시 조정에 따른 불확실성으로 투자심리 둔화

자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	132	127	186	184	191
매출원가	112	115	138	139	139
매출총이익	20	12	48	45	52
판매비	20	24	25	30	31
영업이익	1	(13)	23	15	21
금융손익	2	1	(2)	2	2
종속/관계기업손익	0	(1)	(1)	0	(1)
기타영업외손익	1	(1)	0	(0)	(1)
세전이익	4	(14)	19	17	21
법인세	1	0	2	4	5
계속사업이익	2	(14)	17	13	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	(14)	17	13	16
비지배주주지분 순이익	1	1	3	0	(0)
지배주주순이익	2	(14)	14	13	16
지배주주지분포괄이익	3	(14)	15	14	18
NOPAT	0	(13)	20	11	15
EBITDA	16	1	37	30	37
성장성(%)					
매출액증가율	(9.6)	(3.8)	46.5	(1.1)	3.8
NOPAT증가율	(100.0)	N/A	흑전	(45.0)	36.4
EBITDA증가율	(38.5)	(93.8)	3,600.0	(18.9)	23.3
영업이익증가율	(88.9)	적전	흑전	(34.8)	40.0
(지배주주)순이익증가율	(66.7)	적전	흑전	(7.1)	23.1
EPS증가율	(68.9)	적전	흑전	(24.2)	25.0
수익성(%)					
매출총이익률	15.2	9.4	25.8	24.5	27.2
EBITDA이익률	12.1	0.8	19.9	16.3	19.4
영업이익률	0.8	(10.2)	12.4	8.2	11.0
계속사업이익률	1.5	(11.0)	9.1	7.1	8.4

투자지표	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	216	(1,246)	1,527	1,157	1,446
BPS	12,525	11,651	12,975	14,347	15,766
CFPS	2,199	1,001	3,720	3,594	4,220
EBITDAPS	1,448	106	3,327	2,717	3,354
SPS	11,986	11,455	16,793	16,673	17,312
DPS	0	0	0	200	200
주가지표(배)					
PER	58.8	(6.4)	10.9	5.6	9.5
PBR	1.0	0.7	1.3	0.5	0.9
PCR	5.8	8.0	4.5	1.8	3.3
EV/EBITDA	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
PSR	1.1	0.7	1.0	0.4	0.8
재무비율(%)					
ROE	1.8	(11.6)	12.6	8.6	9.7
ROA	1.2	(7.3)	8.2	5.6	6.1
ROIC	0.3	(11.2)	14.7	8.0	8.6
부채비율	24.7	32.5	28.6	28.8	35.3
순부채비율	18.5	11.8	9.5	16.4	3.9
이자보상배율(배)	0.5	(22.0)	29.6	22.9	34.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	99	90	95	113	133
금융자산	48	35	37	51	38
현금성자산	22	11	20	22	26
매출채권	28	28	32	38	60
재고자산	19	23	23	20	28
기타유동자산	4	4	3	4	7
비유동자산	94	99	112	117	131
투자자산	13	13	13	12	14
금융자산	7	8	10	8	11
유형자산	61	67	80	85	94
무형자산	15	13	13	13	13
기타비유동자산	5	6	6	7	10
자산총계	193	189	206	230	264
유동부채	32	38	32	38	56
금융부채	3	1	0	2	3
매입채무	5	8	6	7	9
기타유동부채	24	29	26	29	44
비유동부채	6	9	14	14	13
금융부채	2	4	8	7	5
기타비유동부채	4	5	6	7	8
부채총계	38	46	46	51	69
지배주주지분	132	119	133	148	165
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	21	25	25	27	26
자본조정	(8)	(11)	(11)	(11)	(11)
기타포괄이익누계액	3	3	4	2	4
이익잉여금	111	97	111	126	140
비지배주주지분	23	24	27	30	30
자본총계	155	143	160	178	195
순금융부채	29	17	15	29	8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	3	12	26	28	10
당기순이익	2	(14)	17	13	16
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	15	14	14	15	16
외환거래손익	0	1	1	(0)	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(15)	(15)	(15)	(15)	(17)
영업활동 자산부채 변동	(14)	4	(13)	(7)	(29)
투자활동 현금흐름	0	(19)	(19)	(31)	(12)
투자자산감소(증가)	0	1	1	0	1
자본증가(감소)	10	18	29	20	24
기타	(10)	(38)	(49)	(51)	(37)
재무활동 현금흐름	9	(4)	3	4	7
금융부채증가(감소)	(5)	(1)	3	0	8
자본증가(감소)	4	4	0	1	(0)
기타재무활동	10	(7)	0	3	1
배당지급	0	0	0	0	(2)
현금의 증감	13	(11)	10	1	5
Unlevered CFO	24	11	41	40	47
Free Cash Flow	13	30	52	48	34

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

티에스이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.25	Not Rated	-		

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.79%	8.21%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 09월 25일

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 9월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 9월 25일 현재 해당회사의 유가증권권을 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 중립자료로 사용될 수 없습니다.