



Not Rated

주가(02/15): 28,150원

시가총액: 1,928억원



스몰캡

Analyst 한동희

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (02/15)		738.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,950원	16,400원
등락률	-6.01%	71.65%
수익률	절대	상대
1M	23.5%	15.4%
6M	8.7%	12.1%
1Y	64.1%	88.4%

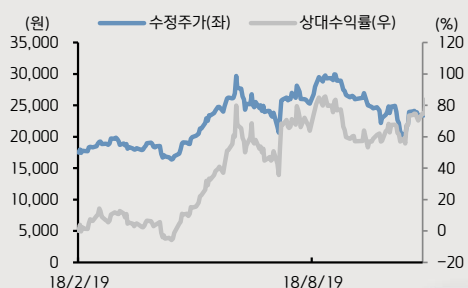
Company Data

발행주식수	6,850천주
일평균 거래량(3M)	78천주
외국인 지분율	11.42%
배당수익률(19E)	0.98%
BPS(19E)	14,867원
주요 주주	이종도 외 33.30%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	472	653	862	1,015
보고영업이익	99	187	257	314
핵심영업이익	99	187	257	314
EBITDA	233	295	385	497
세전이익	102	187	258	315
순이익	90	158	211	254
지배주주지분순이익	90	158	211	254
EPS(원)	1,313	2,312	3,085	3,708
증감률(%YoY)	1,115.4	76.1	33.4	20.2
PER(배)	10.7	12.2	9.1	7.6
PBR(배)	1.4	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA(배)	3.8	4.0	3.3	2.5
보고영업이익률(%)	20.9	28.6	29.8	31.0
핵심영업이익률(%)	20.9	28.6	29.8	31.0

Price Trend



기업코멘트

테스나 (131970)

예상을 상회하는 CIS 테스트 투자 속도와 규모



테스나는 2월 15일 149억원 규모의 테스트 장비 투자를 공시했다. 이는 지난 11월 264억원의 투자 공시 이후 3개월만에 추가 투자를 단행한 것이다. 장비 구매처와 주력 고객사의 비메모리 전략을 감안했을 때, 모두 CIS (CMOS Image Sensor)용 투자로 추정된다. 2Q19부터 주력고객사향 CIS 테스트 매출 인식을 통한 레벨업 시작 전망을 유지하며, 19년 하반기 및 20년 성장에 대한 가시성은 더 높아졌다고 판단한다.

>>> 149억원 규모의 CIS 시장 대응을 위한 추가투자 결정

테스나는 2월 15일 149억원 규모의 테스트 장비 투자를 공시했다. 지난 11월 264억원의 투자 공시를 감안하면, 공시 기준 3개월여 동안 413억원의 대규모 투자이다. 장비 구매처와 주력 고객사의 비메모리 전략을 감안했을 때, 전량 CIS (CMOS Image Sensor)용 투자로 추정된다. 이는 CIS 테스트 외주화를 통한 테스나의 수혜를 전망한 당사의 View와 일치하지만, 투자규모와 속도는 기존 당사의 예상을 상회하고 있다.

1차, 2차 투자 장비의 입고 일정을 고려해 2Q19부터 CIS 테스트 매출 인식을 통한 레벨업 시작 및 분기별 매출 성장 전망을 유지하며, 첫 온기 반영이 시작되는 2020년 성장에 대한 가시성은 더욱 높아졌다고 판단한다.

>>> 4Q18 영업이익 47억원 (+3% QoQ)으로 추정치 부합

테스나의 4Q18 잠정 실적은 매출액 173억원 (+9% QoQ), 영업이익 47억원 (+3% QoQ)으로 기존 예상치에 부합했다. 전방시장의 재고조정이 진행되는 4Q 비수기에도 불구하고, 주력 고객사의 신규 스마트폰향 SoC 물량 반영 시작이 호실적을 견인했다고 판단된다. 영업이익률의 소폭 하락 (-1.5%p QoQ)은 연말 보수적 회계처리 및 성과급 반영 등의 일시적 영향으로 추정된다.

>>> 테스트 외주업의 구조적 성장성에 주목

테스나의 2019년 실적은 매출액 862억원 (+32% YoY), 영업이익 257억원 (+37% YoY)으로 전망된다. 매출 성장의 핵심은 2Q19 본격화 시작이 예상되는 주력고객사향 CIS 테스트 매출 인식이다. 2019년 CIS 매출액은 257억원 (+251% YoY)으로 예상된다. 기존 주력이었던 Smartcard IC, MCU 등이 물량의 안정성에 강점이 있었다면, CIS의 경우 스마트폰의 멀티카메라화 및 전장 등 전방시장의 고성장과 첫 외주화 시작에 따른 추가 성장이 기대된다.

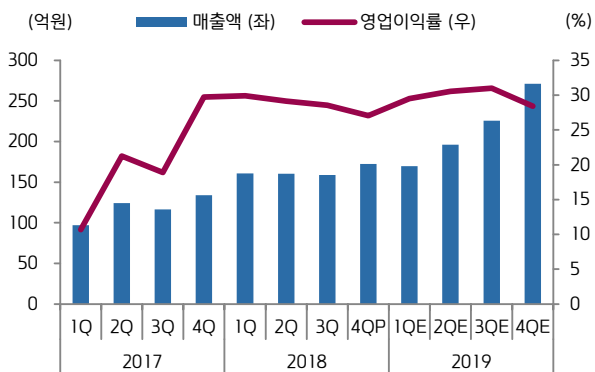
비메모리 테스트 외주업의 구조적 성장에 대한 전망을 유지한다. 다품종 소량 생산 성격의 비메모리는 규모의 경제효과가 제한적이며, 이는 주력고객사의 비메모리 시장 침투의 초입에 외주업체를 활용한 생산효율화에 집중할 것으로 판단하기 때문이다. 19년 CIS를 통한 상저하의 실적과 20년 CIS 투자분의 온기반영에 따른 성장에 대한 높은 가시성, 2020E PER 7.6X 수준의 현 주가, 주력고객사의 통신칩을 통한 중장기 성장에 주목한 투자전략을 추천한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	161	160	159	173	170	196	226	271	472	653	862	1,015
증감율(%YoY)	66%	29%	36%	29%	5%	22%	42%	57%	56%	38%	32%	18%
증감율(%QoQ)	20%	0%	-1%	9%	-2%	16%	15%	20%				
영업이익	48	47	45	47	50	60	70	77	99	187	257	314
증감율(%YoY)	363%	77%	106%	17%	4%	28%	54%	65%	흑전	89%	37%	22%
증감율(%QoQ)	21%	-3%	-3%	3%	7%	20%	17%	10%				
지배순이익	42	40	37	40	42	51	59	65	90	158	211	254
영업이익률(%)	30%	29%	29%	27%	30%	31%	31%	28%	21%	29%	30%	31%
지배순이익률(%)	26%	25%	23%	23%	25%	26%	26%	24%	19%	24%	24%	25%

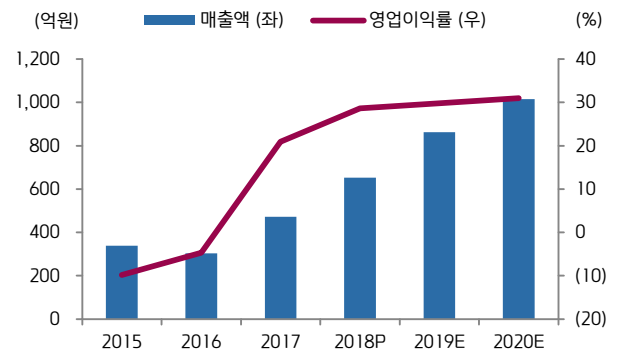
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익 추이 및 전망



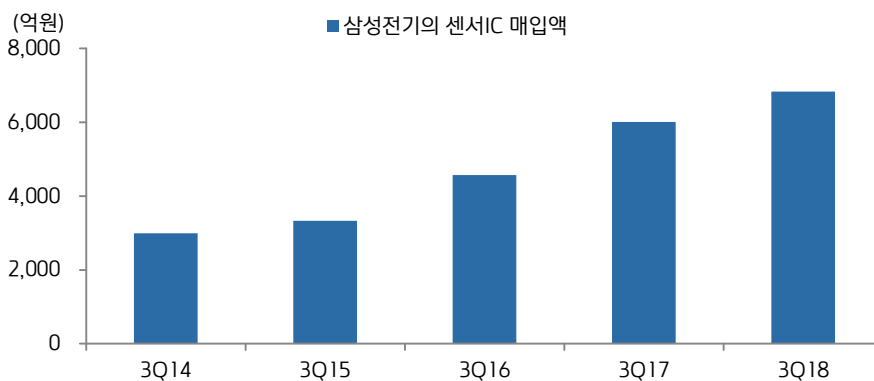
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



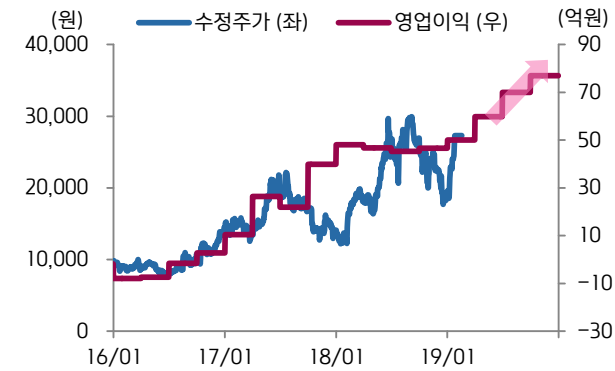
자료: 전자공시, 키움증권 추정

삼성전기의 센서IC 매입액 추이 (3Q 누적 기준)



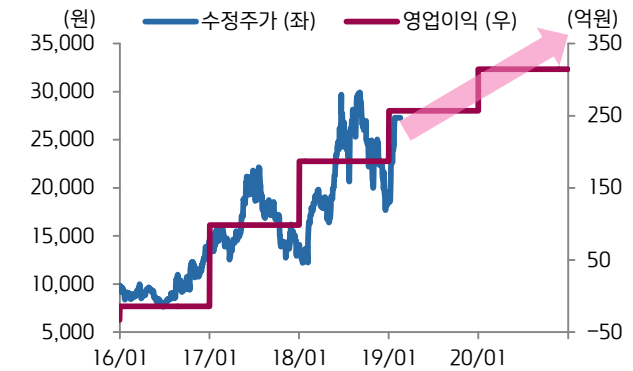
자료: 전자공시, 키움증권

테스나의 수정주가와 분기 영업이익의 관계



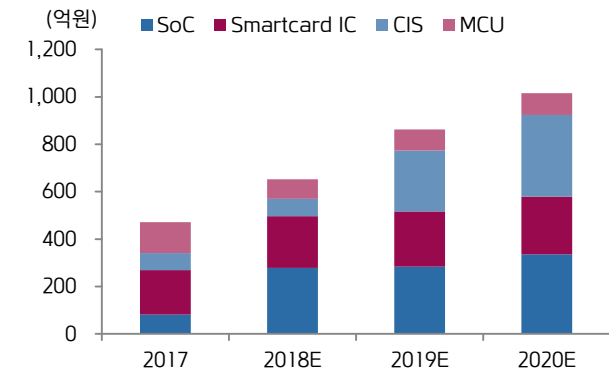
자료: Fnguide, 키움증권 추정

테스나의 수정주가와 연간 영업이익의 관계



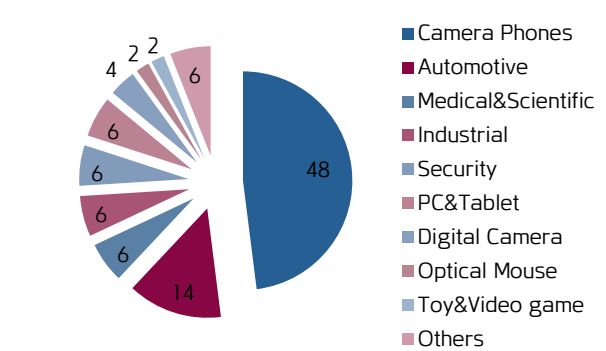
자료: Fnguide, 키움증권 추정

부문별 매출액 추이 및 전망



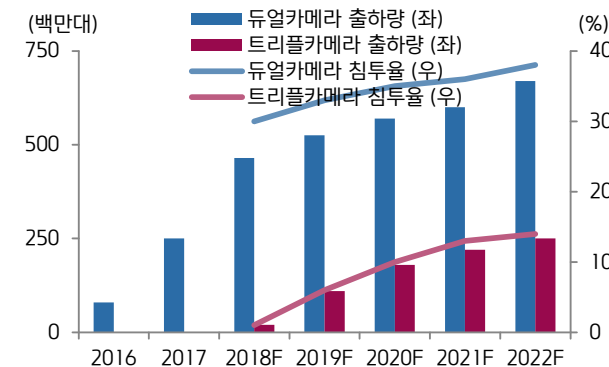
자료: 키움증권 추정

2020년 어플리케이션별 CIS 시장 구성 전망



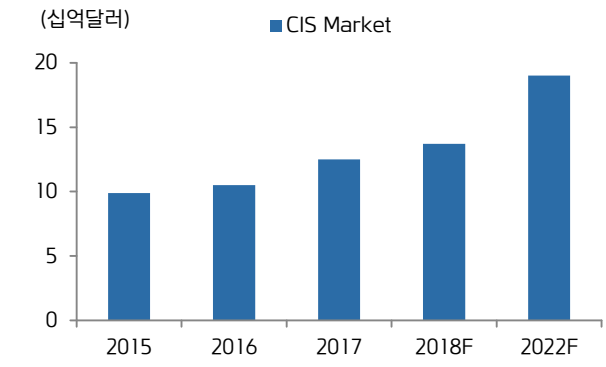
자료: IC Insight, 키움증권

스마트폰 카메라 시장 전망



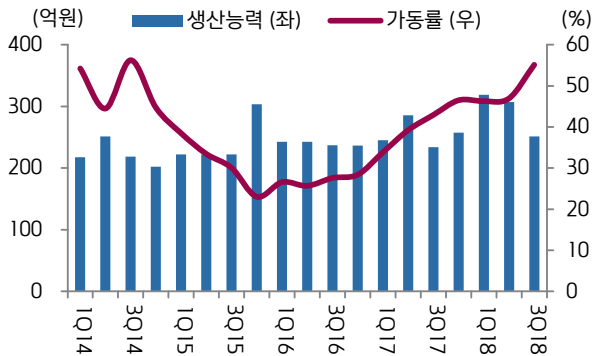
자료: TSR, 키움증권

CIS 시장 규모 및 전망



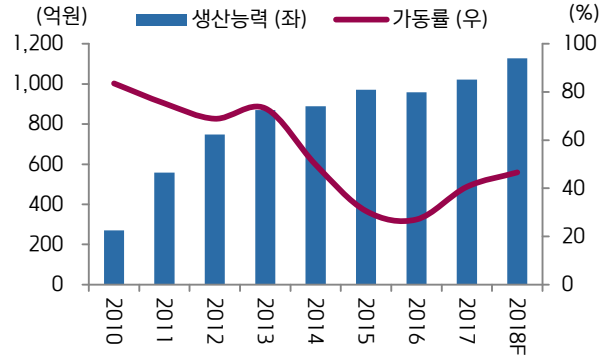
자료: Yole development, 키움증권

테스나 분기 생산능력 및 가동률 추이 (웨이퍼 기준)



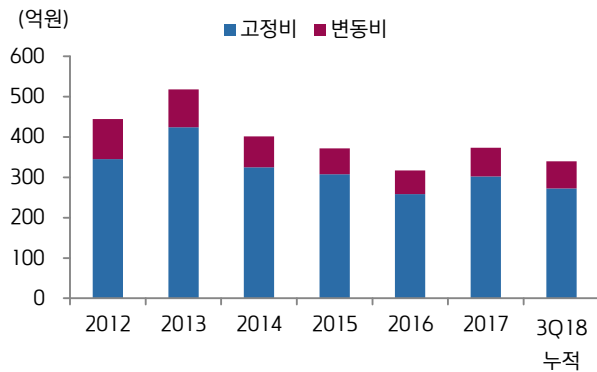
자료: 전자공시, 키움증권 추정

테스나 연간 생산능력 및 가동률 추이 (웨이퍼 기준)



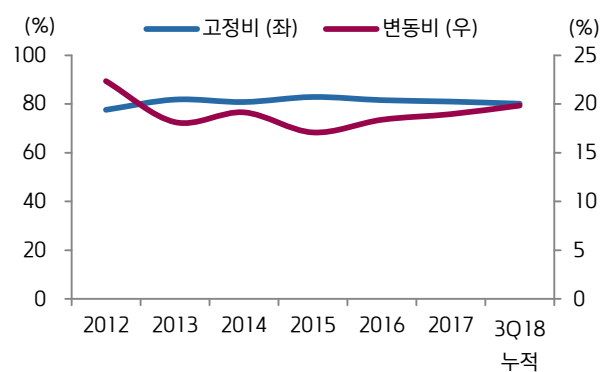
자료: 전자공시, 키움증권 추정

변동비, 고정비 추이



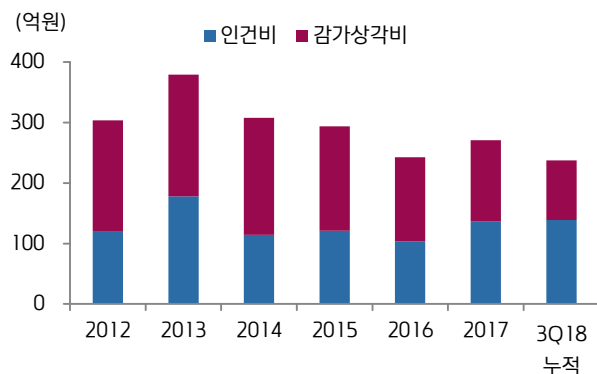
자료: 전자공시, 키움증권

변동비, 고정비 비중 추이



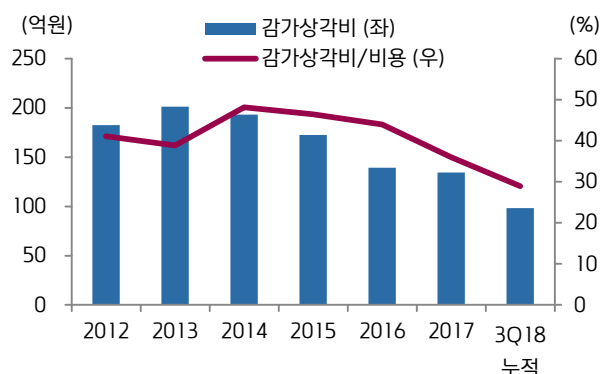
자료: 전자공시, 키움증권

분기별 인건비, 감가상각비 추이



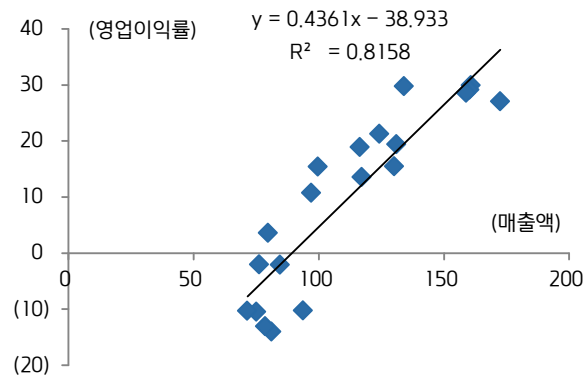
자료: 전자공시, 키움증권

감가상각비 및 전체 비용 중 감가상각비 비중 추이



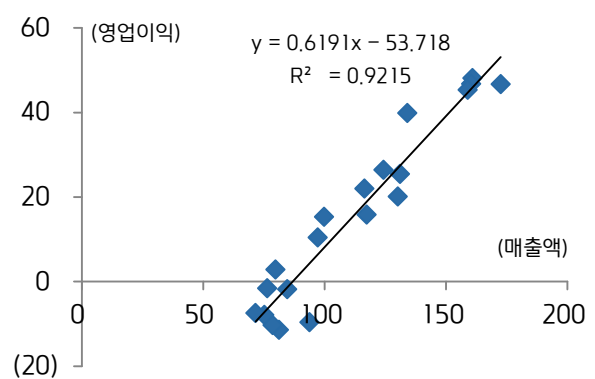
자료: 전자공시, 키움증권

테스나 분기 매출액과 영업이익률의 상관관계



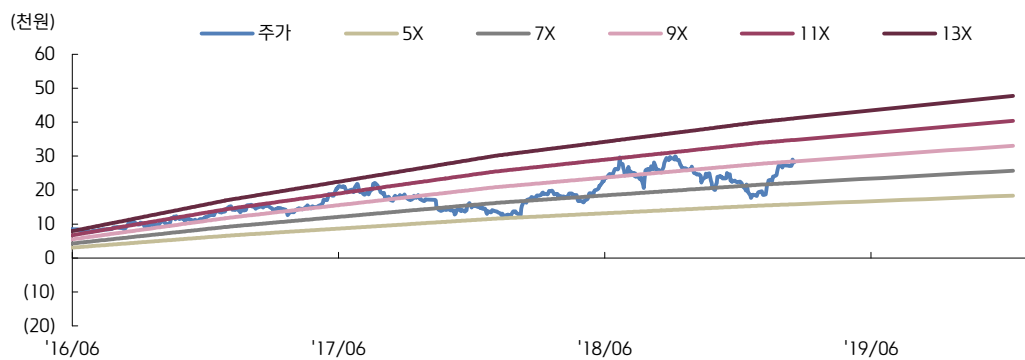
자료: 전자공시, 키움증권

테스나 분기 매출액과 영업이익의 상관관계



자료: 전자공시, 키움증권

테스나 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

Compliance Notice

- 당사는 2월 15일 현재 '테스나 (131970)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%