

테스나 (131970)

반도체/장비



이재윤

02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 백길현

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	60,000원 (U)
현재주가 (5/21)	44,250원
상승여력	36%

시가총액	3,031억원
총발행주식수	6,850,000주
60일 평균 거래대금	48억원
60일 평균 거래량	132,245주
52주 고	44,450원
52주 저	17,700원
외인지분율	7.11%
주요주주	이종도 외 8 인 33.29%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	17.7	63.6	119.6
상대	27.5	73.7	172.3
절대(달러환산)	12.1	54.2	99.6

CIS가 삼성 비메모리 전략의 첫 번째

2Q19 영업이익 65억원으로 시장 기대치 상회할 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 220억원(YoY 37%, QoQ 25%), 65억원(YoY 39%, QoQ 38%, OPM 30%)을 기록하며 시장 기대치를 상회할 전망이다. 2분기 중반 들어 전략 고객사의 신규 CIS(CMOS Image sensor) 웨이퍼테스트 외주 물량이 본격화됐기 때문이다.

2019년 연간 영업이익 300억원으로 상향

올해 연간 매출액과 영업이익은 각각 904억원(YoY 39%), 300억원(YoY 62%, OPM 33%)으로 기존 영업이익 추정치인 268억원에서 상향 조정한다. 멀티카메라 채용이 가속화되면서 전략거래 선의 CIS 물량이 급증할 것으로 전망되기 때문이다. 올 하반기부터는 RF칩 물량도 증가하면서 실적 모멘텀이 강화될 것이다.

투자의견 'BUY', 목표주가 60,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하되 목표주가는 기존 39,000원에서 60,000원으로 상향한다. 실적추정치를 12% 상향, Target PER Multiple을 12X에서 15.5X로 높여 적용했다. 국내 비메모리반도체 Ecosystem 강화에 따른 수혜가 동시에 집중될 것으로 예상되기 때문이다.

▶ 과거에는 삼성전자가 Apple 파운드리에 의존적이었지만, 이제는 독자적인 ISCOCELL 기술을 바탕으로 다수 고객사들을 대상으로 CIS 점유율을 확대시키고 있고, 5G Baseband칩 시장에서도 Leadership을 확보했기 때문이다. 삼성전자의 5G Baseband칩 기술 확보는 그동안 부진했던 Mobile AP 사업에도 긍정적으로 작용할 것이다.

▶ 이제는 정부도 국내 비메모리반도체 산업 강화 지원에 나서고 있다. 관련 업종 대상으로 R&D 투자지원이나 세제혜택을 검토하고 있어 중소기업체들의 상대적으로 원활한 사업 추진이 가능할 것이다.

▶ 동사는 6년만에 대규모 Capex Cycle에 진입했다. 무엇보다 동사의 실적 전망 가시성과 실적 성장 연속성이 과거 2010~2012년 당시 대규모 Capex Cycle 구간보다 훨씬 높아졌다. 삼성전자의 비메모리반도체 체질개선과 더불어 정부의 지원까지 예정돼 있기 때문이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	220	37.2	24.9	200	10.1
영업이익	65	39.3	38.2	57	14.2
세전계속사업이익	65	37.9	51.1		
지배순이익	55	39.7	31.3	47	17.6
영업이익률 (%)	29.6	+0.5 %pt	+2.9 %pt	28.5	+1.1 %pt
지배순이익률 (%)	25.1	+0.4 %pt	+1.2 %pt	23.5	+1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	472	653	905	1,031
영업이익	99	187	300	359
지배순이익	90	162	253	296
PER	12.5	9.1	12.0	10.2
PBR	1.6	1.8	2.8	2.2
EV/EBITDA	4.4	4.2	5.8	8.2
ROE	14.3	21.9	27.0	24.7

자료: 유안타증권

삼성전자 비메모리 반도체 사업 전략의 첫 번째는 CIS

스마트폰 시장은 정체된 반면 CIS 수요 증가는 부각되고 있다. 스마트폰 시장에서 멀티카메라 채용이 가속화되고 있기 때문이다.

2016년 5%에 그쳤던 멀티카메라 채용률은 2019년과 2020년에 각각 61%, 70%로 확대될 전망이다. 스마트폰 대당 후면카메라 평균 카메라 개수 기준으로 살펴보면, 2016년 1.1개에서 2019년에는 1.8개, 2020년에는 2개로 늘어날 것이다.

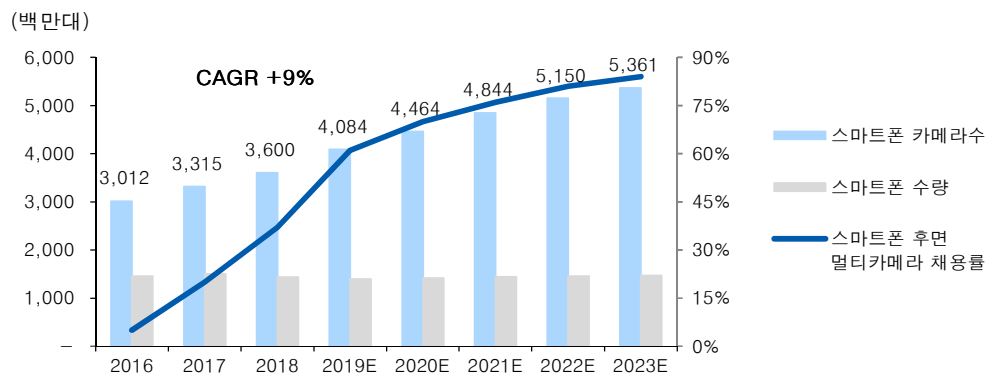
스마트폰 카메라의 평균 화소도 2016년 1400만 화소에서 2019년과 2020년에는 각각 2600만 화소, 3900만화소로 상향될 것으로 예상된다. CIS의 양적 성장뿐만 아니라 질적 성장에도 주목해야 할 것이다.

삼성전자는 지난 1월 이스라엘 카메라솔루션업체인 Corephotonics를 인수(인수대금 1억5500만불)하면서 카메라사업 확장 속도를 높이고 있다. Corephotonics는 멀티카메라 기술 관련 상당수의 특허를 보유하고 있는 업체로 2015년 Qualcomm의 협력사로 자리잡았다. 삼성전자 반도체 부문의 CIS 기술도 업계 최고 수준으로 발전했다.

2000년 초반 CIS를 처음으로 양산해 2010년들어 글로벌 스마트폰 카메라 시장에 진입한 것으로 조사된다. 2014년에는 독자적인 ISOCELL 기술을 적용해 갤럭시S5에 탑재하는데 성공했다. 하지만 여전히 1위 업체인 Sony와의 점유율 격차가 30%pt나 되기 때문에 CIS 수요 확대 환경이 마련된 현 시점에서 더욱 공격적인 투자 전략이 요구된다.

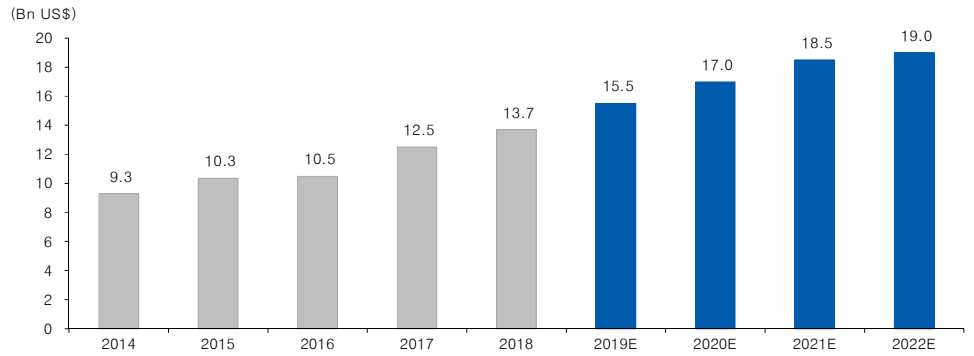
지난해 말 삼성전자는 Sys. LSI사업부 내 센서사업팀을 신설하고 급증하고 있는 스마트폰 카메라 시장뿐만 아니라 차량용, IoT, 헬스케어 등 다양한 분야에 적용되는 센서 시장에 적극 대응하고 있다.

스마트폰 카메라 수량 증가



자료: 삼성전자, 유안타증권 리서치센터

CIS 시장 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

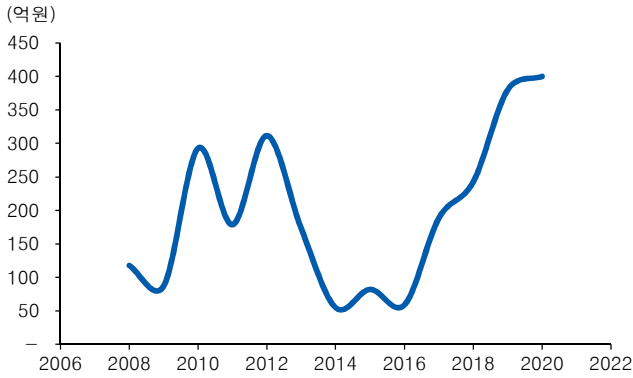
테스나 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
Sales	161	160	159	170	176	220	251	257	238	260	265	267	650	904	1,031
YoY	66%	29%	36%	27%	9%	37%	58%	51%	35%	18%	6%	4%	38%	39%	14%
QoQ	20%	0%	-1%	7%	4%	25%	14%	2%	-7%	9%	2%	1%			
인건비	46	53	38	56	32	51	60	72	48	64	64	96	193	215	272
감가상각비	32	32	35	35	46	47	49	49	50	50	50	50	134	191	200
장비임차료 등	11	12	15	13	15	20	20	20	20	20	20	20	51	75	80
기타비용	24	17	26	19	37	37	25	25	30	30	30	30	86	124	120
OP	48	47	45	47	47	65	97	91	90	96	101	71	187	300	359
YoY	395%	77%	106%	15%	-1%	39%	114%	95%	92%	48%	4%	-22%	89%	61%	19%
QoQ	18%	-2%	-3%	3%	0%	39%	49%	-6%	-1%	7%	5%	-30%			
OPM	30%	29%	29%	27%	27%	30%	39%	35%	38%	37%	38%	27%	29%	33%	35%

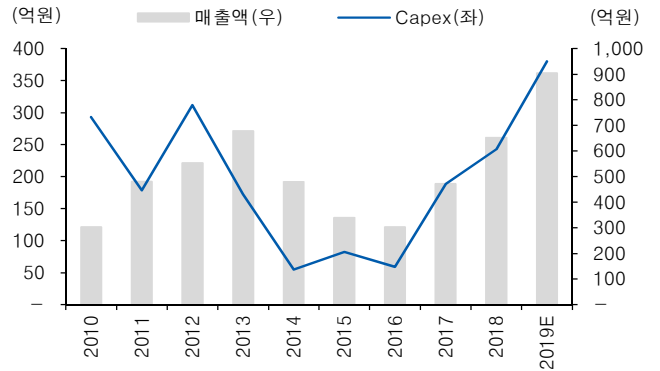
자료: 유안타증권 리서치센터

테스나 Capex Cycle



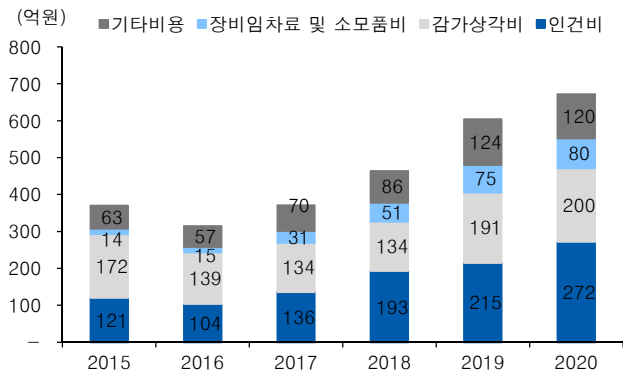
자료: 유안타증권 리서치센터

테스나 Capex & 매출액 전망



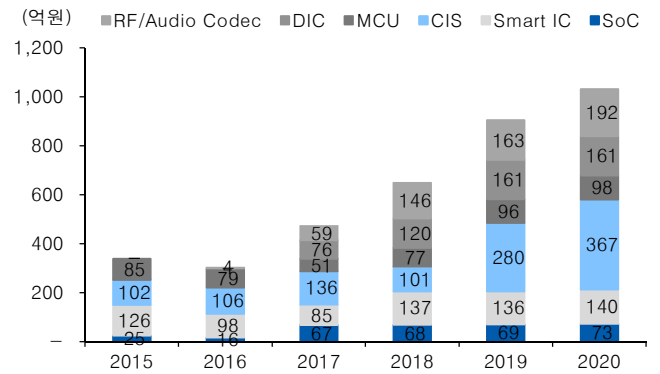
자료: 유안타증권 리서치센터

테스나 총 비용 구분



자료: 유안타증권 리서치센터

테스나 Capex & 매출액 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

테스나 (131970) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	472	653	905	1,031	1,237
매출원가	356	442	537	590	696
매출총이익	116	211	368	441	541
판매비	17	24	67	82	124
영업이익	99	187	300	359	417
EBITDA	233	323	492	360	417
영업외손익	3	0	-4	-1	4
외환관련손익	2	0	4	4	4
이자손익	-2	-1	0	-1	0
관계기업관련손익	1	1	-3	-3	-3
기타	1	1	-5	-1	3
법인세비용차감전순이익	102	188	296	358	421
법인세비용	12	25	44	62	72
계속사업순이익	90	162	253	296	348
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	90	162	253	296	348
지배지분순이익	90	162	253	296	348
포괄순이익	85	155	222	265	317
지배지분포괄이익	85	155	222	265	317

주: 영업외익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	313	364	478	364	506
현금및현금성자산	204	224	315	198	324
매출채권 및 기타채권	59	66	89	92	106
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	649	752	879	1,279	1,479
유형자산	560	638	827	1,226	1,426
관계기업 등 지분관련자산	28	22	22	22	22
기타투자자산	37	81	20	20	20
자산총계	962	1,116	1,358	1,643	1,985
유동부채	226	201	201	201	201
매입채무 및 기타채무	117	63	63	63	63
단기차입금	80	80	80	80	80
유동성장기부채	19	32	32	32	32
비유동부채	66	101	101	101	166
장기차입금	52	46	46	46	111
사채	0	0	0	0	0
부채총계	292	302	302	302	367
지배지분	670	814	1,056	1,341	1,618
자본금	34	34	34	34	34
자본잉여금	139	139	139	139	139
이익잉여금	511	664	905	1,190	1,527
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	670	814	1,056	1,341	1,618
순차입금	-96	-108	-198	-82	-142
총차입금	157	190	190	190	256

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	219	324	428	302	341
당기순이익	90	162	253	296	348
감가상각비	134	135	192	1	0
외환손익	-1	0	-4	-4	-4
종속, 관계기업 관련손익	-1	-1	0	0	3
자산부채의 증감	-21	-4	-20	0	-14
기타현금흐름	17	32	8	8	8
투자활동 현금흐름	-198	-300	-415	-438	-238
투자자산	-8	-42	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-189	-243	-380	-400	-200
유형자산 감소	5	10	0	0	0
기타현금흐름	-5	-24	-35	-38	-38
재무활동 현금흐름	33	-4	2	3	69
단기차입금	20	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	13	-4	0	0	65
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	0	4	5	5
연결범위변동 등 기타	0	0	75	17	-47
현금의 증감	54	20	90	-116	126
기초 현금	150	204	224	315	199
기말 현금	204	224	315	199	324
NOPLAT	99	187	300	359	417
FCF	12	51	48	-102	132

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

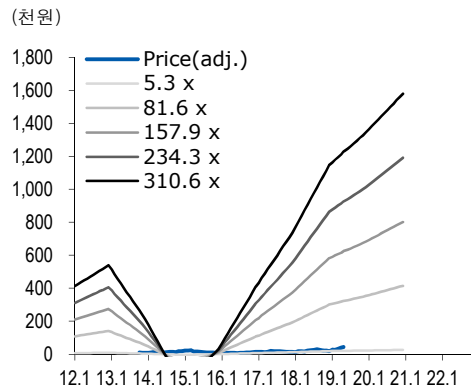
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

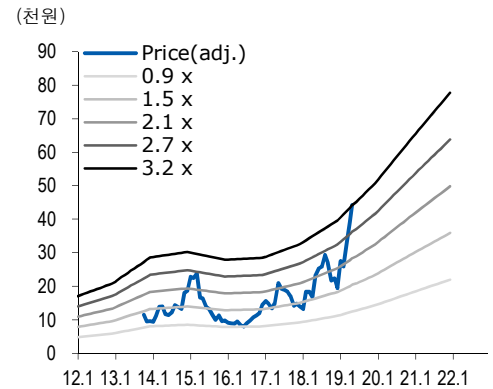
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,313	2,370	3,692	4,328	5,084
BPS	10,043	12,209	15,620	19,835	23,929
EBITDAPS	3,402	4,710	7,184	5,252	6,090
SPS	6,889	9,528	13,206	15,050	18,059
DPS	150	170	170	170	170
PER	12.5	9.1	12.0	10.2	8.7
PBR	1.6	1.8	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	4.4	4.2	5.8	8.2	6.9
PSR	2.4	2.3	3.4	2.9	2.5

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	55.8	38.3	38.6	14.0	20.0
영업이익 증가율 (%)	흑전	90.1	60.3	19.4	16.2
지배순이익 증가율 (%)	1,115.4	80.5	55.8	17.2	17.5
매출총이익률 (%)	24.6	32.4	40.6	42.8	43.7
영업이익률 (%)	20.9	28.7	33.2	34.8	33.7
지배순이익률 (%)	19.1	24.9	28.0	28.8	28.2
EBITDA 마진 (%)	49.4	49.4	54.4	34.9	33.7
ROIC	18.4	28.6	34.7	28.4	25.5
ROA	10.3	15.6	20.4	19.8	19.2
ROE	14.3	21.9	27.0	24.7	23.5
부채비율 (%)	43.6	37.0	28.6	22.5	22.7
순차입금/자기자본 (%)	-14.4	-13.2	-18.8	-6.1	-8.8
영업이익/금융비용 (배)	22.9	41.1	57.5	68.5	59.3

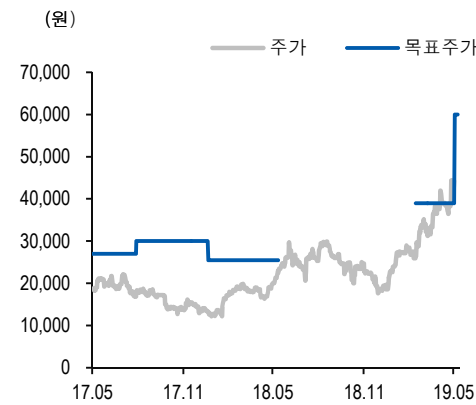
P/E band chart



P/B band chart



테스나 (131970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-22	BUY	60,000	1년		
2019-03-04	BUY	39,000	1년	-7.89	13.97
2019-01-08	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	2.31	13.73
2018-01-08	BUY	25,500	1년	-13.26	17.45
2017-08-16	BUY	30,000	1년	-38.78	-1.00
2017-02-09	BUY	27,000	1년	-36.25	-17.96

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.