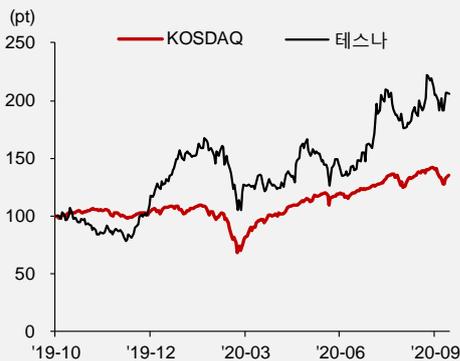


Not Rated

목표주가	- 원		
현재주가	45,200 원		
Upside	- %		
Key Data	2020년 10월 05일		
산업분류	코스닥 IT H/W		
KOSDAQ(pt)	858.39		
시가총액 (억원)	6,671		
발행주식수 (천주)	7,424		
외국인 지분율 (%)	3.5		
52 주 고가 (원)	48,757		
저가 (원)	17,183		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	26.1		
주요주주	(%)		
이종도 외 8인	15.3		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	4.9	67.0	104.2
상대주가	5.9	11.5	47.9

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈
 Jhshin2@leading.co.kr
 +822-2009-7063

테스나(131970)

시스템반도체 성장의 시대, 수혜주 #2

Capa up 을 넘어서는 수요 증가

동사는 증가하는 SoC(System on Chip) 및 CIS(Camera Image Sensor) 테스트 물량을 소화하기 위해 2018년 11월부터 2020년 8월까지 2,250억의 Test 장비 및 시설 투자를 진행했다. 현재까지 투자금액 기준 53%가 완료되었고, 2021년 3월이면 모든 투자가 완료되어 풀 가동이 시작된다. 최근 삼성전자의 파운드리 고객확보의 속도를 보면 투자를 훨씬 웃도는 수요 증가가 나타나고 있는 것을 확인할 수 있다. 즉, 폭발적 실적 증가가 코앞까지 다가 왔다.

시스템반도체 성장 = 테스트 Q ↑ x Time ↑

시스템반도체는 메모리반도체와 달리 다품종 소량생산이 주를 이루고 있어, 웨이퍼와 패키지 테스트 수량이 증가한다. 또, 다품종에 공정 미세화가 진행될 수록 테스트 하는 시간도 함께 증가하게 된다. 동사의 매출액은 '장비별 시간당 단가 x Wafer or PKG Test Time'으로 산정된다. 즉, 시스템반도체 성장은 동사의 실적 증가로 직결되게 되는 것이다.

삼성전자 SAFE 구축으로 아웃소싱 물량 증가할 것

삼성전자가 SAFE 를 구축하고 퓨어 파운드리를 선언했다. 이는 그 동안 삼성전자가 자체 처리하던 디자인, 테스트, 패키징 등의 물량을 생태계 내의 협력사들에게 내보내겠다는 것이다. 동사가 하고 있는 SoC 중 AP 는 삼성전자의 자체 테스트 비중이 가장 크다. 최근 AP 대형고객사 확보는 아웃소싱 비중이 커질 수 있는 트리거가 될 것이다.

삼성효과와 증설효과가 만나는 시기

2020년 매출액은 1,550억(+60.7% y-y), 영업이익은 394억(+62.9% y-y)으로 창사 이래 사상 최고치를 달성할 것으로 추정된다. 삼성전자의 최근 빅메이커들과의 계약 흐름과 증설효과까지 나타나는 2021년에는 매출액 2,350억(+51.0% y-y), 영업이익 618억(+56.9% y-y)을 보일 것으로 추정된다. 반면, 2021F PER 14.9x 로 4y Avg EPS Growth 50.4%를 감안하면 매력적인 Valuation 이라 판단된다.

구분	2015	2016	2017	2018	2019
매출액 (억원)	338	303	472	653	968
영업이익 (억원)	-33	-14	99	187	242
영업이익률 (%)	-9.8	-4.7	20.9	28.7	25.0
지배순이익 (억원)	-42	7	90	162	214
PER (배)	-	134.2	10.7	8.2	16.3
PBR (배)	1.2	1.7	1.4	1.6	2.1
ROE (%)	-6.9	1.3	14.3	21.9	17.5
EPS (원)	-308	54	660	1,192	1,573

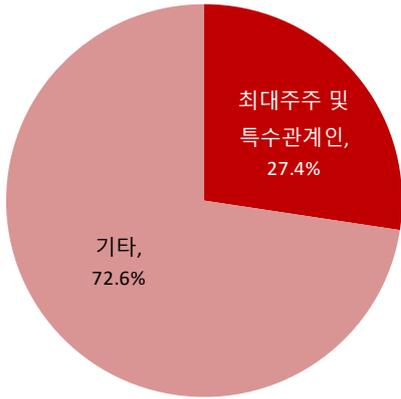
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

웨이퍼 및 패키지 테스트 업체

기업개요

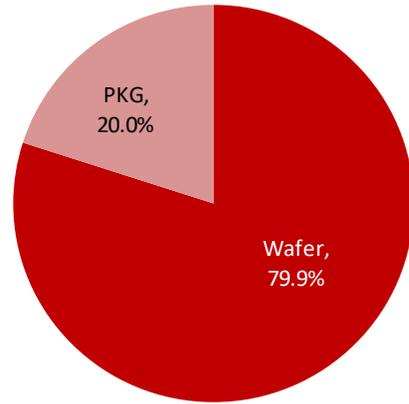
동사는 SK 하이닉스 테스트분야 엔지니어 출신이 설립한 회사로 시스템(비메모리)반도체의 웨이퍼와 패키지 테스트 사업을 영위하고 있다. 설립 초기에는 CIS 로 시작해 AP, RF 등 제품 확장을 통해 성장했다. 매출액 비중은 웨이퍼 테스트 80%, 패키지 테스트 20% 수준이다. 제품별로는 SoC(System on Chip) 48%, CIS(Camera Image Sensor) 32%, Smart Card IC 16%, MCU 4% 순이다.

그림 1. 지분구조



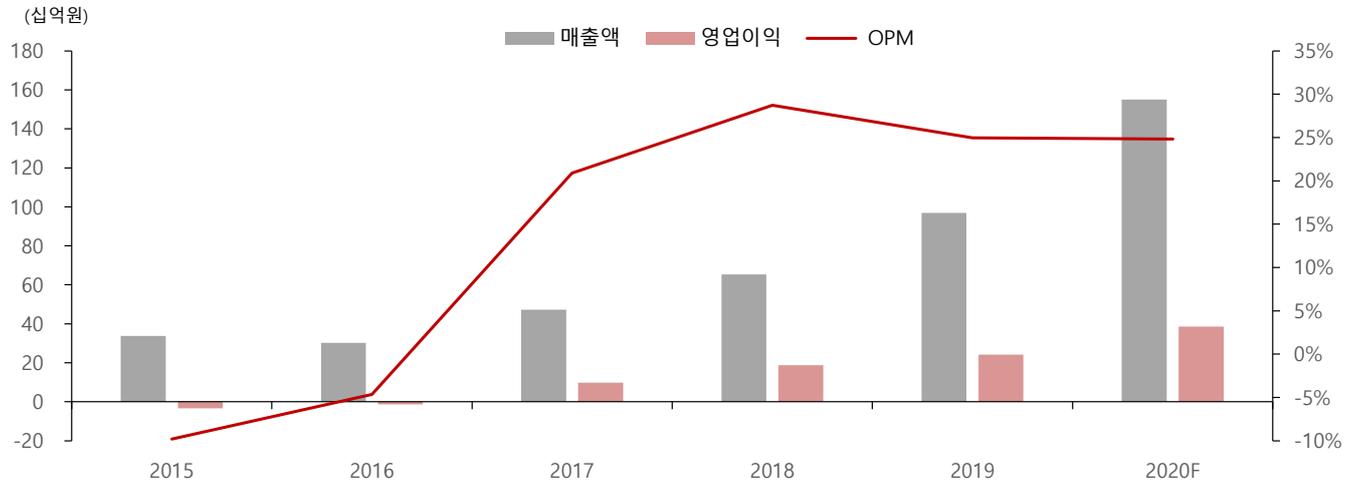
자료: 테스나, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출 비중



자료: 테스나, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 리딩투자증권 리서치센터

Capa up 을 넘어서는 수요 증가

수요 증가 > Capa up

동사는 증가하는 SoC(System on Chip) 및 CIS(Camera Image Sensor) 테스트 물량을 소화하기 위해 2018 년 11 월부터 2020 년 8 월까지 2,250 억의 Test 장비 및 시설 투자를 진행했다. 현재까지 투자금액 기준 53%가 완료되었고, 2021 년 3 월이면 모든 투자가 완료되어 풀 가동이 시작된다. 최근 삼성전자의 파운드리 고객확보의 속도를 보면 투자를 훨씬 웃도는 수요 증가가 나타나고 있는 것을 확인 할 수 있다. 즉, 폭발적 실적 증가가 코앞까지 다가 왔다.

시스템반도체 성장 = 테스트 Q ↑ x Time ↑

시스템반도체는 메모리반도체와 달리 다품종 소량생산이 주를 이루고 있어, 웨이퍼와 패키지 테스트 수량이 증가한다. 또, 다품종에 공정 미세화가 진행될 수록 테스트 하는 시간도 함께 증가하게 된다. 동사의 매출액은 '장비별 시간당 단가 x Wafer or PKG Test Time'으로 산정된다. 즉, 시스템반도체 성장은 동사의 실적 증가로 직결되게 되는 것이다.

삼성전자 SAFE 구축으로 아웃소싱 물량 증가할 것

SAFE = 아웃소싱 증가

삼성전자가 SAFE(Samsung Advanced Foundry Ecosystem)를 구축하고 퓨어 파운드리를 선언했다. TSMC 의 OIP(One Innovation Platform)과 같은 전략이다. 이는 그 동안 삼성전자가 자체 처리하던 디자인, 테스트, 패키징 등의 물량을 생태계 내의 협력사들에게 내보내겠다는 것이다. 그리고 파운드리에 집중하여 TSMC 를 따라 잡겠다는 전략이다. 동사가 하고 있는 SoC 중 AP 는 삼성전자의 자체 테스트 비중이 가장 크다. 최근 AP 대형고객사 확보는 아웃소싱 비중이 커질 수 있는 트리거가 될 것이다. 또, 엔비디아의 GPU 같이 전물량 삼성전자 내에서 처리하던 물량이 양산 안정화 후에는 차차 아웃소싱으로 나올 것이 분명하다.

표 1. 투자 스케줄

공시일	공시내용	투자 목적	투자 금액(억)	거래상대방	양수기준일
2018-11-02	반도체Test장비	수요 증대에 따른 신규장비취득	264	ADVANTEST Corporation 외 4곳	2019-04-30
2019-02-15	반도체Test장비	수요 증대에 따른 신규장비취득	150	ADVANTEST Corporation 외 4곳	2019-07-31
2019-09-24	반도체Test장비	신규 SOC 및 RF 수요증가에 따른 투자	246	Teradyne (Asia) Pte Ltd 외 2곳	2020-02-28
2019-10-11	신규 시설투자	Capa 증대에 따른 신규시설 투자	271		2020-11-30
2019-10-15	반도체Test장비	신규SOC 및 RF증설에 따른 투자	158	Teradyne (Asia) Pte Ltd 외 2곳	2020-02-28
2019-12-18	반도체Test장비	신규SOC 및 CIS증설에 따른 투자	366	Teradyne (Asia) Pte Ltd 외 5곳	2020-03-31
2020-08-07	반도체Test장비	CIS증설에 따른 신규장비취득	795	ADVANTEST Corporation 외 3개 회사	2021-03-31
합계			2,250		

자료: 테스나, 리딩투자증권 리서치센터

그림 4. 테스나의 사업 영역

반도체 Value chain과 테스나 사업영역



자료: 테스나, 리딩투자증권 리서치센터

삼성전자 12 인치 웨이퍼 인풋과 연동되는 매출액

삼성전자의 비메모리향 12 인치 웨이퍼 인풋 추이와 동사의 매출액추이가 상당히 유사한 것을 볼 수 있다. 최근 삼성전자의 파운드리 고객사 확대는 테스트 물량 증가로 동사 매출액 성장 속도가 가팔라 질 것이다.

삼성전자의 공격적인 파운드리 확대

삼성전자

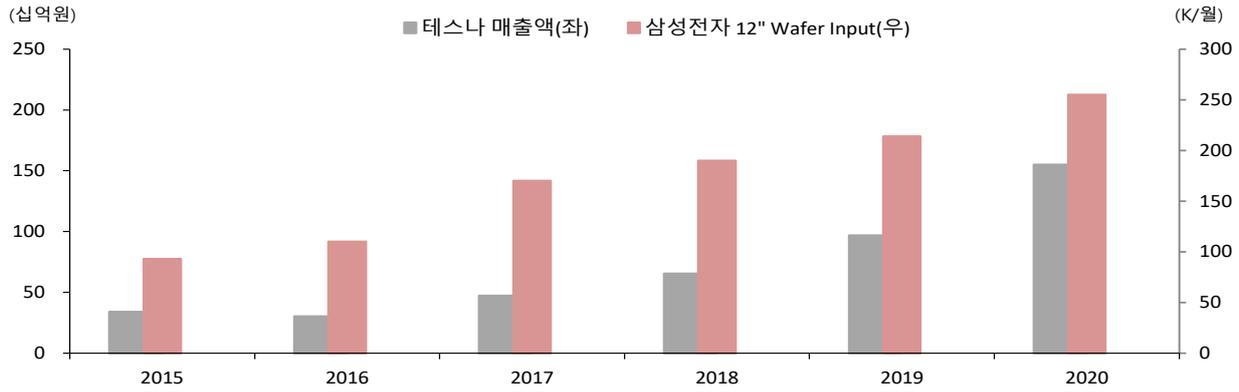
파운드리 확대

삼성전자는 2019 년 4 월 24 일 2030 년까지 시스템반도체 분야에 133 조원 (인프라 60 조, R&D 73 조)을 투자하고 전문인력 1.5 만명을 채용한다고 2030 반도체 비전을 발표 했다. 이는 시스템반도체 시장에서 1 위를 하겠다는 의지를 공식화 한 것이다. 글로벌 반도체 시장은 412 조 규모로 메모리 반도체가 106 조, 비메모리(시스템반도체) 반도체가 306 조로 구성되어 있고, 현재 삼성전자가 글로벌 1 위를 하고 있는 메모리 시장보다 시스템반도체 시장이 약 3 배 큰 규모이다. 또, 시스템반도체 시장에서 삼성전자는 M/S 18.5%로 2 위를 하고 있지만 1 위인 TSMC 의 M/S 50.5% 대비 상당한 격차가 존재한다. 즉, TSMC 와 격차를 좁히고 미래 먹거리로 시스템반도체에 집중하겠다는 뜻으로 해석할 수 있을 것이다.

대형고객사 확보에 박차를 가하는 삼성전자

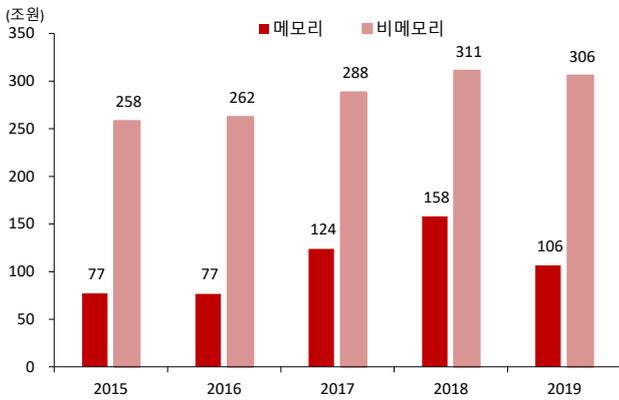
삼성전자는 2020 년 대형 고객사 확보에 성과를 보이고 있다. 2 월 퀄컴 차세대 5G 모뎀칩 'X60' 5nm, 8 월 IMB 서버용 CPU '파워 10' 7nm, 9 월 퀄컴 AP '스냅드래곤 875' 5nm, 엔비디아 GPU '지포스 RTX30' 8nm 등을 위탁생산(파운드리) 받았다. Intel 도 5nm 공정에서 수율 문제로 위탁 생산을 할 것이라는 뉴스가 나오면서 추가 고객 확보도 가능할 것이다. 삼성전자의 자체 기술력과 영업력 외에도 경쟁사인 TSMC 의 타이트한 생산 일정도 긍정적으로 작용하고 있다. 또, 글로벌 M/S 5 위 파운드리인 SMIC 가 미국의 제재를 받으면서 반사수혜까지 가능한 상황으로 주변환경이 삼성전자에게 우호적으로 작용하고 있다.

그림 5. 삼성전자 12인치 웨이퍼(비메모리) 인풋과 테스나 매출액 추이



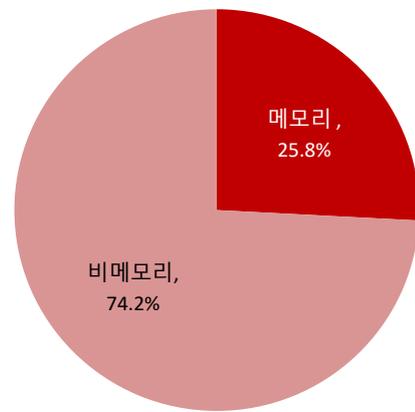
자료: 삼성전자, 테스나, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 반도체 시장 규모



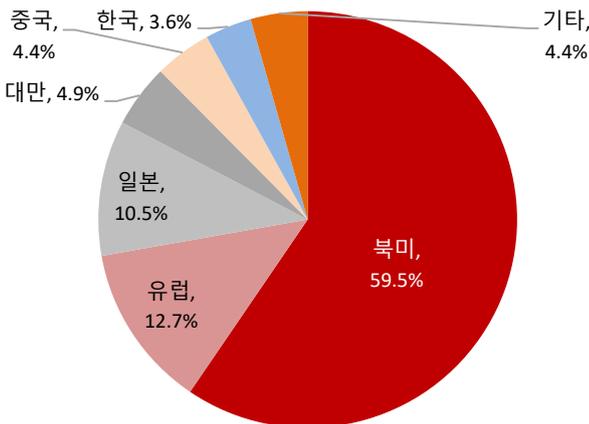
자료: WSTS

그림 7. 글로벌 메모리 시장



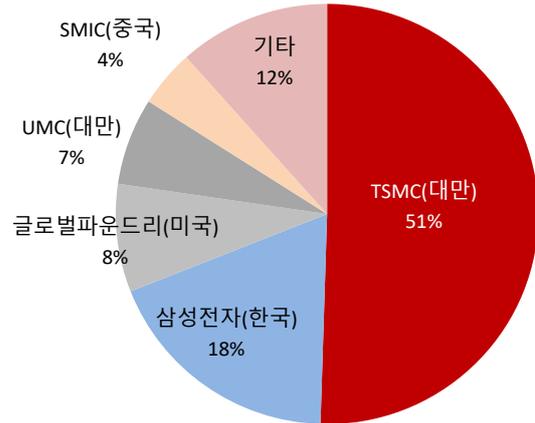
자료: WSTS

그림 8. 시스템반도체 지역별 M/S



자료: WSTS

그림 9. 글로벌 파운드리 업체별 M/S



자료: WSTS

표 2. 삼성전자 파운드리 계약

시기	고객사	제품	공정
2월	퀄컴	차세대 5G 모뎀칩 'X60'	5nm
8월	IBM	서버용 CPU '파워10'	7nm
9월	퀄컴	AP '스냅드래곤 875'	5nm
	엔비디아	GPU '지포스 RTX30'	8nm

자료: 언론, 리딩투자증권 리서치센터

표 3. 실적 추이

(단위: 십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F
매출액	55.3	67.8	47.8	33.8	30.3	47.2	65.3	96.8	155.6
영업이익	10.8	16.0	7.7	(3.3)	(1.4)	9.9	18.7	24.2	39.4
OPM	19.6%	23.7%	16.0%	-9.8%	-4.7%	20.9%	28.7%	25.0%	25.3%
지배주주순이익	7.9	10.9	4.7	(4.2)	0.7	9.0	16.2	21.4	29.5
NIM	14.4%	16.1%	9.8%	-12.4%	2.4%	19.1%	24.9%	22.1%	19.0%
y-y									
매출액		22.7%	-29.5%	-29.3%	-10.5%	55.8%	38.3%	48.4%	60.7%
영업이익		48.1%	-52.2%	-143.3%	-57.5%	-799.6%	90.1%	29.0%	62.9%
지배순이익		37.4%	-57.0%	-189.3%	-117.7%	1115.4%	80.5%	31.9%	37.8%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

삼성효과와 증설효과가 만나는 시기

지금은 매수할 때!

2020년 매출액은 1,550억(+60.7% y-y), 영업이익은 394억(+62.9% y-y)으로 창사 이래 사상 최고치를 달성할 것으로 추정된다. 하지만 본격적인 실적증가는 이제 시작이다. 삼성전자의 2030 시스템반도체 비전제시와 최근 빅메이커들과의 계약 흐름으로 볼 때 테스트 물량의 가파른 증가의 초입 구간으로 판단된다. 여기에 증설효과까지 나타나면서 2021년에는 매출액 2,350억(+51.0% y-y), 영업이익 618억(+56.9% y-y)을 보일 것으로 추정된다. 반면, 2021F PER 14.9x 로 4y Avg EPS Growth 50.4%를 감안하면 매력적인 Valuation 이라 판단된다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
자산총계	782	962	1,116	3,427	3,078
유동자산	230	313	364	1,509	706
현금및현금성자산	150	204	224	1,032	94
단기금융자산	46	50	74	337	483
매출채권및기타채권	33	59	66	139	129
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	552	649	752	1,918	2,372
장기금융자산	32	37	81	166	159
관계기업등투자자산	29	28	22	111	102
유형자산	456	560	638	1,641	2,103
무형자산	0	0	0	0	0
부채총계	198	292	302	1,793	998
유동부채	151	226	201	677	551
단기차입부채	105	108	129	290	344
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	46	117	63	358	198
비유동부채	46	66	101	1,117	447
장기차입부채	34	58	79	1,057	701
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	585	670	814	1,633	2,080
지배주주지분*	585	670	814	1,633	2,080
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	303	472	653	968	1,556
매출원가	303	356	442	664	1,122
매출총이익	-0	116	211	304	435
판매비와관리비	14	17	24	63	41
영업이익	-14	99	187	242	394
EBITDA	125	233	323	501	792
비영업손익	17	3	0	-16	-83
이자수익	2	3	4	5	16
이자비용	6	4	5	20	66
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	0	2	-0	-4	-33
관계기업등관련손익	-0	1	1	-10	-1
기타비영업손익	21	1	1	13	2
세전계속사업이익	3	102	188	226	311
법인세비용	-4	12	25	12	52
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	7	90	162	214	259
지배주주순이익*	7	90	162	214	259
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
기타포괄손익	5	-5	-8	24	4
총포괄손익	13	85	155	238	263

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
영업활동으로인한현금흐름	128	219	324	436	346
당기순이익	7	90	162	214	259
현금유입(유출)이없는수익	127	150	169	312	508
자산상각비	139	134	135	260	398
영업자산부채변동	-0	-21	-4	-77	-314
매출채권및기타채권	0	-20	-6	-73	11
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무증	0	0	0	0	-17
투자활동현금흐름	-34	-198	-300	-1,248	-1,147
투자활동현금유입액	77	67	60	221	528
유형자산	34	5	10	50	2
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	110	265	359	1,469	1,675
유형자산	59	189	243	890	1,018
무형자산	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-86	33	-4	1,620	-137
재무활동현금유입액	0	88	25	1,775	5
단기차입부채	0	30	0	220	0
장기차입부채	0	58	25	1,030	0
재무활동현금유출액	86	55	29	143	127
단기차입부채	78	55	29	143	29
장기차입부채	0	0	0	0	97
기타현금흐름	0	0	0	0	1
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	1	-0	-0	-0	0
현금변동	9	54	20	807	-938
기초현금	141	150	204	224	1,032
기말현금	150	204	224	1,032	94

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	54	660	1,192	1,573	1,756
BPS*	4,294	4,920	5,981	11,992	14,095
CFPS	944	1,606	2,382	3,198	2,344
SPS	2,224	3,465	4,793	7,110	10,545
EBITDAPS	920	1,711	2,369	3,682	5,363
DPS (보통,현금)	0	75	85	101	100
배당수익률 (보통,현금)	0.0	1.0	0.9	0.4	0.2
배당성향 (보통,현금)	0.0	11.1	7.0	7.4	6.6
PER*	134.2	10.7	8.2	16.3	25.9
PBR*	1.7	1.4	1.6	2.1	3.2
PCFR	7.7	4.4	4.1	8.0	19.4
PSR	3.3	2.0	2.0	3.6	4.3
EV/EBITDA	7.9	4.1	4.1	7.0	9.1
재무비율					
매출액증가율	-10.5	55.8	38.3	48.4	60.7
영업이익증가율	적지	흑전	90.1	29.0	62.8
지배주주순이익증가율*	흑전	1,115.4	80.5	31.9	21.1
매출총이익률	-0.0	24.6	32.4	31.4	27.9
영업이익률	-4.7	20.9	28.7	25.0	25.3
EBITDA이익률	41.4	49.4	49.4	51.8	50.9
지배주주순이익률*	2.4	19.1	24.9	22.1	16.7
ROA	-1.7	11.3	18.0	10.6	12.1
ROE	1.3	14.3	21.9	17.5	14.0
ROIC	-6.4	17.7	28.5	23.4	18.1
부채비율	33.8	43.6	37.0	109.8	48.0
차입금비율	23.8	24.9	25.5	82.4	50.2
순차입금비율	-9.8	-13.0	-11.1	2.3	22.5

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

테스나(131970)

일자	2020-10-06
투자의견	Not Rated
목표주가	-
과리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.09.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%