



Not Rated

주가(10/11): 42,100원

시가총액: 2,884억원

스몰캡

Analyst **한동희**

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/11)		632.95pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	54,500원	17,700원
수익률	절대	상대
1M	12.4%	12.0%
6M	13.8%	37.8%
1Y	89.6%	111.9%

Company Data

발행주식수	6,850천주
일평균 거래량(3M)	158천주
외국인 지분율	2.5%
배당수익률(18)	0.9%
BPS(18)	11,891원
주요 주주	이종도 외 8인 33.0%

투자지표

(억원, IFRS)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	472	653	1,016	1,781
보고영업이익	99	187	266	461
핵심영업이익	99	187	266	461
세전이익	102	187	259	447
순이익	90	162	238	389
지배주주지분순이익	90	162	238	389
EPS(원, 완전희석)	1,313	2,362	2,584	4,403
증감률(%YoY)	1,115.4	79.9	9.4	70.4
PER(배)	10.7	8.2	16.3	9.6
보고영업이익률(%)	28.6	26.2	25.9	26.5
핵심영업이익률(%)	28.6	26.2	25.9	26.5

Price Trend



테스나 (131970)

대규모 자금조달, 최대주주 변경 관련 코멘트



테스나는 10월 11일 에이스PE와의 1,000억원 규모의 자금조달, 최대주주 및 특수관계인들의 주식양도 계약을 공시했다. 이종도 대표는 해당 자금으로 테스나에 투자하는 에이스PE 프로젝트펀드의 최대 출자자가 될 예정이며, 경영권의 변동 역시 없을 전망이다. 일반 증자에 따른 자금조달로 인한 경영권 약화를 피하기 위한 방안일 뿐이며, 주식 매각에 따른 양도소득세 부담과 후순위 출자자의 불리함을 감수하면서도 자금조달을 진행했다는 점을 고려하면, 대규모 설비투자를 통한 회사의 중장기 성장 전망에 대한 자신감의 표현이라고 판단된다. 주식수 증가는 이익 성장이 상쇄할 것이다. 점점 높아지는 성장 여력에 근거한 투자전략을 추천한다.

>>> 최대주주 변경 및 1,000억원 규모의 대규모 자금 조달

테스나는 10월 11일 CPS, BW 발행을 통해 에이스PE로부터의 합산 1,000억원 규모의 자금 조달과 최대주주 변경 관련 주식양수도 계약을 공시했다. 이종도 대표 외 특수관계인의 지분 29.99%를 에이스PE에 매각하는 내용이다. 매각에 따른 1,027억원 규모의 자금 중 양도소득세 등을 제외한 대부분을 에이스PE의 프로젝트펀드에 출자해 최대 출자자가 될 예정이다. 언론보도와 공시 내용을 감안하면, 지분 매각에도 불구하고 사실상 경영권의 변동은 없는 것으로 보아 후순위 출자자가 되는 것으로 추정된다.

양도소득세 (23% 수준 추정)를 부담하면서까지 후순위 출자자가 된다는 점, 후순위 출자자는 주가 하락 시 손실 위험이 선순위대비 크다는 점을 고려하면, 회사 경영 지속에 대한 의지와 중장기 성장 전망 및 그에 따른 주가 상승에 대한 자신감의 표현이라고 판단한다. 한편, 이종도 대표의 상대적으로 낮은 테스나의 지분 (21.55%)은 1,000억원 규모의 일반 증자로 인한 경영권 약화에 대한 부담을 높인다는 점에서 주가 상승에 따른 펀드 청산 시 테스나 지분으로 받을 수 있는 구조를 택한 것으로 추정된다.

>>> 자금조달은 앞으로 진행될 투자 모멘텀의 예고

당사는 1,000억원 규모의 자금조달에 대해 긍정적으로 판단한다. 과거 Smartcard IC, MCU 등의 외주화와 더불어 2019년에는 이미지센서 테스트의 외주화가 진행되었으며, 최근 RF 등 통신칩에 대한 테스트 수요도 증가하고 있다. 이미 테스나는 2019년 이미지센서와 RF 등에 700억원 이상의 투자를 진행하고 있고, 당사는 2020년에는 주력고객사의 SoC (System on Chip) 외주화가 시작되는 가운데, 12인치 이미지센서의 추가 외주화, 5G 전력증폭기 등 RF 테스트 수요의 지속 증가를 전망하고 있어 2019년 대비 더 높은 수준의 투자가 필요하다고 판단하기 때문이다.

업황 업사이클에서의 투자여력 부재는 주력고객사 내 지위 하락으로 이어지는 특성을 감안하면 중장기 성장을 위해 필요한 투자이며, 1,000억원 대부분 설비투자에 사용될 것으로 전망하는 바 이번 대규모 자금 조달은 향후 진행될 투자 모멘텀의 예고라고 판단한다.

>>> 3Q 어닝모멘텀 구간, 2020년 전망치 상향조정

3Q19 실적은 매출액 292억원 (+23% QoQ), 영업이익은 79억원 (+45% QoQ)으로 RF, CIS 수요 호조와 더불어 생산능력 증가 효과로 어닝모멘텀 구간에 진입할 것으로 예상되며, 4Q19 역시 생산능력 확대 효과로 분기별 성장이 지속될 것으로 판단한다. 2019년 실적은 매출액 1,016억원 (+56% YoY), 영업이익 266억원 (+43% YoY)로 전망하며, 자금 조달을 통한 투자 재원 마련에 따른 추가 투자에 대한 높은 가시성을 반영해 2020년 전망을 매출액 1,781억원 (+75% YoY), 영업이익 461억원 (+73% YoY)으로 상향 조정한다. 또한 투자에 따른 신규 장비의 순차적 반입과 가동률의 점진적 상승, 주력고객사의 SoC 외주화 사이클의 시작을 고려하면 보수적 관점에서도 2021년까지의 고성장 가시성이 매우 높다고 판단한다.

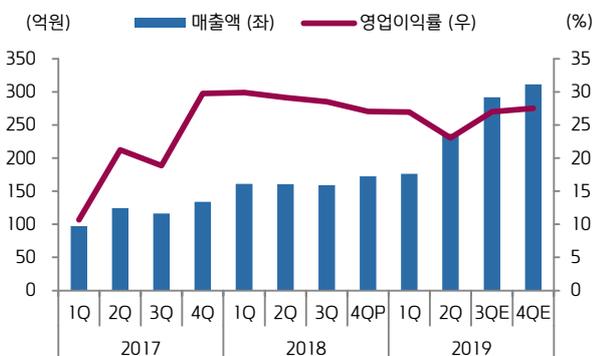
당사는 주력고객사의 인하우스 생산능력 부족에 따른 외주화 트렌드가 장기사이클이라는 기존의 전망을 유지하며, 해당 사이클 내 비메모리 테스트 외주업체들의 고성장을 전망한다. IT 산업 내 분기별 지속 성장이 진행되고 있는 거의 유일한 Category이며, 대규모 투자가 업사이드를 만드는 업종의 특성 및 기존 소수업체들의 규모의 경제, 감가상각비 부담 능력 자체가 큰 진입장벽으로 작용할 것이라 판단한다는 점, 글로벌 반도체 후공정업체들과의 협업 기대감 등에 근거한 Re-rating을 기대한다. 대규모 자금조달에 따른 주식수 증가는 이익 성장이 상쇄할 것이다. 현 주가는 완전회석 기준 2020E PER 9.6X 수준에 불과하다. 점점 높아지는 성장 여력에 근거한 투자관점을 추천한다.

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

투자지표	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	161	160	159	173	176	236	292	311	653	1,016	1,781
증감율(%YoY)	66%	29%	36%	29%	10%	47%	83%	80%	38%	56%	75%
증감율(%QoQ)	20%	0%	-1%	9%	2%	34%	23%	7%			
영업이익	48	47	45	47	48	54	79	86	187	266	461
증감율(%YoY)	363%	77%	106%	17%	-1%	17%	74%	83%	89%	43%	73%
증감율(%QoQ)	21%	-3%	-3%	3%	2%	15%	45%	9%			
지배순이익	42	40	37	43	42	51	72	79	162	244	416
영업이익률(%)	30%	29%	29%	27%	27%	23%	27%	28%	29%	26%	26%
지배순이익률(%)	26%	25%	23%	25%	24%	21%	25%	25%	25%	24%	23%

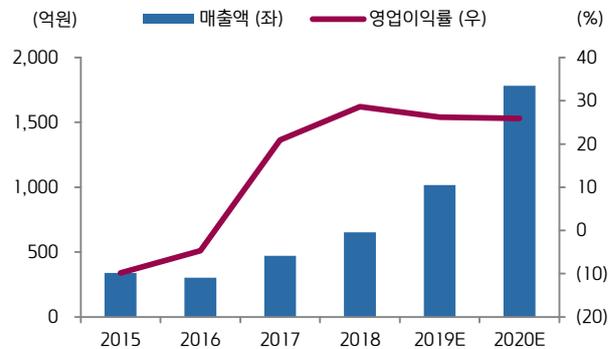
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



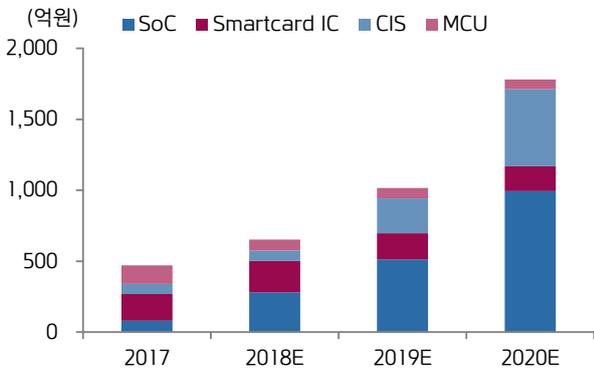
자료: 전자공시, 키움증권 추정

테스나 유형자산 추이



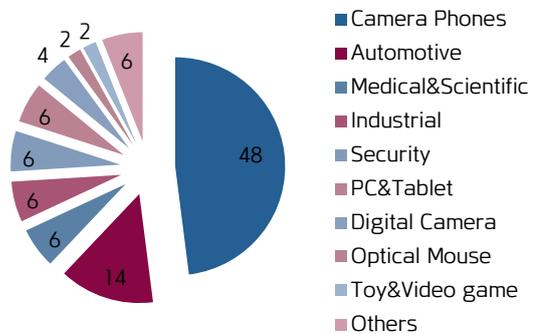
자료: 전자공시, 키움증권

부문별 매출액 추이 및 전망



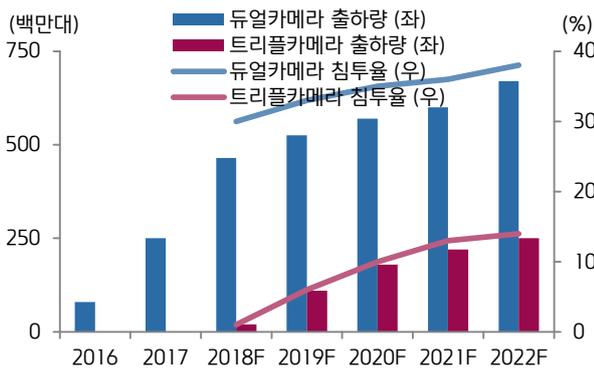
자료: 키움증권 추정

2020년 어플리케이션별 CIS 시장 구성 전망



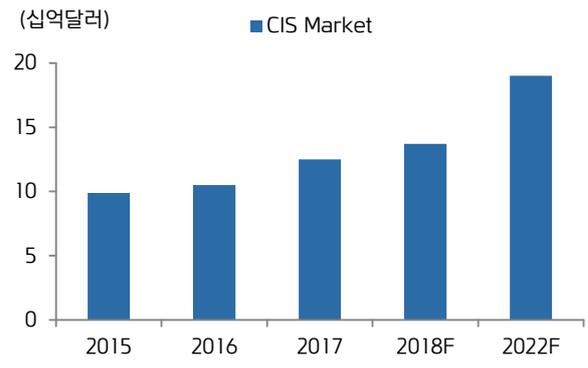
자료: 키움증권 추정

스마트폰 카메라 시장 전망



자료: 키움증권 추정

CIS 시장 규모 및 전망



자료: 키움증권 추정

Compliance Notice

- 당사는 10월 11일 현재 '테스나 (131970)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 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.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 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 (2018/10/01~2019/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	93.98%
중립	9	5.42%
매도	1	0.60%