

티씨케이(064760)

공정용 소모품은 뽐뽐!

목표주가 89,000원으로 27% 상향. 2020년 EPS, 목표 P/E 13.5배

목표주가를 상향 조정한 이유는 목표 EPS 적용시점을 2019년에서 2020년으로 변경했기 때문이다. 목표 P/E는 13.5배이며 지난번 목표 P/E 13배와 크게 다르지 않다. 글로벌 웨이퍼 및 소모품 공급사 3사(일본 신에츠화학 12.7배, 대만 Globalwafers 9.7배, 미국 Entegris 18.2배)의 2019년 P/E 평균이다. P/E가 낮은 Sumco(8.5배)와 높은 CREE(65.2배)는 제외했다.

목표주가 상향 조정 시 EPS 적용시점 변경. 2019년 → 2020년

목표 EPS 적용시점을 2020년으로 변경한 이유는 ① 주력제품(실리콘 카바이드 및 핫존) 생산능력 확대(증장기적으로 연간 2,500억원 이상 매출 달성), ② 신규 디바이스향 공급 가시성 때문이다. 램프업 속도를 감안해 연간 매출을 2019년 2,103억원, 2020년 2,509억원으로 추정한다.

실적 성장 견인차는 ① 3D NAND 적층 확대, ② DRAM 미세화

3D NAND의 적층수가 90단 이상으로 늘어나면 식각(통로 형성) 공정 난이도가 증가한다. 이에 따라 티씨케이가 공급하는 Focus ring을 포함해 식각장비용 소모품(Electrode, Outer ring) 수요가 '동시에' 증가한다. DRAM에서도 마찬가지로이다. 국내 실리콘계열(SiC, Si) 소모품 공급사의 매출 성장이 공교롭게도 3D NAND 시설투자 확대 시기(2016~17년)에 본격화되어 전방산업의 성장 견인차가 3D NAND뿐이라는 오해가 존재했다. 그러나 DRAM 미세화에서도 식각공정의 중요성이 결코 뒤지지 않는다.

신기술/신제품 중 가장 기대되는 것은 실리콘 카바이드 웨이퍼

티씨케이는 극고온을 견디는 코팅기술과 함께 인조흑연 기반의 실리콘 카바이드 웨이퍼, 음극활물질, Super Capacitor 용 활성탄 개발을 추진하고 있다. 주가 측면에서 기대되는 것은 실리콘 카바이드 웨이퍼이다. 미국 CREE의 자회사 Wolfspeed가 동종업종에서 고속 매출 성장을 시현하고 있기 때문이다. 실리콘 카바이드 링 분야에서 장인정신을 발휘해 자본 축적에 성공한 티씨케이의 새로운 미래가 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 89,000원(상향) | CP(2월 22일): 64,800원

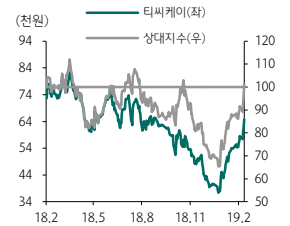
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	743.38
52주 최고/최저(원)	82,400/37,400
시가총액(십억원)	756.5
시가총액비중(%)	0.30
발행주식수(천주)	11,675.0
60일 평균 거래량(천주)	61.7
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
18년 배당금(예상, 원)	900
18년 배당수익률(예상, %)	2.23
외국인지분율(%)	55.53
주요주주 지분율(%)	
TOKAI CARBON Co.,Ltd	44.40
케이씨	19.32
주가상승률	1M 6M 12M
절대	31.8 1.7 (11.6)
상대	23.2 7.6 3.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	173.8	215.5
영업이익(십억원)	61.0	79.1
순이익(십억원)	49.5	63.8
EPS(원)	4,240	5,463
BPS(원)	15,986	20,600

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	89.4	130.3	170.5	210.3	250.9
영업이익	십억원	27.4	47.7	59.1	78.0	94.0
세전이익	십억원	28.0	48.1	60.6	79.3	95.7
순이익	십억원	22.7	37.3	46.9	63.5	76.6
EPS	원	1,948	3,195	4,014	5,436	6,559
증감률	%	72.7	64.0	25.6	35.4	20.7
PER	배	16.61	24.10	10.07	11.92	9.88
PBR	배	3.31	6.18	2.56	3.19	2.52
EV/EBITDA	배	10.01	14.74	5.57	7.10	5.54
ROE	%	21.86	28.75	28.44	30.13	28.53
BPS	원	9,763	12,458	15,772	20,308	25,667
DPS	원	500	700	900	1,200	1,400



Analyst 김경민, CFA
02-3771-3398
dairekm.kim@hanafn.com

RA 이진우
02-3771-7775
jinwlee@hanafn.com

2019년 실적 기준, 12배
vs.
2002~2017년 평균 20배
2015~2017년 평균 16배

티씨케이, 실적과 환경은 갖춰져 있는데 적정 P/E에 대한 논란 존재

반도체 생산라인에 설치되는 장비가 프린터라면 생산과정에서 끊임없이 교체되는 소모품은 토너 카트리지에 해당된다. 티씨케이는 고체류의 소모품 중 가혹한 식각공정에서 기능을 발휘하는 실리콘 카바이드 링을 주력제품으로 공급하고 있다. 시장점유율과 영업이익률 측면에서 명실공히 최고 위상(Best of the Best)을 유지하고 있다.

‘기업’이 아니라 ‘주식’으로서 티씨케이는 여전히 갈 길이 멀다. 실적이나 환경은 장애물이 아니다. 기술력, 고객 포트폴리오, 신제품을 바라보면 걱정이 없다. 정작 걱정시키는 요인은 ‘적정 밸류에이션(P/E)’이다. 돌아보면 2018년 하반기 반도체 대형주(삼성전자, SK하이닉스)의 주가가 하락할 때, 티씨케이의 주가가 61,600원에서 40,400원까지 급락한 이유는 티씨케이의 적정 P/E에 대해 ‘모두가 동의하는’ 안전판이 존재하지 않았기 때문이다. 어느 정도 수준이 바닥인지 알 수 없으니 티씨케이의 주가는 P/E 10배 미만까지 하락했다. ‘시설투자가 느려지더라도 소모품 수요는 꾸준히 발생한다’는 논리는 티씨케이의 주가를 방어해주지 못했다.

2019년 2월 현재 티씨케이의 주가는 2019년 P/E 기준 12배이다. 소모품 중에서 순정 부품(Before market에서의 OEM용 부품)을 공급하는 하나머티리얼즈, 원익큐엔씨와 비교하면 비싸 보인다. 그러나 과거 P/E 밸류에이션과 비교하면 티씨케이는 여전히 저평가되어 있다. 2019년 P/E 기준 12배는 지난 16년(2002년~2017년) 동안의 P/E 평균 20배보다 훨씬 낮다. 티씨케이가 식각장비용 소모품(실리콘 카바이드 링)의 매출을 시현하기 시작한 2015년부터 2017년까지 P/E 평균 16배보다도 여전히 낮다. 그러나 2015년부터 실리콘 카바이드 링의 매출이 시작되었다는 점, 보유 현금(현금성자산 244억원, 기타유동금융자산 532억원) 바탕으로 증설을 원활히 진행할 수 있다는 점을 감안하면 과거의 P/E를 기준으로 현재 주가의 저평가 여부를 판단하는 것은 적절하지 않다고 판단된다. 티씨케이의 적절한 밸류에이션을 설명해줄 또 다른 기준이 필요하다.

표 1. 티씨케이, 소모품 중에서 순정부품(Before market에서의 OEM용 부품)을 공급하는 하나머티리얼즈, 원익큐엔씨와 비교하면 비싸 보임 (단위: 원, %, 배)

기업	주가	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		ROE(지배)	
		1주	1개월	3개월	6개월	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
티씨케이	64,800	12.3%	31.8%	34.7%	1.7%	11.9	9.8	3.2	2.5	30%	28%
원익큐엔씨	13,550	(1.1%)	7.1%	17.8%	(18.1%)	8.5	7.5	1.5	1.2	19%	18%
하나머티리얼즈	18,400	(3.9%)	21.5%	31.9%	(6.1%)	8.7	6.2	2.3	1.7	30%	32%

자료: 하나금융투자

표 2. 2019년 P/E 12배는 상장 이후 지난 16년(2002년~2017년) P/E 평균 20배와 비교하면 저평가 (단위: 배)

연도	P/E(High)	P/E(Low)	P/E(Avg.)	P/B(High)	P/B(Low)	P/B(Avg.)
2002	32.2	15.6	23.2	5.3	2.5	3.8
2003	16.4	4.8	9.0	3.1	0.9	1.7
2004	8.5	4.8	6.5	1.5	0.9	1.2
2005	54.3	31.6	40.8	2.1	1.2	1.6
2006	14.9	5.7	7.9	2.8	1.1	1.5
2007	48.0	7.2	18.5	9.6	1.5	3.7
2008	33.3	6.0	18.8	5.2	0.9	3.0
2009	30.1	10.6	18.5	3.9	1.4	2.4
2010	18.6	9.0	13.7	3.6	1.7	2.6
2011	23.3	10.6	16.9	3.9	1.8	2.8
2012	31.1	11.0	19.6	2.7	1.0	1.7
2013	72.9	43.5	55.4	1.8	1.1	1.4
2014	29.3	17.1	22.1	1.7	1.0	1.3
2015	25.7	7.1	16.8	3.6	1.0	2.4
2016	23.5	13.1	17.7	4.7	2.6	3.5
2017	24.3	9.2	14.3	6.2	2.4	3.7
2018	20.7	9.6	16.2	N/A	N/A	N/A
평균	29.8	12.7	19.8	3.9	1.4	2.4

자료: WISEfn, 하나금융투자

표 3. 실리콘 카바이드 링의 매출 시현 시작한 2015~17년까지 P/E 평균 16배와 비교해도 저평가 (단위: 배)

연도	P/E(High)	P/E(Low)	P/E(Avg.)	P/B(High)	P/B(Low)	P/B(Avg.)
2015	25.7	7.1	16.8	3.6	1.0	2.4
2016	23.5	13.1	17.7	4.7	2.6	3.5
2017	24.3	9.2	14.3	6.2	2.4	3.7
2018	20.7	9.6	16.2	N/A	N/A	N/A
평균	23.5	9.7	16.2	4.8	2.0	3.2

자료: WISEfn, 하나금융투자

티씨케이의 주요 고객사는
원래 소모품 공급 협력사를
한국이 아니라
자국(미국, 일본)에 갖추고 있었음

적정 P/E 논란 발생 이유 ① 글로벌 Peer가 거의 전무한 상황

과거 P/E가 아니라 또 다른 비교대상을 찾아보면 답이 요원하다. 글로벌 Peer가 거의 전무하기 때문이다. 이는 고체류의 반도체 공정용 소모품을 다양하게 공급하며 실적이 안정화되고 자본이 축적된 기업이 드물기 때문이다. 반도체 식각공정용 소모품의 1차 고객사인 램리서치(Lam Research, LRCX US), Applied Materials(AMAT US), 도쿄일렉트론(8035 JP)은 원래 소모품 공급을 담당하는 협력사를 자국(미국, 일본)에 확보하고 있었다. 미국의 AGC(Applied Global Services, AMAT의 사업부), 일본의 MMC(Mitsubishi Materials) 등이 이에 해당된다.

국내 Peer에 대해서도
투자자 오해는 여전히 남아 있음

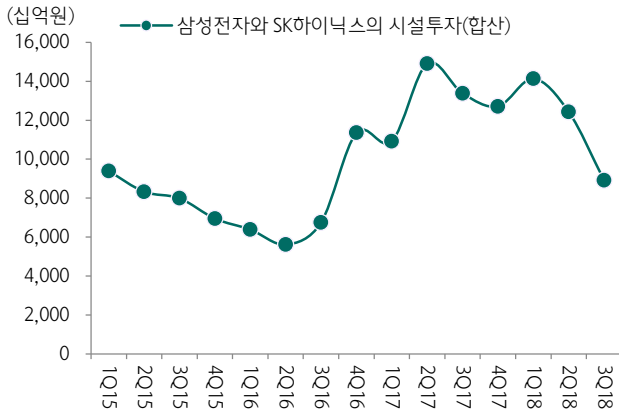
적정 P/E 논란 발생 이유 ② 국내 Peer의 실적 정상화, 아직 짧은 역사 보유

국내 Peer의 P/E를 참고해도 티씨케이의 적정 밸류에이션을 설명하기 어렵다. 하나같이 실적이 안정화된 역사가 짧기 때문이다. 고체류의 반도체 공정용 소모품을 공급하는 하나머티리얼즈, 원익큐엔씨 등의 매출은 2015년 이후부터 안정적으로 성장하기 시작했다. 특히 국내 실리콘계열(SiC, Si) 소모품 공급사(티씨케이, 하나머티리얼즈)의 매출 성장이 공교롭게도 3D NAND 시설투자 확대 시기(2016~17년)에 본격화되다 보니 2가지 오해가 자리잡았다. ① 전방산업의 성장 견인차가 3D NAND뿐이라는 것, ② 삼성전자나 SK하이닉스가 신규 증설을 대규모로 전개하지 않으면 공정용 소모품 공급사의 실적은 둔화된다는 것이다.

우려와 달리 공정용 소모품 공급사의 매출은 쑥쑥 성장하고 있다. 삼성전자와 SK하이닉스의 시설투자는 합산금액 기준으로 사실상 2017년 2분기에 정점을 기록했다. 그러나 이후에도 반도체 공정용 소모품 공급사의 매출(티씨케이, 원익큐엔씨, 하나머티리얼즈, SKC솔믹스, 미코, 월텍스 포함)은 계단식으로 성장하고 있다. 삼성전자와 SK하이닉스가 반도체 생산라인의 가동률을 하향 조정하지 않는 이상 한 번 가동되기 시작한 장비에서는 소모품에 대한 수요가 지속적으로 발생하기 때문이다.

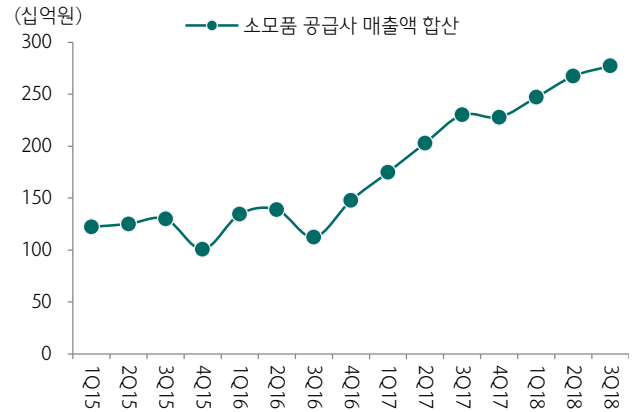
소모품 공급사의 실적과 주가에 대한 우려가 완화될 때까지 2년 이상의 긴 시간이 필요했다. 가장 근본적인 원인은 2017년부터 안정적 실적을 달성한지 얼마 되지 않은 국내 소모품 공급사들이 하나같이 경기도 외곽지역이나 수도권에서 멀리 떨어진 곳에 위치해, 바이사이드와 셀사이드의 발길이 이어지기 어려웠기 때문이다. 각 사의 위치(티씨케이(안성), 원익큐엔씨(구미), 하나머티리얼즈(천안), SKC솔믹스(평택), 미코(안성) 등)를 감안해보면 셀사이드 애널리스트의 커버리지가 제한적인 이유도 쉽게 알 수 있다.

그림 1. 삼성전자와 SK하이닉스의 시설투자는 2Q17 정점 이후 둔화



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 2Q17 이후에도 소모품 공급사의 매출(합산)은 여전히 성장 중

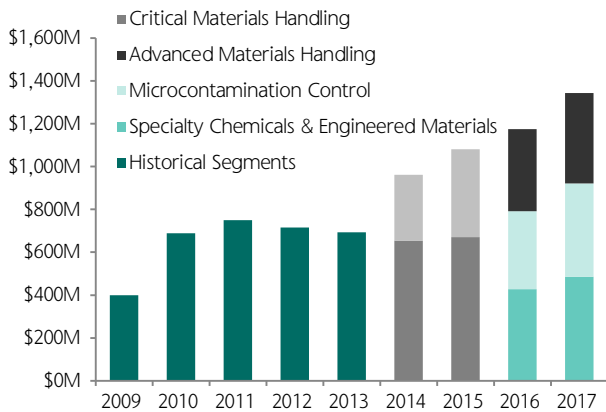


주: 티씨케이, 원익큐엔씨, 하나머티리얼즈, SKC솔믹스, 미코, 월덱스 포함
자료: WISEfn, 하나금융투자

글로벌 Peer 중에서 Entegris의 P/E와 비교해보면 티씨케이의 주가는 저평가

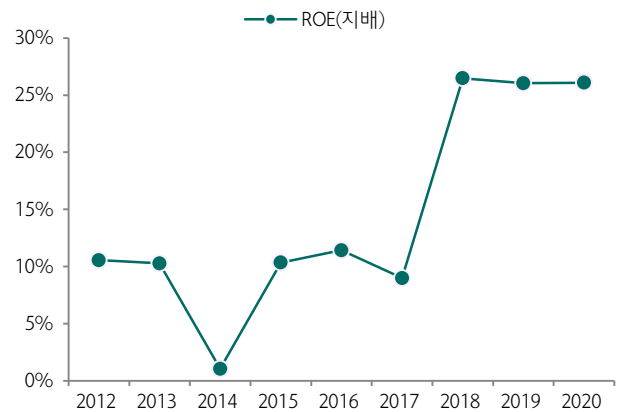
국내 Peer를 잠시 잊고 글로벌 기업에서 티씨케이와 비교 가능한 기업을 그나마 꼽아 본다면 필라델피아 반도체지수에 편입된 Entegris(ENTG US)이다. Entegris는 사실상 특수화학물질과 고체/액체 소재 솔루션을 공급하고 있어 '종합 소재 공급사'라고 보는 것이 타당하다. 그러나 고체류의 반도체 공정용 소모품에 해당되는 웨이퍼 이송용 박스 (Single wafer shippers, Front opening shipping box)를 공급하고 있어 티씨케이와 비교 가능하다. Entegris의 매출은 2014년부터 본격적으로 성장하기 시작했다. P/E 밸류에이션은 2019년 기준 18.2배, 2020년 기준 16.1배이다. 티씨케이는 이보다 저평가되어 있다. 최근 Entegris의 주가는 상승 추세에 진입했다. 공정소재 공급사인 Versum Materials와 합병할 예정이기 때문이다. (2019년 1월 29일 하나금융투자 발간자료 'Versum과 Entegris 합병' 참고)

그림 3. Entegris의 매출은 2014년부터 본격적으로 성장



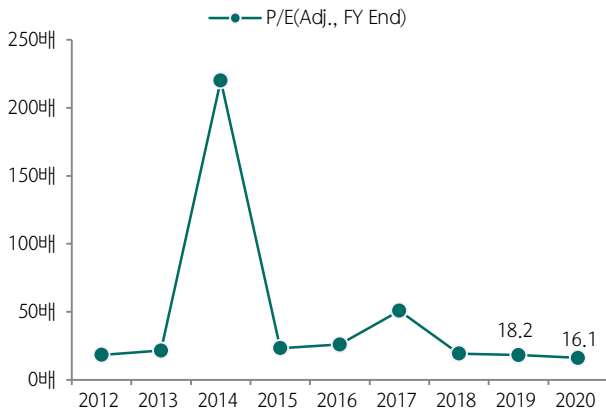
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 4. Entegris의 ROE: 매출의 레벨 업 이후 25% 이상 유지



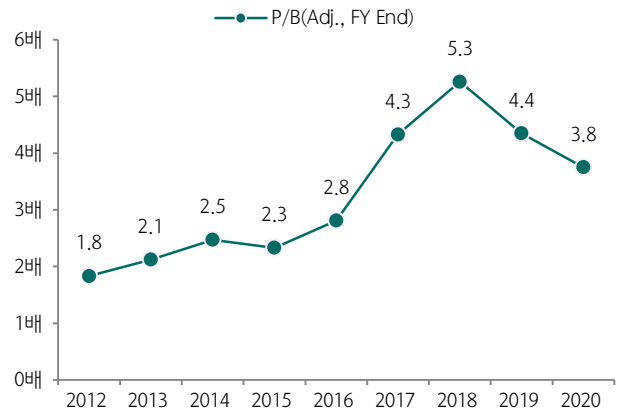
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 5. Entegris의 P/E는 2019년 기준 18.2배, 2020년 기준 16.1배



자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 6. Entegris의 P/B는 2019년 기준 4.4배, 2020년 기준 3.8배



자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

티씨케이 목표 P/E, 13.5배 적용: 신에츠화학, Globalwafers, Entegris의 평균값

티씨케이의 주력제품이 고체류의 반도체 공정용 소모품이라는 점을 감안한다면 미국의 Entegris뿐만 아니라 일본과 대만의 웨이퍼(고체류) 공급사와의 밸류에이션 비교도 타당할 것이다. 이번에 티씨케이의 목표주가를 산정할 때 목표 P/E를 13.5배로 적용했다. 13.5배는 글로벌 웨이퍼 및 소모품 공급사 3사(일본 신에츠화학 12.7배, 대만 Globalwafers 9.7배, 미국 Entegris 18.2배)의 2019년 P/E 평균이다. P/E가 낮은 Sumco(8.5배)와 높은 CREE(65.2배)는 제외했다.

표 4. 티씨케이 목표주가 산정 시 3사(신에츠화학, Globalwafers, Entegris) P/E 참고

(단위: 원, 엔, 대만달러, 달러, %, 배)

기업	주가	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		ROE(지배)	
		1주	1개월	3개월	6개월	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
티씨케이	64,800	12.3%	31.8%	34.7%	1.7%	11.9	9.8	3.2	2.5	29.9%	28.3%
원익큐엔씨	13,550	(1.1%)	7.1%	17.8%	(18.1%)	8.5	7.5	1.5	1.2	18.8%	17.9%
하나머티리얼즈	18,400	(3.9%)	21.5%	31.9%	(6.1%)	8.7	6.2	2.3	1.7	30.2%	32.1%
Sumco	1,520	(4.0%)	19.7%	(2.1%)	(23.6%)	8.5	8.1	1.4	1.3	16.6%	15.0%
신에츠화학	9,529	1.3%	11.7%	(2.6%)	(10.3%)	12.7	12.1	1.5	1.3	11.8%	11.4%
Globalwafers	338	(4.9%)	25.5%	12.7%	(11.7%)	9.7	10.1	3.1	2.9	33.0%	29.5%
Entegris	36	6.4%	23.2%	33.3%	9.7%	18.2	16.1	4.4	3.8	26.0%	26.1%
CREE	53	0.6%	11.4%	23.4%	14.5%	65.2	40.6	2.2	2.1	(0.9%)	2.3%

주: 컨센서스 기준 / 자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

표 5. 국내 및 해외의 공정용 소모품 공급사 시총과 실적

(단위: 십억원, %)

기업	시총	매출액		영업이익		순이익		영업이익률%		순이익률%	
		2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
티씨케이	756.5	215.5	261.0	79.1	96.1	63.8	77.4	36.7%	36.8%	29.6%	29.6%
원익큐엔씨	356.2	302.4	341.1	50.7	60.2	42.2	47.5	16.8%	17.7%	13.9%	13.9%
하나머티리얼즈	361.1	204.1	251.6	54.7	67.7	41.6	58.2	26.8%	26.9%	20.4%	23.1%
Sumco	4,529.0	3,562.8	3,744.3	806.9	844.1	527.2	543.4	22.6%	22.5%	14.8%	14.5%
신에츠화학	41,396.6	16,890.4	17,621.4	4,363.3	4,600.3	3,238.5	3,405.1	25.8%	26.1%	19.2%	19.3%
Globalwafers	5,384.9	2,289.5	2,348.9	706.8	693.0	550.4	532.2	30.9%	29.5%	24.0%	22.7%
Entegris	5,515.3	1,833.6	1,936.2	440.4	493.3	310.6	357.2	24.0%	25.5%	16.9%	18.4%
CREE	6,095.7	1,840.8	2,056.9	14.9	110.4	(22.1)	59.4	0.8%	5.4%	(1.2%)	2.9%

주: 컨센서스 기준 / 자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

목표주가 상향 조정 시 EPS 적용시점 변경. 2019년 → 2020년

이번에 목표주가 상향 조정에 가장 크게 영향을 준 요인은 EPS이다. 적용시점을 2019년에서 2020년으로 변경했다. ① 주력제품(실리콘 카바이드 및 핫존) 생산능력 확대(중장기적으로 연간 2,500억원 이상 매출 달성), ② 신규 디바이스향 공급 가시성 때문이다.

티씨케이는 꾸준히 시설투자를 전개했다. 따라서 증설 이후 양산성을 빠르게 확보할 수 있다. 2010년 하반기부터 안성에 신공장(제2공장) 증설을 진행하여 2011년 4월에 증설을 완료했다. 2015년과 2016년에 각각 102억원과 220억원을 투자하여 증설을 완료했다. 이후 2018년 7월 19일 신규시설 투자를 공시했다. 투자금액은 483억원으로 자기자본(당시 기준 1,455억원) 대비 33.2% 수준이다. 투자목적은 고객사의 요구수량 증가에 따라 제품 생산능력을 확대하기 위해서이다. 주력제품(실리콘 카바이드 링) 수요가 견조해 진작부터 신규시설 투자가 필요했으나 의사결정이 늦어져 주가 조정을 유발했다. 티씨케이의 시총은 2018년 4월에 1조원 수준까지 근접한 이후 신규시설 투자가 지연되거나 취소된다는 우려 때문에 8월까지 조정받았다. 8월 이후에는 반도체 대형주(삼성전자, SK하이닉스)와 함께 동반 하락했다.

신규시설 투자 이전까지 티씨케이의 생산능력은 매출 기준으로 2,000억원 미만이었던 것으로 추정된다. 모두의 관심사인 실리콘 카바이드 링만을 기준으로 생산능력을 산출하기 어렵다. 생산라인에서 실리콘 카바이드 링뿐만 아니라 기존 주력제품(Hot zone, Susceptor)도 만들어지고 있기 때문이다. 그러나 신규시설 투자금액 감안 시 중장기적으로 연간 2,500억원 이상 전사 매출 달성이 가능할 것으로 전망된다. 램프업(Ramp-up) 속도를 감안해 연간 매출을 2019년 2,103억원, 2020년 2,509억원으로 추정한다.

향후 티씨케이의 생산능력 확대는 꾸준히 전개될 것으로 전망된다. 반도체 소재 중 기체소재(특수가스) 또는 액체소재의 경우 고객사의 요구 물량 대비 평상시의 생산능력이 높지만, 고체류의 반도체 공정용 소모품의 경우 제품 가공이 까다로워 생산능력을 전년 대비 40~50% 수준으로 빠르게 늘리기는 어렵다. 매출 기준으로 20% 내외의 생산능력 확대가 현실적인 로드맵이다. 그럼에도 불구하고 생산능력 확대가 가시화될 때마다 티씨케이의 주가는 상승할 것으로 전망된다. 빠른 속도로 생산능력을 확대하기 어렵다는 것은 그만큼 외부에서 신규업체가 순정부품 공급사로서 진입하기 어렵다는 것을 방증하기 때문이다. 결국 반도체 장비용 소모품 수요가 지속적으로 증가하는 환경에서는 티씨케이처럼 오랜 업력을 지닌 기업이 최종적으로 수혜를 누릴 것으로 전망된다.

그림 7. 실리콘 카바이드 링 소모품



자료: 티씨케이, 하나금융투자

그림 8. 단계별 생산되는 제품. 링 소모품은 코팅, 가공 끝나야 완성



자료: 티씨케이, 하나금융투자

실적 성장 견인차는 ① 3D NAND 적층 확대, ② DRAM 미세화

3D NAND의 적층수는 24단에서 시작해 90단 이상으로의 확대되고 있다. 적층수가 90단 이상으로 늘어날수록 식각공정의 난이도가 증가한다. 식각공정은 각 층을 하나로 이어주는 통로(빈 공간)를 형성하는 공정인데, 삼성전자 기준, 90단 이상 비중은 현재 10% 미만으로 추정된다. 2020년까지 90단 이상 적층 비중이 50%까지 늘어난다. 따라서 다수의 글로벌 식각공정장비 제조사를 통해 삼성전자 등의 메모리 반도체 고객사로 소모품을 공급하는 티씨케이의 성장은 롱테일 진행형이다.

DRAM에서도 마찬가지이다. 국내 실리콘계열(SiC, Si) 소모품 공급사의 매출 성장이 공교롭게도 3D NAND 시설투자 확대 시기(2016~17년)에 본격화되어 전방산업의 성장 견인차가 3D NAND뿐이라는 오해가 존재했다. 그러나 DRAM 미세화에서도 식각공정의 중요성이 결코 뒤지지 않는다. 결론적으로 실리콘계열 소모품 공급사의 실적 성장 견인차는 ① 3D NAND 적층 확대, ② DRAM 미세화라고 판단된다.

반도체 공정용 순정부품 시장에서 SiC 및 Si 소재를 대표하는 티씨케이와 하나머티리얼즈의 실적이 나란히 성장하는 가운데 실리콘계열 소재를 사용한다는 공통점 때문에 양사의 제품이 서로 대체관계라는 오해가 존재한다. 그러나 가혹한 식각공정에서는 SiC(실리콘 카바이드)가 선호되고 Electrode와 Focus Ring 분야에서는 Si(실리콘)이 선호되고 있다. 따라서 양사는 서로의 영역을 훼손하지 않으면서 장기간 실적 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

실리콘계 소모품은 역할에 따라 선호되는 소재가 대체적으로 정해져 있음

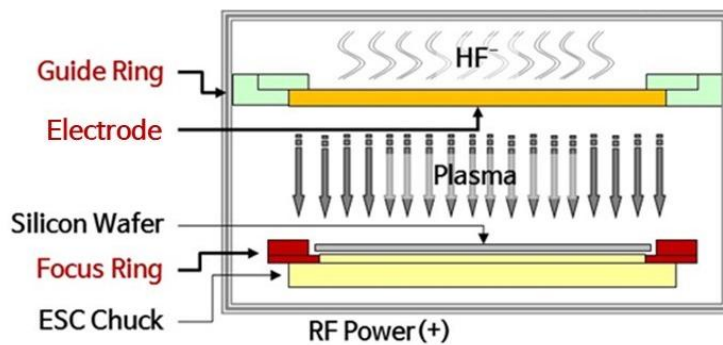
각 소모품의 기능과 선호되는 소재는 다음과 같다.

***Electrode:** 식각장비의 상단에 위치함. 원반 형태이며 다수의 미세 구멍이 뚫려 있음. 가스를 통과시켜 하단의 웨이퍼 표면에 일정하게 분사시켜 주는 역할을 담당하고 있음. Shower head, Gas distribution 등으로 불리기도 함. 실리콘으로 만들어짐. 실리콘 카바이드가 원천소재로 선호되지 않음. 실리콘 카바이드가 단단해 드릴로 구멍을 뚫는 것이 어렵기 때문임

***Outer ring(또는 Guide Ring):** 식각장비의 상단에 위치함. 위에 언급된 Electrode를 평행하게 고정시켜주는 역할을 담당하고 있음. Electrode처럼 실리콘으로 만들어짐

***Focus ring:** 식각장비의 하단에 위치함. 상단의 Electrode 주변에 놓여 있는 Outer ring(또는 Guide Ring)과 달리 Wafer 위에 위치함. 플라즈마가 엉뚱한 방향으로 새어나가지 않도록 방지하는 역할을 담당하고 있음. 플라즈마 이온 등에 의한 침식이 빠르게 진행되는 소모성 부품임. 식각을 가혹하게 혹은 깊게 전개하는 공정에서 자주 교체됨. 실리콘 또는 실리콘 카바이드로 만들어짐. 3D NAND 적층수가 확대되거나 DRAM 미세화가 진행될수록 실리콘 카바이드 소재를 적용하는 것이 선호되고 있음. 플라즈마에 대해 높은 내화학성과 내마모성을 지니고 있기 때문임

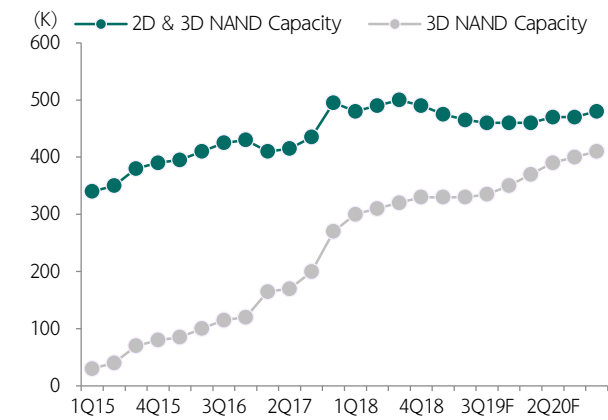
그림 9. 식각장비 내부의 소모품 위치와 역할



- Guide Ring : Electrode를 Wafer에 평행하게 고정시켜주는 역할
- Focus Ring : Plasma가 정확한 위치로 모여지도록 하는 역할
- Electrode: Gas를 통과시켜 Wafer 표면에 Plasma를 균일하게 분사시킴

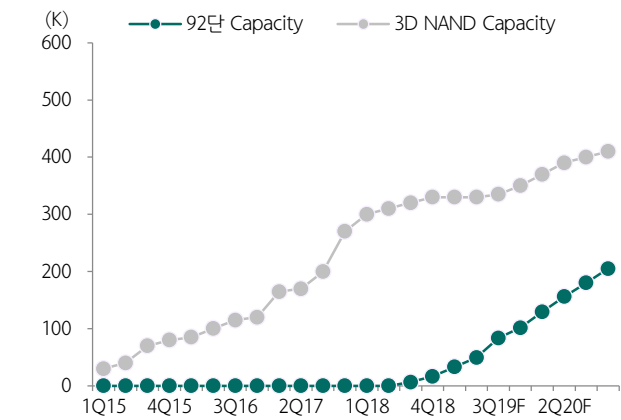
자료: 하나머티리얼즈, 하나금융투자

그림 10. 삼성전자의 NAND 생산라인은 3D NAND 위주로 재편



자료: 하나금융투자

그림 11. 3D NAND 내에서 90단 이상 비중은 아직 10% 내외에 불과



자료: 하나금융투자

신기술/신제품 중 가장 기대되는 것은 실리콘 카바이드 웨이퍼

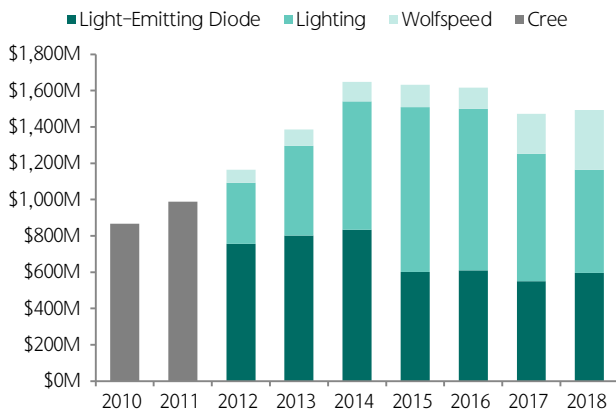
티씨케이는 극고온(3,000° C 이상)을 견디는 코팅기술과 함께 인조흑연을 활용한 실리콘 카바이드 웨이퍼, 음극활물질, Super Capacitor용 활성탄 개발을 추진하고 있다. 단기적으로 매출 시현 가능성이 낮지만 이에 대한 투자자의 신뢰는 확고하다. 티씨케이가 장기간 실리콘 카바이드 링을 연구개발하여 2015년부터 매출을 시현하기 시작해, 마침내 연간 1,000억원 이상의 매출을 기록했고, 2020년에는 2,000억원대의 매출을 달성할 것으로 예상되기 때문이다. 장인정신의 구현과 실적 달성의 Track Record가 신기술/신제품에 대한 기대감을 견인하고 있다.

신기술/신제품이 중장기적으로 실적에 기여하려면 양산성 확보뿐만 아니라 원천소재의 안정적 조달도 중요하다. 고체류의 반도체 공정용 소모품을 순정부품으로 공급하는 기업들은 이미 원천소재(Up-stream value chain)를 확보하고 있거나 수직계열화하고 있다. 하나머티리얼즈는 실리콘 잉곳을 자체 제작하고 이 과정에서 고객사가 요구하는 대로 실리콘 링의 저항값을 알맞게 조절한다. 원익큐엔씨는 쿼츠, 세라믹, 실리콘 등 원천소재를 공급하는 모멘티브 퍼포먼스 머티리얼즈(Momentive Performance Materials Inc.)의 인수 작업을 전개하고 있다. 한편 티씨케이는 Graphite(고순도 흑연) 전량을 회사의 최대주주인 일본 TOKAI CARBON으로부터 매입하고 있다. 매년 초에 품목별로 협상을 통하여 원재료 구입단가를 체결하고 있다.

티씨케이의 주가 측면에서 기대되는 신제품은 뭐니뭐니해도 실리콘 카바이드 웨이퍼이다. 미국 CREE의 자회사 Wolfspeed가 동종업종에서 고속 매출 성장을 시현하고 있기 때문이다. Wolfspeed는 Materials 사업부(화합물 웨이퍼)와 칩 사업부(Power Products 및 RF Products)를 동시에 영위하고 있다. 2019년 1월 30일, Wolfspeed의 Materials 사업부는 ST마이크로일렉트로닉스에 화합물(SiC, 실리콘 카바이드) 웨이퍼를 공급하는 계약(2억 5천만달러)을 체결했다. 이번 계약을 통해 Wolfspeed는 6인치 Bare Wafer(가공 전의 웨이퍼를 아직 옷을 입지 않은 상태라는 의미로 이렇게 부름)와 Epitaxial Wafer(단결정 웨이퍼 기판 위에 동일한 단결정 구조의 유기금속화합물을 증착시킨 것)를 공급할 예정이다.

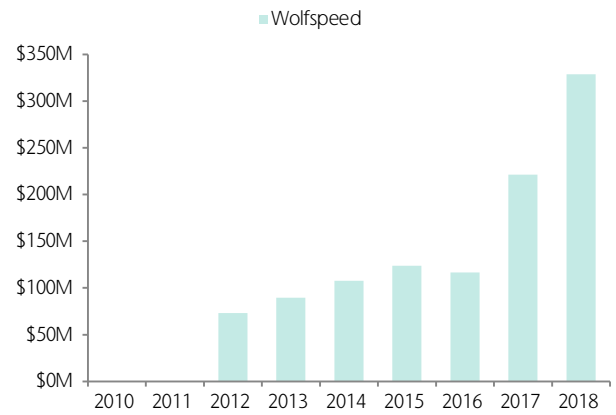
티씨케이는 화합물(실리콘 카바이드) 웨이퍼를 국산화하여 소규모의 매출을 시현하고 있다. 아직까지 소모품(Dummy Wafer)으로 사용되고 있지만 고부가가치 칩 생산용 웨이퍼로 적용되기 시작한다면 티씨케이의 기업가치에 긍정적 영향을 줄 것으로 판단된다. 5G에서 주파수 범위가 넓어질수록 발열이 심해지므로 이를 해결할 수 있는 화합물 웨이퍼의 수요가 늘어나기 때문이다. 실리콘 카바이드 링 분야에서 장인정신을 발휘해 자본 축적에 성공한 티씨케이의 새로운 미래가 기대된다.

그림 12. CREE의 전사 매출: 정체된 것처럼 보임



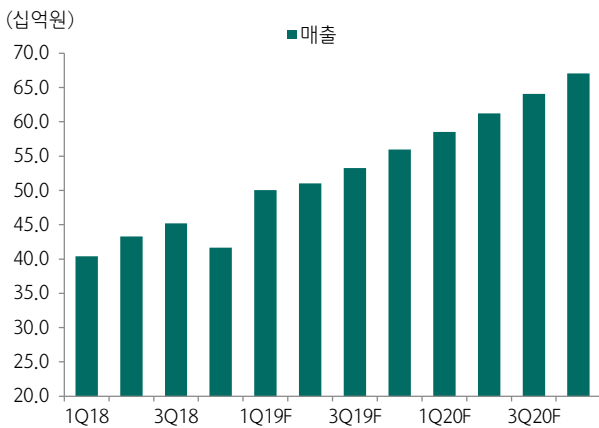
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 13. CREE의 자회사 Wolfspeed의 매출: 빠르게 성장 중



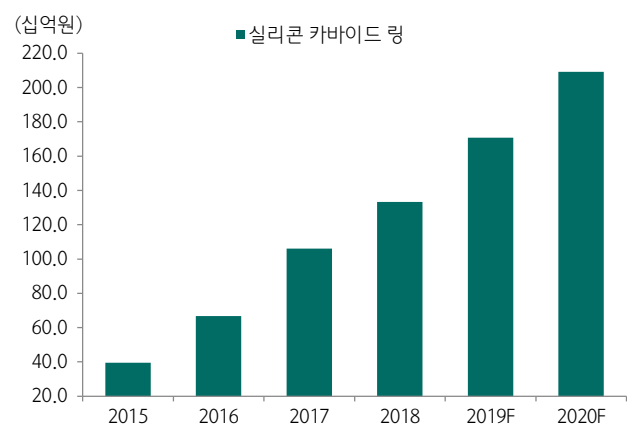
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 14. 티씨케이의 분기 매출은 계단식 증가



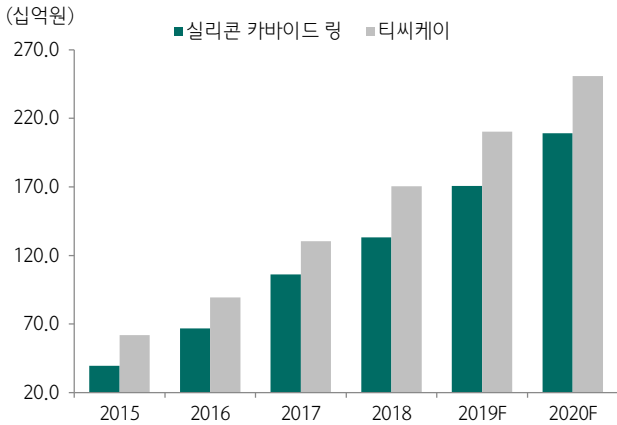
자료: 티씨케이, 하나금융투자

그림 15. 티씨케이의 실리콘 카바이드 링 매출 추정(연간 기준)



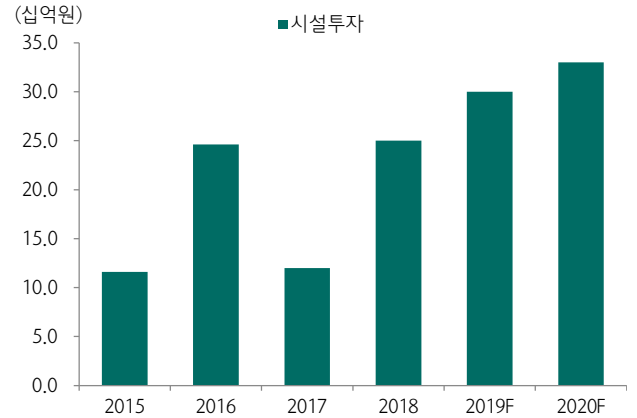
자료: 티씨케이, 하나금융투자

그림 16. 실리콘 카바이드 링 매출이 전사 매출 성장 견인



자료: 티씨케이, 하나금융투자

그림 17. 2018년 생산라인 증설 결정 이후부터 티씨케이 시설투자 증가



자료: 티씨케이, 하나금융투자

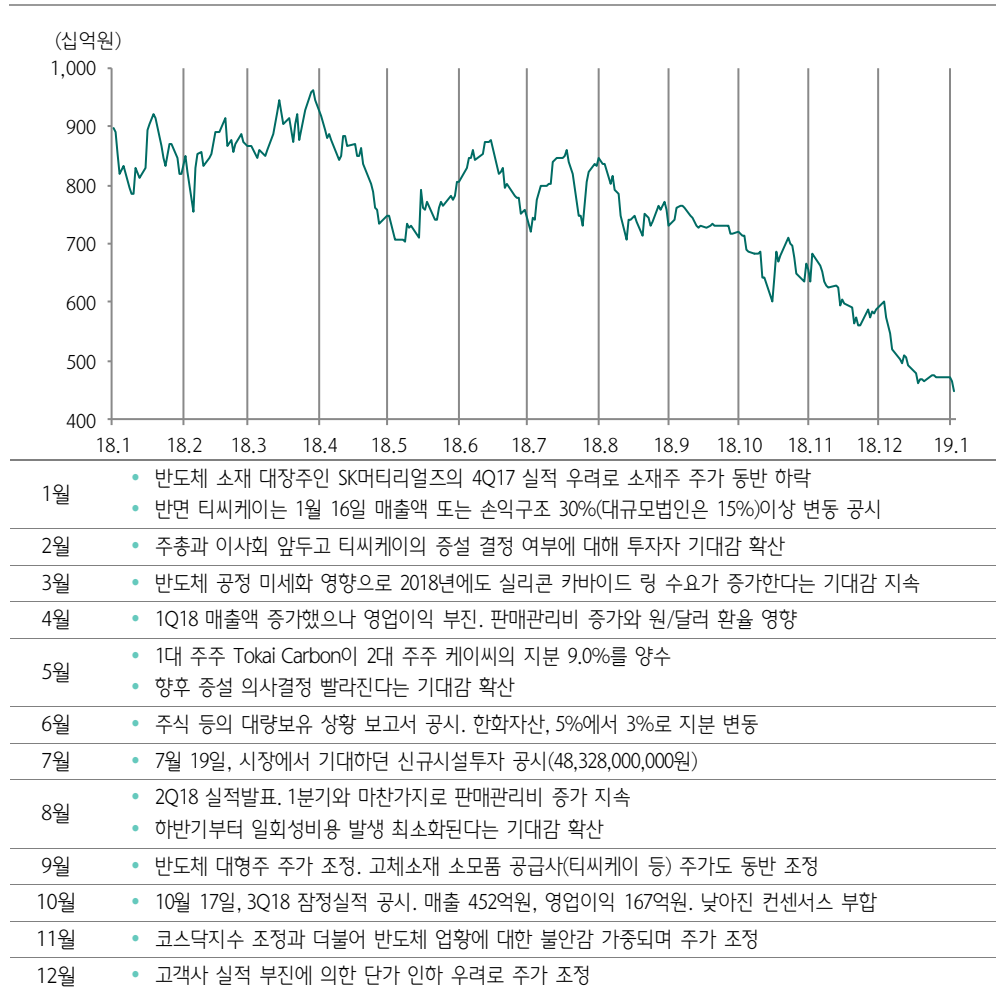
표 6. 티씨케이 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F
매출	40.4	43.3	45.2	41.6	50.0	51.0	53.2	55.9	89.4	130.3	170.5	210.3
실리콘 카바이드	32.0	33.8	35.2	32.2	40.4	41.2	43.3	45.9	66.7	106.1	133.2	170.7
Hot Zone	5.3	6.1	6.5	6.4	6.5	6.6	6.7	6.8	14.6	16.0	24.2	26.5
반도체용	4.2	4.9	5.6	5.5	5.6	5.7	5.9	6.0	8.4	9.7	20.3	23.2
태양광용	1.1	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	6.2	6.2	3.9	3.3
Susceptor	2.9	3.0	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	7.1	7.4	11.5	11.2
기타	0.2	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	1.0	0.9	1.6	1.8
매출비중%												
실리콘 카바이드	79.2%	78.1%	78.0%	77.2%	80.7%	80.7%	81.3%	82.0%	74.6%	81.4%	78.1%	81.2%
Hot Zone	13.0%	14.0%	14.4%	15.3%	12.9%	12.9%	12.5%	12.1%	16.4%	12.3%	14.2%	12.6%
반도체용	10.3%	11.4%	12.5%	13.3%	11.3%	11.3%	11.0%	10.7%	9.4%	7.5%	11.9%	11.0%
태양광용	2.7%	2.6%	1.9%	2.0%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	6.9%	4.8%	2.3%	1.6%
Susceptor	7.3%	7.0%	6.2%	6.6%	5.5%	5.5%	5.3%	5.1%	7.9%	5.7%	6.7%	5.3%
기타	0.5%	0.9%	1.4%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	1.0%	0.8%
영업이익	13.3	13.8	16.7	15.3	18.4	18.9	19.8	20.9	27.4	47.7	59.1	78.0
%	33.0%	31.9%	36.8%	36.7%	36.8%	37.0%	37.2%	37.4%	30.7%	36.6%	34.6%	37.1%

주: 4Q18 제품별 매출과 매출비중은 하나금융투자 추정치 / 자료: 티씨케이, 하나금융투자

그림 18. 티씨케이의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2018년)



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 19. 티씨케이의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)



자료: WISEfn, 하나금융투자

Appendix(과거 발간자료)**[2018.10.10] 커버리지 개시: 반지의 제왕**투자의견 BUY,목표주가 7.5만원 제시투자포인트: ① 넘사벽 기술력, ② 재고 비축 및 증설 효과

티씨케이는 내구성 뛰어난 실리콘 카바이드 소모품을 주로 공급한다. 2018년 매출비중은 실리콘 카바이드 링 79%, 핫존 14%로 예상된다. 경쟁사는 7개사이나 티씨케이의 점유율은 80%로 압도적이다. 주요 고객사는 글로벌 장비 공급사 램리서치, AMAT 등이다. 경쟁사와의 기술 격차가 3년 이상이다. 순정 소모품 인증에 2년, 증설 대응에 1년 이상 소요된다. 티씨케이는 2007년부터 실리콘 카바이드 소모품을 개발하기 시작했고, 2013년에 첫 매출을 시현했다. 기술 격차는 여전히 유지되고 있다. 2018년 하반기에 재고를 평소 대비 2배 늘리고 있다. 2019년 상반기에 공급 부족이 예상되기 때문이다. 2019년 하반기부터는 신규 증설된 생산라인에서 출하가 시작될 것이다.

2019년 매출 2,107억원(+20%), 영업이익 831억원(+38%)

내구성 뛰어난 실리콘 카바이드 링의 수요는 더욱 증가할 것으로 예상된다. 3D NAND의 적층 숫자가 늘어날수록 가혹한 식각(etching) 공정이 필요하고, 소모품 링의 교체주기가 빨라지기 때문이다. 2019년 상반기는 재고 비축분의 출하가 매출 성장을 견인하여, 2분기 매출이 사상 처음 500억원을 상회할 것으로 전망된다. 신규 증설 효과는 3분기부터 반영되어 하반기 매출은 1,106억원을 달성할 것으로 기대된다.

목표주가 75,000원 제시. 2019년 EPS에 목표 P/E 13배 적용

목표주가 산정 시 2019년 EPS에 글로벌 소모품 공급사 신에츠화학(일본)과 Entegris(미국)의 2019년 P/E 13배를 적용했다. 티씨케이와 경쟁사의 기술력 격차가 최소한 3년 이상이라는 점을 반영했다. 신규 식각공정이 적용될 때에도 실리콘 카바이드 링 공급사 중에서 티씨케이가 가장 먼저 진입할 것으로 기대된다.

Appendix(과거 발간자료)**[2018.10.18] 3Q18 실적 리뷰: 망설이지 말고 답자**투자의견 BUY목표주가 7.5만원 유지3Q 잠정매출 452억원, 영업이익 167억원, 낮아진 컨센서스 부합

3분기 잠정매출과 영업이익은 각각 452억원(+4.4% QoQ, +24.1% YoY), 167억원(+20.4% QoQ, +14.1% YoY)을 기록하며 하나금융투자 추정치와 낮아진 컨센서스에 부합했다. 부문별 매출은 실리콘 카바이드 링 356억원, 핫존 63억원 등으로 추정된다. 성수기 진입 효과로 식각공정용 실리콘 카바이드 링과 반도체용 핫존 매출은 전분기 대비 증가했을 것으로 추정된다. 영업이익률은 2분기 32%에서 3분기 37%로 개선되었다. 일회성 판매수수료 소급분이 2분기까지 반영되었기 때문이다.

가동률 유지되어 4Q 매출 464억원, 영업이익 172억원 전망

4분기 매출과 영업이익은 각각 464억원, 172억원으로 전망된다. 성수기가 지속되어 실리콘 카바이드 링의 가동률은 3분기에 이어 4분기에도 높게 유지될 것으로 예상된다. 고객사의 수요가 견조해 티씨케이의 매출이 464억원을 상회할 가능성도 있지만, 분기 매출이 500억원을 뛰어넘는 시기는 2019년 2분기로 전망된다. 티씨케이가 재고 비축에 힘쓰고 있기 때문이다. 4분기 영업이익률은 3분기와 동일한 37%로 추정된다. 2017년에는 4분기 마진이 3분기 둔화되었으나 이번에는 그런 상황을 우려하지 않아도 될 것으로 판단된다. 통상적으로 4분기에 반영할만한 비용을 3분기에 이미 반영했기 때문이다.

목표주가 75,000원 유지, 저평가 매력 부각, 19년 P/E 10.2배

목표주가를 75,000원으로 유지한다. 3Q 실적이 추정치에 부합했고 4Q 실적 증가 흐름도 예상대로 전개되기 때문이다. 최근 주가 조정 이유는 3Q 실적의 눈높이가 낮아지는 과정에서 전방산업의 신규투자가 둔화된다는 우려가 영향을 끼쳤기 때문이다. 3D NAND 적층 숫자가 늘어날수록 가혹한 식각공정의 필요성이 증가하므로 티씨케이의 실적은 지속적으로 성장할 것으로 기대된다. 주가 조정으로 2019년 P/E는 10.2배에 불과하다. 2016~18년 P/E 하단보다 낮아졌다. 망설임 없이 매수를 추천한다.

Appendix(과거 발간자료)**[2019.01.16] 4Q18 실적 리뷰: 밤이 가고 해가 뜬다**투자의견 BUY목표주가 7만원으로 하향하나긍정적 시각 유지4분기 잠정매출 416억원, 영업이익 153억원, 예상 하회

잠정매출과 영업이익은 하나금융투자 추정치(461억원, 171억원)를 하회했고 전분기 수준(452억원, 167억원)에 미치지 못했다. 주력제품 매출은 실리콘 카바이드 링 322억원, 핫존 64억원으로 추정된다. 4분기 매출이 1분기로 일부 이연되었을 뿐 전반적 수주에 문제가 없었을 것으로 판단된다. 인센티브 등 일회성 비용 요인도 없었을 것으로 추정된다.

1분기 매출 500억 예상. 2019년 매출 2,103억원, 영업이익률 37% 전망

4분기 매출의 이연 결과로 1분기 매출은 바로 500억원대로 진입할 것으로 전망된다. 2018년 매분기마다 투자심리를 훼손하는 일회성 비용이 반영되었지만 티씨케이의 근본적인 제품 경쟁력이나 전방산업(3D NAND)에서 식각공정의 위상과 중요성은 변함 없는 것으로 판단된다. 주가 하락을 유발했던 경쟁사의 시장 진입 위협은 재차 감소한 것으로 추정된다. 특히 해외 경쟁사의 신규 진입 공정은 티씨케이의 담당 공정과 엄연히 다른 것으로 판단된다.

실리콘 카바이드 웨이퍼의 고부가가치화 추진은 주가에 긍정적

티씨케이는 화합물(실리콘 카바이드) 웨이퍼를 국산화하여 소규모의 매출을 시현하고 있다. 아직까지 소모품(Dummy Wafer)으로 사용되고 있지만 고부가가치 칩 생산용 웨이퍼로 적용되기 시작한다면 티씨케이의 기업가치에 긍정적 영향을 줄 것으로 판단된다. 5G에서 주파수 범위가 넓어질수록 발열이 심해지므로 이를 해결할 수 있는 화합물 웨이퍼의 수요가 늘어나기 때문이다. 최근 미국 CREE의 자회사 Wolfspeed가 화합물 웨이퍼 및 칩 사업으로 주목받고 있다는 점을 주시할 필요가 있다.

괴리율 고려해 목표주가 7만원으로 하향. 그래도 실망보다 기대를!

목표주가를 75,000원에서 70,000원으로 하향 조정하지만 티씨케이에 대한 긍정적 시각은 변함 없다. 2019년 이익 성장과 실리콘 카바이드 웨이퍼의 연구개발에 기대를 걸어볼 만 하다고 판단된다.

Appendix(과거 발간자료)**[2019.02.23] 의심의 구름이 걷히고 씨앗이 싹트다**투자의견 BUY목표주가 7만원 유지외국인지분율 56%까지 상승. 적극적 투자자 커뮤니케이션 영향

티씨케이의 외국인지분율은 삼성전자(56.6%), SK하이닉스(50.3%), 고영(54.7%) 수준이다. TOKAI CARBON 지분율이 대부분(44.4%)을 차지하지만 그간의 보수적이었던 투자자 커뮤니케이션을 감안하면 55.6% 지분율은 상당히 높다. 최근 개최된 미국 로드쇼도 외국인지분율을 높게 유지하는 데 기여한 것으로 추정된다.

전방산업 신규 증설 없더라도 티씨케이의 실적은 지속 성장

2018년 하반기의 주가 급락은 장기적 실적 성장에 대한 불신 때문이었다. 이제는 의심의 구름이 걷혔다. 숫자가 증명하기 때문이다. 티씨케이를 비롯해 원익큐엔씨, 하나머티리얼즈 등 공정장비용 소모품(고체소재) 공급사의 매출은 지속적으로 증가하고 있다. 삼성전자와 SK하이닉스의 시설투자가 정점에 달했던 2017년 2분기 이후에도 소모품 공급사의 매출은 여전히 성장하고 있다. (그림 1, 2 참고) 성장 견인차는 3D NAND의 적층수 확대이다.

성장 견인차는 3D NAND 적층 확대. 아직 10% 미만. 잠재력 ↑

3D NAND의 적층수가 90단 이상으로 늘어날수록 식각공정의 난이도가 증가한다. 식각공정은 각 층을 하나로 이어주는 통로(빈 공간)를 형성하는 공정이다. 삼성전자 기준, 90단 이상 비중은 현재 10% 미만으로 추정된다. 2020년까지 90단 이상 적층 비중이 50%까지 늘어난다. 다수의 글로벌 식각공정장비 제조사에 소모품을 공급하는 티씨케이의 성장은 롱테일 진행형이다. (그림 3, 4 참고)

투자의견 매수, 목표주가 7만원 유지

장기 성장성 감안 시 2019년과 20년의 P/E (10.0배, 8.9배)는 여전히 매력적이다. 1월 반도체업종 주가 랠리에 대해 펀더멘털이 받쳐주지 않는 주가 상승이었다는 비판이 존재하나, 티씨케이는 펀더멘털 논란으로부터 자유로운 기업이다. 긍정적 시각을 유지한다.

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	89.4	130.3	170.5	210.3	250.9
매출원가	51.0	69.1	89.2	109.1	129.3
매출총이익	38.4	61.2	81.3	101.2	121.6
판관비	11.0	13.5	22.3	23.1	27.6
영업이익	27.4	47.7	59.1	78.0	94.0
금융손익	0.7	0.8	(0.5)	(0.7)	(1.1)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.1)	(0.4)	2.0	2.0	2.7
세전이익	28.0	48.1	60.6	79.3	95.7
법인세	5.3	10.8	13.7	15.9	19.1
계속사업이익	22.7	37.3	46.9	63.5	76.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.7	37.3	46.9	63.5	76.6
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	22.7	37.3	46.9	63.5	76.6
지배주주지분포괄이익	22.7	37.3	46.9	63.5	76.6
NOPAT	22.3	37.0	45.7	62.4	75.2
EBITDA	33.8	56.4	69.1	90.2	108.5
성장성(%)					
매출액증가율	44.4	45.7	30.9	23.3	19.3
NOPAT증가율	61.6	65.9	23.5	36.5	20.5
EBITDA증가율	56.5	66.9	22.5	30.5	20.3
영업이익증가율	70.2	74.1	23.9	32.0	20.5
(지배주주)순이익증가율	72.0	64.3	25.7	35.4	20.6
EPS증가율	72.7	64.0	25.6	35.4	20.7
수익성(%)					
매출총이익률	43.0	47.0	47.7	48.1	48.5
EBITDA이익률	37.8	43.3	40.5	42.9	43.2
영업이익률	30.6	36.6	34.7	37.1	37.5
계속사업이익률	25.4	28.6	27.5	30.2	30.5
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,948	3,195	4,014	5,436	6,559
BPS	9,763	12,458	15,772	20,308	25,667
CFPS	2,945	4,820	6,100	7,985	9,608
EBITDAPS	2,895	4,834	5,919	7,726	9,290
SPS	7,661	11,161	14,605	18,009	21,492
DPS	500	700	900	1,200	1,400
주기지표(배)					
PER	16.6	24.1	10.1	11.9	9.9
PBR	3.3	6.2	2.6	3.2	2.5
PCFR	11.0	16.0	6.6	8.1	6.7
EV/EBITDA	10.0	14.7	5.6	7.1	5.5
PSR	4.2	6.9	2.8	3.6	3.0
재무비율(%)					
ROE	21.9	28.8	28.4	30.1	28.5
ROA	19.4	24.8	24.1	25.3	24.3
ROIC	32.9	44.7	47.9	54.0	54.2
부채비율	15.4	16.0	19.8	18.3	16.9
순부채비율	(34.6)	(46.1)	(47.0)	(49.1)	(51.8)
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	66.6	100.9	137.3	179.1	230.1
금융자산	39.7	67.1	100.3	133.4	175.5
현금성자산	5.5	24.8	53.9	76.2	107.3
매출채권 등	11.9	15.2	16.7	20.6	24.6
재고자산	13.6	18.3	20.1	24.8	29.6
기타유동자산	1.4	0.3	0.2	0.3	0.4
비유동자산	64.9	67.9	83.3	101.4	120.2
투자자산	0.5	0.8	0.9	1.1	1.3
금융자산	0.5	0.8	0.9	1.1	1.3
유형자산	63.8	66.6	82.1	100.0	118.7
무형자산	0.6	0.6	0.3	0.3	0.2
기타비유동자산	0.0	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
자산총계	131.5	168.8	220.7	280.5	350.3
유동부채	17.2	22.8	35.9	42.7	49.7
금융부채	0.2	0.1	13.7	16.9	20.2
매입채무 등	12.1	13.9	15.2	18.8	22.4
기타유동부채	4.9	8.8	7.0	7.0	7.1
비유동부채	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8
부채총계	17.5	23.3	36.5	43.5	50.6
지배주주지분	114.0	145.5	184.1	237.1	299.7
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	101.9	133.3	172.0	225.0	287.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	114.0	145.5	184.1	237.1	299.7
순금융부채	(39.5)	(67.0)	(86.6)	(116.5)	(155.4)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	24.9	39.6	58.3	61.0	72.7
당기순이익	22.7	37.3	46.9	63.5	76.6
조정	6.9	7.3	(0.0)	2.4	1.1
감가상각비	6.4	8.7	10.0	12.2	14.4
외환거래손익	(0.2)	0.1	(0.4)	0.7	0.7
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.7	(1.5)	(9.6)	(10.5)	(14.0)
영업활동 자산부채 변동	(4.7)	(5.0)	11.4	(4.9)	(5.0)
투자활동 현금흐름	(28.5)	(20.4)	(29.3)	(41.7)	(45.0)
투자자산감소(증가)	0.1	(0.4)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(24.6)	(12.0)	(25.0)	(30.0)	(33.0)
기타	(4.0)	(8.0)	(4.2)	(11.5)	(11.8)
재무활동 현금흐름	0.1	0.1	0.1	3.2	3.3
금융부채증가(감소)	0.2	(0.1)	13.6	3.2	3.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.1)	0.2	(13.5)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(3.5)	19.3	29.1	22.5	31.0
Unlevered CFO	34.4	56.3	71.2	93.2	112.2
Free Cash Flow	0.2	27.6	33.4	31.0	39.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

티씨케이



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.25	BUY	89,000		
19.1.16	BUY	70,000	-22.50%	-7.43%
18.10.10	BUY	75,000	-34.61%	-19.07%
18.10.5				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	92.9%	6.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 2월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)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 2019년 02월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 02월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.