

티씨케이(064760.KQ)

3D NAND 적층수 확대에 대한 기대

매수(신규)

현재주가(11/27) 49,100원
 목표주가(12M) 70,000원

■ SiC 시장 내 과점 업체

티씨케이는 반도체 식각 공정에 적용되는 SiC Ring과 반도체용 Hotzone를 주력으로 생산. 주요 고객사로는 Lam Research, AMAT, 삼성전자 등을 확보하고 있으며, 18년 3분기 누적 기준 사업부별 매출 비중은 SiC Ring 78%, Hotzone 14%, Susceptor 7%, 기타 1% 수준

■ 3D NAND 적층수 확대에 대한 기대

NAND 산업의 공급과잉이 지속되고 있는 가운데 메모리 업체들은 원가 절감을 통한 수익성 재고가 필요한 상황. 삼성전자는 경쟁사들과의 격차를 유지하기 위해 19년부터 싱글스택(Single-stack) 방식의 92단 3D NAND를 본격 양산할 것으로 추정. 적층수가 확대될수록 정확한 홀(Hole) Etching을 위해 고출력의 플라즈마를 요구하는데, 이는 SiC Ring에 대한 수요 확대에 이어질 가능성 존재. 플라즈마의 출력이 강화될수록 기존 Si Ring의 내구성은 상대적으로 큰 폭으로 감소하여 잦은 교체가 필요하기 때문. 티씨케이는 SiC Ring 시장 내 80% 이상의 높은 점유율을 유지하고 있는 가운데 19년 Capa 증설(3Q19 가동)을 통한 본격적인 외형 성장을 기대. 19년 실적은 매출액 2,071억원(+19%YoY), 영업이익 786억원(+30%YoY)을 기록할 전망

■ 투자이견 매수, 목표주가 7.0만원으로 커버리지 개선

티씨케이에 대해 투자이견 매수, 목표주가 7.0만원으로 커버리지 개선. 목표주가 7.0만원은 19년 예상 EPS 5,421원에 과거 Historical PER 밴드 중단인 13배를 적용하여 산출

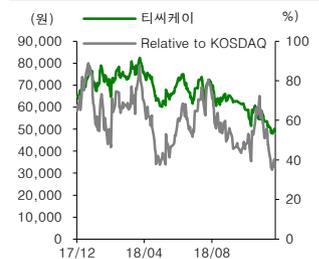
Key Data (기준일: 2018. 11. 27)

KOSPI(pt)	2099.42
KOSDAQ(pt)	700.67
액면가(원)	500
시가총액(억원)	5,732
발행주식수(천주)	11,675
평균거래량(3M, 주)	38,325
평균거래대금(3M, 백만원)	1,998
52주 최고/최저	82,400 / 48,050
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(18F, %)	1.5
외국인지분율(%)	54.0
주요주주 지분율(%)	
TOKAI CARBON Co.,Ltd	44.4
케이씨	19.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.5	-25.0	-25.2	-31.4
KOSDAQ대비상대수익률	-16.3	-14.3	-7.2	-22.4

Company vs KOSDAQ composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	89.4	130.3	174.4	207.1	240.6
영업이익(십억원)	27.4	47.7	60.7	78.5	93.3
세전순이익(십억원)	28.0	48.1	61.3	79.6	95.2
지배순이익(십억원)	22.7	37.3	48.8	63.3	75.7
EPS(원)	1,948	3,195	4,176	5,421	6,482
증감률(%)	72.7	64.0	30.7	29.8	19.6
ROE(%)	21.9	28.8	29.4	29.6	27.5
PER(배)	16.6	24.1	11.8	9.1	7.6
PBR(배)	3.3	6.2	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA(배)	10.0	14.8	6.8	4.7	3.4

도표 1. 티씨케이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018F	2019F
매출액	SiC Ring	32.0	33.8	35.2	35.8	36.8	38.1	43.8	47.8	136.8	166.6
	Susceptor	2.9	3.0	2.8	2.6	2.6	2.8	2.8	2.7	11.3	10.9
	반도체 Hotzone	4.2	4.9	5.6	5.7	5.8	5.9	5.9	5.8	20.4	23.4
	태양광 Hotzone	1.1	1.1	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	4.3	4.5
	기타	0.2	0.4	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	1.6	1.6
	합계	40.4	43.3	45.2	45.5	46.9	48.3	54.0	57.8	174.4	207.1
QoQ	SiC Ring	2%	6%	4%	1%	3%	4%	15%	9%		
	Susceptor	59%	2%	-7%	-8%	2%	6%	-1%	-2%		
	반도체 Hotzone	69%	19%	14%	1%	2%	2%	-1%	-1%		
	태양광 Hotzone	-44%	1%	-21%	36%	5%	-11%	0%	0%		
	기타	-21%	99%	59%	-50%	13%	6%	10%	1%		
	합계	6%	7%	4%	1%	3%	3%	12%	7%		
YoY	SiC Ring	73%	31%	16%	14%	15%	13%	24%	34%	29%	22%
	Susceptor	74%	90%	23%	39%	-10%	-7%	-1%	5%	53%	-4%
	반도체 Hotzone	164%	74%	97%	132%	40%	20%	4%	2%	110%	15%
	태양광 Hotzone	-57%	27%	-2%	-40%	13%	0%	26%	-7%	-32%	7%
	기타	1%	27%	479%	26%	80%	-4%	-34%	33%	78%	2%
	합계	65%	38%	24%	20%	16%	12%	19%	27%	34%	19%
비중	SiC Ring	79%	78%	78%	79%	79%	79%	81%	83%	78%	80%
	Susceptor	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	5%
	반도체 Hotzone	10%	11%	12%	13%	12%	12%	11%	10%	12%	11%
	태양광 Hotzone	3%	3%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
	기타	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익		13.3	13.8	16.7	16.9	17.5	18.1	20.1	22.8	60.7	78.5
영업이익률		33.0%	31.9%	36.8%	37.0%	37.4%	37.4%	37.2%	39.5%	34.8%	37.9%
QoQ		-4%	4%	20%	1%	4%	3%	11%	14%		
YoY		77%	18%	14%	22%	32%	31%	21%	35%	27%	30%

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 2. 삼성전자의 3D NAND 세대별 개발시점

세대	적층수	개발시점	스택 수	전 세대 대비 성능향상
1	24	2013. 7	Single	집적도 2배, 속도 2배, 쓰기 2~10배
2	32	2014. 8	Single	전력효율 20%, 수명 2배
3	48	2015. 8	Single	생산성 40%, 전력효율 30%
4	64	2016. 12	Single	속도 50%, 생산성 30%, 전력효율 25%
5	92	2018. 5	Single	속도 1.4배, 생산성 30%
6	128	2019 하반기	Single	
7	100중반	2020년 중	Double	

자료: 언론보도, 신영증권 리서치센터

도표 3. 싱글 스택킹과 더블 스택킹 장점과 단점 비교

	Single Stacking	Double Stacking
방법	에칭홀을 한번에 뚫는 방법	에칭홀을 두번 뚫어 두개의 Deck을 적층하는 법
장점	원가가 저렴	기술적 쉬운편
단점	기술적 한계	비싼 원가

자료: 신영증권 리서치센터

도표 4. 삼성전자 3D NAND 기술 로드맵

	2016-2017		2018-2019		2020-2021	2022-2023
적층수	48	64	96	128	256	512
용량	256-512 Gb	512-1TB	512Gb-2Tb	1-3Tb	2-6Tb	4-12Tb
홀CD	65-100	65-100	65-100	65-100	65-100	65-100
홀간격	4	4	4	8	8	8
수직간격	50-70nm	40-60nm	40-60nm	40-50nm	40-50nm	40-50nm
비트라인 임계치수	20	20	20-40	~40	~40	~40
멀티스택킹 여부	No	No	No	Yes/No	Yes(2-4)	Yes(2-4)

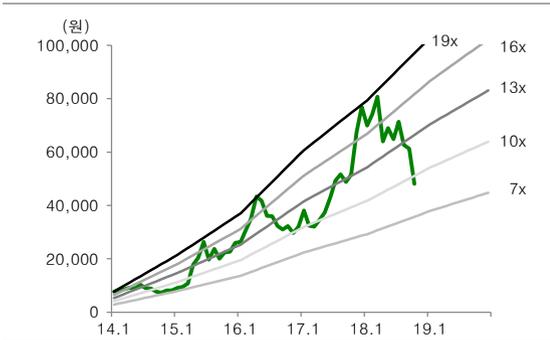
자료: IMEC, 신영증권 리서치센터

도표 5. 티씨케이 목표주가 산출 내역

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	비고
EPS (원)	407	1,128	1,948	3,195	4,176	5,421	
BPS (원)	7,048	8,056	9,763	12,458	15,935	20,656	
평균 P/E (X)	21.0	16.9	17.4	14.7	16.0		최근 3년간 평균: 16.4
평균 P/B (X)	1.2	2.4	3.5	3.8	4.2		최근 3년간 평균: 3.7
Target P/E (X)						13.0	Historical 밴드 중단
19년 EPS						5,421	19년 예상 EPS
적정주가 (원)						70,473	
목표주가 (원)						70,000	
현재주가 (원)						49,100	
Upside (%)						43%	

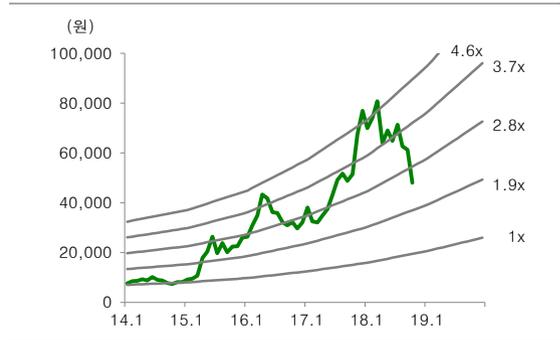
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 6. 티씨케이 PER 밴드 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

도표 7. 티씨케이 PBR 밴드 추이



자료 : 신영증권 리서치센터

티씨케이(064760.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	89.4	130.3	174.4	207.1	240.6
증가율(%)	44.4	45.7	33.8	18.8	16.2
매출원가	51.0	69.1	91.1	106.8	121.8
원가율(%)	57.0	53.0	52.2	51.6	50.6
매출총이익	38.4	61.2	83.3	100.3	118.8
매출총이익률(%)	43.0	47.0	47.8	48.4	49.4
판매비와 관리비 등	11.0	13.5	22.6	21.8	25.6
판매비율(%)	12.3	10.4	13.0	10.5	10.6
영업이익	27.4	47.7	60.7	78.5	93.3
증가율(%)	70.2	74.1	27.3	29.3	18.9
영업이익률(%)	30.6	36.6	34.8	37.9	38.8
EBITDA	33.8	56.4	70.2	92.5	109.2
EBITDA마진(%)	37.8	43.3	40.3	44.7	45.4
순금융손익	0.7	0.8	0.9	1.4	2.2
이자손익	0.7	0.8	0.9	1.4	2.2
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
총속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	28.0	48.1	61.3	79.6	95.2
계속사업손익법인세비용	5.3	10.8	12.6	16.3	19.5
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	22.7	37.3	48.8	63.3	75.7
증가율(%)	72.0	64.3	30.8	29.7	19.6
순이익률(%)	25.4	28.6	28.0	30.6	31.5
지배주주지분 당기순이익	22.7	37.3	48.8	63.3	75.7
증가율(%)	72.0	64.3	30.8	29.7	19.6
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	22.7	37.3	48.8	63.3	75.7

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	24.9	39.6	52.8	69.9	80.6
당기순이익	22.7	37.3	48.8	63.3	75.7
현금유출이없는비용및수익	11.6	19.0	21.1	28.9	33.2
유형자산감가상각비	6.2	8.5	9.3	13.9	15.8
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
영업활동관련자산부채변동	-4.7	-5.0	0.3	-1.5	-5.2
매출채권의감소(증가)	-2.9	-3.4	-2.5	-3.1	-3.2
재고자산의감소(증가)	-4.9	-4.8	0.9	0.2	-2.8
매입채무의증가(감소)	2.6	0.7	3.3	3.4	3.9
투자활동으로인한현금흐름	-28.5	-20.4	-37.2	-27.3	-12.4
투자자산의 감소(증가)	0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-24.6	-12.0	-35.0	-25.0	-10.0
단기금융자산의감소(증가)	-4.0	-8.1	-2.1	-2.2	-2.3
재무활동으로인한현금흐름	0.1	0.1	-8.1	-8.1	-8.1
장기차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	-0.1	5.8	5.8	5.8
현금의 증가	-3.5	19.3	13.3	40.4	65.9
기초현금	9.0	5.5	22.8	36.1	76.5
기말현금	5.5	24.8	36.1	76.5	142.4

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	66.6	100.9	119.2	166.7	244.1
현금및현금성자산	5.5	22.8	36.1	76.5	142.4
매출채권 및 기타채권	11.9	15.2	17.8	20.9	24.0
재고자산	13.6	18.3	17.4	17.3	20.0
비유동자산	64.9	67.9	93.4	104.4	98.5
유형자산	63.8	66.6	92.2	103.4	97.5
무형자산	0.6	0.6	0.4	0.2	0.2
투자자산	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	131.5	168.8	212.6	271.2	342.6
유동부채	17.2	22.8	26.1	29.5	33.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	12.1	13.9	17.2	20.6	24.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	17.5	23.3	26.6	30.0	33.9
지배주주지분	114.0	145.5	186.0	241.2	308.7
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	101.9	133.3	173.9	229.1	296.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	114.0	145.5	186.0	241.2	308.7
총차입금	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
순차입금	-39.5	-65.0	-80.4	-123.0	-191.3

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	1,948	3,195	4,176	5,421	6,482
BPS	9,763	12,458	15,935	20,656	26,438
DPS	500	700	700	700	700
Multiples (배)					
PER	16.6	24.1	11.8	9.1	7.6
PBR	3.3	6.2	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	10.0	14.8	6.8	4.7	3.4
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성 (%)					
EPS(지배순이익) 증가율	72.7%	64.0%	30.7%	29.8%	19.6%
EBITDA(발표기준) 증가율	56.5%	66.9%	24.5%	31.8%	18.1%
수익성 (%)					
ROE(순이익 기준)	21.9%	28.8%	29.4%	29.6%	27.5%
ROE(지배순이익 기준)	21.9%	28.8%	29.4%	29.6%	27.5%
ROIC	34.2%	48.2%	52.0%	55.9%	63.1%
WACC	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
안전성 (%)					
부채비율	15.4%	16.0%	14.3%	12.4%	11.0%
순차입금비율	-34.6%	-44.7%	-43.2%	-51.0%	-62.0%
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0