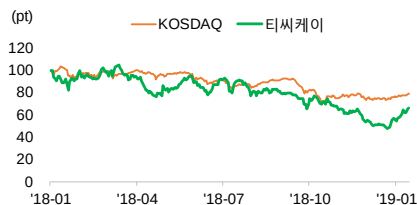


The Lord of the Rings!

BUY(신규)

목표주가	71,000 원
현재주가	52,200 원
목표수익률	36.0 %
Key Data	2019년 01월 25일
산업분류	IT H/W
KOSDAQ (pt)	711.38
시가총액 (억원)	6,094
발행주식수 (백만주)	12
외국인 지분율 (%)	54.5
52 주 고가 (원)	82,400
저가 (원)	37,400
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.5
주요주주	(%)
도카이카본주식회사	63.7
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	28.3 -16.6 -29.9
상대주가	20.8 -12.2 -11.5

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 정태원

twchung@leading.co.kr

+822-2009-7087

1. 투자 의견 및 목표주가 : BUY & 71,000원

투자 의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 71,000원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가 71,000원은 12M Fwd EPS 5,459원에 Target PER 13배를 적용. Target Valuation 은 Peer Group Valuation 평균에 30% 할증.

주요 고객사의 신규 제품 출시 및 기존 제품 내 SiC Ring 채용량 확대에 따라 SiC Ring 수요는 지속적으로 증가할 것으로 전망. 또한 SiC Ring 시장 내 높은 시장지배력 기반 높은 영업이익률('19년 37.0%)을 실현하고 있는 동사에 대한 Valuation Premium 부여 합리적. '18년 케이씨에 대한 로열티를 소급하여 지급하며 일시적으로 수익성이 악화됨에 따라 과거 Valuation band 하단 수준까지 주가 하락을 경험. '19년 실적을 바라보는 현 시점에서 동사에 대한 투자 매력도 높아졌다는 판단.

2. '19년 실적전망 및 투자포인트

동사의 '19년 실적은 매출액 2,132억원(YoY+25.1%), 영업이익 789억원(YoY+33.7%), 당기순이익 624억원(YoY+31.5%)으로 추정. 실적 성장은 주요 고객사 신규 장비 출시 및 기존 장비 내 SiC Ring 비중 확대, '19년 하반기 CAPA 증설에 따른 생산량 확대에 기인. '19년 SiC Ring 매출액은 1,730억원(YoY+29.4%)으로 전망.

1) '19년에도 SiC Ring 매출액 성장세 이어갈 전망. 주요 고객사의 신규 제품 출시 및 기존 제품 내 Si 를 SiC 로 대체하는 수요 증가에 기인. NAND 고단화, DRAM 공정 미세화로 고주파 플라즈마를 견뎌낼 수 있는 SiC Ring 이 선호되는 추세.

2) CAPA 확장을 통한 또 한 번의 도약 기대. SiC Ring 공급부족 지속되고 있어 동사의 CAPA 증설은 곧 동사의 매출 성장을 의미.

Valuation Forecast

구분	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	억원	894	1,303	1,705	2,132	2,660
영업이익	억원	274	477	590	789	995
세전이익	억원	280	481	605	800	1,007
순이익	억원	227	373	474	624	786
지배순이익	억원	227	373	474	624	786
PER	배	13.68	10.13	18.95	9.77	7.76
PBR	배	2.73	2.60	4.87	2.55	1.97
EV/EBITDA	배	9.20	6.69	13.11	6.77	5.41

3. SiC Ring 수요 확대 최대 수혜 예상

동사 매출 비중의 78.4%를 차지하는 SiC(Silicon Carbide, 탄화규소) Ring 매출액은 '17년 1,061억원에서 '18년 1,347억원(YoY+27.0%)으로 성장했다. '19년에도 SiC Ring 매출 성장세는 지속될 것으로 전망된다. 이는 DRAM 공정 미세화 및 NAND 고단화에 따른 수혜가 예상되기 때문이다.

반도체 공정은 크게 8개 공정으로 나뉜다. ① Ingot 을 절단 및 연마하는 **웨이퍼 공정**, ② 웨이퍼 표면에 산화막(SiO₂)을 형성하는 **산화공정**(Oxidation), ③ 회로를 그려 넣는 **포토공정**(Photo), ④ 회로 패턴을 제외한 부분을 제거하는 **식각공정**(Etching), ⑤ 전기적 특성 부여를 위해 물질을 증착하는 **박막공정**(Thin Film), ⑥ 회로 패턴에 Metal Line 을 이어주는 **배선공정**, ⑦ **테스트 공정**, ⑧ **패키징공정** 순서이다.

이중 식각공정은 건식식각(Dry Etching)과 습식식각(Wet Etching)으로 구분된다. 건식식각은 비용이 많이 소요되나 플라즈마를 이용하여 미세하고 정확한 패턴닝이 가능하다. 주요 식각공정 장비 업체는 Lam Research, TEL 등 주로 글로벌 기업이다. 동사는 건식식각 장비인 Dry Etcher 에 사용되는 SiC Ring 을 주요 고객사로 납품하고 있다.

'19년 동사의 SiC Ring 매출액은 1,730억원(YoY+29.4%)으로 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 이는 주요 고객사의 신규 제품 출시 및 기존 제품 내 Si 를 SiC 로 대체하는 수요 증가에 기인한다. NAND 고단화, DRAM 공정 미세화에 따라 고주파 플라즈마를 견뎌낼 수 있는 SiC 가 선호되기 때문이다.

DRAM 회로 선폭 미세화 및 NAND 적층수 증가에 따라 고출력 플라즈마가 요구되며 식각공정의 빈도수 또한 증가하게 된다. 이에 따라 Si 내구성이 낮아지고 교체주기가 빨라진다. Si Ring 의 교체주기가 7~8일인 반면 동사의 SiC Ring 의 교체주기는 10~12일 수준이기 때문에 생산성 향상을 위한 SiC Ring 수요가 증가하고 있다.

동사의 주요 고객사는 Lam Research, Applied Materials, TEL, SEMES, 삼성전자, SK 하이닉스 등이다. 글로벌 Top-tier Dry Etcher 장비 업체인 Lam Research, Top-tier 메모리반도체 업체인 삼성전자 등 Before market 과 After market 내 주요 Player 들을 모두 고객사로 확보하고 있다.

글로벌 시장점유율은 약 80%로 추정된다. 높은 시장지배력을 확보할 수 있는 이유는 동사가 보유한 CVD(Chemical Vapor Deposition, 화학기상증착) 기술력 때문이다. CVD 방식으로 SiC Ring 을 제조하는 경우 RBSC(Reaction Bonded Silicon Carbide, 반응소결) 방식으로 제조했을 때보다 정밀하고 순도 높은 제품 생산이 가능하다.

CVD SiC 증착시 균일한 증착막을 형성하면서 고객사의 각기 다른 요구를 충족시키기 위해서는 노즐 위치, 압력, 온도, 원재료 비율 등에 대한 축적된 데이터가 필요하다. 동사는 높은 시장점유율을 유지하며 수 많은 고객사의 요구에 대응하며 노하우를 쌓아왔다. 이는 높은 시장 지위를 유지할 수 있는 진입장벽으로 작용하며, 동사가 SiC Ring 수요 확대의 최대 수혜자가 될 것으로 예상되는 이유이다.

Exhibit 1. 반도체 8대 공정 프로세스



Source: Leading Research Center

Exhibit 2. 주요 고객사의 Dry Etching 장비



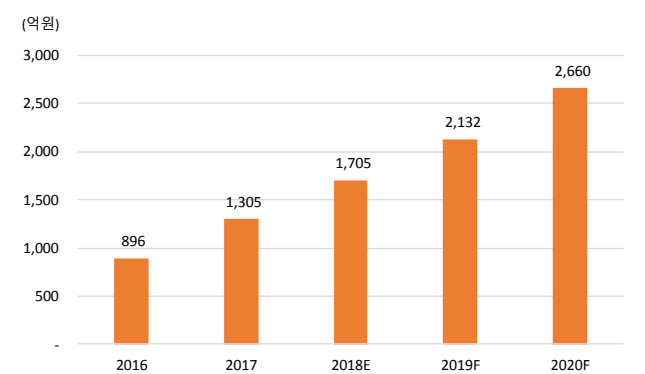
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 3. 동사의 SiC Ring 주요 고객사



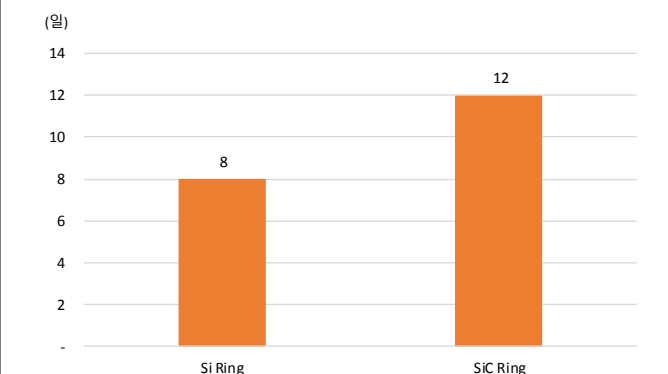
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 4. SiC Ring 매출액 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 5. Si Ring 과 SiC Ring 교체주기 비교



Source: Company Data, Leading Research Center

4. CAPA 확장으로 또 한 번 도약

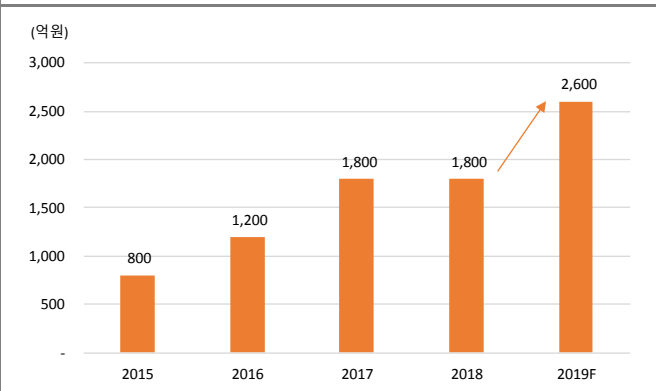
'19년, CAPA 확장을 통한 또 한 번의 도약이 예상된다. SiC Ring의 높은 기술적 진입장벽으로 인한 견고한 시장지배력, 이에 따른 제한적인 공급 증가, 전방 시장의 수요 증가 등 요인에 기인하여 동사의 CAPA 증설은 곧 동사의 매출 성장으로 이어질 전망이다.

동사는 SiC Ring CAPA 증설에 '14년 12월부터 '16년 3월까지 122억원, '16년 4월부터 '17년 3월까지 225억원을 투자하였다. 매출액 기준 각각 400억원, 600억원 규모의 증설 효과가 있었다. 이에 동사의 매출액은 '15년 619억원(YoY+36.9%), '16년 894억원(YoY+44.4%), '17년 1,303억원(YoY+45.7%)을 기록하며 높은 성장세를 보였다.

'18년 7월부터 '19년 9월까지 483억원을 투자하며 SiC Ring CAPA 증설을 진행 중이다. 현재 CVD 장비 13대를 보유하고 있는 것으로 추정되며 단기적으로 3대를 선제적으로 도입할 것으로 예상된다. 총 10대의 장비를 도입할 수 있는 공간을 확보하여 향후 추가적인 장비 도입을 통해 고객사 수요에 대응할 수 있을 것으로 전망된다. 현재 매출액 기준 CAPA는 1,800억원~2,000억원 규모인 것으로 추정되며 동 증설을 통해 800억원 이상의 증설 효과가 기대된다.

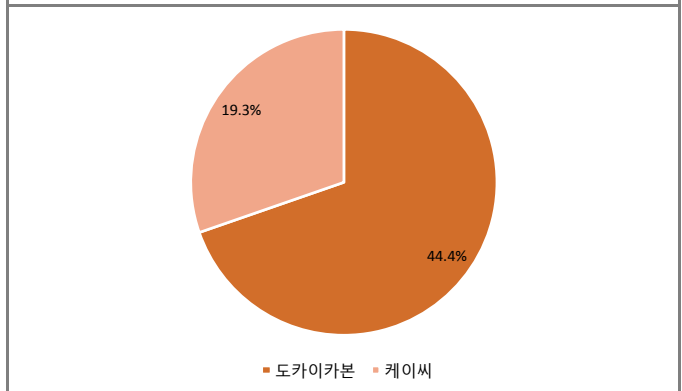
과거 SiC Ring은 수요 대비 공급이 부족하였으며, SiC Ring 시장 내 높은 시장지배력을 갖는 동사의 증설 지연이 가장 큰 리스크 요인으로 작용했다. 이는 동사가 국내 상장사인 케이씨와 일본 도카이카본의 JV로 설립되었기 때문이다. 고객사 니즈에 대응할 수 있는 신속한 의사결정에 제약이 존재했던 것으로 분석된다. 그러나 '18년 5월부터 동사에 대한 경영권은 일본 도카이카본이 온전히 확보하게 되었으며, 이에 따라 수요에 대응하기 위한 과거와는 다른 투자 기조를 나타낼 가능성이 높아졌다는 판단이다.

Exhibit 6. 동사의 매출액 기준 CAPA 추정



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 7. 동사의 주주현황



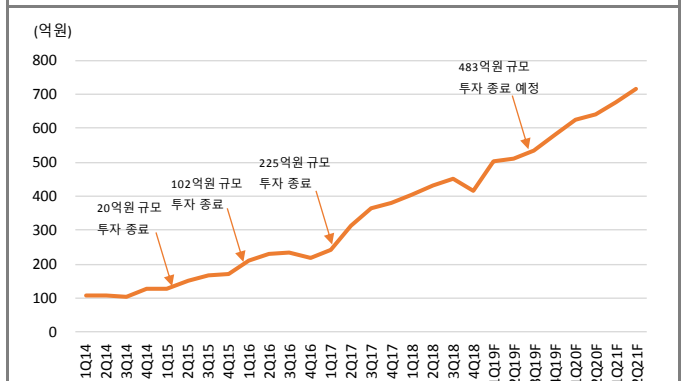
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. 동사 주가 추이



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 9. 동사 분기 매출액 추이



Source: Bloomberg, Leading Research Center

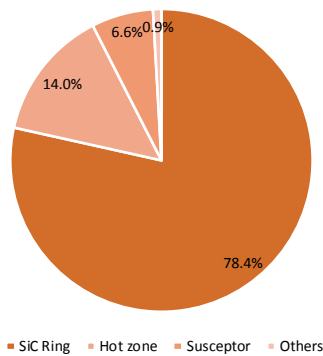
5. 기업개요

동사는 '96년 케티씨텍, 도카이카본, 숭크카본테크놀로지의 JV 로 설립되어 고순도 흑연 제품을 제조 및 판매하고 있는 기업이다. '18년 5월부터 도카이카본만 동사의 경영권을 확보하게 되었다. 숭크카본테크놀로지의 경우 '18년 8월 보유하고 있던 동사 주식을 전량 매각하였다.

흑연을 조달해 형상 가공, 열처리 및 금속 성분을 제거하는 고순화 공정, 미세입자의 발생을 억제하고 불순물을 감소시키는 CVD 공정 등 SiC 생산에 필요한 모든 공정에 대한 생산라인을 국내 최초로 구축하였다. 흑연은 최대주주인 도카이카본으로부터 조달받고 있다.

주요 제품으로는 Dry Etching 장비 內 SiC Ring, 반도체 및 태양전지 공정 內 Hot zone, Susceptor 등이다. '18년 기준 매출 비중은 SiC Ring 78.4%, Hot zone 14.0%, Susceptor 6.6%, Others 0.9%이다.

Exhibit 10. 제품별 매출비중('18년 기준)



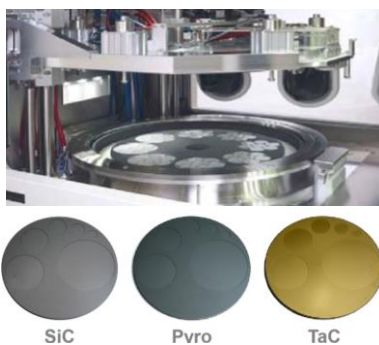
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 11. 동사의 Hot zone 제품



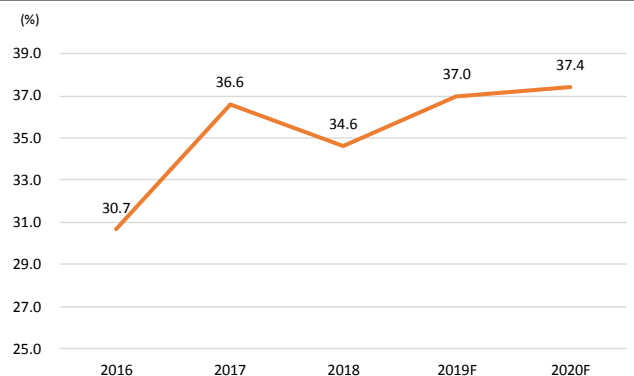
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 12. 동사의 Susceptor 제품



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 13. 동사의 전사 영업이익률 추이 및 전망



Source: Company Data, Leading Research Center

6. 실적전망 및 투자의견

동사의 '19년 실적은 매출액 2,132억원(YoY+25.1%), 영업이익 789억원(YoY+33.7%), 당기순이익 624억원(YoY+31.5%)으로 추정한다. 실적 성장은 주요 고객사 신규 장비 출시 및 기존 장비 내 SiC Ring 비중 확대, '19년 하반기 CAPA 증설에 따른 생산량 확대에 기인한다. '19년 SiC Ring 매출액은 1,730억원(YoY+29.4%)으로 전망된다.

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 71,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 71,000원은 12M Fwd EPS 5,459원에 Target PER 13배를 적용하였다. Target Valuation 은 Peer Group Valuation 평균에 30% 할증한 값이다.

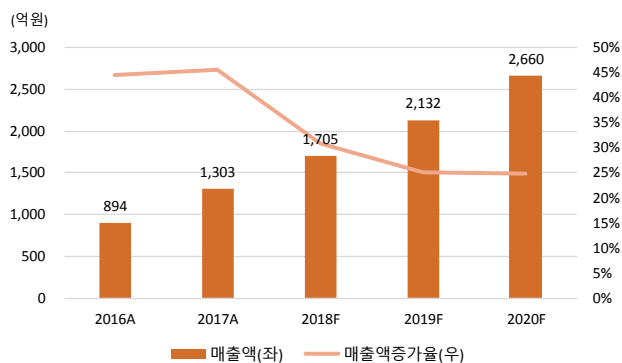
주요 고객사의 신규 제품 출시 및 기존 제품 내 SiC Ring 채용량 확대에 따라 SiC Ring 수요는 지속적으로 증가할 것으로 전망된다. 또한 SiC Ring 시장 내 높은 시장지배력 기반 높은 영업이익률('19년 37.0%)을 실현하고 있는 동사에 대한 Valuation Premium 부여는 합당하다. '18년 케이씨에 대한 로열티를 소급하여 지급하며 일시적으로 수익성이 악화됨에 따라 과거 Valuation band 하단 수준까지 주가 하락을 경험했다. '19년 실적을 바라보는 현 시점에서 동사에 대한 투자매력도는 높아졌다는 판단이다.

Exhibit 14. 사업부별 실적 전망

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	404	432	453	416	502	511	536	582	1,305	1,705	2,132
YoY	65.6%	37.1%	24.0%	9.3%	24.3%	18.3%	18.5%	39.9%	45.6%	30.6%	25.1%
QoQ	6.2%	6.9%	4.7%	-8.1%	20.7%	1.8%	4.9%	8.5%			
반도체용 Hotzone	42	49	56	53	53	55	57	59	98	200	224
태양광용 Hotzone	11	11	9	8	8	7	7	7	63	39	29
Susceptor	29	30	28	26	30	31	29	43	74	113	133
SiC Ring	320	338	353	326	407	415	440	469	1,061	1,337	1,730
기타	2	4	7	3	4	4	4	4	9	16	16
매출비중											
반도체용 Hotzone	10.4%	11.3%	12.4%	12.7%	10.6%	10.8%	10.6%	10.1%	7.5%	11.7%	10.5%
태양광용 Hotzone	2.7%	2.5%	2.0%	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	4.8%	2.3%	1.4%
Susceptor	7.2%	6.9%	6.2%	6.3%	5.9%	6.0%	5.4%	7.4%	5.7%	6.6%	6.2%
SiC Ring	79.2%	78.2%	78.0%	78.4%	81.1%	81.1%	82.0%	80.5%	81.3%	78.4%	81.2%
기타	0.5%	0.9%	1.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.7%
영업이익	133	138	167	152	184	188	201	216	471	590	789
YoY	77.3%	16.9%	14.4%	15.3%	38.0%	36.5%	20.2%	42.1%	71.3%	25.3%	33.7%
QoQ	0.8%	3.8%	21.0%	-8.9%	20.6%	2.6%	6.6%	7.7%			
영업이익률	32.9%	31.9%	36.9%	36.6%	36.5%	36.8%	37.4%	37.1%	36.1%	34.6%	37.0%

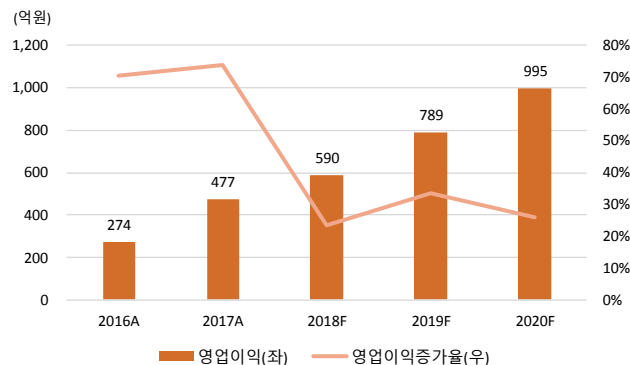
Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 15. 매출액 및 매출액성장률



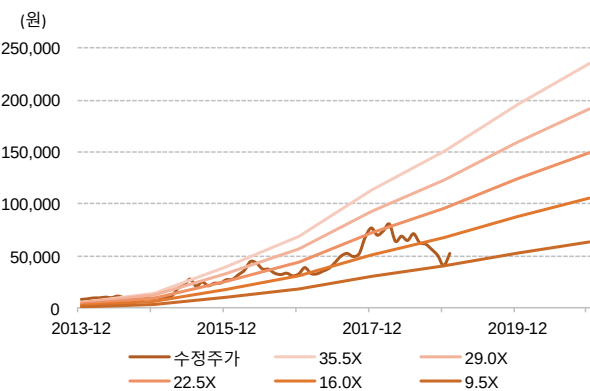
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. 영업이익 및 영업이익성장률



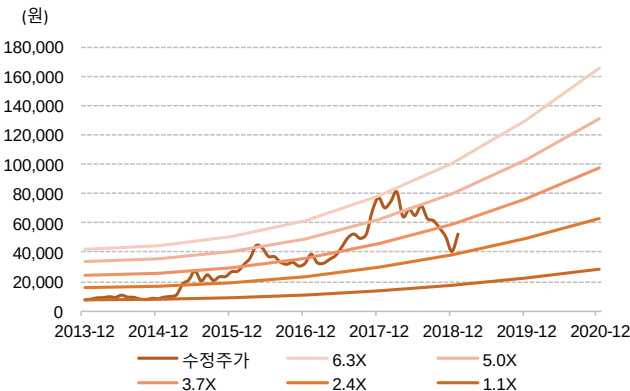
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 17. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 18. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,315	1,688	2,250	2,879	3,693
유동자산	666	1,009	1,345	1,721	2,206
현금및현금성자산	55	248	330	423	542
단기금융자산	342	423	564	721	925
매출채권및기타채권	119	152	203	260	333
재고자산	136	183	244	312	401
비유동자산	649	679	906	1,159	1,486
장기금융자산	5	8	11	14	18
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	638	666	887	1,135	1,456
무형자산	6	6	7	10	12
부채총계	175	233	403	490	599
유동부채	172	228	402	487	596
단기차입부채	0	0	0	0	0
기타단기금융부채	2	1	99	99	99
매입채무및기타채무	121	139	185	237	304
비유동부채	3	5	1	3	3
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,140	1,455	1,847	2,389	3,093
지배주주지분*	1,140	1,455	1,847	2,389	3,093
비지배주주지분	0	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	249	396	560	718	902
당기순이익	227	373	474	624	786
현금유입(유출)이없는수익	116	190	228	302	385
자산상각비	64	87	101	133	170
영업자산부채변동	-47	-50	90	-39	-54
매출채권및기타채권	-29	-34	-69	-57	-73
재고자산감소(증가)	-49	-48	-63	-68	-88
매입채무및기타채무	46	26	167	52	67
투자활동현금흐름	-285	-204	-477	-543	-701
투자활동현금유입액	332	360	5	1	7
유형자산	1	0	1	0	0
무형자산	0	0	0	1	2
투자활동현금유출액	618	564	482	545	708
유형자산	246	120	344	379	489
무형자산	0	2	4	5	7
재무활동현금흐름	1	1	-0	-82	-82
재무활동현금유입액	1	1	0	0	0
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	0	0	1	0	0
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	0	-1	0	0	0
현금변동	-35	193	83	92	119
기초현금	90	55	248	330	423
기말현금	55	248	330	423	542

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	894	1,303	1,705	2,132	2,660
매출원가	510	691	894	1,116	1,381
매출총이익	384	612	811	1,016	1,278
판매비와관리비	110	135	221	227	283
영업이익	274	477	590	789	995
EBITDA	338	564	691	922	1,165
비영업손익	6	3	15	11	12
이자수익	7	8	7	7	7
이자비용	0	0	0	0	0
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-7	-2	0	0
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-1	3	10	4	5
세전계속사업이익	280	481	605	800	1,007
법인세비용	53	108	131	176	222
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	227	373	474	624	786
지배주주순이익*	227	373	474	624	786
비지배주주순이익	0	0	-0	0	0
기타포괄손익	0	0	0	0	0
총포괄손익	227	373	474	624	786

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	1,948	3,195	4,063	5,344	6,730
BPS*	9,763	12,458	15,821	20,465	26,494
CFPS	2,129	3,394	4,797	6,146	7,728
SPS	7,661	11,161	14,602	18,262	22,781
EBITDAPS	2,895	4,834	5,921	7,894	9,982
DPS (보통,현금)	500	700	700	700	700
배당수익률 (보통,현금)	1.9	2.2	0.9	1.3	1.3
배당성향 (보통,현금)	25.7	21.9	17.2	13.1	10.4
PER*	13.7	10.1	19.0	9.8	7.8
PBR*	2.7	2.6	4.9	2.6	2.0
PCFR	12.5	9.5	16.1	8.5	6.8
PSR	3.5	2.9	5.3	2.9	2.3
EV/EBITDA	9.2	6.7	13.0	6.6	5.2
재무비율					
매출액증가율	44.4	45.7	30.8	25.1	24.7
영업이익증가율	70.5	74.0	23.7	33.7	26.1
지배주주순이익증가율*	72.7	64.0	27.2	31.5	25.9
매출총이익률	43.0	47.0	47.6	47.7	48.1
영업이익률	30.7	36.6	34.6	37.0	37.4
EBITDA이익률	37.8	43.3	40.5	43.2	43.8
지배주주순이익률*	25.4	28.6	27.8	29.3	29.5
ROA	23.4	31.8	30.0	30.8	30.3
ROE	21.9	28.8	28.7	29.5	28.7
ROIC	34.7	48.8	50.9	51.9	51.1
부채비율	15.4	16.0	21.8	20.5	19.4
차입금비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금비율	-34.6	-45.9	-17.9	-17.7	-17.5

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

Source: 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 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 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.

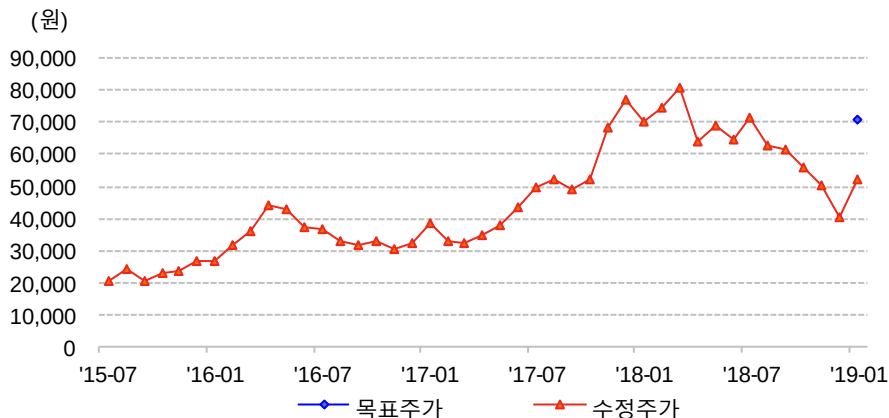
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

티씨케이(064760)

일자	2019-01-28
투자의견	BUY(신규)
목표주가	71,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 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 : 2018.12.31)

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