

2021. 9. 23

Tech팀

배현기

Analyst

hk.bae@samsung.com

티씨케이 (064760)

퀄리티 주식의 재조명, 방향성은 여전히 유효

- 특허 소송 이슈로 센터먼트 악화 및 향후 성장률에 대한 희석 불가피
- 다만 고객사 낸드 투자가 내년 상반기 중 본격화될 예정, 낸드 관련 Quality name으로 재조명 받게 될 것
- 실적과 멀티플 하향조정에 따른 목표주가 대폭 하향에도 불구하고, 최근 과도한 주가 하락으로 인해 BUY 투자 의견 유지

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	180,000원	25.9%
현재주가	143,000원	
시가총액	1.7조원	
Shares (float)	11,675,000주 (41.4%)	
52주 최저/최고	88,400원/242,900원	
60일-평균거래대금	86.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
티씨케이 (%)	-16.8	-20.3	47.6
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-19.6	-28.1	24.9

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	180,000	250,000	-28.0%
2021E EPS	6,701	7,066	-5.2%
2022E EPS	8,101	8,112	-0.1%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	5
Target price	227,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

특허로 인한 센터먼트 및 독점력에 대한 의심 본격화→프리미엄 희석은 불가피: 9월 2일 s1c 소재 및 SiC 복합 소재 관련 특허 관련해서 특허법원이 특허 무효 판결 (티씨케이 패소). 이에 따라 티씨케이의 주가는 급락하였으며 현재 소폭 회복이 나타나는 모습.

이로 인해서 동사의 향후 성장률에 대한 의문점들이 생기는 부분은 불가피. 우선, 향후 2년 까지의 성장률 훼손은 제한적이라는 판단. 다만 그 이후에 대한 성장률에서는 SiC링의 성장률을 동사가 온전히 흡수하기에는 어려운 상황이 되는 모습으로 판단. 1)SiC링에서 애프터마켓 (칩메이커 직납) 시장의 비중이 향후 확대될 것으로 추정, 2)SiC링 비포마켓에서 존재하던 압도적 점유율도 향후 하나머티리얼즈 등의 경쟁사의 진입속도에 따라 점유율이 소폭 줄어들 가능성 존재. 이에 따라 그동안 부여되던 동사의 멀티플 프리미엄 희석은 불가피할 것이라 생각하며 시장은 해당 프리미엄 희석 정도에 대한 고민 속 주가는 하향조정 중. 당사는 동사의 멀티플이 경쟁사 대비 약 20% 프리미엄 수준으로 수렴할 것으로 추정.

여전히 유효한 기술력과 생산능력에 대한 경쟁력: 다만 동사의 경쟁력은 특허뿐 아니라 기술력과 생산능력에서 차별화가 그동안 존재해왔음. 현재 기준, 동사의 장비 하나당 생산노역은 경쟁사 대비 약 3배 수준 큰 것으로 파악, 이는 수율이 높으며 CVD row 장비에 대한 노하우 등 기술력이 존재하기 때문. 또한 비포마켓 업체로서 글로벌 식각장비업체와의 관계 및 신뢰도가 오랫동안 형성되어 왔음. 따라서 비포 내 지위가 급격히 악화될 가능성은 제한적. 다만 애프터의 침투율이 예상보다 빠르게 커질 가능성은 존재.

(다음 페이지에 계속)

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

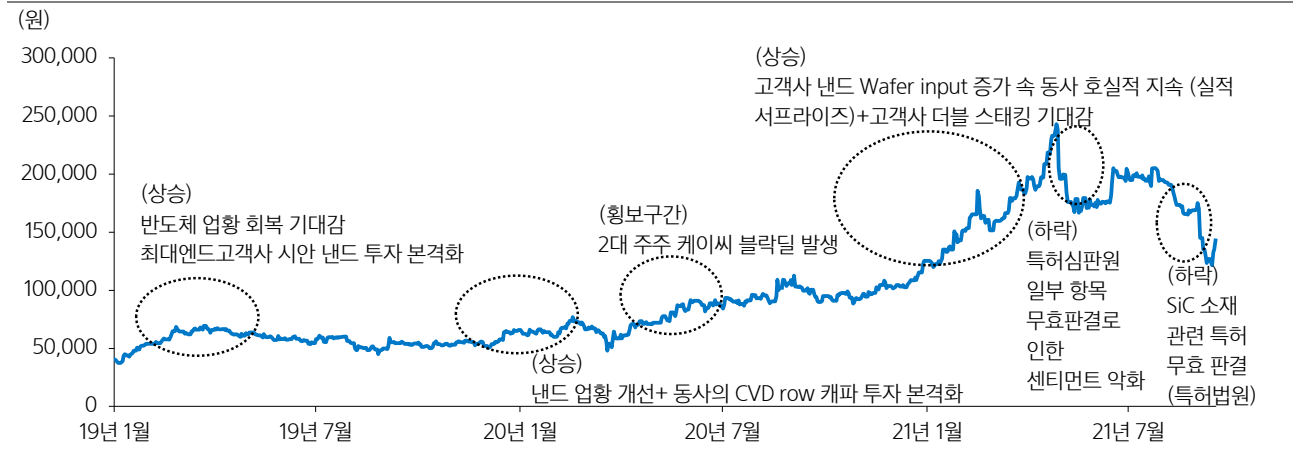
	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	228	271	333	389
영업이익 (십억원)	80	98	120	132
순이익 (십억원)	61	78	95	104
EPS (adj) (원)	5,183	6,701	8,101	8,936
EPS (adj) growth (%)	29.2	29.3	20.9	10.3
EBITDA margin (%)	39.8	41.6	41.4	39.7
ROE (%)	24.7	25.8	25.2	22.7
P/E (adj) (배)	24.2	21.3	17.7	16.0
P/B (배)	5.4	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA (배)	14.6	13.2	10.5	9.0
Dividend yield (%)	0.9	0.9	1.0	1.3

자료: 티씨케이, 삼성증권 추정

하반기 성장률에 대한 의심은 존재: 동사의 SiC링 성장률에 대한 하반기 의심은 여전히 존재. 특히나 애프터마켓 업체인 K사의 국내 1위 메모리사향 침투가 본격 성장하며 동사의 TAM 일부를 소폭 잠식해 나가고 있다고 생각. 아직 생산능력이나 쉐드 스케줄 감안 시 규모는 제한적이거나, 일부 성장률 훼손이 존재할 수 있다는 판단. 하반기 성장률이 당사 기존 추정 대비 낮을 것으로 추정하며, 3Q21 중 마지막으로 컨센서스 하향조정되며 주가의 추가적인 소폭 하락 가능성은 존재. 다만 1)단기간 내 추가적인 소송 결과가 나타날 타임라인이 없다는 점, 2)동사의 SiC링 관련 CVD Row 캐파 확장이 올해 하반기 이후부터 본격 반영된다는 점, 3)현재의 멀티플 측면과 4Q21 나타날 P2 낸드 확대와 1H22 본격화될 P3 낸드 투자 가능성을 고려할 경우 하락폭은 제한적일 것으로 전망하며 주가의 방향 전환이 나타날 것이라는 판단.

고객사 낸드 투자가 본격화(22년 상반기) 이전 4Q21부터 동사의 재조명 가능성: 고객사의 P3 투자는 낸드부터 이뤄질 것으로 추정. 또한 V7/V8 등의 더블스테킹을 활용한 고단 낸드 비중이 22년 본격 확대될 것으로 판단. 따라서 국내 낸드 서플라이체인 중 Quality name이자, 안정적 마진과 배당을 확보한 업체로서 동사는 다시 재조명 받을 수 있을 것이라 판단. 특히나 동사의 매출 구성은 낸드 비중이 약 80% 수준으로, 낸드의 베타 플레이어로서 여전히 가장 좋은 대안. 희석된 프리미엄이 동사의 기술력에 대한 재평가, 그리고 고객사의 낸드 투자 이야기가 구체화되며 다시 형성될 가능성 존재. 다만 이전 수준처럼 P/E 30배 수준까지의 확장이 아닌 P/E 21배 수준(경쟁사 대비 20% 프리미엄 적용)으로 프리미엄의 폭은 제한적일 것으로 추정. 프리미엄 희석을 반영하여 목표주가 하향(18만원)하나, 여전히 낸드 관련 Quality names이자 기술력의 격차는 존재하기에, 경쟁사 대비 소폭 프리미엄 부여는 정당하다는 판단. 그리고 최 근주가 큰 폭의 하락은 투자자에게 매수 기회로서 활용 가능하다는 판단. BUY 투자의 견을 유지.

티씨케이 주가 히스토리: 1)고객사의 낸드 투자 확대 시점, 2)동사의 캐파 확장 시점 등이 주요 상승 Catalyst



자료: 티씨케이, 삼성증권

특허 소송 내용정리:

특허 제1866869호: SiC 소재 및 SiC 복합 소재

일자	주요 내용
2019.11.15	(주)디에스테크노 특허 무효 소송(1,4,5,6항)
2020.06.25	특허심판원 특허 등록 무효 기각
2020.08.07	(주)디에스테크노 항소
2020.09.23	주식회사 티씨케이 특허 정정 신청
2021.03.23	특허심판원 특허 정정 기각
2021.04.09	주식회사 티씨케이 특허 정정 항소
2021.09.02	특허법원 특허 무효 판결, 특허정정신청 기각 판정 적합 판결

참고: 특허심판원(1심), 특허법원(2심), 대법원(3심)
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

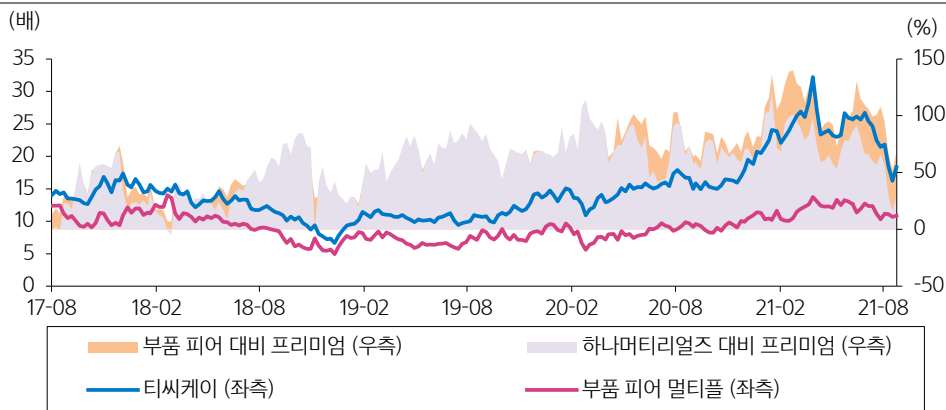
특허 소송 내용정리:

특허 제1914289호: 투과도가 다른 복수 개의 층을 갖는 SiC 반도체 제조용 부품 및 그 제조방법

일자	주요 내용
2019.04.30	양효경 특허 취소 신청(1,3,17항)
2020.01.14	특허심판원 특허 취소 기각
2020.04.29	(주)디에스테크노 특허 무효 소송(1,3,17항)
2021.04.27	특허심판원 일부 항목 무효 판결
2021.05.27	(주)디에스테크노 항소(9,17항)
2021.05.31	주식회사 티씨케이 항소(1,3,8항)

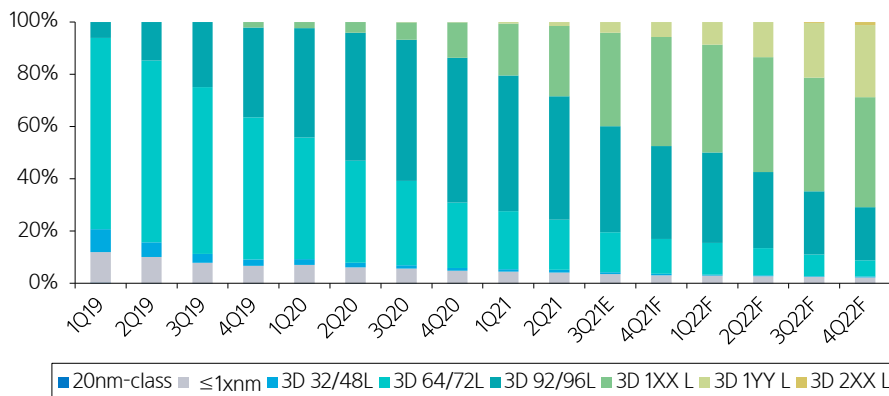
참고: 특허심판원(1심), 특허법원(2심), 대법원(3심)
자료: 언론보도, 삼성증권 정리

반도체 부품 업체 P/E 멀티플 추이



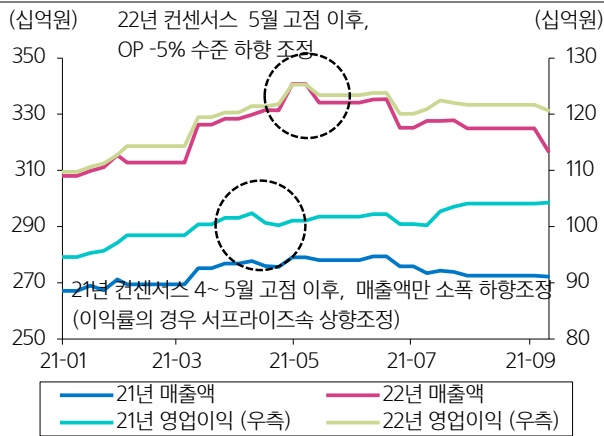
참고: 부품 피어는 원익QNC, 하나머티리얼즈, 월텍스의 평균 값 (컨센서스 기준)
자료: Wise FN, 삼성증권

3D NAND: 테크놀로지별 Breakdown (22년 1XX/2XX 레이어의 비중 확대)



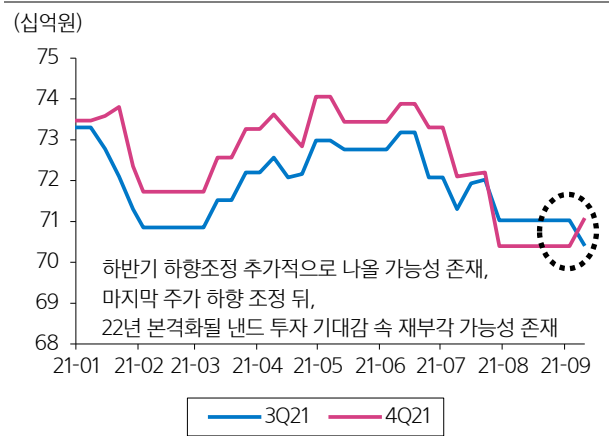
자료: Trendforce, 삼성증권

티씨케이 매출액과 영업이익 컨센서스 변화



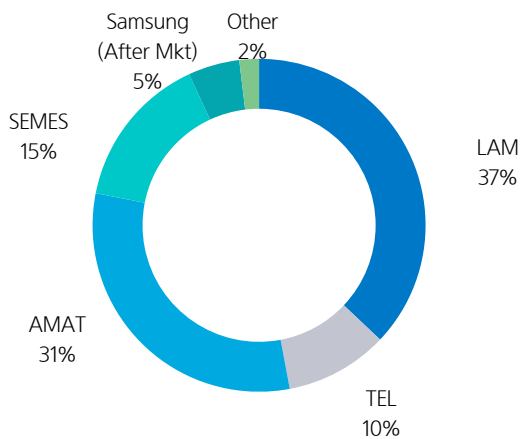
자료: Wise FN, 삼성증권

티씨케이 하반기 매출액 컨센서스 하향조정 중



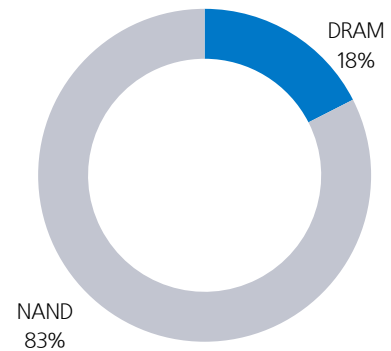
자료: Wise FN, 삼성증권

티씨케이: 고객사별 비중 추정 (2021년)



자료: 삼성증권 추정

티씨케이: 어플리케이션별 비중 추정 (2021년)



자료: 삼성증권 추정

티씨케이: P/E 멀티플 밴드



자료: 티씨케이, 삼성증권 추정

티씨케이: P/B 멀티플 밴드



자료: 티씨케이, 삼성증권 추정

연간 실적 추정 변경

(십억원)	Old		New		차이 (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	280.0	336.0	271.1	332.8	-3.2	-0.9
영업이익	100.4	121.3	97.9	119.5	-2.6	-1.5
세전이익	103.0	123.6	99.7	121.9	-3.2	-1.4
순이익	79.2	95.0	78.2	94.6	-1.2	-0.5

자료: 삼성증권 추정

목표주가 추정 테이블

항목	원	비고
2022 EPS	8,101	
Target P/E	21	부품 경쟁사(하나머티리얼즈) 대비 20% 프리미엄 부여
현재주가 (원)	143,000	9월 17일 종가 기준
목표주가 (원)	180,000	
업사이드 (%)	25.9	

자료: 삼성증권 추정

분기별 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	63.0	66.2	68.8	73.0	76.3	80.9	85.8	89.9	171.4	228.2	271.1	332.8
Gr	4.9	6.3	6.0	5.8	6.5	7.0	6.3	6.7	30.3	23.1	22.7	26.1
Susceptor	4.3	3.6	3.4	3.5	4.4	4.2	4.0	4.1	11.6	9.9	14.8	16.7
Solid SiC	52.8	55.4	58.7	63.1	64.4	68.7	74.4	78.1	122.4	192.7	230.0	285.5
Other	1.1	0.8	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0	7.0	2.5	3.6	4.5
매출총이익	29.1	30.9	29.9	32.5	32.8	34.4	36.9	39.5	74.7	98.9	122.4	143.6
영업이익	23.9	25.9	24.7	23.4	26.5	29.6	31.2	32.2	59.2	80.3	97.9	119.5
세전이익	24.7	26.2	24.7	24.2	26.5	29.9	31.2	34.3	60.5	80.2	99.7	121.9
순이익	19.0	21.1	19.3	18.8	20.5	23.2	24.2	26.6	46.8	60.5	78.2	94.6
이익률 (%)												
영업이익	37.9	39.1	35.9	32.1	34.7	36.7	36.4	35.8	34.5	35.2	36.1	35.9
세전이익	39.2	39.5	35.9	33.1	34.7	36.9	36.4	38.2	35.3	35.2	36.8	36.6
순이익	30.1	31.9	28.0	25.8	26.9	28.7	28.2	29.6	27.3	26.5	28.9	28.4

자료: 티씨케이, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	171	228	271	333	389
매출원가	97	129	149	189	219
매출총이익	75	99	122	144	170
(매출총이익률, %)	43.6	43.3	45.2	43.1	43.7
판매 및 일반관리비	15	19	25	24	38
영업이익	59	80	98	120	132
(영업이익률, %)	34.5	35.2	36.1	35.9	33.9
영업외손익	1	-0	2	2	3
금융수익	2	1	2	2	3
금융비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-0	-1	0	0	0
세전이익	61	80	100	122	135
법인세	14	20	21	27	30
(법인세율, %)	22.7	24.6	21.5	22.4	22.5
계속사업이익	47	61	78	95	104
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	47	61	78	95	104
(순이익률, %)	27.3	26.5	28.9	28.4	26.8
지배주주순이익	47	61	78	95	104
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	68	91	113	138	154
(EBITDA 이익률, %)	39.5	39.8	41.6	41.4	39.7
EPS (지배주주)	4,011	5,183	6,701	8,101	8,936
EPS (연결기준)	4,011	5,183	6,701	8,101	8,936
수정 EPS (원)*	4,011	5,183	6,701	8,101	8,936

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	36	66	76	92	104
당기순이익	47	61	78	95	104
현금유출입이없는 비용 및 수익	22	32	35	43	50
유형자산 감가상각비	8	10	15	18	23
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	13	21	20	25	27
영업활동 자산부채 변동	-8	-2	-4	-6	-5
투자활동에서의 현금흐름	-45	-54	-54	-73	-75
유형자산 증감	-34	-23	-35	-45	-50
장단기금융자산의 증감	-8	-34	-19	-28	-25
기타	-3	3	-0	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	-0	-0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	-0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-1	-0	0	0	0
현금증감	-9	11	22	19	29
기초현금	37	28	39	61	81
기말현금	28	39	61	81	110
Gross cash flow	69	92	113	138	154
Free cash flow	2	43	41	47	54

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준
 자료: 티씨케이, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	155	198	250	312	381
현금 및 현금등가물	28	39	61	81	110
매출채권	22	28	33	40	47
재고자산	35	30	36	44	52
기타	71	101	120	147	172
비유동자산	96	111	131	158	186
투자자산	1	2	2	3	3
유형자산	93	107	127	154	181
무형자산	2	2	2	1	1
기타	0	0	0	0	0
자산총계	251	309	381	471	567
유동부채	30	37	44	54	63
매입채무	8	3	4	5	6
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	22	34	40	49	57
비유동부채	1	1	2	2	2
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	1	1	2	2	2
부채총계	30	38	45	56	65
지배주주지분	220	270	336	415	502
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	208	258	324	403	490
기타	-0	-0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	220	270	336	415	502
순부채	-95	-139	-180	-226	-280

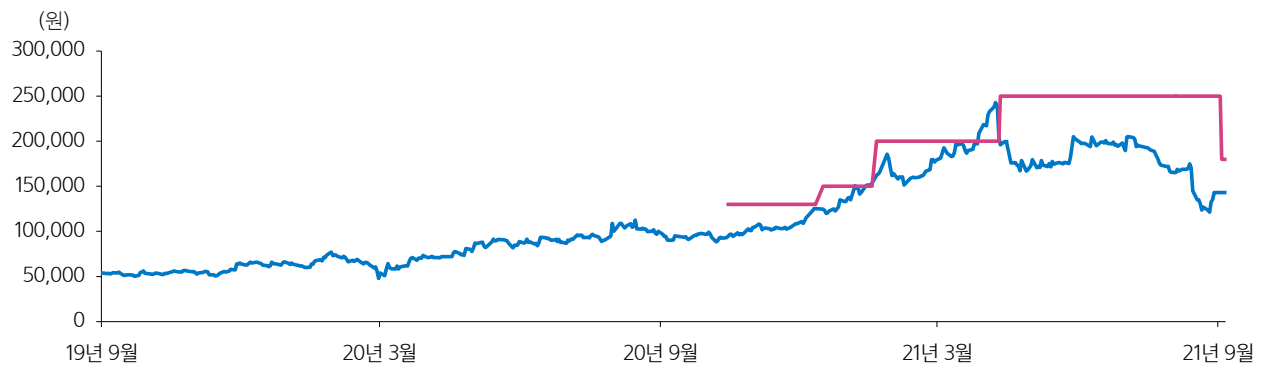
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	0.5	33.2	18.8	22.8	16.8
영업이익	0.2	35.7	21.9	22.1	10.2
순이익	-0.1	29.2	29.3	20.9	10.3
수정 EPS**	-0.1	29.2	29.3	20.9	10.3
주당지표					
EPS (지배주주)	4,011	5,183	6,701	8,101	8,936
EPS (연결기준)	4,011	5,183	6,701	8,101	8,936
수정 EPS**	4,011	5,183	6,701	8,101	8,936
BPS	18,883	23,166	28,767	35,568	43,004
DPS (보통주)	900	1,100	1,300	1,500	1,800
Valuations (배)					
P/E***	16.4	24.2	21.3	17.7	16.0
P/B***	3.5	5.4	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA	10.0	14.6	13.2	10.5	9.0
비율					
ROE (%)	23.1	24.7	25.8	25.2	22.7
ROA (%)	20.1	21.6	22.7	22.2	20.1
ROIC (%)	43.1	47.6	53.6	54.0	49.9
배당성향 (%)	22.4	21.2	19.4	18.5	20.1
배당수익률 (보통주, %)	1.4	0.9	0.9	1.0	1.3
순부채비율 (%)	-43.0	-51.3	-53.5	-54.4	-55.8
이자보상배율 (배)	5,311.6	5,908.9	7,792.8	8,606.3	8,560.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 9월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 9월 17일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2020/11/3	2021/1/4	2/8	4/30	9/23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	130,000	150,000	200,000	250,000	180,000
과리율 (평균)	-19.26	-8.71	-7.37	-28.48	
과리율 (최대or최소)	-3.62	2.20	21.45	-17.96	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021년 6월 30일 기준

매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM