티씨케이 (064760)

백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com
박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

업황에도 불구하고 외형 성장은 지속될 전망

4Q24 영업이익 205억원, 컨센서스 하회

동사 4Q24 매출액과 영업이익은 각각 728억원(YoY +18%, QoQ -4%), 205억원(OPM 28%, YoY +23%, QoQ -9%)으로 시장 컨센서스(매출액 750억원, 영업이익 226억원)를 하회. 국내 메모리반도체 고객의 NAND Tech Migration 속도가 전분기대비 늦춰진 가운데, 중화권 고객향 수요도 단기적으로 비수기 시즌에 진입한 것으로 추정하기 때문.

1Q25 예상 매출액과 영업이익은 각각 737억원(YoY +25%, QoQ +1%), 210억원(OPM 29%, YoY +21%, QoQ +3%)으로 시장 컨센서스(매출액 769억원, 영업이익 236억원)을 하회할 것으로 추정. Enterprise SSD를 제외한 NAND 수요 회복이 제한적인 가운데, 1H25 예상대비 약한 Consumer 중심의 계절적 비수기 수요를 고려하면 NAND 업체들의 가동률 회복은 유의미하지 않고, 보수적인 투자 기조를 유지할 것으로 전망하기 때문.

투자의견 BUY, 목표주가 12만원으로 하향 조정

동사 2025년 연간 예상 매출액과 영업이익은 각각 3,300억원(YoY +20%), 959억원(OPM 29%, YoY +19%)으로, 기존 추정치대비 각각 -3%, -17% 하향 조정하는 바. 글로벌 NAND 공급업체들의 추가적인 감산 계획 및 보수적 투자 기조가 유지될 것으로 예상된다는 점을 고려했기 때문. 참고로 Micron은 2024년 12월 NAND Capex를 추가적으로 축소하고 테크 전환 속도도 조정할 계획임을 공식화하였으며, Wafer 투입량은 기존대비 약 10% 중반 축소한 바. 여타 NAND 공급업체들의 NAND 감산활동이 재개되고 있는 것으로 파악.

다만, 과거대비 SiC Ring 시장 경쟁이 심해지고 있음에도 불구하고, 1)중화권 대상의 신규 고객 확보를 통해 외형 성장을 추구하는 점, 2)북미 주력 고객 내 높은 수준의 SiC Ring 점유율을 유지할 것으로 예상된다는 점을 고려하면 여타 NAND Value Chain 대비 높은 성장을 시현할 것으로 전망된다는 점을 주목. 2H25 지나면서 300단 NAND 위주의 Tech Migration이 예상된다는 점은 동사 실적에 긍정적. 동사에 대한 투자의견 BUY 유지.

BUY (M)

목표주가	120,000원 (D)
직전 목표주가	140,000원
현재주가 (2/5)	72,100원
상승여력	66%

시가총액	8,418억원
총발행주식수	11,675,000주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	35,520주
52주 고/저	142,000원 / 67,500원
외인지분율	67.72%
배당수익률	1.08%
주요주주	TOKAI CARBON Co.,Ltd

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.2)	(15.5)	(26.9)
상대	(4.6)	(13.1)	(19.2)
절대 (달러환산)	0.4	(19.3)	(32.6)

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	728	17.6	-3.8	750	-3.0
영업이익	205	22.7	-9.1	226	-9.3
세전계속사업이익	242	31.4	1.4	233	3.7
지배순이익	187	53.2	-0.3	183	2.0
영업이익률 (%)	28.2	+1.2 %pt	-1.6 %pt	30.1	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	25.7	+6.0 %pt	+0.9 %pt	24.4	+1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	3,196	2,267	2,757	3,300
영업이익	1,270	667	807	959
지배순이익	941	612	720	797
PER	14.6	19.0	11.5	10.6
PBR	3.3	2.5	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.0	11.5	5.7	4.4
ROE	24.9	14.0	14.8	14.5

자료: 유안타증권

[표 01] 티씨케이 목표주가 산정 테이블 (단위: 배, 원)

	2021A	2022A	2023A	2024F
PER_P (End)	21.2	11.7	21.2	11.5
PER_P (High)	35.3	19.2	22.6	24.3
PER_P (Low)	15.8	10.8	15.3	10.8
PER_P (Avg)	23.2	14.6	19.0	16.9
		↓	12MF Target PER	18.4
		↓	2025F EPS	6,826
		↓	Target Price	120,000

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 02] 티씨케이 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	636	474	537	619	590	683	710	728	737	774	852	937
YoY%	-18%	-44%	-35%	-17%	-7%	44%	32%	18%	25%	13%	13%	29%
QoQ%	-15%	-25%	13%	15%	-5%	16%	4%	-4%	1%	5%	10%	10%
Graphite for Semi	69	79	54	76	77	89	92	95	96	101	111	122
Graphite for Solar	6	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Susceptor	40	39	40	48	50	55	64	65	66	70	77	84
SiC Parts	518	351	437	489	458	535	548	562	566	586	645	710
Heater, etc.	3	3	3	3	3	3	4	4	7	15	17	19
Total OP	221	130	149	167	174	203	239	205	210	223	249	276
OPM%	35%	27%	28%	27%	29%	30%	34%	28.2%	28.5%	28.9%	29.2%	29.5%
YoY%	-24%	-61%	-58%	-43%	-21%	57%	61%	23%	21%	10%	10%	35%
QoQ%	-24%	-41%	15%	12%	4%	17%	18%	-9%	3%	6%	11%	11%
Total NP	170	149	172	122	156	190	218	187	176	186	206	228
NPM%	27%	31%	32%	20%	26%	28%	31%	26%	24%	24%	24%	24%
YoY%	-26%	-42%	-31%	-40%	-8%	28%	9%	53%	13%	-2%	10%	22%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 03] 티씨케이 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
Total Sales	1,303	1,705	1,714	2,282	2,708	3,196	2,267	2,757	3,300
YoY%		31%	1%	33%	19%	18%	-29%	22%	20%
Graphite for Semi	97	194	303	231	251	305	280	347	429
Graphite for Solar	62	37	15	1	4	9	12	8	8
Susceptor	74	118	116	99	154	169	167	213	297
SiC Parts	1,061	1,334	1,224	1,927	2,270	2,685	1,796	2,181	2,507
Heater, etc.	9	23	55	23	28	28	13	9	59
Total OP	477	591	592	803	1,034	1,270	667	807	959
OPM%	37%	35%	35%	35%	38%	40%	29%	29.3%	29.1%
YoY%		24%	0%	36%	29%	23%	-47%	21%	19%
Total NP	373	469	468	605	819	941	612	720	797
NPM%	29%	27%	27%	27%	30%	29%	27%	26%	24%
YoY%		26%	0%	29%	35%	15%	-35%	18%	11%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표. 04] 티씨케이 Peer 실적 및 Valuation

	업체명	티씨케이	원익 QnC	하나머티리얼즈	코미코	월덱스	한솔아이원스	비씨엔씨	케이엔제이
	Ticker	A064760	A074600	A166090	A183300	A101160	A114810	A146320	A272110
	시가총액	842	477	455	387	266	189	122	116
2021A	Sales	271	624	271	257	190	164	64	47
	OP	103	87	82	59	40	38	9	4
	OPM%	38%	14%	30%	23%	21%	23%	14%	9%
	NP	82	59	67	47	33	28	7	6
	PER	21.2	12.8	18.5	14.3	14.1	9.8	0.0	22.2
	PBR	5.1	2.4	4.8	3.0	3.3	3.1	0.0	3.1
	ROE	26.9	18.3	30.0	24.1	26.5	40.1	36.6	16.8
	EV/EBITDA	13.1	6.7	11.2	8.0	9.2	6.2	0.0	22.2
2022A	Sales	320	783	307	288	256	164	82	62
	OP	127	115	94	55	51	36	12	13
	OPM%	40%	15%	31%	19%	20%	22%	14%	21%
	NP	94	54	80	42	42	28	10	10
	PER	11.7	11.4	8.1	10.3	7.4	6.9	18.1	10.2
	PBR	2.7	1.6	2.2	1.7	1.7	1.2	2.5	1.9
	ROE	24.9	13.7	28.9	17.5	25.2	24.4	19.6	20.4
	EV/EBITDA	6.2	7.0	5.7	4.9	5.1	4.0	13.6	8.3
2023A	Sales	227	806	234	307	288	124	65	62
	OP	67	83	41	33	65	8	0	12
	OPM%	29%	10%	18%	11%	23%	7%	0%	19%
	NP	61	38	34	32	54	2	1	11
	PER	21.2	19.8	29.0	21.0	7.9	136.3	222.9	14.3
	PBR	2.8	1.9	2.5	3.2	1.8	1.8	3.7	2.4
	ROE	14.0	10.4	0.0	16.7	25.3	1.4	1.7	18.1
	EV/EBITDA	13.2	8.5	15.2	8.0	4.5	35.5	58.1	10.4
2024F	Sales	278	900	250	516	-	-	76	-
	OP	83	119	43	124	-	-	-2	-
	OPM%	30%	13%	17%	24%	-	-	-2%	-
	NP	72	52	29	52	-	-	-2	-
	PER	11.8	9.1	15.5	7.4	-	-	-81.4	-
	PBR	1.6	1.0	1.2	1.5	-	-	-	-
	ROE	14.7	11.8	7.6	26.3	-	-	-	-
	EV/EBITDA	0.0	5.4	0.0	2.7	-	-	-	-
2025F	Sales	333	975	273	600	-	-	-	-
	OP	110	128	50	156	-	-	-	-
	OPM%	33%	13%	18%	26%	-	-	-	-
	NP	91	58	36	75	-	-	-	-
	PER	9.2	8.2	12.5	5.1	-	-	-	-
	PBR	1.4	0.9	1.1	1.1	-	-	-	-
	ROE	16.6	11.4	9.5	29.5	-	-	-	-
	EV/EBITDA	0.0	4.8	0.0	2.1	-	-	-	-

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW, 배, %

티씨케이 (064760) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서					(단위: 억원)
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	**2,708**	**3,196**	**2,267**	**2,757**	**3,300**
매출원가	1,466	1,687	1,347	1,718	2,040
매출총이익	1,241	1,509	919	1,040	1,260
판관비	207	239	252	232	302
영업이익	**1,034**	**1,270**	**667**	**807**	**959**
EBITDA	1,160	1,411	818	962	1,134
영업외손익	29	9	85	100	50
외환관련손익	19	22	3	0	0
이자손익	16	46	89	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	24	0
기타	-6	-59	-6	76	50
법인세비용차감전순손익	1,063	1,279	753	907	1,009
법인세비용	244	339	140	187	212
계속사업순손익	819	941	612	720	797
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	819	941	612	720	797
지배지분순이익	**819**	**941**	**612**	**720**	**797**
포괄순이익	819	941	612	720	797
지배지분포괄이익	819	941	612	720	797

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**787**	**873**	**210**	**615**	**1,270**
당기순이익	819	941	612	720	797
감가상각비	123	138	147	150	172
외환손익	-1	16	6	6	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	-24	0
자산부채의 증감	-58	-176	-366	-130	303
기타현금흐름	-96	-45	-189	-108	-2
투자활동 현금흐름	**-637**	**-960**	**-336**	**-527**	**-976**
투자자산	0	0	0	-1	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-136	-355	-474	-174	-320
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-502	-606	139	-351	-654
재무활동 현금흐름	**-3**	**-3**	**-3**	**-2**	**-164**
단기차입금	2	-1	0	0	1
사채 및 장기차입금	1	-1	3	-1	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-165
기타현금흐름	-6	-1	-6	-1	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	91	-84
현금의 증감	**146**	**-91**	**-129**	**177**	**46**
기초 현금	391	537	447	318	494
기말 현금	537	447	318	494	540
NOPLAT	**1,034**	**1,270**	**667**	**807**	**959**
FCF	**651**	**518**	**-265**	**440**	**950**

재무상태표					(단위: 억원)
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	**2,749**	**3,432**	**3,345**	**3,965**	**4,575**
현금및현금성자산	537	447	318	494	540
매출채권 및 기타채권	353	404	427	496	542
재고자산	352	501	659	692	554
비유동자산	1,148	1,373	1,610	1,633	1,780
유형자산	1,084	1,289	1,572	1,596	1,743
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	13	35	8	10	13
자산총계	**3,897**	**4,805**	**4,955**	**5,599**	**6,355**
유동부채	488	623	352	414	532
매입채무 및 기타채무	306	396	224	264	339
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	14	14	21	22	28
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**502**	**637**	**372**	**436**	**560**
지배지분	3,395	4,169	4,583	5,163	5,795
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	63	63	63	63	63
이익잉여금	3,274	4,048	4,462	5,042	5,674
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**3,395**	**4,169**	**4,583**	**5,163**	**5,795**
순차입금	**-2,030**	**-2,503**	**-2,246**	**-2,764**	**-3,462**
총차입금	6	4	7	6	7

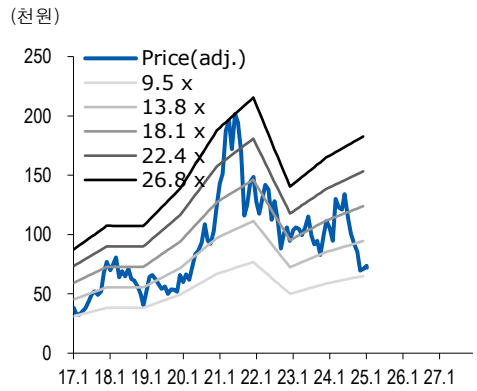
Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	7,014	8,056	5,246	6,168	6,826
BPS	29,080	35,707	39,252	44,220	49,666
EBITDAPS	9,935	12,088	7,005	8,238	9,717
SPS	23,192	27,372	19,414	23,617	28,263
DPS	1,430	1,700	1,200	1,411	1,563
PER	**23.2**	**14.6**	**19.0**	**11.5**	**10.6**
PBR	**5.6**	**3.3**	**2.5**	**1.6**	**1.5**
EV/EBITDA	**14.6**	**8.0**	**11.5**	**5.7**	**4.4**
PSR	**7.0**	**4.3**	**5.1**	**3.0**	**2.6**

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	**18.6**	**18.0**	**-29.1**	**21.7**	**19.7**
영업이익 증가율 (%)	**28.8**	**22.8**	**-47.5**	**21.1**	**18.7**
지배순이익 증가율 (%)	**35.3**	**14.9**	**-34.9**	**17.6**	**10.7**
매출총이익률 (%)	45.8	47.2	40.6	37.7	38.2
영업이익률 (%)	**38.2**	**39.8**	**29.4**	**29.3**	**29.1**
지배순이익률 (%)	30.2	29.4	27.0	26.1	24.2
EBITDA 마진 (%)	42.8	44.2	36.1	34.9	34.4
ROIC	60.4	63.5	27.5	27.0	32.0
ROA	23.5	21.6	12.5	13.6	13.3
ROE	**26.9**	**24.9**	**14.0**	**14.8**	**14.5**
부채비율 (%)	14.8	15.3	8.1	8.4	9.7
순차입금/자기자본 (%)	-59.8	-60.0	-49.0	-53.5	-59.7
영업이익/금융비용 (배)	6,215.5	6,516.9	2,417.3	0.0	0.0

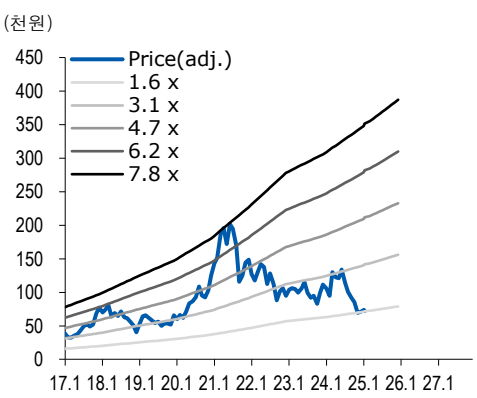
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

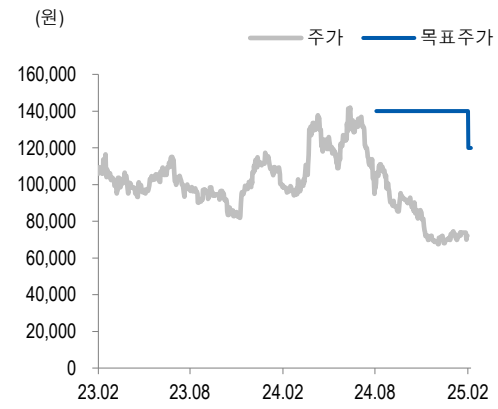
P/E band chart



P/B band chart



티씨케이 (064760) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-06	BUY	120,000	1년		
2024-08-09	BUY	140,000	1년	-41.15	-20.71

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.4
Hold(중립)	10.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-06

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **백길현**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.