

티씨케이 (064760)

2025년, Etching 기술 고도화 트렌드 재차 부각

2024/2025년 예상 영업이익 870억원/1,210억원

동사 2024/2025년 예상 매출액과 영업이익은 각각 2,710억원(YoY +20%)/870억원(OPM 32%, YoY +30%), 3,420억원(YoY +26%)/1,210억원(OPM35 %, YoY +40%)으로 추정.

1) 1H25 NAND 공급업체들의 단수 경쟁에 기인한 NAND Tech migration이 본격화되고, 2) 중화권 장비고객향 SiC 제품 비중 확대가 전사 실적 개선을 견인할 것으로 예상하기 때문. 참고로 전사 매출 중 중화권 비중은 2022년 12%, 2023년 26%를 기록하였으며 2025년 전사 기준 40% 수준을 육박할 것으로 추정. 최근 미정부의 중국 반도체 제재 기조가 강화되고 있음에도 불구하고, 중국 반도체 국산 장비에 친화적인 중국 정부의 반도체 보조금 정책 변화는 동사에 긍정적일 것. 3) 1H25 HBM3e의 단수변화(8단 -> 12단) 본격화에 따른 수혜 전망. TSV향 SiC Ring의 응용처 다변화가 가능할 것으로 파악된다는 점은 향후 동사 주가 모멘텀으로 작용할 것.

투자의견 BUY, 목표주가 14만원 제시, 신규 커버리지 개시

1H24 NAND 가격 상승폭은 예상을 상회했지만, Bit Shipment 증가폭은 상대적으로 제한적이었다는 점은 동사 실적에 아쉬운 부분. 그럼에도 불구하고 Etching 기술 고도화로 인한 수혜가 부각될 것으로 전망된다는 점에 주목. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 14만원(2024~2025년 예상 EPS 평균치 7,036원에 최근 3개년도 평균 PER 20배를 적용)을 제시하며 커버리지를 개시.

1) 2025년 3D 200L이상 NAND 제품의 시장 침투율 증가에 따라 Double/Triple Stacking 기술 도입에 대한 Needs가 강화될 것으로 전망하며, SiC Ring 수요는 재차 높아질 것으로 기대. [차트 06] 글로벌 Top2 Etcher 공급업체들은 올해 상반기 실적 개선세를 보이고 있으며, 2025년말까지 이러한 트렌드는 보다 가속화될 것으로 예상.

2) TSV, Wafer bonding 등 차세대 메모리반도체 기술 고도화가 진행되는 가운데 글로벌 Top 2 Etcher 고객사들의 글로벌 시장 내 입지는 재차 강해질 것이라는 점이 동사 중장기 실적 및 주가에 긍정적일 것.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	71	32.2	3.9	72	-1.6
영업이익	24	60.6	17.8	24	1.3
세전계속사업이익	24	38.2	37.4	26	-9.0
지배순이익	19	9.8	30.0	20	-7.6
영업이익률 (%)	33.7	+5.9 %pt	+4.0 %pt	32.8	+0.9 %pt
지배순이익률 (%)	26.6	-5.5 %pt	+5.3 %pt	28.4	-1.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	320	227	271	342
영업이익	127	67	87	121
지배순이익	94	61	69	96
PER	14.6	19.0	17.1	12.3
PBR	3.3	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	8.0	11.5	8.9	5.9
ROE	24.9	14.0	14.2	17.3

자료: 유안타증권



백길현 반도체, USCPA
gilhyun.baik@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 140,000원 (I)

현재주가 (8/8) 100,900원

상승여력 39%

시가총액 11,780억원

총발행주식수 11,675,000주

60일 평균 거래대금 71억원

60일 평균 거래량 56,296주

52주 고/저 142,000원 / 81,800원

외인지분율 68.78%

배당수익률 1.08%

주요주주 TOKAI CARBON Co.,Ltd

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (24.8) (18.2) 4.3

상대 (13.3) (4.2) 24.9

절대 (달러환산) (24.5) (19.1) (0.3)

[표 01] 티씨케이 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	636	474	537	619	590	683	710	730	750	830	900	940
YoY%	-18%	-44%	-35%	-17%	-7%	44%	32%	18%	27%	21%	27%	29%
QoQ%	-15%	-25%	13%	15%	-5%	16%	4%	3%	3%	11%	8%	4%
Graphite for Semi	69	79	54	76	77	89	92	95	98	108	117	122
Graphite for Solar	6	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Susceptor	40	39	40	48	50	55	64	66	68	75	81	85
SiC Parts	518	351	437	489	458	535	548	564	576	629	682	712
Heater, etc.	3	3	3	3	3	3	4	4	8	17	18	19
Total OP	221	130	149	167	174	203	239	250	260	291	321	338
OPM%	35%	27%	28%	27%	29%	30%	34%	34%	35%	35%	36%	36%
YoY%	-24%	-61%	-58%	-43%	-21%	57%	61%	50%	50%	43%	34%	35%
QoQ%	-24%	-41%	15%	12%	4%	17%	18%	4%	4%	12%	10%	5%
Total NP	170	149	172	122	156	190	218	228	238	266	294	309
NPM%	27%	31%	32%	20%	26%	28%	31%	31%	32%	32%	33%	33%
YoY%	-26%	-42%	-31%	-40%	-8%	28%	27%	87%	53%	40%	35%	36%

자료: 유안타증권 리서치센터

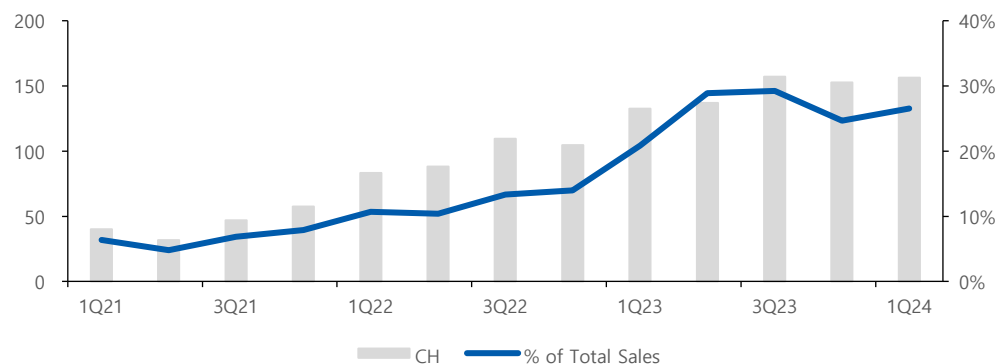
[표 02] 티씨케이 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	1,303	1,705	1,714	2,282	2,708	3,196	2,267	2,713	3,420
YoY%		31%	1%	33%	19%	18%	-29%	20%	26%
Graphite for Semi	97	194	303	231	251	305	280	353	445
Graphite for Solar	62	37	15	1	4	9	12	8	8
Susceptor	74	118	116	99	154	169	167	234	308
SiC Parts	1,061	1,334	1,224	1,927	2,270	2,685	1,796	2,104	2,599
Heater, etc.	9	23	55	23	28	28	13	13	61
Total OP	477	591	592	803	1,034	1,270	667	866	1,209
OPM%	37%	35%	35%	35%	38%	40%	29%	32%	35%
YoY%		24%	0%	36%	29%	23%	-47%	30%	40%
Total NP	373	469	468	605	819	941	612	792	1,107
NPM%	29%	27%	27%	27%	30%	29%	27%	29%	32%
YoY%		26%	0%	29%	35%	15%	-35%	29%	40%

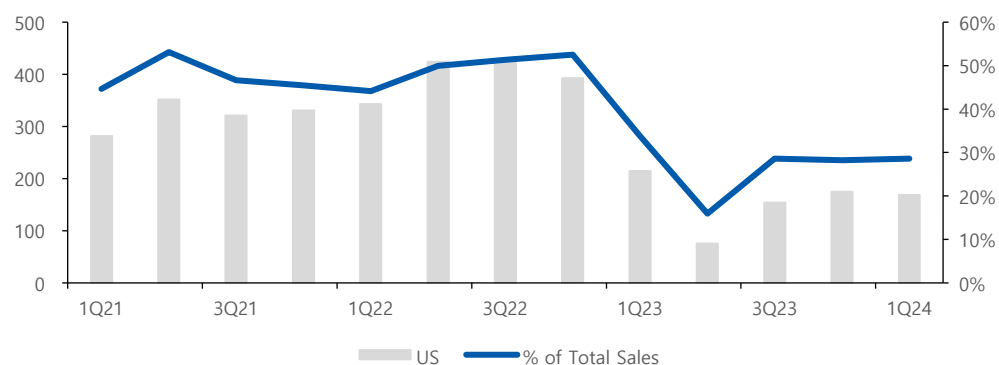
자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 01] 티씨케이 중국향 매출 및 전사내 비중 추이



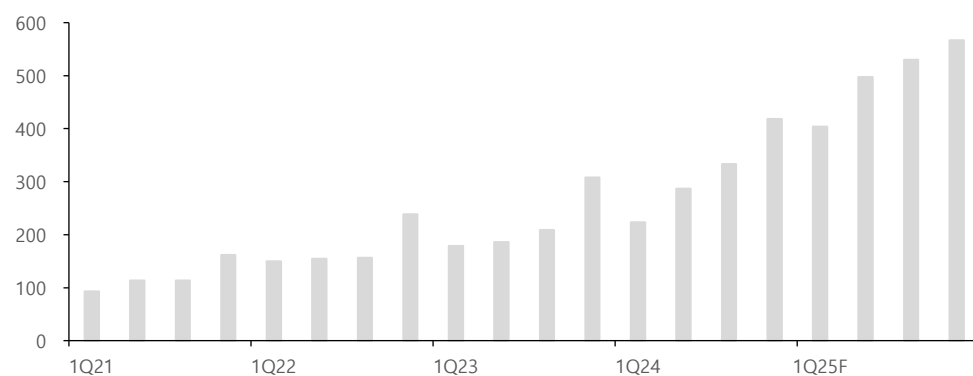
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 억원

[차트 02] 티씨케이 미국향 매출 및 전사내 비중 추이



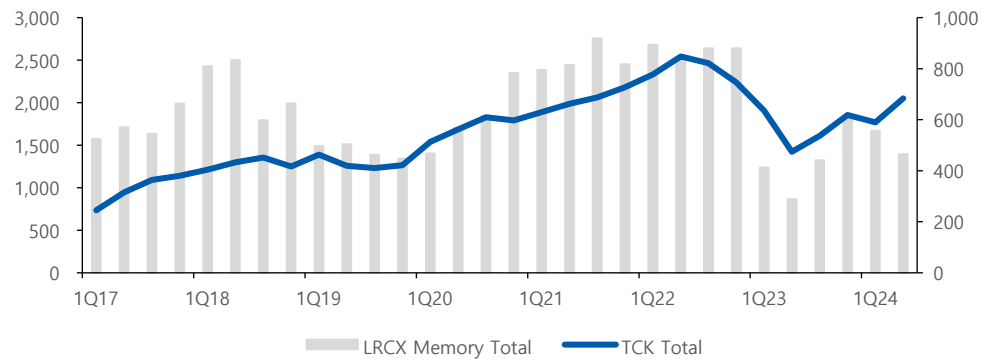
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 억원

[차트 03] 중화권 식각 장비 업체 실적 추이 및 전망



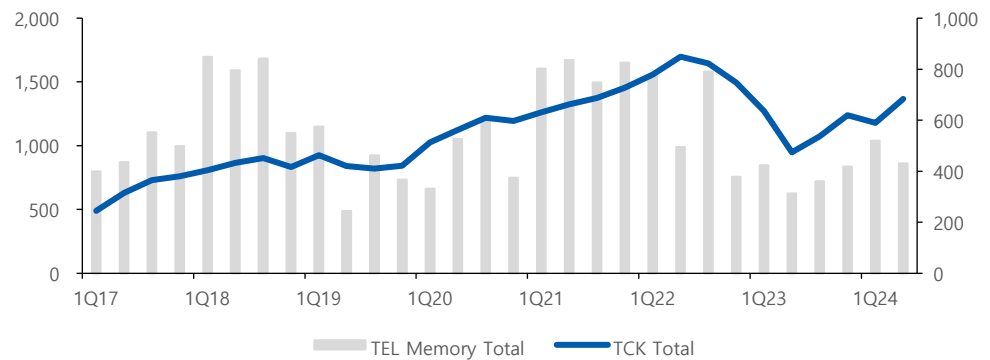
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 매출액 단위는 mn USD 기준

[차트 04] 티씨케이 매출액과 Lam Research(LRCX US) 메모리반도체 장비 매출액 추이 (~CY1Q24)



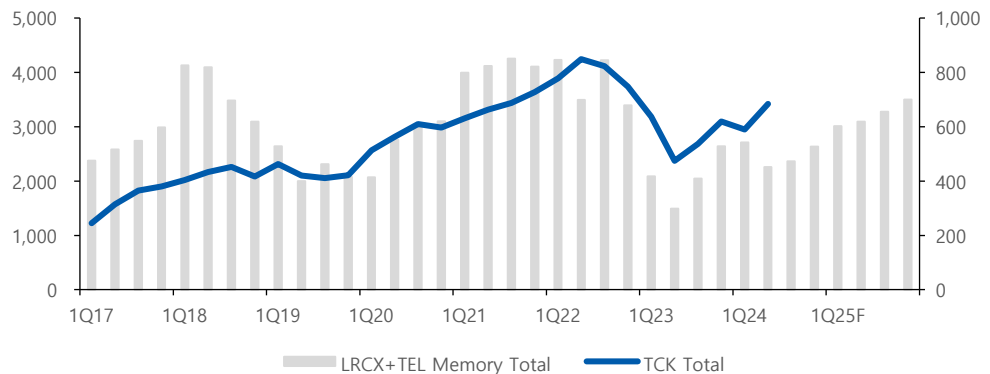
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: LRCX 매출액 단위는 mn USD, 티씨케이 매출액 단위는 억 원 기준

[차트 05] 티씨케이 매출액과 Tokyo Electron(8035 JP) 메모리반도체 장비 매출액 추이 (~CY1Q24)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: TEL 매출액 단위는 mn USD, 티씨케이 매출액 단위는 억 원 기준

[차트 06] 티씨케이 매출액과 글로벌 Top2 Etcher 공급업체의 메모리반도체 장비 매출액 추이 및 전망 (~CY4Q25)



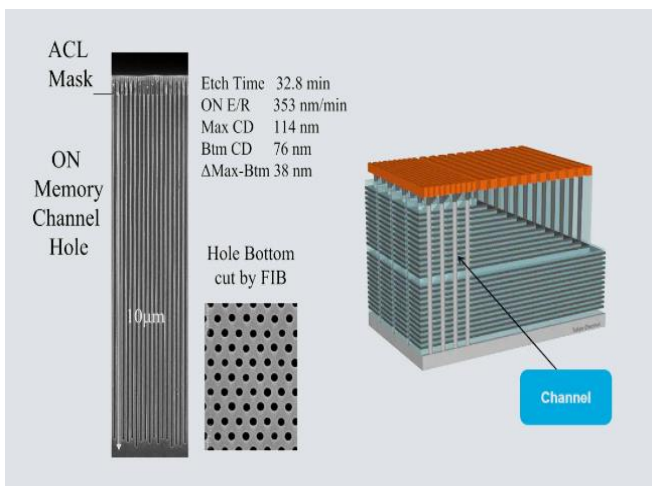
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: LRCX, TEL 매출액 단위는 mn USD, 티씨케이 매출액 단위는 억 원 기준

[표 03] NAND 단위별 비중 추이 및 전망

	4Q22	4Q23	4Q24F	4Q25F
100L 미만	27.4%	3.5%	1.8%	1.7%
100L	70.7%	86.8%	68.5%	53.1%
200L	1.9%	9.7%	29.7%	44.6%
300L	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 01] Tokyo Electron의 Cryogenic Etcher



자료: Tokyo Electron, 유안타증권 리서치센터

[그림 02] Lam Research의 Cryogenic Etcher



자료: Lam Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 03] Lam Research의 HBM TSV 용 Etcher (1)

PRODUCTS

Syndion Product Family

DEEP REACTIVE ION ETCH (DRIE) | REACTIVE ION ETCH (RIE)

ADVANCED MEMORY, ADVANCED PACKAGING, HIGH BANDWIDTH MEMORY, INTERCONNECT, SENSORS & TRANSDUCERS

Deep silicon etch refers to plasma-based processes that remove silicon, creating features that can be many orders of magnitude larger than those in advanced transistors and memory cells.

The Syndion® product family from Lam Research is optimized to deliver deep silicon etch with the depth and cross-wafer uniformity control required to achieve precision.

Industry Challenges

Deep silicon etch is a critical process for manufacturing advanced chips that power a wide range of applications, including mobile devices, smart cars, and power grid and energy sectors. It is used to create larger and higher aspect ratio features such as through-silicon vias and trenches:

- Through-silicon vias (TSVs) are vertical structures that create electrical connections through a die or wafer. A key solution for advanced packaging, including heterogeneous integration, TSVs require excellent profile control, high within-wafer uniformity, and high productivity.
- Deep trench structures used in complementary metal-oxide-semiconductor (CMOS) image sensors face similar challenges, requiring smooth sidewall profiles with stringent taper control. Depth uniformity, CD uniformity, and mask selectivity are also essential.

Product Offerings Pro

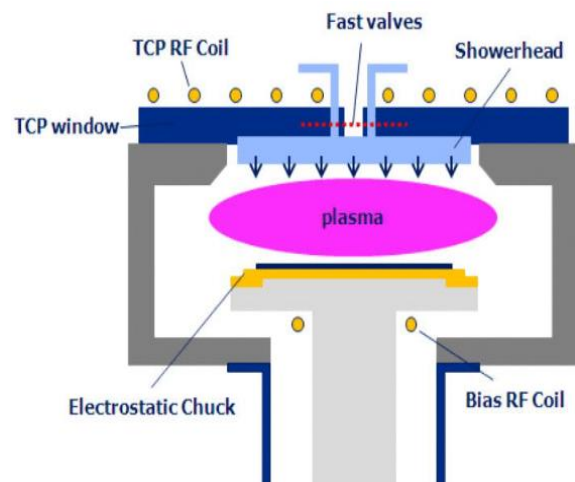
- Syndion® C
- Syndion® F-Series
- Syndion® G-Series

Key Applications

- TSV for high bandwidth memory and advanced packaging

자료: Lam Research, 유안타증권 리서치센터

[그림 04] Lam Research의 HBM TSV 용 Etcher (2)



자료: Lam Research, 유안타증권 리서치센터

티씨케이 (064760) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	271	320	227	271	342
매출원가	147	169	135	162	194
매출총이익	124	151	92	109	148
판매비	21	24	25	22	27
영업이익	103	127	67	87	121
EBITDA	116	141	82	103	140
영업외손익	3	1	9	0	0
외환관련손익	2	2	0	0	0
이자손익	2	5	9	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	-1	0
기타	-1	-6	-1	0	0
법인세비용차감전순이익	106	128	75	86	121
법인세비용	24	34	14	17	25
계속사업순이익	82	94	61	69	96
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	94	61	69	96
지배지분순이익	82	94	61	69	96
포괄순이익	82	94	61	69	96
지배지분포괄이익	82	94	61	69	96

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	79	87	21	76	130
당기순이익	82	94	61	69	96
감가상각비	12	14	15	16	19
외환손익	0	2	1	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	1	0
자산부채의 증감	-6	-18	-37	-9	17
기타현금흐름	-10	-5	-19	-1	-2
투자활동 현금흐름	-64	-96	-34	-70	-98
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-14	-36	-47	-34	-32
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-50	-61	14	-36	-66
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-8	6
현금의 증감	15	-9	-12	-3	38
기초 현금	39	54	45	32	29
기말 현금	54	45	32	29	67
NOPLAT	103	127	67	87	121
FCF	65	52	-26	42	98

자료: 유안타증권

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

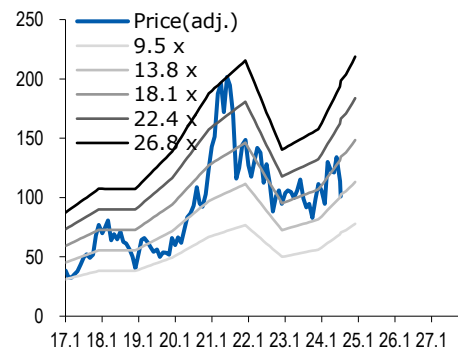
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	275	343	334	377	457
현금및현금성자산	54	45	32	29	52
매출채권 및 기타채권	35	40	43	50	54
재고자산	35	50	66	69	55
비유동자산	115	137	161	180	193
유형자산	108	129	157	176	189
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	3	1	1	1
자산총계	390	481	496	557	649
유동부채	49	62	35	41	53
매입채무 및 기타채무	31	40	22	26	34
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	2	2	3
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	50	64	37	44	56
지배지분	340	417	458	513	593
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	327	405	446	501	581
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	340	417	458	513	593
순차입금	-203	-250	-225	-257	-345
총차입금	1	0	1	1	1

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	7,014	8,056	5,246	5,892	8,180
BPS	29,080	35,707	39,252	43,944	50,776
EBITDAPS	9,935	12,088	7,005	8,855	12,013
SPS	23,192	27,372	19,414	23,240	29,293
DPS	1,430	1,700	1,200	1,348	1,871
PER	23.2	14.6	19.0	17.1	12.3
PBR	5.6	3.3	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.6	8.0	11.5	8.9	5.9
PSR	7.0	4.3	5.1	4.3	3.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	18.6	18.0	-29.1	19.7	26.0
영업이익 증가율 (%)	28.8	22.8	-47.5	29.9	39.6
지배순이익 증가율 (%)	35.3	14.9	-34.9	12.3	38.8
매출총이익률 (%)	45.8	47.2	40.6	40.2	43.3
영업이익률 (%)	38.2	39.8	29.4	31.9	35.4
지배순이익률 (%)	30.2	29.4	27.0	25.4	27.9
EBITDA 마진 (%)	42.8	44.2	36.1	38.1	41.0
ROIC	60.4	63.5	27.5	28.2	37.9
ROA	23.5	21.6	12.5	13.1	15.8
ROE	26.9	24.9	14.0	14.2	17.3
부채비율 (%)	14.8	15.3	8.1	8.5	9.5
순차입금/자기자본 (%)	-59.8	-60.0	-49.0	-50.1	-58.2
영업이익/금융비용 (배)	6,215.5	6,516.9	2,417.3	0.0	0.0

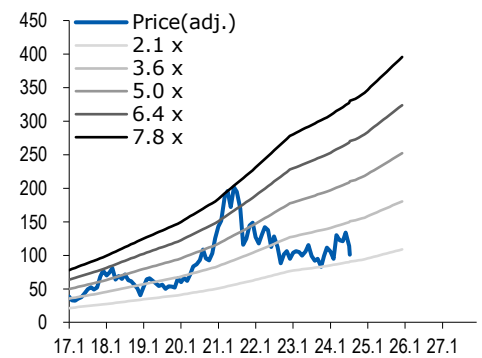
P/E band chart

(천원)



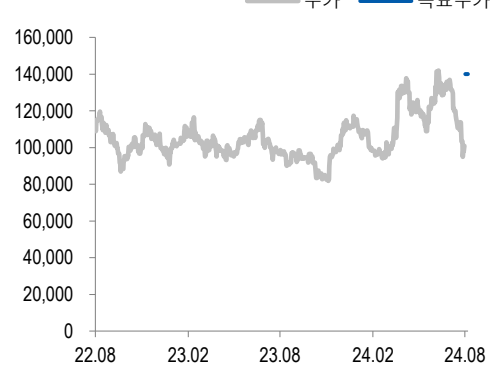
P/B band chart

(천원)



티씨케이 (064760) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-09	BUY	140,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	84.7
Hold(중립)	15.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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.