한화투자증권

2023년 6월 14일
기업분석

티이엠씨 (425040)

적정 기업가치 8,000억원

▶Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583

*당 조사분석자료는 상장 주관 업무에 따른 의무 발간 자료입니다.

Buy (신규)

목표주가(신규): 75,000원

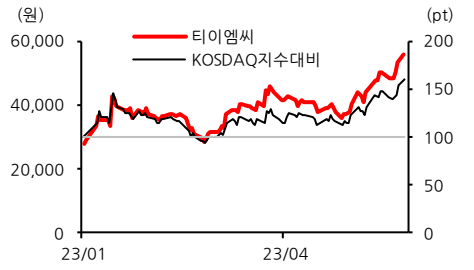
현재 주가(6/13)	57,200원
상승여력	▲ 31.1%
시가총액	6,078억원
발행주식수	10,626천주
52 주 최고가 / 최저가	57,200 / 28,100원
90 일 일평균 거래대금	118.25억원
외국인 지분율	3.8%
주주 구성	
유원양 (외 12 인)	32.7%
포스코 GEM1 호펀드 (외 1 인)	9.5%
에스브이아이씨 52 호신기술사	8.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	50.1	91.3	N/A	N/A
상대수익률(KOSDA	41.1	77.6	N/A	N/A

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	90	352	274	340
영업이익	13	53	46	68
EBITDA	16	58	53	77
지배주주순이익	10	42	36	53
EPS	1,376	4,735	3,394	4,990
순차입금	34	23	-69	-89
PER	0.0	0.0	16.9	11.5
PBR	0.0	0.0	3.3	2.5
EV/EBITDA	2.1	0.4	10.3	6.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	n/a	61.2	25.2	25.0

주가 추이



목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

티이엠씨에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 내년 예상 EPS에 Target P/E 15.X를 적용해 산출. Target P/E는 반도체 주요 전공정 소재 3사 P/E 평균을 30% 할증한 것. 1) 삼성전자 내 점유율 확장과 디보란(B2H6)의 성장성, 2) 포스코와의 협력 확대 가능성에 기인한 성장 잠재력을 고려하면 합리적 수준

핵심 투자포인트 두 가지

핵심 투자포인트는 두 가지로 요약

1) 첫번째는 삼성전자 내 점유율 상승과 디보란의 성장성. 동사는 지난해 5월부터 엑시머 레이저(Ne), 제논(Xe), 디보란(B2H6)에 대한 삼성전자향 직납을 시작했으며 점유율 상승의 초입. 현재 세 소재 모두 내부 점유율 10% 미만으로 추정되며, 점진적 상승 가능성 높음

특히 디보란의 성장성 주목. 디보란은 디램과 로직에서 활용가치가 빠르게 증가 중이나, 전세계 3개사만 생산 가능한 진입장벽 높은 소재. 동사는 유일한 국내업체로 고객사 내 중요도 가파르게 상승 중. 주문량 증가로 인해 이미 연 400억원 Capa의 현 공장에 대한 증설 진행 중

2) 두번째는 포스코와의 협력 확대 가능성. 동사는 이미 포스코 광양제철소에서 발생하는 부생가스로부터 희귀가스류를 추출 중. 향후 포항제철소로의 확대 전개를 통해 원료 조달 비중을 높일 계획. 또한 추출 조달하는 가스 종류도 확대 예정. 제철소에서 발생하는 여러 부생가스 중 정제를 통해 반도체 공정용으로 활용 가능한 사업들 논의 중. CO2로의 확대가 현재 가장 유력한 것으로 파악

2Q23이 실적 바닥. 3Q23부터 개선

지난해 비정상적으로 급등했던 희귀가스 가격이 정상화되는 과정에서 2Q23까지 감익 불가피. 3Q23부터는 가격 추가하락 가능성은 제한적이며, Q의 증가 효과가 반영될 전망. 특히 내년부터는 반도체 업황 개선에 따른 가동률 상승 효과와 함께 삼성전자 내 점유율 상승 효과까지 함께 반영될 것. 증설 진행 중인 CTS(CO, COS 전용공장), BTS(디보란 전용공장)의 증설효과도 내년부터 반영

투자의견 Buy, 목표주가 75,000 원으로 커버리지 개시

티이엠씨에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 내년 예상 EPS에 Target P/E 15.X를 적용해 산출하였다. Target P/E는 반도체 주요 전공정 소재 3사가 부여받고 있는 P/E Multiple 평균을 30% 할증해 적용했다. 1) 주력 고객사 삼성전자 내 점유율 확장과 핵심 소재 디보란(B2H6)의 성장성, 2) 포스코와의 협력 확대 가능성에 기인한 동사의 성장 잠재력을 고려하면 충분히 합리적인 Multiple 수준이라 판단된다. 현 주가는 최근 주가 상승에도 불구 여전히 내년 예상실적 기준 P/E 11.X에 불과해 상승여력은 충분히 남아있다.

[표1] 티이엠씨 목표주가 산정

구분	값	비고
EPS(원)	4,990 원	'24 년 예상
Target P/E(배)	15.1	반도체 주요 전공정 소재 3 사 평균 30% 할증
목표주가(원)	75,000 원	
현재주가(원)	57,200 원	
Upside(%)	▲ 31.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 생산 인프라

	생산 인프라 현황 및 향후 일정	ITEM
보은 ATS	경영총괄, 영업, 연구개발, 생산 2017.03 완공	Air 계열(Ne, Xe, Kr) CF 계열(C4F6 등) D2
보은 BTS	2021.06 완공	Boron 계열(B2H6)
보은 CTS	2022.08 착공 2023.3Q 완공	Carbon 계열 (COS, CO 등)
보은 DTS	2021.12 토지매입 연구개발 부지	
보은 GTS	2023.1Q 토지매입 신규사업 부지	

자료: 티이엠씨, 한화투자증권 리서치센터

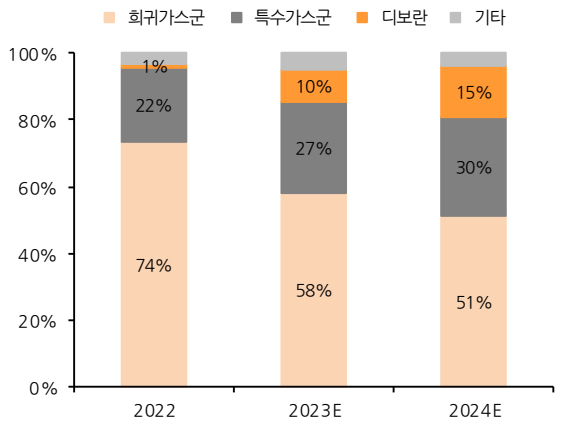
투자포인트 1 : 삼성전자 내 점유율 상승과 디보란의 성장성

첫번째 투자포인트는 주력 고객사 삼성전자 내 점유율 확대 가능성에 있다. 동사는 지난해 5월부터 삼성전자향으로 주력 소재 엑시머 레이저(Ne), 제논(Xe), 디보란(B2H6)을 직납 중이며, 세 소재 모두에서 점유율 상승 가능성이 존재한다. 현재 공급 중인 세 소재의 고객사 내 점유율은 모두 10% 미만에 불과한 것으로 추정되는데, 1) 소재 국산화의 필요성과 2) 공급 접근성을 고려할 때 점진적 점유율 상승이 예상된다. 실제 올해 동사의 삼성전자향 소재 공급량은 감산 영향에도 내부 점유율 상승 효과로 인해 전년대비 증가하는 것으로 파악된다.

그 중에서도 디보란(B2H6)의 성장성에 특히 주목할 필요가 있다. 디보란은 디램과 로직의 증착 및 확산 공정에서 활용가치가 빠르게 증가하고 있는 소재이지만, 높은 합성 난이도로 인해 진입장벽이 매우 높은 소재다. 전세계적으로 동사를 포함해 3개사만 제조 가능하며, 국내 업체로는 동사가 유일해 고객사 내 중요도가 가파르게 상승 중이다. 높은 진입장벽으로 인해 이익기여도도 타 소재 대비 두 배 이상 높은 것으로 파악된다.

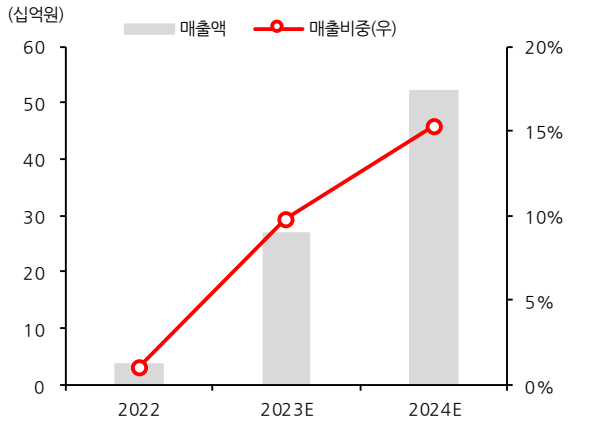
고객사 수요 증가와 내부 점유율 상승 효과로 동사의 디보란 매출은 지난해 38억원 수준에서 올해 269억원, 내년 521억원으로 가파르게 증가할 것으로 판단된다. 현재 동사의 디보란 생산능력은 연간 400억원 수준에 불과해 이미 증설을 진행 중이며, 하반기 중 연 600억원 수준까지 확대될 예정이다. 또한 현재는 농도 3% 미만의 디보란 가스를 공급 중이나, 2H23부터 농도 10%의 고부가 제품을 공급 개시함에 따라 판가 측면에서도 추가적으로 긍정적 효과가 발생할 것으로 기대된다.

[그림1] 부문별 매출비중 추이



자료: 티이엠씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 디보란 매출액 및 매출비중 추이



자료: 티이엠씨, 한화투자증권 리서치센터

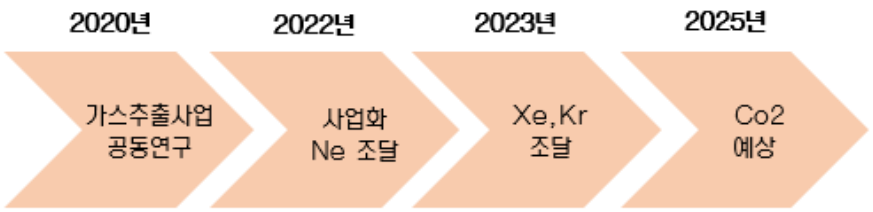
투자포인트 2 : 포스코와의 협력 확대 가능성

두번째 투자포인트는 포스코와의 협력 확대 가능성에 있다. 동사는 이미 포스코와의 협력을 통해 희귀가스(네온, 제논, 크립톤) 원료를 광양제철소에서 발생하는 부생가스(산소 추출 후 남은 잔여가스)에서 추출하고 있다. 이는 단순히 저순도 소재를 구매해 고순도로 정제하는 사업구조가 아닌 앞단의 추출/분리 단계까지 내재화한 것으로 상대적으로 우수한 수익성의 근거가 된다.

향후 포스코와의 협력은 더욱 확대될 것으로 예상된다. 우선 현재 광양 제철소에서만 진행되고 있는 가스 추출을 포항 제철소까지 확대 전개할 예정이다. 현재 포스코에서의 원료 조달 비중은 약 30% 수준으로 추정되는데, 향후 포항에서의 조달까지 추가될 경우 조달 비중은 더욱 올라가며, 이는 수익성 추가 개선 요인이다.

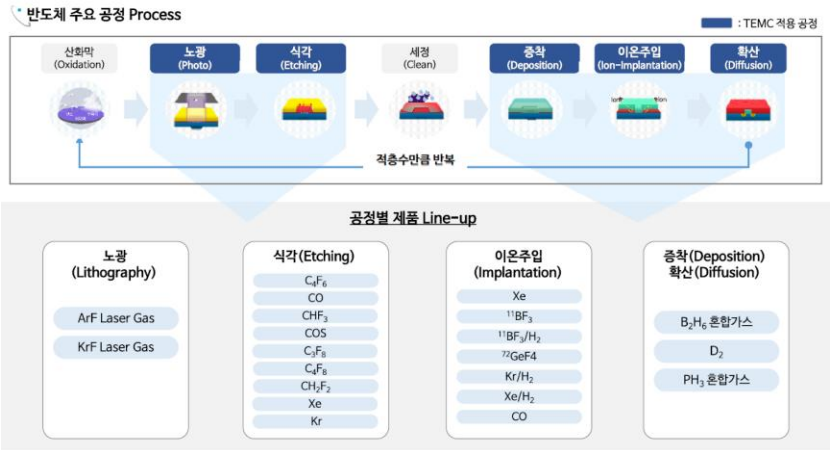
또한 추출 조달하는 가스의 종류도 확대할 예정이다. 제철소에서 발생하는 여러 부생가스들 중 정제를 통해 반도체 공정용으로 활용 가능한 사업들을 이미 논의 중인 것으로 판단된다. 현재는 CO2로의 사업 확대가 유력한 것으로 파악된다.

[그림3] 포스코와의 협력 확대



자료: 티이엠씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 공정별 제품 포트폴리오



자료: 티이엠씨, 한화투자증권 리서치센터

실적 전망 : 2Q23 을 바닥으로 실적 개선

올해 예상실적은 매출액 2,736억원(-22% YoY), 영업이익 460억원(-14% YoY)로 역성장 불가피할 전망이다. 지난해 비정상적으로 급등했던 희귀가스 가격이 2Q23까지 정상화됨에 따른 영향이다. 그러나 1) 삼성전자향 공급량 증가, 2) 수익성 좋은 디보란 비중의 상승 등의 영향으로 가격 하락 효과를 일부 상쇄할 전망이다. 분기별 실적 흐름으로 보면, 희귀가스 가격 하락이 마무리되는 2Q23를 바닥으로 3Q23부터는 개선될 것으로 판단한다.

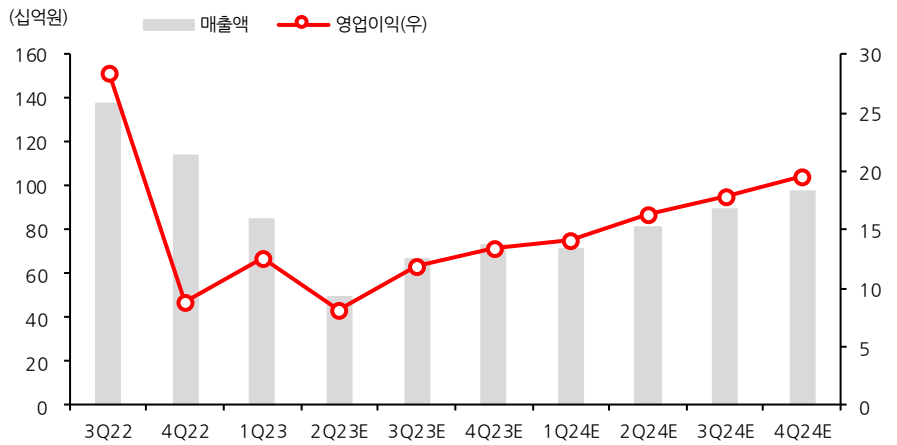
내년 예상실적은 매출액 3,403억원(+24% YoY), 영업이익 678억원(+47% YoY)로 성장 전망한다. 반도체 업황 개선에 따른 가동률 상승 효과와 함께 삼성전자 내 점유율 상승 효과까지 함께 반영될 전망이다. 또한 증설 진행 중인 CTS(CO, COS 전용공장), BTS(디보란 전용공장)의 증설효과도 내년부터 반영될 예정이다.

[표3] 티이엠씨 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억 원)

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	137.8	113.8	84.7	49.4	66.4	73.0	351.7	273.6	340.3
희귀가스군(Ne,Xe,Kr)	112.5	88.8	60.9	26.3	35.0	37.3	258.8	159.5	174.4
특수가스군(CO,COS,CF계)	19.2	21.3	17.8	16.1	19.0	20.9	78.1	73.8	100.9
디보란(B2H6)	1.6	1.7	2.1	3.8	9.2	11.8	3.8	26.9	52.1
기타	4.4	2.0	4.0	3.1	3.3	3.0	11.0	13.4	12.9
QoQ(%)	*82%*	*-17%*	*-26%*	*-42%*	*35%*	*10%*		*-22%*	*24%*
희귀가스군(Ne,Xe,Kr)	*114%*	*-21%*	*-31%*	*-57%*	*33%*	*7%*		*-38%*	*9%*
특수가스군(CO,COS,CF계)	*-6%*	*11%*	*-17%*	*-9%*	*18%*	*10%*		*-6%*	*37%*
디보란(B2H6)	*222%*	*1%*	*29%*	*79%*	*140%*	*29%*		*604%*	*93%*
기타	*93%*	*-55%*	*100%*	*-22%*	*7%*	*-10%*		*22%*	*-4%*
영업이익	28.4	8.9	12.6	8.1	11.8	13.4	53.3	46.0	67.8
QoQ(%)		*-69%*	*41%*	*-35%*	*46%*	*13%*	*320%*	*-14%*	*47%*
OPM(%)	21%	8%	15%	16%	18%	18%	15%	17%	20%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 티이엠씨 실적 추이 및 전망



자료: 티이엠씨, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	0	90	352	274	340
매출총이익	0	19	69	69	92
영업이익	0	13	53	46	68
EBITDA	0	16	58	53	77
순이자손익	0	-1	-2	-1	-1
외화관련손익	0	0	2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	13	53	46	67
당기순이익	0	11	42	36	53
지배주주순이익	0	10	42	36	53
증가율(%)					
매출액	n/a	n/a	289.9	-22.2	24.4
영업이익	n/a	n/a	318.0	-13.6	47.3
EBITDA	n/a	n/a	268.1	-9.7	45.8
순이익	n/a	n/a	297.0	-14.2	46.5
이익률(%)					
매출총이익률	n/a	21.3	19.7	25.2	27.2
영업이익률	n/a	14.1	15.1	16.8	19.9
EBITDA 이익률	n/a	17.5	16.5	19.2	22.5
세전이익률	n/a	13.9	15.2	16.8	19.7
순이익률	n/a	11.8	12.0	13.2	15.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	0	53	143	193	238
현금성자산	0	7	37	113	133
매출채권	0	15	34	22	29
재고자산	0	23	68	50	67
비유동자산	0	37	60	74	93
투자자산	0	2	6	7	7
유형자산	0	35	54	67	86
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	0	91	203	268	331
유동부채	0	44	91	70	80
매입채무	0	11	29	28	38
유동성이자부채	0	31	49	33	33
비유동부채	0	10	11	11	11
비유동이자부채	0	9	11	11	11
부채총계	0	54	102	81	91
자본금	0	3	4	5	5
자본잉여금	0	16	36	84	84
이익잉여금	0	17	59	95	148
자본조정	0	0	1	1	1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	0	37	101	186	239

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	0	-8	22	68	47
당기순이익	0	11	42	36	53
자산상각비	0	3	5	7	9
운전자본증감	0	-23	-38	22	-15
매출채권 감소(증가)	0	-9	-18	11	-7
재고자산 감소(증가)	0	-7	-47	14	-17
매입채무 증가(감소)	0	-1	21	-2	10
투자현금흐름	0	-15	-32	-26	-27
유형자산처분(취득)	0	-17	-29	-26	-27
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-4	0	0
재무현금흐름	0	20	40	32	0
차입금의 증가(감소)	0	20	19	-17	0
자본의 증가(감소)	0	0	21	49	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	0	17	64	51	62
(-)운전자본증가(감소)	0	34	30	-21	15
(-)설비투자	0	17	29	26	27
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	0	-34	5	46	20
(-)기타투자	0	-13	7	-1	0
잉여현금	0	-21	-2	46	20
NOPLAT	0	11	42	36	53
(+) Dep	0	3	5	7	9
(-)운전자본투자	0	34	30	-21	15
(-)Capex	0	17	29	26	27
OpFCF	0	-37	-12	37	20

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	n/a	1,376	4,735	3,394	4,990
BPS	n/a	7,237	11,340	17,466	22,456
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	n/a	2,244	7,221	4,798	5,816
ROA(%)	n/a	n/a	28.5	15.3	17.7
ROE(%)	n/a	n/a	61.2	25.2	25.0
ROIC(%)	n/a	n/a	44.1	31.1	41.2
Multiples(x,%)					
PER	n/a	0.0	0.0	16.9	11.5
PBR	n/a	0.0	0.0	3.3	2.5
PSR	n/a	0.0	0.0	2.2	1.8
PCR	n/a	0.0	0.0	11.9	9.8
EV/EBITDA	n/a	2.1	0.4	10.3	6.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	n/a	145.1	101.3	43.5	38.0
Net debt/Equity	n/a	90.7	22.8	-37.3	-37.2
Net debt/EBITDA	n/a	212.3	39.6	-132.3	-116.3
유동비율	n/a	121.5	156.6	274.5	295.8
이자보상배율(배)	n/a	23.9	28.3	25.7	39.7
자산구조(%)					
투하자본	n/a	89.1	73.4	48.6	51.2
현금+투자자산	n/a	10.9	26.6	51.4	48.8
자본구조(%)					
차입금	n/a	52.3	37.5	19.0	15.4
자기자본	n/a	47.7	62.5	81.0	84.6

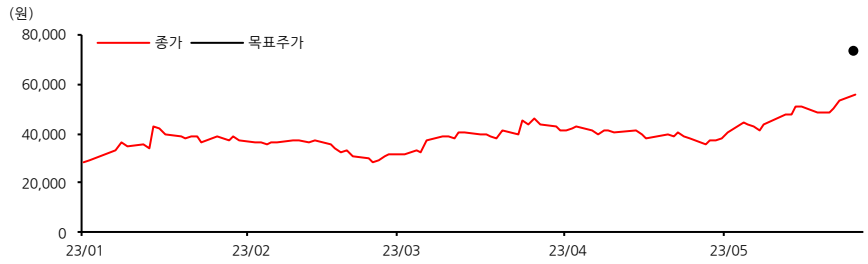
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2023 년 6 월 14 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
티이엠씨는 2023 년 1 월 19 일에 대표주관업무를 수행하여 코스닥시장에 상장시킨 법인입니다.
티이엠씨는 2023 년 1 월 19 일 기준으로 당사가 유가증권 발행에 참여한 종목입니다

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[티이엠씨 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.06.14	2023.06.14				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	김광진	75,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023-06-14	BUY	75,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2023 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%