

2018/04/11

SK머티리얼즈(036490)

반도체 송명섭

(2122-9207) mssong@hi-ib.com

2Q18부터 실적 개선세 재개될 듯

■ 적정주가를 21만원으로 하향하나 매수 투자자의견은 유지

SK머티리얼즈의 1Q18 매출은 전분기와 유사하고 영업이익은 전분기 대비 소폭 감소할 것으로 전망된다. JV 자회사들의 매출이 기존 예상보다 지연된 1Q18말부터 본격 반영되기 시작하고 원-달러 환율 하락, 일회성 비용 발생 및 원재료 가격 상승이 1Q18 이익률에 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 그러나 동사 실적은 2Q18부터 개선세를 보일 전망이다. JV 자회사들의 매출 가세와 NF3, WF6 설비 확대 효과에 따른 매출 증가가 예상되는 가운데 제품 가격도 안정세를 보일 것으로 판단된다.

올해 동사 연결기준 매출과 영업이익은 6,373억원과 1,691억원을 기록하여 전년대비 각각 24%, 14% 증가할 것으로 추정된다. SK트리캠, SK쇼와덴코 등 JV 자회사들의 매출은 600억원, SK에어가스의 매출은 1,100억원으로 개선되고 본사 매출 역시 4,673억원으로 전년 대비 14% 증가할 것으로 예상된다. 매출 대비 이익의 증가 폭이 적은 것은 원-달러 환율 하락, 원재료 가격 인상 등에 따라 동사 영업이익률이 전년의 29%에서 27%로 하락할 전망이다.

동사 올해 영업이익 전망치를 기존의 1,942억원에서 1,691억원으로 하향하며 이를 반영하여 동사에 대한 적정주가 역시 기존의 240,000원에서 210,000원으로 하향 조정한다. 그러나 동사 주가는 전고점 210,000원에서 137,100원까지 35%나 하락하며 충분한 조정을 거친 것으로 판단된다. 따라서 동사에 대한 매수 투자자의견을 유지한다. 신규 적정주가 210,000원은 올해 예상 BPS에 지난 3년간의 고점 P/B 배수들의 평균값인 4.8배를 적용하여 도출한 것으로 올해 예상 EPS에 비해서는 지난해 평균 P/E 배수였던 18.8배에 해당한다.

■ 1Q18 영업이익 YoY 증가, QoQ 감소 예상

1Q18 동사 매출과 영업이익은 1,411억원과 343억원을 기록할 것으로 예상된다. 1Q18 영업이익은 전년 동기에 비해서는 증가하나 전분기에 비해서는 감소할 전망이다. 4Q17에 이어 동사 이익률이 부진한 것은 일회성 비용의 발생과 원-달러 환율 하락, 원재료 (무수불산) 가격의 상승에 기인하는 것으로 판단된다. 또한 JV 자회사들의 매출 본격 반영이 당초 예상보다 연기된 점도 1Q18 동사 실적에 다소의 부담을 준 것으로 보인다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 210,000원

종가(2018/04/11) 142,700원

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	1,055만주
시가총액	1,446십억원
외국인지분율	8.9%
배당금(2017)	3,550원
EPS(2018E)	11,160원
BPS(2018E)	43,853원
ROE(2018E)	27.8%
52주 주가	137,100~208,700원
60일평균거래량	71,352주
60일평균거래대금	11.5십억원

Price Trend



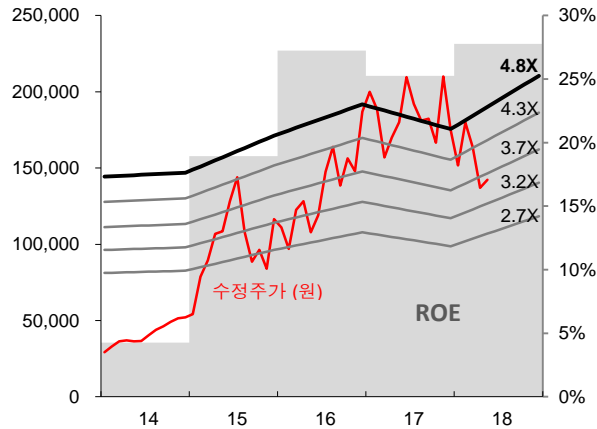
■ 2Q18부터 실적 개선세 재개될 듯

그러나 동사 실적은 2Q18부터 개선세가 재개될 것으로 판단된다. 2Q18에는 JV 자회사들의 실적이 본격 반영되기 시작하고 1,500톤의 신규 NF3 생산 설비에서 양산이 개시되며 600톤의 신규 WF6 생산 설비로부터의 물량 역시 고객 인증을 마치고 2Q18 후반부터 판매가 시작될 전망이다. 2Q18 이후에는 제품 가격도 전반적인 안정세를 보일 것으로 판단된다. 동사 2Q18 매출과 영업이익은 전분기 대비 각각 10%, 16% 증가하는 1,551억원과 399억원을 기록할 것으로 추정된다.

■ 올해 매출과 영업이익을 6,373억원과 1,691억원으로 신규 전망

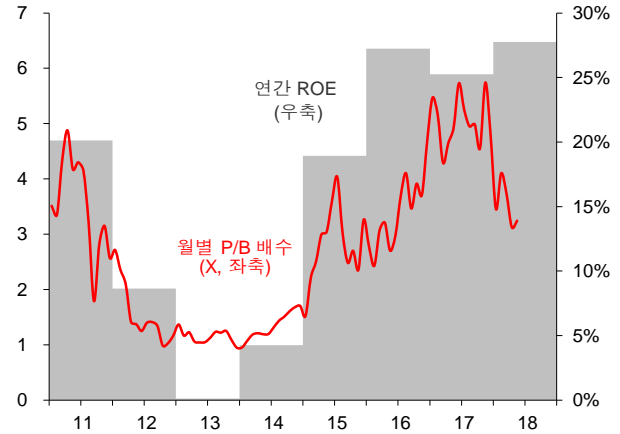
올해 동사 연결기준 매출과 영업이익은 6,373억원과 1,691억원을 기록하여 전년대비 각각 24%, 14% 증가할 것으로 추정된다. SK트리켄, SK쇼와덴코 등 JV 자회사들의 매출은 600억원, SK에어가스의 매출은 1,100억원으로 개선되고 본사 매출 역시 4,673억원으로 전년 대비 14% 증가할 것으로 예상된다. 매출 대비 이익의 증가 폭이 적은 것은 당사가 원-달러 환율 하락, 원재료 가격 인상 등에 따라 동사 영업이익률이 전년의 29%에서 27%까지 하락할 것으로 가정하였기 때문이다.

<그림 1> SK 머티리얼즈 P/B 밴드. 지난 3년간의 고점 P/B 배수들의 평균값인 4.8 배를 적용하여 21 만원의 적정주가 도출



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 2> SK 머티리얼즈 P/B 배수와 ROE. 올해 ROE 상승을 반영하여 적정주가 산정을 위해 평균 고점 배수 적용



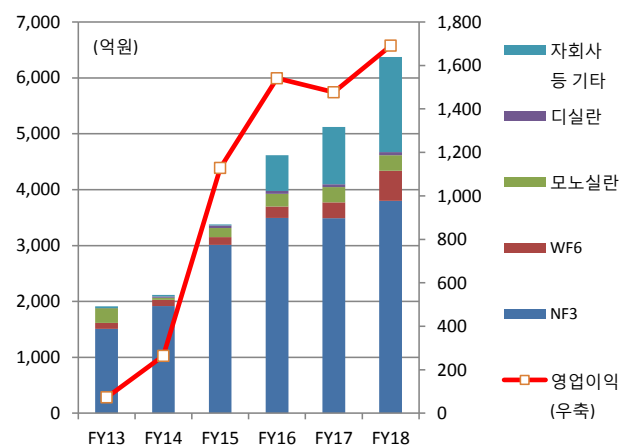
자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<표 1> SK 머티리얼즈 실적 추정. 1Q18 영업이익의 YoY 증가, QoQ 감소 예상. 2Q18부터 실적 개선세 재개될 듯

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	FY16	FY17	FY18
원/달러 환율	1,154.0	1,127.0	1,133.5	1,105.0	1,073.2	1,060.0	1,060.0	1,060.0	1,160.5	1,129.0	1,063.0
매출	116.4	124.2	131.5	140.2	141.1	155.1	167.0	174.1	461.4	512.3	637.3
NF3	82.1	89.2	87.4	90.3	90.3	96.5	96.6	96.6	349.4	348.9	380.1
WF6	6.2	7.1	7.2	7.8	8.0	10.7	16.1	18.9	20.6	28.3	53.6
SiH4	6.9	6.7	6.7	7.2	7.0	7.0	7.0	7.0	22.5	27.5	27.9
기타	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	7.6	5.1	5.7
SK에어가스	19.8	20.0	24.0	28.3	26.4	27.5	28.0	28.1	61.3	92.1	110.0
J/V 매출	0.0	0.0	5.0	5.3	8.0	12.0	18.0	22.0	0.0	10.3	60.0
매출총이익	44.8	49.3	51.7	51.8	49.0	55.0	63.2	67.7	192.7	197.6	234.8
이익률	38.5%	39.7%	39.3%	36.9%	34.7%	35.5%	37.8%	38.9%	41.8%	38.6%	36.8%
영업이익	33.1	37.8	40.2	36.5	34.3	39.9	46.1	48.7	154.1	147.7	169.1
이익률	28.4%	30.5%	30.6%	26.1%	24.3%	25.7%	27.6%	28.0%	33.4%	28.8%	26.5%
순이익	21.8	26.4	28.1	27.8	24.1	28.1	33.0	35.0	110.5	104.1	120.2
이익률	18.8%	21.2%	21.3%	19.8%	17.1%	18.1%	19.7%	20.1%	23.9%	20.3%	18.9%

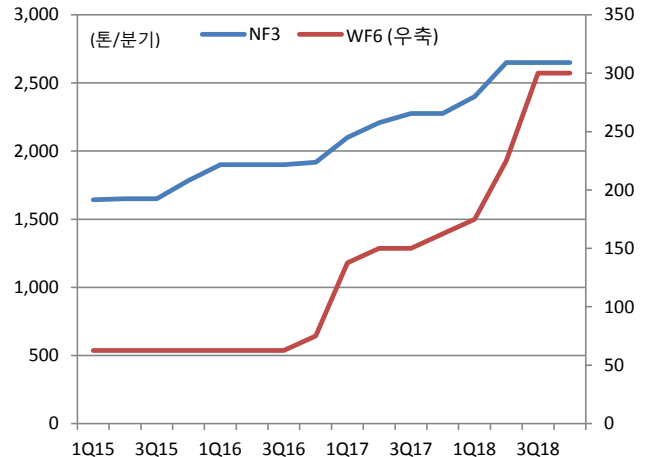
자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 3> SK 머티리얼 부문별 매출 및 영업이익 전망. 올해 매출과 영업이익을 6,373 억원과 1,691 억원으로 신규 전망



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 4> SK 머티리얼즈 분기별 NF3, WF6 Capa 가동 전망. 2Q18부터 신규 설비 매출 본격화 예상



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	202	266	349	448
현금 및 현금성자산	19	39	88	162
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	91	113	130	143
재고자산	86	107	123	136
비유동자산	916	938	960	982
유형자산	885	897	909	921
무형자산	7	6	5	4
자산총계	1,118	1,204	1,309	1,430
유동부채	337	343	348	352
매입채무	27	33	38	42
단기차입금	149	149	149	149
유동성장기부채	30	30	30	30
비유동부채	373	373	373	373
사채	199	199	199	199
장기차입금	153	153	153	153
부채총계	710	716	721	725
지배주주지분	386	463	560	674
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	34	34	34	34
이익잉여금	446	528	631	750
기타자본항목	-100	-105	-110	-116
비지배주주지분	22	25	28	31
자본총계	408	487	588	705

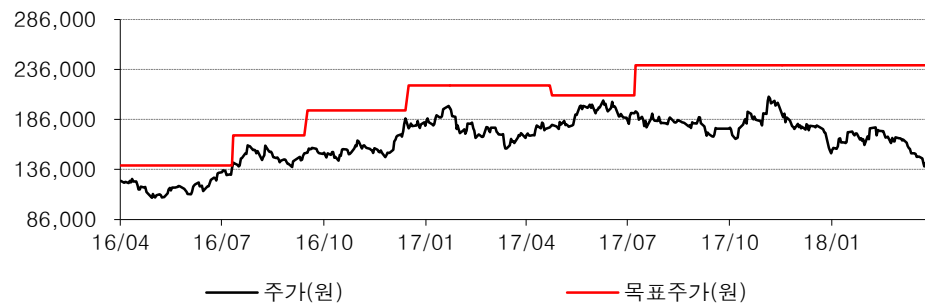
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	512	637	733	806
증가율(%)	11.0	24.4	15.0	10.0
매출원가	315	403	463	509
매출총이익	198	235	270	297
판매비와관리비	50	66	75	82
연구개발비	7	8	9	10
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	148	169	195	215
증가율(%)	-4.2	14.5	15.3	10.2
영업이익률(%)	28.8	26.5	26.6	26.6
이자수익	14	8	9	11
이자비용	26	21	21	21
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-1	-1	-1
세전계속사업이익	135	155	183	204
법인세비용	30	35	41	46
세전계속이익률(%)	26.3	24.4	24.9	25.3
당기순이익	104	120	141	158
순이익률(%)	20.3	18.9	19.3	19.6
지배주주귀속 순이익	102	118	138	155
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	99	115	136	153
지배주주귀속총포괄이익	97	113	133	150

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	137	168	198	221
당기순이익	104	120	141	158
유형자산감가상각비	74	78	78	78
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-268	-99	-99	-99
유형자산의 처분(취득)	-261	-90	-90	-90
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	1	-	-	-
재무활동 현금흐름	92	-31	-31	-31
단기금융부채의증감	34	-	-	-
장기금융부채의증감	185	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-37	-36	-36	-36
현금및현금성자산의증감	-42	20	50	73
기초현금및현금성자산	60	19	39	88
기말현금및현금성자산	19	39	88	162

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,660	11,160	13,109	14,669
BPS	36,567	43,853	53,087	63,882
CFPS	16,785	18,612	20,577	22,151
DPS	3,550	3,550	3,550	3,550
Valuation(배)				
PER	18.6	12.3	10.5	9.3
PBR	4.9	3.1	2.6	2.1
PCR	10.7	7.4	6.7	6.2
EV/EBITDA	10.8	7.8	6.9	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	25.3	27.8	27.0	25.1
EBITDA 이익률	43.5	38.9	37.3	36.4
부채비율	173.9	147.0	122.7	102.9
순부채비율	125.5	101.0	75.3	52.4
매출채권회전율(x)	6.1	6.3	6.0	5.9
재고자산회전율(x)	6.4	6.6	6.4	6.2

자료 : SK 머티리얼즈, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SK머티리얼즈)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-07-21	Buy	170,000	6개월	-12.5%	-5.9%
2016-09-26	Buy	195,000	6개월	-19.6%	-4.2%
2016-12-26	Buy	220,000	6개월	-19.7%	-9.4%
2017-05-04	Buy	210,000	6개월	-8.7%	-2.4%
2017-07-18	Buy	240,000	1년	-26.9%	-13.0%
2018-04-11	Buy	210,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 송명섭\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-