



## BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(4/23): 150,900원

시가총액: 15,916억원

## 반도체 / 디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (4/23)		879.02pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
	208,700원	137,100원
최고/최저가 대비 등락률	-27.70%	10.07%
주가수익률	절대	상대
	1M	-0.8%
	6M	-16.6%
	1Y	-15.9%

## Company Data

발행주식수	10,548천주
일평균 거래량(3M)	72천주
외국인 지분율	8.31%
배당수익률(18E)	2.33%
BPS(18E)	44,837원
주요 주주	SK와 1인 49.10%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	4,614	5,123	6,548	7,707
영업이익	1,541	1,477	1,726	2,271
EBITDA	2,215	2,228	2,595	3,418
세전이익	1,403	1,345	1,634	2,186
순이익	1,105	1,041	1,245	1,683
지배주주지분순이익	1,086	1,019	1,208	1,634
EPS(원)	10,299	10,124	12,062	16,306
증감률(%YoY)	64.3	-6.2	18.6	35.2
PER(배)	17.4	17.8	14.9	11.0
PBR(배)	4.5	4.9	4.0	3.2
EV/EBITDA(배)	9.8	11.0	10.2	7.9
영업이익률(%)	33.4	28.8	26.4	29.5
ROE(%)	27.2	24.6	27.5	30.0
순부채비율(%)	58.5	125.5	140.0	117.4

## Price Trend



## Company Update

## SK머티리얼즈 (036490)

## 실적 턴어라운드!



1Q18 영업이익 338억원으로 컨센서스에 부합했으며, 2Q18는 394억원으로 실적 턴어라운드가 예상된다. NF3는 공급부족에 따른 가격 상승, WF6는 국내외 3D NAND 업체 내 점유율 상승, SK에어가스는 반도체 Wafer용 가스 시장 진입, SK트리켄은 신규 Precursor 공급, SK쇼와덴코는 C4F6 신규 공급이 본격화될 전망이다. 1Q18 실적에 대한 불확실성이 해소된 만큼, 현 시점에서는 2Q18부터 본격화될 전사 실적 턴어라운드에 투자포인트를 맞추는 것이 바람직하다.

## &gt;&gt;&gt; 1Q18 영업이익 338억원, 컨센서스 부합

1Q18 매출액 1,427억원(+2%QoQ, +23%YoY), 영업이익 338억원(-8%QoQ, +2%YoY)으로, 시장 컨센서스에 부합했다. 매출액은 '특수가스(NF3, WF6)의 출하 호조'와 '연결 법인(SK트리켄, SK쇼와덴코)의 신제품 출하' 효과로 인해 전분기 대비 소폭 성장(+2%QoQ)했지만, 영업이익은 '일회성 비용 반영'과 '원/달러 환율 하락', '원재료 가격 급등' 등으로 인해 전분기 대비 하락(-8%QoQ) 했다.

연결법인 중 SK트리켄은 신규 Precursor를 공급하기 시작하며 35억원(+302%QoQ)의 매출액을 기록했고, SK쇼와덴코 역시 C4F6를 신규 공급하며 15억원(신규 발생)의 매출액을 기록했을 것으로 각각 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 2Q18 영업이익 394억원 전망, 턴어라운드!

2Q18는 매출액 1,546억원(+8%QoQ, +24%YoY), 영업이익 390억원(+15%QoQ, +3%YoY)으로, 분기 실적 성장세가 재개될 전망이다. 특수가스 중 NF3는 삼성전자의 팹릭공장과 중국 BOE의 10.5세대 공장의 Ramp-up 효과로 출하량(+4%QoQ)과 가격(+1%QoQ)이 모두 상승하고, WF6는 국내외 3D NAND 업체 내 점유율 상승이 본격화될 것으로 예상된다.

연결법인의 실적도 매출액 380억원(+27%QoQ), 영업이익 85억원(+28%QoQ)으로, 큰 폭 성장할 전망이다. 연결 법인 중 SK에어가스는 '반도체 Wafer 생산용 일반 가스'를 공급하며 +11%QoQ의 매출액 성장을 기록하고, SK트리켄은 반도체 Precursor의 공급량이 확대되며 큰 폭의 매출액 성장(+120%QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. SK쇼와덴코 역시 C4F6 시장 점유율 확대를 본격화하며 +80%QoQ의 매출액 성장을 기록할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 목표주가 220,000원, 업종 Top Pick으로 매수 추천함



## SK머티리얼즈 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	116.4	124.2	131.5	140.2	142.7	154.6	174.0	183.6	461.5	512.3	654.8
%YoY Growth	20%	7%	6%	13%	23%	24%	32%	31%	37%	11%	28%
NF3	80.2	82.7	87.3	94.6	94.6	97.3	100.1	105.9	339.0	344.9	397.8
SiH4	7.1	7.9	8.2	7.9	7.5	7.7	7.9	6.9	31.0	31.1	30.0
WF6	7.9	9.6	10.3	11.5	10.8	11.7	18.1	19.7	30.6	39.2	60.2
SK에어가스	21.1	24.1	24.5	25.3	24.8	27.6	28.8	29.7	79.8	95.0	110.8
SK트리켄, SK쇼와덴코	0.0	0.0	1.2	0.9	5.0	10.4	19.2	21.4	0.0	2.1	56.0
매출원가	71.6	74.9	79.8	88.4	96.3	101.9	111.4	116.8	268.7	314.7	426.4
매출원가율	62%	60%	61%	63%	67%	66%	64%	64%	58%	61%	65%
매출총이익	44.8	49.3	51.7	51.8	46.4	52.7	62.5	66.8	192.7	197.6	228.4
매출총이익률	38%	40%	39%	37%	33%	34%	36%	36%	42%	39%	35%
판매비와관리비	11.7	11.5	11.5	15.3	12.6	13.6	14.4	15.2	38.7	50.0	55.7
영업이익	33.1	37.8	40.2	36.6	33.8	39.0	48.2	51.6	154.1	147.7	172.6
%YoY Growth	-4%	-3%	-1%	-9%	2%	3%	20%	41%	37%	-4%	17%
영업이익률	28%	30%	31%	26%	24%	25%	28%	28%	33%	29%	26%
법인세차감전손익	29.9	34.9	37.7	31.9	31.3	37.1	45.8	49.1	140.4	134.5	163.4
법인세비용	8.1	8.6	9.6	4.1	8.5	8.5	10.5	11.3	29.9	30.5	38.9
당기순이익	21.8	26.4	28.1	27.8	22.8	28.6	35.3	37.8	110.5	104.1	124.5
당기순이익률	19%	21%	21%	20%	16%	18%	20%	21%	24%	20%	19%
KRW/USD	1,152	1,135	1,133	1,100	1,072	1,050	1,045	1,050	1,150	1,130	1,054

자료: 키움증권 리서치센터

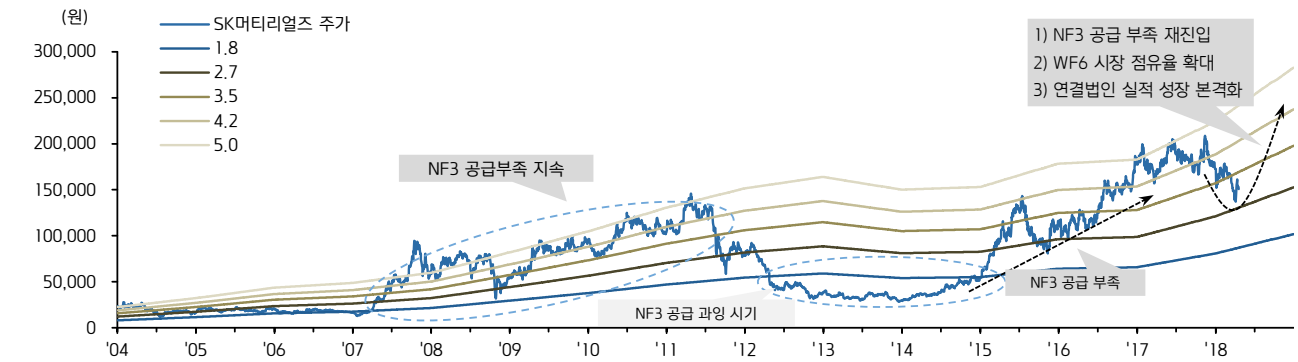
## SK머티리얼즈 연결 실적 Update (단위: 십억원)

	1Q18P					2018E		
	수정전	수정후	증감율	컨센서스	증감율	수정전	수정후	증감율
매출액	139.7	142.7	2%	139.7	2%	643.1	654.8	2%
NF3	94.4	94.6	0%			405.8	397.8	-2%
SiH4	7.2	7.5	4%			29.8	30.0	1%
WF6	11.4	10.8	-5%			70.5	60.2	-15%
SK 에어가스	26.0	24.8	-5%			111.7	110.8	-1%
SK 트리켄, SK 쇼와덴코	0.7	5.0				25.3	56.0	121%
매출총이익	46.8	46.4	-1%	48.0	-3%	234.3	228.4	-3%
매출총이익률	34%	33%				36%	35%	
영업이익	35.2	33.8	-4%	34.6	-2%	183.0	172.6	-6%
영업이익률	25%	24%				28%	26%	
당기순이익	25.2	22.8	-9%	23.9	-4%	134.4	124.5	-7%
당기순이익률	18%	16%				21%	19%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

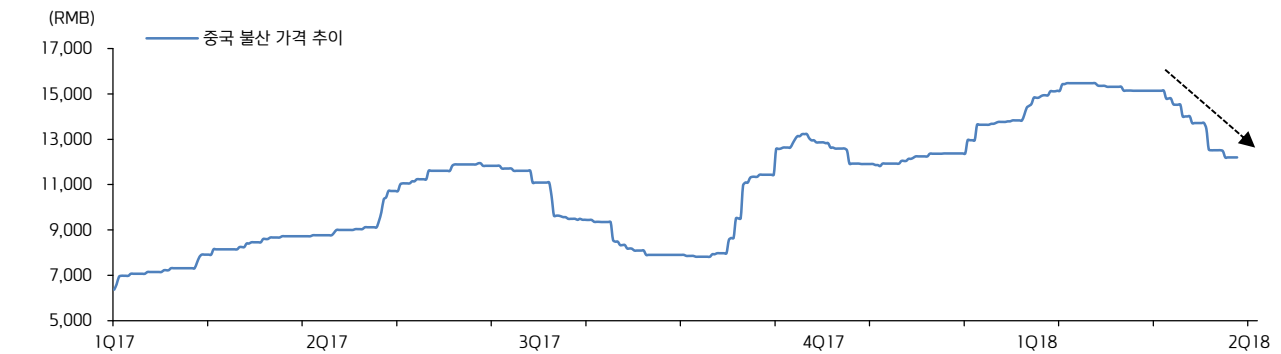


## SK머티리얼즈 12개월 Trailing P/B Chart: 주가 반등 예상



자료: 키움증권 리서치센터

## 중국 불산 가격 추이: 2Q18 가격 → SK머티리얼즈의 원재료 비용 감소 → NF3, WF6 수익성 개선



자료: Sunsirs, 키움증권 리서치센터



## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,614	5,123	6,548	7,707	9,194
매출원가	2,687	3,147	4,264	4,788	5,702
매출총이익	1,927	1,976	2,284	2,919	3,493
판매비및일반관리비	387	499	557	648	773
영업이익(보고)	1,541	1,477	1,726	2,271	2,719
영업이익(핵심)	1,541	1,477	1,726	2,271	2,719
영업외손익	-137	-131	-93	-85	-82
이자수익	19	5	6	7	9
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	99	133	168	146	161
이자비용	100	129	122	116	113
외환손실	121	113	143	110	127
관계기업지분법손익	-50	-1	-1	-1	0
투자및기타자산처분손익	-13	-8	-8	-9	-9
금융상품평가및기타금융이익	70	-6	-7	-9	-9
기타	-42	-13	15	6	6
법인세차감전이익	1,403	1,345	1,634	2,186	2,637
법인세비용	299	305	389	503	606
유효법인세율 (%)	21%	23%	24%	23%	23%
당기순이익	1,105	1,041	1,245	1,683	2,030
지배주주지분순이익(억원)	1,086	1,019	1,208	1,634	1,988
EBITDA	2,215	2,228	2,595	3,418	4,009
현금순이익(Cash Earnings)	1,779	1,792	2,114	2,830	3,320
수정당기순이익	1,059	1,051	1,257	1,697	2,044
증감율(% YoY)					
매출액	36.5	11.0	27.8	17.7	19.3
영업이익(보고)	36.6	-4.2	16.9	31.5	19.7
영업이익(핵심)	36.6	-4.2	16.9	31.5	19.7
EBITDA	31.5	0.6	16.5	31.7	17.3
지배주주지분 당기순이익	64.3	-6.2	18.6	35.2	21.7
EPS	64.3	-6.2	18.6	35.2	21.7
수정순이익	45.9	-0.8	19.6	35.0	20.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,654	1,488	1,939	2,666	3,079
당기순이익	1,105	1,041	1,245	1,683	2,030
감가상각비	667	741	859	1,137	1,281
무형자산상각비	8	10	10	10	9
외환손익	22	-20	-25	-37	-34
자산처분손익	13	8	8	9	9
지분법손익	50	1	1	1	0
영업활동자산부채 증감	-254	-337	-282	-166	-243
기타	45	44	124	29	26
투자활동현금흐름	-2,076	-2,707	-3,421	-2,610	-2,079
투자자산의 처분	-797	-122	-3	-2	-3
유형자산의 처분	8	1	7	7	8
유형자산의 취득	-1,254	-2,607	-3,375	-2,575	-2,038
무형자산의 처분	-40	4	-10	-5	-4
기타	8	17	-40	-35	-42
재무활동현금흐름	604	818	1,640	-56	-133
단기차입금의 증가	-401	242	770	350	240
장기차입금의 증가	1,283	1,854	1,225	10	70
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-298	-374	-356	-421	-451
기타	21	-903	1	5	7
현금및현금성자산의순증가	188	-416	158	0	866
기초현금및현금성자산	414	603	187	345	345
기말현금및현금성자산	603	187	345	345	1,211
Gross Cash Flow	1,908	1,825	2,221	2,832	3,321
Op Free Cash Flow	339	-1,047	-1,483	149	1,099

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,173	2,018	2,526	2,912	4,273
현금및현금성자산	603	187	345	345	1,211
유동금융자산	13	2	3	3	4
매출채권및유동채권	810	966	1,129	1,329	1,585
재고자산	743	862	1,049	1,235	1,473
기타유동비금융자산	4	0	0	0	0
비유동자산	6,858	9,162	11,611	13,076	13,869
장기매출채권및기타비유동채권	16	18	23	27	32
투자자산	7	115	10	12	14
유형자산	6,615	8,851	11,367	12,806	13,563
무형자산	69	66	66	61	56
기타비유동자산	150	114	145	171	204
자산총계	9,031	11,180	14,137	15,988	18,142
유동부채	2,836	3,365	4,100	4,579	5,008
매입채무및기타유동채무	976	1,424	1,424	1,574	1,736
단기차입금	513	1,488	2,258	2,608	2,848
유동성장기차입금	1,159	305	255	205	195
기타유동부채	188	148	163	192	229
비유동부채	1,824	3,733	5,066	5,176	5,322
장기매입채무및비유동채무	295	199	256	301	359
사채및장기차입금	1,501	3,519	4,794	4,854	4,934
기타비유동부채	28	15	16	21	28
부채총계	4,660	7,099	9,166	9,755	10,329
자본금	53	53	53	53	53
주식발행초과금	609	609	609	609	609
이익잉여금	3,826	4,461	5,334	6,567	8,124
기타자본	-274	-1,266	-1,266	-1,266	-1,266
지배주주지분자본총계	4,213	3,857	4,729	5,962	7,519
비지배주주지분자본총계	158	224	242	271	294
자본총계	4,371	4,081	4,971	6,233	7,813
순차입금	2,558	5,124	6,960	7,319	6,762
총차입금	3,174	5,313	7,308	7,668	7,978

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	10,299	10,124	12,062	16,306	19,845
BPS	39,945	36,567	44,837	56,529	71,288
주당EBITDA	21,003	21,124	24,601	32,401	38,007
CFPS	16,868	16,990	20,038	26,830	31,476
DPS	3,550	3,550	4,200	4,500	5,000
주가배수(배)					
PER	17.4	17.8	14.9	11.0	9.1
PBR	4.5	4.9	4.0	3.2	2.5
EV/EBITDA	9.8	11.0	10.2	7.9	6.5
PCFR	10.6	10.6	9.0	6.7	5.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	33.4	28.8	26.4	29.5	29.6
영업이익률(핵심)	33.4	28.8	26.4	29.5	29.6
EBITDA margin	48.0	43.5	39.6	44.3	43.6
순이익률	23.9	20.3	19.0	21.8	22.1
자기자본이익률(ROE)	27.2	24.6	27.5	30.0	28.9
투자자본이익률(ROIC)	20.3	14.5	12.7	13.9	15.1
안정성(%)					
부채비율	106.6	173.9	184.4	156.5	132.2
순차입금비율	58.5	125.5	140.0	117.4	86.6
이자보상배율(배)	15.4	11.4	14.1	19.5	24.0
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.8	6.3	6.3	6.3
재고자산회전율	7.0	6.4	6.9	6.7	6.8
매입채무회전율	6.1	4.3	4.6	5.1	5.6



## Compliance Notice

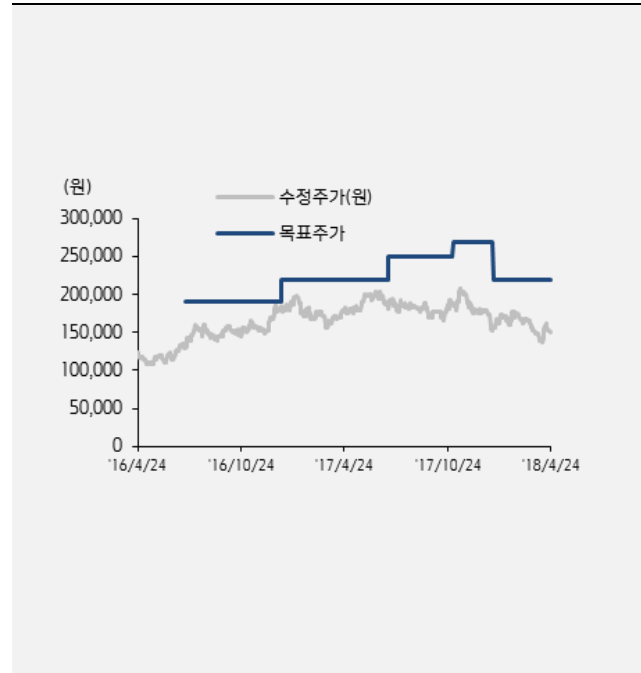
- 당사는 4월 23일 현재 'SK머티리얼즈' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK머티리얼즈 (005930)	2016-08-08	BUY(Initiate)	190,000원	6개월	-18.88	-15.89
	2016-08-23	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-19.80	-15.89
	2016-09-01	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-21.56	-15.89
	2016-09-29	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-20.83	-15.89
	2016-10-31	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-20.31	-13.16
	2016-11-14	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-20.03	-13.16
	2016-11-23	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-18.00	-1.63
	2017-01-04	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-17.37	-15.00
	2017-01-19	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-14.87	-9.36
	2017-02-08	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-19.80	-9.36
	2017-04-20	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-19.70	-9.36
	2017-04-27	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-19.47	-9.36
	2017-05-24	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-18.65	-8.82
	2017-06-08	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-17.42	-6.82
	2017-07-13	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-24.46	-22.40
	2017-07-28	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-26.28	-22.40
	2017-09-21	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-27.25	-22.40
	2017-11-06	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-27.03	-16.52
	2018-01-15	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-23.82	-20.91
	2018-02-07	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.20	-20.91
	2018-02-13	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.20	-20.91
	2018-02-14	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-26.38	-19.05
	2018-04-24	BUY(Maintain)	220,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%