

SK머티리얼즈 (036490)

반도체/장비

이재윤



02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁

02 3770 5635

jihyeok.liim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (M)
현재주가 (5/29)	167,000원
상승여력	32%

시가총액	17,615억원
총발행주식수	10,547,673주
60일 평균 거래대금	99억원
60일 평균 거래량	63,426주
52주 고	208,700원
52주 저	137,100원
외인지분율	9.52%
주요주주	SK 49.10%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.3	(0.5)	(16.2)
상대	7.3	(2.0)	(38.0)
절대(달러환산)	5.3	0.1	(12.7)

전방산업의 수요 호조가 부각될 시점

2Q18, 2H18 실적 성장 본격화

올 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,510억원(YoY 22%, QoQ 6%), 370억원(YoY -3%, QoQ 9%, OPM 24%)에 달하며 QoQ 실적 성장이 본격화될 전망이다. 2분기까지 특수가스 매출은 소폭 성장에 그치겠지만, 산업용가스 매출 성장과 신규사업인 전구체 매출 성과가 본격화된다는 점이 긍정적으로 평가될 것이다. 반도체 고객사들의 신규라인 Ramp-up과 Flexible OLED 가동률 회복으로 동사의 18년 하반기 영업이익은 833억원(HoH 18%, OPM 24%)으로 실적반등에 성공할 것이다.

2019년 투자회수기 진입: 영업이익 1,777억원(YoY 15%, OPM 25%) 전망

2019년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 7,009억원(YoY 10%), 1,777억원(YoY 15%, OPM 25%)을 기록할 전망이다. 기존주력 사업인 특수가스의 회복 Cycle과 더불어 그 동안 적극적으로 투자를 진행한 연결자회사(SK트리켐, SK소와덴코, SK에어가스)들도 본격적인 성장궤도에 진입할 것으로 예상되기 때문이다. SK하이닉스의 M15 신공장 가동도 긍정적이다.

2019년 각 자회사의 매출액과 영업이익은 다음과 같이 추정한다. SK트리켐(반도체전구체사업): 720억 원(YoY 76%), 144억원(YoY 658%, OPM 20%), SK소와덴코(CF계열의 반도체 특수가스 사업): 260억원(YoY 83%), 39억원(YoY 550%, OPM 15%), SK에어가스(산업용 가스사업): 1,190억원(YoY 10%), 319억원(YoY 10%, OPM 27%). 동사에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 22만원을 유지한다.

반도체 공급이슈가 해소되고 수요측면이 부각될 시점 – 소재 업종 반등 근거

지난 2년간 반도체 산업은 공급 이슈에 따른 호황기를 거쳐왔다. 즉, 기존 예상을 하회하는 공급물량이 메모리 반도체 가격 상승을 주도했던 것이다. 이는 소재업체들에 상대적으로 부정적으로 작용했다.

이제는 관전포인트가 공급보다는 수요측면으로 전환될 것이고 이는 소재업종에 긍정적인 이슈다.

▶ 주요 업체들이 적극적으로 증설 대응을 하고 있기 때문이다. 삼성전자는 평택 2층에 DRAM을 70~100K 규모로 증설하고 있고, SK하이닉스는 청주 M15 신규라인의 양산 일정을 앞당기고 있다.

▶ 무엇보다 메모리반도체 수요가 새로운 국면을 맞이하고 있다는 점에 주목해야 한다. 역사적으로 DRAM의 수요의 중심축은 PC이후 모바일로 이어졌다. 모두 B2C 시장이다. 하지만 최근 DRAM 시장에서 화두가 되고 있는 Data Center는 공급계약 기간이 상대적으로 긴 B2B 시장이다. 올해 들어 Server DRAM 비중이 30%를 상회하기 시작했고, 메모리반도체 업체들도 장기 공급 계약이 늘고 있는 것으로 파악된다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,513	21.8	6.4	1,532	-1.2
영업이익	370	-2.3	9.4	394	-6.2
세전계속사업이익	329	-5.8	10.9	378	-13.0
지배순이익	253	-2.4	12.6	278	-8.9
영업이익률 (%)	24.4	-6.1 %pt	+0.7 %pt	25.7	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	16.7	-4.2 %pt	+0.9 %pt	18.2	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	4,614	5,123	6,360	7,009
영업이익	1,541	1,477	1,541	1,777
지배순이익	1,086	1,019	1,069	1,234
PER	12.9	18.9	16.5	14.3
PBR	3.3	4.7	3.7	3.1
EV/EBITDA	7.6	11.1	9.8	8.5
ROE	27.2	25.3	25.4	24.9

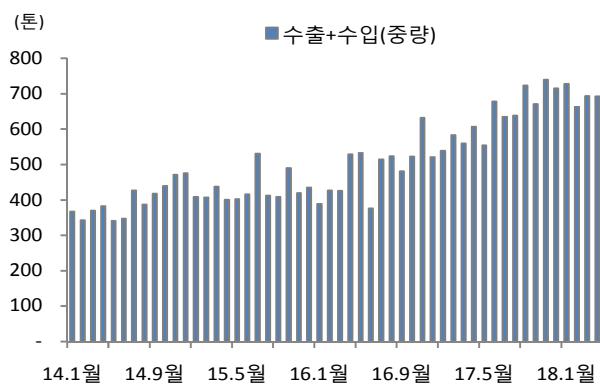
자료: 유안타증권

SK 마티리얼즈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

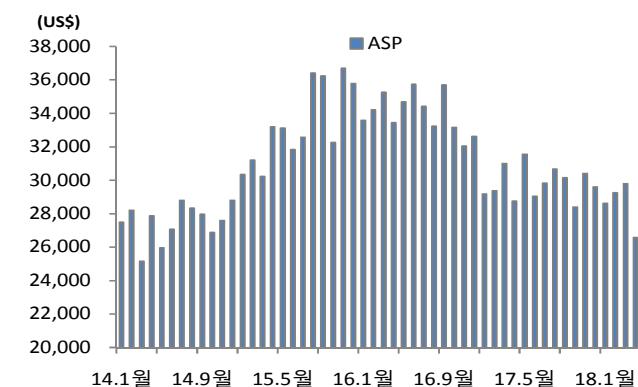
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	116	124	131	140	142	151	167	175	161	180	184	176	512	636	701
YoY	20%	7%	6%	13%	22%	22%	27%	25%	13%	19%	10%	0%	11%	24%	10%
QoQ	-6%	7%	6%	7%	2%	6%	10%	5%	-8%	12%	2%	-4%	-	-	-
NF3	69.4	73.9	76.7	80.1	80.6	81.4	82.9	87.2	81.5	88.6	87.3	83.7	300	332	341
SiH4	14.1	15.9	16.3	17.6	18.0	18.5	18.1	17.3	17.2	18.0	17.6	16.2	64	72	69
WF6	11.9	13.1	13.0	15.3	15.3	15.9	18.8	19.0	18.1	18.8	18.6	18.2	53	69	74
SK 에어가스	1.0	21.3	23.5	23.0	2.0	26.5	28.0	30.0	3.0	30.0	32.0	30.0	89	108	119
SK 트리켐		-	2.0	2.7	3.0	6.0	15.0	17.0	12.0	19.0	21.0	20.0	5	41	72
SK 쇼와덴코				1.5	2.2	3.0	4.0	5.0	5.0	6.0	7.0	8.0	2	14	26
OP	33	38	40	37	34	37	40	44	40	46	48	44	148	154	178
YoY	-4%	-2%	-1%	-9%	2%	-3%	-1%	19%	18%	25%	20%	1%	-4%	4%	15%
QoQ	-18%	15%	5%	-9%	-8%	9%	8%	9%	-9%	16%	4%	-8%	-	-	-
OPM	28%	31%	31%	26%	24%	24%	24%	25%	25%	26%	26%	25%	29%	24%	25%

한국 NF3 수출 및 수입 추이



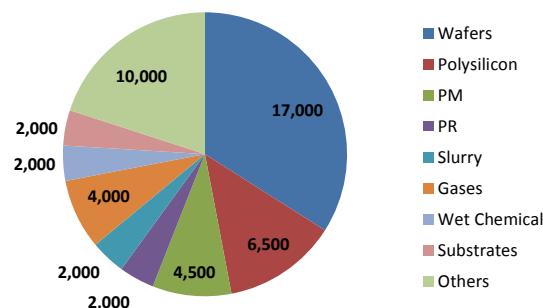
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

한국 NF3 평균 ASP(수출+수입)



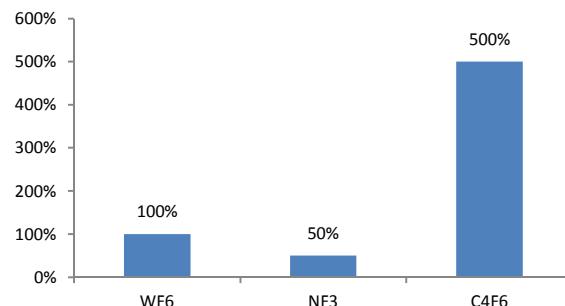
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

반도체 소재 시장 규모 추산



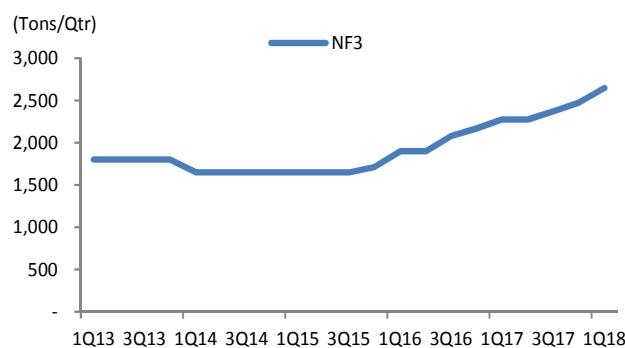
자료: VSM, 유안타증권 리서치센터

2D NAND 대비 3D NAND 공정에서의 주요 소재 수요 증가율



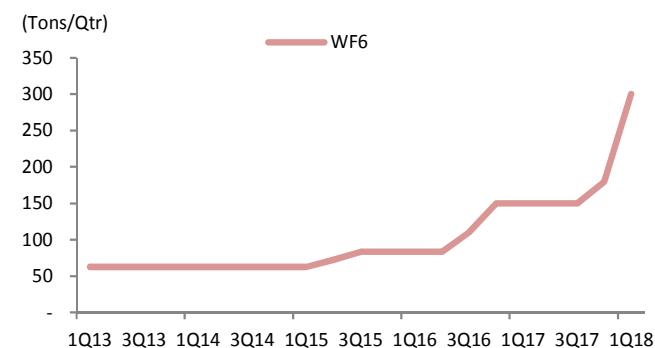
자료: VSM, 유안타증권 리서치센터

SK 머티리얼즈 NF3 Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

SK 머티리얼즈 WF6 Capa 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

Global Peer Valuation								(단위: 십억원 mn US\$)
		매출액	영업이익	순이익	OPM(%)	ROE(%)	PER(배)	PBR(배)
원익마티리얼즈	2016	175	23	16	13.1	7.6	25.9	1.9
	2017	203	33	20	16.3	9.1	21.8	1.9
	2018E	227	39	18	17.2	7.6	23.0	1.7
	2019E	266	51	23	19.2	8.9	18.3	1.6
SK 마티리얼즈	2016	461	154	109	33.4	27.2	12.9	3.3
	2017	512	148	102	28.8	25.3	18.9	4.7
	2018E	636	154	107	24.2	25.4	17.0	3.8
	2019E	701	178	123	25.4	24.9	14.7	3.2
대성산업	2016	837	-21	-101	-2.5	-90.4		0.0
	2017	900	-12	231	-1.3	73.0	0.5	0.3
	2018E							
	2019E							
Kanto Denka	2016	426	87	62	20.3	23.5	9.1	1.9
	2017	463	82	55	17.6	17.3	12.9	2.0
	2018E	514	83	56	16.2	15.9	10.7	
	2019E	563	104	70	18.5		8.5	
Air Products and Chemicals	2016	7,504	1,530	631	20.4	8.8	27.8	4.4
	2017	8,188	1,428	3,000	17.4	35.0	26.0	3.6
	2018E	9,046	1,982	1,624	21.9	15.5	22.4	3.4
	2019E	9,627	2,226	1,786	23.1	15.6	20.4	3.1
Praxair	2016	10,534	2,238	1,500	21.2	31.9	21.6	6.6
	2017	11,437	2,448	1,247	21.4	22.6	26.4	7.4
	2018E	12,283	2,792	1,977	22.7	30.9	23.1	6.5
	2019E	13,002	3,009	2,157	23.1	30.5	21.2	5.9
Air Liquide	2016	20,071	3,386	2,041	16.9	12.7	20.8	2.4
	2017	22,983	3,411	2,484	14.8	13.3	20.0	2.7
	2018E	24,580	4,347	2,645	17.7	13.0	21.4	2.7
	2019E	25,823	4,731	2,931	18.3	13.4	19.3	2.5
Linde	2016	18,757	2,295	1,277	12.2	7.9	23.6	2.0
	2017	19,328	2,200	1,620	11.4	10.0	23.6	2.3
	2018E	20,279	2,774	2,444	13.7	10.8	21.1	2.2
	2019E	21,750	3,047	2,459	14.0	11.0	19.6	2.2
Peer Group 8개사 평균	2016	7,346	1,211	692	16.9	3.7	20.2	2.8
	2017	7,992	1,217	1,095	15.8	25.7	18.8	3.1
	2018E	9,631	1,737	1,267	19.1	17.0	19.8	3.4
	2019E	10,233	1,901	1,361	20.2	17.4	17.4	3.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SK 머티리얼즈 (036490) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	4,614	5,123	6,360	7,009	7,710
매출원가	2,687	3,147	3,770	4,154	4,703
매출총이익	1,927	1,976	2,590	2,855	3,007
판관비	387	499	1,049	1,078	1,000
영업이익	1,541	1,477	1,541	1,777	2,007
EBITDA	2,215	2,228	2,404	2,744	3,085
영업외손익	-137	-131	-161	-188	-234
외환관련손익	-22	20	-47	-47	-47
이자손익	-82	-124	-167	-166	-161
관계기업관련손익	0	-1	1	1	1
기타	-34	-26	52	24	-27
법인세비용차감전순손익	1,403	1,345	1,380	1,589	1,773
법인세비용	299	305	288	327	364
계속사업순손익	1,105	1,041	1,092	1,262	1,408
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,105	1,041	1,092	1,262	1,408
지배지분순이익	1,086	1,019	1,069	1,234	1,378
포괄순이익	1,088	988	889	1,059	1,205
지배지분포괄이익	1,070	966	868	1,033	1,176

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

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,173	2,018	1,925	2,187	2,262
현금및현금성자산	603	187	223	463	428
매출채권 및 기타채권	768	907	878	881	961
재고자산	743	862	763	781	812
비유동자산	6,858	9,162	10,700	11,283	11,755
유형자산	6,615	8,851	10,397	10,989	11,467
관계기업등 지분관련자산	0	107	107	107	107
기타투자자산	7	8	8	8	8
자산총계	9,031	11,180	12,625	13,470	14,018
유동부채	2,836	3,365	2,886	2,899	3,047
매입채무 및 기타채무	956	1,400	1,410	1,423	1,672
단기차입금	513	1,488	998	998	898
유동성장기부채	1,159	305	305	305	305
비유동부채	1,824	3,733	4,894	4,894	4,794
장기차입금	1,004	1,526	1,300	1,300	1,200
사채	498	1,994	3,380	3,380	3,380
부채총계	4,660	7,099	7,779	7,792	7,841
지배지분	4,213	3,857	4,570	5,354	5,824
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	342	342	342	342	342
이익잉여금	3,826	4,461	5,174	5,958	6,835
비지배지분	158	224	276	324	353
자본총계	4,371	4,081	4,846	5,678	6,177
순차입금	2,558	5,124	5,758	5,517	5,353
총차입금	3,174	5,313	5,983	5,983	5,783

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	2,079	1,367	2,204	2,331	2,734
당기순이익	1,105	1,041	1,092	1,262	1,408
감가상각비	667	741	854	959	1,072
외환손익	32	-18	47	47	47
증속,관계기업관련손익	0	1	-1	-1	-1
자산부채의 증감	170	-458	138	-8	137
기타현금흐름	105	60	73	72	70
투자활동 현금흐름	-2,087	-2,685	-2,373	-1,520	-1,520
투자자산	-54	-110	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,254	-2,607	-2,400	-1,550	-1,550
유형자산 감소	8	1	0	0	0
기타현금흐름	-788	30	27	30	30
재무활동 현금흐름	191	916	329	-441	-692
단기차입금	-447	879	-490	0	-100
사채 및 장기차입금	916	1,315	1,161	0	-100
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-298	-374	-356	-451	-501
기타현금흐름	21	-903	14	9	9
연결범위변동 등 기타	6	-15	-124	-129	-558
현금의 증감	188	-416	36	241	-36
기초 현금	414	603	187	223	463
기말 현금	603	187	223	463	428
NOPLAT	1,541	1,477	1,541	1,777	2,007
FCF	804	-1,171	-179	820	1,260

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

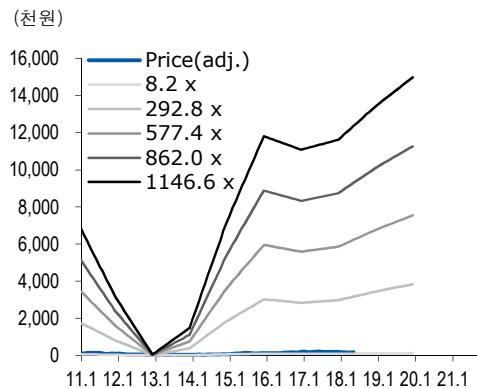
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

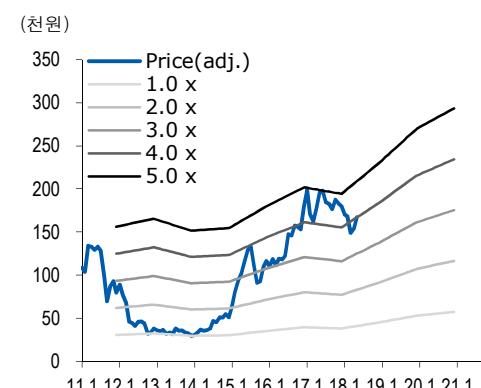
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,299	9,660	10,131	11,703	13,061
BPS	39,996	38,502	45,618	53,441	58,138
EBITDAPS	21,003	21,124	22,791	26,011	29,246
SPS	43,748	48,569	60,298	66,449	73,094
DPS	3,550	3,550	4,500	5,000	6,000
PER	12.9	18.9	16.5	14.3	12.8
PBR	3.3	4.7	3.7	3.1	2.9
EV/EBITDA	7.6	11.1	9.8	8.5	7.6
PSR	3.0	3.8	2.8	2.5	2.3

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	36.5	11.0	24.1	10.2	10.0
영업이익 증가율 (%)	36.6	-4.2	4.4	15.3	12.9
지배순이익 증가율 (%)	64.3	-6.2	4.9	15.5	11.6
매출총이익률 (%)	41.8	38.6	40.7	40.7	39.0
영업이익률 (%)	33.4	28.8	24.2	25.4	26.0
지배순이익률 (%)	23.5	19.9	16.8	17.6	17.9
EBITDA 마진 (%)	48.0	43.5	37.8	39.1	40.0
ROIC	19.5	14.1	12.4	13.0	14.1
ROA	13.9	10.1	9.0	9.5	10.0
ROE	27.2	25.3	25.4	24.9	24.7
부채비율 (%)	106.6	173.9	160.5	137.2	126.9
순차입금/자기자본 (%)	60.7	132.8	126.0	103.1	91.9
영업이익/금융비용 (배)	15.4	11.4	8.9	10.3	12.1

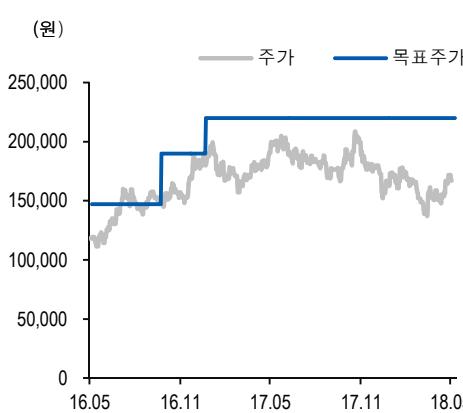
P/E band chart



P/B band chart



SK 마티리얼즈 (036490) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-30	BUY	220,000	1년		
2018-01-17	1년 경과 이후		1년	-26.96	-19.05
2017-01-17	BUY	220,000	1년	-19.87	-5.14
2016-10-19	BUY	190,000	1년	-6.73	7.89
2016-06-01	BUY	147,000	1년	-4.66	8.84

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-05-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 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 투자 의사결정은 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.