

2018/08/16

SK머티리얼즈(036490)

실적 개선세 지속 예상

■ 매수 투자 의견 유지. 적정주가 소폭 상향

SK머티리얼즈의 2Q18 실적은 당사 전망치를 상회했고 3Q18에는 실적 개선 폭이 더욱 확대될 것으로 판단된다. 당사는 동사 올해 매출과 영업이익 전망치를 기존의 6,373억원과 1,691억원에서 6,732억원과 1,805억원으로 상향 조정했으며 이에 따라 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 적정주가 역시 기존의 21만원에서 22만원으로 상향한다. 신규 적정주가 22만원은 올해 예상 BPS에 지난 3년간의 고점 P/B 배수들의 평균값인 4.8배를 적용하여 도출한 것으로 올해 예상 EPS에 비해서는 지난해 평균 P/E 배수 수준인 18.5배에 해당한다.

■ 2Q18 실적 예상 상회

동사 2Q18 매출과 영업이익은 1,575억원과 408억원을 기록하여 당사의 기존 전망치였던 1,551억원과 399억원을 상회했다. 2Q18에는 NF3, WF6 판매량 상승과 가격 유지 및 원재료 무수 불산 가격의 안정에 따른 본사 실적의 개선뿐 아니라 자회사인 SK에어가스, SK트리켄의 매출 증가와 SK쇼와덴코의 상품 매출 가세가 동사 연결 기준 실적의 개선을 이끈 것으로 판단된다.

■ 3Q18 이후에도 실적 개선세 지속 예상

동사 3Q18 매출과 영업이익은 전분기 대비 14%, 24% 증가하는 1,798억원과 506억원에 달할 것으로 전망된다. 3Q18 NF3 부문에서는 출하량의 증가와 ASP의 소폭 상승이 발생하고 WF6 부문에서는 생산 설비 증설 효과에 의한 출하량 증가가 예상된다. 또한 3Q18부터는 상품 매출에 더해 SK쇼와덴코의 제품 매출이 발생할 예정인데다 SK트리켄과 SK에어가스의 매출도 크게 증가할 전망이다. 이에 따라 3Q18 자회사 매출은 전분기 대비 100억원 가량 증가하는 476억원을 기록할 것으로 추정된다. 이에 더해 3Q18 평균 원-달러 환율이 전분기 대비 4% 이상 상승하여 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

4Q18에도 동사 매출과 영업이익이 1,935억원과 553억원을 기록해 실적 개선세가 이어질 것으로 추정된다. SK하이닉스의 M15 라인 양산 개시를 앞두고 SK에어가스를 포함한 동사 전 제품 부문의 매출 증가가 발생할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

반도체 승명섭
(2122-9207) mssong@hi-ib.com

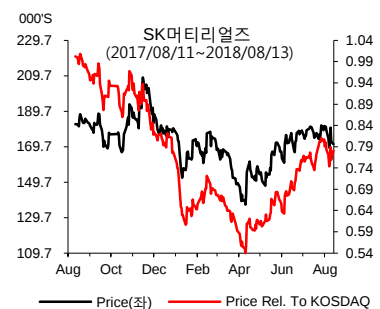
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	220,000원
종가(2018/08/13)	171,000원

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	1,055만주
시가총액	1,804십억원
외국인지분율	9.3%
배당금(2017)	3,550원
EPS(2018E)	11,979원
BPS(2018E)	44,850원
ROE(2018E)	29.4%
52주 주가	137,100~208,700원
60일평균거래량	48,534주
60일평균거래대금	8.4십억원

Price Trend

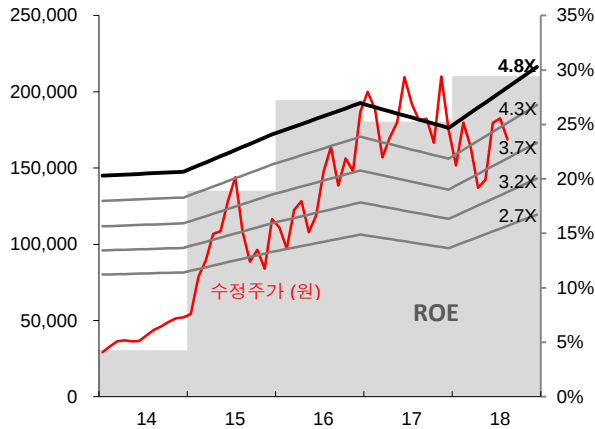


■ Risk: 반도체 업황 둔화 및 무수 불산 가격 변동 가능성

동사에 대한 투자 Risk는 반도체 업황 둔화 우려에 따른 적용 Valuation 배수의 하향 조정 가능성과 주요 원재료인 무수불산 가격의 변동 가능성이다. 무수불산 가격은 2Q18에 들어 하락하여 동사 이익률 개선에 다소 도움을 주었으나 최근 성수기를 맞이하여 재상승의 기미가 있는 것으로 알려져 있다. 동사 이익률에 영향을 주는 요소인 만큼 지속적으로 가격 동향에 주목할 필요가 있는 것으로 판단된다.

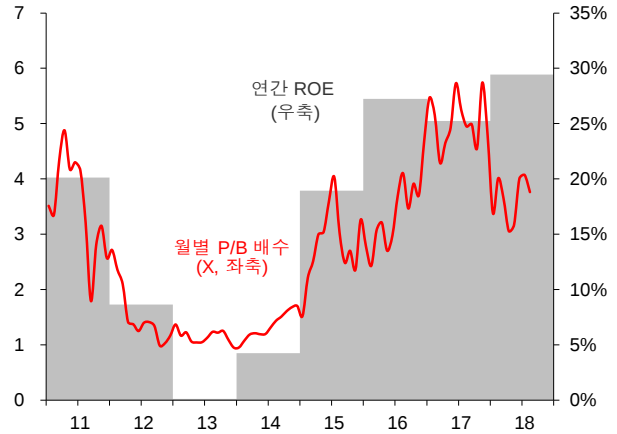
동사 현주가는 올해 예상 BPS와 EPS 대비 3.8배와 14.3배에 해당하며 이는 지난 3년간의 평균 배수인 3.7배와 16.0배를 하회하는 것이다. 따라서 향후 반도체 업황 둔화에 따른 적용 Valuation 배수의 하락이 있을 경우에도 현재 주가 미만으로의 급락이 발생할 것으로는 전망되지 않는다. 또한 과거와는 달리 업황 둔화기에도 반도체 업체들의 이익이 절대 규모에서 상당한 수준에 머물고 이에 따라 Capex의 급감은 예상되지 않으므로 동사에 대한 적용 Valuation 배수 역시 급락할 가능성은 높지 않을 것으로 판단된다.

<그림 1> SK 머티리얼즈 P/B 밴드. 지난 3년간의 고점 P/B 배수들의 평균값인 4.8 배를 적용하여 22 만원의 적정주가 도출



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

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



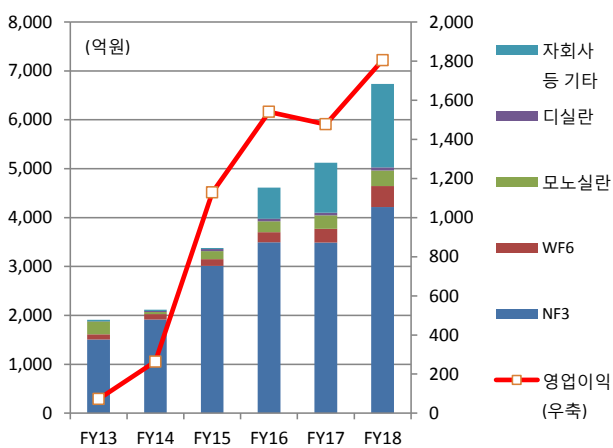
자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<표 1> SK 머티리얼즈 실적 추정. 2Q18 실적은 예상 상회. 3Q18에도 실적 개선세 더욱 본격화될 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	1,080.5	1,125.0	1,125.0	1,160.5	1,129.0	1,102.2
매출	116.4	124.2	131.5	140.2	142.3	157.5	179.8	193.5	461.4	512.3	673.2
NF3	82.1	89.2	87.4	90.3	95.1	99.9	111.1	115.6	349.4	348.9	421.7
WF6	6.2	7.1	7.2	7.8	9.1	10.1	11.4	12.3	20.6	28.3	42.8
SiH4	6.9	6.7	6.7	7.2	7.7	7.8	8.1	8.1	22.5	27.5	31.8
기타	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7	7.6	5.1	6.1
SK에어가스	19.8	20.0	24.0	28.3	24.1	26.5	28.1	29.8	61.3	92.1	108.4
J/V 매출	0.0	0.0	5.0	5.3	5.0	11.8	19.5	26.0	0.0	10.3	62.3
매출총이익	44.8	49.3	51.7	51.8	49.1	58.9	73.1	80.8	192.7	197.6	261.9
이익률	38.5%	39.7%	39.3%	36.9%	34.5%	37.4%	40.6%	41.7%	41.8%	38.6%	38.9%
영업이익	33.1	37.8	40.2	36.5	33.8	40.8	50.6	55.3	154.1	147.7	180.5
이익률	28.4%	30.5%	30.6%	26.1%	23.7%	25.9%	28.1%	28.6%	33.4%	28.8%	26.8%
순이익	21.8	26.4	28.1	27.8	22.8	26.2	36.9	43.2	110.5	104.1	129.0
이익률	18.8%	21.2%	21.3%	19.8%	16.1%	16.6%	20.5%	22.3%	23.9%	20.3%	19.2%

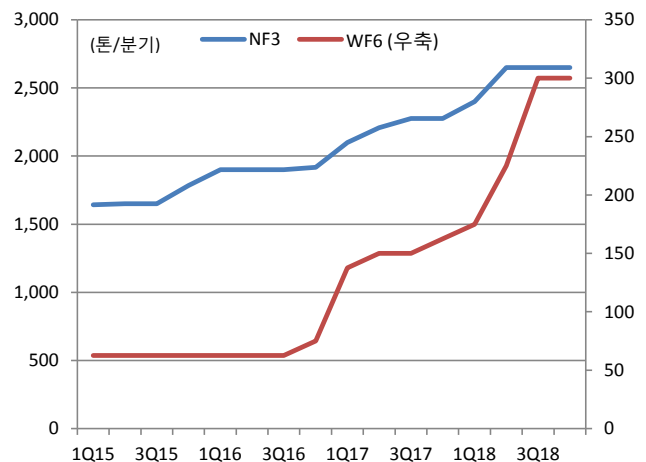
자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 3> SK 머티리얼 부문별 매출 및 영업이익 전망. 올해 매출과 영업이익을 6,732 억원과 1,805 억원으로 신규 전망



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 4> SK 머티리얼즈 분기별 NF3, WF6 Capa 생산 설비 전망. 2Q18 부터 신규 설비 매출 본격화 중



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	202	278	374	487
현금 및 현금성자산	19	39	99	185
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	91	119	137	151
재고자산	86	113	130	143
비유동자산	916	938	960	982
유형자산	885	897	909	921
무형자산	7	6	5	4
자산총계	1,118	1,216	1,334	1,469
유동부채	337	345	350	354
매입채무	27	35	40	44
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	718	724	728
지배주주지분	386	473	582	710
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	34	34	34	34
이익잉여금	446	539	654	786
기타자본항목	-100	-105	-110	-116
비지배주주지분	22	25	28	32
자본총계	408	498	611	741

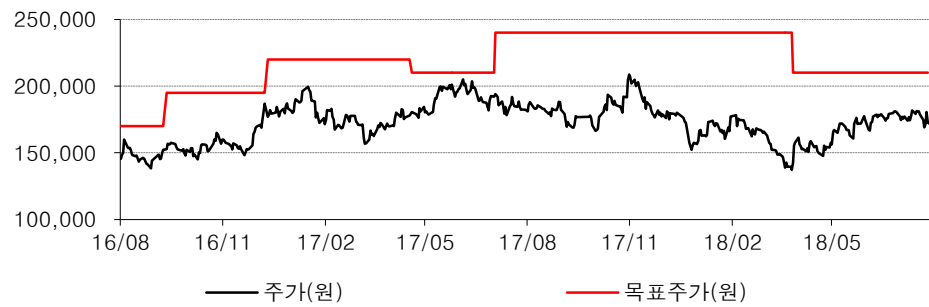
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	512	673	774	852
증가율(%)	11.0	31.4	15.0	10.0
매출원가	315	411	473	520
매출총이익	198	262	301	331
판매비와관리비	50	81	93	102
연구개발비	7	10	12	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	148	180	208	229
증가율(%)	-4.2	22.2	15.3	10.2
영업이익률(%)	28.8	26.8	26.9	26.9
이자수익	14	8	10	12
이자비용	26	21	21	21
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-1	-1	-1
세전계속사업이익	135	167	196	219
법인세비용	30	38	44	50
세전계속이익률(%)	26.3	24.8	25.3	25.8
당기순이익	104	129	152	170
순이익률(%)	20.3	19.2	19.6	19.9
지배주주귀속 순이익	102	126	148	166
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	99	124	146	164
지배주주귀속총포괄이익	97	121	143	161

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	137	167	206	231
당기순이익	104	129	152	170
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	-29	-29
단기금융부채의증감	34	-	-	-
장기금융부채의증감	185	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-37	-36	-34	-34
현금및현금성자산의증감	-42	20	60	86
기초현금및현금성자산	60	19	39	99
기말현금및현금성자산	19	39	99	185

주요투자지표	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,660	11,979	14,070	15,748
BPS	36,567	44,850	55,225	67,277
CFPS	16,785	19,431	21,539	23,230
DPS	3,550	3,550	3,550	3,550
Valuation(배)				
PER	18.6	14.3	12.2	10.9
PBR	4.9	3.8	3.1	2.5
PCR	10.7	8.8	7.9	7.4
EV/EBITDA	10.8	8.9	7.8	7.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	25.3	29.4	28.1	25.7
EBITDA 이익률	43.5	38.5	37.0	36.2
부채비율	173.9	144.2	118.5	98.1
순부채비율	125.5	98.8	70.7	46.7
매출채권회전율(x)	6.1	6.4	6.0	5.9
재고자산회전율(x)	6.4	6.7	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
2016-09-26	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	-19.6%	-13.5%
2018-08-16	Buy	220,000	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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9 %	6.1 %	-