

SK머티리얼즈(036490)

BTS보다 높이 날자

3Q 매출 1,815억원, 영업이익 505억원으로 컨센서스 상회 전망

3분기 실적은 컨센서스(매출 1,776억원, 영업이익 490억원)를 상회할 것으로 예상된다. 본업의 실적 견인차는 주력제품(NF3, WF6)의 가격 안정과 원/달러 환율의 약세이다. 전방산업(메모리 반도체, OLED 디스플레이)의 성수기 효과도 크다. 자회사 실적 호조도 기대된다. 산업가스(SK에어가스) 부문은 285억원의 매출을 기록하며, 연간 1,000억원 매출을 초과 달성할 가능성을 높여줄 것으로 예상된다. 전구체(SK트리캡) 매출은 분기 최초 100억원을 상회하여 166억원을 기록할 것으로 추정된다. 연결기준 영업이익은 창사 이래 최초로 500억원대를 달성해 투자자 신뢰 제고에 기여할 것으로 기대된다.

4Q 실적 증가 지속. 매출 1,926억원, 영업이익 543억원 전망

4분기에도 본업과 자회사의 실적 성장은 지속될 것으로 전망된다. 최근 주력제품의 원재료(HF: 무수불산) 월간 수입가격이 \$1.7/kg에서 \$1.8/kg까지 상승했다. 4분기 실적에 끼치는 영향은 제한적일 것으로 전망된다. 원재료 가격이 역사적 고점(\$3.0/kg)과 2018년 상반기 정점(\$2.1/kg) 대비 낮은 수준에 머물고 있기 때문이다. 아울러 NF3 업계 내 여타 공급사들이 원재료(HF) 가격 상승분을 NF3 제품가격에 전가하여 마진을 방어하려고 하고 있어, 오히려 제품가격 안정화 기조가 상당 기간 지속될 것으로 기대된다.

P는 사뿐사뿐. Q는 딱박딱박. 목표주가 23만원 제시

SK머티리얼즈에 대해 긍정적 시각을 유지한다. 목표주가 산정 시 2019년 EPS에 목표 P/E 19배를 적용했다. 19배는 글로벌 경쟁사 Air Products & Chemical, Linde의 평균 P/E이다. SK머티리얼즈의 사업 구조는 글로벌 경쟁사의 롱테일 사업 구조를 닮아가고 있다. 장기적으로 공정용 케미칼, 감광보조재료, 감광재료 사업 진출 시 연간 매출 2,321억원의 추가 발생이 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 230,000원 | CP(10월 12일): 185,100원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	731.50
52주 최고/최저(원)	208,700/137,100
시가총액(십억원)	1,952.4
시가총액비중(%)	0.80
발행주식수(천주)	10,547.7
60일 평균 거래량(천주)	41.6
60일 평균 거래대금(십억원)	7.5
18년 배당금(예상, 원)	3,845
18년 배당수익률(예상, %)	2.08
외국인지분율(%)	11.02
주요주주 지분율(%)	
SK 외 1인	49.11
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.1) 19.2 5.1
상대	10.6 43.6 (4.3)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	664.2	787.9
영업이익(십억원)	175.5	220.7
순이익(십억원)	119.4	153.3
EPS(원)	10,849	13,928
BPS(원)	47,768	59,515

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	461.4	512.3	673.9	817.4	939.0
영업이익	십억원	154.1	147.7	179.4	224.5	261.2
세전이익	십억원	140.3	134.5	157.3	191.8	223.7
순이익	십억원	108.6	101.9	104.6	127.1	148.2
EPS	원	10,299	9,660	9,919	12,049	14,048
증감률	%	64.3	(6.2)	2.7	21.5	16.6
PER	배	17.42	18.63	18.66	15.36	13.18
PBR	배	4.48	3.94	3.47	2.99	2.56
EV/EBITDA	배	9.77	10.92	9.66	8.09	7.06
ROE	%	27.24	25.25	25.32	26.15	25.31
BPS	원	40,078	45,684	53,307	61,897	72,166
DPS	원	3,550	3,550	3,845	4,202	4,398



Analyst 김경민, CFA
02-3771-3398
dairekm.kim@hanafn.com

RA 이진우
02-3771-7775
jinwlee@hanafn.com

표 1. SK머티리얼즈 분기 및 연간 실적 추정(변경 이후)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출(연결)	142.3	157.5	181.5	192.6	184.1	196.7	213.9	222.8	461.4	512.3	673.9	817.4
특수가스	142.6	151.6	163.7	171.9	166.1	174.9	186.9	194.3	516.0	545.3	629.9	722.3
SK에어가스(100% 지분)	24.1	26.4	28.5	29.6	27.7	29.9	32.0	32.9	60.8	92.1	108.6	122.5
SK트리캠(65% 지분)	3.4	8.3	16.6	18.2	17.6	18.5	19.8	20.6	0.0	1.6	46.4	76.5
SK쇼와덴코(51% 지분)	0.0	0.0	3.3	3.6	3.4	3.7	3.9	4.0	0.0	0.0	6.9	15.0
조정	-27.8	-28.8	-30.6	-30.8	-30.7	-30.3	-29.8	-30.2	-115.4	-126.7	-117.9	-121.0
신규사업	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	2.0
영업이익	33.8	40.8	50.5	54.3	49.6	54.5	58.8	61.6	154.1	147.7	179.4	224.5
특수가스	25.7	29.7	34.8	37.2	34.2	37.8	40.8	42.8	140.5	125.5	127.4	155.6
SK에어가스(100% 지분)	7.1	7.4	8.5	8.9	7.9	9.0	9.7	10.1	13.4	23.3	31.9	36.7
SK트리캠(65% 지분)	0.6	3.2	6.5	7.2	6.6	7.3	7.9	8.3	-0.7	-2.9	17.5	30.2
SK쇼와덴코(51% 지분)	-	-	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.0	0.0	0.7	1.5
조정	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	0.9	1.7	1.8	0.6
영업이익률%	23.7%	25.9%	27.8%	28.2%	26.9%	27.7%	27.5%	27.7%	33.4%	28.8%	26.6%	27.5%

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

표 2. SK머티리얼즈 분기 및 연간 실적 추정(변경 이전)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출(연결)	142.3	157.5	181.2	187.1	178.7	191.1	207.8	210.2	461.4	512.3	668.1	787.9
특수가스	142.6	151.6	163.7	167.0	161.4	169.9	181.6	183.4	516.0	543.9	625.0	696.2
SK에어가스(100% 지분)	24.1	26.4	28.5	29.3	27.4	29.6	31.7	32.3	60.8	92.1	108.3	121.0
SK트리캠(65% 지분)	3.4	8.3	16.6	18.2	17.6	18.5	19.8	20.0		1.5	46.4	75.9
SK쇼와덴코(51% 지분)			3.0	3.3	3.1	3.3	3.6	3.6		0.0	6.3	13.6
조정	-27.8	-28.8	-30.6	-30.8	-30.7	-30.3	-29.8	-30.2	-115.4	-123.8	-117.9	-121.0
신규사업							1.0	1.0			0.0	2.0
영업이익	33.8	40.8	49.0	51.8	49.4	52.9	58.1	58.7	154.1	147.7	175.3	219.1
영업이익률%	23.7%	25.9%	27.1%	27.7%	27.7%	27.7%	27.9%	27.9%	33.4%	28.8%	26.2%	27.8%

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

표 3. SK머티리얼즈가 반도체 소재 시장에서 신규사업 추진하는 경우 신규매출 추정

(단위: 십억달러, 십억원)

소재(종류)	시장비중	시장규모	현재 진출	미래 추진	신규매출
웨이퍼	31%	9.0	SK실트론		
마스크	13%	3.8			
타겟	3%	0.9			
연마재&패드	7%	2.0	SKC		
공정용 케미칼	5%	1.5	SKC, SK트리캠	SK머티리얼즈	61.1
특수가스	6%	1.7	SK머티리얼즈, SK쇼와덴코		
감광보조재료	8%	2.3		SK머티리얼즈	97.7
감광재료	6%	1.7		SK머티리얼즈	73.3
증착소재	11%	3.2			
범용가스	8%	2.3	SK에어가스		
Silicon on insulator	2%	0.6			
합계	100%	29.0		합계	232.1

주: 주요 고객사 내 공급 점유율 50% 가정

자료: SEMI, WSTS, Versum Materials, 하나금융투자

2018년 매출과 영업이익은
각각 6,739억원, 1,794억원 전망

2018년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 32%, 21% 성장할 것으로 전망된다. 기존 고객사의 신규 생산라인 가동률 상승, SK그룹 계열사 및 해외 신규고객사로의 출하 확대 효과 때문이다. 매출기여도 1위 제품(삼불화질소)의 가격이 과거처럼 급변하지 않고 안정적으로 전개된 것도 실적에 긍정적이다. 2분기부터 실적 서프라이즈가 시작되었다. 반도체용 및 OLED 디스플레이용 삼불화질소의 순도가 동일한 수준으로 높아 SK머티리얼즈가 전방산업 수요에 탄력적으로 대응할 수 있었기 때문이다. 자회사 중에서 SK트리켄이 가장 뛰어난 실적을 기록할 것으로 전망된다. 고마진 전구체 품목을 지르코늄, 실리콘, 티타늄계열로 늘려가고 있기 때문이다.

2019년 매출과 영업이익은
각각 8,174억원, 2,245억원 전망

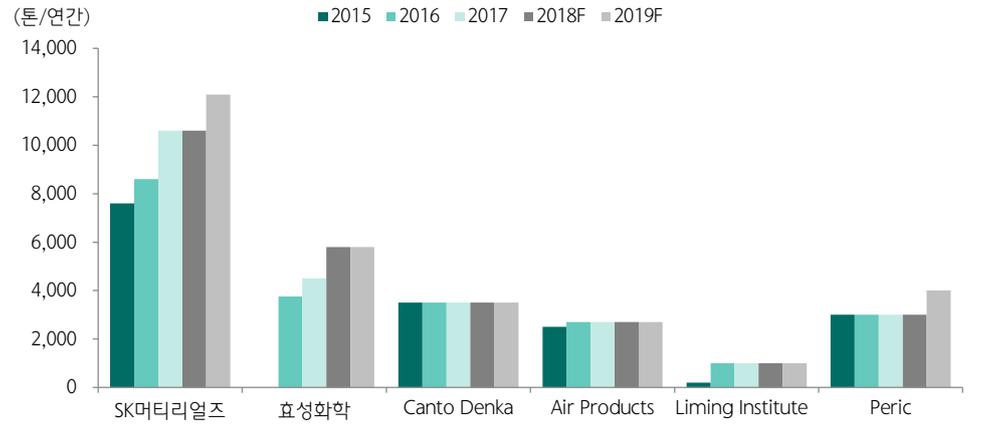
2019년에도 자회사의 실적 성장은 지속될 것으로 전망된다. SK트리켄(전구체)과 SK쇼와덴코(식각가스)가 전사 연결 매출의 두 자릿수 성장을 견인할 것으로 기대된다. 자회사 중에서 SK에어가스(산업가스) 매출도 견조하게 성장할 것으로 전망된다. 2019년 생산량까지 수주가 대부분 확정되었기 때문이다. 자회사별 매출은 SK에어가스 1,225억원, SK트리켄 765억원, SK쇼와덴코 150억원으로 전망된다.

삼불화질소 수급은 안정적 국면 진입

삼불화질소보다 자회사 실적과
신규사업 진출이 주가 상승 모멘텀

자회사의 실적 기여 확대에 본업에 해당되는 NF3(삼불화질소)의 매출기여도가 50% 미만으로 낮아진다면, 이와 같은 매출 구조 변경이 SK머티리얼즈의 주가에 오히려 긍정적인 것으로 판단된다. SK머티리얼즈는 증설 속도를 조절하여 가격 안정화를 꾀하고 있지만 중국 경쟁사는 여전히 증설하고 있어 공급 과잉의 트라우마를 자극하기 때문이다. 다행히 최대 공급사 SK머티리얼즈가 공격적인 속도로 증설하지 않고 있어, 삼불화질소 가격이 안정적인 국면에 머물러 있다. SK머티리얼즈는 2018년 9월, 1,500톤 증설 계획을 공시했는데, 프로젝트 기간은 종전 대비 오히려 1년 늦춰졌다. 주요 경쟁사인 효성화학과 일본 소재 공급사도 증설을 마무리했다. 향후 SK머티리얼즈의 주가 상승 모멘텀은 본업에 대한 기대보다 자회사 및 신규 성장 사업의 실적 가시성이 될 것으로 판단된다. SK머티리얼즈는 추가적으로 반도체 공정소재(식각용 케미칼 및 노광용 소재) 사업 진출을 검토하고 있다. SK그룹에 편입된 이후 다품종 소량생산의 롱테일 사업구조가 자리잡고 있어 기업가치가 지속적으로 성장할 가시성이 높은 것으로 전망된다.

그림 1. 삼불화질소 공급사의 생산능력(추정)



자료: 하나금융투자

내/외적 성장 가능성 보유
주주 가치 제고 우수

SK머티리얼즈는 SK그룹에 인수된 이후 본업과 자회사를 통해 제품 종류를 30여가지로 늘렸다. 룡테일 기업의 요건에 부합할 뿐만 아니라 장기적으로 M&A를 통한 성장이 기대된다. 짧은 기간 동안 자회사(합작사) 설립, 생산라인 증설, 주주이익 환원을 동시에 진행하고 있어 잉여현금흐름(Free Cash Flow)이 마이너스를 기록할 수도 있겠지만 우려할만한 사항이 아니다. 소재산업에 대한 SK그룹의 성장 의지를 감안해보면 SK머티리얼즈의 매출이 빠르게 1조원대로 진입할 가능성이 높다고 판단된다. 장기적으로 공정용 케미칼, 감광보조재료, 감광재료사업 진출 시 연간 매출 2,321억원의 추가적 기여가 기대되기 때문이다.

표 4. 반도체 중소형주 추천주 중에서 SK머티리얼즈는 고객 다변화, 내적 & 외적 성장, 주주 환원 측면에서 우수

기업	룡테일		내적 성장			외적 성장 M&A 의지	주주 환원			종합평점
	제품 종류	고객 숫자	실적 가시성	P(평균가격)	Q(출하)		배당	자사주 매입	무상증자	
SK머티리얼즈	●		●	상승	증가	●	●	●		7.0
원익머티리얼즈	●		●	상승	증가		검토 중		2018.09	5.5
티씨케이			●	유지	증가		●			4.0
원익큐엔씨	●		●	유지	증가	●			2017.04	6.0
리노공업	●	●	●	상승	증가		●		2013.05	7.0
고영		●	●	상승	증가	●	●		2014.03	7.0

주: P/E 밸류에이션 등 가치는 고려하지 않고 사업 구조와 주주이익 환원만을 기준으로 평가
자료: 하나금융투자

그림 2. SK머티리얼즈의 매출(연결) 추정. 자회사 매출 포함



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 3. 본업(특수가스) 매출 추정. NF3, WF6 등 포함



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 4. 자회사 중 산업용가스 공급사인 SK에어가스 매출 추정



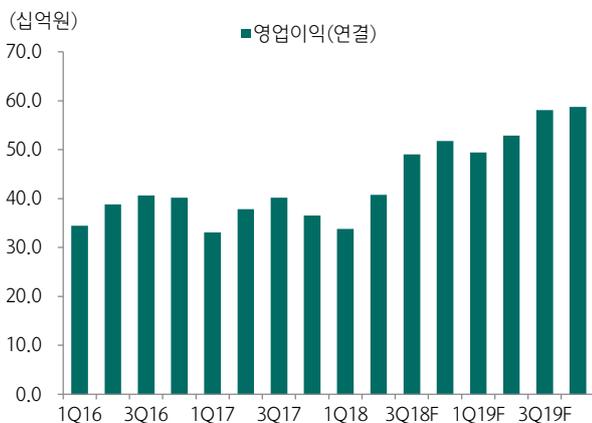
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 5. 자회사 중 프리커서(액체소재) 공급사인 SK트리캠 매출 추정



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 6. SK머티리얼즈의 영업이익(연결) 추정. 자회사 매출 포함



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 7. 영업이익률은 2018년 1분기에 바닥 확인 후 개선



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

표 5. SK머티리얼즈의 지역별 매출

(단위: 십억원, %)

매출	2016년	2017년	2018년 반기
국내	275	327	275
아시아	290	305	81
기타	11	7	1
조정사항	-115	-127	-57
합계	461	512	300

주: 매출(연결) 기준 / 2017년과 2016년 매출은 K-IFRS 제1018호 및 제 1039호에 따라 작성
 자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

표 6. 그룹 내 종속/관계기업 중 반도체 관련 기업의 매출기여도

(단위: %)

기업	2016년	2017년	2018년 반기
SK실트론		0.1%	1.1%
SK하이닉스	9.5%	10.5%	17.4%
SK hynix Semiconductor(중국)		2.4%	1.4%
SK하이닉스 시스템IC		0.3%	0.4%

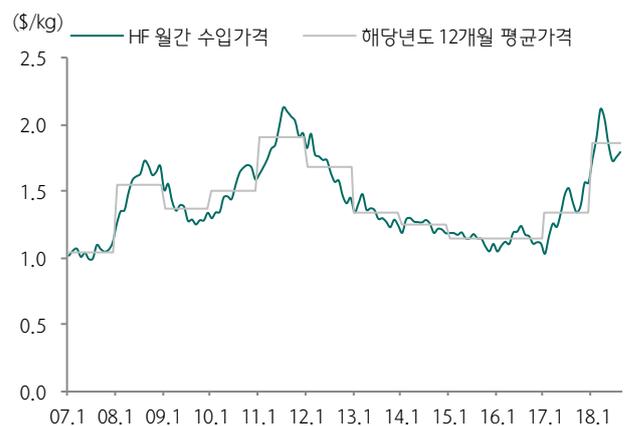
주: 매출(연결) 기준
 자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 8. 원료가격: 무수불산 수입가격은 역사적 고점 기록 후 안정화



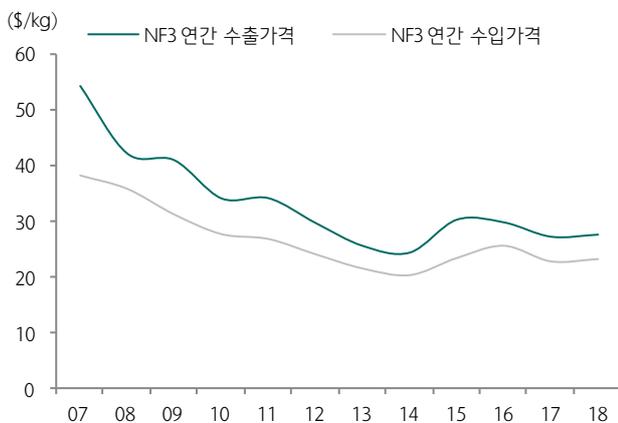
자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 9. 원료가격: 2018년초 정점(\$2.1/kg) 기록 후 하락



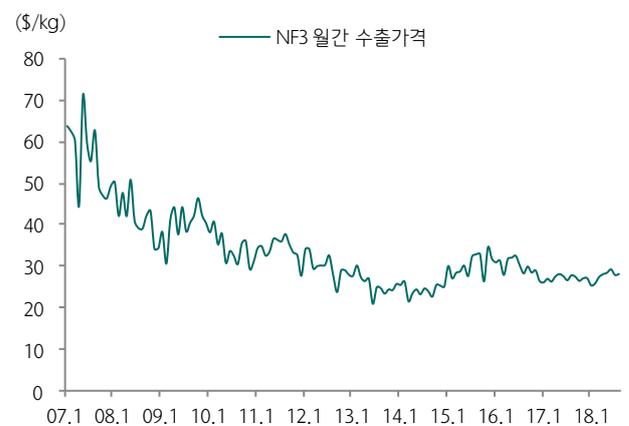
자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 10. 연간 제품가격(NF3): 2017년부터 가격 안정 국면 진입



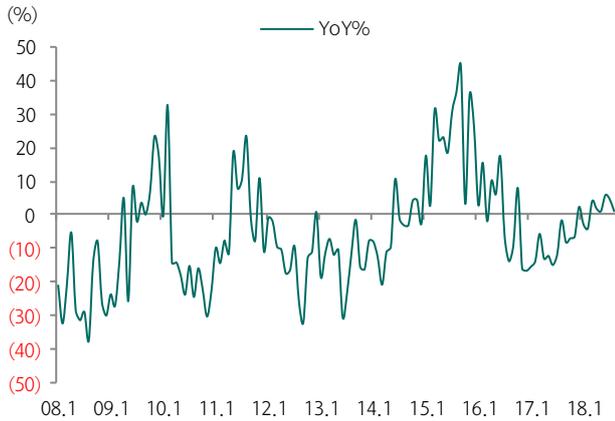
주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외
 자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 11. 월간 제품가격(NF3): \$30/kg 내외에서 안정화



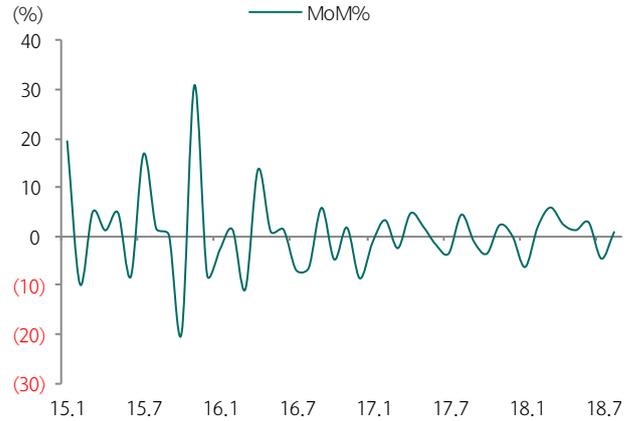
주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외
 자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 12. 제품가격(NF3) YoY%: 2018년부터 반등



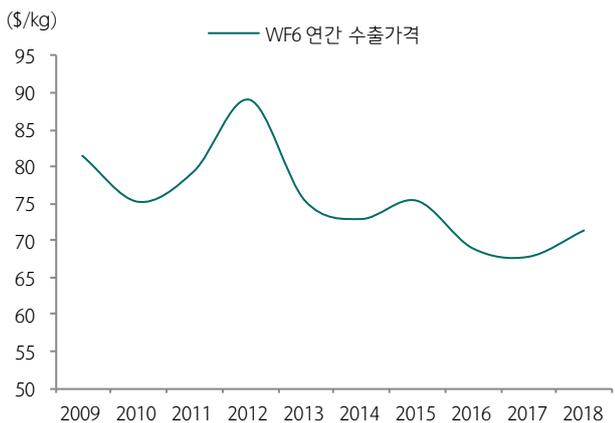
주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외
 자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 13. 제품가격(NF3) MoM%: 변동성 완화 국면 지속



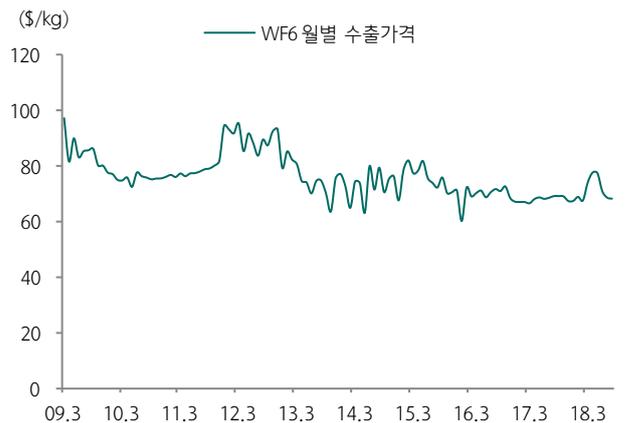
주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외
 자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 14. 연간 제품가격(WF6): 2017년 이후 반등 국면 진입



자료: 무역협회, 하나금융투자

그림 15. 월간 제품가격(WF6): \$70/kg 내외에서 안정화



자료: 무역협회, 하나금융투자

표 7. SK머티리얼즈와 자회사의 주력 제품 및 상품

공급사	종류	명칭	용도	
SK머티리얼즈	세정가스	NF3	삼불화질소	챔버 내에서 증착공정 마친 후 잔류물 제거하는 가스
	증착가스	WF6	육불화텅스텐	반도체 제조공정에서 Metal Contact 및 Gate를 형성
		SiH4	모노실란	반도체 웨이퍼나 LCD 유리기판 위의 실리콘 증착용 가스
		Si2H6	다이실란	반도체 미세화 공정에서 박막 증착 시 저온, 고속으로 균일한 막질 형성 시 사용
		SiH2Cl2	디클로로실란	반도체 제조공정에서 질화막(SixNy) 증착 시 사용
SK소와덴코	식각가스	CH3F	플루오로메탄	DRAM과 NAND에서 질화막 식각 시 사용
		C4F6	육불화부타디엔	DRAM과 NAND에서 산화막 식각 시 사용
		CH2F2	디플루오로메탄	DRAM과 NAND에서 질화규소막(Si3N4) 식각 시 사용
SK에어가스	산업가스	O2	산소	철강, 제강, 자동차, 기계 및 화학산업에 이용
		N2	질소	식품의 급속냉동, 각종 설비의 Purge 등에 이용
		Ar	아르곤	알루미늄 등 비금속 계열의 특수 용접에 이용. 고순도 물질의 정제, 가공 시 이용
SK트리켄	전구체(프리커서)	Zr계열	지르코늄	고유전막(High-K) 형성
		Si계열	실리콘	저유전막(Low-K) 형성
		Ti계열	티타늄	고유전막(High-K) 형성. ALD(원자층증착) 환경에서 고온 증착 가능

자료: 하나금융투자

그림 16. 매출비중 가장 높은 세정가스 NF3(ISO 컨테이너)



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 17. 매출비중 가장 높은 세정가스 NF3(Y-실린더)



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 18. 증착가스 WF6(육불화텅스텐)



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 19. 증착가스 SiH4(모노실란)



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 20. 증착가스 Si2H6(다이실란)



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 21. 증착가스 SiH2Cl2(디클로로실란)



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 22. SK쇼와덴코가 공급하는 식각가스



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 23. 식각가스를 이용한 건식식각(dry etching) 전후 비교



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

롱테일 기업인 Air Products는 SK머티리얼즈의 거울

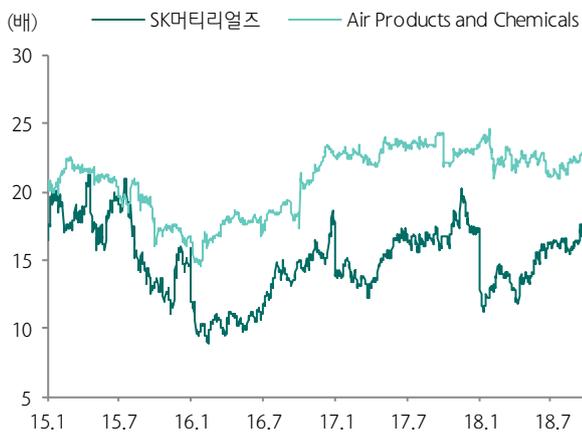
롱테일 기업으로서 SK머티리얼즈의 거울이 되는 기업은 Air Products(APD US)이다. 국내 특수가스 공급사의 최근 매출 성장은 대부분 불산(F)이 포함된 가스(NF3, WF6, F2, C4F6, C4F8, CH2F2, CH3F) 수요 증가에서 비롯되다. 그러나 Air Products는 반도체용 뿐만 아니라 농업용부터 의료용 소재까지 다양하게 공급하고 있다. 고객사 수는 무려 17만을 상회한다. SK머티리얼즈도 제품 숫자와 고객사 숫자를 지속적으로 늘려나갈 것으로 기대된다. 2018년 3분기 기준 본사와 자회사의 취급 품목은 세정가스, 증착가스, 식각가스, 프리커서 등을 포함해 30종 내외로 파악된다.

그림 24. SK머티리얼즈의 미래를 보여주는 기업은 Air Products. 다양한 공정용 소재 공급



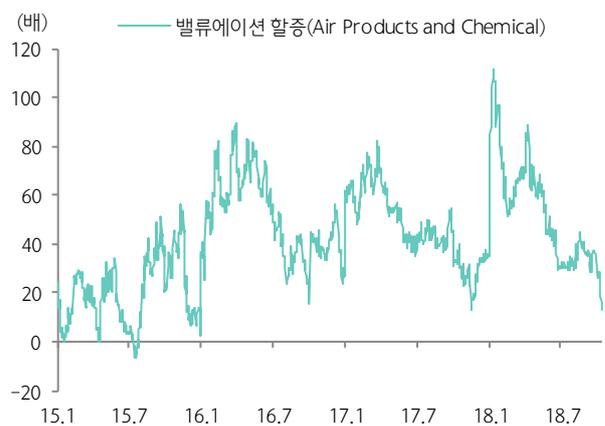
자료: Air Products & Chemical, 하나금융투자

그림 25. 미국의 Air Products는 SK머티리얼즈 대비 P/E 할증



주: P/E FY1 기준
자료: FactSet, 하나금융투자

그림 26. 2018년 연초 대비 Air Products의 밸류에이션 갭 축소



주: P/E FY1 기준
자료: FactSet, 하나금융투자

표 8. 공정소재 공급사의 시총과 실적 비교

(단위: 십억원, %)

기업	시총	매출액		영업이익		순이익		영업이익률%		순이익률%	
		2018F	2019F								
SK머티리얼즈	1,952	664	788	175	221	114	147	26%	28%	17%	19%
원익머트리얼즈	369	228	260	40	48	35	37	18%	18%	16%	14%
효성화학	426	1,860	2,030	131	161	60	79	7%	8%	3%	4%
후성	945	281	354	47	67	36	54	17%	19%	13%	15%
Air Products	39,650	10,239	10,990	2,250	2,617	1,866	2,080	22%	24%	18%	19%
Air Liquide	59,617	27,431	28,925	4,647	5,156	2,932	3,290	17%	18%	11%	11%
Linde	42,813	22,753	23,617	3,223	3,480	2,132	2,341	14%	15%	9%	10%
Versum	3,907	1,542	1,617	439	481	279	320	28%	30%	18%	20%
Kanto Denka	653	587	637	99	123	68	83	17%	19%	12%	13%
티씨케이	641	176	217	63	84	50	68	36%	39%	28%	31%
원익큐엔씨	351	263	319	45	56	40	48	17%	18%	15%	15%
Sumco	4,799	3,351	3,723	847	911	564	598	25%	24%	17%	16%
Shin-Etsu Chem	39,962	16,069	17,029	4,030	4,346	2,986	3,230	25%	26%	19%	19%
Globalwafers	4,196	2,186	2,418	653	794	502	610	30%	33%	23%	25%
Wafer Works	601	351	425	79	112	69	101	23%	26%	20%	24%
Entegris	4,267	1,783	1,946	421	475	312	352	24%	24%	18%	18%

주: 컨센서스 기준

자료: FactSet, QuantiWise, 하나금융투자

표 9. 공정소재 공급사의 주가와 밸류에이션 비교

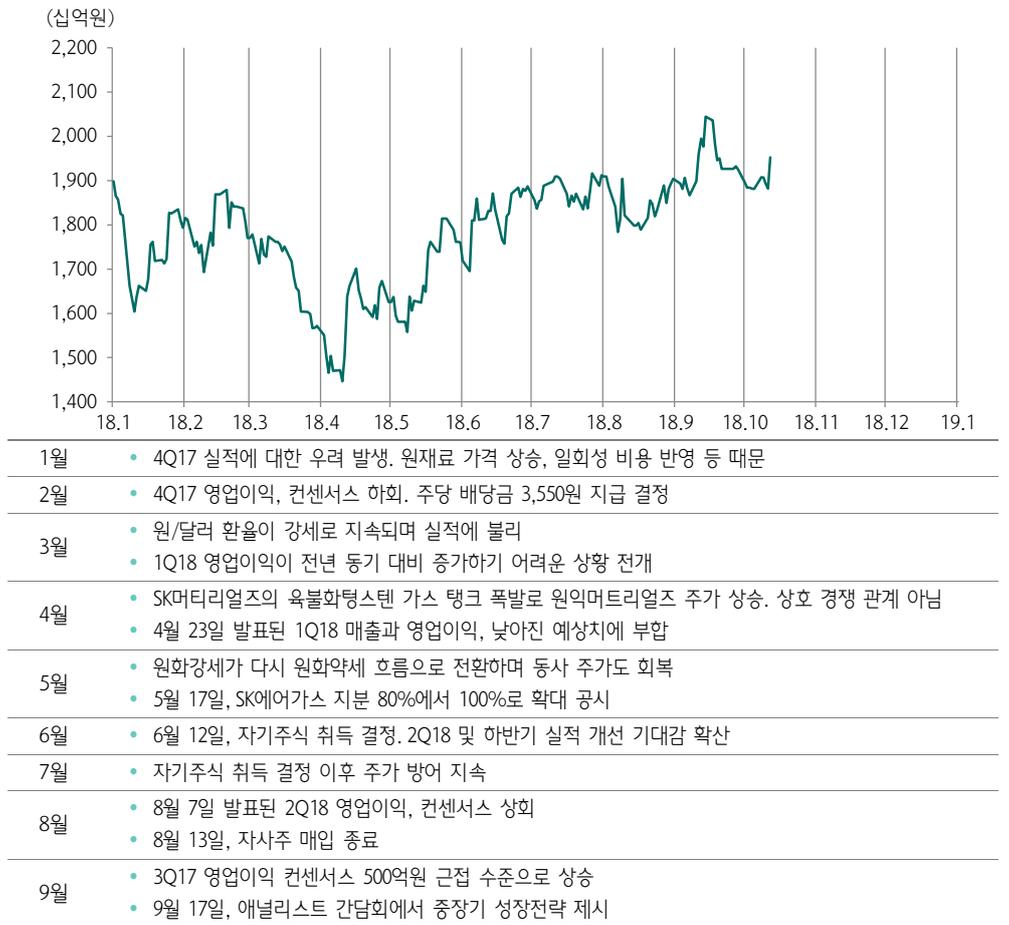
(단위: 원, 달러, 유로, 엔, 대만달러, %, 배)

기업	주가	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		ROE(지배)	
		1주	1개월	3개월	6개월	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
SK머티리얼즈	185,100	4%	-2%	2%	19%	17.1	13.3	3.9	3.1	27%	29%
원익머트리얼즈	29,300	2%	-5%	7%	-3%	10.5	9.9	1.4	1.2	14%	13%
효성화학	133,500	0%	-22%	NA	NA	4.1	5.4	1.0	0.8	14%	15%
후성	10,200	0%	-8%	-9%	4%	26.1	17.6	4.4	3.5	18%	22%
Air Products	158	-6%	-5%	0%	-3%	21.3	19.3	3.1	2.9	16%	16%
Air Liquide	105	-6%	-1%	-4%	4%	20.2	18.1	2.6	2.4	13%	14%
Linde	174	-3%	0%	-3%	4%	19.5	18.2	2.3	2.3	11%	12%
Versum	31	-8%	-14%	-16%	-17%	13.6	12.4	16.5	7.2	NA	58%
Kanto Denka	1,114	-5%	1%	22%	9%	9.2	7.9	NA	NA	16%	16%
티씨케이	54,900	-7%	-12%	-24%	-27%	12.8	9.5	3.4	2.6	30%	31%
원익큐엔씨	13,350	-14%	-21%	-12%	-10%	8.7	7.3	1.7	1.4	21%	21%
Sumco	1,606	-1%	0%	-29%	-39%	8.5	8.1	1.7	1.5	20%	18%
Shin-Etsu Chem	9,172	-8%	-2%	-11%	-16%	13.3	12.4	1.5	1.4	12%	12%
Globalwafers	260	-5%	-12%	-49%	-45%	8.3	6.9	2.6	2.4	35%	36%
Wafer Works	32	-13%	-18%	-49%	-28%	9.5	7.0	2.0	1.6	21%	22%
Entegris	26	-6%	-11%	-24%	-28%	13.3	11.8	3.3	2.9	26%	26%

주: 컨센서스 기준

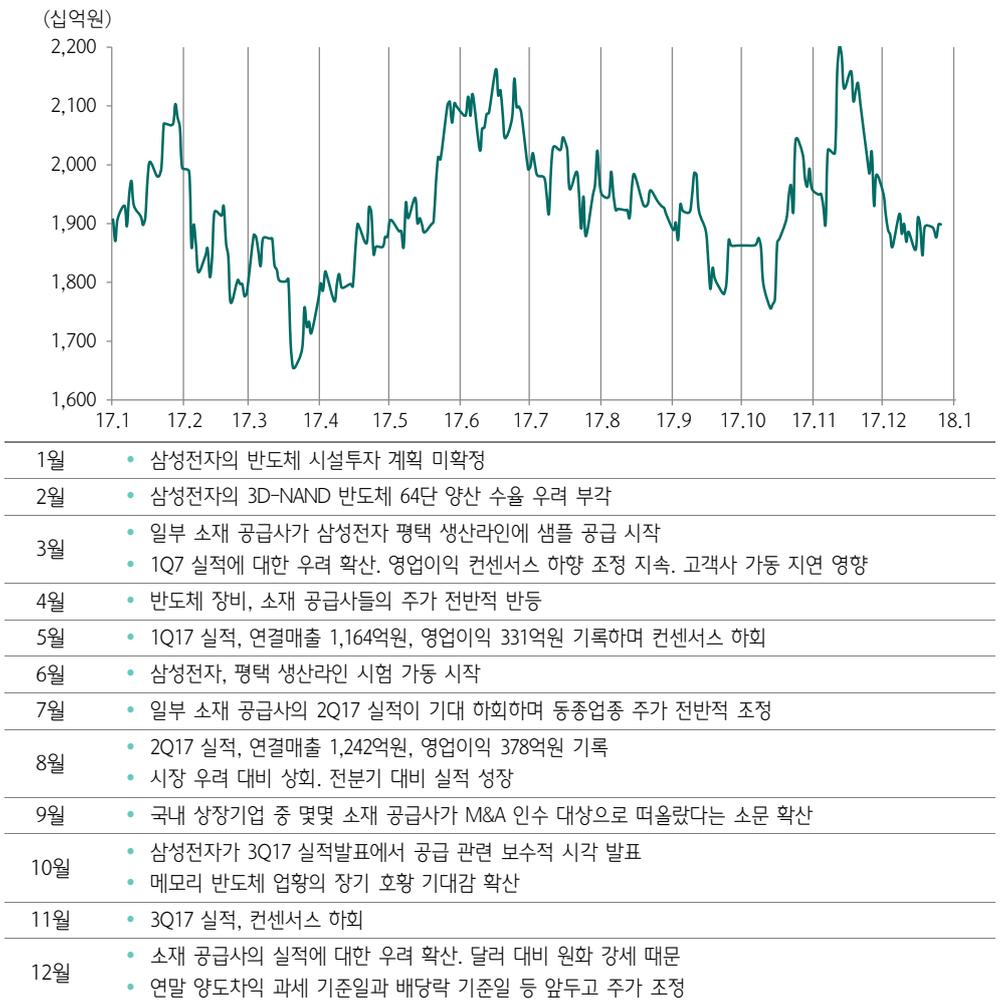
자료: FactSet, QuantiWise, 하나금융투자

그림 27. SK머티리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2018년)



자료: 하나금융투자

그림 28. SK머티리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2017년)



자료: 하나금융투자

Appendix: 최근 4개 분기 실적 리뷰

2018년 2분기

2Q18 매출은 1,575억원 기록하며 컨센서스(1,508억원)를 상회했다. 본사의 주력 제품인 삼불화질소 특수가스 매출이 전분기 대비 증가한 가운데 100% 자회사 에어가스의 매출은 전분기 대비 최소 10% 이상 증가한 것으로 추정된다. SK에어가스는 분자구조가 단순한 단원소(N₂, O₂ 등) 가스를 공급하는 데 그 중 질소가스(N₂)가 공급 부족 환경에서 수혜를 누린 것으로 판단된다. SK에어가스가 신규 고객사(SK실트론 등)를 확보한 것도 실적에 긍정적 영향을 끼쳤다. 2Q18 영업이익은 408억원을 기록하며 컨센서스(393억원)를 상회하고 투자자의 신뢰 회복에 기여했다. 분기 영업이익 400억 원대를 회복하는 것은 SK머티리얼즈의 도전과제였다. 육불화텅스텐 가스탱크의 폭발 사고에 따른 비용 영향은 20억원 미만 수준으로 추정된다. 전분기 대비 원화 약세 흐름은 영업이익에 긍정적 영향을 주었다.

2018년 1분기

1Q18 매출과 영업이익은 각각 1,423억원, 338억원을 기록했다. 비수기 영향으로 컨센서스가 낮게 형성되었으나, 이번 실적은 시장의 기대치에 부응하지 못했다. 영업이익이 본격적으로 개선되지 않았기 때문이다. 매출은 전년 동기 대비 23% 증가했다. 삼불화질소 생산능력 확대(2016년 기준 8,600톤, 2017년 기준 10,600톤) 때문이다. 매출이 증가했지만 영업이익이 뚜렷하게 개선되지 못한 이유는 일회성 비용 반영이 2017년 4분기부터 지속되었고 원재료인 무수불산(HF: hydrogen fluoride) 가격이 3월까지 상승했기 때문이다. 아울러 원화 강세 환경도 실적에 불리했다.

2017년 4분기

4Q18 매출과 영업이익은 각각 1,402억원, 366억원을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 일차적으로 원화 강세가 실적 부진을 유발했다. Same Currency(동일환율) 기준 영업이익은 400억원 이상으로 추정된다. 전방산업 중에서 반도체용 수요는 견조했고 디스플레이용 수요는 둔화된 것으로 추정된다. 원화강세/달러약세 이외의 영업이익을 둔화시켰던 요인은 원재료(무수불산)가격 상승과 SK그룹 관련 비용 부담이다.

2017년 3분기

3Q17 매출과 영업이익은 각각 1,315억원과 402억원을 기록하며 컨센서스를 하회했다. 주요 고객사의 신규 양산이 점진적으로 시작되었기 때문이다. 삼성전자의 평택 NAND 생산라인, 삼성디스플레이의 A3 OLED 생산라인, SK하이닉스의 이천 M14 생산라인 등의 가동(ramp-up) 속도가 시장의 예상보다 느리게 진행됐다. SK머티리얼 매출의 50% 이상을 차지하는 NF₃ 제품가격이 당초 예상보다 빨리 하락했던 것도 실적 부진의 원인이다. 7월~9월의 NF₃ 제품가격은 수출가격 기준으로 전년 동기 대비 각각 -12%, -2%, -8%였던 것으로 추정된다.

Appendix: 과거 발간자료**[2018.10.10] 커버리지 개시: 날개를 펼치는 알바트로스**

투자의견 BUY

목표주가 23만원 제시

투자포인트 ① 계단식 이익 성장, ② 신속한 제품 다변화

SK머티리얼즈는 공정용 특수가스를 공급한다. 2017년 매출비중은 특수가스 83%, 산업가스 14%, 전구체 3%이다. 경쟁사는 효성화학, Kanto Denka, Air Products 등이다. 점유율은 삼불화질소 가스 기준 40% 이상이다. 주요 고객사는 메모리 반도체 및 OLED 디스플레이 공급사이다. 반도체용 가스 수요가 증가하고 전구체 출하가 늘어나 2018년부터 분기 영업이익이 계단식으로 상승할 것으로 전망된다. SK머티리얼즈가 SK그룹으로 인수된 이후 10개 미만에 불과하던 제품이 30여종까지 늘어났다. 자회사와 합작사를 통해 산업가스, 전구체 사업에 진출했다. 추가적으로 식각용 케미칼 및 노광용 소재 사업에 진출할 것으로 기대된다.

2019년 매출 7,879억원(+18%), 영업이익 2,191억원(+25%)

자회사 실적이 두 자릿수 매출 성장을 이끌 것으로 전망된다. 전구체(SK트리켄) 및 식각용 가스(SK쇼와덴코) 부문이 기대된다. 각 사 매출은 759억원(+64%), 136억원(+116%)을 달성할 것으로 전망된다. 본업에 해당되는 특수가스(삼불화질소, 육불화텅스텐 등) 부문의 매출은 전년 대비 11% 증가한 6,962억원으로 예상된다. SK머티리얼즈는 특수가스(삼불화질소) 증설을 제한적으로 전개하며 제품가격 안정화에 힘쓸 것으로 전망되며, 이러한 전략이 1위 공급사로서 합리적인 결정이라고 판단된다.

목표주가 23만원 제시, 2019년 EPS에 P/E 20배 적용

목표주가 산정 시 2019년 EPS에 목표 P/E 20배를 적용했다. 20배는 글로벌 경쟁사 Air Products & Chemical, Linde의 평균 P/E이다. 조만간 SK머티리얼즈의 사업 구조는 글로벌 경쟁사의 롱테일 사업 구조를 닮아갈 것으로 판단된다. 취급 품목이 3년여 만에 30종까지 빠르게 늘어났다. 실적 성장 전략은 JV와 M&A 중심이다. 배터리 소재 등 성장성 높은 사업에 진출한다면 글로벌 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄을 받게 될 것으로 기대된다.

추정 재무제표

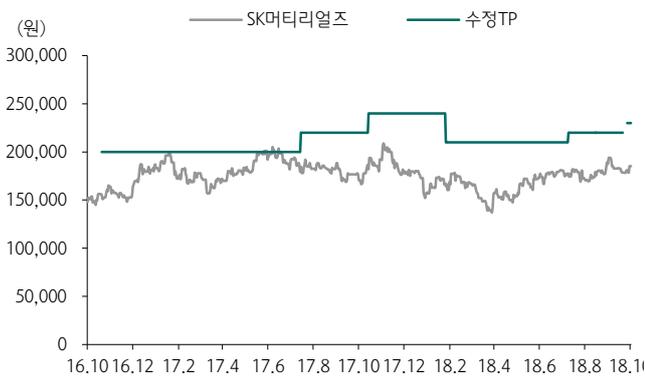
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	461.4	512.3	673.9	817.4	939.0
매출원가	268.7	314.7	424.2	507.4	579.5
매출총이익	192.7	197.6	249.7	310.0	359.5
판매비	38.7	49.9	70.3	85.5	98.2
영업이익	154.1	147.7	179.4	224.5	261.2
금융손익	(3.7)	(11.5)	(10.5)	(24.9)	(20.6)
중속/관계기업손익	0.0	(0.1)	(11.3)	(6.9)	(16.4)
기타영업외손익	(10.0)	(1.5)	(0.3)	(0.9)	(0.6)
세전이익	140.3	134.5	157.3	191.8	223.7
법인세	29.9	30.5	43.6	53.7	62.6
계속사업이익	110.5	104.1	113.7	138.1	161.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	110.5	104.1	113.7	138.1	161.0
비지배주주지분 순이익	1.8	2.2	9.1	11.0	12.9
지배주주순이익	108.6	101.9	104.6	127.1	148.2
지배주주지분포괄이익	107.0	96.6	130.9	128.7	150.0
NOPAT	121.3	114.2	129.7	161.7	188.1
EBITDA	221.5	222.8	268.1	320.1	362.7
성장성(%)					
매출액증가율	36.5	11.0	31.5	21.3	14.9
NOPAT증가율	42.9	(5.9)	13.6	24.7	16.3
EBITDA증가율	31.5	0.6	20.3	19.4	13.3
영업이익증가율	36.6	(4.2)	21.5	25.1	16.3
(지배주주)순이익증가율	64.3	(6.2)	2.6	21.5	16.6
EPS증가율	64.3	(6.2)	2.7	21.5	16.6
수익성(%)					
매출총이익률	41.8	38.6	37.1	37.9	38.3
EBITDA이익률	48.0	43.5	39.8	39.2	38.6
영업이익률	33.4	28.8	26.6	27.5	27.8
계속사업이익률	23.9	20.3	16.9	16.9	17.1
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,299	9,660	9,919	12,049	14,048
BPS	40,078	45,684	53,307	61,897	72,166
CFPS	21,371	21,530	25,288	29,558	32,713
EBITDAPS	21,003	21,124	25,417	30,350	34,385
SPS	43,748	48,569	63,894	77,494	89,022
DPS	3,550	3,550	3,845	4,202	4,398
주가지표(배)					
PER	17.4	18.6	18.7	15.4	13.2
PBR	4.5	3.9	3.5	3.0	2.6
PCFR	8.4	8.4	7.3	6.3	5.7
EV/EBITDA	9.8	10.9	9.7	8.1	7.1
PSR	4.1	3.7	2.9	2.4	2.1
재무비율(%)					
ROE	27.2	25.3	25.3	26.1	25.3
ROA	13.9	10.1	8.1	8.4	9.1
ROIC	18.9	13.7	12.7	14.0	15.2
부채비율	106.6	173.9	215.5	175.1	150.3
순부채비율	58.6	125.6	132.0	107.0	82.2
이자보상배율(배)	15.4	11.4	9.2	10.2	12.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	217.3	201.8	397.1	400.1	486.8
금융자산	61.6	18.9	145.9	95.4	136.8
현금성자산	60.3	18.7	145.6	95.0	136.4
매출채권 등	76.8	90.7	124.6	151.1	173.6
재고자산	74.3	86.2	118.4	143.7	165.0
기타유동자산	4.6	6.0	8.2	9.9	11.4
비유동자산	685.8	916.2	1,067.5	1,154.3	1,228.5
투자자산	0.7	11.5	15.7	19.1	21.9
금융자산	0.7	0.8	1.1	1.3	1.5
유형자산	661.5	885.1	1,036.4	1,121.4	1,194.0
무형자산	6.9	6.6	10.1	8.6	7.3
기타비유동자산	16.7	13.0	5.3	5.2	5.3
자산총계	903.1	1,118.0	1,464.6	1,554.4	1,715.3
유동부채	283.6	336.5	440.6	423.5	458.8
금융부채	167.7	179.4	228.3	169.5	169.5
매입채무 등	95.6	140.0	192.3	233.3	268.0
기타유동부채	20.3	17.1	20.0	20.7	21.3
비유동부채	182.4	373.3	559.7	566.0	571.3
금융부채	150.1	351.9	530.4	530.4	530.4
기타비유동부채	32.3	21.4	29.3	35.6	40.9
부채총계	466.0	709.9	1,000.3	989.4	1,030.1
지배주주지분	421.3	385.7	440.6	531.3	639.6
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	34.2	34.2	19.1	19.1	19.1
자본조정	(1.4)	(96.2)	(121.5)	(121.5)	(121.5)
기타포괄이익누계액	0.7	(3.7)	22.6	22.6	22.6
이익잉여금	382.6	446.1	515.2	605.8	714.1
비지배주주지분	15.8	22.4	23.6	33.7	45.6
자본총계	437.1	408.1	464.2	565.0	685.2
순금융부채	256.2	512.5	612.8	604.5	563.1
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	207.9	136.7	339.5	233.0	259.0
당기순이익	110.5	104.1	113.7	138.1	161.0
조정	80.4	78.4	88.1	100.4	102.7
감가상각비	67.5	75.1	88.7	95.6	101.5
외환거래손익	3.2	(1.8)	1.0	4.7	1.4
지분법손익	5.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	4.7	5.0	(1.6)	0.1	(0.2)
영업활동 자산부채 변동	17.0	(45.8)	137.7	(5.5)	(4.7)
투자활동 현금흐름	(208.7)	(268.5)	(228.0)	(188.1)	(178.0)
투자자산감소(증가)	(0.4)	(10.7)	(4.3)	(4.3)	(3.8)
유형자산감소(증가)	(124.6)	(260.6)	(221.3)	(179.1)	(172.8)
기타	(83.7)	2.8	(2.4)	(4.7)	(1.4)
재무활동 현금흐름	19.1	91.6	14.6	(95.3)	(39.8)
금융부채증가(감소)	117.5	213.5	227.4	(58.8)	0.0
자본증가(감소)	(33.5)	(0.1)	(15.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(35.1)	(84.4)	(161.3)	0.0	0.1
배당지급	(29.8)	(37.4)	(36.5)	(36.5)	(39.9)
현금의 증감	18.8	(41.6)	126.9	(50.6)	41.3
Unlevered CFO	225.4	227.1	266.7	311.8	345.1
Free Cash Flow	82.5	(124.0)	115.9	53.9	86.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK머티리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.10	BUY	230,000	-	-
18.10.5	담당자변경			
18.7.23	BUY	220,000	-18.70%	-11.91%
18.2.8	BUY	210,000	-21.78%	-13.81%
17.10.27	BUY	240,000	-25.22%	-13.04%
17.7.28	BUY	220,000	-18.08%	-12.77%
16.11.2	BUY	200,000	-11.20%	2.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.1%	7.1%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 10월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2018년 10월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.