

# SK머티리얼즈(036490)

## 3Q18 리뷰: 비싸 보여도 더 올라간다

### 3Q 영업이익, 컨센서스 상회. 4Q 영업이익, 레벨업 전망

3분기 잠정매출과 영업이익은 각각 1,860억원(+18% QoQ, +41% YoY), 512억원(+26% QoQ, +28% YoY)을 기록하며 하나금융투자 예상치(1,815억원, 505억원)와 컨센서스(1,776억원, 490억원)를 상회했다. 반도체와 OLED 산업의 성수기가 시작되어 특수가스(불소계열, 실란계열) 출하량이 전분기 대비 증가했기 때문이다. 아울러 자회사 중 2개사의 매출이 돋보였다. SK에어가스 303억원, SK트리켄 200억원으로 예상치(285억원, 166억원)를 상회한 것으로 추정된다. 4분기 실적의 레벨업 흐름이 지속될 것으로 전망된다. 매출 1,987억원, 영업이익 550억원으로 전망된다. SK에어가스와 SK트리켄의 매출은 전분기 대비 10% 이상 증가할 것으로 기대된다. 2017년 4분기에 발생했던 그룹 관련 비용은 이번 에 영향을 끼치지 않을 것으로 전망된다.

### 본업은 핵심이 아니고 자회사가 실적 성장의 동력

주력제품(NF3)의 수급균형 상황이 유지되고 있다. SK머티리얼즈가 증설을 점진적으로 전개하고 있으며 한국/일본/미국 경쟁사는 더 이상 증설하지 않고 있기 때문이다. NF3 제품가격이 급등락하지 않고 \$30/kg 수준에서 안정적으로 유지되는 것이 SK머티리얼즈의 실적과 주가에 오히려 도움이 된다고 판단된다. P, Q 중에서 Q가 파바파바 증가하고 신규 취급품목의 숫자가 늘어나는 것이 더욱 중요하기 때문이다. P/E 19~20배가 유지되는 글로벌 공정용 소재 공급사는 취급 품목의 종류가 절대적으로 다양하다. SK머티리얼즈도 단기간에 취급 품목을 30여개까지 늘렸다.

### 목표주가 23만원 유지. 비싸 보이는 밸류에이션, 더욱 오를 것

목표주가 산정 시 글로벌 공정소재 공급사 Air Products & Chemical, Air Liquide의 P/E 밸류에이션을 참고했다. 장기적으로 SK머티리얼즈가 공정용 케미칼, 감광보호소재, 감광재료 사업 진출 시 추가 매출 2,300억원, 전사 매출 1조원을 달성할 것으로 기대된다. 밸류에이션 부담 논란은 수그러들 것으로 예상된다. 실적의 성장 속도가 빠르기 때문이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 230,000원 | CP(10월 17일): 185,800원

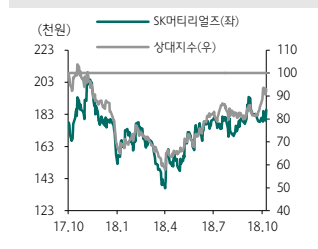
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	739.15
52주 최고/최저(원)	208,700/137,100
시가총액(십억원)	1,959.8
시가총액비중(%)	0.79
발행주식수(천주)	10,547.7
60일 평균 거래량(천주)	42.3
60일 평균 거래대금(십억원)	7.6
18년 배당금(예상, 원)	3,828
18년 배당수익률(예상, %)	2.06
외국인지분율(%)	11.14
주요주주 지분율(%)	
SK 외 1인	49.11
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.7) 18.6 11.2
상대	8.0 44.7 0.9

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	665.7	793.7
영업이익(십억원)	176.0	221.6
순이익(십억원)	119.8	153.8
EPS(원)	10,878	13,950
BPS(원)	47,829	59,644

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	461.4	512.3	684.5	846.2	976.3
영업이익	십억원	154.1	147.7	180.8	228.7	268.0
세전이익	십억원	140.3	134.5	158.4	194.8	228.9
순이익	십억원	108.6	101.9	111.7	129.0	151.6
EPS	원	10,299	9,660	10,590	12,233	14,374
증감률	%	64.3	(6.2)	9.6	15.5	17.5
PER	배	17.42	18.63	17.54	15.19	12.93
PBR	배	4.48	3.94	3.44	2.96	2.53
EV/EBITDA	배	9.77	10.92	9.62	8.01	6.94
ROE	%	27.24	25.25	26.80	26.11	25.42
BPS	원	40,078	45,684	53,978	62,768	73,370
DPS	원	3,550	3,550	3,828	4,193	4,350



Analyst 김경민, CFA  
02-3771-3398  
clairekm.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
<b>매출(연결)</b>	142.3	157.5	186.0	198.7	189.8	202.8	223.0	230.6	461.4	512.3	684.5	846.2
특수가스	142.6	151.6	163.7	168.6	163.0	171.5	183.4	187.0	516.0	545.3	626.6	704.9
SK에어가스(100% 지분)	24.1	26.4	30.3	33.4	31.2	33.7	38.4	41.8	60.8	92.1	114.2	145.0
SK트리캠(65% 지분)	3.4	8.3	20.0	24.0	23.2	24.4	26.1	26.6	0.0	1.6	55.6	100.3
SK쇼와덴코(51% 지분)	0.0	0.0	3.3	3.6	3.4	3.7	4.2	4.5	0.0	0.0	6.9	15.8
조정	-27.8	-28.8	-31.4	-30.9	-30.9	-30.5	-30.0	-30.4	-115.4	-126.7	-118.9	-121.8
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
<b>영업이익</b>	33.8	40.8	51.2	55.0	50.2	55.2	60.3	62.9	154.1	147.7	180.8	228.7
특수가스	25.7	29.7	33.6	34.3	31.5	34.8	37.5	38.7	140.5	125.5	123.3	142.4
SK에어가스(100% 지분)	7.1	7.4	8.5	9.5	8.4	9.6	11.0	12.1	13.4	23.3	32.5	41.1
SK트리캠(65% 지분)	0.6	3.2	8.2	10.0	9.2	10.1	11.0	11.3	-0.7	-2.9	22.0	41.6
SK쇼와덴코(51% 지분)	-	-	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	0.0	0.0	1.2	3.0
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
<b>영업이익률%</b>	23.7%	25.9%	27.5%	27.7%	26.5%	27.2%	27.0%	27.3%	33.4%	28.8%	26.4%	27.0%

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
<b>매출(연결)</b>	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
<b>영업이익</b>	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
<b>영업이익률%</b>	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 3. SK머티리얼즈가 반도체 소재 시장에서 신규사업 추진하는 경우 매출 추정: 2,321억원

(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		
감광보호재료	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

그림 1. SK머티리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2018년)

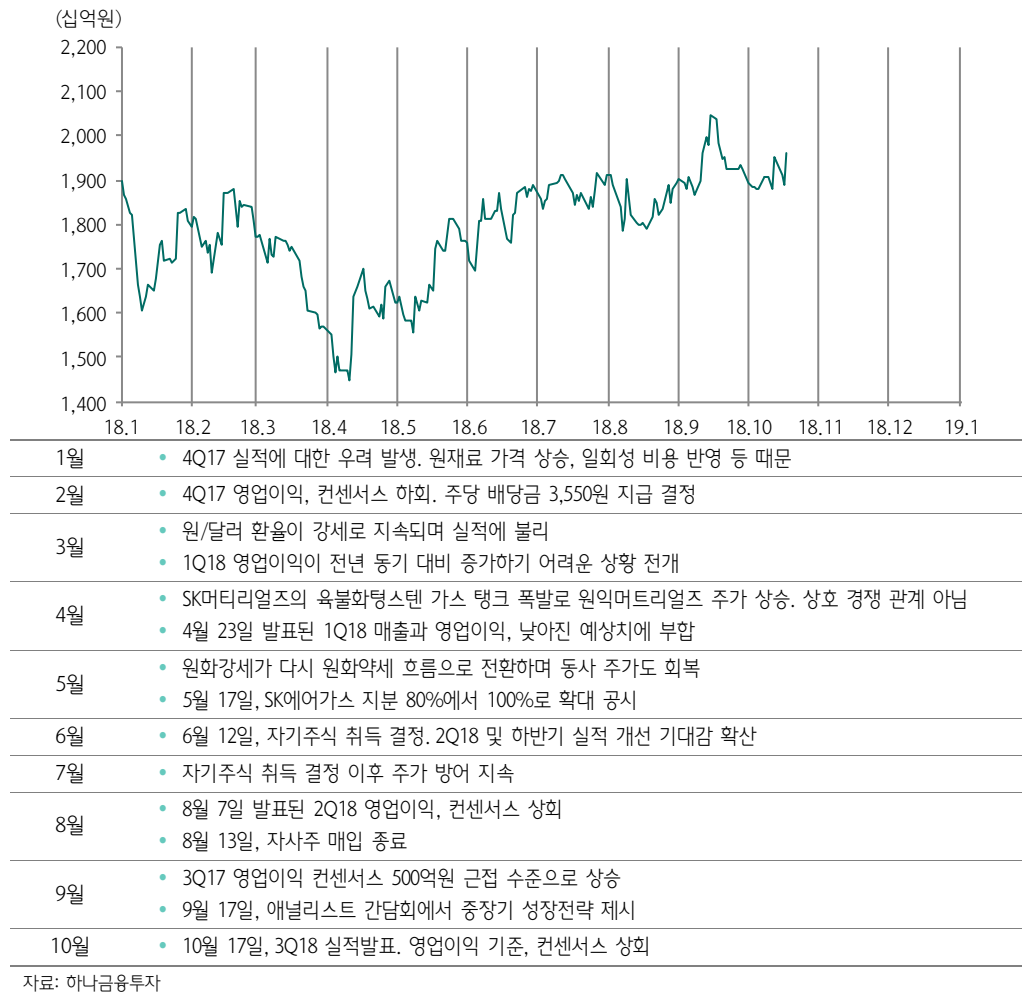
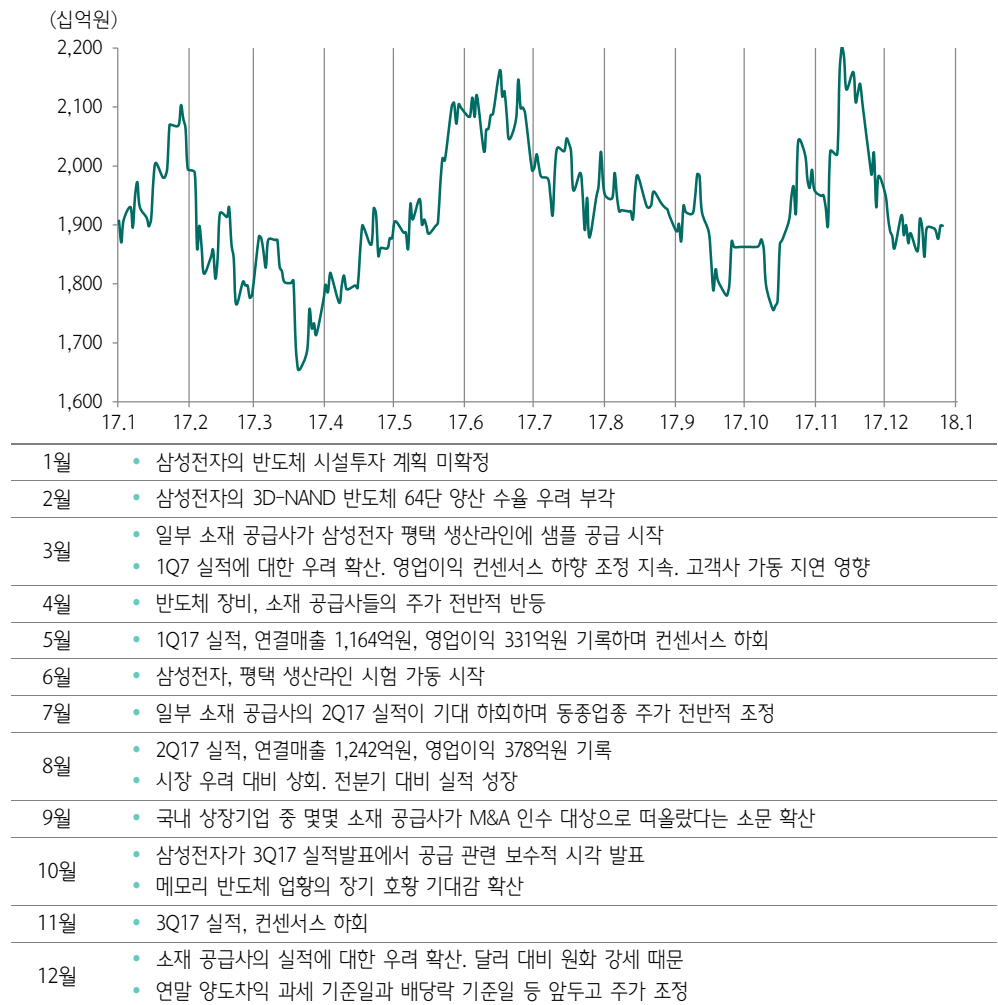


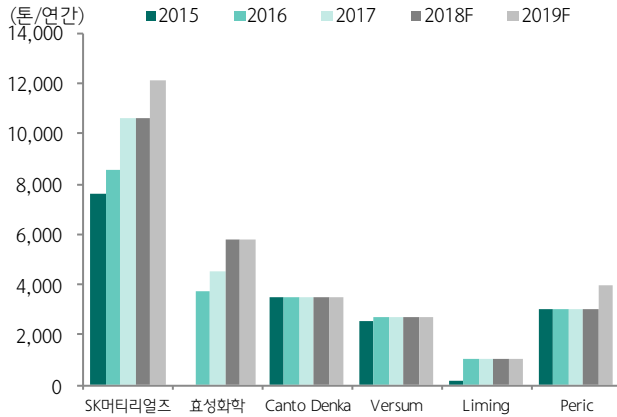
그림 2. SK머티리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2017년)



자료: 하나금융투자

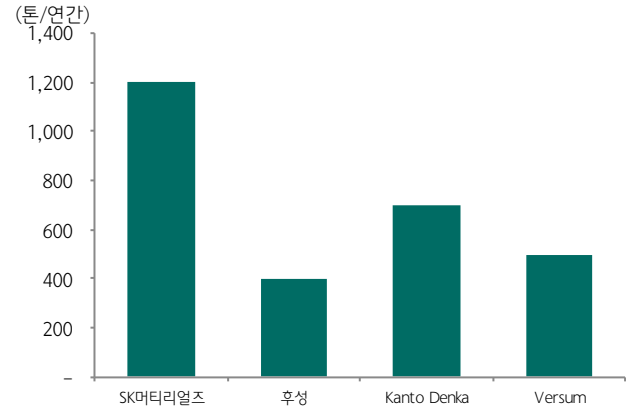
## Appendix 1. 주요 Data Point

그림 1-1. NF3 공급사의 생산능력(추정)



자료: 하나금융투자

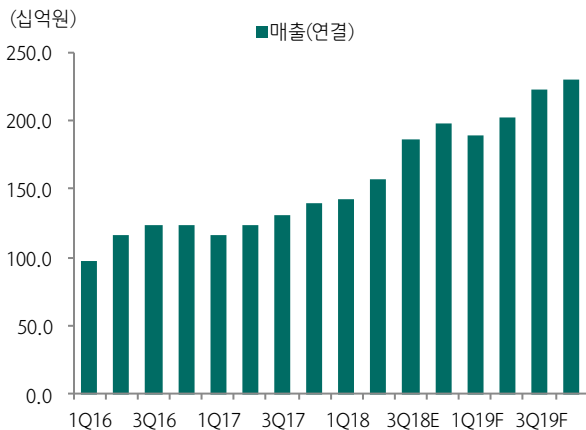
그림 1-2. WF6 공급사의 생산능력(추정)



주: 2018년 기준

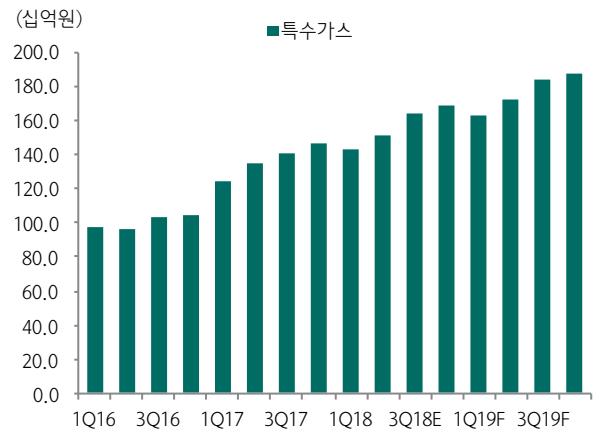
자료: 하나금융투자

그림 2. SK머티리얼즈의 매출(연결) 추정. 자회사 매출 포함



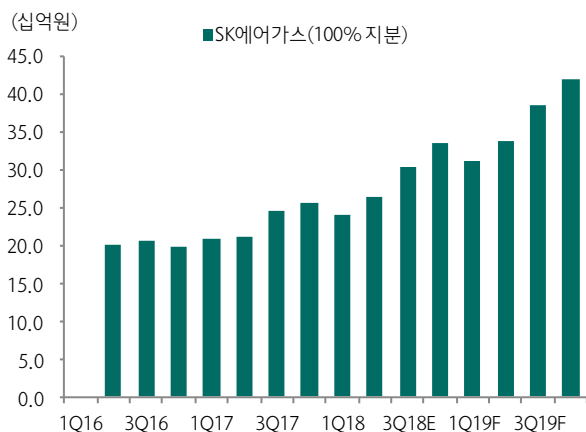
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 3. 본업(특수가스) 매출 추정. NF3, WF6 등 포함



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 4. 자회사 중 산업용가스 공급사인 SK에어가스 매출 추정



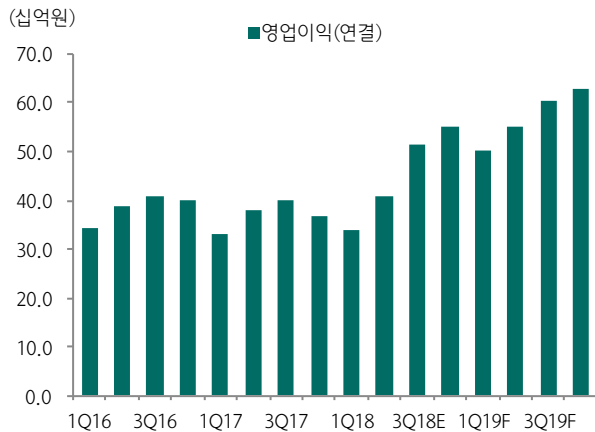
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

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



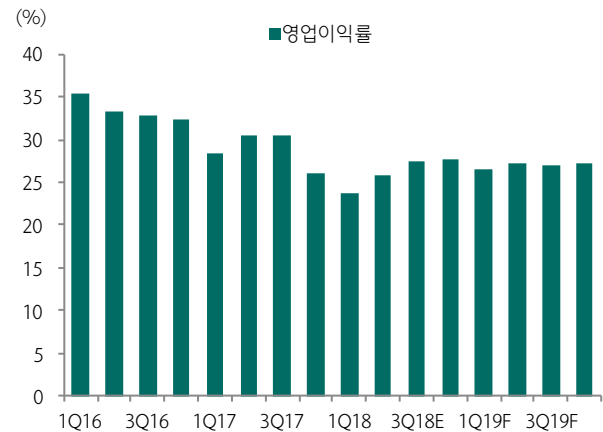
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

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 1. 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 2. 그룹 내 종속/관계기업 중 반도체 관련 기업의 매출기여도

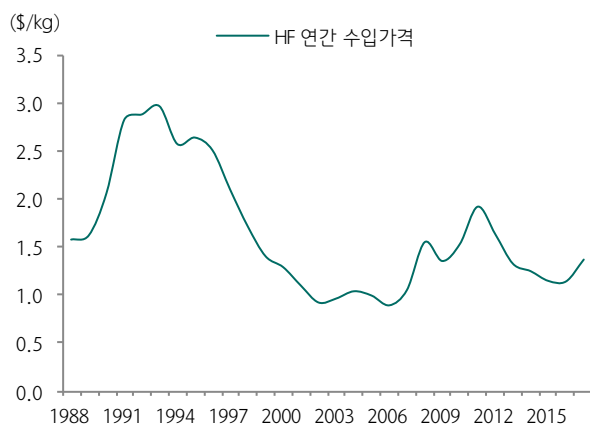
(단위: %)

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

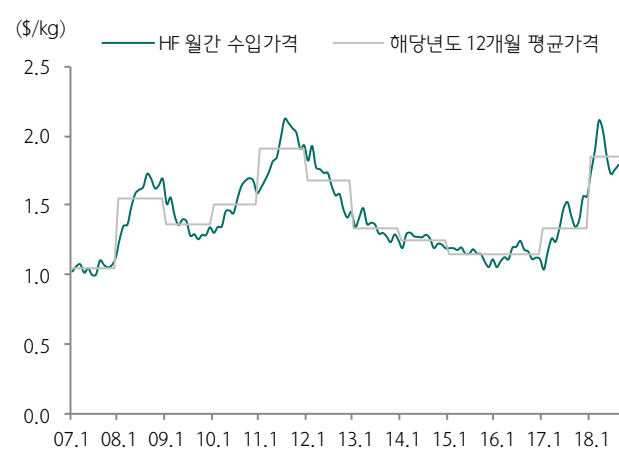
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

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



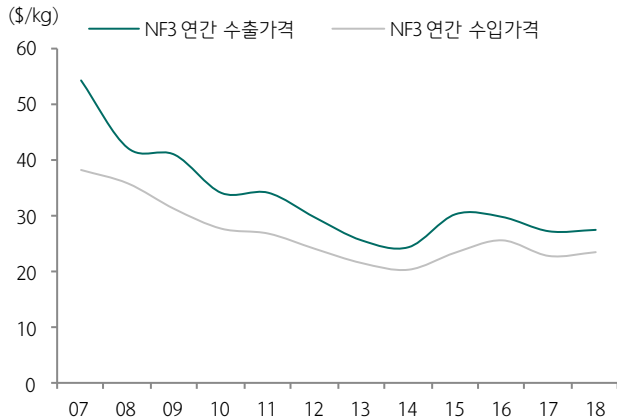
자료: 무역협회, 하나금융투자

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



자료: 무역협회, 하나금융투자

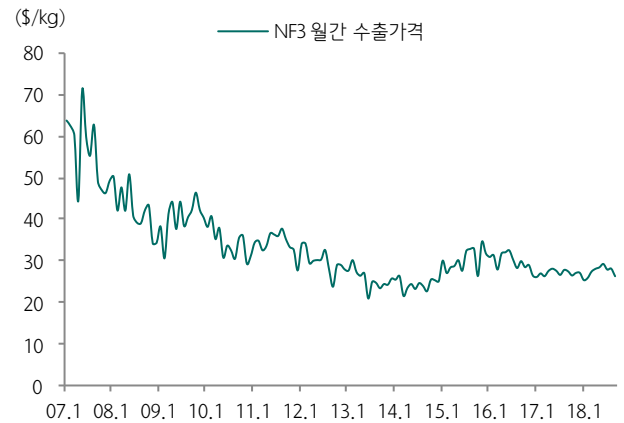
그림 10. 연간 제품가격(NF3): 2017년부터 가격 안정 국면 진입



주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외

자료: 무역협회, 하나금융투자

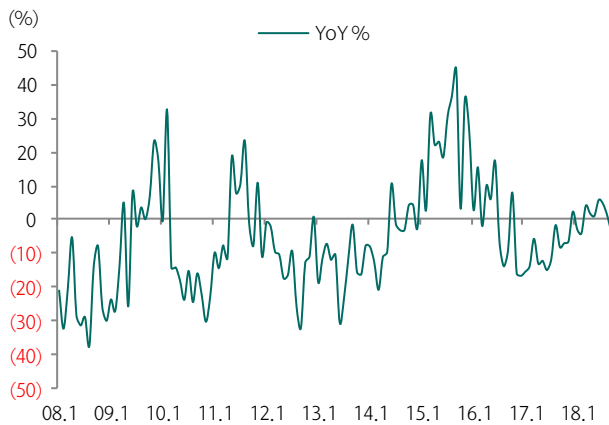
그림 11. 월간 제품가격(NF3): \$30/kg 내외에서 안정화



주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외

자료: 무역협회, 하나금융투자

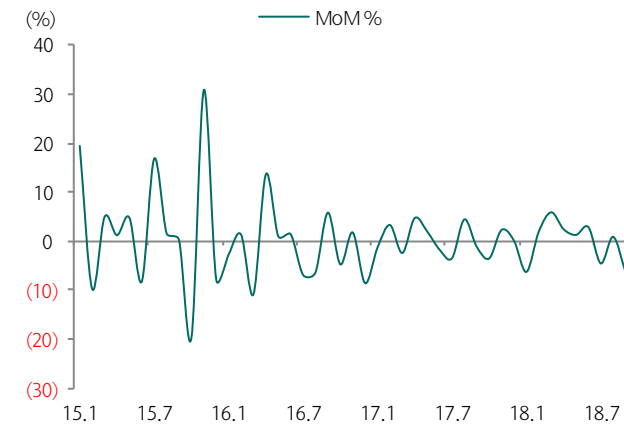
그림 12. 제품가격(NF3) YoY%: 2018년부터 반등



주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외

자료: 무역협회, 하나금융투자

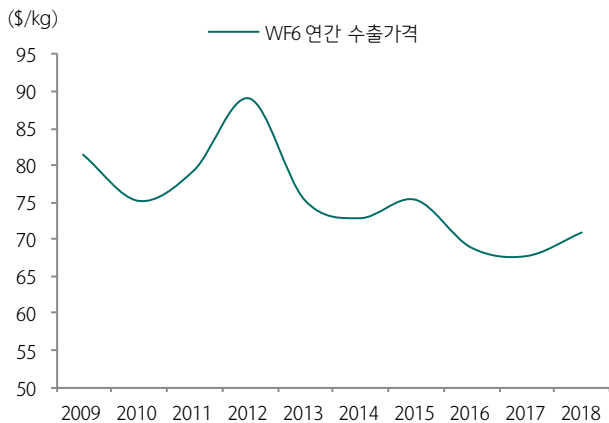
그림 13. 제품가격(NF3) MoM%: 변동성 완화 국면 지속



주: Halides & Halide Oxides Of Nonmetals 기준이며 Boron trifluoride와 Sulphur hexafluoride 제외

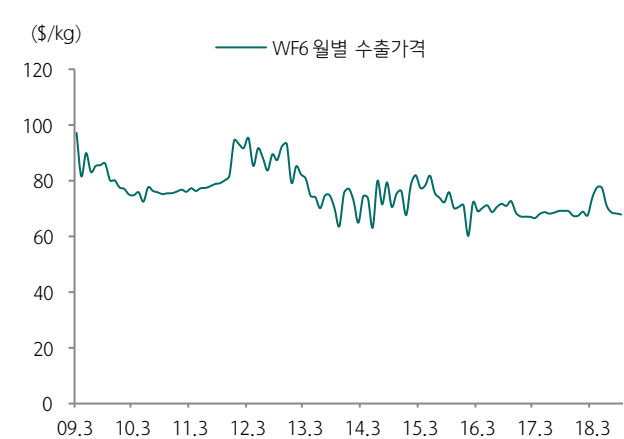
자료: 무역협회, 하나금융투자

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 3. 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
SK쇼와덴코	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)



그림 17. 매출비중 가장 높은 세정가스 NF3(Y-실린더)



자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자



그림 18. 중착가스 WF<sub>6</sub>(육불화텅스텐)

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 19. 중착가스 SiH<sub>4</sub>(모노실란)

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 20. 중착가스 Si<sub>2</sub>H<sub>6</sub>(다이실란)

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 21. 중착가스 SiH<sub>2</sub>Cl<sub>2</sub>(디클로로실란)

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 22. SK쇼와덴코가 공급하는 식각가스



플루오르메탄

육불화부타디엔

디플루오로메탄

기타

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

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



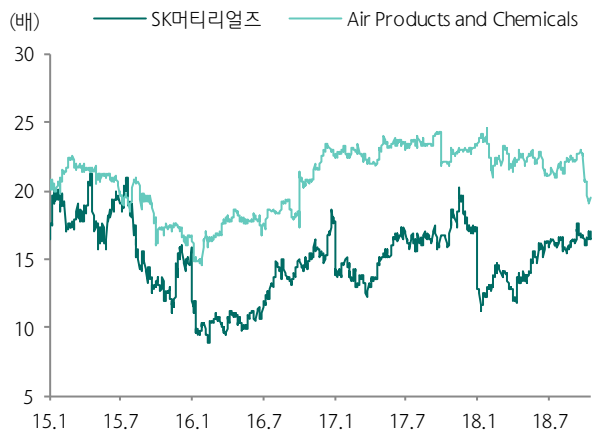
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

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



자료: Air Products &amp; Chemical, 하나금융투자

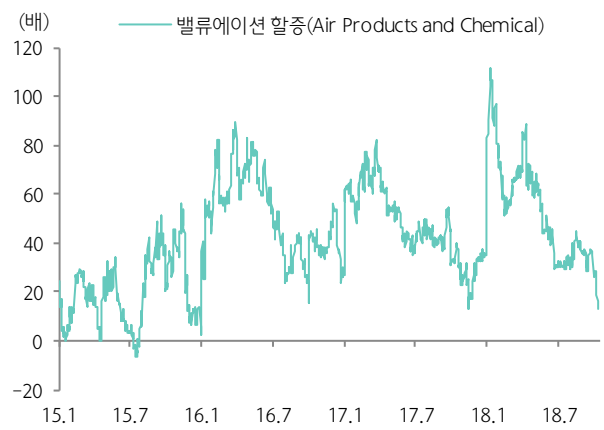
그림 25. 미국의 Air Products는 SK머티리얼즈 대비 P/E 할증



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 4. 공정소재 공급사의 시총과 실적 비교

(단위: 십억원, %)

기업	시총	매출액		영업이익		순이익		영업이익률%		순이익률%	
		2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
<b>SK머티리얼즈</b>	<b>1,960</b>	<b>666</b>	<b>794</b>	<b>176</b>	<b>222</b>	<b>115</b>	<b>147</b>	<b>26%</b>	<b>28%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>
원익머티리얼즈	371	230	264	41	49	36	38	18%	19%	16%	15%
효성화학	440	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	39,501	10,109	10,849	2,222	2,584	1,842	2,053	22%	24%	18%	19%
Air Liquide	60,070	27,048	28,520	4,582	5,084	2,891	3,244	17%	18%	11%	11%
Linde	44,629	22,435	23,287	3,178	3,431	2,102	2,309	14%	15%	9%	10%
Versum	4,005	1,523	1,596	434	475	281	316	28%	30%	18%	20%
Kanto Denka	621	578	628	98	122	67	81	17%	19%	12%	13%
티씨케이	686	176	217	63	84	50	68	36%	39%	28%	31%
원익큐엔씨	379	263	319	45	56	40	48	17%	18%	15%	15%
Sumco	4,582	3,304	3,671	835	898	556	590	25%	24%	17%	16%
Shin-Etsu Chem	39,198	15,843	16,790	3,973	4,285	2,944	3,185	25%	26%	19%	19%
Globalwafers	4,152	2,176	2,406	649	791	499	607	30%	33%	23%	25%
Wafer Works	624	350	423	79	111	68	101	23%	26%	20%	24%
Entegris	4,426	1,760	1,922	415	469	308	347	24%	24%	18%	18%

주: 컨센서스 기준

자료: FactSet, QuantiWise, 하나금융투자

표 5. 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
<b>SK머티리얼즈</b>	<b>185,800</b>	<b>4%</b>	<b>-4%</b>	<b>6%</b>	<b>19%</b>	<b>17.1</b>	<b>13.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.1</b>	<b>27%</b>	<b>29%</b>
원익머티리얼즈	29,450	0%	-5%	9%	-7%	10.3	9.7	1.4	1.2	14%	13%
효성화학	138,000	3%	-18%	-20%	NA	4.2	5.6	1.0	0.9	14%	15%
후성	10,200	-1%	-6%	-9%	2%	26.1	17.6	4.4	3.5	18%	22%
Air Products	160	0%	0%	0%	0%	21.5	19.5	3.1	2.9	16%	16%
Air Liquide	107	0%	0%	0%	0%	20.7	18.5	2.6	2.4	13%	14%
Linde	184	0%	0%	0%	0%	20.6	19.2	2.4	2.4	11%	12%
Versum	33	0%	0%	0%	0%	14.1	12.9	17.2	7.5	NA	58%
Kanto Denka	1,074	0%	0%	0%	0%	8.9	7.6	NA	NA	16%	16%
티씨케이	58,800	0%	-6%	-19%	-19%	13.7	10.2	3.7	2.8	30%	31%
원익큐엔씨	14,400	-3%	-19%	-7%	-6%	9.4	7.9	1.8	1.5	21%	21%
Sumco	1,555	0%	0%	0%	0%	8.2	7.8	1.6	1.4	20%	18%
Shin-Etsu Chem	9,125	0%	0%	0%	0%	13.3	12.3	1.5	1.4	12%	12%
Globalwafers	259	0%	0%	0%	0%	8.3	6.8	2.6	2.3	35%	36%
Wafer Works	33	0%	0%	0%	0%	9.9	7.3	2.0	1.6	21%	22%
Entegris	28	0%	0%	0%	0%	14.0	12.4	3.5	3.0	26%	26%

주: 컨센서스 기준

자료: FactSet, QuantiWise, 하나금융투자

## Appendix 2: 최근 4개 분기 실적 리뷰

### 2018년 2분기

2Q18 매출은 1,575억원을 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(N<sub>2</sub>, O<sub>2</sub> 등) 가스를 공급하는 데 그 중 질소가스(N<sub>2</sub>)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 400억원대를 회복하는 것은 SK머티리얼즈의 도전과제였다. 육불화텅스텐 가스탱크의 폭발사고에 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, 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 3: 과거 발간자료****[2018.10.15] BTS보다 높이 날자**

투자의견 BUY.

목표주가 23만원 유지

**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(SK트리캠) 매출은 분기 최초 100억원을 상회하여 166억원을 기록할 것으로 추정된다. 연결 기준 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 사뽀사뽀. Q는 따박따박. 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 룬테일 사업 구조를 닮아가고 있다. 장기적으로 공정용 케미칼, 감광보조재료, 감광재료 사업 진출 시 연간 매출 2,321억원의 추가 발생이 기대된다.

투자의견 BUY

목표주가 23만원 제시

**[2018.10.10] 커버리지 개시: 날개를 펼치는 알바트로스****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(SK쇼와텐코) 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	684.5	846.2	976.3
매출원가	268.7	314.7	432.3	529.1	606.3
매출총이익	192.7	197.6	252.2	317.1	370.0
판매비	38.7	49.9	71.4	88.4	102.1
영업이익	154.1	147.7	180.8	228.7	268.0
금융손익	(3.7)	(11.5)	(10.5)	(24.9)	(20.6)
중속/관계기업손익	0.0	(0.1)	(11.6)	(8.0)	(17.8)
기타영업외손익	(10.0)	(1.5)	(0.3)	(0.9)	(0.6)
세전이익	140.3	134.5	158.4	194.8	228.9
법인세	29.9	30.5	36.9	54.6	64.1
계속사업이익	110.5	104.1	121.4	140.3	164.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	110.5	104.1	121.4	140.3	164.8
비지배주주지분	1.8	2.2	9.7	11.3	13.2
순이익					
지배주주순이익	108.6	101.9	111.7	129.0	151.6
지배주주지분포괄이익	107.0	96.6	138.0	130.6	153.4
NOPAT	121.3	114.2	138.6	164.7	193.0
EBITDA	221.5	222.8	269.8	325.2	370.1
성장성(%)					
매출액증가율	36.5	11.0	33.6	23.6	15.4
NOPAT증가율	42.9	(5.9)	21.4	18.8	17.2
EBITDA증가율	31.5	0.6	21.1	20.5	13.8
영업이익증가율	36.6	(4.2)	22.4	26.5	17.2
(지배주주)순이익증가율	64.3	(6.2)	9.6	15.5	17.5
EPS증가율	64.3	(6.2)	9.6	15.5	17.5
수익성(%)					
매출총이익률	41.8	38.6	36.8	37.5	37.9
EBITDA이익률	48.0	43.5	39.4	38.4	37.9
영업이익률	33.4	28.8	26.4	27.0	27.5
계속사업이익률	23.9	20.3	17.7	16.6	16.9

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,299	9,660	10,590	12,233	14,374
BPS	40,078	45,684	53,978	62,768	73,370
CFPS	21,371	21,530	25,417	29,933	33,282
EBITDAPS	21,003	21,124	25,575	30,827	35,088
SPS	43,748	48,569	64,896	80,226	92,565
DPS	3,550	3,550	3,828	4,193	4,350
주가지표(배)					
PER	17.4	18.6	17.5	15.2	12.9
PBR	4.5	3.9	3.4	3.0	2.5
PCFR	8.4	8.4	7.3	6.2	5.6
EV/EBITDA	9.8	10.9	9.6	8.0	6.9
PSR	4.1	3.7	2.9	2.3	2.0
재무비율(%)					
ROE	27.2	25.3	26.8	26.1	25.4
ROA	13.9	10.1	8.6	8.4	9.1
ROIC	18.9	13.7	13.6	14.2	15.4
부채비율	106.6	173.9	213.5	174.5	149.9
순부채비율	58.6	125.6	129.6	106.1	80.5
이자보상배율(배)	15.4	11.4	9.3	10.4	12.7

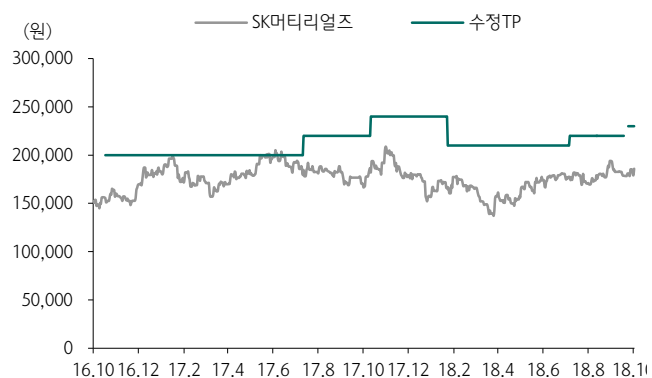
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	217.3	201.8	406.1	410.0	506.6
금융자산	61.6	18.9	147.0	89.6	137.0
현금성자산	60.3	18.7	146.6	89.3	136.5
매출채권 등	76.8	90.7	128.5	158.9	183.3
재고자산	74.3	86.2	122.2	151.1	174.3
기타유동자산	4.6	6.0	8.4	10.4	12.0
비유동자산	685.8	916.2	1,073.3	1,168.5	1,240.3
투자자산	0.7	11.5	16.2	20.1	23.2
금융자산	0.7	0.8	1.1	1.4	1.6
유형자산	661.5	885.1	1,041.8	1,134.6	1,204.6
무형자산	6.9	6.6	10.1	8.6	7.3
기타비유동자산	16.7	13.0	5.2	5.2	5.2
자산총계	903.1	1,118.0	1,479.5	1,578.6	1,746.9
유동부채	283.6	336.5	446.8	435.7	474.2
금융부채	167.7	179.4	228.3	169.5	169.5
매입채무 등	95.6	140.0	198.4	245.3	283.0
기타유동부채	20.3	17.1	20.1	20.9	21.7
비유동부채	182.4	373.3	560.7	567.8	573.6
금융부채	150.1	351.9	530.4	530.4	530.4
기타비유동부채	32.3	21.4	30.3	37.4	43.2
부채총계	466.0	709.9	1,007.5	1,003.6	1,047.8
지배주주지분	421.3	385.7	447.8	540.4	652.3
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	522.3	615.0	726.8
비지배주주지분	15.8	22.4	24.2	34.6	46.9
자본총계	437.1	408.1	472.0	575.0	699.2
순금융부채	256.2	512.5	611.8	610.2	563.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	207.9	136.7	346.7	235.3	263.1
당기순이익	110.5	104.1	121.4	140.3	164.8
조정	80.4	78.4	88.4	101.3	103.4
감가상각비	67.5	75.1	89.0	96.5	102.1
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	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	17.0	(45.8)	136.9	(6.3)	(5.1)
투자활동 현금흐름	(208.7)	(268.5)	(234.1)	(197.3)	(176.2)
투자자산감소(증가)	(0.4)	(10.7)	(4.8)	(4.8)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(124.6)	(260.6)	(226.9)	(187.8)	(170.8)
기타	(83.7)	2.8	(2.4)	(4.7)	(1.4)
재무활동 현금흐름	19.1	91.6	14.6	(95.2)	(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)	(0.1)	0.0
배당지급	(29.8)	(37.4)	(36.5)	(36.3)	(39.8)
현금의 증감	18.8	(41.6)	128.0	(57.3)	47.2
Unlevered CFO	225.4	227.1	268.1	315.7	351.1
Free Cash Flow	82.5	(124.0)	117.5	47.5	92.3

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## SK머티리얼즈



날짜	투자 의견	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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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 18일

## 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 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2018년 10월 18일 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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.