2018/10/23

SK머티리얼즈(036490)

반도체 송명섭
(2122-9207) mssong@hi-ib.com

반도체 불황기의 도피처

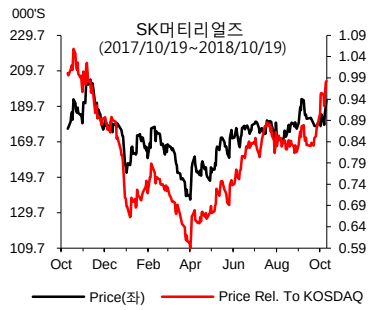
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	240,000원
종가(2018/10/22)	193,500원

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	1,055만주
시가총액	2,035십억원
외국인지분율	11.5%
배당금(2017)	3,550원
EPS(2018E)	11,556원
BPS(2018E)	44,427원
ROE(2018E)	28.5%
52주 주가	137,100~208,700원
60일평균거래량	43,912주
60일평균거래대금	7.9십억원

Price Trend



■ 매수 투자의견 유지. 적정주가 24만원으로 소폭 상향

SK머티리얼즈의 3Q18 매출과 영업이익은 1,860억원과 512억원을 기록해 시장 전망치의 최상단에 있었던 당사 예상치 1,798억원과 506억원마저 상회했다. 본사 실적은 당사 예상치와 유사했으나 SK트리켐 등 자회사 실적이 좋았던 것으로 판단된다. 특별 상여금 등 일회성 비용 발생이 없다면 4Q18 매출과 영업이익은 1,946억원과 555억원으로 추가 개선될 전망이다. 본사 및 자회사 사업 모두에서 제품 가격의 안정과 소폭의 출하량 증가가 발생할 것으로 예상된다.

동사의 내년 매출과 영업이익은 올해 대비 24%, 37% 증가하는 8,411억원과 2,485억원을 기록할 것으로 보인다. 내년 본사 매출도 NF3, WF6의 Capa 증설 효과와 가격 안정에 따라 15% 증가할 전망이다. 그러나 전체적인 내년 매출 증가를 이끌 부문은 대규모의 N2 Capa 증설 효과가 나타나고 있는 SK에어가스 및 프리커서와 식각가스 매출이 본격적으로 증가할 SK트리켐, SK쇼와덴코 등 J/V 자회사들이다. 동 자회사들의 내년 매출은 올해 대비 48% 증가하는 2,650억원에 달할 것으로 추정된다.

동사에 대한 매수 투자의견을 유지하고 적정주가를 기존의 22만원에서 24만원으로 상향 조정한다. 신규 적정주가 24만원은 동사 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 4.7배를 올해와 내년 BPS의 평균값에 적용하여 도출한 것이다. 동사 전방 산업 중 하나인 반도체 산업이 둔화기에 접어들고 있으므로 동사 주가에 적용되는 Valuation 배수가 하향 조정될 가능성이 존재한다. 그러나 동사는 불황기에도 수요가 점진적으로 증가하는 재료 사업을 영위하고 있고 자회사들에서 신규 매출 발생이 본격화되어 내년 실적 및 ROE의 상승이 확실시된다. 따라서 반도체 관련주 중 동사 주가가 상대적으로 가장 안정적인 모습을 보일 가능성이 높은 것으로 판단된다.

■ 자회사 매출 급증에 따라 예상을 상회한 3Q18 실적

3Q18 본사 매출은 전분기 대비 11% 증가한 1,324억원을 기록해 당사 기존 전망치와 유사한 것으로 추정된다. NF3, WF6 가격이 안정세를 유지하고 출하량이 모두 한자리수대 후반 증가한 것으로 보인다. SK에어가스와 J/V 자회사들의 3Q18 매출은 전분기 대비 각각 14%, 98% 개선되었는데 특히 SK트리켐

의 3Q18 매출은 Zr계 프리커서 판매 확대와 Si계 프리커서의 판매 개시에 따라 전분기 대비 무려 150%나 급증한 것으로 추정된다.

■ 4Q18 실적도 개선세가 유지될 듯

특별 상여금 지급 등 일회성 비용 발생이 없다면 동사 4Q18 매출과 영업이익은 전분기 대비 소폭 개선되는 1,946억원과 555억원을 기록할 전망이다. NF3, WF6 가격이 유지되는 가운데 3Q18에 높은 증가율을 보였던 NF3, WF6, 프리커서, 식각가스 등의 출하량이 소폭 증가할 것으로 보인다.

■ 자회사 주도로 내년 실적 대폭 개선 예상

동사의 내년 매출과 영업이익은 올해 대비 24%, 37% 증가하는 8,411억원과 2,485억원을 기록할 것으로 보인다. 내년 본사 매출도 NF3, WF6의 Capa 증설 효과와 가격 안정에 따라 15% 증가할 전망이다. 그러나 전체적인 내년 매출 증가를 이끌 부문은 대규모의 N2 Capa 증설 효과가 나타나고 있는 SK에어가스 및 프리커서와 식각가스 매출이 본격적으로 증가할 SK트리켐, SK쇼와덴코 등 J/V 자회사들이다. 동 자회사들의 내년 매출은 올해 대비 48% 증가하는 2,650억원에 달할 것으로 추정된다. 만약 SK쇼와덴코의 식각 가스에 대한 고객 인증 및 고선택비인산 등 신규 제품의 매출 발생이 빨라질 경우, 내년 동사 실적이 당사 전망치를 상회할 가능성도 존재한다.

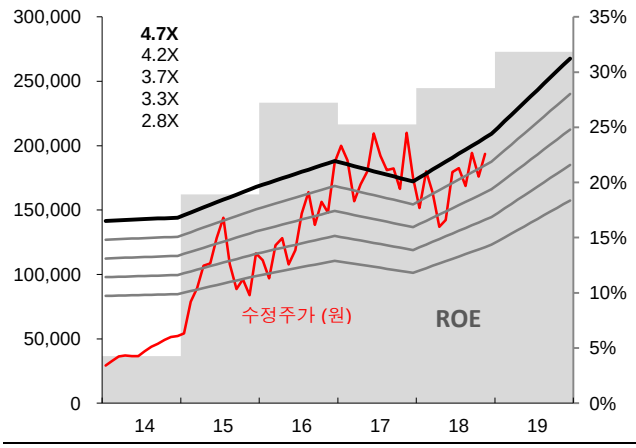
■ Risk

동사 제품의 주요 원재료인 무수불산 가격이 최근 다시 반등 중이다. 동사는 장기 계약과 수입원 다변화로 원재료 가격 변동에 대처할 계획이나 무수 불산 가격의 장기 상승이 발생할 경우 동사 이익률에 악영향을 줄 수 있다. 동사 주력 제품인 NF3 가격의 안정세가 내년에도 이어질 전망이다. 그러나 반도체 산업의 불황이 심화될 경우 NF3 가격에 대한 인하 압력이 발생할 가능성을 배제할 수 없다.

■ 반도체 불황기의 도피처

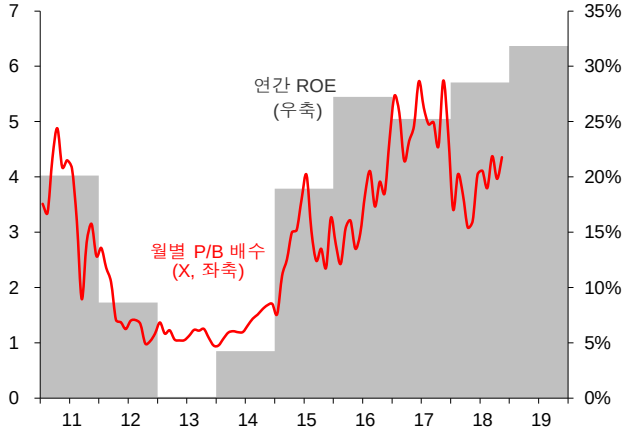
동사 전방 산업 중 하나인 반도체 산업이 둔화기에 접어들고 있으므로 동사 주가에 적용되는 Valuation 배수가 하향 조정될 가능성이 존재한다. 그러나 동사는 불황기에도 수요가 점진적으로 증가하는 재료 사업을 영위하고 있고 자회사들에서 신규 매출 발생이 본격화되어 내년 실적 개선이 확실시된다. 동사 내년 ROE는 31.8%로 올해의 28.5%에서 오히려 상승할 전망이며 이러한 경우 이론적으로 동사 주가에 적용되는 Valuation 배수가 하향 조정될 이유는 없다. 따라서 반도체 관련주 중 동사 주가가 상대적으로 가장 안정적인 모습을 가능성이 높은 것으로 판단된다.

<그림 1> 동사 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 4.7 배를 올해와 내년 BPS 의 평균값에 적용하여 24 만원의 적정주가 도출



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 2> SK 머티리얼즈 월별 P/B 배수와 ROE. 내년 ROE 상승을 감안 시 Valuation 배수의 하락 가능성은 낮음



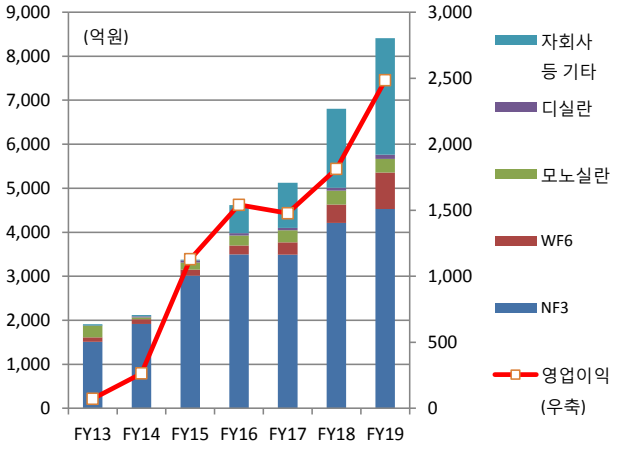
자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<표 1> SK 머티리얼즈 실적 추정. 3Q18 실적 예상 상회. 4Q18 에도 실적 개선 발생 예상. 내년에는 자회사 주도로 매출과 영업이익이 증가할 듯

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	FY16	FY17	FY18	FY19
원/달러 환율	1,154.0	1,127.0	1,133.5	1,105.0	1,073.2	1,080.5	1,122.3	1,130.0	1,160.5	1,129.0	1,102.8	1,120.0
매출	116.4	124.2	131.5	140.2	142.3	157.5	186.0	194.6	461.4	512.3	680.4	841.1
NF3	82.1	89.2	87.4	90.3	95.1	99.9	111.5	114.6	349.4	348.9	421.0	452.6
WF6	6.2	7.1	7.2	7.8	9.1	10.1	11.2	11.5	20.6	28.3	41.9	83.1
SiH4	6.9	6.7	6.7	7.2	7.7	7.8	8.1	8.2	22.5	27.5	31.8	30.8
기타	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7	7.6	5.1	6.1	9.6
SK에어가스	19.8	20.0	24.0	28.3	24.1	26.5	30.2	32.6	61.3	92.1	113.3	145.0
J/V 매출	0.0	0.0	5.0	5.3	5.0	11.8	23.4	26.0	0.0	10.3	66.2	120.0
매출총이익	44.8	49.3	51.7	51.8	49.1	58.9	74.9	80.7	192.7	197.6	263.6	355.4
이익률	38.5%	39.7%	39.3%	36.9%	34.5%	37.4%	40.3%	41.5%	41.8%	38.6%	38.7%	42.3%
영업이익	33.1	37.8	40.2	36.5	33.8	40.8	51.2	55.5	154.1	147.7	181.3	248.5
이익률	28.4%	30.5%	30.6%	26.1%	23.7%	25.9%	27.5%	28.5%	33.4%	28.8%	26.6%	29.5%
순이익	21.8	26.4	28.1	27.8	22.8	26.2	38.6	36.9	110.5	104.1	124.5	173.6
이익률	18.8%	21.2%	21.3%	19.8%	16.1%	16.6%	20.7%	19.0%	23.9%	20.3%	18.3%	20.6%

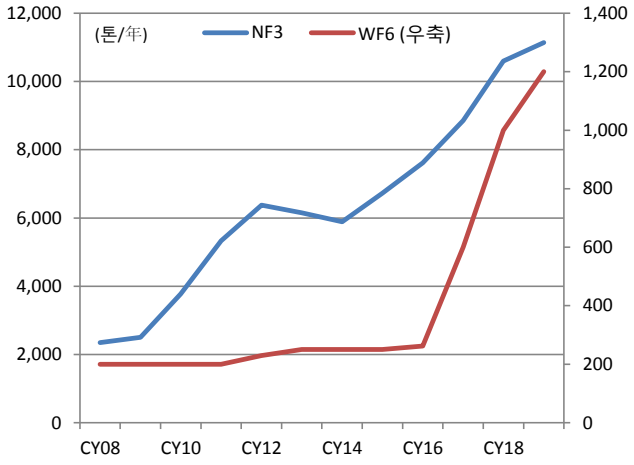
자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 3> SK 머티리얼 부문별 매출 및 영업이익 전망. 내녀 매출과 영업이익을 8,411 억원과 2,485 억원으로 신규 전망



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

<그림 4> SK 머티리얼즈 연도별 NF3. WF6 Capa 생산 설비 전망. 신규 설비 효과 지속 중



자료: SK머티리얼즈, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	202	274	395	534
현금 및 현금성자산	19	32	97	206
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	91	120	149	164
재고자산	86	115	142	156
비유동자산	916	938	960	982
유형자산	885	897	909	921
무형자산	7	6	5	4
자산총계	1,118	1,212	1,355	1,516
유동부채	337	345	354	358
매입채무	27	35	44	48
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	719	727	731
지배주주지분	386	469	600	752
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	34	34	34	34
이익잉여금	446	534	671	828
기타자본항목	-100	-105	-110	-116
비지배주주지분	22	25	29	33
자본총계	408	494	628	785

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	512	680	841	925
증가율(%)	11.0	32.8	23.6	10.0
매출원가	315	417	486	534
매출총이익	198	264	355	391
판매비와관리비	50	82	107	117
연구개발비	7	10	13	14
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	148	181	248	274
증가율(%)	-4.2	22.8	37.1	10.1
영업이익률(%)	28.8	26.6	29.5	29.6
이자수익	14	8	10	13
이자비용	26	28	33	33
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-1	-1	-1
세전계속사업이익	135	161	224	252
법인세비용	30	36	51	57
세전계속이익률(%)	26.3	23.7	26.7	27.3
당기순이익	104	124	174	195
순이익률(%)	20.3	18.3	20.6	21.1
지배주주귀속 순이익	102	122	170	191
기타포괄이익	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	99	119	168	190
지배주주귀속총포괄이익	97	117	165	186

현금흐름표 (단위:십억원)

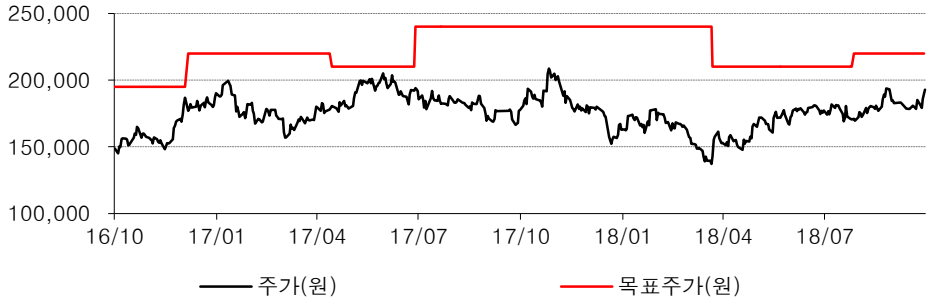
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	137	161	210	255
당기순이익	104	124	174	195
유형자산감가상각비	74	78	78	78
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-268	-99	-99	-99
유형자산의 처분(취득)	-261	-90	-90	-90
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	1	-	-	-
재무활동 현금흐름	92	-31	-29	-29
단기금융부채의증감	34	-	-	-
장기금융부채의증감	185	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-37	-36	-34	-34
현금및현금성자산의증감	-42	14	65	109
기초현금및현금성자산	60	19	32	97
기말현금및현금성자산	19	32	97	206

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,660	11,556	16,120	18,132
BPS	36,567	44,427	56,851	71,287
CFPS	16,785	19,008	23,588	25,615
DPS	3,550	3,550	3,550	3,550
Valuation(배)				
PER	18.6	16.7	12.0	10.6
PBR	4.9	4.3	3.4	2.7
PCR	10.7	10.1	8.2	7.5
EV/EBITDA	10.8	9.7	7.5	6.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	25.3	28.5	31.8	28.3
EBITDA 이익률	43.5	38.2	38.9	38.1
부채비율	173.9	145.6	115.7	93.2
순부채비율	125.5	101.0	69.0	41.4
매출채권회전율(x)	6.1	6.4	6.2	5.9
재고자산회전율(x)	6.4	6.8	6.6	6.2

자료 : SK 머티리얼즈, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SK머티리얼즈)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-17.6%	-11.9%
2018-10-22	Buy	240,000	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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
   - Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
   - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
   - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
   - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1 %	9.9 %	-