

원익머트리얼즈(104830)

순이익과 매력적 P/E가 답이다

4Q 매출 642억원, 예상 상회. 영업이익 85억원, 예상 하회

성수기 효과에 힘입어 4분기 매출은 642억원을 기록하며 하나금융투자 추정치(597억원)를 상회했다. 영업이익은 85억원을 기록하며 추정치(99억원)를 하회했다. 2019년 생산라인 램프업을 위한 수선비 등이 미리 반영되었기 때문이다.

영업이익 부진보다 순이익 레벨업 중요. 연간 300억원 가시화

4분기 영업이익이 예상을 하회한 점은 아쉽지만 2018년에 연간 순이익이 사상 처음으로 437억원을 기록했다는 점은 고무적이다. 영업이익 기준으로 사상 최고 실적을 기록하던 해의 순이익은 200억원 내외 수준에 그쳤기 때문이다. 2018년 일회성 플러스요인(투자자산 처분이익)을 제외하더라도 2019년부터 매년 영업이익 400억원 달성 시 유의미한 수준의 순이익(300억원) 달성 가능성이 높아졌다.

신제품 기여 감안. 2019년 매출 2,489억원, 순이익 308억원 전망

수년 전부터 기대를 모으던 노광공정용 혼합제품은 외산 희소가스를 대체하며 실적에 기여하기 시작했다. 한편 기존 주력 제품과 물성이 다른 Non-gas 제품의 매출 기여는 2019년부터 가시화될 것으로 기대된다. 주요 고객사가 신규 증설을 자제하더라도 원익머트리얼즈는 2019년에 매출 성장을 지속할 것으로 판단된다. 중국법인 비용을 반영해 영업이익은 종전 대비 보수적인 401억원으로 추정하지만 순이익은 앞서 언급한 바와 같이 300억원 이상 수준인 308억원으로 전망한다.

목표주가 32,000원으로 하향하지만 긍정적 시각 유지

중국법인 투자비용을 감안해 2019년 영업이익을 보수적으로 추정하고, 이에 따라 목표주가를 하향 조정한다. 그러나 긍정적 시각을 유지한다. 영업이익보다 신제품의 매출 시작과 순이익의 레벨업(과거 최고 200억원에서 현재 300억원으로 안정화)이 주가에 끼칠 영향이 기대되기 때문이다. 순이익의 레벨업 영향으로 2019년 P/E는 9.8배로 매력적이다. 2016~17년의 평균(24.2배) 대비 훨씬 낮다. 당연히 매수를 추천한다.

Update

BUY

| TP(12M): 32,000원(하향) | CP(2월 11일): 23,900원

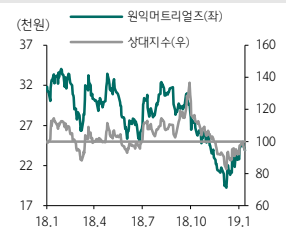
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	733.47
52주 최고/최저(원)	34,050/19,250
시가총액(십억원)	301.3
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	12,608.0
60일 평균 거래량(천주)	67.2
60일 평균 거래대금(십억원)	1.5
18년 배당금(예상, 원)	200
18년 배당수익률(예상, %)	0.92
외국인지분율(%)	10.82
주요주주 지분율(%)	
원익홀딩스	45.69
국민연금	8.80
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.4 (18.2) (26.8)
상대	4.3 (12.4) (15.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	230.0	248.2
영업이익(십억원)	43.9	45.8
순이익(십억원)	36.5	36.9
EPS(원)	2,974	2,816
BPS(원)	21,403	24,338

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	175.0	203.0	233.5	248.9	259.8
영업이익	십억원	23.4	32.9	42.2	40.1	43.0
세전이익	십억원	20.0	23.6	52.7	37.6	40.4
순이익	십억원	15.5	20.4	44.7	30.8	33.1
EPS	원	1,251	1,627	3,549	2,446	2,624
증감률	%	(29.0)	30.1	118.1	(31.1)	7.3
PER	배	26.91	21.35	6.13	9.77	9.11
PBR	배	1.96	1.86	0.97	0.96	0.88
EV/EBITDA	배	11.36	8.59	4.00	4.35	3.94
ROE	%	7.56	9.06	17.25	10.34	10.05
BPS	원	17,177	18,711	22,441	24,887	27,311
DPS	원	0	0	200	200	220



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

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

표 1. 원익머트리얼즈의 분기 및 연간 실적 추정(수정 이후)

(단위: 십억원, %)

실적 추정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F
매출(연결)	48.9	54.4	66.0	64.2	55.4	61.6	66.8	65.1	175.0	203.0	233.5	248.9
매출(별도)	46.5	52.6	63.6	61.4	53.2	59.3	64.2	62.5	162.7	193.2	224.1	239.1
제품%	55%	54%	55%	55%	56%	56%	56%	56%	43%	49%	55%	56%
상품%	45%	46%	45%	45%	44%	44%	44%	44%	57%	51%	45%	44%
영업이익(연결)	6.7	11.5	15.5	8.5	8.2	10.6	12.7	8.6	23.4	32.9	42.2	40.1
영업이익률%	13.6%	21.2%	23.5%	13.2%	14.8%	17.2%	19.0%	13.2%	13.4%	16.2%	18.1%	16.1%
영업이익(별도)	7.7	12.8	16.1	9.6	9.2	11.7	13.7	9.8	22.4	35.7	46.2	44.4
영업이익률%	16.5%	24.2%	25.4%	15.7%	17.3%	19.7%	21.3%	15.7%	13.8%	18.5%	20.6%	18.6%

자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

표 2. 원익머트리얼즈의 분기 및 연간 실적 추정(수정 이전)

(단위: 십억원, %)

실적 추정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출(연결)	48.9	54.4	66.0	59.7	55.4	61.7	66.8	63.7	175.0	203.0	229.0	247.6
매출(별도)	46.5	52.6	63.6	57.2	53.2	59.3	64.2	61.1	162.7	193.2	219.9	237.9
제품%	55%	54%	55%	55%	56%	56%	56%	56%	43%	49%	55%	56%
상품%	45%	46%	45%	45%	44%	44%	44%	44%	57%	51%	45%	44%
영업이익(연결)	6.7	11.5	15.5	9.9	7.8	13.5	16.2	10.9	23.4	32.9	43.6	48.3
영업이익률%	13.6%	21.2%	23.5%	16.6%	14.0%	21.8%	24.2%	17.1%	13.4%	16.2%	19.0%	19.5%
영업이익(별도)	7.7	12.8	16.1	10.9	8.8	14.4	17.0	11.9	22.4	35.7	47.4	52.2
영업이익률%	16.5%	24.2%	25.4%	19.0%	16.6%	24.3%	26.5%	19.5%	13.8%	18.5%	21.6%	21.9%

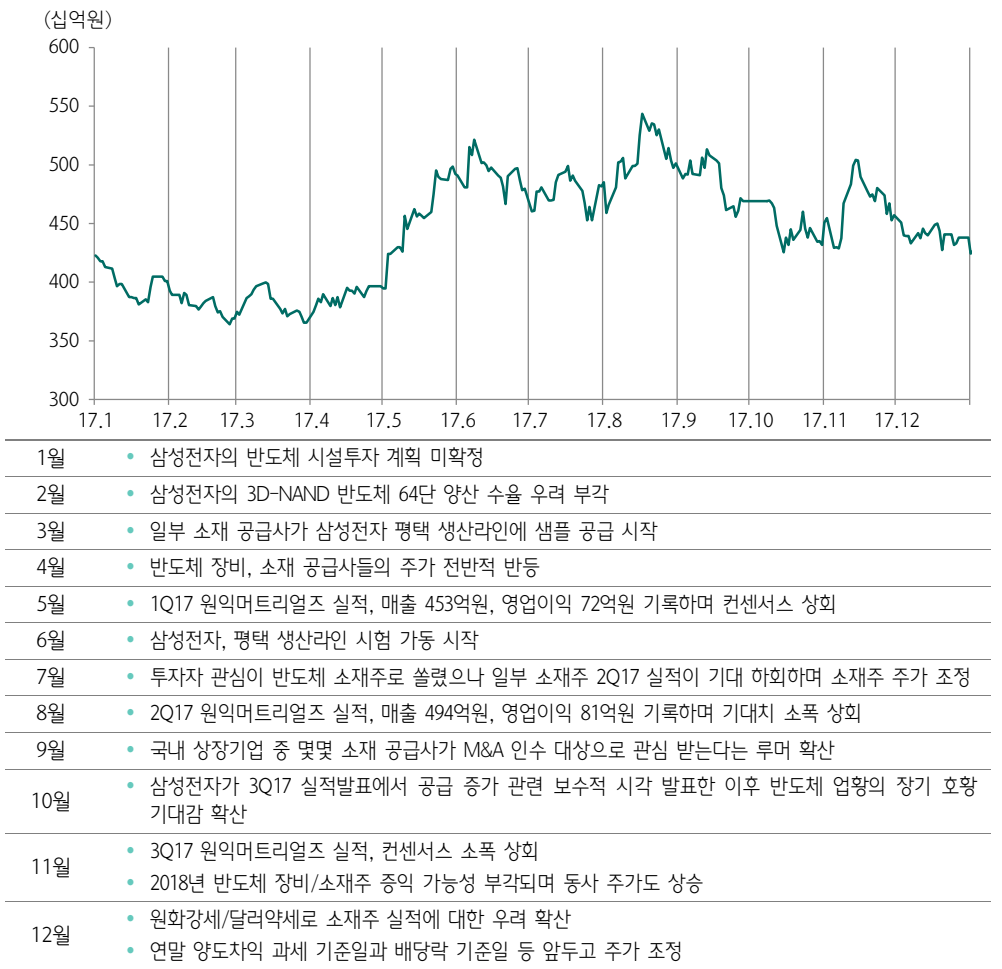
자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

그림 1. 원익머트리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2018년)



자료: 하나금융투자

그림 2. 원익머트리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2017년)



자료: 하나금융투자

Appendix: 원익머트리얼즈가 공급하는 특수가스

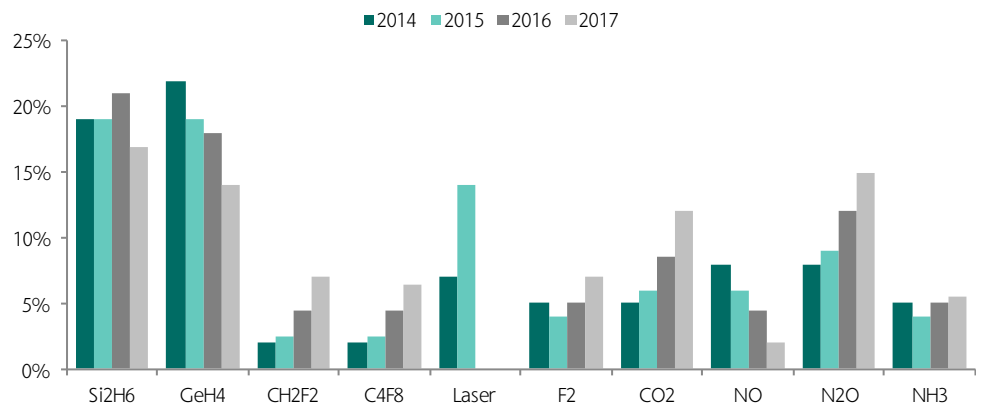
표 1. 고순도 가스

가스	용도	순도
BCl3		99.999%(5N)
BF3		99.995%(4N5)
C2H4		99.999%(5N)
C2HF5		99.99%(4N)
C3F6		99.9%(3N)
C3H6		99.97%(3N7)
C4F8	식각용 가스	99.99%(4N), 99.999%(5N)
CF4		99.999%(5N)
CH2F2		99.99%(4N)
CH4		99.995%(4N5)
CHF3		99.999%(5N)
Cl2		99.999%(5N)
CO2	세정용 및 포토공정용 가스	99.999%(5N)
HCl		99.999%(5N)
N2		99.9999%(6N)
N2O	증착용 가스	99.9995%(5N5)
NH3	절연막 증착용 가스	99.9995%~99.9999%
NO		99.95%(3N5)
O2		99.999%(5N)
SF6		99.999%(5N)
Si2H6	Diffusion(확산) 및 CVD 공정에 사용되는 가스	99.998%(4N8)
Si3H8		99.99%(4N)
Si4H10		95%(1N5)
SiCl4		99.99%(4N)
TCS		99.95%(3N5)
Xe		99.999%(5N)

자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

그림 2. 특수가스 품목별 매출 기여도

원익머트리얼즈는 불산계 가스, 질소계 가스 등 다양한 가스를 제품과 상품으로 공급



자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

Appendix: 과거 발간자료**[2018.10.10] 커버리지 개시: 남모르게 차오르는 곳간**

투자의견 BUY,

목표주가 36,000원 제시

투자포인트 (1) 식각가스 수요 ↑, (2) 무상증자와 배당여력

원익머트리얼즈는 반도체 및 OLED 공정용 특수가스를 공급한다. 아산화질소, 플루린 등 8개 가스가 매출의 80% 이상을 차지한다. 취급 가스 종류는 100종 이상이다. 경쟁사는 Kanto Denka, Air Products 등이다. 주요 가스의 점유율은 60% 이상으로 추정된다. 원익머트리얼즈는 SK쇼와테크처럼 식각가스를 3D-NAND 반도체용으로 공급한다. 양사는 서로 경쟁하지 않는다. 취급 품목이 다르기 때문이다. 3D-NAND의 적층 숫자가 확대되고 있어 식각가스의 수요가 증가할 것으로 기대된다. 원익머트리얼즈는 '좋은 회사'이지만 '좋은 주식'은 아니라는 오해를 받았다. 발행주식수가 적어 매수매도가 어려웠기 때문이다. 최근 무상증자를 실시하며 유동성이 2배로 증가했다. 무상증자 이후 배당 가능성도 높아졌다고 판단된다. 2016년부터 영업이익이 매년 증가하고 있으며 재무구조도 우수하기 때문이다.

2019년 매출 2,521억원(+9%), 영업이익 470억원(+11%)

3D-NAND 적층 숫자 확대 효과로 식각가스 수요는 증가할 것으로 전망된다. 원익머트리얼즈 실적의 특징은 꾸준하게 성장한다는 점이다. 100종 이상의 가스를 제조하거나 조달하기 때문이다. 원익머트리얼즈 수준의 다양한 포트폴리오를 갖춘 가스 공급사가 경쟁사로 동종 업종에 신규 진입하는 것은 불가능할 것으로 판단된다. 10% 내외의 실적 성장이 답답해 보이지만 10년 전, 2010년의 매출은 불과 900억원이었다. '복리의 마법'이 실적 성장을 증명하고 있다.

목표주가 36,000원 제시. 목표 P/E 13배 적용

목표주가 산정 시 2019년 EPS에 목표 P/E 13배를 적용했다. 13배는 반도체 및 OLED용 특수가스 공급사 SK머트리얼즈의 2019년 P/E이다. 13배를 할인하지 않고 그대로 적용한 이유는 양사간 경쟁 강도가 미미하고 반도체 수요에 따라 양사의 실적이 나란히 성장하기 때문이다. 원익머트리얼즈의 실적이 자생적으로 성장하는 구조를 갖췄다는 점을 감안하면, 현재 주가 기준 2018~19년 P/E 밸류에이션은 지나치게 저평가되었다고 판단되어 매수를 추천한다.

Appendix: 과거 발간자료

[2018.10.27] 3Q18 프리뷰: 얼음바다에 불을 뿜는 실적

투자의견 BUY

목표주가 36,000원 유지

3Q18 영업이익 141억원 전망. 기대 대비 크게 상회

2018년 3분기 매출과 영업이익은 각각 622억원(+19% YoY, +14% QoQ), 141억원(+63% YoY, +22% QoQ)으로 전망된다. 영업이익은 컨센서스(137억원)를 상회할 것으로 예상된다. 계절적 성수기 효과가 기대되는 가운데 3D-NAND 공정에서 식각용과 세정용으로 쓰이는 특수가스의 매출이 전분기 대비 15% 이상 증가하기 때문이다. 제품매출비중도 상반기에 이어 지속적으로 50%를 상회할 것으로 기대된다.

4Q18 영업이익 99억원 전망. 비수기 넘사벽 이익(90억원) 상회

2018년 4분기 실적은 여러 가지 측면에서 과거의 4분기와 달라질 것으로 전망된다. 전분기 대비 특수가스 출하 증가 효과가 지속되고, 3분기처럼 제품매출비중이 50%를 상회해 마진이 탄탄해질 것으로 기대된다. 2017년 4분기처럼 임직원 인센티브비용이 반영되더라도 영업이익은 전년동기 대비 +11% 증가한 99억원으로 전망된다. 2015년 4분기 이후 3년만에 영업이익이 90억원대를 상회할 것으로 기대된다.

2019년 기대감 낮았던 신제품들의 매출 가시성 증가

2019년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 +12%, +15% 증가한 2,512억원, 483억원으로 전망된다. 3D-NAND 반도체용 특수가스 수요가 견조한 가운데 디스플레이용 질소계열 가스와 불소계열 가스 수요가 우려와 달리 양호할 것으로 예상된다. 2018년 실적 성장이 본업 위주로 이루어졌는데, 2019년에는 그동안 영업적으로 순위가 낮았던 반도체용 신제품의 출하 시도가 강화될 것으로 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 36,000원 유지

반도체 업종의 투자심리는 악화되었지만 실적은 깨끗하다. 긍정적 시각을 유지한다. 반도체 업황의 변동성이 커지더라도 원익머트리얼즈가 꾸준히 이익을 지켜낼 가능성이 높다. 무상증자를 필두로 국내외 기관투자자의 주주권익이 강화될 것으로 기대된다. 투자의견 매수, 목표주가 36,000원을 유지한다.

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	175.0	203.0	233.5	248.9	259.8
매출원가	126.6	134.3	152.8	169.6	175.8
매출총이익	48.4	68.7	80.7	79.3	84.0
판매비	25.0	35.9	38.5	39.2	40.9
영업이익	23.4	32.9	42.2	40.1	43.0
금융손익	0.1	0.0	0.6	0.4	0.5
중속/관계기업손익	0.3	(3.2)	11.5	0.6	(0.5)
기타영업외손익	(3.8)	(6.1)	(1.6)	(3.5)	(2.7)
세전이익	20.0	23.6	52.7	37.6	40.4
법인세	4.3	5.9	9.1	7.5	8.1
계속사업이익	15.7	17.8	43.7	30.1	32.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.7	17.8	43.7	30.1	32.3
비배주주지분 손익	0.1	(2.7)	(1.1)	(0.7)	(0.8)
지배주주순이익	15.5	20.4	44.7	30.8	33.1
지배주주지분포괄이익	16.0	18.8	42.9	29.2	31.3
NOPAT	18.4	24.7	34.9	32.1	34.4
EBITDA	35.4	48.4	61.2	63.3	70.2
성장성(%)					
매출액증가율	(9.1)	16.0	15.0	6.6	4.4
NOPAT증가율	(26.7)	34.2	41.3	(8.0)	7.2
EBITDA증가율	(19.9)	36.7	26.4	3.4	10.9
영업이익증가율	(29.7)	40.6	28.3	(5.0)	7.2
(지배주주)순이익증가율	(28.9)	31.6	119.1	(31.1)	7.5
EPS증가율	(29.0)	30.1	118.1	(31.1)	7.3
수익성(%)					
매출총이익률	27.7	33.8	34.6	31.9	32.3
EBITDA이익률	20.2	23.8	26.2	25.4	27.0
영업이익률	13.4	16.2	18.1	16.1	16.6
계속사업이익률	9.0	8.8	18.7	12.1	12.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,251	1,627	3,549	2,446	2,624
BPS	17,177	18,711	22,441	24,887	27,311
CFPS	3,257	3,970	5,139	4,745	5,205
EBITDAPS	2,847	3,858	4,853	5,023	5,567
SPS	14,095	16,190	18,518	19,743	20,602
DPS	0	0	200	200	220
주가지표(배)					
PER	26.9	21.4	6.1	9.8	9.1
PBR	2.0	1.9	1.0	1.0	0.9
PCFR	10.3	8.8	4.2	5.0	4.6
EV/EBITDA	11.4	8.6	4.0	4.3	3.9
PSR	2.4	2.1	1.2	1.2	1.2
재무비율(%)					
ROE	7.6	9.1	17.2	10.3	10.1
ROA	6.3	7.5	14.8	9.0	8.8
ROIC	12.2	14.8	17.9	14.0	13.2
부채비율	18.7	15.6	13.8	13.2	12.5
순부채비율	(11.4)	(11.8)	(11.8)	(9.3)	(8.0)
이자보상배율(배)	65.7	111.0	146.1	142.3	152.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	72.8	72.7	83.6	82.2	82.3
금융자산	30.4	33.2	38.6	34.2	32.2
현금성자산	20.0	33.2	38.5	34.1	32.2
매출채권 등	16.2	13.7	15.7	16.7	17.4
재고자산	25.7	25.0	28.5	30.3	31.7
기타유동자산	0.5	0.8	0.8	1.0	1.0
비유동자산	189.5	206.9	243.6	277.1	308.3
투자자산	34.2	31.2	35.6	37.9	39.6
금융자산	8.2	6.9	7.9	8.4	8.8
유형자산	134.1	159.7	192.7	224.2	254.2
무형자산	8.6	3.0	2.6	2.2	1.9
기타비유동자산	12.6	13.0	12.7	12.8	12.6
자산총계	262.3	279.6	327.2	359.3	390.6
유동부채	36.7	34.6	36.7	38.6	39.9
금융부채	4.3	3.8	3.9	3.9	3.9
매입채무 등	30.2	25.3	28.8	30.7	32.1
기타유동부채	2.2	5.5	4.0	4.0	3.9
비유동부채	4.6	3.2	3.1	3.2	3.4
금융부채	0.9	1.0	0.6	0.6	0.6
기타비유동부채	3.7	2.2	2.5	2.6	2.8
부채총계	41.3	37.8	39.8	41.8	43.3
지배주주지분	214.6	235.9	282.9	313.8	344.4
자본금	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
자본잉여금	64.9	68.7	69.0	69.0	69.0
자본조정	0.4	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
기타포괄이익누계액	1.5	(0.1)	0.4	0.4	0.4
이익잉여금	144.7	165.0	211.3	242.1	272.7
비지배주주지분	6.4	5.9	4.5	3.7	2.9
자본총계	221.0	241.8	287.4	317.5	347.3
손금부채	(25.1)	(28.4)	(34.0)	(29.6)	(27.7)

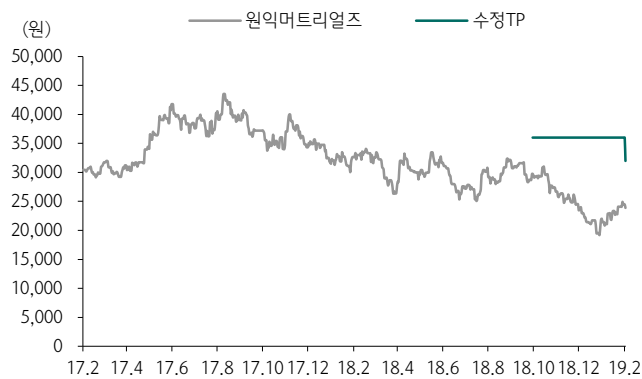
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	33.4	40.9	54.9	51.4	56.9
당기순이익	15.7	17.8	43.7	30.1	32.3
조정	17.3	28.0	10.6	22.2	25.2
감가상각비	12.0	15.5	19.0	23.2	27.2
외환거래손익	(0.1)	0.4	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	3.2	(6.0)	(1.4)	(2.1)
기타	5.7	8.9	(2.0)	0.4	0.1
영업활동 자산부채 변동	0.4	(4.9)	0.6	(0.9)	(0.6)
투자활동 현금흐름	(39.8)	(32.2)	(49.0)	(54.8)	(55.6)
투자자산감소(증가)	1.3	3.0	(1.5)	(0.9)	0.5
유형자산감소(증가)	(37.5)	(44.3)	(51.0)	(54.4)	(56.8)
기타	(3.6)	9.1	3.5	0.5	0.7
재무활동 현금흐름	1.9	4.6	(0.3)	(0.3)	(2.8)
금융부채증가(감소)	(0.1)	(0.4)	(0.2)	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	3.5	3.8	0.3	0.0	0.0
기타재무활동	(1.5)	1.2	(0.4)	(0.3)	(0.3)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	(2.5)
현금의 증감	(4.3)	13.1	5.4	(4.4)	(2.1)
Unlevered CFO	40.4	49.8	64.8	59.8	65.6
Free Cash Flow	(5.4)	(3.5)	3.7	(3.0)	0.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

원익머트리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.12	BUY	32,000		
18.10.10	BUY	36,000	-30.96%	-13.89%
18.10.5	담당자변경			-

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	94.2%	5.0%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 2월 11일

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 2019년 02월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 02월 11일 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.