

2019년 4월 30일 | Equity Research



아나운서 그룹

SK머티리얼즈(036490)

가랑비 내렸던 비수기

뚜껑을 열어보니 걱정이 지나쳤었다고 판단

1분기 잠정매출과 영업이익은 1,843억원(-8.5%QoQ, +29.5%YoY), 545억원(-4.5%QoQ, +61.3%YoY)을 기록했다. 영업이익은 최근 하향 조정됐던 컨센서스(537억원) 대비 상회했다. 특수가스 제품가격 인하가 제한적이었던 것으로 추정된다. 전분기 대비 매출과 영업이익이 소폭 감소한 이유는 비수기의 출하량 감소 영향 때문으로 판단된다.

SK하이닉스와 SK머티리얼즈의 주가 상관성, 0.69로 높음

SK머티리얼즈 주가는 최근 2개월간 조정받았다. 전방산업의 NAND 생산라인에서 재고 조정에 따른 영향이 반영되었다. 1분기 영업이익 컨센서스가 550억원에서 537억원까지 내려왔기 때문이다. 이의 창출력의 근본적인 훼손은 아니었다. SK머티리얼즈의 실적 컨센서스가 추가적으로 하향 조정될 가능성은 낮다. 한편 SK하이닉스의 1분기 실적 발표를 계기로 실적 컨센서스 하향 조정이 마무리되어 주가에 긍정적이다. 이제부터 양사 주가가 동반 상승할 가능성이 높아졌다.

목표주가 24만원으로 상향 조정. 글로벌 비교기업 대비 저평가

1분기 실적을 반영해 연간 영업이익 전망을 2,354억원에서 2,257억원으로 하향 조정한다. 그러나 목표주가는 23만원에서 24만원으로 상향 조정한다. 밸류에이션 비교기업의 평균 P/E가 15.0배(지난번 발간자료)에서 16.3배(이번 발간자료)로 높아졌기 때문이다. 특히 Air Products, Versum Materials, Entegris의 상대적 할증 캡은 점점 커지고 있어 SK머티리얼즈가 왜 이렇게 저평가되어있는지 이해할 수 없는 수준이다(본문 그림 13~18 참고)

자회사 중 SK에어가스가 가장 먼저 매출 2,000억원 도달 전망

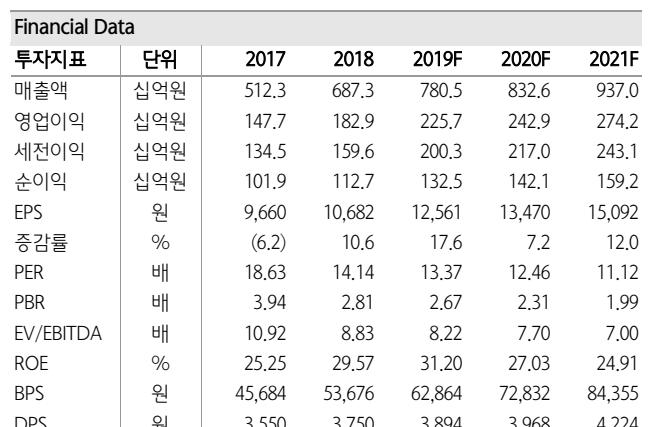
1분기가 비수기였지만 SK에어가스 매출은 전분기 대비 성장했을 것으로 추정된다. 캡티브 고객사(매출기여도 40% 내외)의 가동 일정에 따라 SK에어가스가 증설을 지속하고 있다. 질소, 탄산가스, 헬륨, 네온은 산업용뿐만 아니라 반도체 공정에서도 다양하게 사용된다. SK에어가스가 자회사 중에서 가장 먼저 연간 매출 2,000억원을 시현할 가능성이 높다.

Update

BUY

| TP(12M): 240,000원(상향) | CP(4월 29일): 167,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	750.60		
52주 최고/최저(원)	193,800/135,600		
시가총액(십억원)	1,771.0	매출액(십억원)	823.2 933.0
시가총액비중(%)	0.69	영업이익(십억원)	228.7 266.1
발행주식수(천주)	10,547.7	순이익(십억원)	155.3 182.6
60일 평균 거래량(천주)	33.9	EPS(원)	13,851 16,352
60일 평균 거래대금(십억원)	5.7	BPS(원)	54,613 68,569
19년 배당금(예상,원)	3,894		
19년 배당수익률(예상,%)	2.32		
외국인지분율(%)	14.60		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 1 인	49.11		
	0.00		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(1.0)	(4.1)	5.9
상대	(3.8)	(19.5)	25.0



Analyst 김경민, CFA

02-3771-3398

 clairekm.kim@hanafn.com

RA 이진우

02-3771-7775

jinwlee@hanafn.com



표 1. SK마티리얼즈의 목표주가 산정

	2019F	2020F
비지배주주지분 포함 당기순이익(A)	145.7	157.7
Peer group P/E		
효성화학	6.7	5.1
후성	18.1	12.4
Air Products	24.6	21.6
Versum	21.9	20.7
Kanto Denka	6.1	5.2
Entegris	20.2	17.8
평균 P/E(B)	16.3	13.8
목표시총(AxB)	2,370.2 십억원	
(자사주 제외) 유통주식수	9.5 백만주	
목표주가	240,000 원	
상승여력(%)	43%	

자료: WISEn, FactSet, 하나금융투자

표 2. SK마티리얼즈 분기 및 연간 실적 추정(변경 이후)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출(연결)	142.3	157.5	186.0	201.5	184.3	190.3	202.7	203.2	512.3	687.3	780.5	832.6
특수가스	142.6	151.6	163.0	167.9	156.3	157.9	164.7	164.5	545.3	625.1	643.4	663.0
SK에어가스(100% 지분)	24.1	26.4	32.0	39.4	40.6	41.0	41.8	42.6	92.1	121.9	166.0	183.5
SK트리켐(65% 지분)	3.4	8.3	22.5	24.6	23.4	23.6	23.8	24.1	1.6	58.7	94.8	96.9
SK쇼와덴코(51% 지분)					2.9	3.0	3.0	3.1		12.0	13.2	
조정	(27.8)	(28.8)	(31.5)	(30.4)	(38.9)	(35.1)	(32.1)	(32.8)	(126.7)	(118.5)	(138.9)	(135.2)
신규사업							1.5	1.7		3.2	11.1	
영업이익	33.8	40.8	51.2	57.1	54.5	55.3	57.5	58.3	147.7	182.9	225.7	242.9
특수가스	25.7	29.7	30.0	31.7	29.2	29.5	30.8	30.8	125.5	117.2	120.3	124.0
SK에어가스(100% 지분)	7.1	7.4	9.7	14.0	14.2	14.5	14.9	15.4	23.3	38.2	59.0	67.9
SK트리켐(65% 지분)	0.6	3.2	10.9	12.9	11.8	12.0	12.3	12.5	(2.9)	27.6	48.6	51.8
SK쇼와덴코(51% 지분)					0.5	0.5	0.5	0.6		2.2	2.5	
조정	0.4	0.4	0.6	(1.4)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	1.7	0.0	(5.1)	(5.5)
신규사업							0.3	0.3		0.6	2.2	
영업이익률%	23.7%	25.9%	27.5%	28.3%	29.6%	29.1%	28.4%	28.7%	28.8%	26.6%	28.9%	29.2%
당기순이익(비지배주주지분 포함)	22.8	26.2	38.6	35.9	35.6	35.6	36.9	37.5	104.1	123.4	145.7	156.2
순이익률%	16.1%	16.6%	20.7%	17.8%	19.3%	18.7%	18.2%	18.5%	20.3%	18.0%	18.7%	18.8%

자료: SK마티리얼즈, 하나금융투자

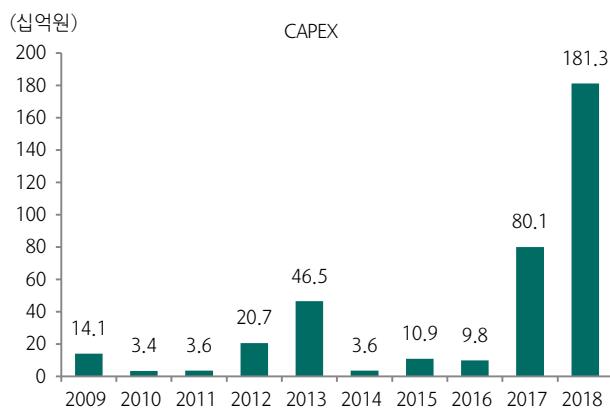
표 3. SK마티리얼즈 분기 및 연간 실적 추정(변경 이전)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출(연결)	142.3	157.5	186.0	201.5	202.4	204.7	214.9	215.7	512.3	687.3	837.6	948.7
특수가스	142.6	151.6	163.0	167.9	164.6	165.3	172.4	172.3	545.3	625.1	674.6	746.1
SK에어가스(100% 지분)	24.1	26.4	32.0	38.4	39.9	40.7	41.5	42.4	92.1	120.9	164.6	184.9
SK트리켐(65% 지분)	3.4	8.3	22.5	26.5	26.0	26.3	26.5	26.8	1.6	60.7	105.6	116.0
SK쇼와덴코(51% 지분)					2.9	3.0	3.0	3.1		12.0	13.4	
조정	(27.8)	(28.8)	(31.5)	(31.4)	(31.0)	(30.6)	(30.2)	(30.6)	(126.7)	(119.4)	(122.3)	(122.8)
신규사업							1.5	1.7		3.2	11.1	
영업이익	33.8	40.8	51.2	57.1	56.9	57.7	60.0	60.7	147.7	182.9	235.4	267.3
특수가스	25.7	29.7	30.0	31.2	30.3	30.5	31.8	31.7	125.5	116.7	124.3	137.4
SK에어가스(100% 지분)	7.1	7.4	9.7	11.6	12.1	12.5	12.9	13.2	23.3	35.8	50.7	59.6
SK트리켐(65% 지분)	0.6	3.2	10.9	12.8	12.6	12.8	13.1	13.4	(2.9)	27.5	51.9	59.3
SK쇼와덴코(51% 지분)					0.5	0.5	0.5	0.6		2.2	2.4	
조정	0.4	0.4	0.6	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.7	2.9	5.8	6.3
신규사업							0.3	0.3		0.6	2.2	
영업이익률%	23.7%	25.9%	27.5%	28.4%	28.1%	28.2%	27.9%	28.1%	28.8%	26.6%	28.1%	28.2%
당기순이익(비지배주주지분 포함)	22.8	26.2	38.6	36.4	36.7	37.1	38.6	39.1	104.1	124.0	151.5	172.7
순이익률%	16.1%	16.6%	20.7%	18.1%	18.2%	18.1%	17.9%	18.1%	20.3%	18.0%	18.1%	18.2%

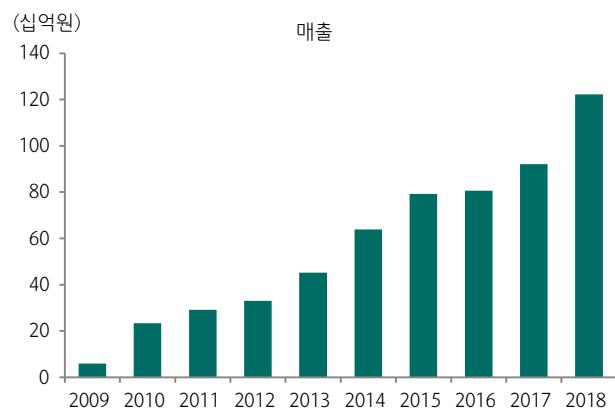
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 1. 자회사 SK에어가스의 시설투자(연간)



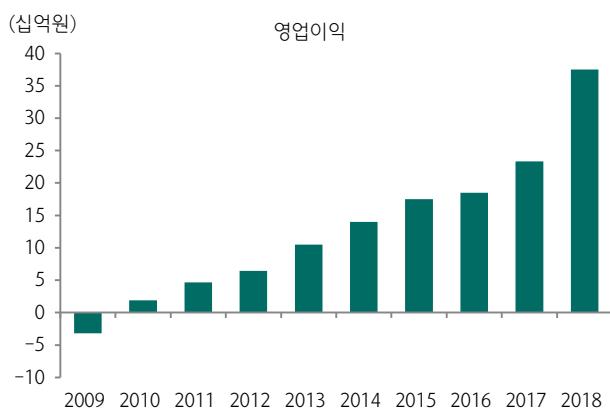
자료: SK머티리얼즈, SK에어가스, 하나금융투자

그림 2. 자회사 SK에어가스의 매출(연간)



자료: SK머티리얼즈, SK에어가스, 하나금융투자

그림 3. 자회사 SK에어가스의 영업이익(연간)



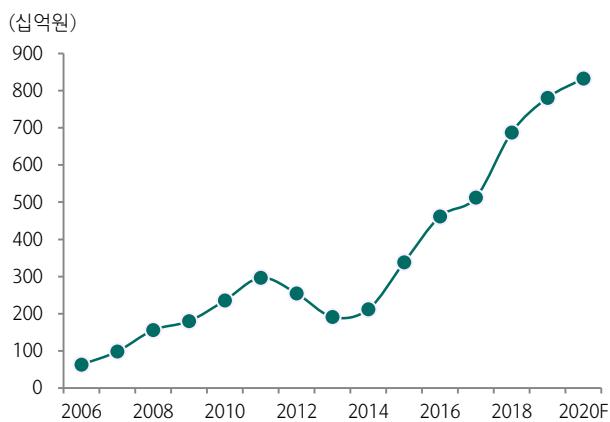
자료: SK머티리얼즈, SK에어가스, 하나금융투자

그림 4. 자회사 SK에어가스의 순이익(연간)



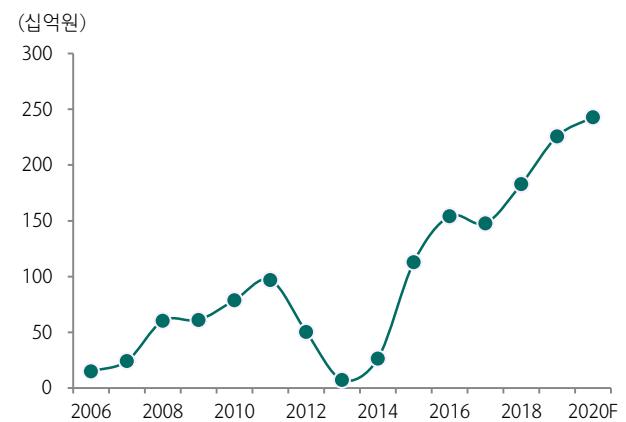
자료: SK머티리얼즈, SK에어가스, 하나금융투자

그림 5. SK머티리얼즈의 연결매출 전망(연간)



자료: WISEfn, SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 6. SK머티리얼즈의 연결영업이익 전망(연간)



자료: WISEfn, SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 7. 원료가격 추이: 무수불산(HF) 수입가격(월간)



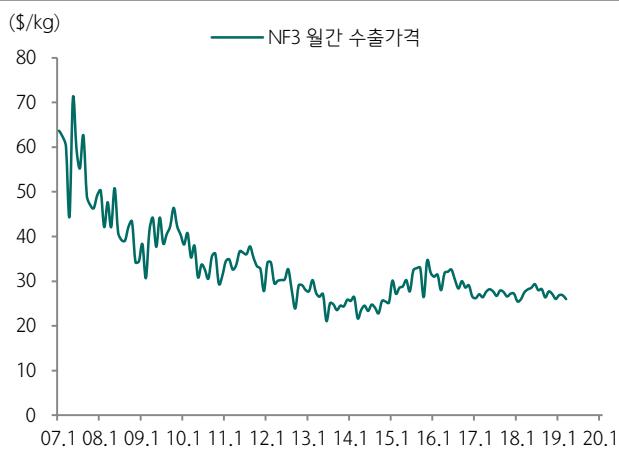
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 8. 원료가격 추이: 무수불산(HF) 수입가격(일간)



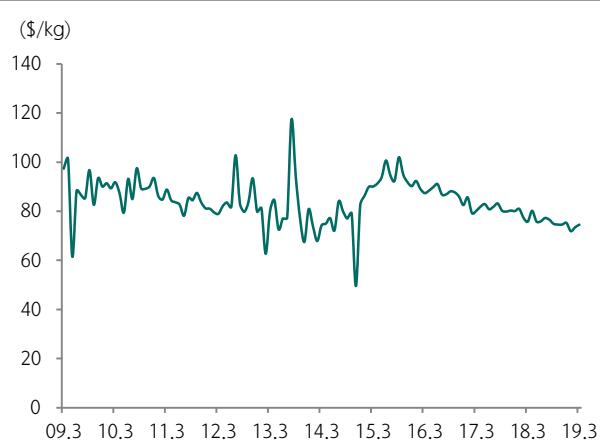
자료: China Commodity Data Group, 하나금융투자

그림 9. 특수ガ스 주력제품: 삼불화질소(NF3) 수출가격 추이



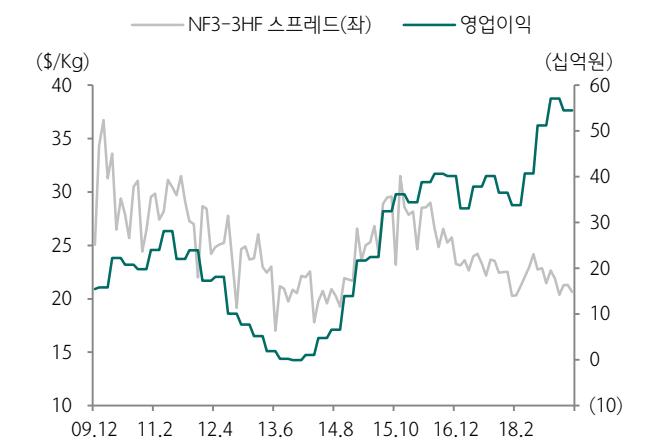
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 10. 특수ガ스 주력제품: 육불화텅스텐(WF6) 수출가격 추이



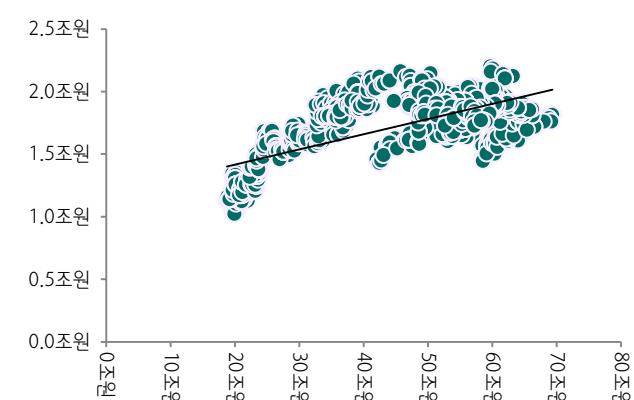
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 11. 특수ガ스 스프레드(마진) 감소해도 연결영업이익 성장 지속



자료: 무역통계, WISEfn, SK마티리얼즈, 하나금융투자

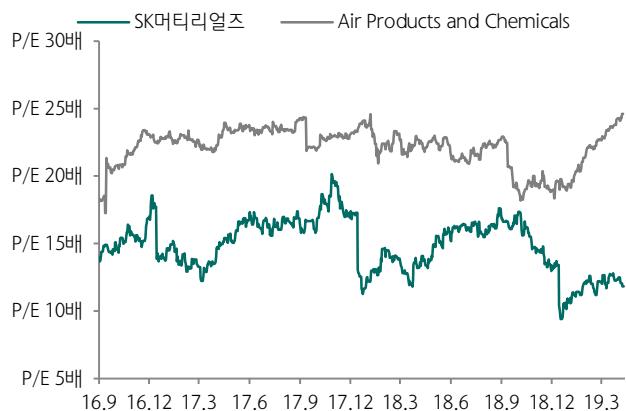
그림 12. SK하이닉스와 SK마티리얼즈의 시총 상관성, 0.69로 높음



주: 2016년~현재 기준, 가로축은 SK하이닉스 시총, 세로축은 SK마티리얼즈 시총

자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 13. SK마테리얼즈와 peer 공급사 Air Products의 P/E



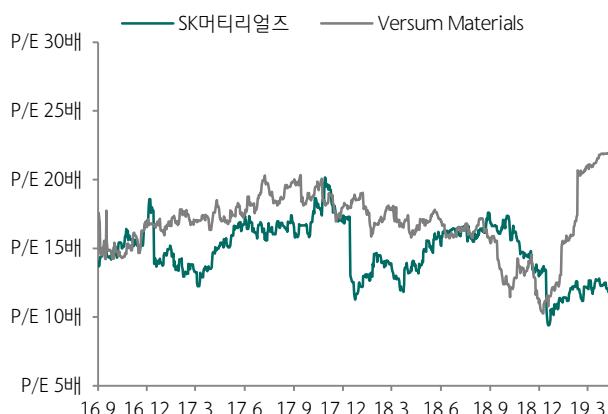
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 14. SK마테리얼즈 대비 Air Products의 P/E 할증 확대



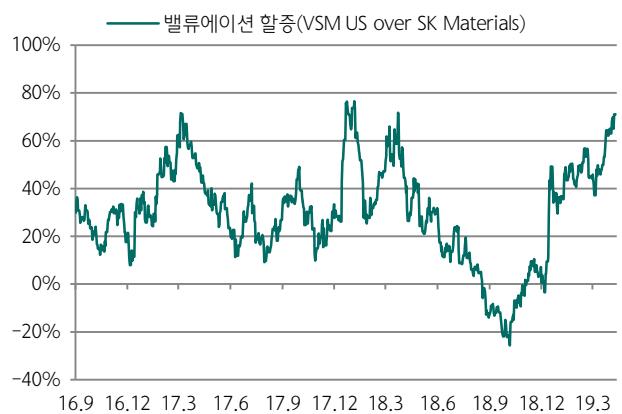
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 15. SK마테리얼즈와 peer 공급사 Versum Materials의 P/E



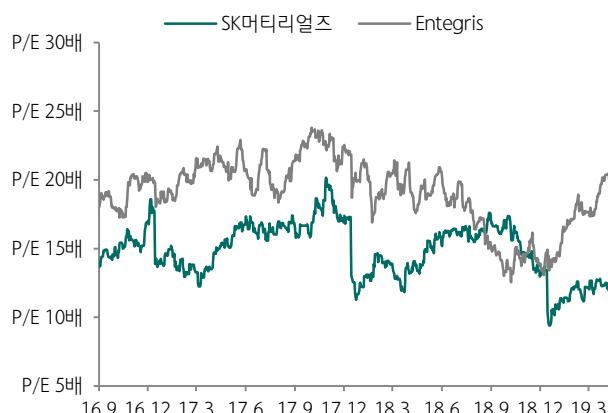
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 16. SK마테리얼즈 대비 Versum Materials의 P/E 할증 확대



자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 17. SK마테리얼즈와 peer 공급사 Entegris의 P/E



자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 18. SK마테리얼즈 대비 Entegris의 P/E 할증 확대



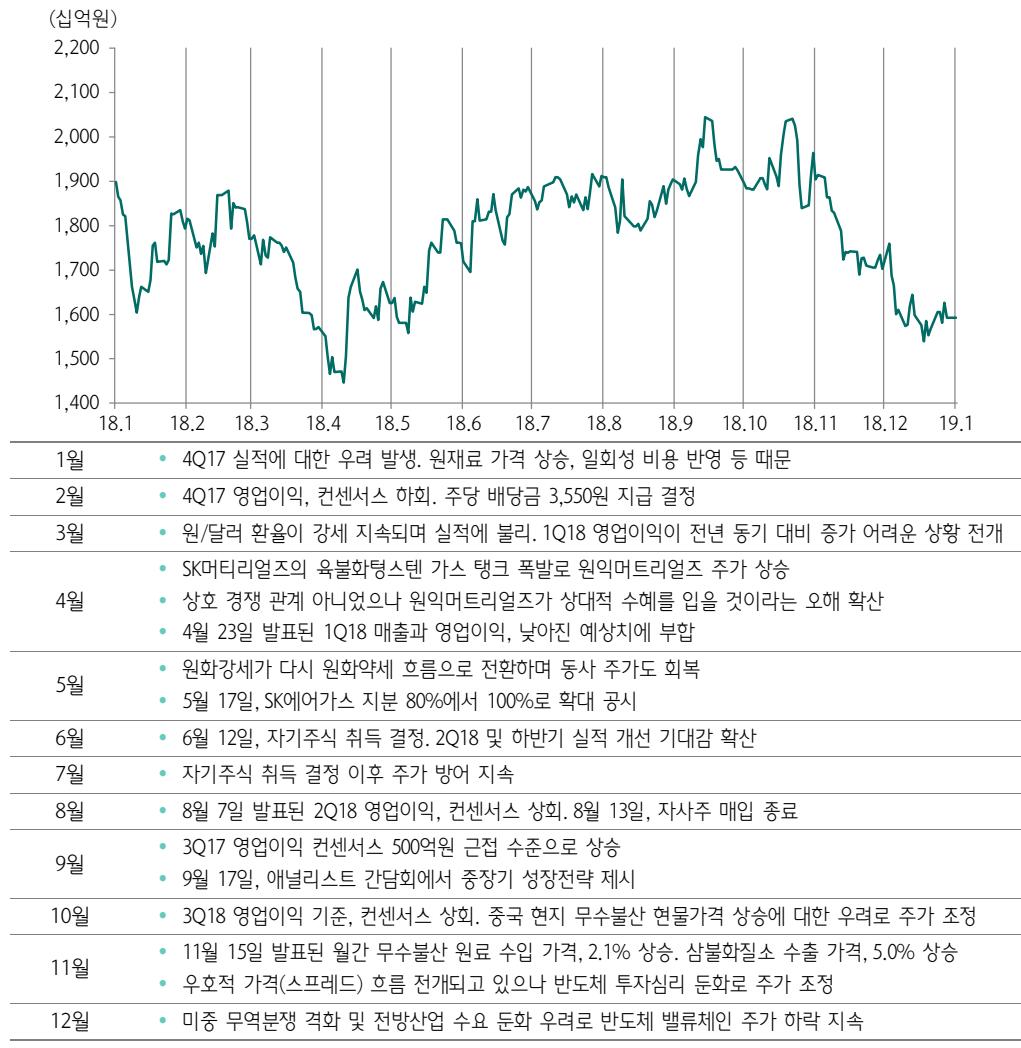
자료: WISEfn, FactSet, 하나금융투자

그림 19. SK마티리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 20. SK마티리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2018년)



자료: WISEfn, 하나금융투자

Appendix: 과거 발간 자료 | 2018년 10월 10일 | 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, Peric, Air Products & Chemicals 등이다. 점유율은 삼불화질소 가스 기준 40% 이상이다. 주요 고객사는 메모리 반도체 및 OLED 디스플레이 공급사이다. 반도체용 가스와 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(SK트리켐) 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

20배는 글로벌 경쟁사 Air Products & Chemicals, 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 성장성이 높은 사업에 진출한다면 글로벌 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄을 받게 될 것으로 기대된다.

Appendix: 과거 발간 자료 | 2018년 10월 18일 | 비싸 보여도 더 올라간다

3Q 영업이익, 컨센서스 상회. 4Q 영업이익, 레벨 업 전망

3분기 매출과 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, SK트리켐 200억원으로 예상치(285억원, 166억원)를 상회한 것으로 추정된다. 4분기에도 실적의 레벨 업 흐름이 지속될 것으로 전망된다. 매출 1,987억원, 영업이익 550억원으로 전망된다. SK에어가스와 SK트리켐의 매출은 전분기 대비 10% 이상 증가할 것으로 기대된다. 2017년 4분기에 발생했던 그룹 관련 비용은 이번에 영향을 끼치지 않을 것으로 전망된다.

본업은 핵심이 아니고 자회사가 실적 성장의 동력

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

목표주가 23만원 유지. 비싸 보이는 밸류에이션, 더욱 오를 것

목표주가 산정 시 글로벌 공정소재 공급사 Air Products & Chemicals, Air Liquide의 P/E 밸류에이션을 참고했다. 장기적으로 SK마티리얼즈가 공정용 케미칼, 감광보조재료, 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.

Appendix: 과거 발간 자료 | 2018년 12월 11일 | 어두울수록 별★은 빛난다

1Q19 영업이익 추정치, 506억원에서 555억원으로 상향

증익이 기정사실화(既定事實化)된 4Q18 실적보다 비수기에 해당되는 1Q19 실적이 더욱 중요하다. 1Q19 영업이익 추정치를 506억원에서 555억원으로 상향 조정한다. 주력제품 삼불화질소 특수가스의 가격이 견조하게 유지되고, 원재료 무수불산의 가격이 4분기 수준의 안정적 기조로 협상이 마무리되고 있기 때문이다. 2019년 연간 영업이익 추정치는 종전대로 유지한다. 분기 실적의 흐름은 가파른 상저하고가 아니라, 1분기부터 4분기까지 꾸준한 계단식 상승으로 전망된다.

원재료 가격 상승이 아이러니하게도 제품가격 방어를 지원

2017년 1월부터 2018년 10월까지 원료(무수불산)가격이 kg당 \$1.03에서 \$1.69까지 50% 이상 상승했고, 동 기간에 SK머티리얼즈의 특수가스 부문 영업이익률은 22%에서 18%까지 이미 하락했다. 결과적으로 주요 고객사가 제품가격 인하를 무리하게 요구할 가능성이 낮다.

가동률 감안한 글로벌 삼불화질소 생산능력은 공급 부족 암시

글로벌 삼불화질소 생산능력은 2018년 기준 29,800톤으로 추정되지만 각 사의 가동률을 감안한 생산능력은 23,940톤으로 연간 수요(25,000~26,000톤) 대비 적다. 이와 같은 상황에서 삼불화질소 가격이 추가적으로 하락하지는 않을 것으로 전망된다. SK머티리얼즈의 경쟁사 Versum Materials도 지난 11월 6일 컨퍼런스콜에서 삼불화질소 가격은 유지 또는 상승할 가능성이 높다는 의견을 제시했다.

희망의 별같은 실적에 저평가 매력까지 겸비. 매수 추천

주가의 발목을 잡던 요인은 4Q18 영업이익이 정점이라는 것이었는데 1Q19까지 실적가시성이 확대되었다. 3분기 실적 발표 이후 최근 1개월간 주가수익률이 -14%를 기록하며 2019년 P/E는 11.9배까지 낮아졌다. 실적 가시성과 저평가 매력을 겸비했다. 매수를 추천한다.

Appendix: 과거 발간 자료 | 2019년 1월 29일**SK머티리얼즈의 NF3 경쟁사 Versum과 소모품 공급사 Entegris 합병으로 한국 peer에 대한 외국인 투자자 관심 증가 전망**

- SK머티리얼즈의 삼불화질소 경쟁사 Versum(VSM US)과 반도체 공정용 소재/ 소모품 공급사 Entegris(ENTG US)가 주식교환 통한 합병 결정
- 합병 법인의 시총 90억달러, 연간 매출 30억달러 추산
- 합병에 대해 한국, 미국, 대만, 일본 규제당국 승인 필요할 것. 양사의 주요 고객사가 인텔, TSMC, 삼성전자, SK하이닉스, 도시바이기 때문
- 합병에 대한 시장 반응은 긍정적. Versum과 Entegris는 전일 대비 각각 15.86%, 5.88% 상승
- 양사는 최근 3년간 연평균 10% 이상 매출 성장 기록했으나 2019~20년 성장률은 낮은 한 자릿수로 둔화. 반도체 시설투자 축소 때문
- 합병 시너지로 비용 절감과 공동 연구개발 등이 제시되었으나 보다 근본적인 이유는 2019년 전방산업의 반도체 시설투자 축소에 대비한 전략적 대응으로 판단됨
- 양사 합병 발표 계기로 한국 반도체 벤류체인에서 M&A로 성장을 지속하는 기업에 대한 관심이 늘어날 것으로 전망, 이를 기업의 외국인 투자자 지분은 더욱 확대될 것으로 예상
- 양사 합병과 가장 유사한 방식으로 성장하는 공정소재/소모품 공급사는 원익큐엔씨와 SK머티리얼즈임
- (1)원익큐엔씨: VLK(엑시머 램프) 영업 양수, 세라코(비산화물세라믹) 지분 인수, 나노원(세정) 지분 인수, MoM Holding(실리콘, 퀼츠 원재료) 유상증자 참여. 현재 외국인 지분율 5.4%. 투자의견 매수, 목표주가 18,000원
- (2)SK머티리얼즈: 자회사(에어가스, 트리켐, 쇼와덴코) 통해 산업용가스, 프리커서(액체소재), 식각가스 사업에 진출. 추가적으로 인산(액체소재) 사업 추진. 이와 별도로 2차전지 핵심소재 특허 기 보유. 현재 외국인 지분율 12.8%. 투자 의견 매수, 목표주가 23만원

Appendix: 과거 발간 자료 | 2019년 1월 31일 | 연매출 1조로 가는 길

4Q18 매출 2,015억원, 영업이익 571억원으로 추정치 상회

매출과 영업이익은 추정치(1,955억원, 553억원)을 상회했다. 본업(특수가스)에서 제품가격과 출하가 전분기 대비 안정적 수준을 기록했고 자회사(트리켐, 에어가스)의 매출이 전분기 대비 각각 18%, 20% 증가한 것으로 추정된다. 계절적 성수기다운 실적이다.

2019년 매출 8,376억원, 영업이익 2,328억원으로 전망

자회사의 실적 기여가 빠르게 늘어날 것으로 판단된다. 캡티브 고객 확보 효과로 에어가스와 트리켐의 연매출을 각각 1,646억, 1,056억원으로 추정된다. 양사의 중장기 연매출이 각각 2,000억원까지 증가할 가능성이 높을 것으로 전망된다. 특수가스에서 매년 6,000억 원 이상의 매출이 시현되므로 연매출 1조원을 달성할 가능성이 높다. 자회사 실적 성장에 힘입어 전사 영업이익 규모는 본업(특수가스)의 마진 스프레드 방향성과 달리 지속적으로 증가하고 있다.

최근 무수불산 현물가격 급락은 단기적으로 주가에 긍정적

걱정을 자아내던 원재료(무수불산) 현물가격이 12월 중순 이후 14% 하락했다. SK머티리얼즈의 특수가스 스프레드가 현물가격의 영향을 크게 받지 않지만 작은 호재에 민감한 최근 시장 분위기를 감안하면 무수불산 현물가격 급락은 투자심리 개선에 기여할 것으로 판단된다.

VSM과 ENTG의 합병 계기로 SK머티리얼즈에 대한 관심 증가

삼불화질소 및 가스장치 공급사 Versum(VSM US)과 반도체 공정용 소재 및 소모품 공급사 Entegris(ENTG US)가 주식교환을 통해 합병하기로 결정했다. 합병에 대한 시장 반응은 긍정적이었다. 발표 당일 Versum과 Entegris는 각각 15.9%, 5.9% 상승했다. 양사는 최근 3년간 연평균 10% 이상 매출 성장 기록했으나 2019~20년 성장률은 낮은 한 자릿 수로 둔화된다. 양사 합병 발표 계기로 SK머티리얼즈에 대한 관심도가 증가하며 외국인 투자자 지분은 더욱 확대될 것으로 예상된다. 이미 M&A와 JV를 통해 성장 중이고, 캡티브 고객 확보 효과로 이익 성장 속도가 Versum이나 Entegris 대비 빠르기 때문이다. SK머티리얼즈에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23만원을 유지한다.

Appendix: 과거 발간 자료 | 2019년 3월 4일 | 자회사의 증설, 주마가편(走馬加鞭)

자회사 SK에어가스 증설 공시. 3,201억원 규모. M16향 수요 대응

SK머티리얼즈의 자회사(지분율 100%) SK에어가스가 증설을 결정했다. 시설투자 금액 3,201억원은 모회사 SK머티리얼즈의 2019년 EBITDA 3,367억원 수준에 가깝다. 시설투자 목적은 캡티브 고객사로 반도체 공정용 질소가스, Clean Dry Air(오염물질 제거된 압축공기) 등을 공급하려는 것이다. 증설 완료 시기는 2020년 2분기이다. 매출 시작 시기는 2020년 4분기로 예상된다. 2020년까지의 연결실적 추정치에 크게 영향 주지 않지만 SK머티리얼즈의 주가에 긍정적인 이벤트라고 판단된다. 자회사 실적 성장의 로드맵이 재확인되었기 때문이다.

SK에어가스. 2021년부터 연매출 2천억원 이상 달성할 가시성 확대

SK에어가스 매출은 2019년 1,646억원, 2020년 1,849억원으로 전망된다.(참고: 표 3) 이번에 발표된 증설은 SK에어가스가 2021년부터 2,000억원 이상 매출을 달성할 가시성을 높여준다. SK에어가스 및 SK머티리얼즈의 실적 성장에 주마가편(走馬加鞭)격이다. 구조적 성장을 통해 SK머티리얼즈의 연결매출이 1조원(본사 7,000억원, SK에어가스 2,000억원, SK트리켐 1,000억원)을 달성할 가능성이 높아졌다.

HF 원료가격 지속 하락. SK머티리얼즈의 2분기 마진 개선 기대

SK머티리얼즈의 원재료(HF, Hydrofluoric acid, 무수불산) 현물가격이 12월 중순부터 2월까지 하락세를 지속하고 있다. 하락 중인 현물가격은 2분기 수입가격에 영향을 줄 것으로 전망된다. 수입가격이 낮아지고, 제품가격이 안정적으로 유지된다면 스프레드(마진) 개선이 기대된다.

목표주가 23만원 유지. 2019년 실적에 목표 P/E 15.0배 적용

15.0배는 효성화학, 후성, Air Products & Chemicals, Versum Materials, Kanto Denka, Entegris의 2019년 평균 P/E이다. SK머티리얼즈에 대해 Buy & Hold 전략이 유효하다고 판단된다. 최근 Versum Materials와 Entegris의 합병 발표 이후 미국 Peer의 P/E 밸류에이션은 SK머티리얼즈 대비 47.3%~84.8% 할증되어 거래되고 있다.(참고: 그림 17~22) 밸류에이션이 상대적으로 저평가된 SK머티리얼즈로 해외 투자자의 관심이 쏠릴 것으로 예상된다.

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	512.3	687.3	780.5	832.6	937.0
매출원가	314.7	430.4	470.7	500.0	561.8
매출총이익	197.6	256.9	309.8	332.6	375.2
판관비	49.9	74.0	84.1	89.7	101.0
영업이익	147.7	182.9	225.7	242.9	274.2
금융순익	(11.5)	(20.9)	(23.6)	(26.7)	(19.7)
종속/관계기업순익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	(1.5)	(2.4)	(1.8)	0.8	(11.3)
세전이익	134.5	159.6	200.3	217.0	243.1
법인세	30.5	36.1	54.6	60.7	68.1
계속사업이익	104.1	123.4	145.7	156.2	175.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	104.1	123.4	145.7	156.2	175.0
비지배주주지분 순이익	2.2	10.8	13.2	14.1	15.8
지배주주순이익	101.9	112.7	132.5	142.1	159.2
지배주주지분포괄이익	96.6	134.6	132.0	141.5	158.6
NOPAT	114.2	141.5	164.2	174.9	197.4
EBITDA	222.8	277.4	332.3	366.8	414.2
성장성(%)					
매출액증가율	11.0	34.2	13.6	6.7	12.5
NOPAT증가율	(5.9)	23.9	16.0	6.5	12.9
EBITDA증가율	0.6	24.5	19.8	10.4	12.9
영업이익증가율	(4.2)	23.8	23.4	7.6	12.9
(지배주주)순익증가율	(6.2)	10.6	17.6	7.2	12.0
EPS증가율	(6.2)	10.6	17.6	7.2	12.0
수익성(%)					
매출총이익률	38.6	37.4	39.7	39.9	40.0
EBITDA이익률	43.5	40.4	42.6	44.1	44.2
영업이익률	28.8	26.6	28.9	29.2	29.3
계속사업이익률	20.3	18.0	18.7	18.8	18.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,660	10,682	12,561	13,470	15,092
BPS	45,684	53,676	62,864	72,832	84,355
CFPS	21,530	26,905	31,345	34,880	38,226
EBITDAPS	21,124	26,295	31,502	34,771	39,270
SPS	48,569	65,157	74,002	78,934	88,830
DPS	3,550	3,750	3,894	3,968	4,224
주가지표(배)					
PER	18.6	14.1	13.4	12.5	11.1
PBR	3.9	2.8	2.7	2.3	2.0
PCFR	8.4	5.6	5.4	4.8	4.4
EV/EBITDA	10.9	8.8	8.2	7.7	7.0
PSR	3.7	2.3	2.3	2.1	1.9
재무비율(%)					
ROE	25.3	29.6	31.2	27.0	24.9
ROA	10.1	9.0	8.9	8.4	8.3
ROIC	13.7	12.9	12.1	11.2	11.2
부채비율	173.9	246.7	208.2	185.6	163.8
순부채비율	125.6	205.8	178.9	158.0	137.4
이자보상배율(배)	11.4	8.6	7.6	7.5	7.8

자료: 하나금융투자

대차대조표

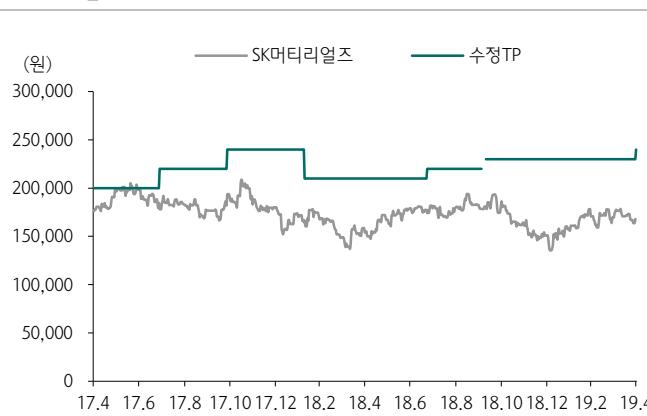
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	201.8	263.8	250.2	281.9	326.7
금융자산	18.9	16.5	0.8	15.9	27.3
현금성자산	18.7	16.1	0.3	15.4	26.8
매출채권 등	90.7	126.2	127.3	135.8	152.8
재고자산	86.2	111.8	112.7	120.3	135.3
기타유동자산	6.0	9.3	9.4	9.9	11.3
비유동자산	916.2	1,134.7	1,332.2	1,524.8	1,704.7
투자자산	11.5	11.3	2.1	2.2	2.5
금융자산	0.7	2.0	2.1	2.2	2.5
유형자산	885.1	1,106.1	1,314.6	1,508.6	1,689.4
무형자산	6.6	10.0	8.2	6.7	5.5
기타비유동자산	13.0	7.3	7.3	7.3	7.3
자산총계	1,118.0	1,398.4	1,582.4	1,806.7	2,031.4
유동부채	336.5	501.3	575.1	679.0	764.2
금융부채	179.4	368.6	441.4	537.8	607.8
매입채무 등	140.0	109.6	110.6	118.0	132.8
기타유동부채	17.1	23.1	23.1	23.2	23.6
비유동부채	373.3	493.8	493.9	495.0	497.2
금융부채	351.9	477.8	477.8	477.8	477.8
기타비유동부채	21.4	16.0	16.1	17.2	19.4
부채총계	709.9	995.1	1,069.1	1,174.1	1,261.4
지배주주지분	385.7	376.2	473.2	578.3	699.8
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	34.2	19.1	19.1	19.1	19.1
자본조정	(96.2)	(189.7)	(189.7)	(189.7)	(189.7)
기타포괄이익누계액	(3.7)	20.1	20.1	20.1	20.1
이익잉여금	446.1	521.5	618.4	723.5	845.0
비지배주주지분	22.4	27.1	40.2	54.4	70.2
자본총계	408.1	403.3	513.4	632.7	770.0
순금융부채	512.5	829.9	918.5	999.7	1,058.2

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	136.7	176.0	251.8	272.9	299.9
당기순이익	104.1	123.4	145.7	156.2	175.0
조정	78.4	108.6	107.1	124.7	140.9
감가상각비	75.1	94.5	106.6	123.9	140.0
외환거래손익	(1.8)	2.1	0.0	0.2	0.2
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.0	12.0	0.5	0.6	0.7
영업활동 자산부채 변동	(45.8)	(56.0)	(1.0)	(8.0)	(16.0)
투자활동 현금흐름	(268.5)	(330.5)	(303.6)	(316.2)	(319.6)
투자자산감소(증가)	(10.7)	0.2	9.2	(0.1)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(260.6)	(327.1)	(313.3)	(316.4)	(319.6)
기타	2.8	(3.6)	0.5	0.3	0.3
재무활동 현금흐름	91.6	151.7	37.2	59.4	32.4
금융부채증가(감소)	213.5	315.1	72.8	96.3	70.0
자본증가(감소)	(0.1)	(15.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(84.4)	(112.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(37.4)	(35.6)	(35.6)	(36.9)	(37.6)
현금의 증감	(41.6)	(2.6)	(15.8)	15.0	11.6
Unlevered CFO	227.1	283.8	330.6	367.9	403.2
Free Cash Flow	(124.0)	(153.7)	(61.5)	(43.5)	(19.7)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK마티리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.4.30	BUY	240,000		
18.10.10	BUY	230,000	-27.91%	-15.87%
18.10.5	담당자변경		-	-
18.7.23	BUY	220,000	-18.66%	-11.91%
18.2.8	BUY	210,000	-21.79%	-13.81%
17.10.27	BUY	240,000	-25.39%	-13.04%
17.7.28	BUY	220,000	-18.05%	-12.77%
17.4.27	BUY	200,000	-4.76%	2.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.2%	8.2%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.