



BUY(Maintain)

목표주가: 230,000원(상향)

주가(7/30): 175,500원

시가총액: 18,511억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063

yuak.pak@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/30)	625.64pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
	193,800원	135,600원
최고/최저가 대비 등락률	-9.4%	29.4%
수익률	절대	상대
1M	18.5%	30.8%
6M	12.1%	28.1%
1Y	-2.0%	20.6%

Company Data

발행주식수	10,548천주
일평균 거래량(3M)	48천주
외국인 지분율	13.0%
배당수익률(19E)	2.2%
BPS(19E)	47,059원
주요 주주	SK 외 1인
	49.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	512	687	767	901
영업이익	148	183	229	274
EBITDA	223	277	368	431
세전이익	135	160	202	252
순이익	104	123	156	195
지배주주지분순이익	102	113	155	193
EPS(원)	9,660	10,682	14,684	18,292
증감률(% YoY)	-6.2	10.6	37.5	24.6
PER(배)	18.6	14.1	12.0	9.6
PBR(배)	4.92	4.23	3.73	2.85
EV/EBITDA(배)	10.9	8.8	7.4	6.2
영업이익률(%)	28.9	26.6	29.9	30.4
ROE(%)	25.3	29.6	35.5	33.7
순차입금비율(%)	125.5	206.0	161.7	118.2

Price Trend



실적 Review

SK머티리얼즈 (036490)

신규 사업의 실적 가시성 확대



3Q19 영업이익 573억원 전망. SK하이닉스향 실적은 '1xnm DRAM 비중 확대의 긍정적 효과'가 'Wafer 투입량 감소의 부정적 영향'을 상쇄, 이를 포함한 전사 실적은 삼성전자와 중국 고객사들의 가동률 상승 전환으로 인해서 성장세가 지속될 전망. 또한 올 하반기부터는 인산계 에천트와 불화수소 사업이 본격화되며, 신규 사업을 통한 중장기 성장 스토리가 더욱 탄탄해질 것으로 판단. 신규 사업을 반영한 EPS 조정(20E +11%, 21E +10%)과 CoE 변경 등을 반영하여, 목표주가를 상향 조정함.

>>> 2Q19 영업이익 551억원 기록, 예상치 부합

2Q19 실적이 매출액 1,830억원(+16%YoY), 영업이익 551억원(+35%YoY)으로 잠정 집계됐다. 매출액은 예상 대비 다소 부진했던 반면, 영업이익은 기대치에 부합했다. 매출 부진은 NF3와 SK트리켐의 출하 감소율이 예상보다 더 커졌기 때문이고, 영업이익은 공정 효율 개선과 원/달러 환율 상승이 좀 더 긍정적으로 작용했기 때문이라고 판단된다. 2Q19 NF3의 출하량은 삼성전자의 NAND와 OLED 가동률 하락으로 인해서, 전 분기 대비 소폭 하락했다. SK트리켐도 고객사의 강도 높은 재고 조정으로 인해서 출하량이 크게 감소했지만, 그 외 WF6와 SK에어가스 등은 전 분기에 이어 견조한 실적을 이어간 것으로 파악된다.

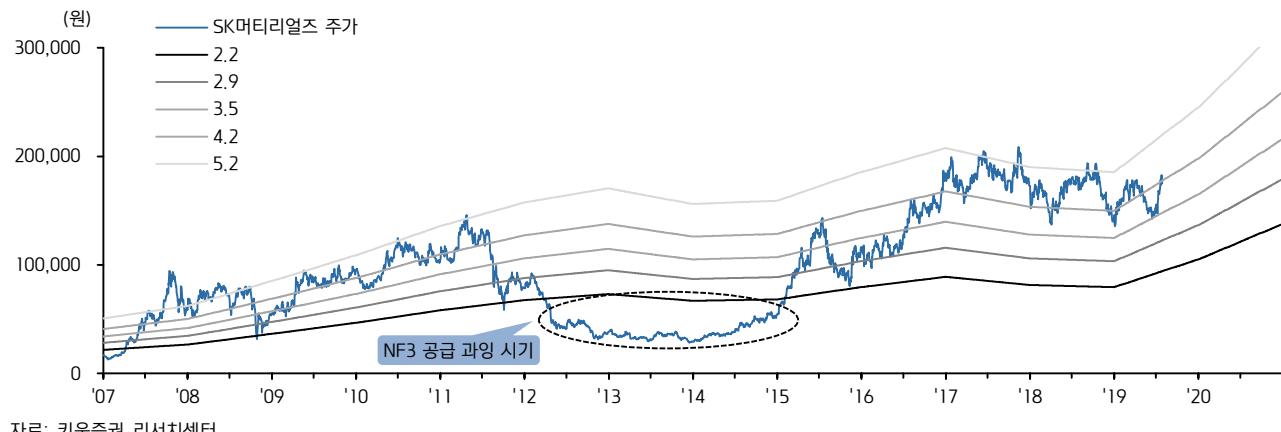
>>> 3Q19 영업이익 573억원 전망, 특수가스 수요 회복

3Q19는 매출액 1,948원(+5%YoY), 영업이익 573억원(+12%YoY)을 기록할 전망이다. SK하이닉스향 실적은 '1xnm DRAM 비중 확대의 긍정적 효과'가 'Wafer 투입량 감소의 부정적 영향'을 상쇄하며 견조할 것이고, 이를 포함한 전사 실적은 삼성전자를 비롯한 중국 고객사들의 가동률 상승 전환으로 인해서 성장세가 지속될 것이라는 판단이다. 특수가스(NF3, WF6)는 앞서 언급한 삼성전자의 NAND, OLED, LSI, 그리고 중국 디스플레이 업체들의 가동률 상승 전환에 힘입어, +10~12%QoQ 수준의 출하량 증가를 기록할 것으로 예상된다. 지난 분기에 실적 감소를 크게 겪었던 SK트리켐 역시 고객사의 1xnm DRAM 비중 확대(2Q19 45% → 4Q19 80%)의 긍정적 영향으로 인해, 큰 폭의 실적 성장을 기록할 것으로 기대된다.

>>> 업종 Top Pick, 목표주가는 230,000원으로 상향

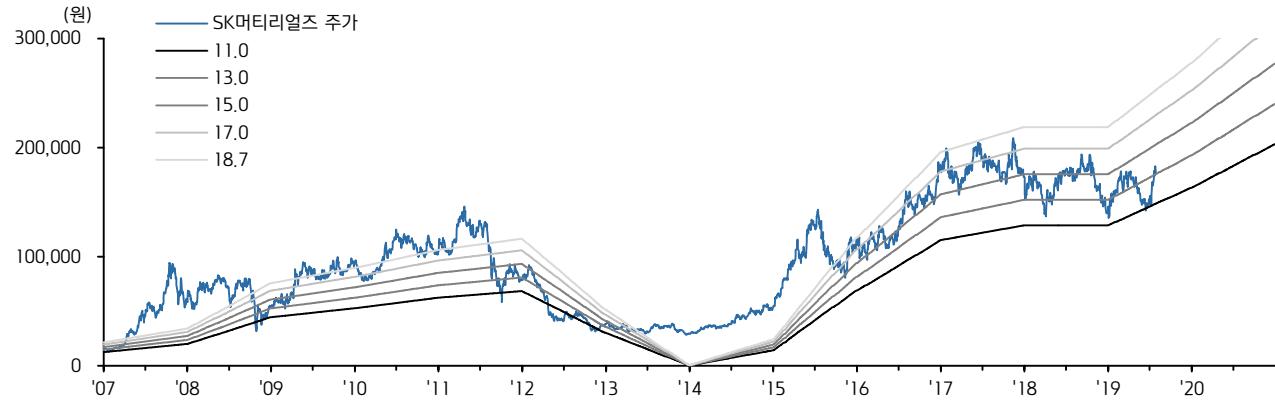
주요 고객사의 신규 증설이 지연되어, 올 하반기 큰 폭의 실적 성장을 기대하기는 다소 어려워 보인다. 다만 최근 들어 고객사의 NAND 재고가 빠르게 소진되고 있어, 연말 이후 감소했던 매출액의 회복이 나타날 것이다. 또한 올 하반기부터는 인산계 에천트와 불화수소 사업이 본격화되기 시작하며, 신사업 확대를 통한 중장기 성장 스토리가 더욱 탄탄해질 것이다. 가시성이 높아진 신규 사업의 실적 전망치를 반영하여 EPS를 상향(20E +11%, 21E +10%)하고, CoE(Cost of Equity) 변경 등을 고려해 목표주가를 23만원으로 상향한다.

SK머티리얼즈 12개월 Trailing P/B Ratio



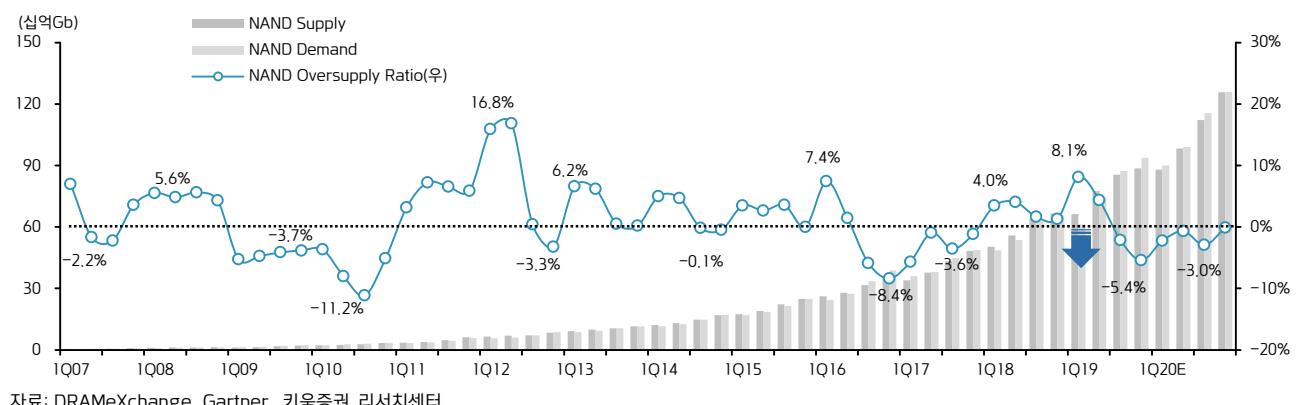
자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

NAND Supply and Demand: 하반기 공급 부족 재진입 전망



자료: DRAMeXchange, Gartner, 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	142.3	157.5	186.0	201.5	184.3	183.0	194.8	205.0	687.3	767.1	901.1
%YoY Growth	22%	27%	41%	44%	29%	16%	5%	2%	34%	12%	17%
NF3	85.8	90.1	97.5	100.8	90.5	87.6	92.5	96.5	374.2	367.1	415.9
SiH4/Si2H6	12.0	11.7	11.6	13.4	11.9	12.3	12.3	14.2	48.7	50.7	53.3
WF6	15.1	17.6	19.7	20.3	18.9	19.1	20.8	22.6	72.7	81.5	95.3
SK에어가스	24.1	26.4	31.9	39.4	39.5	39.6	39.3	39.5	121.9	157.9	184.7
SK트리켐, SK소와덴코 등	5.2	11.6	25.4	27.6	23.5	24.4	29.8	32.2	69.8	109.9	151.9
매출원가	93.2	98.6	116.2	122.4	110.1	108.4	117.5	121.4	430.4	457.4	542.1
매출원가율	65%	63%	62%	61%	60%	59%	60%	59%	63%	60%	60%
매출총이익	49.1	58.9	69.8	79.1	74.2	74.6	77.3	83.6	256.8	309.7	359.1
매출총이익률	35%	37%	38%	39%	40%	41%	40%	41%	37%	40%	40%
판매비와관리비	15.3	18.2	18.5	21.9	19.7	19.5	20.0	21.7	74.0	80.9	84.9
영업이익	33.8	40.8	51.2	57.1	54.5	55.1	57.3	62.0	182.9	228.8	274.2
%YoY Growth	2%	8%	28%	56%	61%	35%	12%	9%	24%	25%	20%
영업이익률	24%	26%	28%	28%	30%	30%	29%	30%	27%	30%	30%
법인세차감전순익	31.3	36.1	43.9	48.3	47.4	48.6	52.1	54.3	159.6	202.4	252.2
법인세비용	8.5	9.9	5.3	12.4	11.8	9.1	10.9	14.1	36.2	46.0	57.3
당기순이익	22.8	26.2	38.6	35.9	35.6	39.5	41.1	40.2	123.4	156.4	194.9
당기순이익률	16%	17%	21%	18%	19%	22%	21%	20%	18%	20%	22%
KRW/USD	1,072	1,082	1,120	1,129	1,127	1,165	1,165	1,160	1,102	1,154	1,130

자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 실적 업데이트 (단위: 십억원)

	2Q19P					2019E		
	수정전	수정후	증감율	컨센서스	증감율	수정전	수정후	증감율
매출액	191.5	183.0	-4%	192.3	-5%	781.3	767.1	-2%
NF3	93.5	87.6	-6%			376.0	367.1	-2%
SiH4	12.3	12.3	0%			49.6	50.7	2%
WF6	19.7	19.1	-3%			83.7	81.5	-3%
SK에어가스	39.8	39.6	-1%			159.8	157.9	-1%
SK트리켐, SK소와덴코 등	26.1	24.4	-7%			112.3	109.9	-2%
매출총이익	75.6	74.6	-1%	77.1	-3%	307.2	309.7	1%
매출총이익률	39%	41%				39%	40%	
영업이익	55.2	55.1	0%	55.9	-1%	225.1	228.8	2%
영업이익률	29%	30%				29%	30%	
당기순이익	38.4	39.5	3%	37.1	6%	151.0	156.4	4%
당기순이익률	20%	22%				19%	20%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 6개월 목표주가: 230,000원 제시

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales [십억원]	687.3	767.1	901.1	1,024.6	1,130.1	1,226.2
Growth	34.2%	11.6%	17.5%	13.7%	10.3%	8.5%
EPS [원]	10,682	14,684	18,292	22,020	24,510	26,369
Growth	10.6%	37.5%	24.6%	20.4%	11.3%	7.6%
BPS [원]	35,670	47,059	61,659	79,738	100,087	122,147
Growth	-2.5%	31.9%	31.0%	29.3%	25.5%	22.0%
ROCE(Return On Common Equity)	29.6%	35.5%	33.7%	31.1%	27.3%	23.7%
COE(Cost of Equity)	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
Residual Earnings(ROCE-COE)	20.9%	26.8%	25.0%	22.5%	18.6%	15.0%
PV of Residual Earnings		10,201	11,482	12,360	11,958	11,012
Equity Beta	1.2					
Risk Free Rate	1.4%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.7%					
Continuing Value	199,163					
Beginning Common Shareholders' Equity	35,670					
PV of RE for the Forecasting Period	57,013					
PV of Continuing Value	131,268					
Intrinsic Value per Share – 6M TP		233,484				

주: Equity Beta는 2016~2017 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 1조원 이상 6% 적용

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	512	687	767	901	1,025
매출원가	315	430	457	542	602
매출총이익	198	257	310	359	422
판관비	50	74	81	85	100
영업이익	148	183	229	274	323
EBITDA	223	277	368	434	494
영업외손익	-13.1	-23.3	-22.6	-21.3	-19.1
이자수익	0	1	1	2	3
이자비용	13	21	22	22	21
외환관련이익	13.3	8.1	9.1	10.7	12.1
외환관련손실	11.3	8.3	9.3	9.9	11.3
증속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-2.1	-3.1	-1.4	-2.1	-1.9
법인세차감전이익	135	160	202	252	304
법인세비용	30	36	46	57	69
계속사업순손익	104	123	156	195	235
당기순이익	104	123	156	195	235
지배주주순이익	102	113	155	193	232
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.0	34.2	11.6	17.5	13.8
영업이익 증감율	-3.9	23.6	25.1	19.7	17.9
EBITDA 증감율	0.7	24.2	32.9	17.9	13.8
지배주주순이익 증감율	-6.1	10.8	37.2	24.5	20.2
EPS 증감율	-6.2	10.6	37.5	24.6	20.4
매출총이익율(%)	38.7	37.4	40.4	39.8	41.2
영업이익률(%)	28.9	26.6	29.9	30.4	31.5
EBITDA Margin(%)	43.6	40.3	48.0	48.2	48.2
지배주주순이익률(%)	19.9	16.4	20.2	21.4	22.6

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	202	264	280	330	387
현금 및 현금성자산	19	16	26	46	78
단기금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	91	126	114	129	132
재고자산	86	112	129	143	162
기타유동자산	6.0	10.0	11.0	12.0	15.0
비유동자산	916	1,135	1,288	1,386	1,481
투자자산	11	11	11	13	13
유형자산	885	1,106	1,259	1,354	1,446
무형자산	7	10	10	11	12
기타비유동자산	13.0	8.0	8.0	8.0	10.0
자산총계	1,118	1,398	1,569	1,717	1,867
유동부채	337	501	518	525	462
매입채무 및 기타채무	140	110	129	142	126
단기금융부채	179	369	367	360	313
기타유동부채	18.0	22.0	22.0	23.0	23.0
비유동부채	373	494	525	511	531
장기금융부채	352	478	508	491	509
기타비유동부채	21.0	16.0	17.0	20.0	22.0
부채총계	710	995	1,044	1,036	993
지배지분	386	376	496	650	841
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	34	19	19	19	19
기타자본	-96	-190	-190	-190	-190
기타포괄손익누계액	-4	20	21	20	19
이익잉여금	446	521	640	795	987
비지배지분	22	27	29	31	33
자본총계	408	403	525	681	874

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	137	176	316	346	374
당기순이익	104	123	156	195	235
비현금항목의 가감	123.0	160.3	213.9	244.7	266.0
유형자산감가상각비	74	93	136	157	168
무형자산감가상각비	1	2	3	3	3
지분법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	48.1	65.3	74.9	84.7	95.0
영업활동자산부채증감	-46	-56	13	-16	-40
매출채권및기타채권의감소	-15	-40	12	-14	-3
재고자산의감소	-14	-29	-17	-14	-20
매입채무및기타채무의증가	8	-11	20	12	-16
기타	-25.0	24.0	-2.0	0.0	-1.0
기타현금흐름	-44.0	-51.3	-66.9	-77.7	-87.0
투자활동 현금흐름	-268	-330	-296	-260	-268
유형자산의 취득	-261	-330	-293	-253	-262
유형자산의 처분	0	3	3	1	2
무형자산의 순취득	0.4	-0.1	-3.0	-3.5	-4.2
투자자산의감소(증가)	-11	0	0	-2	0
단기금융자산의감소(증가)	1	0	0	0	0
기타	2.6	-2.9	-3.0	-2.5	-3.8
재무활동 현금흐름	92	152	-39	-92	-99
차입금의 증가(감소)	219.4	313.0	28.8	-23.9	-29.3
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	-95	-94	0	0	0
배당금지급	-37	-36	-36	-36	-38
기타	4.6	-31.0	-31.8	-32.1	-31.7
기타현금흐름	-1.5	0.1	28.3	26.1	25.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-42	-3	10	20	32
기초현금 및 현금성자산	60	19	16	26	46
기말현금 및 현금성자산	19	16	26	46	78

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,660	10,682	14,684	18,292	22,020
BPS	36,567	35,670	47,059	61,659	79,738
CFPS	21,530	26,905	35,113	41,678	47,458
DPS	3,550	3,750	3,800	4,000	4,250
주가배수(배)					
PER	18.6	14.1	12.0	9.6	8.0
PER(최고)	21.7	18.2	13.5		
PER(최저)	15.9	12.8	9.1		
PBR	4.92	4.23	3.73	2.85	2.20
PBR(최고)	5.74	5.46	4.22		
PBR(최저)	4.21	3.84	2.83		
PSR	3.71	2.32	2.41	2.05	1.81
PCFR	8.4	5.6	5.0	4.2	3.7
EV/EBITDA	10.9	8.8	7.4	6.2	5.3
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	34.2	28.8	23.0	19.5	17.2
배당수익률(%),보통주,현금)	2.0	2.5	2.2	2.3	2.4
ROA	10.3	9.8	10.5	11.9	13.1
ROE	25.3	29.6	35.5	33.7	31.1
ROIC	14.5	13.8	13.6	14.8	16.0
매출채권회전율	6.1	6.3	6.4	7.4	7.9
재고자산회전율	6.4	6.9	6.4	6.6	6.7
부채비율	173.9	246.7	198.8	152.1	113.7
순차입금비율	125.5	206.0	161.7	118.2	85.0
이자보상배율	11.4	8.6	10.4	12.3	15.1
총차입금	531	846	875	851	822
순차입금	512	830	849	805	743
NOPLAT	223	277	368	434	494
FCF	-112	-140	36	101	116

Compliance Notice

- 당사는 7월 30일 현재 'SK머티리얼즈' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

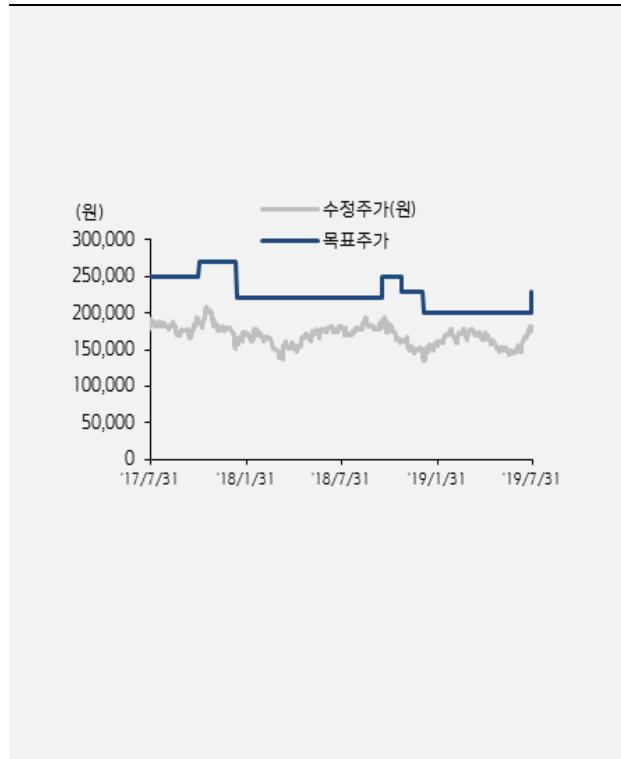
동 자료에 수록된 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다. 동 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK머티리얼즈 (036490)	2017-06-08	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-17.42	-6.82
	2017-07-13	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-24.46	-22.40
	2017-07-28	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-26.28	-22.40
	2017-09-21	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-27.25	-22.40
	2017-11-06	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-27.03	-16.52
	2018-01-15	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-23.82	-20.91
	2018-02-07	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.20	-20.91
	2018-02-13	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-24.20	-20.91
	2018-02-14	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-26.38	-19.05
	2018-04-24	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-26.74	-19.05
	2018-05-29	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-25.41	-18.32
	2018-07-10	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-25.21	-17.73
	2018-08-28	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-17.20	-11.91
	2018-10-17	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-29.75	-22.60
	2018-11-26	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-33.90	-27.48
	2019-01-07	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-22.39	-19.40
	2019-02-11	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.96	-11.00
	2019-02-27	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-17.17	-10.80
	2019-05-22	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.17	-10.80
	2019-07-12	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-14.39	-8.55
	2019-07-31	BUY(Maintain)	230,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%