

SK머티리얼즈(036490)

다 이유가 있겠죠

SK머티리얼즈, CO2 제조사 한유케미칼을 P/S 3.0배에 인수

SK머티리얼즈는 CO2/드라이아이스 공급사 한유케미칼의 지분 80%를 400억원에 인수한다. 한유케미칼의 2018년 매출은 165억원, 총자본은 191억원, 총자산은 224억원이니 기업가치 500억원(지분율 100% 가정 시 환산금액)은 2018년 실적 기준으로 P/S 3.0배, P/B 2.6배를 의미한다.

CO2는 웨이퍼 세정 또는 노광 공정에서의 핵심 공정소재

반도체산업에서 CO2는 온실가스의 주범이 아니라 순도에 따라 웨이퍼 세정용 또는 Photo Immersion 공정용으로 사용되는 핵심 공정소재이다. 국내에서 반도체공정용 CO2 특수가스를 이미 공급하고 있는 원익머트리얼즈의 경우, 품목별 가스매출을 정확히 확인하기 어렵지만 2016년부터 소량량이 꾸준하게 증가해 100종류를 상회하는 취급품목 중에서 이미 스테디셀러이자 주요 매출품목으로 자리잡았고, 매년 사용량이 늘어나는 것으로 추정된다.

공정소재 M&A의 P/S 가치: 대성산업가스 4.9배, Versum 4.1배

SK머티리얼즈의 한유케미칼 인수는 최근 진행 중이거나 완료된 2건의 공정소재 M&A를 상기시킨다. 국내 최대 산업용 가스 기업 대성산업가스의 매각희망가격은 2.5조원으로 거론되는데, 2018년 별도매출(5,182억원) 기준, P/S 4.8배를 의미한다. 한편 독일의 Merck KGaA에 인수된 Versum Materials의 경우 기업가치(US\$ 5.8B)와 매출(US\$ 1.4B)을 비교하면 P/S 4.1배였다. P/S 밸류에이션을 높게 평가 받는 이유는 ① 공정소재의 진입장벽이 워낙 높고, ② 한국의 경우 화관법/화평법 때문에 신규 진입에 오랜 시간이 걸리며, ③ 이러한 상황 때문에 공급 부족이 쉽게 발생하는데, ④ 삼성전자와 SK하이닉스라는 최대 수요처가 존재하므로, ⑤ 공정소재 공급사의 구조적 실적 성장이 가능하기 때문이다.

캡티브 고객사향으로 실적 고성장 가시성 높다는 것이 결론

SK머티리얼즈의 자회사 SK에어가스와 SK트리캠의 실적이 캡티브 고객사향으로 급성장했다는 점을 감안하면 한유케미칼도 고순도 특수가스 아이템을 늘리며 연간 수백억원 매출 시현이 빠른 시일 내에 가시화될 것으로 기대된다. 조바심을 내지 말고 일단 기다려보자.

Update

BUY

| TP(12M): 240,000원 | CP(11월 27일): 176,100원

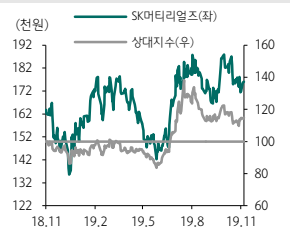
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	647.39
52주 최고/최저(원)	188,000/135,600
시가총액(십억원)	1,857.4
시가총액비중(%)	0.80
발행주식수(천주)	10,547.7
60일 평균 거래량(천주)	30.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.4
19년 배당금(예상, 원)	4,693
19년 배당수익률(예상, %)	2.66
외국인지분율(%)	13.76
주요주주 지분율(%)	
SK 외 1인	49.11
국민연금공단	6.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.4) 16.9 8.9
상대	(2.7) 24.6 17.9

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	775.8	874.0
영업이익(십억원)	223.6	254.7
순이익(십억원)	154.0	177.4
EPS(원)	13,350	15,473
BPS(원)	50,927	64,259

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	512.3	687.3	776.8	890.7	1,085.4
영업이익	십억원	147.7	182.9	223.0	250.0	309.2
세전이익	십억원	134.5	159.6	196.8	221.9	272.6
순이익	십억원	101.9	112.7	140.9	157.9	194.0
EPS	원	9,660	10,682	13,363	14,970	18,395
증감률	%	(6.2)	10.6	25.1	12.0	22.9
PER	배	18.63	14.14	13.18	11.76	9.57
PBR	배	3.94	2.81	2.74	2.37	2.01
EV/EBITDA	배	10.92	8.83	8.39	7.68	6.51
ROE	%	25.25	29.57	32.66	29.18	29.20
BPS	원	45,684	53,676	64,169	74,446	87,583
DPS	원	3,550	3,750	4,693	5,258	6,460



Semiconductor Analyst
김경민, CFA
dairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA
이진우
jinwlee@hanafn.com

표 1. 한유케미칼의 손익계산서

(단위: 십억원)

	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-12
매출액	16.7	18.3	18.1	15.7	15.9	18.9	16.1	12.9	16.5
매출원가	9.3	10.7	9.8	8.9	8.7	10.8	9.6	9.1	11.2
매출총이익	7.4	7.6	8.3	6.8	7.2	8.1	6.5	3.8	5.3
판매비와관리비	4.2	4.3	4.9	4.3	4.4	4.6	4.6	4.1	4.6
영업이익	3.1	3.3	3.4	2.5	2.8	3.5	1.8	(0.3)	0.7
금융수익	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.1
금융비용	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5
세전계속사업이익	3.1	3.3	3.4	2.6	2.5	3.5	2.0	0.1	0.4
법인세비용	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5	0.8	0.4	0.0	0.1
당기순이익	2.4	2.5	2.7	2.0	1.9	2.7	1.6	0.1	0.3

자료: 한유케미칼, 하나금융투자

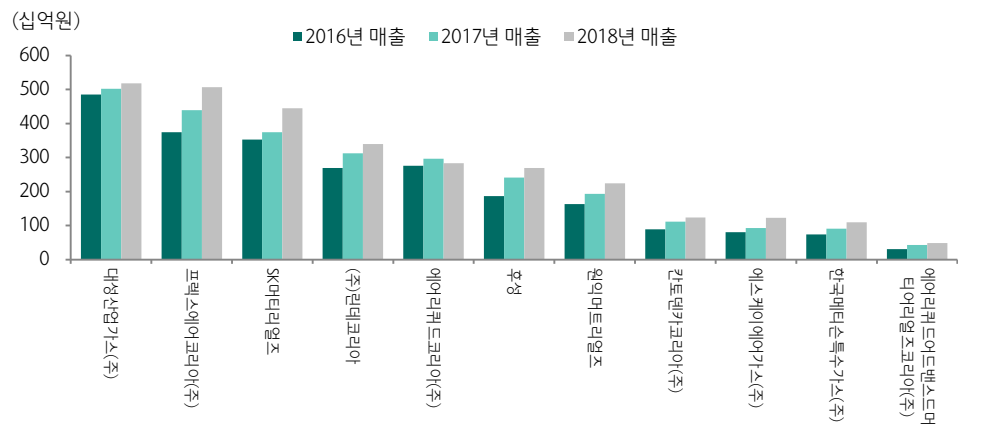
표 2. 한유케미칼의 재무상태표

(단위: 십억원)

	2010-12	2011-12	2012-12	2013-12	2014-12	2015-12	2016-12	2017-12	2018-12
자산총계	19.3	20.9	24.1	23.4	22.6	24.0	23.4	22.3	22.4
유동자산	7.4	7.2	10.3	10.8	11.8	13.9	9.5	10.6	10.1
당좌자산	7.1	7.0	9.9	10.5	11.5	13.7	9.2	10.2	9.7
현금및현금성자산	0.2	0.0	0.1	0.6	0.5	1.0	0.8	0.9	0.8
단기금융자산									5.0
매출채권	3.9	4.5	4.4	4.1	4.5	4.7	3.7	3.2	3.8
기타당좌자산	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1
재고자산	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
비유동자산	12.0	13.7	13.9	12.6	10.8	10.2	14.0	11.7	12.3
투자자산	0.8	1.8	2.2	1.4	0.7	0.5	4.1	1.4	0.9
유형자산	10.1	9.6	9.5	8.9	8.2	8.8	9.0	9.5	10.6
무형자산	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.0	2.2	2.2	2.2	2.0	0.9	0.8	0.8	0.8
부채총계	6.5	6.3	7.5	5.4	5.2	4.3	3.2	3.0	3.4
유동부채	4.1	4.9	4.4	5.2	5.2	4.2	3.2	3.0	3.4
매입채무	0.9	1.2	1.0	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
단기차입금	1.5	2.0	1.5	0.5	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0
유동성장기부채	0.5	0.5	0.5	3.0					
기타유동부채	1.2	1.2	1.4	1.1	1.6	1.7	0.8	0.6	0.9
비유동부채	2.4	1.4	3.1	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
장기차입금	2.2	1.1	3.0						
기타비유동부채	0.3	0.3	0.1	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
자본총계	12.8	14.7	16.7	18.0	17.5	19.7	20.3	19.3	19.1
지배회사지분									
자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
보통주자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
기타포괄손익누계액		-0.1	0.0	0.0					
이익잉여금	9.8	11.8	13.7	15.0	14.5	16.7	17.3	16.3	16.1

자료: 한유케미칼, 하나금융투자

그림 1. 한국의 공정소재(특수가스) 공급사의 연간 매출, 거의 예외 없이 꾸준히 성장



주: 별도기준 매출 / 자료: 각 사, 하나금융투자

추정 재무제표

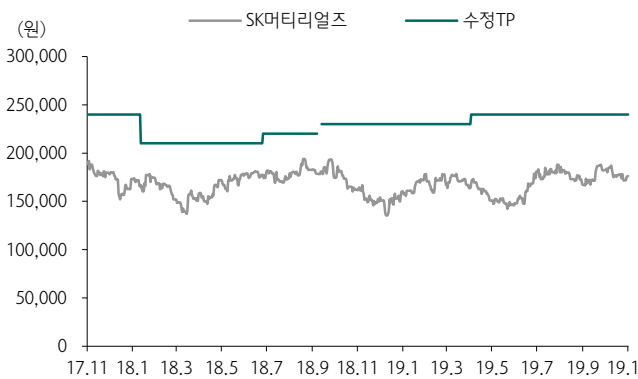
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	512.3	687.3	776.8	890.7	1,085.4
매출원가	314.7	430.4	472.4	547.4	662.5
매출총이익	197.6	256.9	304.4	343.3	422.9
판매비	49.9	74.0	81.4	93.3	113.7
영업이익	147.7	182.9	223.0	250.0	309.2
금융손익	(11.5)	(20.9)	(23.9)	(29.6)	(28.4)
중속/관계기업손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.5)	(2.4)	(2.3)	1.5	(8.2)
세전이익	134.5	159.6	196.8	221.9	272.6
법인세	30.5	36.1	42.4	48.8	60.0
계속사업이익	104.1	123.4	154.5	173.1	212.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	104.1	123.4	154.5	173.1	212.7
비지배주주지분 순이익	2.2	10.8	13.5	15.2	18.6
지배주주순이익	101.9	112.7	140.9	157.9	194.0
지배주주지분포괄이익	96.6	134.6	146.1	158.0	194.2
NOPAT	114.2	141.5	175.0	195.0	241.2
EBITDA	222.8	277.4	334.8	376.2	444.9
성장성(%)					
매출액증가율	11.0	34.2	13.0	14.7	21.9
NOPAT증가율	(5.9)	23.9	23.7	11.4	23.7
EBITDA증가율	0.6	24.5	20.7	12.4	18.3
영업이익증가율	(4.2)	23.8	21.9	12.1	23.7
(지배주주)순이익증가율	(6.2)	10.6	25.0	12.1	22.9
EPS증가율	(6.2)	10.6	25.1	12.0	22.9
수익성(%)					
매출총이익률	38.6	37.4	39.2	38.5	39.0
EBITDA이익률	43.5	40.4	43.1	42.2	41.0
영업이익률	28.8	26.6	28.7	28.1	28.5
계속사업이익률	20.3	18.0	19.9	19.4	19.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,660	10,682	13,363	14,970	18,395
BPS	45,684	53,676	64,169	74,446	87,583
CFPS	21,530	26,905	32,362	35,962	41,555
EBITDAPS	21,124	26,295	31,740	35,665	42,177
SPS	48,569	65,157	73,646	84,447	102,902
DPS	3,550	3,750	4,693	5,258	6,460
주가지표(배)					
PER	18.6	14.1	13.2	11.8	9.6
PBR	3.9	2.8	2.7	2.4	2.0
PCFR	8.4	5.6	5.4	4.9	4.2
EV/EBITDA	10.9	8.8	8.4	7.7	6.5
PSR	3.7	2.3	2.4	2.1	1.7
재무비율(%)					
ROE	25.3	29.6	32.7	29.2	29.2
ROA	10.1	9.0	9.4	9.2	9.9
ROIC	13.7	12.9	12.9	12.6	14.0
부채비율	173.9	246.7	202.1	182.8	157.5
순부채비율	125.6	205.8	172.2	150.1	119.4
이자보상배율(배)	11.4	8.6	7.8	7.9	9.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	201.8	263.8	264.5	337.7	463.1
금융자산	18.9	16.5	10.1	45.9	107.5
현금성자산	18.7	16.1	9.6	45.3	106.9
매출채권 등	90.7	126.2	129.9	148.9	181.5
재고자산	86.2	111.8	115.0	131.9	160.7
기타유동자산	6.0	9.3	9.5	11.0	13.4
비유동자산	916.2	1,134.7	1,329.8	1,504.0	1,618.8
투자자산	11.5	11.3	13.5	13.8	14.3
금융자산	0.7	2.0	2.1	2.4	2.9
유형자산	885.1	1,106.1	1,293.8	1,469.5	1,585.4
무형자산	6.6	10.0	10.5	8.6	7.0
기타비유동자산	13.0	7.3	12.0	12.1	12.1
자산총계	1,118.0	1,398.4	1,594.4	1,841.6	2,081.9
유동부채	336.5	501.3	520.3	641.6	720.7
금융부채	179.4	368.6	389.2	493.5	543.5
매입채무 등	140.0	109.6	112.8	129.4	157.7
기타유동부채	17.1	23.1	18.3	18.7	19.5
비유동부채	373.3	493.8	546.3	548.7	552.8
금융부채	351.9	477.8	529.8	529.8	529.8
기타비유동부채	21.4	16.0	16.5	18.9	23.0
부채총계	709.9	995.1	1,066.6	1,190.3	1,273.5
지배주주지분	385.7	376.2	487.0	595.3	733.9
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)	(189.5)	(189.5)	(189.5)
기타포괄이익누계액	(3.7)	20.1	25.2	25.2	25.2
이익잉여금	446.1	521.5	626.8	735.2	873.8
비지배주주지분	22.4	27.1	40.8	56.0	74.6
자본총계	408.1	403.3	527.8	651.3	808.5
순금융부채	512.5	829.9	908.9	977.4	965.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	136.7	176.0	343.7	285.4	325.6
당기순이익	104.1	123.4	154.5	173.1	212.7
조정	78.4	108.6	120.5	130.2	143.5
감가상각비	75.1	94.5	111.8	126.2	135.7
외환거래손익	(1.8)	2.1	0.9	2.1	5.9
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.0	12.0	7.8	1.9	1.9
영업활동 자산부채 변동	(45.8)	(56.0)	68.7	(17.9)	(30.6)
투자활동 현금흐름	(268.5)	(330.5)	(286.1)	(302.4)	(256.6)
투자자산감소(증가)	(10.7)	0.2	(2.2)	(0.3)	(0.5)
유형자산감소(증가)	(260.6)	(327.1)	(289.8)	(300.0)	(250.0)
기타	2.8	(3.6)	5.9	(2.1)	(6.1)
재무활동 현금흐름	91.6	151.7	(63.6)	54.8	(5.5)
금융부채증가(감소)	213.5	315.1	72.6	104.3	50.0
자본증가(감소)	(0.1)	(15.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(84.4)	(112.8)	(100.5)	0.0	0.0
배당지급	(37.4)	(35.6)	(35.7)	(49.5)	(55.5)
현금의 증감	(41.6)	(2.6)	(6.6)	35.8	61.6
Unlevered CFO	227.1	283.8	341.3	379.3	438.3
Free Cash Flow	(124.0)	(153.7)	52.1	(14.6)	75.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK머티리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.30	BUY	240,000		
18.10.10	BUY	230,000	-27.87%	-15.87%
18.10.5	담당자변경		-	-
18.7.23	BUY	220,000	-18.70%	-11.91%
18.2.8	BUY	210,000	-21.78%	-13.81%
17.11.27	BUY	240,000	-27.87%	-20.13%
17.7.28	BUY	220,000	-16.37%	-5.14%

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	89.9%	10.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 27일

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 11월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 11월 28일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.