



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원(하향)

주가(1/20): 177,400원

시가총액: 18,712억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

RA 김소원

02) 3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (1/20)		683.47pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	192,000원	142,300원	
최고/최저가 대비 등락률	-7.6%	24.7%	
수익률	절대	상대	
	1M	-7.6%	-12.2%
	6M	5.4%	4.0%
	1Y	-1.9%	-0.7%

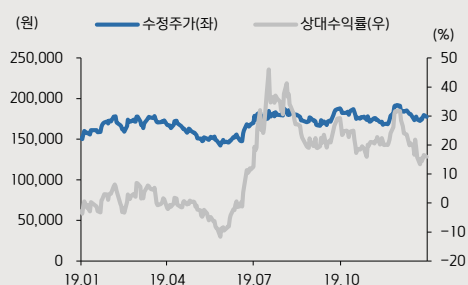
Company Data

발행주식수	10,548천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(19E)	2.1%
BPS(19E)	45,325원
주요 주주	SK 외 1인
	49.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	512.3	687.3	773.7	838.0
영업이익	147.7	182.9	219.4	222.7
EBITDA	222.8	277.4	345.7	358.5
세전이익	134.5	159.6	191.5	195.9
순이익	104.1	123.4	148.5	150.9
지배주주지분순이익	101.9	112.7	136.6	138.8
EPS(원)	9,660	10,682	12,950	13,159
증감률(% YoY)	-6.2	10.6	21.2	1.6
PER(배)	18.6	14.1	14.3	14.1
PBR(배)	4.92	4.23	4.08	3.38
EV/EBITDA(배)	11.0	8.9	8.4	8.1
영업이익률(%)	28.8	26.6	28.4	26.6
ROE(%)	25.3	29.6	32.0	26.3
순차입금비율(%)	130.3	208.8	179.5	143.3

Price Trend



실적 업데이트

SK머티리얼즈 (036490)

1Q20 실적, 시장 기대치 하회 예상



1Q20 영업이익 472억원으로, 시장 컨센서스(553억원)를 크게 하회할 전망. '삼성전자 반도체 부문의 소재 재고 조정'과 '국내 디스플레이 양사의 LCD 공장 셧 다운' 영향. 1Q20 특수가스(NF3, WF6 등)의 판매 가격도 소폭 하락할 전망. 다만 실적 둔화의 원인이 고객사의 일시적 재고 조정 여파이기 때문에, 2Q20부터는 실적 반등에 성공할 것으로 기대. 또한 인산계 에천트와 불화수소 등 신규 사업도 본격화에 오를 것으로 예상되므로, 1Q20 실적 둔화 시기를 활용한 비중 확대 전략을 추천함.

>>> 1Q20 영업이익 472억원, 시장 기대치 하회 전망

1Q20 실적이 매출액 1,891억원(-7%QoQ, +3%YoY), 영업이익 472억원(-12%QoQ, -13%YoY)으로, 시장 기대치(WiseFn 컨센서스: 매출액 2,002억원, 영업이익 553억원)를 큰 폭으로 하회할 전망이다. '삼성전자 반도체 부문의 소재 재고 조정'과 '국내 디스플레이 양사의 LCD 공장 셧 다운' 영향이 반영되며, NF3를 비롯한 주요 제품의 출하량이 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 특수가스(NF3, WF6 등)의 판매 가격도 소폭 하락하며, 전사 실적 감소에 영향을 끼칠 것으로 보인다. 주요 연결 법인의 대부분은 연초 비수기에도 안정적인 실적을 기록할 것으로 예상되지만, SK트리켄의 경우 고객사의 재고 조정 여파로 인해 전 분기 대비 실적 감소가 나타날 전망이다.

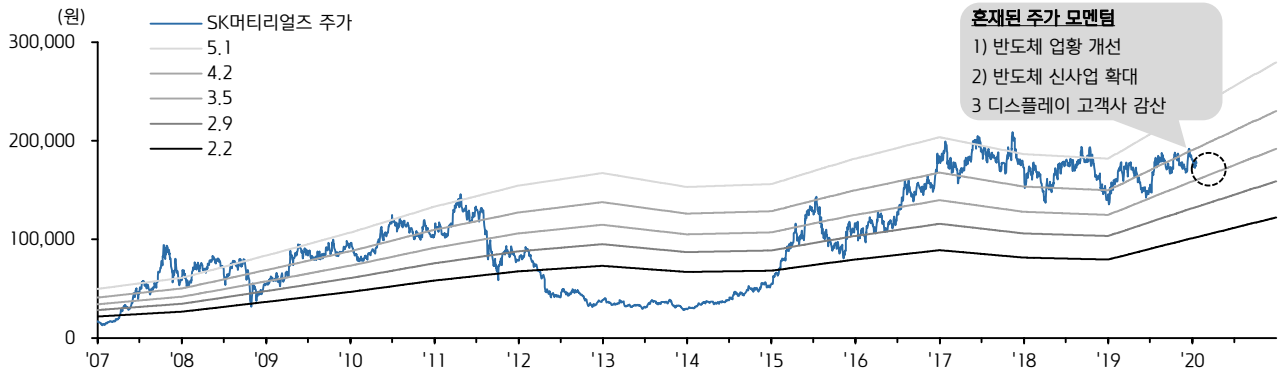
>>> 2Q20 영업이익 507억원 전망, 분기 실적 턴어라운드

2Q20는 매출액 1,947원(+3%QoQ, +6%YoY), 영업이익 507억원(+7%QoQ, -8%YoY)을 기록하며, 분기 실적 성장세에 재진입 할 것으로 예상된다. 삼성전자 NAND와 SK하이닉스 DRAM의 신규 장비가 가동되기 시작하며, 1Q20 발생했던 재고 조정 영향이 일단락될 것으로 판단하기 때문이다. 이로 인해 특수가스의 출하량 반등과 연결 법인의 전반적인 실적 회복이 나타날 것이다. 연결 법인 중 SK에어가스는 고객사의 신규 공장 가동, SK트리켄은 신규 소재 공급, SK쇼와덴코는 고객사의 NAND 증설 효과를 각각 기대하고 있다.

>>> 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 220,000원으로 하향

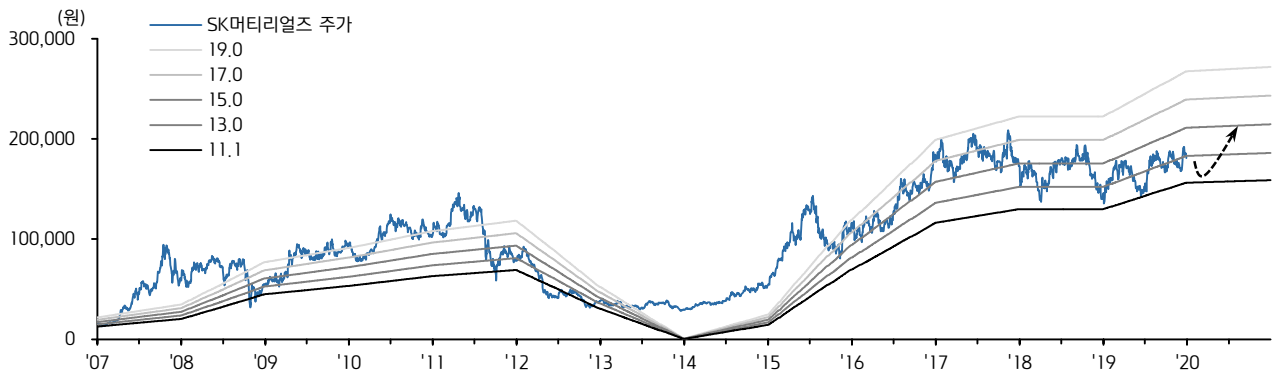
주요 고객사의 반도체 소재 재고 조정과 LCD 공장 셧 다운 등으로 인해, 올 상반기 동사의 실적 성장을 기대하기는 다소 어려워 보인다. 다만 최근 들어 고객사의 NAND 증설이 재개되고 있고, LCD 공장의 셧 다운 영향도 일차적으로 마무리되었기 때문에, 단기 둔화 이후에 발생할 실적의 개선 방향성에 투자 포인트를 맞추는 것이 더욱 바람직하다. 1Q20를 지나가면, '기존 제품의 판매량 증가'와 더불어 '인산계 에천트와 불화수소 등 신규 사업이 본격화'될 것이기 때문이다. 2020년과 2021년 EPS 전망치를 소폭 하향하고, 이를 반영해 목표주기도 220,000원으로 하향 조정한다. 그러나 신규 사업 확대를 통한 중장기 성장 스토리에는 큰 변동이 없기 때문에, 1Q20 실적 둔화 시기를 활용하여 비중 확대 전략을 추천한다.

SK머티리얼즈 12개월 Trailing P/B Ratio



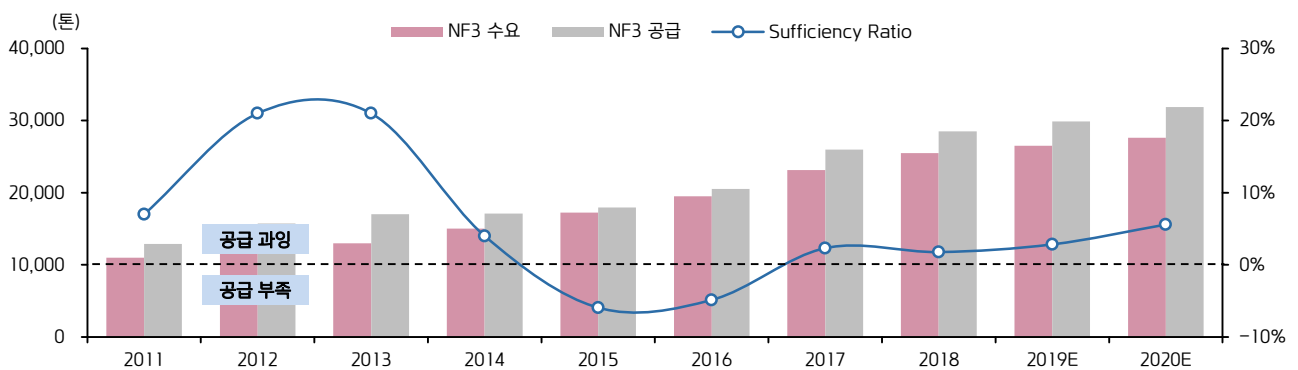
자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

NF3 Supply and Demand Analysis: 공급 과잉률 소폭 상승



자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	184.3	183.0	202.0	204.5	189.1	194.7	219.6	234.5	687.3	773.7	838.0
%YoY Growth	29%	16%	9%	1%	3%	6%	9%	15%	34%	13%	8%
NF3	90.5	89.1	94.5	94.6	84.2	88.4	93.9	95.9	374.2	368.6	362.4
SiH4/Si2H6	9.4	10.1	16.9	14.5	13.5	12.0	14.3	14.4	48.4	50.9	54.1
WF6	18.9	19.5	22.3	23.1	22.5	23.1	24.8	25.5	72.7	83.8	95.8
SK에어가스	39.5	40.0	39.7	40.0	40.1	41.8	45.3	49.7	121.9	159.3	177.0
SK트리켄	23.5	20.7	25.7	28.2	23.9	21.9	30.1	35.2	58.7	98.1	111.1
SK쇼와덴코 & 기타	2.5	3.6	2.9	4.0	5.0	7.5	11.3	13.9	11.4	13.0	37.6
매출원가	110.1	109.0	123.7	127.3	122.2	123.8	137.3	144.7	430.4	470.1	528.0
매출원가율	60%	60%	61%	62%	65%	64%	63%	62%	63%	61%	63%
매출총이익	74.2	74.0	78.2	77.1	66.9	70.9	82.3	89.8	256.8	303.5	310.0
매출총이익률	40%	40%	39%	38%	35%	36%	37%	38%	37%	39%	37%
판매비와관리비	19.7	19.0	22.1	23.4	19.7	20.3	22.9	24.4	74.0	84.1	87.3
영업이익	54.5	55.1	56.1	53.7	47.2	50.7	59.4	65.4	182.9	219.4	222.7
%YoY Growth	61%	35%	10%	-6%	-13%	-8%	6%	22%	24%	20%	2%
영업이익률	30%	30%	28%	26%	25%	26%	27%	28%	27%	28%	27%
법인세차감전손익	47.4	48.7	49.8	45.6	39.9	45.0	53.3	57.7	159.6	191.5	195.9
법인세비용	11.8	9.1	10.2	11.9	9.2	10.3	12.3	13.3	36.2	43.0	45.1
당기순이익	35.6	39.5	39.6	33.8	30.8	34.6	41.1	44.4	123.4	148.5	150.9
당기순이익률	19%	22%	20%	17%	16%	18%	19%	19%	18%	19%	18%
KRW/USD	1,127	1,185	1,195	1,175	1,170	1,165	1,160	1,155	1,102	1,171	1,163

자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 실적 업데이트 (단위: 십억원)

	1Q20E					2020E		
	수정전	수정후	증감율	컨센서스	증감율	수정전	수정후	증감율
매출액	194.5	189.1	-3%	200.2	-6%	850.4	838.0	-1%
NF3	85.5	84.2	-1%			365.7	362.4	-1%
SiH4/Si2H6	11.2	13.5	20%			53.9	54.1	0%
WF6	22.5	22.5	0%			100.8	95.8	-5%
SK에어가스	41.3	40.1	-3%			172.8	177.0	2%
SK트리켄	28.5	23.9	-16%			119.4	111.1	-7%
SK쇼와덴코 & 기타	5.4	5.0	-8%			37.8	37.6	0%
매출총이익	69.2	66.9	-3%	73.1	-8%	312.8	310.0	-1%
매출총이익률	36%	35%				37%	37%	
영업이익	49.3	47.2	-4%	55.3	-15%	225.5	222.7	-1%
영업이익률	25%	25%				27%	27%	
당기순이익	31.7	30.8	-3%	36.0	-15%	152.7	150.9	-1%
당기순이익률	16%	16%				18%	18%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 6개월 목표주가: 220,000원 제시

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales [십억원]	687.3	773.7	838.0	936.0	1,023.1	1,101.9
Growth	34.2%	12.6%	8.3%	11.7%	9.3%	7.7%
EPS [원]	10,682	12,950	13,159	15,677	17,232	18,483
Growth	10.6%	21.2%	1.6%	19.1%	9.9%	7.3%
BPS [원]	35,670	45,325	54,792	66,528	79,598	93,772
Growth	-2.5%	27.1%	20.9%	21.4%	19.6%	17.8%
ROCE(Return On Common Equity)	29.6%	32.0%	26.3%	25.8%	23.6%	21.3%
COE(Cost of Equity)	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
Residual Earnings(ROCE-COE)	21.6%	24.1%	18.4%	17.9%	15.7%	13.4%
PV of Residual Earnings		9,740	8,517	9,331	9,101	8,559
Equity Beta	1.0					
Risk Free Rate	1.7%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.9%					
Continuing Value	178,975					
Beginning Common Shareholders' Equity	45,325					
PV of RE for the Forecasting Period	35,508					
PV of Continuing Value	131,915					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	221,018					

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

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	512.3	687.3	773.7	838.0	936.0
매출원가	314.7	430.4	470.1	528.0	580.4
매출총이익	197.6	256.8	303.5	310.0	355.6
판매비	49.9	74.0	84.1	87.3	98.4
영업이익	147.7	182.9	219.4	222.7	257.2
EBITDA	222.8	277.4	345.7	358.5	405.4
영업외손익	-13.1	-23.3	-24.4	-23.6	-23.8
이자수익	0.5	0.8	0.6	1.1	0.9
이자비용	12.9	21.2	23.3	23.9	23.8
외환관련이익	13.3	8.1	9.1	9.9	11.1
외환관련손실	11.3	8.3	9.4	9.2	10.2
종속 및 관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.6	-2.7	-1.4	-1.5	-1.8
법인세차감전이익	134.5	159.6	191.5	195.9	233.4
법인세비용	30.5	36.1	43.0	45.1	53.7
계속사업손익	104.1	123.4	148.5	150.9	179.7
당기순이익	104.1	123.4	148.5	150.9	179.7
지배주주순이익	101.9	112.7	136.6	138.8	165.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.0	34.2	12.6	8.3	11.7
영업이익 증감율	-4.1	23.8	20.0	1.5	15.5
EBITDA 증감율	0.6	24.5	24.6	3.7	13.1
지배주주순이익 증감율	-6.2	10.6	21.2	1.6	19.2
EPS 증감율	-6.2	10.6	21.2	1.6	19.1
매출총이익율(%)	38.6	37.4	39.2	37.0	38.0
영업이익률(%)	28.8	26.6	28.4	26.6	27.5
EBITDA Margin(%)	43.5	40.4	44.7	42.8	43.3
지배주주순이익률(%)	19.9	16.4	17.7	16.6	17.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	201.8	263.8	299.1	285.8	287.7
현금 및 현금성자산	18.7	16.1	15.7	27.7	21.5
단기금융자산	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권 및 기타채권	90.7	126.2	115.3	119.6	120.2
재고자산	86.2	111.8	149.6	118.5	123.6
기타유동자산	6.0	9.3	18.0	19.5	21.9
비유동자산	916.2	1,134.7	1,302.5	1,421.7	1,536.9
투자자산	11.5	11.3	12.2	13.3	13.5
유형자산	885.1	1,106.1	1,272.4	1,389.6	1,502.9
무형자산	6.6	10.0	10.1	10.8	11.8
기타비유동자산	13.0	7.3	7.8	8.0	8.7
자산총계	1,118.0	1,398.4	1,601.6	1,707.5	1,824.5
유동부채	336.5	501.3	550.7	452.6	403.3
매입채무 및 기타채무	140.0	109.6	115.0	122.7	103.6
단기금융부채	179.3	368.6	414.2	307.3	276.5
기타유동부채	17.2	23.1	21.5	22.6	23.2
비유동부채	373.3	493.8	533.9	626.0	654.1
장기금융부채	371.1	489.9	529.9	621.9	649.9
기타비유동부채	2.2	3.9	4.0	4.1	4.2
부채총계	709.9	995.1	1,084.6	1,078.6	1,057.5
지배지분	385.7	376.2	478.1	577.9	701.7
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	34.2	19.1	19.1	19.1	19.1
기타자본	-96.2	-189.7	-189.7	-189.7	-189.7
기타포괄손익누계액	-3.7	20.1	21.4	20.4	19.1
이익잉여금	446.1	521.5	622.0	722.8	847.9
비지배지분	22.4	27.1	38.9	51.0	65.4
자본총계	408.1	403.3	517.0	628.9	767.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	136.7	176.0	250.3	326.1	306.5
당기순이익	104.1	123.4	148.5	150.9	179.7
비현금항목의 가감	123.0	160.3	199.9	210.7	232.1
유형자산감가상각비	74.1	92.6	123.4	133.1	145.4
무형자산감가상각비	1.0	1.9	2.9	2.6	2.8
지분법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	48.0	65.8	73.6	75.0	83.9
영업활동자산부채증감	-45.8	-56.0	-32.3	32.3	-28.8
매출채권및기타채권의감소	-15.1	-40.2	10.9	-4.2	-0.7
재고자산의감소	-14.0	-29.3	-37.8	31.1	-5.1
매입채무및기타채무의증가	7.7	-10.5	5.4	7.7	-19.1
기타	-24.4	24.0	-10.8	-2.3	-3.9
기타현금흐름	-44.6	-51.7	-65.8	-67.8	-76.5
투자활동 현금흐름	-268.5	-330.5	-296.9	-258.0	-266.1
유형자산의 취득	-260.7	-329.8	-292.8	-251.8	-260.4
유형자산의 처분	0.1	2.7	3.2	1.4	1.6
무형자산의 순취득	0.4	-0.1	-3.0	-3.2	-3.8
투자자산의감소(증가)	-10.8	0.2	-1.0	-1.1	-0.3
단기금융자산의감소(증가)	1.1	-0.2	0.0	0.0	0.0
기타	1.4	-3.3	-3.3	-3.3	-3.2
재무활동 현금흐름	91.6	151.7	18.1	-82.9	-72.6
차입금의 증가(감소)	219.4	313.0	85.6	-14.9	-2.8
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-94.8	-93.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-37.4	-35.6	-35.6	-36.1	-38.0
기타	4.4	-31.9	-31.9	-31.9	-31.8
기타현금흐름	-1.5	0.1	28.1	26.8	26.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-41.6	-2.6	-0.4	12.0	-6.2
기초현금 및 현금성자산	60.3	18.7	16.1	15.7	27.7
기말현금 및 현금성자산	18.7	16.1	15.7	27.7	21.5

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,660	10,682	12,950	13,159	15,677
BPS	36,567	35,670	45,325	54,792	66,528
CFPS	21,530	26,905	33,028	34,281	39,044
DPS	3,550	3,750	3,800	4,000	4,250
주가배수(배)					
PER	18.6	14.1	14.3	14.1	11.8
PER(최고)	21.7	18.2	15.4		
PER(최저)	15.9	12.8	10.3		
PBR	4.9	4.2	4.1	3.4	2.8
PBR(최고)	5.7	5.5	4.4		
PBR(최저)	4.2	3.8	2.9		
PSR	3.7	2.3	2.5	2.3	2.1
PCFR	8.4	5.6	5.6	5.4	4.7
EV/EBITDA	11.0	8.9	8.4	8.1	7.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	34.2	28.8	24.3	25.2	22.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.0	2.5	2.1	2.2	2.3
ROA	10.3	9.8	9.9	9.1	10.2
ROE	25.3	29.6	32.0	26.3	25.8
ROIC	14.5	13.8	12.8	11.6	12.5
매출채권회전율	6.1	6.3	6.4	7.1	7.8
재고자산회전율	6.4	6.9	5.9	6.3	7.7
부채비율	173.9	246.7	209.8	171.5	137.9
순차입금비율	130.3	208.8	179.5	143.3	117.9
이자보상배율	11.4	8.6	9.4	9.3	10.8
총차입금	550.5	858.5	944.1	929.2	926.4
순차입금	531.6	842.0	927.9	901.0	904.4
NOPLAT	222.8	277.4	345.7	358.5	405.4
FCF	-112.4	-139.7	-28.5	86.0	55.0

Compliance Notice

- 당사는 1월 20일 현재 'SK머티리얼즈' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

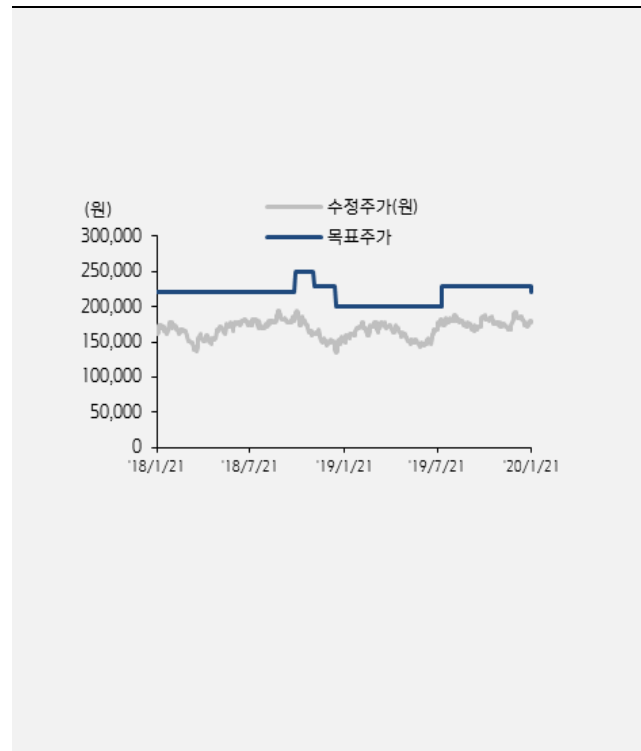
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민· 형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사정	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK머티리얼즈 (036490)	2017-11-06	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-32.37	-22.70
	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	-22.57	-18.26
	2019-11-05	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-22.60	-16.52
	2020-01-14	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-22.61	-16.52
	2020-01-21	BUY(Maintain)	220,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%