



BUY(Maintain)

목표주가: 210,000원(하향)

주가(2/7): 169,600원

시가총액: 17,889억원

반도체/디스플레이

Analyst 박유악

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

RA 김소원

02) 3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (2/7)		672.63pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	192,000원	142,300원	
최고/최저가 대비 등락률	-11.7%	19.2%	
수익률	절대	상대	
	1M	-2.1%	-3.5%
	6M	-8.2%	-22.9%
	1Y	-6.2%	-3.6%

Company Data

발행주식수	10,548천주
일평균 거래량(3M)	41천주
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(19E)	2.1%
BPS(19E)	44,413원
주요 주주	SK 외 1인 49.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	512.3	687.3	772.2	841.4
영업이익	147.7	182.9	215.7	216.8
EBITDA	222.8	277.4	341.9	352.6
세전이익	134.5	159.6	185.0	190.0
순이익	104.1	123.4	141.8	145.5
지배주주지분순이익	101.9	112.7	127.4	131.0
EPS(원)	9,660	10,682	12,083	12,416
증감률(% YoY)	-6.2	10.6	13.1	2.8
PER(배)	18.6	14.1	15.3	14.9
PBR(배)	4.92	4.23	4.17	3.47
EV/EBITDA(배)	11.0	8.9	8.6	8.3
영업이익률(%)	28.8	26.6	27.9	25.8
ROE(%)	25.3	29.6	30.2	25.4
순차입금비용(%)	130.3	208.8	183.3	147.8

Price Trend



실적 리뷰

SK머티리얼즈 (036490)

분기 실적 역 성장 구간



4Q19 영업이익 500억원으로, 예상치 크게 하회. NF3 실적 부진과 판관비 급증 때문. NF3는 고객사의 '반도체 소재 재고 조정'과 'LCD 공장 셋 다운'으로 인해, 출하량과 수익성 동반 하락. 그 외 전사 판관비가 급증했는데, 이 중 과반수 이상은 올해에도 반영될 전망이다. 나머지는 일회성 비용. 1Q20는 영업이익 448억원으로, 전 분기 및 전년 동기 대비 역 성장 예상. 당분간 보수적 접근이 더욱 바람직하다고 판단.

>>> 4Q19 잠정 영업이익 500억원, 예상치 하회

4Q19 매출액 2,030억원(+1%QoQ, +1%YoY), 영업이익 500억원(-11%QoQ, -12%YoY)으로, 예상치를 크게 하회했다. 시장 컨센서스를 하회할 것이라는 당사의 추정치보다도 더욱 안 좋은 실적인데, 'NF3의 실적 부진'과 '판관비와 관리비의 급증'이 가장 큰 원인이었을 것으로 파악된다. NF3는 '반도체 고객들의 재고 조정'과 '국내 디스플레이 고객들의 LCD 공장 셋 다운' 영향이 반영되며, 예상 대비 저조한 출하량과 수익성을 기록했다. 판관비와 관리비의 증가는 '임직원수 증가에 따른 인건비 상승'과 '신규 비즈니스 준비를 위한 일회성 비용 발생' 때문인 것으로 파악되고 있다. 이 중 일회성 비용은 당분간 발생되지 않을 것으로 보이지만, 인건비 상승 분은 올해에도 그대로 반영될 것으로 예상되어 다소 부정적이다.

연결 법인 중 SK에어가스의 실적은 정기 보수 영향으로 인해 예상 대비 크게 감소(4Q19 매출액 -22%QoQ) 했으며, SK트리켄과 SK쇼와덴코는 상대적으로 호실적을 기록했다.

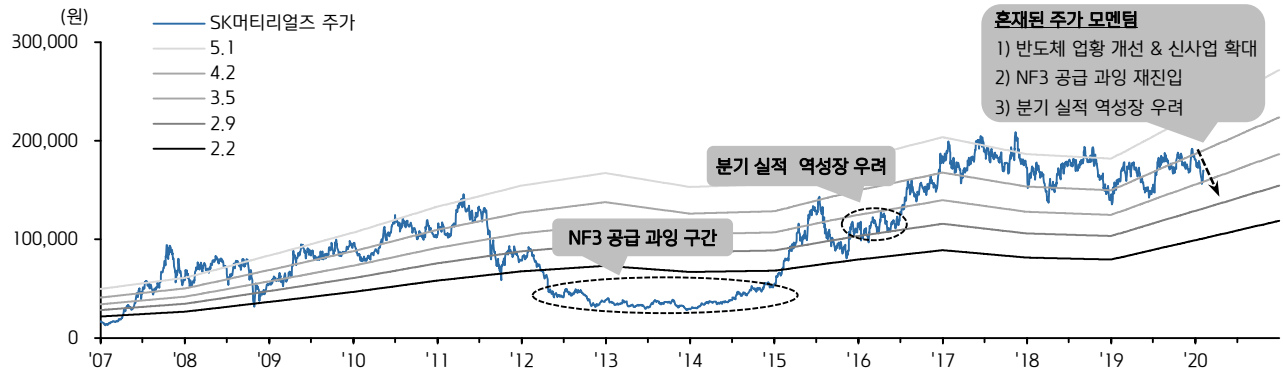
>>> 1Q20 영업이익, 전 분기 및 전년 동기 대비 역 성장 예상

1Q20 실적도 매출액 1,876억원(-8%QoQ, +2%YoY)과 영업이익 448억원(-10%QoQ, -18%YoY)으로, 당초 예상치를 하회할 전망이다. '삼성전자 반도체 부문의 재고 조정'과 '국내 디스플레이 양사의 LCD 공장 셋 다운' 영향이 추가 반영되며, NF3와 WF6 등 주요 제품의 출하량 감소가 나타날 것이기 때문이다. 또한 공급 과잉에 재진입 한 NF3의 판매 가격이 크게 하락하며, 전사 실적 감소에 영향을 끼칠 것으로 예상된다. 주요 연결 법인의 경우에도 정기 보수가 마무리된 SK에어가스를 제외하면, 실적 감소를 기록할 전망이다.

>>> 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가는 210,000원으로 하향

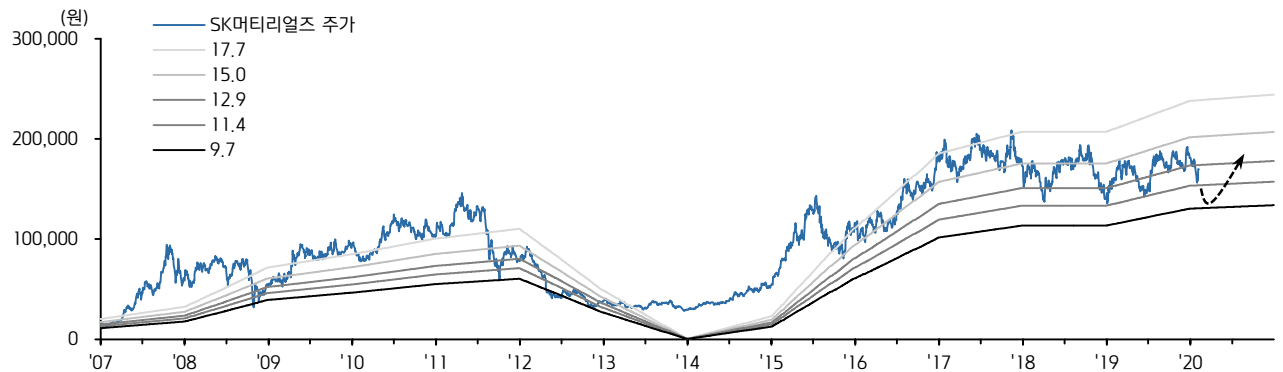
국내 디스플레이 업체들의 LCD 공장 셋 다운 영향으로 인해, 올 한해 NF3의 공급 과잉이 지속될 전망이다. 또한 올 상반기 중에는 WF6와 SK에어가스, SK트리켄에서의 실적 성장 모멘텀을 기대하기에도 어려워 보인다. 신규 사업 확대를 통한 중장기 성장 스토리에 큰 변화는 없지만, 당분간은 보수적인 접근이 바람직하다고 판단한다. 투자의견 'BUY'를 유지하지만, '20~21년 EPS 변경치를 반영하여, 목표주가를 210,000원으로 소폭 하향 조정한다.

SK머티리얼즈 12개월 Trailing P/B Ratio: 주가의 추가 하락 가능성을 염두에 둘 필요성 있다고 판단



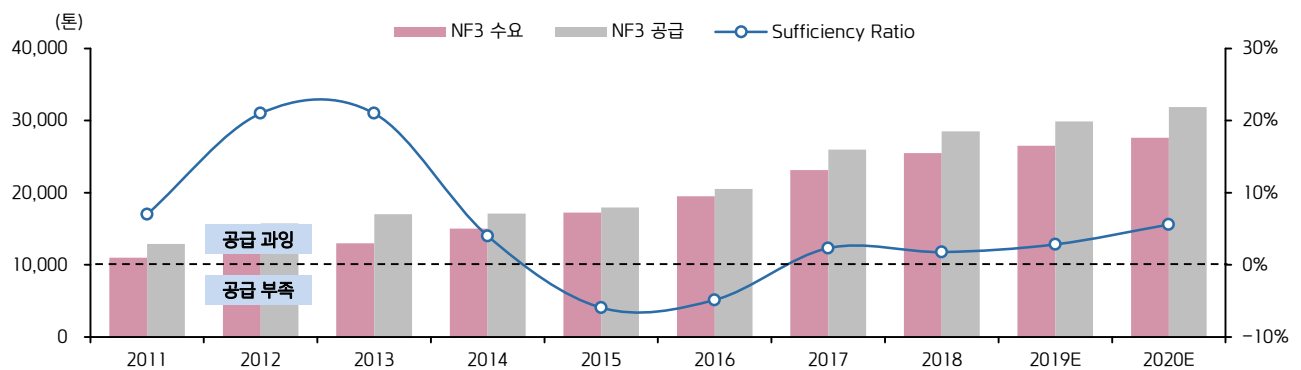
자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 12개월 Trailing P/E Ratio: 주가의 추가 하락 가능성 염두에 둘 필요성 있다고 판단



자료: 키움증권 리서치센터

NF3 Supply and Demand Analysis: 공급 과잉 구간 재진입



자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	184.3	183.0	202.0	203.0	187.6	193.5	222.2	238.1	687.3	772.2	841.4
%YoY Growth	29%	16%	9%	1%	2%	6%	10%	17%	34%	12%	9%
NF3	90.5	89.1	94.5	89.6	82.0	86.1	89.9	95.7	374.2	363.6	353.7
SiH4/Si2H6/Etc.	9.4	10.1	16.9	17.6	13.6	13.5	15.3	17.6	48.4	54.0	60.0
WF6	18.9	19.5	22.3	23.2	22.1	23.2	25.8	26.5	72.7	83.9	97.5
SK에어가스	39.5	40.0	39.7	31.0	39.1	39.6	46.3	46.9	121.9	150.3	171.9
SK트리켄	23.5	20.7	25.7	31.5	25.3	22.7	33.4	36.1	58.7	101.4	117.6
SK쇼와덴코 & 기타	2.5	3.6	2.9	10.1	5.5	8.4	11.6	15.2	11.4	19.1	40.7
매출원가	110.1	109.0	123.7	121.6	118.7	121.0	137.2	144.7	430.4	464.3	521.6
매출원가율	60%	60%	61%	60%	63%	63%	62%	61%	63%	60%	62%
매출총이익	74.2	74.0	78.2	81.4	69.0	72.5	85.0	93.4	256.8	307.8	319.8
매출총이익률	40%	40%	39%	40%	37%	37%	38%	39%	37%	40%	38%
판매비와관리비	19.7	19.0	22.1	31.4	24.1	24.9	26.6	27.5	74.0	92.2	103.0
영업이익	54.5	55.1	56.1	50.0	44.8	47.6	58.5	65.9	182.9	215.7	216.8
%YoY Growth	61%	35%	10%	-12%	-18%	-14%	4%	32%	24%	18%	1%
영업이익률	30%	30%	28%	25%	24%	25%	26%	28%	27%	28%	26%
법인세차감전손익	47.4	48.7	49.8	39.2	37.5	41.9	52.4	58.2	159.6	185.0	190.0
법인세비용	11.8	9.1	10.2	12.1	8.8	9.8	12.3	13.6	36.2	43.2	44.5
당기순이익	35.6	39.5	39.6	27.1	28.8	32.1	40.1	44.6	123.4	141.8	145.5
당기순이익률	19%	22%	20%	13%	15%	17%	18%	19%	18%	18%	17%
KRW/USD	1,127	1,185	1,195	1,176	1,170	1,165	1,160	1,155	1,102	1,171	1,163

자료: 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 실적 업데이트 (단위: 십억원)

	4Q19P					2019P		
	수정전	수정후	증감율	컨센서스	증감율	수정전	수정후	증감율
매출액	204.5	203.0	-1%	206.6	-2%	773.7	772.2	0%
NF3	94.6	89.6	-5%			368.6	363.6	-1%
SiH4/Si2H6/Etc.	14.5	17.6	21%			50.9	54.0	6%
WF6	23.1	23.2	0%			83.8	83.9	0%
SK에어가스	40.0	31.0	-22%			159.3	150.3	-6%
SK트리켄	28.2	31.5	12%			98.1	101.4	3%
SK쇼와덴코 & 기타	4.0	10.1	152%			13.0	19.1	47%
매출총이익	77.1	81.4	6%	78.6	4%	303.5	307.8	1%
매출총이익률	38%	40%				39%	40%	
영업이익	53.7	50.0	-7%	57.4	-13%	219.4	215.7	-2%
영업이익률	26%	25%				28%	28%	
당기순이익	33.8	27.1	-20%	38.8	-30%	148.5	141.8	-5%
당기순이익률	17%	13%				19%	18%	

자료: WiseFn Consensus, 키움증권 리서치센터

SK머티리얼즈 6개월 목표주가: 210,000원 제시

	2018	2019P	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales [십억원]	687.3	772.2	841.4	939.9	1,027.3	1,106.4
Growth	34.2%	12.4%	9.0%	11.7%	9.3%	7.7%
EPS [원]	10,682	12,083	12,416	14,456	15,826	16,978
Growth	10.6%	13.1%	2.8%	16.4%	9.5%	7.3%
BPS [원]	35,670	44,413	53,272	64,057	76,080	89,155
Growth	-2.5%	24.5%	19.9%	20.2%	18.8%	17.2%
ROCE(Return On Common Equity)	29.6%	30.2%	25.4%	24.6%	22.6%	20.6%
COE(Cost of Equity)	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
Residual Earnings(ROCE-COE)	21.7%	22.3%	17.6%	16.8%	14.7%	12.7%
PV of Residual Earnings		8,939	7,957	8,469	8,231	7,755
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	164,692					
Beginning Common Shareholders' Equity	44,413					
PV of RE for the Forecasting Period	32,412					
PV of Continuing Value	121,727					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	206,198					

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	772.2	841.4	939.9
매출원가	314.7	430.4	464.3	521.6	576.0
매출총이익	197.6	256.8	307.8	319.8	363.8
판매비	49.9	74.0	92.2	103.0	116.9
영업이익	147.7	182.9	215.7	216.8	246.9
EBITDA	222.8	277.4	341.9	352.6	395.1
영업외손익	-13.1	-23.3	-24.7	-24.1	-25.6
이자수익	0.5	0.8	0.4	0.6	0.1
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	10.3
종속 및 관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-2.6	-2.7	-1.5	-1.5	-2.7
법인세차감전이익	134.5	159.6	185.0	190.0	221.3
법인세비용	30.5	36.1	43.2	44.5	51.8
계속사업손익	104.1	123.4	141.8	145.5	169.4
당기순이익	104.1	123.4	141.8	145.5	169.4
지배주주순이익	101.9	112.7	127.4	131.0	152.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.0	34.2	12.4	9.0	11.7
영업이익 증감률	-4.1	23.8	17.9	0.5	13.9
EBITDA 증감률	0.6	24.5	23.3	3.1	12.1
지배주주순이익 증감률	-6.2	10.6	13.0	2.8	16.4
EPS 증감률	-6.2	10.6	13.1	2.8	16.4
매출총이익율(%)	38.6	37.4	39.9	38.0	38.7
영업이익률(%)	28.8	26.6	27.9	25.8	26.3
EBITDA Margin(%)	43.5	40.4	44.3	41.9	42.0
지배주주순이익률(%)	19.9	16.4	16.5	15.6	16.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	201.8	263.8	291.9	274.8	269.2
현금 및 현금성자산	18.7	16.1	9.0	15.7	1.9
단기금융자산	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권 및 기타채권	90.7	126.2	115.1	120.1	120.7
재고자산	86.2	111.8	149.3	119.0	124.1
기타유동자산	6.0	9.3	18.0	19.5	22.0
비유동자산	916.2	1,134.7	1,302.4	1,421.9	1,537.1
투자자산	11.5	11.3	12.2	13.3	13.6
유형자산	885.1	1,106.1	1,272.3	1,389.7	1,503.0
무형자산	6.6	10.0	10.1	10.8	11.8
기타비유동자산	13.0	7.3	7.8	8.1	8.7
자산총계	1,118.0	1,398.4	1,594.3	1,696.7	1,806.3
유동부채	336.5	501.3	550.5	452.9	403.7
매입채무 및 기타채무	140.0	109.6	115.0	122.8	103.7
단기금융부채	179.3	368.6	414.1	307.5	276.7
기타유동부채	17.2	23.1	21.4	22.6	23.3
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	1,084.4	1,078.9	1,057.8
지배지분	385.7	376.2	468.5	561.9	675.6
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	612.4	706.8	821.8
비지배지분	22.4	27.1	41.4	56.0	72.9
자본총계	408.1	403.3	509.9	617.8	748.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	136.7	176.0	243.6	321.2	297.6
당기순이익	104.1	123.4	141.8	145.5	169.4
비현금항목의 가감	123.0	160.3	200.4	210.7	231.1
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	74.1	75.0	82.9
영업활동자산부채증감	-45.8	-56.0	-32.4	32.8	-27.4
매출채권및기타채권의감소	-15.1	-40.2	11.1	-5.0	-0.7
재고자산의감소	-14.0	-29.3	-37.5	30.3	-5.1
매입채무및기타채무의증가	7.7	-10.5	5.4	7.9	-19.1
기타	-24.4	24.0	-11.4	-0.4	-2.5
기타현금흐름	-44.6	-51.7	-66.2	-67.8	-75.5
투자활동 현금흐름	-268.5	-330.5	-296.9	-258.2	-266.2
유형자산의 취득	-260.7	-329.8	-292.8	-251.9	-260.4
유형자산의 처분	0.1	2.7	3.2	1.4	1.6
무형자산의 순취득	0.4	-0.1	-3.0	-3.3	-3.9
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	18.0	-83.0	-71.2
차입금의 증가(감소)	219.4	313.0	85.5	-14.6	-2.7
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	-36.5	-36.5
기타	4.4	-31.9	-31.9	-31.9	-32.0
기타현금흐름	-1.5	0.1	28.1	26.8	26.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-41.6	-2.6	-7.2	6.8	-13.8
기초현금 및 현금성자산	60.3	18.7	16.1	8.9	15.7
기말현금 및 현금성자산	18.7	16.1	8.9	15.7	1.9

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,660	10,682	12,083	12,416	14,456
BPS	36,567	35,670	44,413	53,272	64,057
CFPS	21,530	26,905	32,439	33,768	37,973
DPS	3,550	3,750	3,850	3,850	3,950
주가배수(배)					
PER	18.6	14.1	15.3	14.9	12.8
PER(최고)	21.7	18.2	16.5		
PER(최저)	15.9	12.8	11.0		
PBR	4.9	4.2	4.2	3.5	2.9
PBR(최고)	5.7	5.5	4.5		
PBR(최저)	4.2	3.8	3.0		
PSR	3.7	2.3	2.5	2.3	2.1
PCFR	8.4	5.6	5.7	5.5	4.9
EV/EBITDA	11.0	8.9	8.6	8.3	7.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	34.2	28.8	25.8	25.1	22.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.0	2.5	2.1	2.1	2.1
ROA	10.3	9.8	9.5	8.8	9.7
ROE	25.3	29.6	30.2	25.4	24.6
ROIC	14.5	13.8	12.4	11.3	11.9
매출채권회전율	6.1	6.3	6.4	7.2	7.8
재고자산회전율	6.4	6.9	5.9	6.3	7.7
부채비율	173.9	246.7	212.7	174.6	141.3
순차입금비율	130.3	208.8	183.3	147.8	123.5
이자보상배율	11.4	8.6	9.2	9.1	10.4
총차입금	550.5	858.5	944.0	929.4	926.6
순차입금	531.6	842.0	934.6	913.3	924.3
NOPLAT	222.8	277.4	341.9	352.6	395.1
FCF	-112.4	-139.7	-33.3	80.9	47.3

Compliance Notice

- 당사는 2월 7일 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 제시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

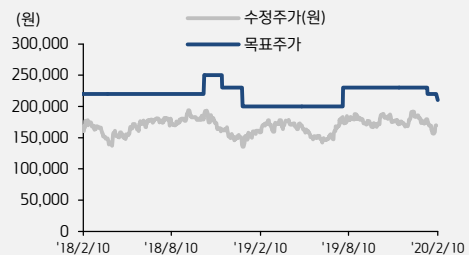
고지사항

- 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.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK머티리얼즈 (036490)	2017-11-06	BUY(Maintain)	270,000 원	6개월	-32.37	-22.70
	2018-01-15	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-23.82	-20.91
	2018-02-07	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-24.20	-20.91
	2018-02-13	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-24.20	-20.91
	2018-02-14	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-26.38	-19.05
	2018-04-24	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-26.74	-19.05
	2018-05-29	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-25.41	-18.32
	2018-07-10	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-25.21	-17.73
	2018-08-28	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-17.20	-11.91
	2018-10-17	BUY(Maintain)	250,000 원	6개월	-29.75	-22.60
	2018-11-26	BUY(Maintain)	230,000 원	6개월	-33.90	-27.48
	2019-01-07	BUY(Maintain)	200,000 원	6개월	-22.39	-19.40
	2019-02-11	BUY(Maintain)	200,000 원	6개월	-19.96	-11.00
	2019-02-27	BUY(Maintain)	200,000 원	6개월	-17.17	-10.80
	2019-05-22	BUY(Maintain)	200,000 원	6개월	-19.17	-10.80
	2019-07-12	BUY(Maintain)	200,000 원	6개월	-14.39	-8.55
	2019-07-31	BUY(Maintain)	230,000 원	6개월	-22.57	-18.26
	2019-11-05	BUY(Maintain)	230,000 원	6개월	-22.60	-16.52
	2020-01-14	BUY(Maintain)	230,000 원	6개월	-22.61	-16.52
	2020-01-21	BUY(Maintain)	220,000 원	6개월	-25.11	-21.36
	2020-02-10	BUY(Maintain)	210,000 원	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%