

원익머트리얼즈(104830)

NAND 고단화 수혜

2019년 연결매출 2,208억 원, 영업이익 360억 원, 순이익 281억 원 기록

반도체/디스플레이 공정용 특수가스 공급사 원익머트리얼즈의 2019년 연결실적은 하나금융투자 추정치(매출 2,204억 원, 영업이익 359억 원, 순이익 272억 원)에 부합했다. 원익머트리얼즈는 '매출액 또는 손익구조 30% 이상 변동 공시'를 통해 2019년의 연결실적과 4Q19의 별도실적을 발표했다. 의무공시 기준은 30% 이상 변동(증감)인데 2019년 순이익이 281억 원으로 2018년 412억 원 대비 -31.8%를 기록해 의무공시 요건에 해당되었다. 순이익이 전년 대비 크게 감소한 이유는 관계기업 투자(원익큐브의 시가평가) 평가손실 때문이다. 반도체업황의 관점에서 유의미한 연결매출과 영업이익은 각각 2,208억 원, 360억 원으로 전년 대비 -5.4%, -14.5%를 기록했다. 실적이 둔화된 원인은 일차적으로 전방산업에서의 NAND 감산이다. 다만 실적의 역성장은 심각하지 않았다. 7월 이후 일본의 반도체 소재 수출 규제 영향으로 원익머트리얼즈의 주요 고객사가 3분기부터 국내산 특수가스 재고를 적극적으로 축적했기 때문이다. 결론적으로 2019년 분기 매출은 상저하고 흐름을 기록했다.(분기별 실적은 본문의 실적 추정 Table 참고)

2020년 연결매출 2,595억 원, 영업이익 438억 원, 순이익 330억 원 전망

기업 측의 가이드스는 연결매출 2,400~2,500억 원, 영업이익률 14~15%(영업이익 336~375억 원)이다. 하나금융투자의 추정치 대비 보수적이다. 원익머트리얼즈의 입장이 보수적인 이유는 ① 4월 이후 COVID-19 영향 여부에 대한 우려, ② 주력 제품인 NAND 공정용 식각가스에 경쟁사 2곳이 진입하는 것을 감안했기 때문으로 추정된다. 그러나 하나금융투자의 추정치가 가이드스 대비 높은 이유는 ① NAND 공정용 식각가스에 경쟁사의 진입이 늦어져 원익머트리얼즈의 1Q20 매출이 603억 원으로 추정되어 4Q19 586억 원 대비 일단 나아질 것으로 전망되고, ② 전방산업에서 주요 고객사의 3D-NAND 고단화 속도가 예상보다 빨라 식각가스의 소요량이 늘어나기 때문이다. 92~128단 고단화 비중은 2019년 1분기 17%에서 2020년 4분기 49%까지 늘어날 것으로 전망된다. 고단화는 NAND의 집적도를 높여 원가 절감에 유리하다. 원익머트리얼즈 측의 보수적 입장을 이해할 수 있으나 NAND 업황 턴어라운드와 고단화 영향으로 식각가스 소요량이 늘어나는 것을 기대해볼 만 하다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 36,000원 | CP(2월 24일): 24,750원

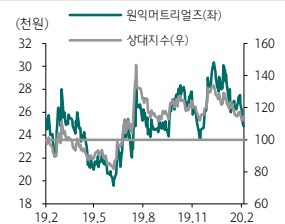
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	639.29
52주 최고/최저(원)	30,350/19,600
시가총액(십억원)	312.0
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	12,608.0
60일 평균 거래량(천주)	89.7
60일 평균 거래대금(십억원)	2.5
19년 배당금(예상, 원)	150
19년 배당수익률(예상, %)	0.49
외국인지분율(%)	13.80
주요주주 지분율(%)	
원익홀딩스	45.69
국민연금공단	9.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.2) (4.6) 1.0
상대	(6.9) (9.1) 17.5

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	223.0	248.0
영업이익(십억원)	37.0	38.0
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	2,459	2,538
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.0	233.5	220.8	259.5	293.3
영업이익	십억원	32.9	42.2	36.0	43.8	51.0
세전이익	십억원	23.6	50.6	35.5	41.1	48.0
순이익	십억원	20.4	42.1	28.1	32.9	38.4
EPS	원	1,627	3,336	2,231	2,610	3,044
증감률	%	30.1	105.0	(33.1)	17.0	16.6
PER	배	21.35	6.52	13.61	9.48	8.13
PBR	배	1.86	0.98	1.25	0.93	0.84
EV/EBITDA	배	8.60	3.99	6.47	3.96	3.04
ROE	%	9.06	16.27	9.58	10.23	10.80
BPS	원	18,711	22,285	24,284	26,745	29,608
DPS	원	0	200	150	180	180



Semiconductor Analyst
김경민, CFA
 02-3771-3398
 dairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA
김주연
 02-3771-7775
 kim_juyeon@hanafn.com

표 1. 원익머트리얼즈의 실적 추정(변경 이후)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
매출(연결)	51.7	50.3	60.3	58.6	60.3	63.3	69.7	66.2	203.0	233.5	220.8	259.5
매출(별도)	51.1	47.7	62.8	60.3	60.6	63.9	71.1	67.2	193.2	224.3	221.9	262.8
영업이익(연결)	7.0	9.5	11.8	7.8	8.4	12.3	14.0	9.1	32.9	42.2	36.0	43.8
영업이익률%(연결)	13.6%	18.8%	19.5%	13.3%	14.0%	19.4%	20.1%	13.7%	16.2%	18.1%	16.3%	16.9%
영업이익(별도)	8.0	7.5	10.8	10.6	8.6	12.2	14.6	10.0	35.7	45.5	36.8	45.4
영업이익률%(별도)	15.6%	15.7%	17.1%	17.6%	14.2%	19.1%	20.5%	14.9%	18.5%	20.3%	16.6%	17.3%
법인세비용차감전계속사업이익(연결)	7.4	8.6	11.3	8.3	7.8	11.7	13.3	8.4	23.6	50.6	35.6	41.2
EBT%(연결)	14.3%	17.2%	18.7%	14.2%	13.0%	18.4%	19.1%	12.7%	11.6%	21.7%	16.1%	15.9%
법인세(연결)	1.9	0.6	3.6	1.4	1.6	2.3	2.7	1.7	5.9	9.4	7.5	8.2
법인세율%(연결)	26.2%	7.1%	31.8%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	24.9%	18.5%	21.1%	20.0%
순이익(연결)	5.5	8.0	7.7	7.0	6.3	9.3	10.6	6.7	17.8	41.2	28.1	33.0
순이익률%(연결)	10.6%	15.9%	12.7%	11.9%	10.4%	14.7%	15.3%	10.2%	8.7%	17.7%	12.7%	12.7%

자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

표 2. 원익머트리얼즈의 실적 추정(변경 이전)

(단위: 십억 원, %)

실적추정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출(연결)	48.9	54.4	66.0	64.2	51.7	50.3	60.3	58.1	203.0	233.5	220.4	257.5
매출(별도)	46.5	52.6	63.6	61.6	51.1	47.7	62.8	57.3	193.2	224.3	218.8	256.5
영업이익(연결)	6.7	11.5	15.5	8.5	7.0	9.5	11.8	7.7	32.9	42.2	35.9	43.4
영업이익률%(연결)	13.6%	21.2%	23.5%	13.2%	13.6%	18.8%	19.5%	13.2%	16.2%	18.1%	16.3%	16.8%
법인세비용차감전계속사업이익(연결)	11.2	13.7	18.2	7.5	7.4	8.6	11.3	7.1	23.6	50.6	34.4	40.8
EBT%(연결)	22.9%	25.2%	27.5%	11.7%	14.3%	17.2%	18.7%	12.2%	11.6%	21.7%	15.6%	15.8%
법인세(연결)	4.8	-1.1	9.7	-4.0	1.9	0.6	3.6	1.1	5.9	9.4	7.2	8.2
법인세율%(연결)	42.7%	-7.9%	53.1%	-52.7%	26.2%	7.1%	31.8%	15.0%	24.9%	18.5%	20.9%	20.0%
순이익(연결)	6.4	14.8	8.5	11.5	5.5	8.0	7.7	6.0	17.8	41.2	27.2	32.6
순이익률%(연결)	13.1%	27.2%	12.9%	17.9%	10.6%	15.9%	12.7%	10.4%	8.7%	17.7%	12.3%	12.7%

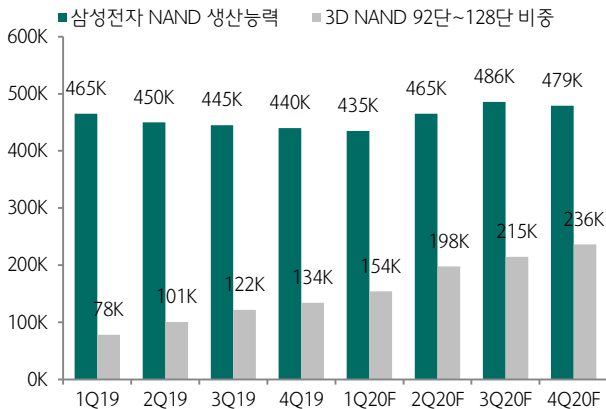
자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

표 3. 삼성전자 NAND 생산라인, 96단 이상으로 고단화 지속

생산라인	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Line 12	135K	120K	115K	110K	100K	100K	100K	100K
Line 16-1	60K	60K	55K	50K	50K	45K	40K	35K
Xian 17i	110K	110K	110K	110K	110K	110K	110K	110K
Xian 27i					5K	40K	66K	64K
Line 16-2	0K	0K	0K	0K	0K	0K	0K	0K
평택	160K	160K	165K	170K	170K	170K	170K	170K
삼성전자 NAND 생산능력	465K	450K	445K	440K	435K	465K	486K	479K
2D vs. 3D 비중	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
2D Capacity	145K	129K	123K	117K	111K	100K	111K	99K
3D Capacity	320K	321K	322K	323K	324K	365K	375K	380K
3D 비중	69%	71%	72%	73%	74%	78%	77%	79%
3D-NAND 단수별 비중	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
48단	11%	9%	5%	3%	0%	0%	0%	0%
64단	41%	40%	40%	40%	39%	36%	33%	30%
92단	17%	22%	27%	30%	31%	31%	31%	31%
128단	0%	0%	0%	0%	4%	11%	13%	18%

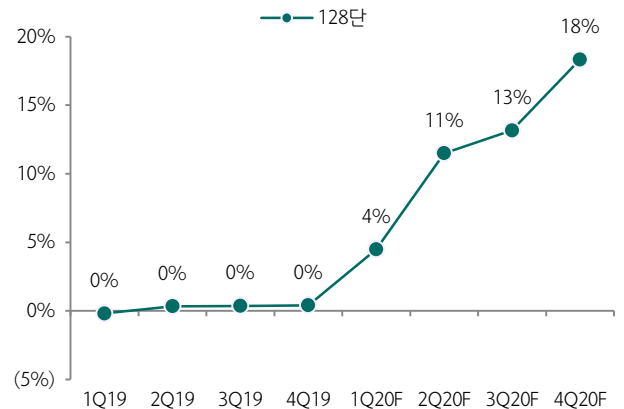
자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

그림 1-1. 삼성전자 NAND 생산능력 중에서 고단화 비중, 점차 증가



자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

그림 1-2. 2020년 4분기 128단 3D-NAND 비중, 18%까지 증가 전망



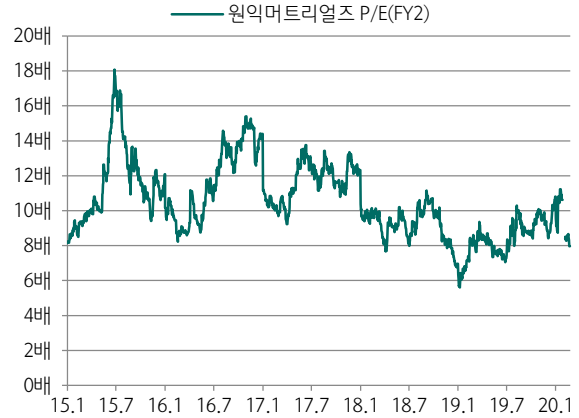
자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

그림 2-1. P/E 밴드(2015년~현재) FY1



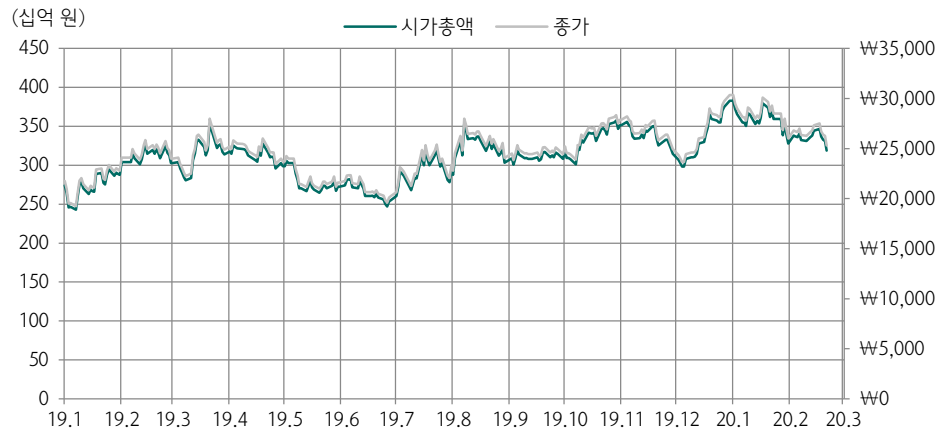
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2-2. P/E 밴드(2015년~현재) FY2



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. 원익머트리얼즈의 시가총액 및 주가 추이와 주요 이벤트(2019~20년)



2019년 1월	반도체 대형주의 주가 반등 힘입어 중소형주(장비, 소재) 주가 동시 반등
2월	매출액 또는 손익구조 30% 이상 변동 공시. 24Q18 영업이익, 컨센서스 하회
3월	QD-OLED, 비메모리 수혜주로 부각되며 3월 중순에 주가 급등
4월	연결재무제표기준영업(잠정)실적(공정공시), 1Q19 실적, 컨센서스 하회
5월	미국 상무부의 화웨이 제재조치 시작. 수요 둔화 우려 지속
6월	6월 중순 도시바 정전. 전방산업(메모리)에서 전면적인 감산 우려 지속
7월	7월 첫째 주, 산케이신문, 일본 수출 규제 관련 기사 보도
8월	일본의 화이트리스트 이슈 부각. 원익머트리얼즈의 조달능력 부각 8/12, 주식 등의 대량 보유 상황 보고서 공시. FL Limited, 5.29% 지분 신고 8/14, 2Q19 영업이익, 컨센서스 상회. 일회성 요인 때문
9월	일본산 소재의 국산화 등의 이슈가 일단락되며 주가 변동폭 제한
10월	삼성전자 NAND 가동률 회복 기대감이 주가 견인. 3Q19 영업이익, 컨센서스 상회
11월	반도체업황 턴어라운드 직전, 각 사의 IR 톤은 대부분 여전히 보수적
12월	DRAM 현물가격 상승 시작되어 메모리 반도체 턴어라운드 기대감 확산
2020년 1월	CF 계열 식각가스에 경쟁사 2곳 진입한다는 우려 때문에 원익머트리얼즈의 주가 하락
2월	2/24, 매출액 또는 손익구조 30% 이상 변동 공시. 매출 -5.4%, 영업이익 -14.5%, -31.8%

자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.0	233.5	220.8	259.5	293.3
매출원가	134.3	151.0	147.9	173.9	195.5
매출총이익	68.7	82.5	72.9	85.6	97.8
판매비	35.9	40.3	36.9	41.8	46.8
영업이익	32.9	42.2	36.0	43.8	51.0
금융손익	0.9	3.6	(1.2)	(0.9)	(0.8)
중속/관계기업손익	(3.2)	3.9	(0.6)	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.0)	0.9	1.3	(1.8)	(2.2)
세전이익	23.6	50.6	35.5	41.1	48.0
법인세	5.9	9.4	7.4	8.2	9.6
계속사업이익	17.8	41.2	28.1	32.9	38.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.8	41.2	28.1	32.9	38.4
비지배주주지분 손이익	(2.7)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	20.4	42.1	28.1	32.9	38.4
지배주주지분포괄이익	18.8	41.9	29.6	32.9	38.4
NOPAT	24.7	34.3	28.5	35.0	40.8
EBITDA	48.4	61.4	56.9	63.8	68.0
성장성(%)					
매출액증가율	16.0	15.0	(5.4)	17.5	13.0
NOPAT증가율	34.2	38.9	(16.9)	22.8	16.6
EBITDA증가율	36.7	26.9	(7.3)	12.1	6.6
영업이익증가율	40.6	28.3	(14.7)	21.7	16.4
(지배주주)순이익증가율	31.6	106.4	(33.3)	17.1	16.7
EPS증가율	30.1	105.0	(33.1)	17.0	16.6
수익성(%)					
매출총이익률	33.8	35.3	33.0	33.0	33.3
EBITDA이익률	23.8	26.3	25.8	24.6	23.2
영업이익률	16.2	18.1	16.3	16.9	17.4
계속사업이익률	8.8	17.6	12.7	12.7	13.1
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,627	3,336	2,231	2,610	3,044
BPS	18,711	22,285	24,284	26,745	29,608
CFPS	3,970	5,063	4,610	4,915	5,222
EBITDAPS	3,858	4,872	4,511	5,058	5,397
SPS	16,190	18,517	17,516	20,582	23,261
DPS	0	200	150	180	180
주가지표(배)					
PER	21.4	6.5	13.6	9.5	8.1
PBR	1.9	1.0	1.2	0.9	0.8
PCFR	8.8	4.3	6.6	5.0	4.7
EV/EBITDA	8.6	4.0	6.5	4.0	3.0
PSR	2.1	1.2	1.7	1.2	1.1
재무비율(%)					
ROE	9.1	16.3	9.6	10.2	10.8
ROA	7.5	14.1	8.4	8.8	9.3
ROIC	14.8	17.7	12.5	14.7	18.3
부채비율	15.6	12.1	17.0	16.3	15.7
순부채비율	(11.6)	(10.4)	(4.8)	(17.6)	(28.1)
이자보상배율(배)	111.0	228.5	60.1	47.7	55.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

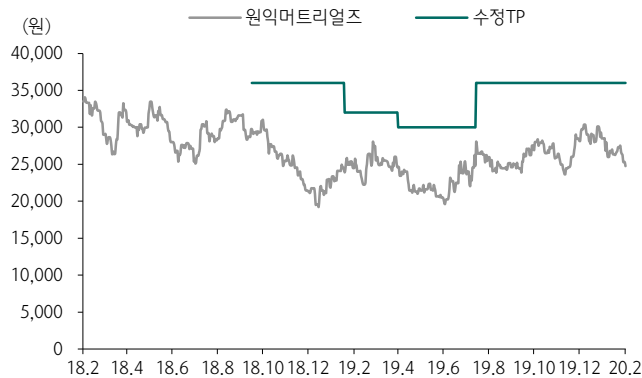
(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	72.7	83.1	89.1	140.0	192.8
금융자산	33.2	29.8	40.4	84.9	130.6
현금성자산	33.2	29.7	27.4	71.9	117.6
매출채권 등	13.7	26.6	24.3	27.5	31.1
재고자산	25.0	20.2	18.4	20.8	23.5
기타유동자산	0.8	6.5	6.0	6.8	7.6
비유동자산	206.9	232.0	269.0	252.3	239.0
투자자산	31.5	38.9	37.4	40.7	44.4
금융자산	7.2	1.0	0.9	1.0	1.1
유형자산	159.7	177.4	212.8	193.1	176.2
무형자산	3.0	3.9	5.1	4.9	4.7
기타비유동자산	12.7	11.8	13.7	13.6	13.7
자산총계	279.6	315.1	358.1	392.3	431.8
유동부채	34.6	31.8	49.3	52.2	55.5
금융부채	3.8	0.0	24.6	24.6	24.6
매입채무 등	25.3	24.4	22.3	25.2	28.5
기타유동부채	5.5	7.4	2.4	2.4	2.4
비유동부채	3.2	2.3	2.6	2.8	3.0
금융부채	1.3	0.6	1.1	1.1	1.1
기타비유동부채	1.9	1.7	1.5	1.7	1.9
부채총계	37.8	34.1	51.9	55.0	58.5
지배주주지분	235.9	281.0	306.2	337.2	373.3
자본금	3.2	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	68.7	65.8	65.8	65.8	65.8
자본조정	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	165.0	210.7	235.1	266.1	302.2
비지배주주지분	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	241.8	281.0	306.2	337.2	373.3
순금융부채	(28.1)	(29.1)	(14.8)	(59.3)	(105.0)
현금흐름표					
영업활동 현금흐름	40.9	41.2	49.3	50.5	52.6
당기순이익	17.8	41.2	28.1	32.9	38.4
조정	28.0	14.9	17.2	20.8	17.9
감가상각비	15.5	19.3	20.8	20.0	17.1
외환거래손익	0.4	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	3.2	(3.9)	0.6	0.0	0.0
기타	8.9	(0.5)	(4.1)	0.8	0.8
영업활동 자산부채 변동	(4.9)	(14.9)	4.0	(3.2)	(3.7)
투자활동 현금흐름	(32.2)	(45.9)	(73.6)	(3.2)	(3.6)
투자자산감소(증가)	2.7	(4.0)	3.3	(3.3)	(3.7)
유형자산감소(증가)	(44.3)	(50.0)	(58.4)	0.0	0.0
기타	9.4	8.1	(18.5)	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	4.6	1.1	21.5	(2.8)	(3.2)
금융부채증가(감소)	(0.1)	(4.5)	25.0	0.0	(0.0)
자본증가(감소)	3.8	0.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.9	5.4	(1.0)	(0.9)	(0.9)
배당지급	0.0	0.0	(2.5)	(1.9)	(2.3)
현금의 증감	13.1	(3.5)	(2.4)	44.5	45.8
Unlevered CFO	49.8	63.8	58.1	62.0	65.8
Free Cash Flow	(3.5)	(9.0)	(9.6)	50.5	52.6

(단위: 십억원)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

원익머트리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.8	BUY	36,000		
19.4.25	BUY	30,000	-25.55%	-12.50%
19.2.12	BUY	32,000	-21.84%	-12.50%
18.10.10	BUY	36,000	-30.96%	-13.89%
18.10.5				-

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	89.5%	10.5%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 25일

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 2020년 02월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2020년 02월 25일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.