

SK머티리얼즈(036490)

목표주가 현실화

목표주가 24만원에서 20만원으로 하향

공정소재(특수가스, 산업가스, 프리커서) 공급사 SK머티리얼즈의 목표주가를 하향 조정하는 이유는 COVID-19 발발 이후 한국을 비롯한 Emerging Market 증시의 밸류에이션이 하락한 것을 반영했기 때문이다. 투자자의견은 매수로 유지한다. 연초 이후 주가 급락으로 컨센서스 기준 P/E(FY1) 및 P/E(FY0) 수준이 각각 9.95배, 11.19배로 2016년 이후 최저 수준까지 하락해 추가적으로 하락할 가능성이 낮고 (본문 그림 참고), COVID-19 발발 이후 우려와 달리 반도체용 공정소재의 출하가 원활하기 때문이다.

우려와 달리 반도체용 공정소재 출하 견조

공정소재 공급사의 관점에서 COVID-19 영향이 가장 우려될 만한 점은 물류 이슈가 아니라 전방산업의 감산 여부이다. 이미 2019년 무역분쟁 시기에 전 세계적으로 메모리 반도체의 NAND 생산라인에서 감산이 진행되었다. 그러나 아직까지 주요 반도체 고객사의 생산라인은 정상 가동되고 있으며, SK머티리얼즈의 입장에서 매출비중이 가장 높은(2019년 기준 66%) 반도체/디스플레이용 특수가스의 출하는 아직까지 원활한 것으로 파악된다. 1분기는 전통적 비수기이므로 P(가격), Q(출하량) 중에 QoQ 기준으로는 가격 인하가 발생한다. 그러나 출하량은 QoQ 기준으로 최소한 flat 이상으로 추정되며, 반도체용으로만 사용되는 육불화텅스텐 특수가스의 물량 출하는 가장 견조한 것으로 추정된다. 육불화텅스텐(WF6)은 3D-NAND에서 금속배선공정(Metal Interconnect)에 주로 사용된다.

3D-NAND향 비중 높은 불소(F)계열, 실란계열 가스 출하 견조

불소(Fluorine)가 포함된 특수가스 중에 육불화텅스텐(WF6) 뿐만 아니라 자회사(SK쇼와덴코)에서 공급하는 플루오르메탄(CH3F)의 출하도 견조할 것으로 전망된다. 플루오르메탄은 3D-NAND의 질화막을 '식각'하는 데 사용되는 특수가스이다. 한편 실란계열 특수가스 중에서 3D-NAND에서 질화막을 '증착'할 때 사용되는 디클로로실란(DCS 또는 SiH2Cl2) 가스의 출하도 견조할 것으로 예상된다. 이에 따라 2020년 1분기 매출과 영업이익을 각각 1,974억 원, 463억 원으로 추정한다. 반도체업종 내에서 장비 공급사(램리서치, AMAT, ASML)들이 실적 가이던스를 철회하거나 하향 조정한 상황이라, 공정소재 공급사의 상대적 실적 안정성이 부각되고 있다. SK머티리얼즈가 대외환경의 불확실성을 무난하게 극복하기를 조심스럽게 기대해본다.

Update

BUY

| TP(12M): 200,000원(하향) | CP(3월 30일): 135,200원

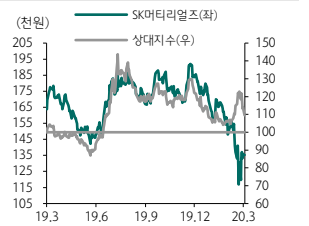
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	542.11
52주 최고/최저(원)	192,000/116,900
시가총액(십억원)	1,426.0
시가총액비중(%)	0.72
발행주식수(천주)	10,547.7
60일 평균 거래량(천주)	54.6
60일 평균 거래대금(십억원)	8.6
19년 배당금(예상, 원)	4,693
19년 배당수익률(예상, %)	2.53
외국인지분율(%)	13.88
주요주주 지분율(%)	
SK 외 1인	49.11
국민연금공단	6.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(8.6) (18.8) (20.3)
상대	2.9 (6.9) 7.2

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	775.8	862.4
영업이익(십억원)	223.1	228.5
순이익(십억원)	154.5	155.9
EPS(원)	13,437	13,584
BPS(원)	50,969	60,729

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	512.3	687.3	772.2	831.3	878.6
영업이익	십억원	147.7	182.9	214.8	209.8	245.3
세전이익	십억원	134.5	159.6	183.8	182.0	213.1
순이익	십억원	101.9	112.7	128.3	142.0	166.2
EPS	원	9,660	10,682	12,167	13,459	15,758
증감률	%	(6.2)	10.6	13.9	10.6	17.1
PER	배	18.63	14.14	15.25	10.05	8.58
PBR	배	3.94	2.81	2.94	1.87	1.60
EV/EBITDA	배	10.92	8.83	9.12	7.28	6.41
ROE	%	25.25	29.57	30.16	27.12	26.08
BPS	원	45,684	53,676	63,023	72,261	84,591
DPS	원	3,550	3,750	4,693	3,810	4,464



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

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

표 1-1. SK머티리얼즈의 분기 및 연간 실적 추정(변경 이후) - 2019년 10월 이후 실적 추정치 첫 변경

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출	184.3	183.0	201.9	203.0	197.4	196.0	217.4	220.5	512.3	687.3	772.2	831.3	878.6
매출(연결)	184.3	183.0	201.9	203.0	197.4	196.0	217.4	220.5	512.3	687.3	772.2	831.3	878.6
특수가스	121.2	122.9	136.2	130.8	124.2	126.0	139.6	134.1	545.3	625.1	511.1	523.9	537.1
SK에어가스(100% 지분)	39.5	39.4	40.1	39.7	40.0	39.9	40.6	40.2	92.1	121.9	158.8	160.7	162.7
SK트리캠(65% 지분)	23.6	20.6	25.7	32.5	29.2	25.5	31.8	40.2	1.6	58.7	102.3	126.7	156.8
SK쇼와덴코(51% 지분)					4.0	4.5	5.5	6.0				20.0	22.0
조정									-126.7	-118.5			
영업이익	54.5	55.1	56.1	49.1	46.3	46.9	55.9	60.7	147.7	182.9	214.8	209.8	245.3
영업이익(연결)	54.5	55.1	56.1	49.1	46.3	46.9	55.9	60.7	147.7	182.9	214.8	209.8	245.3
특수가스	26.8	29.2	28.9	21.4	19.3	20.6	24.4	24.1	125.5	117.2	106.2	88.3	96.6
SK에어가스(100% 지분)	15.8	16.0	14.0	12.2	14.0	14.4	15.7	16.0	23.3	38.2	58.0	60.0	66.3
SK트리캠(65% 지분)	12.0	9.9	13.2	15.4	12.5	11.2	15.0	19.5	-2.9	27.6	50.5	58.2	78.2
SK쇼와덴코(51% 지분)					0.5	0.7	0.9	1.1				3.3	4.3
조정									1.7				
영업이익률%	29.6%	30.1%	27.8%	24.2%	23.5%	23.9%	25.7%	27.5%	28.8%	26.6%	27.8%	25.2%	27.9%
당기순이익(비지배주주지분 포함)	35.6	39.5	39.6	28.6	31.1	31.5	37.9	41.3	104.1	123.4	143.3	141.8	166.2
순이익률%	19.3%	21.6%	19.6%	14.1%	15.8%	16.1%	17.4%	18.7%	20.3%	18.0%	18.6%	17.1%	18.9%

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

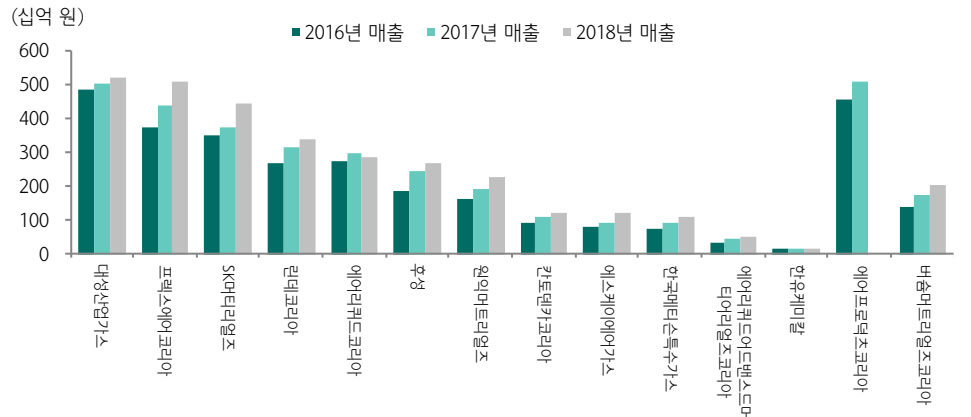
표 1-2. SK머티리얼즈의 분기 및 연간 실적 추정(변경 이전) - 2019년 10월 당시 실적 추정. 4Q19 발표 실적 미반영

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
매출(연결)	184.3	183.0	202.2	207.4	203.0	210.3	230.5	246.8	512.3	687.3	776.8	890.7
매출(연결)	184.3	183.0	202.2	207.4	203.0	210.3	230.5	246.8	512.3	687.3	776.8	890.7
특수가스	121.2	122.9	132.8	134.1	128.8	134.5	149.7	155.8	545.3	625.1	511.0	568.8
SK에어가스	39.5	39.4	40.6	41.0	41.2	41.1	42.3	50.0	92.1	121.9	160.6	174.5
SK트리캠	23.6	20.6	25.4	28.4	27.3	28.5	31.7	33.0	1.6	58.7	98.0	120.5
SK쇼와덴코			3.4	3.8	3.8	3.8	3.9	4.6			7.2	16.2
조정									-126.7	-118.5		
신규사업												10.7
영업이익(연결)	54.5	55.1	56.1	57.4	56.5	58.7	64.9	69.9	147.7	182.9	223.0	250.0
영업이익(연결)	54.5	55.1	56.1	57.4	56.5	58.7	64.9	69.9	147.7	182.9	223.0	250.0
특수가스	26.8	29.2	31.3	31.3	30.0	31.4	34.9	36.3	125.5	117.2	118.5	132.7
SK에어가스	15.8	16.0	12.6	12.6	12.8	12.9	13.4	16.0	23.3	38.2	57.0	55.0
SK트리캠	12.0	9.9	11.8	13.1	12.7	13.4	15.1	15.8	-2.9	27.6	46.8	57.1
SK쇼와덴코			0.3	0.4	0.6	0.6	0.7	0.9			0.7	2.8
조정									1.7	0.0	0.0	0.0
신규사업												2.5
영업이익률%	29.6%	30.1%	27.7%	27.7%	27.8%	27.9%	28.1%	28.3%	28.8%	26.6%	28.7%	28.1%
당기순이익	35.6	39.5	39.6	39.8	39.2	40.7	44.9	48.2	104.1	123.4	154.5	173.1
순이익률%	19.3%	21.6%	19.6%	19.2%	19.3%	19.4%	19.5%	19.5%	20.3%	18.0%	19.9%	19.4%

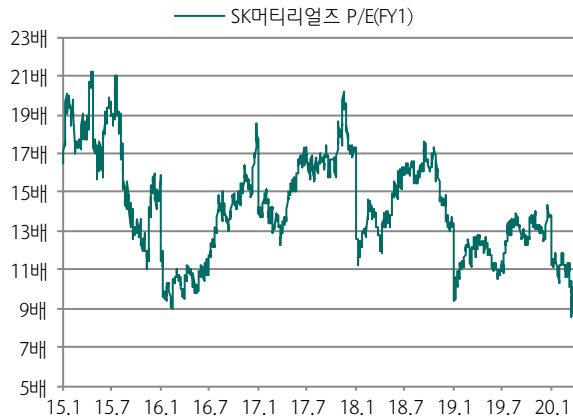
자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

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



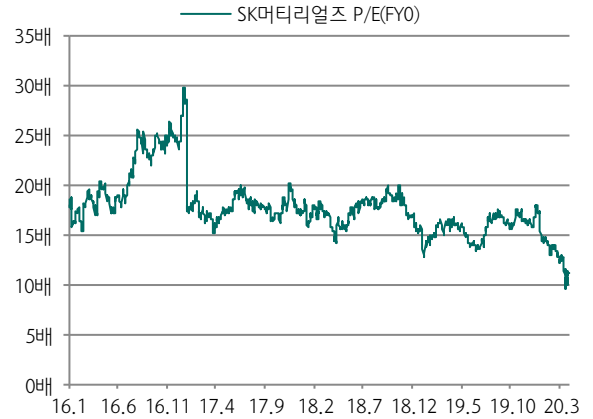
주: 별도기준 매출 / 자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2-1. SK머티리얼즈 P/E(FY1) 밸류에이션 부담 완화



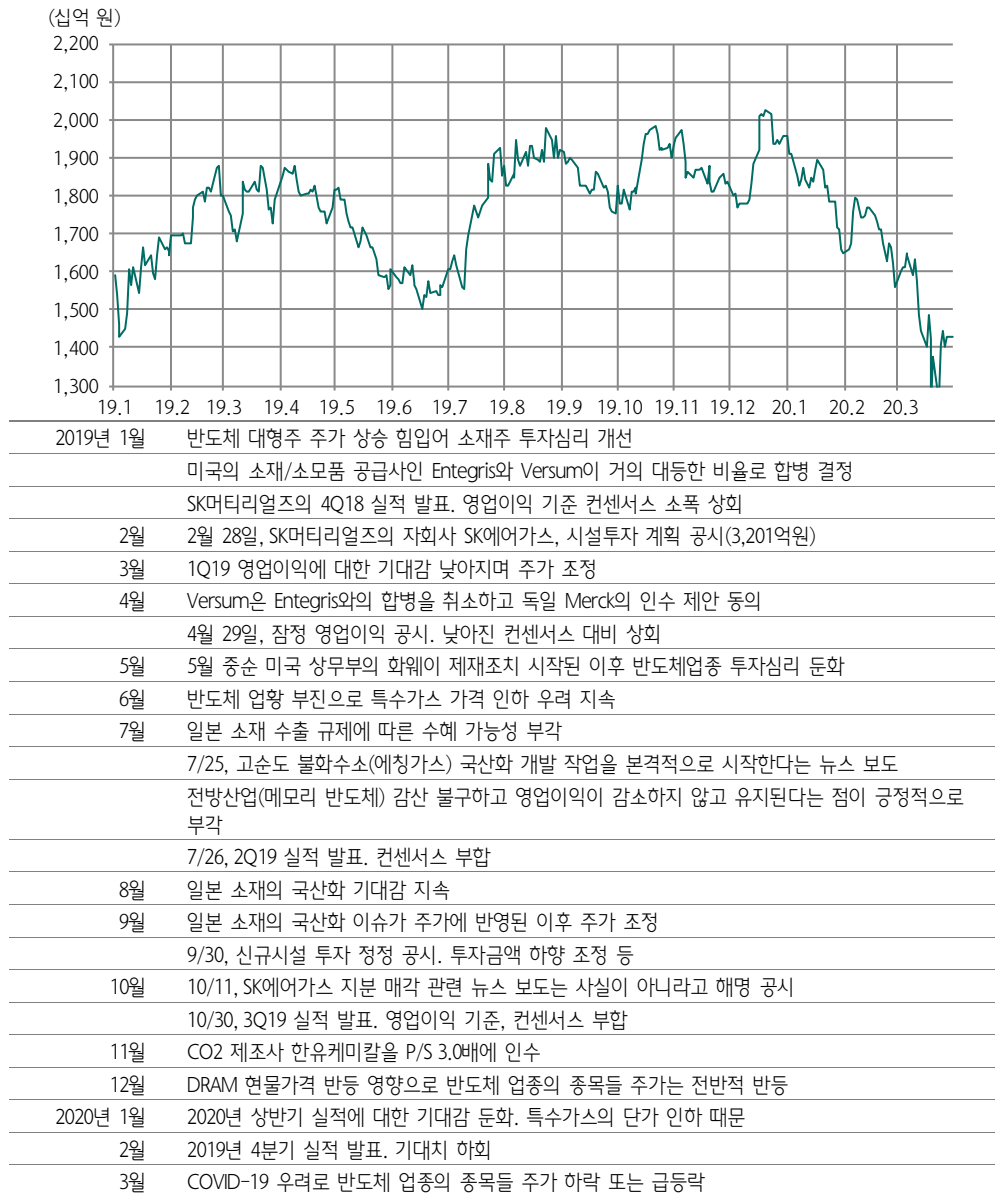
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2-2. SK머티리얼즈 P/E(FY0) 밸류에이션 부담 완화



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. SK머티리얼즈의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019~20년)



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

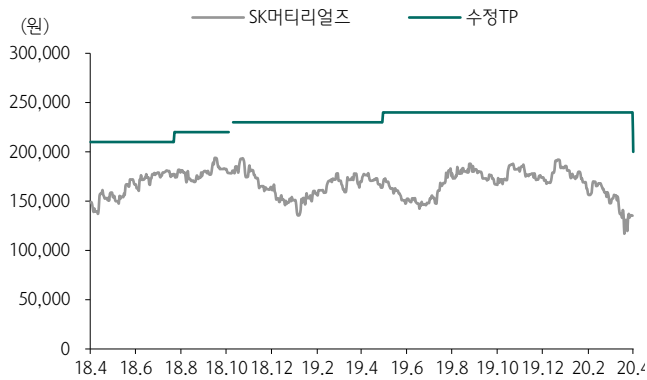
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	512.3	687.3	772.2	831.3	878.6
매출원가	314.7	430.4	467.1	524.1	530.3
매출총이익	197.6	256.9	305.1	307.2	348.3
판매비	49.9	74.0	90.4	97.4	103.0
영업이익	147.7	182.9	214.8	209.8	245.3
금융손익	(11.5)	(20.9)	(25.2)	(28.9)	(26.9)
중속/관계기업손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.5)	(2.4)	(5.7)	1.1	(5.3)
세전이익	134.5	159.6	183.8	182.0	213.1
법인세	30.5	36.1	40.6	40.0	46.9
계속사업이익	104.1	123.4	143.2	142.0	166.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	104.1	123.4	143.2	142.0	166.2
비배주주지분 순이익	2.2	10.8	14.9	0.0	0.0
지배주주순이익	101.9	112.7	128.3	142.0	166.2
지배주주지분포괄이익	96.6	134.6	137.4	142.0	166.2
NOPAT	114.2	141.5	167.3	163.7	191.4
EBITDA	222.8	277.4	330.9	340.5	386.0
성장성(%)					
매출액증가율	11.0	34.2	12.4	7.7	5.7
NOPAT증가율	(5.9)	23.9	18.2	(2.2)	16.9
EBITDA증가율	0.6	24.5	19.3	2.9	13.4
영업이익증가율	(4.2)	23.8	17.4	(2.3)	16.9
(지배주주)순이익증가율	(6.2)	10.6	13.8	10.7	17.0
EPS증가율	(6.2)	10.6	13.9	10.6	17.1
수익성(%)					
매출총이익률	38.6	37.4	39.5	37.0	39.6
EBITDA이익률	43.5	40.4	42.9	41.0	43.9
영업이익률	28.8	26.6	27.8	25.2	27.9
계속사업이익률	20.3	18.0	18.5	17.1	18.9
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	9,660	10,682	12,167	13,459	15,758
BPS	45,684	53,676	63,023	72,261	84,591
CFPS	21,530	26,905	31,719	32,382	36,095
EBITDAPS	21,124	26,295	31,373	32,280	36,598
SPS	48,569	65,157	73,210	78,816	83,298
DPS	3,550	3,750	4,693	3,810	4,464
주가지표(배)					
PER	18.6	14.1	15.2	10.0	8.6
PBR	3.9	2.8	2.9	1.9	1.6
PCFR	8.4	5.6	5.8	4.2	3.7
EV/EBITDA	10.9	8.8	9.1	7.3	6.4
PSR	3.7	2.3	2.5	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	25.3	29.6	30.2	27.1	26.1
ROA	10.1	9.0	8.3	7.8	8.1
ROIC	13.7	12.9	11.9	10.3	11.2
부채비율	173.9	246.7	226.9	217.2	187.0
순부채비율	125.6	205.8	197.4	164.3	135.2
이자보상배율(배)	11.4	8.6	7.6	6.3	6.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	201.8	263.8	258.8	432.7	501.2
금융자산	18.9	16.5	9.7	170.6	224.1
현금성자산	18.7	16.1	9.2	170.1	223.6
매출채권 등	90.7	126.2	127.2	129.7	137.1
재고자산	86.2	111.8	112.6	122.3	129.3
기타유동자산	6.0	9.3	9.3	10.1	10.7
비유동자산	916.2	1,134.7	1,431.4	1,516.0	1,635.6
투자자산	11.5	11.3	13.4	13.6	13.8
금융자산	0.7	2.0	2.1	2.2	2.4
유형자산	885.1	1,106.1	1,394.2	1,481.1	1,602.5
무형자산	6.6	10.0	12.4	10.0	8.0
기타비유동자산	13.0	7.3	11.4	11.3	11.3
자산총계	1,118.0	1,398.4	1,690.2	1,948.8	2,136.8
유동부채	336.5	501.3	701.3	771.0	828.1
금융부채	179.4	368.6	574.6	634.6	684.6
매입채무 등	140.0	109.6	110.5	120.0	126.8
기타유동부채	17.1	23.1	16.2	16.4	16.7
비유동부채	373.3	493.8	471.9	563.3	564.2
금융부채	351.9	477.8	455.8	545.8	545.8
기타비유동부채	21.4	16.0	16.1	17.5	18.4
부채총계	709.9	995.1	1,173.1	1,334.3	1,392.3
지배주주지분	385.7	376.2	474.8	572.3	702.3
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	25.7	25.7	25.7
이익잉여금	446.1	521.5	614.2	711.6	841.7
비지배주주지분	22.4	27.1	42.2	42.2	42.2
자본총계	408.1	403.3	517.0	614.5	744.5
순금융부채	512.5	829.9	1,020.7	1,009.8	1,006.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	136.7	176.0	348.1	270.7	300.0
당기순이익	104.1	123.4	143.2	142.0	166.2
조정	78.4	108.6	126.0	130.6	140.7
감가상각비	75.1	94.5	116.2	130.6	140.7
외환거래손익	(1.8)	2.1	0.8	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.0	12.0	9.0	0.0	0.0
영업활동 변동	(45.8)	(56.0)	78.9	(1.9)	(6.9)
투자활동 현금흐름	(268.5)	(330.5)	(398.4)	(215.3)	(260.4)
투자자산감소(증가)	(10.7)	0.2	(2.2)	(0.2)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(260.6)	(327.1)	(399.1)	(215.1)	(260.2)
기타	2.8	(3.6)	2.9	(0.0)	(0.1)
재무활동 현금흐름	91.6	151.7	42.8	105.5	13.9
금융부채증가(감소)	213.5	315.1	184.0	150.0	50.0
자본증가(감소)	(0.1)	(15.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(84.4)	(112.8)	(105.5)	0.0	0.0
배당지급	(37.4)	(35.6)	(35.7)	(44.5)	(36.1)
현금의 증감	(41.6)	(2.6)	(6.9)	160.9	53.5
Unlevered CFO	227.1	283.8	334.6	341.6	380.7
Free Cash Flow	(124.0)	(153.7)	(57.1)	55.6	39.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK머티리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.1	BUY	200,000	-	-
19.4.30	BUY	240,000	-30.42%	-20.00%
18.10.10	BUY	230,000	-27.87%	-15.87%
18.10.5	담당자변경	-	-	-
18.7.23	BUY	220,000	-18.70%	-11.91%
18.4.23	BUY	210,000	-19.89%	-13.81%
17.11.27	BUY	240,000	-30.73%	-20.13%

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	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 1일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 04월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2020년 04월 01일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.