



하나금융그룹

2020년 6월 22일 | Equity Research

SK머티리얼즈(036490)

신규사업에 P/E 30.5배 적용

목표주가 상향

반도체 공정소재 공급사 SK머티리얼즈의 목표주가를 20만 원에서 25만원으로 상향 조정한다. 소/부/장 국산화가 재조명되어 자회사 SK트리켐의 Precursor사업 및 신규사업(HF, HSP, PR)의 성과가 높은 P/E 밸류에이션을 받을 수 있기 때문이다. 2020년 순이익(비지배주주지분 포함) 1,606억 원 중에 Precursor 및 신규사업의 순이익 415억 원에 P/E 30.5배를 적용하고, 기존 사업(특수가스, 산업가스)의 순이익 1,191억 원에 P/E 9.3배를 적용한다. 목표주가 25만원은 시총 2,4조원을 의미한다.

SK트리켐의 Precursor사업은 아이템 추가 효과 기대

SK트리켐의 영업이익률은 안정적이므로 실적 성장을 쉽게 확인할 수 있는 지표는 바로 매출이다. 2020년 매출은 2019년 대비 30% 증가한 1,357억 원으로 추정된다. 가이던스(20% 이상 성장) 대비 긍정적이다. Precursor 신제품의 실적 기여가 기대되기 때문이다. 전방산업의 소요량 감안 시 중장기적으로 연간 매출 2,000억 원을 달성하는 것은 시간의 문제일 뿐, 가시성이 높다고 판단된다. 2021년, 2022년의 연간 매출은 각각 1,589억 원, 1,748억 원으로 추정한다.

신규사업의 매출 기여는 2020년부터 본격화

HF, HSP, PR의 2020년 매출은 100억 원, 150억 원, 250억 원으로 추정한다. HSP와 PR의 경우 가이던스보다 높게 전망한다. NAND Flash 업황이 긍정적이기 때문이다. (1) SSD 제품가격 일부가 2분기에 10% 이상 상승하고, (2) 게임콘솔 신제품 출시가 SSD 수요를 촉진하며, (3) 2021년에 잔여 2D-NAND 생산라인이 3D-NAND로 전환된다면 고단화용 HSP 및 PR의 수요가 예상보다 빠르게 증가한다.

캡티브 고객사와 동반 성장하는 삼성SDS 대비 저평가

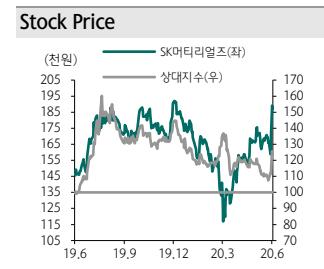
P/E 30.5배의 Peer Group은 Air Products & Chemicals 및 Entegris이다. SK머티리얼즈가 SK그룹으로 인수되며 아이템이 다양화되었기에 Global Peer Group과 동일한 P/E 밸류에이션을 받아야 한다는 논리가 존재했지만, 주가에 반영되지 않았다. 이제 고밸류가 현실화될 순간이다. 2019년부터 본업(특수가스)에 대한 이익 의존도가 50% 미만으로 낮아졌고, 일부 신규 아이템(PR, SoC)은 고밸류가 당연시되는 노광공정. 캡티브 고객사와 함께 실적이 성장한다는 점에서 SK머티리얼즈의 그룹 내 Positioning은 삼성그룹의 삼성SDS와도 같다. 삼성SDS의 2020년 P/E(컨센서스 기준)는 25.1배이다.

Update

BUY

| TP(12M): 250,000원(상향) | CP(6월 19일): 187,100원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	742.03		
52주 최고/최저(원)	192,000/116,900	매출액(십억원)	904.3 1,003.0
시가총액(십억원)	1,973.5	영업이익(십억원)	233.0 267.8
시가총액비중(%)	0.72	순이익(십억원)	159.2 184.3
발행주식수(천주)	10,547.7	EPS(원)	13,488 15,655
60일 평균 거래량(천주)	59.2	BPS(원)	60,625 74,482
60일 평균 거래대금(십억원)	9.7		
20년 배당금(예상, 원)	4,069		
20년 배당수익률(예상, %)	2.17		
외국인지분율(%)	14.96		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 1인	49.11		
국민연금공단	6.09		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	11.8 (1.9) 28.5		
상대	4.9 (14.3) 24.3		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	687.3	772.2	921.0	1,081.6	1,189.7
영업이익	십억원	182.9	214.8	233.5	296.4	338.3
세전이익	십억원	159.6	184.0	208.5	259.5	298.8
순이익	십억원	112.7	128.2	160.6	202.4	233.1
EPS	원	10,682	12,150	14,711	19,193	22,094
증감률	%	10.6	13.7	21.1	30.5	15.1
PER	배	14.14	15.27	12.72	9.75	8.47
PBR	배	2.81	2.96	2.63	2.16	1.80
EV/EBITDA	배	8.90	8.76	8.16	6.63	5.74
ROE	%	29.57	30.22	30.05	31.50	28.58
BPS	원	53,676	62,737	71,173	86,706	103,908
DPS	원	3,750	3,850	4,069	5,439	6,262



Semiconductor Analyst

김경민, CFA

02-3771-3398

clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA

김주연

02-3771-7775

kim_juyeon@hanafn.com

하나금융투자

표 1. SK머티리얼즈의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출(연결)	212.3	224.3	239.4	245.0	256.9	263.9	277.0	283.8	772.2	921.0	1,081.6	1,189.7
특수가스(SK소와덴코 포함)	136.1	138.9	140.3	134.7	140.2	147.2	154.6	148.5	511.1	550.0	590.6	649.7
SK에어가스(100% 지분)+한유케미칼	44.3	43.3	45.5	52.3	58.3	57.0	59.8	68.8	158.8	185.3	243.9	268.3
SK트리켐(65% 지분)	31.9	32.1	33.7	38.0	37.4	37.6	39.5	44.5	102.3	135.7	158.9	174.8
신규사업(HF, HSP, PR)	0.0	10.0	20.0	20.0	21.0	22.1	23.2	22.0		50.0	88.2	97.0
	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
영업이익(연결)	53.1	54.7	60.3	65.3	69.7	71.3	75.3	80.1	214.8	233.5	296.4	338.3
특수가스(SK소와덴코 포함)	25.5	27.3	29.5	29.2	30.3	31.9	33.5	32.1	106.2	111.3	127.8	140.6
SK에어가스(100% 지분)+한유케미칼	14.7	13.6	15.3	18.1	20.4	20.2	21.4	24.9	58.0	61.8	86.8	99.4
SK트리켐(65% 지분)	13.0	13.8	15.5	18.0	17.9	18.2	19.3	22.0	50.5	60.4	77.4	88.6
신규사업(HF, HSP, PR)					1.1	1.1	1.2	1.1			4.4	9.7
영업이익률%	25.0%	24.4%	25.2%	26.7%	27.1%	27.0%	27.2%	28.2%	27.8%	25.4%	27.4%	28.4%
순이익(비지배주주지분 포함)	37.6	37.2	41.1	44.7	47.8	48.6	51.2	54.9	143.3	160.6	202.4	233.1
순이익률%	17.7%	16.6%	17.2%	18.2%	18.6%	18.4%	18.5%	19.3%	18.6%	17.4%	18.7%	19.6%

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

표 2. 목표주가 산출

(단위: 십억 원, 배, 주, 원)

순이익(사업부별 추정)	2020F	2021F
특수가스(SK소와덴코 포함)	76.6	87.3
SK에어가스(100% 지분)+한유케미칼	42.5	59.3
SK트리켐(65% 지분)	41.5	52.9
신규사업(HF, HSP, PR)	0.0	3.0
순이익(분업과 고밸류 아이템으로 구분)	160.6	202.4
본업+산업가스+SK소와덴코+한유케미칼	119.1	146.6
고밸류 아이템(SK트리켐, 신규사업 HF, HSP, PR)	41.5	55.9
Target P/E		
본업+산업가스+SK소와덴코+한유케미칼	9.3배	6.3배
고밸류 아이템(SK트리켐, 신규사업 HF, HSP, PR)	30.5배	29.6배
목표시총(십억 원)		
본업+산업가스+SK소와덴코+한유케미칼	1,104.3	917.5
고밸류 아이템(SK트리켐, 신규사업 HF, HSP, PR)	1,266.2	1,653.7
합산	2,370.5	2,571.2
목표주가(원)		
유통주식수(자사주 제외)	9,487,673주	9,487,673주
목표주가	250,000원	271,000원

주: Target P/E 중에서 9.3배는 원익머티리얼즈 및 Kanto Denka 기준, 30.5배는 Air Products & Chemicals 및 Entegris 기준

자료: 하나금융투자

표 3. 공정소재 공급사의 실적

기업	시총	매출액		영업이익		순이익		영업이익률%		순이익률%	
		2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
SK머티리얼즈	1,973	904.3	1,003.0	233.0	267.8	142.3	165.1	25.8%	26.7%	15.7%	16.5%
원익머티리얼즈	300	261.6	290.8	42.2	49.4	32.2	37.9	16.1%	17.0%	12.3%	13.0%
Kanto Denka	567	637.8	680.4	95.8	110.0	64.6	74.3	15.0%	16.2%	10.1%	10.9%
Adeka	1,689	3,564.5	3,682.4	272.1	298.8	189.9	209.2	7.6%	8.1%	5.3%	5.7%
Air Products	63,092	10,704.5	11,531.2	2,721.1	3,073.8	2,275.9	2,674.9	25.4%	26.7%	21.3%	23.2%
Entegris	9,808	1,990.1	2,137.2	452.5	521.4	319.5	381.6	22.7%	24.4%	16.1%	17.9%

자료: 하나금융투자

표 4. 공정소재 공급사의 주가수익률과 밸류에이션

기업	주가	주가수익률(%)				P/E(배)	
		1주	1개월	3개월	6개월	2020F	2021F
SK머티리얼즈	187,100	13%	12%	60%	-2%	13.9	13.9
원익머티리얼즈	23,800	0%	-3%	54%	-18%	9.7	9.3
Kanto Denka	869	-1%	-6%	25%	-14%	9.4	8.8
Adeka	1,436	1%	0%	24%	-14%	10.1	9.1
Air Products	236	0%	0%	23%	1%	28.6	28.0
Entegris	60	1%	5%	48%	18%	31.1	30.0

자료: 하나금융투자

그림 1. SK트리켐의 매출 성장. 전방산업의 소요량 감안 시 중장기적으로 연간 매출 2,000억 원 달성

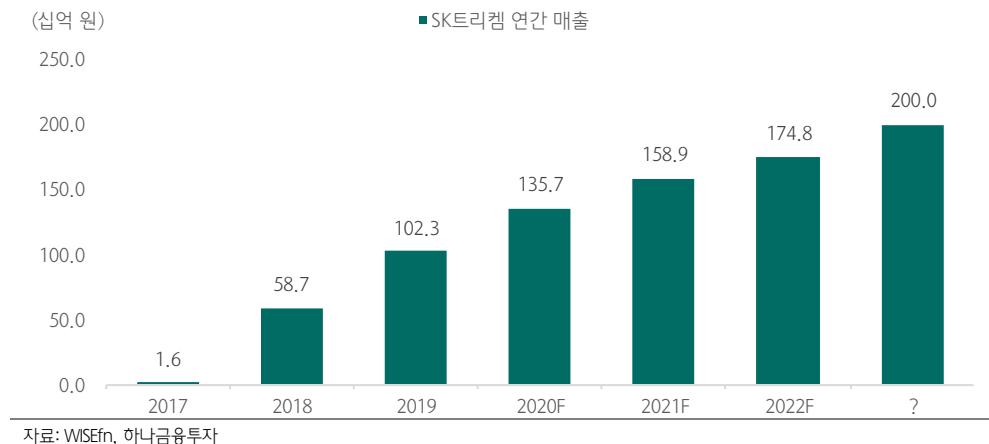


표 5. SK트리켐의 Precursor

종류	적용되는 디바이스	적용되는 공정	박막 증착 시 적용되는 장비
ZrO ₂ Precursor	DRAM	Capacitor 공정	ALD
SiO ₂ Precursor	DRAM, 3D-NAND		ALD/CVD
TiO ₂ Precursor	DRAM	Capacitor 공정	ALD
HfO ₂ Precursor	DRAM	Capacitor 공정	ALD

주: DRAM의 Capacitor 물질로 High-K Precursor가 사용됨. K의 값이 높을수록 더 많은 전하를 저장할 수 있음. Low-K Precursor는 배선 사이의 절연막을 형성하기 위해 사용됨.

자료: 하나금융투자

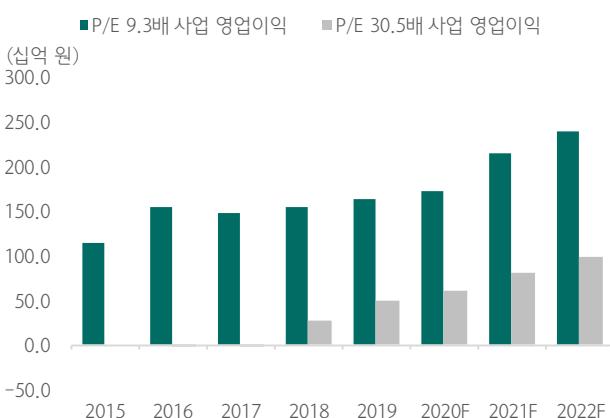
표 6. 주요 자회사의 2019년 실적 감안 시 본업(특수가스) 외의 사업부문에서 실적 기여 증가

(단위: 십억 원)

	자산	부채	자본	매출	순이익	순이익률	비고
SK에어가스	490.5	355.8	134.7	157.3	34.5	22%	
SK트리켐	105.4	19.4	86.0	102.3	40.3	39%	
SK쇼와덴코	30.9	6.2	24.7	12.6	1.9	15%	실적 추정 시 본업(특수가스) 실적으로 합산
한유케미칼	23.9	2.7	21.2	1.9	0.4	21%	실적 추정 시 SK에어가스 실적으로 합산

자료: 하나금융투자

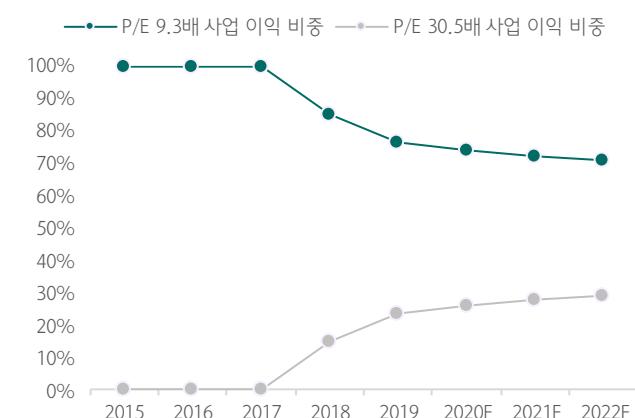
그림 2. P/E 9.3배 사업과 30.5배 사업의 영업이익 추이



주: P/E 9.3배 사업에는 본업 특수가스, SK에어가스, 한유케미칼, SK쇼와덴코 포함.
SK쇼와덴코를 포함시킨 이유는 별도 자회사 실적이 분기 단위로 공시되지 않고 본업 특수가스에 합산되어 발표되기 때문. P/E 30.5배 사업에는 SK트리켐, 신규사업(HF, HSP, PR) 포함

자료: 하나금융투자

그림 3. P/E 9.3배 사업과 30.5배 사업의 이익 기여도 추이



주: P/E 9.3배 사업에는 본업 특수가스, SK에어가스, 한유케미칼, SK쇼와덴코 포함.
SK쇼와덴코를 포함시킨 이유는 별도 자회사 실적이 분기 단위로 공시되지 않고 본업 특수가스에 합산되어 발표되기 때문. P/E 30.5배 사업에는 SK트리켐, 신규사업(HF, HSP, PR) 포함

자료: 하나금융투자

그림 4. 2019년 7월부터 일본산 HF 수출 규제가 이슈화된 이후 실제 수출 급감

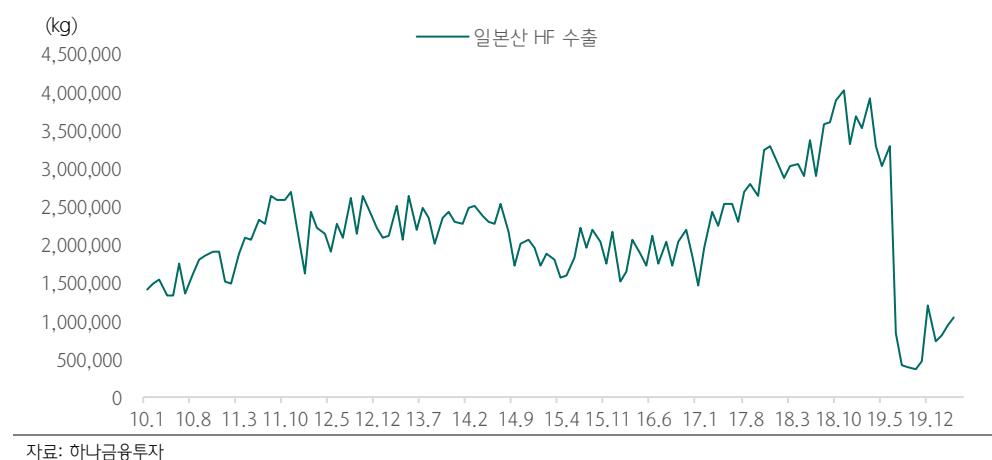


그림 5. 일본산 HF에서 한국의 수입이 차지하는 비중이 높아 일본의 수출 규제는 한국의 국산화 촉진

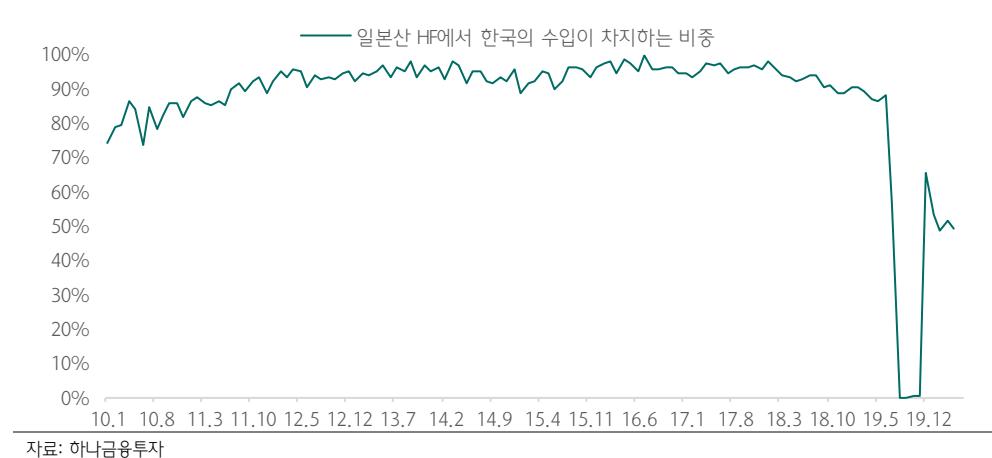


표 7. SK머티리얼즈의 국산화 추진 아이템

종류	용도	비고
고순도 HF 가스	세정용 (순도 99.999%)	일본 정부가 한국 수출 중단 소재 중 가장 마지막으로 수출을 허가한 품목 경북 영주 공장에 15t 규모의 생산시설 확보
HSP(고선택비 인산)	식각용 (3D-NAND에서 특정 박막 제거)	 Traditional Shrink → 2D to 3D → 3D NAND
PR	노광공정용	해외 의존도 90%의 불화아르곤 포토레지스트(ArF PR) 개발 2021년 생산시설 준공, 2022년부터 연 5만갤런 규모 양산 목표
SoC	노광공정용, 포토레지스트 보조재 패턴이 무너지지 않게 보호해 주는 소재	 (a) (b) (c) (d) (e) (f) (g)

자료: 언론보도, Lam Research, researchgate.net, 하나금융투자

그림 6. SK머티리얼즈의 P/E(FY1), 컨센서스 실적 기준 13.9배

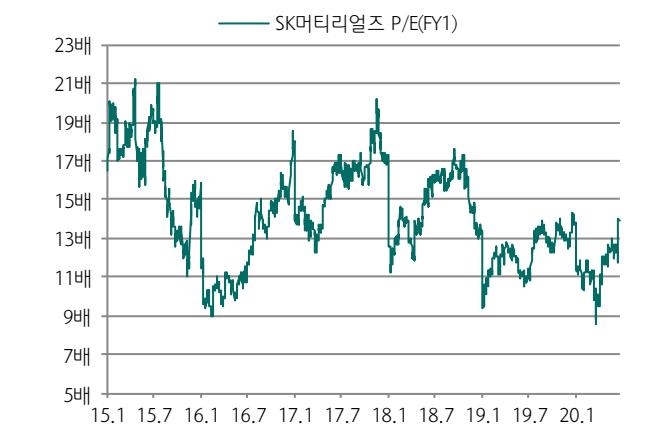
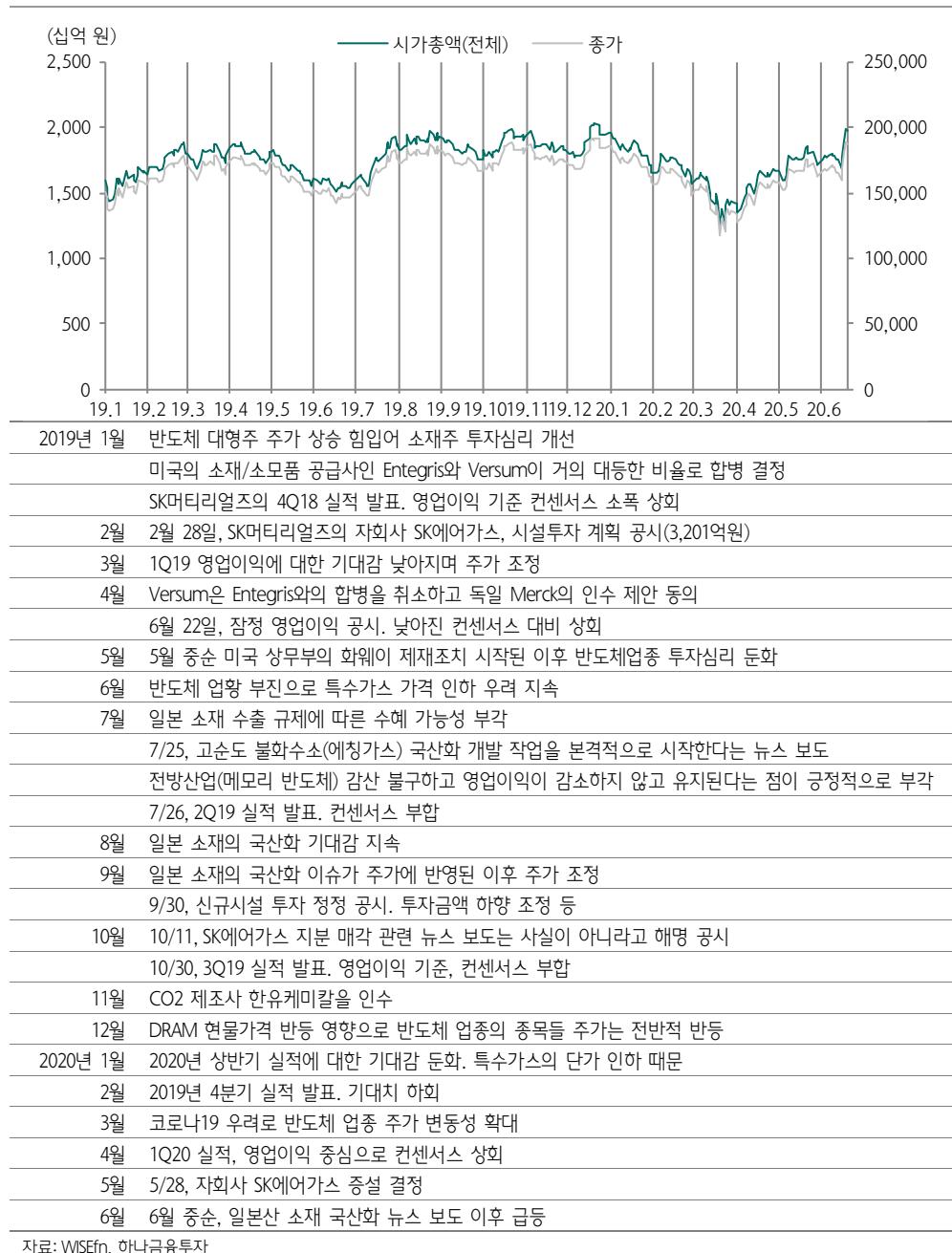


그림 7. 삼성에스디에스의 P/E(FY1), 컨센서스 실적 기준 25.1배



그림 8. SK머티리얼즈의 시가총액 및 주가 추이와 주요 이벤트(2019~20년)



추정 재무제표

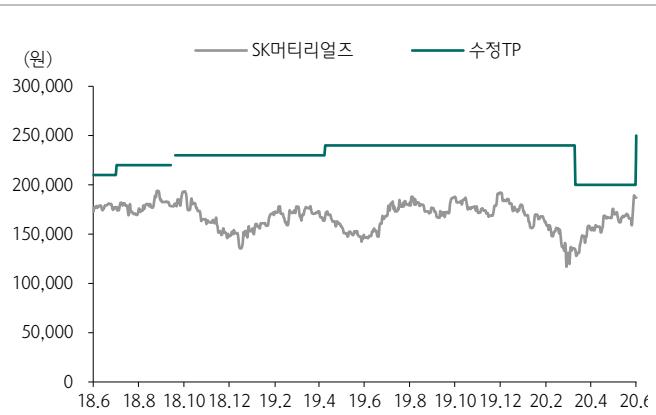
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액		687.3	772.2	921.0	1,081.6	1,189.7
매출원가		430.4	467.1	577.0	655.3	708.7
매출총이익		256.9	305.1	344.0	426.3	481.0
판관비		74.0	90.4	110.6	129.8	142.8
영업이익		182.9	214.8	233.5	296.4	338.3
금융손익		(20.9)	(28.6)	(25.4)	(29.9)	(26.3)
증속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		(2.4)	(2.2)	0.3	(7.0)	(13.2)
세전이익		159.6	184.0	208.5	259.5	298.8
법인세		36.1	40.7	47.8	57.1	65.7
계속사업이익		123.4	143.3	160.6	202.4	233.0
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		123.4	143.3	160.6	202.4	233.0
비지배주주지분						
순이익		10.8	15.2	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		112.7	128.2	160.6	202.4	233.0
지배주주지분포괄이익		134.6	130.8	158.5	195.7	225.3
NOPAT		141.5	167.3	179.9	231.2	263.9
EBITDA		277.4	328.5	364.0	434.1	482.7
성장성(%)						
매출액증가율		34.2	12.4	19.3	17.4	10.0
NOPAT증가율		23.9	18.2	7.5	28.5	14.1
EBITDA증가율		24.5	18.4	10.8	19.3	11.2
영업이익증가율		23.8	17.4	8.7	26.9	14.1
(지배주주)순익증가율		10.6	13.8	21.1	30.4	15.1
EPS증가율		10.6	13.7	21.1	30.5	15.1
수익성(%)						
매출총이익률		37.4	39.5	37.4	39.4	40.4
EBITDA이익률		40.4	42.5	39.5	40.1	40.6
영업이익률		26.6	27.8	25.4	27.4	28.4
계속사업이익률		18.0	18.6	17.4	18.7	19.6
투자자표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)						
EPS		10,682	12,150	14,711	19,193	22,094
BPS		53,676	62,737	71,173	86,706	103,908
CFPS		26,905	31,988	35,122	40,495	44,514
EBITDAPS		26,295	31,146	34,507	41,155	45,761
SPS		65,157	73,210	87,322	102,542	112,794
DPS		3,750	3,850	4,069	5,439	6,262
주가지표(배)						
PER		14.1	15.3	12.7	9.7	8.5
PBR		2.8	3.0	2.6	2.2	1.8
PCFR		5.6	5.8	5.3	4.6	4.2
EV/EBITDA		8.9	8.8	8.2	6.6	5.7
PSR		2.3	2.5	2.1	1.8	1.7
재무비율(%)						
ROE		29.6	30.2	30.1	31.5	28.6
ROA		9.0	8.5	8.4	10.0	11.2
ROIC		12.9	12.5	12.1	14.4	15.7
부채비율		246.7	210.6	241.2	153.7	131.1
순부채비율		210.3	167.6	154.6	110.3	78.3
이자보상배율(배)		8.6	7.6	7.4	9.3	12.1

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산		263.8	312.7	620.9	421.1	589.8
금융자산		16.5	44.5	316.9	91.2	238.7
현금성자산		16.1	39.8	311.2	84.6	231.4
매출채권 등		126.2	103.9	105.9	124.4	136.9
재고자산		111.8	150.1	181.1	186.6	194.0
기타유동자산		9.3	14.2	17.0	18.9	20.2
비유동자산		1,134.7	1,303.1	1,464.8	1,545.3	1,621.0
투자자산		12.5	15.0	17.1	18.1	18.7
금융자산		3.3	4.6	5.5	6.5	7.1
유형자산		1,106.1	1,231.8	1,392.4	1,475.2	1,553.0
무형자산		10.0	31.7	30.2	27.0	24.1
기타비유동자산		6.1	24.6	25.1	25.0	25.2
자산총계		1,398.4	1,615.8	2,085.7	1,966.4	2,210.8
유동부채		501.3	681.6	1,101.4	816.3	877.9
금융부채		377.0	512.0	899.9	584.5	625.7
매입채무 등		101.3	140.4	169.5	199.1	219.0
기타유동부채		23.0	29.2	32.0	32.7	33.2
비유동부채		493.8	414.0	373.1	375.0	376.4
금융부채		487.6	404.6	361.7	361.7	361.7
기타비유동부채		6.2	9.4	11.4	13.3	14.7
부채총계		995.1	1,095.5	1,474.4	1,191.4	1,254.3
지배주주지분		376.2	471.8	560.7	724.6	906.0
자본금		5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금		19.1	19.1	19.1	19.1	19.1
자본조정		(189.7)	(189.4)	(189.4)	(189.4)	(189.4)
기타포괄이익누계액		20.1	22.8	26.2	26.2	26.2
이익잉여금		521.5	613.9	699.5	863.4	1,044.8
비지배주주지분		27.1	48.5	50.5	50.5	50.5
자본총계		403.3	520.3	611.2	775.1	956.5
순금융부채		848.0	872.0	944.7	855.0	748.8
현금흐름표						
		2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름		176.0	251.5	383.8	346.4	377.9
당기순이익		123.4	143.3	160.6	202.4	233.0
조정		108.6	133.9	134.1	137.6	144.4
감가상각비		94.5	113.8	130.5	137.6	144.4
외환거래손익		2.1	1.5	0.1	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		12.0	18.6	3.5	0.0	0.0
영업활동	자산부채	(56.0)	(25.7)	89.1	6.4	0.5
투자활동 현금흐름		(330.5)	(237.4)	(290.5)	(219.2)	(220.7)
투자자산감소(증가)		(1.0)	(2.5)	(2.1)	(1.0)	(0.6)
유형자산감소(증가)		(327.1)	(192.6)	(289.1)	(217.2)	(219.4)
기타		(2.4)	(42.3)	0.7	(1.0)	(0.7)
재무활동 현금흐름		151.7	9.7	178.2	(353.9)	(10.4)
금융부채증가(감소)		333.2	52.1	345.0	(315.3)	41.2
자본증가(감소)		(15.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(130.9)	(6.8)	(130.3)	0.0	0.0
배당지급		(35.6)	(35.6)	(36.5)	(38.6)	(51.6)
현금의 증감		(2.6)	23.7	271.4	(226.7)	146.8
Unlevered CFO		283.8	337.4	370.5	427.1	469.5
Free Cash Flow		(153.7)	56.0	94.7	129.2	158.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK마티리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.6.22	BUY	250,000		
20.4.1	BUY	200,000	-19.61%	-5.45%
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		220,000	-18.70%	-11.91%
18.5.29		210,000	-16.95%	-13.81%

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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 06월 22일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 06월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 06월 22일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.