2020년 11월 25일 I Equity Research

원익머트리얼즈 (104830)

최근 주가 상승에 대한 생각

10/30 자료 발간 이후 주가 26,650원에서 31,950원까지 상승

원익머트리얼즈는 삼성전자 반도체 및 디스플레이 소부장(소재, 부품, 장비) 밸류체인에서 공정소재에 해당하는 '특수가스'를 공급한다. 10/30 실적 리뷰 자료 발간 이후 주가는 26,650원에서 31,950원까지 상승했다. 이유는 1) 1~3분기의 실적 서프라이즈가 우연의 일치가 아니라 3D-NAND 고단화 때문이라는 점을 투자자들이 폭넓게 인식하게 되었고, 2) NH3 개질 수소 발생 기술에 대한 중장기적 기대감이 커졌기 때문이다.

주력 제품 제논 가스는 3D-NAND의 홀 에칭용 식각 가스

원익머트리얼즈는 제논 가스를 2018년 7월부터 생산하기 시작했다. 제논 가스는 3D-NAND 90단 이상부터 적용된다. 2018년 7월 당시에, 원익머트리얼즈의 반도체 고객사는 전체 NAND 생산능력 500K 중에서 64%에 해당하는 320K가 2D-NAND에서 3D-NAND로 전환된 상태였고, 90단 이상 비중은 5% 미만으로 초기 단계였을 것으로 추정한다. 시장의 관심사는 이제 128단으로의 전환 비율로 바뀌었다. 2020년 3분기 기준으로 128단 비중은 아직 10% 미만으로 추정한다. 이렇게 낮은 비중은 2021년 말까지 적어도 30%를 상회할 것으로 전망한다. 따라서 제논 가스의 소요량은 더욱 증가할 것으로 기대된다. 제논 가스는 다른 식각 가스와 달리 3D-NAND 구조에서 홀을 깊게 형성할 때 (홀 에칭) 필요하다. 따라서 128단으로의 고단화, 더블 스태킹으로의 변화에 따른 수혜를 예상한다.

수소 추출 기술 보유해 상대가치 (PER) 저평가 해소 기대

원익머트리얼즈는 NH3 개질 수소 발생 연구과제를 마쳤다. 개질 (改質, reforming)이란 형태를 재구성하는 것을 의미한다. 원재료 (NH3, 암모니아)의 성분에서 화학 구조의 형태를 전환하고 그러한 과정에서 원하는 재료 (H2, 수소)를 합성하고 추출하는 방법을 뜻한다. 원익머트리얼즈 측에서 분기보고서 주석을 통해 밝힌 기대효과는 차세대 수소 연료 및 수소전기차량 적용 가능성이다. 여의도 국회의사당역 근처에 수소충전소가 이제 막 생겨날 정도로 전방산업의 발전단계는 초기 국면이다. 그러나 이와 같은 수소 발생 기술을 보유했다는 것은 공정소재 공급사로서 원익머트리얼즈의 상대가치 (PER) 저평가를 해소해줄만한 이벤트라고 판단한다.

기업분석(Report)

BUY

I TP(12M): 37,000원 I CP(11월24일): 31,950원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	872.10
52주 최고/최저(원)	31,950/15,500
시가총액(십억원)	402.8
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	12,608.0
60일 평균 거래량(천주)	110,160.2
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0
20년 배당금(예상,원)	160
20년 배당수익률(예상,%)	0.62
외국인지분율(%)	15.62
주요주주 지분율(%)	
원익홀딩스	45.69
국민연금공단	7.53

주가상승률	1M	6M	12M
절대	25.5	36.0	23.1
상대	16.3	10.5	(10.5)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	273.4	302.2
영업이익(십억원)	44.3	52.1
순이익(십억원)	29.2	39.4
EPS(원)	2,490	3,228
BPS(원)	26,618	29,648

Stock Price

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	233.5	220.8	276.6	306.3	346.1
영업이익	십억원	42.2	36.0	45.0	51.3	59.7
세전이익	십억원	50.6	35.6	38.8	48.2	56.3
순이익	십억원	42.1	28.1	29.4	38.6	45.0
EPS	원	3,336	2,229	2,334	3,061	3,569
증감율	%	105.04	(33.18)	4.71	31.15	16.60
PER	배	6.52	13.62	12.98	9.90	8.49
PBR	배	0.98	1.24	1.14	1.03	0.92
EV/EBITDA	배	3.99	6.62	4.73	3.56	2.29
ROE	%	16.27	9.55	9.15	10.90	11.43
BPS	원	22,285	24,386	26,637	29,538	32,897
DPS	원	200	150	160	210	240

Semiconductor Analyst
김경민, CFA
clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA
김주연
kim_juyeon@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 김경민 02-3771-3398

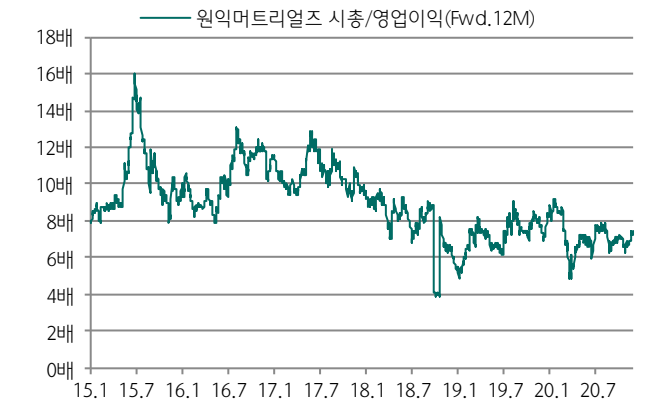
표 1. 원익머트리얼즈의 실적 추정 (10/30 자료 발간 이후 유의미한 변경 사항 없음)

(단위: 십억 원, %)

실적 추정	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출(연결)	66.3	67.6	73.5	69.1	71.2	74.8	82.2	78.1	220.8	276.6	306.3	346.2
매출(별도)	64.2	66.9	70.1	67.9	69.3	72.8	79.8	76.2	221.8	269.1	298.1	336.9
영업이익(연결)	10.8	11.7	13.3	9.2	12.0	13.3	15.4	10.7	36.1	45.0	51.3	59.7
영업이익률%(연결)	16.3%	17.2%	18.1%	13.3%	16.8%	17.7%	18.7%	13.7%	16.3%	16.3%	16.8%	17.3%
영업이익(별도)	11.5	13.1	13.5	12.0	13.3	14.8	17.0	12.7	36.8	50.1	57.7	67.1
영업이익률%(별도)	17.9%	19.6%	19.3%	17.6%	19.2%	20.3%	21.3%	16.7%	16.6%	18.6%	19.4%	19.9%
법인세비용차감전계속사업이익(연결)	11.5	4.3	14.5	8.5	11.3	12.5	14.5	9.9	35.6	38.8	48.3	56.3
EBT%(연결)	17.3%	6.3%	19.8%	12.3%	15.8%	16.7%	17.7%	12.7%	16.1%	14.0%	15.8%	16.3%
법인세(연결)	3.1	2.2	2.4	1.7	2.3	2.5	2.9	2.0	7.5	9.4	9.7	11.3
법인세율%(연결)	26.8%	51.8%	16.4%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	21.1%	24.1%	20.0%	20.0%
순이익(연결)	8.4	2.1	12.2	6.8	9.0	10.0	11.6	7.9	28.1	29.4	38.6	45.0
순이익률%(연결)	12.7%	3.0%	16.5%	9.9%	12.6%	13.4%	14.1%	10.2%	12.7%	10.6%	12.6%	13.0%

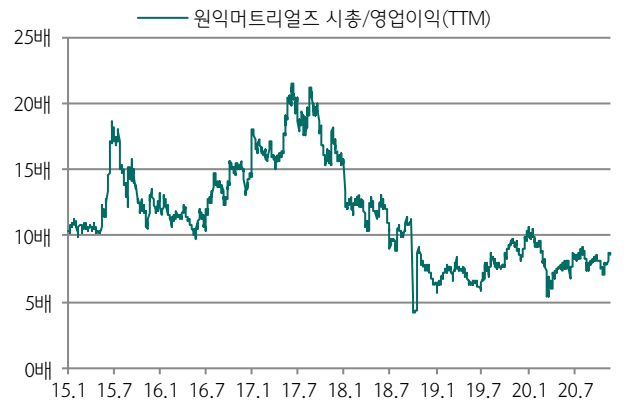
자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

그림 1. 영업이익 대비 시가총액 밸류에이션(Forward) 7.4배



자료: WISEfn, 하나금융투자

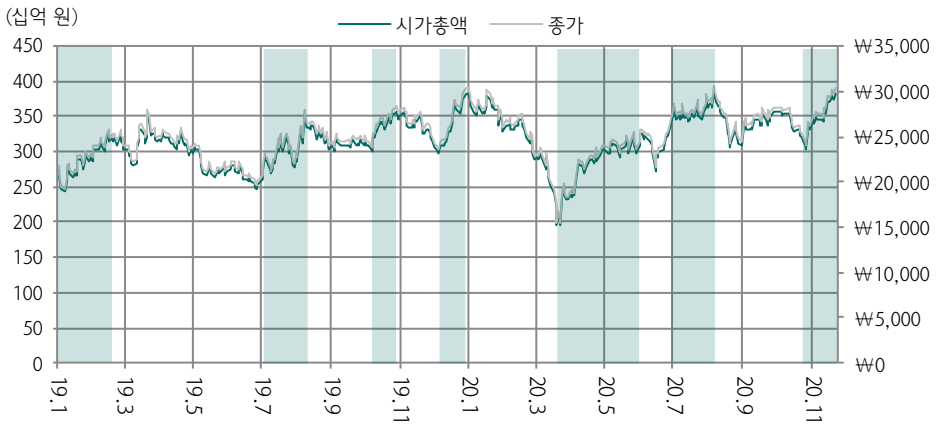
그림 2. 영업이익 대비 시가총액 밸류에이션(Trailing) 8.8배



자료: WISEfn, 하나금융투자

Analyst 김경민 02-3771-3398

그림 3. 원익머트리얼즈의 시가총액 및 주가 추이와 월별 이벤트



2019년 1월	반도체 대형주의 주가 반등 힘입어 중소형주(장비, 소재) 주가 동시 반등
2월	매출액 또는 손익구조 30% 이상 변동 공시. 4Q18 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. FIL 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	반도체 업황 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%
3월	COVID-19 확산 우려로 주가 조정
4월	1Q20 실적, 컨센서스 대비 크게 상회
5월	미중 무역갈등 재점화. 화웨이 제재조치 강화. 원익머트리얼즈 주가는 박스권 등락
6월	EUV 포토공정 관련 소재주들로 투자자 관심 집중. 원익머트리얼즈, 상대적 소외
7월	2Q20 실적이 낮아진 기대치 대비 양호하다는 기대감 확산
	미국 공정소재 공급사 중에서 Entegris 실적 가이던스 견조
8월	8/4, 2Q20 잠정실적 발표. 매출과 영업이익은 예상 상회. 영업외손실 영향으로 순이익은 예상 하회
9월	메모리 반도체 계약가격 및 현물가격 하락에 반도체 관련주 투자심리 둔화
10월	12/9, 3Q20 잠정실적 공시. 고객사들의 명절 전 재고 축적으로 매출과 영업이익 예상 상회
11월	백신 개발 기대감으로 필라델피아 반도체 지수와 대만 가권지수가 사상 최고치 경신. 원익머트리얼즈 주가, 박스권 상단 탈피

자료: WISEfn, 하나금융투자

Analyst 김경민 02-3771-3398

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**233.5**	**220.8**	**276.6**	**306.3**	**346.1**
매출원가	151.0	147.9	193.9	214.4	240.6
매출총이익	82.5	72.9	82.7	91.9	105.5
판관비	40.3	36.9	37.7	40.6	45.8
영업이익	**42.2**	**36.0**	**45.0**	**51.3**	**59.7**
금융손익	3.6	1.5	(0.8)	(0.3)	0.8
종속/관계기업손익	3.9	(3.0)	(7.4)	0.0	0.0
기타영업외손익	0.9	1.1	2.0	(2.8)	(4.2)
세전이익	**50.6**	**35.6**	**38.8**	**48.2**	**56.3**
법인세	9.4	7.5	9.4	9.6	11.3
계속사업이익	41.2	28.1	29.4	38.6	45.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**41.2**	**28.1**	**29.4**	**38.6**	**45.0**
비지배주주지분 순이익	(0.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**42.1**	**28.1**	**29.4**	**38.6**	**45.0**
지배주주지분포괄이익	41.9	29.0	30.3	38.6	45.0
NOPAT	34.3	28.4	34.2	41.0	47.8
EBITDA	61.4	56.6	69.1	68.6	70.8
성장성(%)					
매출액증가율	15.02	(5.44)	25.27	10.74	12.99
NOPAT증가율	38.87	(17.20)	20.42	19.88	16.59
EBITDA증가율	26.86	(7.82)	22.08	(0.72)	3.21
영업이익증가율	28.27	(14.69)	25.00	14.00	16.37
(지배주주)순익증가율	106.37	(33.25)	4.63	31.29	16.58
EPS증가율	105.04	(33.18)	4.71	31.15	16.60
수익성(%)					
매출총이익률	35.33	33.02	29.90	30.00	30.48
EBITDA이익률	26.30	25.63	24.98	22.40	20.46
영업이익률	18.07	16.30	16.27	16.75	17.25
계속사업이익률	17.64	12.73	10.63	12.60	13.00

대차대조표

(단위:십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**83.1**	**94.4**	**97.7**	**188.2**	**280.4**
금융자산	29.8	33.2	25.4	108.2	189.9
현금성자산	29.7	26.6	24.4	107.1	188.9
매출채권	23.7	18.5	21.8	24.2	27.3
재고자산	20.2	31.0	36.6	40.6	45.8
기타유동자산	9.4	11.7	13.9	15.2	17.4
비유동자산	**232.0**	**264.3**	**300.1**	**248.9**	**203.1**
투자자산	38.9	35.0	41.1	44.3	48.6
금융자산	12.2	10.7	12.4	12.5	12.6
유형자산	177.4	215.2	244.5	190.2	140.4
무형자산	**3.9**	**3.4**	**3.4**	**3.2**	**3.1**
기타비유동자산	**11.8**	**10.7**	**11.1**	**11.2**	**11.0**
자산총계	**315.1**	**358.8**	**397.7**	**437.1**	**483.5**
유동부채	**31.8**	**49.5**	**59.9**	**62.5**	**66.4**
금융부채	0.0	24.1	27.0	26.7	26.7
매입채무	11.4	12.1	14.3	15.9	17.9
기타유동부채	20.4	13.3	18.6	19.9	21.8
비유동부채	**2.3**	**1.8**	**2.0**	**2.1**	**2.3**
금융부채	**0.6**	**0.9**	**0.9**	**0.9**	**0.9**
기타비유동부채	1.7	0.9	1.1	1.2	1.4
부채총계	**34.1**	**51.3**	**61.9**	**64.7**	**68.7**
지배주주지분	**281.0**	**307.5**	**335.8**	**372.4**	**414.8**
자본금	**6.3**	**6.3**	**6.3**	**6.3**	**6.3**
자본잉여금	65.8	65.8	65.8	65.8	65.8
자본조정	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타포괄이익누계액	(0.8)	1.2	2.1	2.1	2.1
이익잉여금	210.7	235.1	262.7	299.3	341.6
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**281.0**	**307.5**	**335.8**	**372.4**	**414.8**
순금융부채	(29.1)	(8.2)	2.4	(80.6)	(162.4)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,336	2,229	2,334	3,061	3,569
BPS	22,285	24,386	26,637	29,538	32,897
CFPS	5,063	4,686	5,686	5,220	5,278
EBITDAPS	4,872	4,489	5,484	5,443	5,614
SPS	18,517	17,516	21,935	24,291	27,453
DPS	200	150	160	210	240
주가지표(배)					
PER	6.52	13.62	12.98	9.90	8.49
PBR	0.98	1.24	1.14	1.03	0.92
PCFR	4.30	6.48	5.33	5.80	5.74
EV/EBITDA	3.99	6.62	4.73	3.56	2.29
PSR	1.17	1.73	1.38	1.25	1.10
재무비율(%)					
ROE	16.27	9.55	9.15	10.90	11.43
ROA	14.14	8.34	7.78	9.25	9.78
ROIC	17.69	12.09	12.29	15.14	21.28
부채비율	12.15	16.69	18.43	17.36	16.57
순부채비율	(10.36)	(2.68)	0.72	(21.66)	(39.15)
이자보상배율(배)	228.52	85.84	43.69	47.47	55.56

현금흐름표

(단위:십억원)

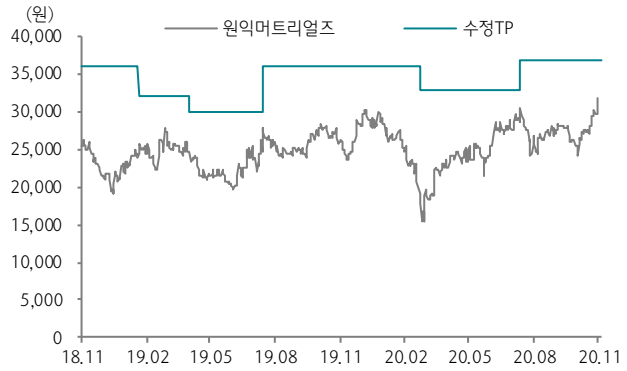
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**41.2**	**38.4**	**57.7**	**51.5**	**49.0**
당기순이익	41.2	28.1	29.4	38.6	45.0
조정	1	2	4	2	1
감가상각비	19.3	20.5	24.1	17.3	11.1
외환거래손익	(0.0)	0.4	0.1	0.0	0.0
지분법손익	(3.9)	3.0	7.4	0.0	0.0
기타	(14.4)	(21.9)	(27.6)	(15.3)	(10.1)
영업활동 자산부채 변동	(14.9)	(8.7)	(7.6)	(4.7)	(6.3)
투자활동 현금흐름	**(45.9)**	**(62.3)**	**(59.4)**	**34.7**	**36.5**
투자자산감소(증가)	(4.0)	4.8	(6.1)	(3.2)	(4.3)
자본증가(감소)	(50.0)	(57.9)	(51.7)	37.1	39.0
기타	8.1	(9.2)	(1.6)	0.8	1.8
재무활동 현금흐름	**1.1**	**21.0**	**(0.3)**	**(3.4)**	**(3.7)**
금융부채증가(감소)	(4.5)	24.3	2.9	(0.3)	0.0
자본증가(감소)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	5.4	(0.8)	(1.3)	(1.1)	(1.1)
배당지급	0.0	(2.5)	(1.9)	(2.0)	(2.6)
현금의 증감	**(3.5)**	**(3.1)**	**(2.3)**	**82.8**	**81.7**
Unlevered CFO	63.8	59.1	71.7	65.8	66.5
Free Cash Flow	(9.0)	(20.4)	5.0	51.5	49.0

자료: 하나금융투자

Analyst 김경민 02-3771-3398

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

원익머트리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.5	BUY	37,000		
20.3.18	BUY	33,000	-26.22%	-9.70%
19.8.8	BUY	36,000	-27.65%	-15.69%
19.4.25	BUY	30,000	-25.39%	-6.67%
19.2.12	BUY	32,000	-21.82%	-12.50%
18.10.10	BUY	36,000	-31.15%	-13.89%

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	91.97%	8.03%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)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 11월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 11월 25일 현재 해당회사의 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.