

# SK머티리얼즈 (036490)

## 우주의 기운으로 리레이팅

### 11/25, Blue OLED 사업 진출 공시 이후 주가 19% 상승

SK머티리얼즈는 반도체와 디스플레이용 공정소재를 공급하며 주력 제품은 특수가스, 산업가스, 프리커서 (전구체)이다. 11/25, Blue OLED 사업 진출에 관해 자료를 발간한 이후, 주가는 255,200원에서 304,600원까지 19% 상승하며 목표주가 29만 원을 돌파했다. 전방산업에서 DRAM 업황 개선이 대만 정전 및 지진을 계기로 가속화된다는 점, 미국의 비교 기업 Entegris의 PER 밸류에이션 상승 (2021년 33.7배), SK머티리얼즈와 SK하이닉스 주가 상승과의 높은 상관관계 (Correlation 0.62) 때문이다.

### 목표주가, 29만 원에서 40만 원으로 상향. 실적 추정, 소폭 하향

목표주가 40만 원은 목표시가총액 4.2조 원을 의미한다. 목표시가총액 산정 시 적용하는 순이익의 기준 연도를 2020년에서 2021년으로 변경한다. 이에 따라 목표 순이익은 2020년의 1,591억 원이 아니라 2021년의 2,037억 원이다. 순이익의 기준 연도를 변경했을 뿐 실적 추정 자체의 변경은 제한적이다. 2021년 연간 순이익의 기존 추정치는 2,133억 원으로 목표 추정치 2,037억 원과 비교하면 차이는 5% 이내이다.

### 목표주가 40만 원은 목표시가총액 4.2조 원 의미

2021년 순이익 2,037억 원에 목표 PER을 곱할 때 가스류 위주의 기존 사업과 고부가 신규 사업을 구분해서 적용한다. 가스류 위주의 기존 사업 순이익 추정치는 1,463억 원이고, 여기에 PER 15.6배를 적용해 사업가치는 2.3조 원이다. PER 15.6배는 원익머트리얼즈, Kanto Denka (일본), Air Products & Chemicals (미국)의 평균이다. 고부가 신규 사업의 순이익 추정치는 574억 원이고, 여기에 PER 33.7배를 적용해 사업가치는 1.9조 원이다. 고부가 신규 사업은 SK트리켄 및 공정소재 국산화 아이템 (HF, HSP, PR, OLED)을 포함한다. 고부가 신규 사업의 목표 PER이 33.7배로 미국의 비교 기업 Entegris의 2021년 PER을 그대로 적용했다. 기존 가스류 위주의 사업 PER 15.6배 대비 높은 이유는 공정소재 국산화 주도 아이탬이라 점유율이 늘어난다는 점과 M&A를 통해 신규 아이탬을 늘리는 것이 Entegris의 비유기적 성장과 닮았기 때문이다. 결론적으로 목표주가 40만 원은 목표시가총액 4.2조 원을 의미한다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 400,000원(상향) | CP(12월16일): 304,600원

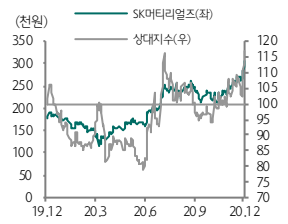
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	939.65
52주 최고/최저(원)	304,600/116,900
시가총액(십억원)	3,212.8
시가총액비중(%)	0.86
발행주식수(천주)	10,547.7
60일 평균 거래량(천주)	41,882.7
60일 평균 거래대금(십억원)	10.2
20년 배당금(예상, 원)	4,275
20년 배당수익률(예상, %)	1.40
외국인지분율(%)	15.73
주요주주 지분율(%)	
SK 외 1인	49.11
국민연금공단	7.13
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.0 81.3 67.3
상대	8.2 41.9 14.7

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	943.1	1,099.9
영업이익(십억원)	237.3	291.1
순이익(십억원)	159.1	201.6
EPS(원)	13,310	16,865
BPS(원)	64,522	80,555

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	687.3	772.2	947.7	1,273.6	1,415.6
영업이익	십억원	182.9	214.8	239.1	308.9	361.8
세전이익	십억원	159.6	184.0	204.7	261.1	308.3
순이익	십억원	112.7	128.2	159.1	203.7	240.5
EPS	원	10,682	12,150	13,484	19,312	22,799
증감율	%	10.58	13.74	10.98	43.22	18.06
PER	배	14.14	15.27	22.59	15.77	13.36
PBR	배	2.81	2.96	4.17	3.43	2.85
EV/EBITDA	배	8.90	8.76	12.45	9.79	8.39
ROE	%	29.57	30.22	30.80	38.11	33.73
BPS	원	53,676	62,737	73,056	88,737	106,888
DPS	원	3,750	3,850	4,275	5,473	6,461



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

Semiconductor RA  
김주연  
kim\_juyeon@hanafn.com

표 1. 목표주가 40만 원으로 상향 조정: 이번 발간 자료 기준

순이익 (사업부별 추정, 십억 원)	2020F	2021F	비고
특수가스 (SK쇼와덴코 포함)	75.9	88.3	
SK에어가스+한유케미칼	40.6	57.9	
SK트리켄	42.6	53.8	
신규사업 (HF, HSP, PR, OLED)	0.0	3.6	
<b>순이익 (기존 사업과 신규 사업으로 구분)</b>	<b>159.1</b>	<b>203.7</b>	
본업+산업가스+SK쇼와덴코+한유케미칼	116.5	146.3	
신규 사업 (SK트리켄, 국산화 소재)	42.6	57.4	
<b>Target P/E (배)</b>			
본업+산업가스+SK쇼와덴코+한유케미칼	18.2배	<b>15.6배</b>	원익머티리얼즈, Kanto Denka, Air Products & Chemicals 평균
신규 사업 (SK트리켄, 국산화 소재)	38.5배	<b>33.7배</b>	Entegris
<b>목표시총 (십억 원)</b>			
본업+산업가스+SK쇼와덴코+한유케미칼	2,119.4	2,279.5	
신규 사업 (SK트리켄, 국산화 소재)	1,640.1	1,934.3	
<b>합산</b>	<b>3,759.4</b>	<b>4,213.8</b>	
유통주식수 (자사주 포함)		10,547,673주	
목표주가		<b>400,000원</b>	

자료: 하나금융투자

표 2. 기존 목표주가 29만 원: 7월 17일 발간 자료 기준

순이익 (사업부별 추정, 십억 원)	2020F	2021F	비고
특수가스 (SK쇼와덴코 포함)	77.0	85.5	
SK에어가스+한유케미칼	45.9	64.8	
SK트리켄	44.2	51.6	
신규사업 (HF, HSP, PR, OLED)	0.0	3.0	
<b>순이익 (기존 사업과 신규 사업으로 구분)</b>	<b>167.1</b>	<b>204.9</b>	
본업+산업가스+SK쇼와덴코+한유케미칼	122.8	150.3	
신규 사업 (SK트리켄, 국산화 소재)	44.2	54.6	
<b>Target P/E (배)</b>			
본업+산업가스+SK쇼와덴코+한유케미칼	17.1배	<b>13.2배</b>	원익머티리얼즈, Kanto Denka 평균
신규 사업 (SK트리켄, 국산화 소재)	14.2배	<b>27.2배</b>	Air Products & Chemicals, Entegris 평균
<b>목표시총 (십억 원)</b>			
본업+산업가스+SK쇼와덴코+한유케미칼	2,099.9	1,977.0	
신규 사업 (SK트리켄, 국산화 소재)	627.9	1,481.8	
<b>합산</b>	<b>2,727.8</b>	<b>3,458.8</b>	
유통주식수 (자사주 포함)	10,547,673주	10,547,673주	
목표주가	259,000원	328,000원	
<b>평균 (최종 목표주가)</b>		<b>290,000원</b>	

자료: 하나금융투자

표 3. SK머티리얼즈의 분기 및 연간 실적 추정 (변경 이후): 이번 발간 자료 기준

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출(연결)	212.3	227.5	246.7	261.3	285.3	308.0	330.0	350.3	772.2	947.7	1,273.6	1,415.6
특수가스(SK쇼와덴코 포함)	136.1	148.2	158.2	158.2	160.2	168.2	176.6	176.6	511.1	600.7	681.5	749.6
SK에어가스+한유케미칼	44.3	43.9	47.6	61.0	66.0	65.5	71.0	90.9	158.8	196.8	293.4	322.8
SK트리켄	31.9	35.3	40.9	42.1	40.2	44.5	51.5	53.0	102.3	150.3	189.3	208.2
신규사업(HF, HSP, PR, OLED)	0.0	0.0	0.0	0.0	18.9	29.8	30.8	29.8		0.0	109.4	135.0
영업이익(연결)	53.1	56.6	62.5	66.9	68.9	73.1	79.9	87.0	214.8	239.1	308.9	361.8
특수가스(SK쇼와덴코 포함)	25.5	26.4	31.1	31.1	31.5	33.0	34.7	34.7	106.2	114.0	133.9	147.3
SK에어가스+한유케미칼	14.7	14.4	14.0	18.0	19.4	19.5	21.4	27.6	58.0	61.1	87.9	100.6
SK트리켄	13.0	15.8	17.3	17.9	17.1	19.1	22.3	23.2	50.5	64.0	81.6	93.4
신규사업(HF, HSP, PR, OLED)					0.9	1.5	1.5	1.5			5.5	20.5
영업이익률%	25.0%	24.9%	25.3%	25.6%	24.2%	23.7%	24.2%	24.8%	27.8%	25.2%	24.3%	25.6%
당기순이익(비지배주주지분 포함)	37.6	39.1	37.5	44.9	45.8	48.0	52.5	57.4	143.3	159.1	203.7	240.5
순이익률%	17.7%	17.2%	15.2%	17.2%	16.0%	15.6%	15.9%	16.4%	18.6%	16.8%	16.0%	17.0%

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

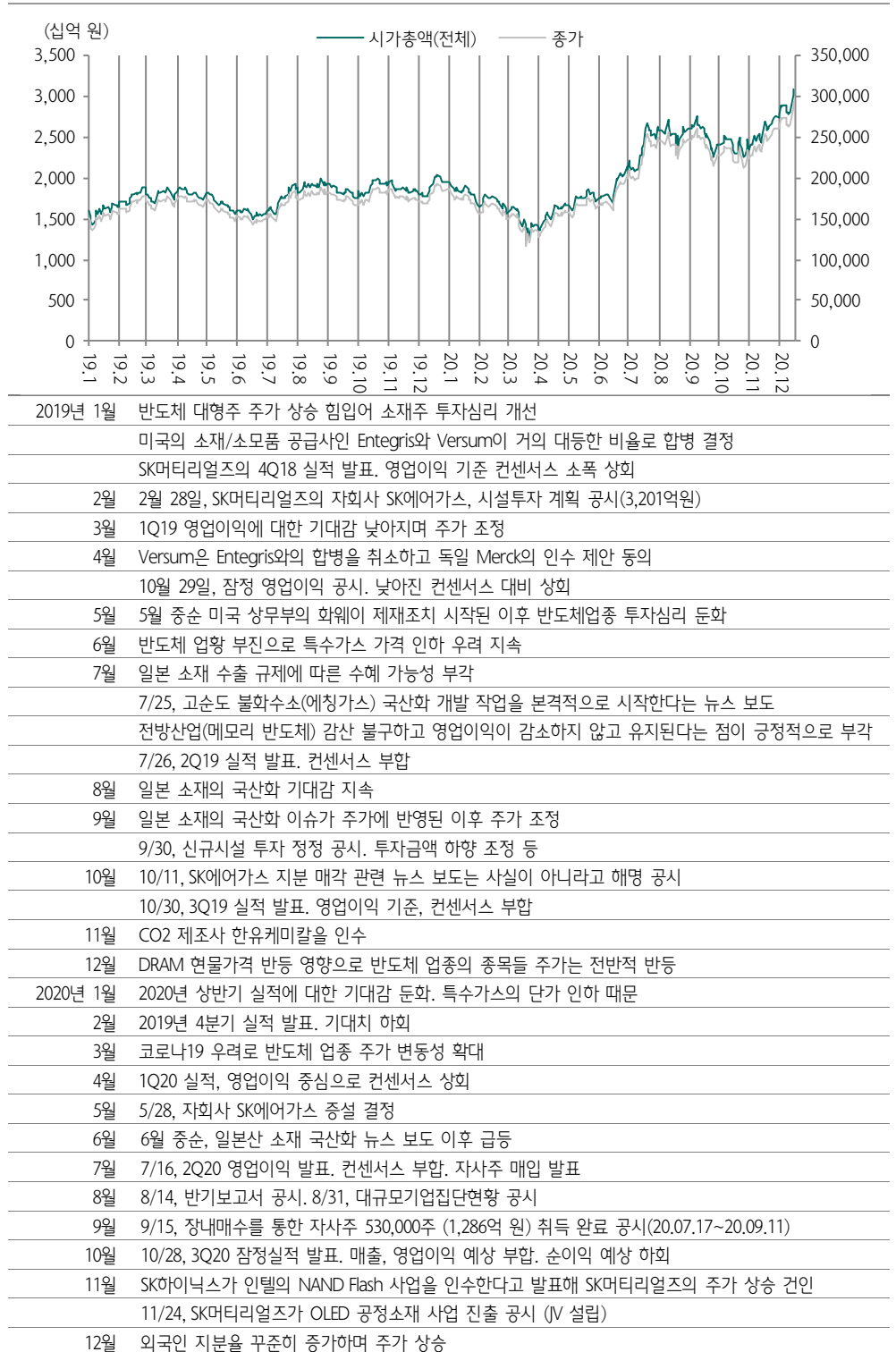
표 4. SK머티리얼즈의 분기 및 연간 실적 추정(변경 이전): 11월 25일 Blue OLED 사업 진출 당시 발간 자료 기준

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출(연결)	212.3	227.5	246.7	262.3	275.3	295.8	314.6	334.7	772.2	948.8	1,220.5	1,357.2
특수가스(SK쇼와덴코 포함)	136.1	138.9	144.7	144.7	150.6	158.1	166.0	166.0	511.1	564.4	640.8	704.8
SK에어가스+한유케미칼	44.3	43.0	46.7	59.8	66.7	64.8	70.4	90.1	158.8	193.8	292.0	321.2
SK트리켄	31.9	35.1	38.6	39.8	39.1	43.0	47.4	48.8	102.3	145.5	178.3	196.1
신규사업(HF, HSP, PR, OLED)	0.0	10.5	16.6	18.0	18.9	29.8	30.8	29.8		45.1	109.4	135.0
영업이익(연결)	53.1	56.6	62.5	67.6	72.0	75.6	81.7	89.9	214.8	239.8	319.2	374.0
특수가스(SK쇼와덴코 포함)	25.5	26.4	27.9	28.0	29.1	30.6	32.1	32.1	106.2	107.8	123.8	136.2
SK에어가스+한유케미칼	14.7	14.4	16.1	20.7	23.1	22.6	24.8	32.1	58.0	65.9	102.6	117.5
SK트리켄	13.0	15.8	18.4	19.0	18.8	20.9	23.3	24.2	50.5	66.2	87.3	99.9
신규사업(HF, HSP, PR, OLED)					0.9	1.5	1.5	1.5			5.5	20.5
영업이익률%	25.0%	24.9%	25.3%	25.8%	26.1%	25.6%	26.0%	26.9%	27.8%	25.3%	26.2%	27.6%
당기순이익(비지배주주지분 포함)	37.6	39.1	36.9	45.4	48.4	50.3	54.4	60.2	143.3	159.0	213.3	251.8
순이익률%	17.7%	17.2%	15.0%	17.3%	17.6%	17.0%	17.3%	18.0%	18.6%	16.8%	17.5%	18.5%

자료: SK머티리얼즈, 하나금융투자

그림 1. SK머티리얼즈의 시가총액 및 주가 추이와 주요 이벤트



자료: WSEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>687.3</b>	<b>772.2</b>	<b>947.7</b>	<b>1,273.6</b>	<b>1,415.6</b>
매출원가	430.4	467.1	589.6	804.7	876.0
매출총이익	256.9	305.1	358.1	468.9	539.6
판매비	74.0	90.4	119.1	160.0	177.8
<b>영업이익</b>	<b>182.9</b>	<b>214.8</b>	<b>239.1</b>	<b>308.9</b>	<b>361.8</b>
금융손익	(20.9)	(28.6)	(27.6)	(33.2)	(30.4)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.4)	(2.2)	(6.9)	(14.6)	(23.0)
<b>세전이익</b>	<b>159.6</b>	<b>184.0</b>	<b>204.7</b>	<b>261.1</b>	<b>308.3</b>
법인세	36.1	40.7	45.5	57.5	67.8
계속사업이익	123.4	143.3	159.1	203.7	240.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>123.4</b>	<b>143.3</b>	<b>159.1</b>	<b>203.7</b>	<b>240.5</b>
비배주주지분 손익	10.8	15.2	16.9	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>112.7</b>	<b>128.2</b>	<b>142.2</b>	<b>203.7</b>	<b>240.5</b>
지배주주지분포괄이익	134.6	130.8	145.3	182.5	215.4
NOPAT	141.5	167.3	185.9	240.9	282.2
EBITDA	277.4	328.5	361.3	437.6	496.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	34.16	12.35	22.73	34.39	11.15
NOPAT증가율	23.91	18.23	11.12	29.59	17.14
EBITDA증가율	24.51	18.42	9.98	21.12	13.48
영업이익증가율	23.83	17.44	11.31	29.19	17.13
(지배주주)순이익증가율	10.60	13.75	10.92	43.25	18.07
EPS증가율	10.58	13.74	10.98	43.22	18.06
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	37.38	39.51	37.79	36.82	38.12
EBITDA이익률	40.36	42.54	38.12	34.36	35.08
영업이익률	26.61	27.82	25.23	24.25	25.56
계속사업이익률	17.95	18.56	16.79	15.99	16.99

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>263.8</b>	<b>312.7</b>	<b>320.6</b>	<b>381.2</b>	<b>512.4</b>
금융자산	16.5	44.5	108.7	275.3	395.1
현금성자산	16.1	39.8	102.6	267.2	386.1
매출채권	123.4	102.3	104.3	109.6	116.1
재고자산	111.8	150.1	193.1	222.1	246.9
기타유동자산	12.1	15.8	(85.5)	(225.8)	(245.7)
<b>비유동자산</b>	<b>1,134.7</b>	<b>1,303.1</b>	<b>1,719.2</b>	<b>1,809.7</b>	<b>1,895.1</b>
투자자산	12.5	15.0	17.5	19.5	20.4
금융자산	12.5	15.0	17.5	19.5	20.4
유형자산	1,106.1	1,231.8	1,614.3	1,706.9	1,795.2
무형자산	10.0	31.7	64.9	60.9	57.0
기타비유동자산	6.1	24.6	22.5	22.4	22.5
<b>자산총계</b>	<b>1,398.4</b>	<b>1,615.8</b>	<b>2,039.8</b>	<b>2,190.9</b>	<b>2,407.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>501.3</b>	<b>681.6</b>	<b>975.0</b>	<b>956.6</b>	<b>979.9</b>
금융부채	377.0	512.0	791.9	744.4	746.0
매입채무	17.9	15.9	20.5	27.5	30.6
기타유동부채	106.4	153.7	162.6	184.7	203.3
<b>비유동부채</b>	<b>493.8</b>	<b>414.0</b>	<b>551.1</b>	<b>555.3</b>	<b>557.1</b>
금융부채	487.6	404.6	539.0	539.0	539.0
기타비유동부채	6.2	9.4	12.1	16.3	18.1
<b>부채총계</b>	<b>995.1</b>	<b>1,095.5</b>	<b>1,526.1</b>	<b>1,511.9</b>	<b>1,537.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>376.2</b>	<b>471.8</b>	<b>451.8</b>	<b>617.2</b>	<b>808.6</b>
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)	(318.2)	(318.2)	(318.2)
기타포괄이익누계액	20.1	22.8	25.9	25.9	25.9
이익잉여금	521.5	613.9	719.6	885.0	1,076.5
<b>비배주주지분</b>	<b>27.1</b>	<b>48.5</b>	<b>61.9</b>	<b>61.9</b>	<b>61.9</b>
<b>자본총계</b>	<b>403.3</b>	<b>520.3</b>	<b>513.7</b>	<b>679.1</b>	<b>870.5</b>
순금융부채	848.0	872.0	1,222.2	1,008.0	889.9

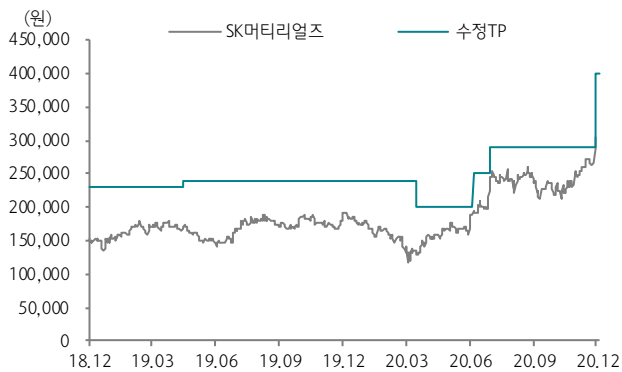
투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,682	12,150	13,484	19,312	22,799
BPS	53,676	62,737	73,056	88,737	106,888
CFPS	26,905	31,988	34,688	40,104	44,901
EBITDAPS	26,295	31,146	34,252	41,484	47,085
SPS	65,157	73,210	89,854	120,743	134,210
DPS	3,750	3,850	4,275	5,473	6,461
<b>주가지표(배)</b>					
PER	14.14	15.27	22.59	15.77	13.36
PBR	2.81	2.96	4.17	3.43	2.85
PCR	5.61	5.80	8.78	7.60	6.78
EV/EBITDA	8.90	8.76	12.45	9.79	8.39
PSR	2.32	2.53	3.39	2.52	2.27
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	29.57	30.22	30.80	38.11	33.73
ROA	8.95	8.50	7.78	9.63	10.46
ROIC	13.91	13.51	12.48	14.37	16.29
부채비율	246.74	210.55	297.10	222.64	176.55
순부채비율	210.26	167.60	237.93	148.44	102.22
이자보상배율(배)	8.62	7.59	7.71	8.56	10.21

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>176.0</b>	<b>251.5</b>	<b>421.3</b>	<b>387.9</b>	<b>387.4</b>
당기순이익	123.4	143.3	159.1	203.7	240.5
조정	11	13	12	13	13
감가상각비	94.5	113.8	122.2	128.7	134.9
외환거래손익	2.1	1.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(85.6)	(102.3)	(110.2)	(115.7)	(121.9)
영업활동 자산부채 변동	(56.0)	(25.7)	137.8	55.5	12.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(330.5)</b>	<b>(237.4)</b>	<b>(581.8)</b>	<b>(221.3)</b>	<b>(221.2)</b>
투자자산감소(증가)	(1.0)	(2.5)	(2.5)	(2.0)	(0.9)
자본증가(감소)	(327.1)	(192.6)	(540.0)	(217.2)	(219.4)
기타	(2.4)	(42.3)	(39.3)	(2.1)	(0.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>151.7</b>	<b>9.7</b>	<b>115.2</b>	<b>(85.8)</b>	<b>(47.4)</b>
금융부채증가(감소)	333.2	52.1	414.3	(47.5)	1.6
자본증가(감소)	(15.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(130.9)	(6.8)	(262.6)	0.0	0.0
배당지급	(35.6)	(35.6)	(36.5)	(38.3)	(49.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(2.6)</b>	<b>23.7</b>	<b>62.8</b>	<b>164.6</b>	<b>118.8</b>
Unlevered CFO	283.8	337.4	365.9	423.0	473.6
Free Cash Flow	(153.7)	56.0	(119.6)	170.7	168.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK머티리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.12.16	BUY	400,000		
20.7.17	BUY	290,000	-16.44%	0.86%
20.6.22	BUY	250,000	-18.53%	-8.88%
20.4.1	BUY	200,000	-19.30%	-5.45%
19.4.30	BUY	240,000	-30.49%	-20.00%
18.10.10	BUY	230,000	-27.91%	-15.87%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 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	93.31%	6.69%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 12월 17일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 12월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 12월 17일 현재 해당회사의 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.