

SK COMPANY Analysis



Analyst

김민규

mkaykim@sk.com

02-3773-8497

Company Data

자본금	53 억원
발행주식수	1,055 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	14,050 억원
주요주주	
SK(주)(외2)	49.14%
외국인지분률	12.50%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(16/07/11)	133,200 원
KOSDAQ	697.25 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	143,200 원
52주 최저가	80,700 원
60일 평균 거래대금	84 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

SK 머티리얼즈 (036490/KQ | 매수(유지) | T.P 170,000 원(유지))

2016-07-13

2Q16 Preview: 꾸준한 실적 증가 예상

SK 머티리얼즈의 2Q16 매출액은 1,239 억원, 영업이익은 423 억원 추정

- ① 2Q16 매출액은 전분기 대비 약 27% 상승, 전년동기 대비 대폭 개선 전망
- ② 국내외 고객사들의 3D NAND 및 OLED 투자에 따른 특수ガ스 수요 급증에 기인
- ③ 동사는 향후 추가적인 M&A 및 JV 설립으로 외형성장과 수익성 모두 확보하는 Two-track 전략을 구사할 전망

SK 머티리얼즈의 2Q16 매출액은 1,239 억원, 영업이익은 423 억원 추정

2Q16 매출액은 전분기 대비 약 27% 증가, 전년동기 대비 65% 증가가 예상된다. 지난 4월 SK 에어가스의 인수로 이번 분기부터 산업용가스 매출 실적이 반영되는 것을 고려했다. 산업용가스 영업이익률은 20%대로 기존 특수ガ스의 영업이익률인 30%대 보다 낮아 올해 전체 영업이익률은 지난해 3~4 분기보다는 다소 낮아질 것으로 예상된다.

국내외 고객사들의 3D NAND 및 OLED 투자에 따른 특수ガ스 수요 급증

3D NAND에 따른 공정 Step 수 증가와 OLED 대면적화로 동사의 글로벌 점유율 1위 품목인 NF₃를 포함해 수급이 타이트한 WF₆ 수의성이 좋은 SiH₄의 부산물 등 특수ガ스 수요가 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 이처럼 반도체와 디스플레이 산업의 패러다임 변화가 특수ガ스 수요를 견인한다는 점은 국내외 경쟁사들의 증설 이슈를 상쇄할 것으로 판단한다.

추가적인 인수 및 JV 설립으로 성장과 수익 모두 확보하는 Two-track 전략 구사

SK 에어가스가 생산하는 산업용 가스는 공장 설비가 필요한 정유/화학, 반도체/디스플레이, 바이오(플랜트) 등 광범위한 업종에 사용된다. 산업용 가스는 탱크로리 탑입의 납품이 아닌 파이프라인 탑입이어서 한 번 계약을 맺으면 10년 이상 납품하게 되는 특징이 있다. 따라서 산업용 가스는 동사에 안정적인 Cash-cow의 역할을 할 것으로 기대된다. 또한 지난 5월 SK 트리켐 JV 설립을 통해 프리커서 시장에 진출한 사례와 같이 동사는 향후 추가적인 M&A 및 JV 설립으로 외형성장과 수익성 모두 확보하는 Two-track 전략을 지속할 전망이다. 투자의견 매수 및 목표주가 170,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,911	2,117	3,380	4,860	5,530	6,250
yoY	%	-24.9	10.8	59.7	43.8	13.8	13.0
영업이익	억원	72	264	1,128	1,689	1,983	2,318
yoY	%	-85.6	265.0	327.5	49.7	17.4	16.9
EBITDA	억원	625	763	1,685	2,327	2,611	2,949
세전이익	억원	12	174	879	1,600	1,909	2,296
순이익(지배주주)	억원	4	136	661	1,213	1,447	1,740
영업이익률%	%	3.8	12.5	33.4	34.8	35.9	37.1
EBITDA%	%	32.7	36.1	49.9	47.9	47.2	47.2
순이익률%	%	0.2	6.4	19.6	25.0	26.2	27.9
EPS	원	33	1,289	6,270	11,500	13,717	16,500
PER	배	891.8	39.7	18.6	11.6	9.7	8.1
PBR	배	1.0	1.7	3.3	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	배	8.7	9.7	8.3	6.3	5.1	3.9
ROE	%	0.1	4.3	18.9	28.7	26.8	25.0
순차입금	억원	2,247	1,957	1,586	640	-826	-2,479
부채비율	%	88.6	82.7	76.7	59.8	44.3	35.3

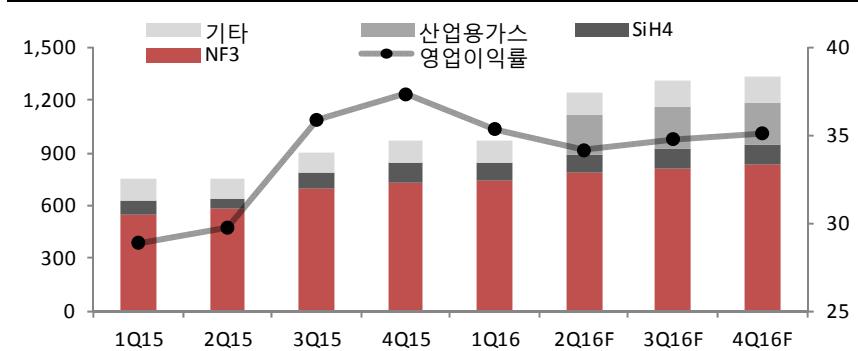
1. SK 머티리얼즈의 2Q16 매출액은 1,239 억원, 영업이익은 423 억원 추정

반도체와 디스플레이 산업의 투자 증가로 IT 특수가스 가격 3 반기 연속 약 10%씩 인상

2Q16 매출액은 전분기 대비 약 27% 상승, 전년동기 대비 65% 상승이 예상된다. 또한, 영업이익은 전분기 대비 약 23% 상승, 전년동기 대비 89% 상승이 예상된다. 2014년 이후 반도체와 디스플레이 산업의 투자 증가로 NF_3 , SiH_4 , WF_6 등 IT 특수가스 수요가 급증하기 시작했으며, 특수가스 가격도 역사상 처음으로 3Q14 이후 3 반기 연속 약 10%씩 인상되었다. 올 2 분기는 동사를 비롯한 국내외 경쟁사들의 증설이 완료되지 않은 시점이기 때문에 지난해 상반기 영업이익률(29~30%)보다 높은 수준을 유지할 것으로 보인다. 2Q16 영업이익 추정치의 전년동기 대비 증가율이 매출액보다 높은 것은 위의 요인을 고려했기 때문이다.

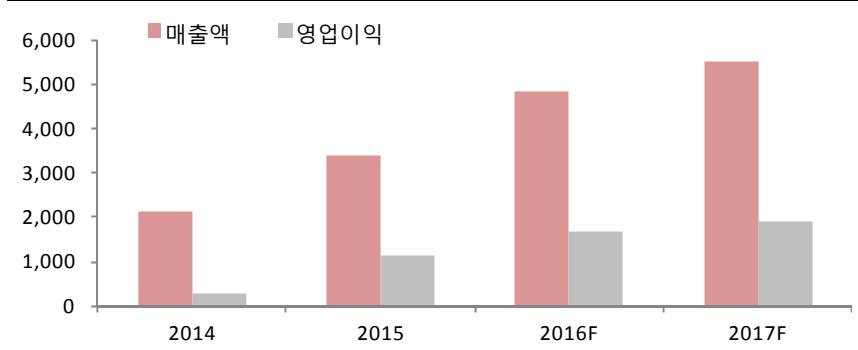
또한, 지난 4 월 SK 에어가스의 인수로 이번 분기부터 산업용가스 매출 실적이 반영되는 것을 고려했다. 산업용가스 영업이익률은 20%대로 기존 특수가스의 영업이익률인 30%대 보다 낮아, 올해 전체 영업이익률은 지난해 3~4 분기 수준(36~37%) 보다는 다소 낮아질 것으로 예상된다.

SK 에어가스 인수를 감안한 품목별 매출액 및 전체 영업이익률 전망 (단위 : 억원 %)



자료 SK 증권

동사의 매출액 및 영업이익 전망 (단위 : 억원)



자료 SK 증권

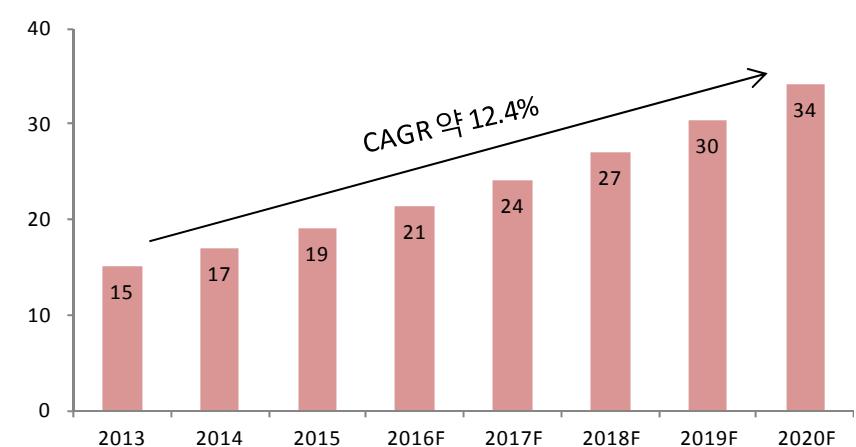
2. 국내외 고객사들의 3D NAND 및 OLED 투자에 따른 특수ガ스 수요 급증

반도체 공정 전환에 따른 추가적인 NF₃ 수요는 약 30%, OLED 의 경우 약 50% 증가할 가능성 상존

3D NAND에 따른 공정 Step 수 증가와 OLED 대면적화로 동사의 글로벌 점유율 1위 품목인 NF₃를 포함해 수급이 타이트한 WF₆, 수의성이 좋은 SiH₄의 부산물 등 특수ガ스 수요가 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 일반적으로 반도체 공정 전환에 따른 추가적인 NF₃ 수요는 약 30%, OLED의 경우 약 50% 증가할 가능성이 있다. 특히, WF₆의 경우 기존 대비 3배 이상 수요가 증가할 것으로 예상된다. SiH₄의 경우 수급과잉 상황이긴 하지만 그 부산물인 SiH₂Cl₂(디클로로실란, 에피택셜 실리콘 증착용)과 Si₂H₆(다이실란, 박막 증착시 저온/고속으로 균일한 막질 형성)의 수요가 양호해 SiH₄의 이익률을 보완해주고 있다.

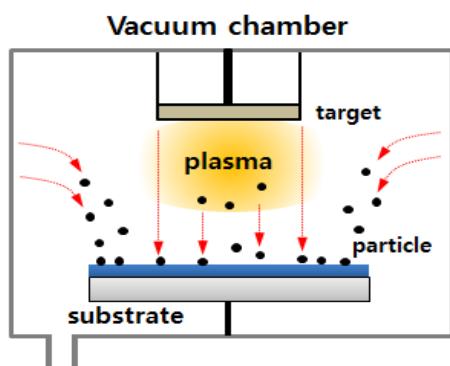
3D Nand 와 OLED 신규 Capa 증설, 중국의 반도체 굴기로 글로벌 NF₃ 수요는 빠르게 상승할 전망

(단위 : 천톤)



자료 Grand View Research, SK 증권

공정 Step 0이 증가할수록 NF₃ 수요도 증가



자료 SK 마티리얼즈, SK 증권

반도체 배선형성 공정에 사용되는 WF₆



자료 SK 마티리얼즈, SK 증권

동사는 NF₃ 글로벌 Capa 1 위로서 규모의 경제를 시현해 타사 대비 원가 부담이 적다는 점도 강점

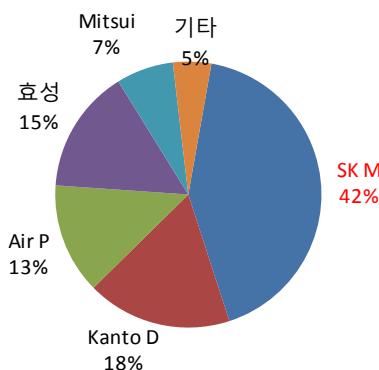
현재 글로벌 메모리 산업은 격변기를 맞이하고 있다. SSD 가 HDD 를 대체하는 3D Nand 투자의 Super Cycle 에 접어들었기 때문이다. 3D Nand 생산에 사용되는 특수가스 가운데 가장 시장규모가 크고 부가가치가 높은 것이 NF₃이다. 반도체와 디스플레이 공정에서 사용되는 삼불화질소(NF₃)는 순도 99.99%~99.999%의 초고순도 가스만 사용하게 된다. 암모니아(NH₃)와 정제된 불화수소(HF)를 고온, 고압 반응을 통해 추출하고 정제시키는 과정으로 순도를 높인 초고순도 NF₃의 중요성이 높아지고 있는 것이다. 동사가 2001 년부터 국산화에 성공한 NF₃는 높은 순도를 보유하고 있다. 따라서 NF₃ 글로벌 Capa 1 위로서 규모의 경제를 시현해 타사 대비 원가 부담이 적다는 점도 강점으로 볼 수 있다.

국내외 경쟁사인 Kanto Denka, Air Product, 효성 등도 NF₃에 대한 Capa 증설이 한창 진행 중

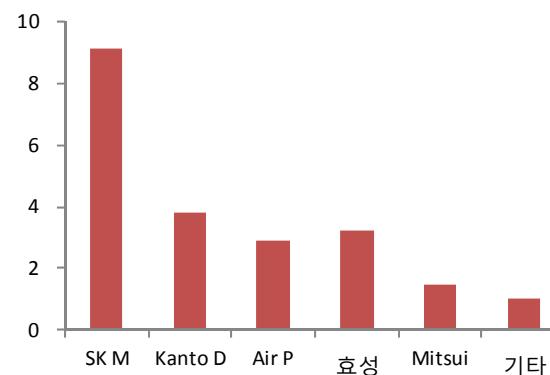
이처럼 IT 특수ガ스에 대한 수요가 급증하는 상황에 맞춰 동사를 포함한 국내외 경쟁사인 Kanto Denka, Air Product, 효성 등도 Capa 증설이 한창 진행 중이다. 이러한 상황은 비단 반도체 소재업체에 국한된 얘기는 아니다. 반도체, 디스플레이 산업의 패러다임 변화로 그 수혜를 받는 국내외 장비, 전방업체에도 해당되는 사항이다. 이러한 변화는 실적과 주가 측면에서 단기 모멘텀이 아닌 중장기 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다. 또한, 후방업체들은 과잉공급 상황을 가장 우려하게 되므로 증설에 대한 의사 결정은 전방업체와의 조율없이 진행될 수 없는 사안이다.

**증설에 대한 의사결정은 전방업체와의 조율 없이 진행될 수 없는 사안
→ 현 시점은 단가 하락을 우려할 시기가 아님**

결론적으로 향후 반도체와 디스플레이 관련 국내외 전방업체들의 추가적인 투자 계획이 발표된다면 단기적인 시각에서 나올 수 있는 과잉 증설 → 단가 하락 우려가 점진적으로 완화될 것으로 판단한다.

2016년 말 기준, 글로벌 각 사 NF₃ M/S 전망

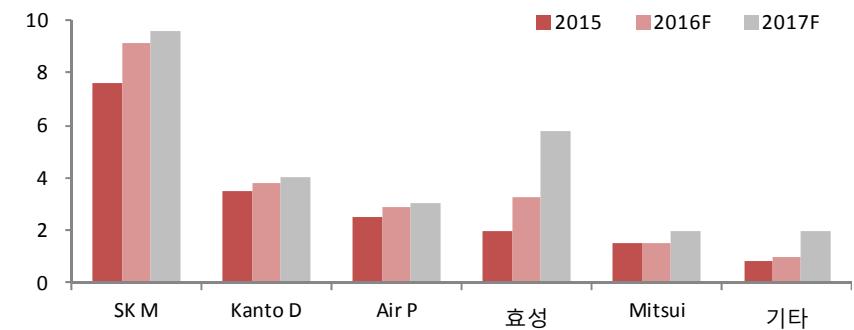
자료 : SK증권

2016년 말 기준, 글로벌 각 사 NF₃ Capa 전망

자료 : SK증권

향후 글로벌 주요 업체들의 NF₃ Capa 전망

(단위 : 천톤)



자료 : SK증권

3. 향후 추가적인 M&A 및 JV 설립으로 성장과 수익 모두 확보하는 Two-track 전략 구사

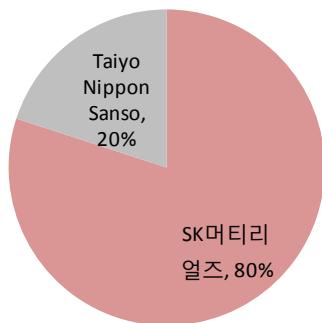
SK 그룹은 중장기적인 측면에서 동사의 Captive Market으로 자리 매김할 전망

지난 4 월 SKC로부터 인수한 SK 에어가스는 질소, 산소, 아르곤 등의 산업용 가스를 생산하는 업체로서 주로 공장 설비가 구비된 정유/화학, 반도체/디스플레이, 바이오(플랜트) 등 광범위한 업체에 납품한다. 산업용 가스는 탱크로리 타입이 아닌 파이프라인 타입으로 판매되기 때문에 한 번 계약을 맺으면 10년 이상 납품하게 되는 특징이 있다. 글로벌 산업용 가스의 시장규모는 IT 용 특수ガ스 시장의 약 20 배 규모이기 때문에 SK 에어가스는 동사에 안정적인 Cash-cow 의 역할을 할 것으로 기대된다. 특히, SK 그룹은 정유 및 반도체 업체를 자회사로 두고 있고, 바이오 산업에도 진출했기 때문에 중장기적인 측면에서 동사의 Captive Market으로 자리매김할 것으로 전망된다.

투자의견 매수 및 목표주가
170,000 원 유지

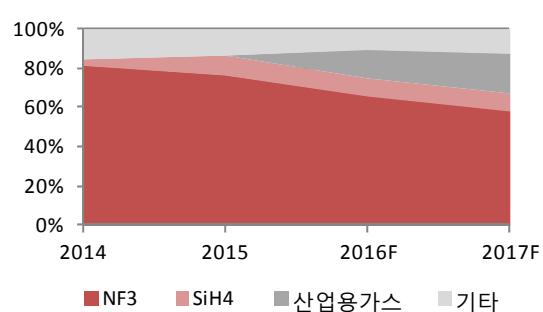
또한, 지난 5 월 SK 트리켐 JV 설립을 통해 프리커서(특수소재로 미세화 공정에 사용) 시장에 진출한 사례와 같이 동사는 향후 추가적인 M&A 및 JV 설립으로 안정적인 외형성장과 수익성을 모두 확보하는 Two-track 전략을 지속할 전망이다. 투자의견 매수 및 목표주가 170,000 원을 유지한다.

SK 에어가스 인수 통한 외형 확대 및 Cash-cow 확보



자료 : SK증권

SK 에어가스 인수에 따른 매출 비중 변화 전망



자료 : SK증권

SK 머티리얼즈의 반도체/디스플레이용 특수가스 및 산업용가스 매출 전망

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E
Revenue	752	753	906	969	973	1,239	1,313	1,335	3,380	4,860
QoQ	21%	0%	20%	7%	0%	27%	6%	2%	-	-
YoY	72%	57%	57%	56%	29%	65%	45%	38%	60%	44%
NF₃	550	580	695	730	740	785	810	830	2,555	3,165
SiH₄	84	60	95	115	109	107	119	115	354	450
산업용가스	-	-	-	-	-	220	237	240	-	697
기타	118	113	116	124	124	127	147	150	471	548
비중										
NF ₃	73%	77%	77%	75%	76%	63%	62%	62%	76%	65%
SiH ₄	11%	8%	10%	12%	11%	9%	9%	9%	10%	9%
산업용가스	0%	0%	0%	0%	0%	18%	18%	18%	0%	14%
기타	16%	15%	13%	13%	13%	10%	11%	11%	14%	11%
Operating Income	217	224	325	362	344	423	457	468	1,128	1,689
OPM (%)	29	30	36	37	35	34	35	35	33	35
QoQ	56%	3%	45%	11%	-5%	23%	8%	3%	-	-
YoY	1895%	370%	394%	159%	58%	89%	40%	29%	327%	50%

자료: SK 증권 추정

2Q16 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

SK머티리얼즈 실적	2Q15	1Q16	2Q16 SK 추정치	2Q16 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	753	973	1,239	1,177	5%
영업이익	224	344	423	382	11%
순이익	168	245	293	279	5%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

SK머티리얼즈 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	2,117	3,380	4,860	4,752	2%
영업이익	264	1,128	1,689	1,594	6%
순이익	136	661	1,213	1,136	7%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

SK 머티리얼즈는 NF₃를 넘어 SK 그룹 내 핵심 반도체 소재 기업으로 거듭나게 될 것 추가적 M&A 예상

반도체소재



- OCI머티리얼즈 인수('16.2) 및 역량 강화
 - 원가개선, SHE 체계 Upgrade, 자체 R&D 역량 강화 등
- NF3 Global 확장 가속화
 - NF3 생산설비 증설 ('15. 7,200톤→'16. 9,200톤→'17.1Q 9,700톤)
 - 3D NAND/OLED 및 중국 高 성장 Potential Capture (중국 내 大 규모 추가 생산 거점 확보 예정)
- SK Airgas 지분이관('16.4)
 - 영업/설비기술 등 특수가스 사업과의 Synergy
- SK-Tri Chem(日) JV 계약체결('16.5) 및 투자
 - 차세대 Precursor 국내 R&D Infra 구축

"반도체소재 기반 고성장/고수익 신규 소재 영역 확장을 통해 핵심 성장 Portfolio로 육성"

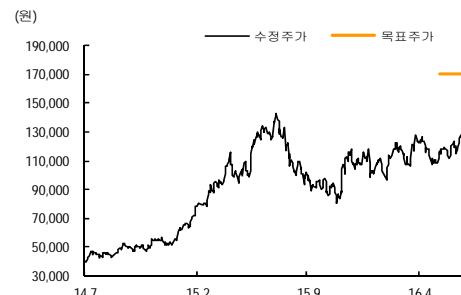
(억원)	2015년	2020년
매출	3,380	15,000
영업이익	1,128 (33%)	5,000 (33%)



11

자료: (주)SK, SK증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.07.13	매수	170,000원
	2016.05.24	매수	170,000원



Compliance Notice

- 작성자(김민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 7월 12일 기준)

매수	95.51%	중립	4.49%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,186	1,652	2,619	4,010	5,766
현금및현금성자산	176	414	840	1,987	3,479
매출채권및기타채권	474	638	917	1,044	1,180
재고자산	457	583	838	953	1,077
비유동자산	4,712	4,999	4,868	4,808	4,828
장기금융자산	3	4	4	4	4
유형자산	4,498	4,802	4,665	4,602	4,619
무형자산	32	34	36	38	40
자산총계	5,898	6,651	7,486	8,818	10,594
유동부채	1,055	1,451	1,568	1,591	1,705
단기금융부채	627	729	529	409	369
매입채무 및 기타채무	310	390	561	638	722
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,615	1,436	1,234	1,117	1,060
장기금융부채	1,572	1,273	953	753	633
장기매입채무 및 기타채무	12	13	13	13	13
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,669	2,888	2,801	2,707	2,764
지배주주지분	3,228	3,762	4,684	6,109	7,828
자본금	53	53	53	53	53
자본잉여금	677	677	677	677	677
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,488	3,014	3,957	5,404	7,145
비자본주주지분	1	1	1	2	2
자본총계	3,229	3,764	4,685	6,111	7,830
부채와자본총계	5,898	6,651	7,486	8,818	10,594

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	632	1,545	1,781	2,071	2,309
당기순이익(순실)	136	662	1,213	1,447	1,741
비현금성항목등	690	1,054	1,114	1,165	1,209
유형자산감가상각비	491	551	631	622	624
무형자산상각비	8	6	7	7	8
기타	56	148	62	62	20
운전자본감소(증가)	-180	-103	-159	-79	-85
매출채권및기타채권의 감소증가)	-128	-148	-279	-126	-136
재고자산감소(증가)	19	-120	-255	-116	-124
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-45	168	171	77	83
기타	-26	4	204	86	92
법인세납부	-14	-68	-387	-462	-556
투자활동현금흐름	-254	-825	-496	-554	-617
금융자산감소(증가)	-3	2	0	0	0
유형자산감소(증가)	-191	-870	-494	-559	-642
무형자산감소(증가)	0	-9	-9	-9	-9
기타	-60	51	7	15	34
재무활동현금흐름	-383	-484	-858	-371	-200
단기금융부채증가(감소)	-81	-472	-200	-120	-40
장기금융부채증가(감소)	-159	146	-320	-200	-120
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-53	-105	-270	0	0
기타	-90	-53	-68	-51	-40
현금의 증가(감소)	-5	238	426	1,146	1,493
기초현금	181	176	414	840	1,987
기말현금	176	414	840	1,987	3,479
FCF	464	645	1,256	1,485	1,653

자료 : SK마티리얼즈, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,117	3,380	4,860	5,530	6,250
매출원가	1,638	1,990	2,861	3,207	3,563
매출총이익	478	1,391	1,999	2,323	2,688
매출총이익률 (%)	22.6	41.1	41.1	42.0	43.0
판매비와관리비	214	262	310	340	370
영업이익	264	1,128	1,689	1,983	2,318
영업이익률 (%)	12.5	33.4	34.8	35.9	37.1
비영업순익	-90	-249	-89	-74	-21
순금융비용	90	66	61	36	5
외환관련손익	0	-11	34	24	4
관계기업투자등 관련손익	-6	-34	0	0	0
세전계속사업이익	174	879	1,600	1,909	2,296
세전계속사업이익률 (%)	8.2	26.0	32.9	34.5	36.7
계속사업법인세	38	218	387	462	556
계속사업이익	136	662	1,213	1,447	1,741
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	136	662	1,213	1,447	1,741
순이익률 (%)	6.4	19.6	25.0	26.2	27.9
지배주주	136	661	1,213	1,447	1,740
지배주주구속 순이익률(%)	64.3	19.56	24.96	26.16	27.85
비자매주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	113	640	1,192	1,425	1,719
지배주주	114	640	1,191	1,425	1,719
비자매주주	0	0	0	0	0
EBITDA	763	1,685	2,327	2,611	2,949

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	10.8	59.7	43.8	13.8	13.0
영업이익	265.0	327.5	49.7	17.4	16.9
세전계속사업이익	1,342.5	404.8	82.0	19.3	20.3
EBITDA	22.0	120.8	38.1	12.2	12.9
EPS(계속사업)	3,765.2	386.3	83.4	19.3	20.3
수익성 (%)					
ROE	43	18.9	28.7	26.8	25.0
ROA	23	10.5	17.2	17.8	17.9
EBITDA/마진	36.1	49.9	47.9	47.2	47.2
안정성 (%)					
유동비율	112.5	113.8	167.1	252.1	338.3
부채비율	82.7	76.7	59.8	44.3	35.3
순자금/자기자본	60.6	42.2	13.7	-13.5	-31.7
EBITDA/이자비용(배)	8.2	23.5	34.0	51.5	74.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,289	6,270	11,500	13,717	16,500
BPS	30,604	35,670	44,406	57,918	74,213
CFPS	6,024	11,549	17,551	19,679	22,491
주당 현금배당금	1,000	2,560	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	44.0	22.8	11.6	9.7	8.1
PER(최저)	22.6	8.5	8.4	7.1	5.9
PBR(최고)	1.9	4.0	3.0	2.3	1.8
PBR(최저)	1.0	1.5	2.2	1.7	1.3
PCR	8.5	101	7.6	6.8	5.9
EV/EBITDA(최고)	10.5	9.9	6.3	5.1	3.9
EV/EBITDA(최저)	6.7	4.3	4.7	3.6	2.7