

## SK머티리얼즈(036490)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 240,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주가(4/26)	181,900
시가총액(십억원)	1,919
발행주식수(백만)	11
52주 최고/최저가(원)	199,400/107,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,524
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.9/12.1
주요주주(%)	SK 외 1인 49.1

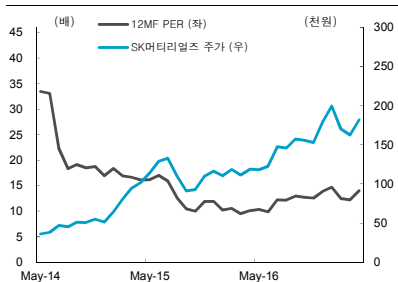
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	17.4	15.9	11.7
PBR(x)	4.5	3.8	3.2
ROE(%)	27.2	25.0	28.2
DY(%)	2.0	2.0	2.6
EV/EBITDA(x)	9.7	9.0	7.4
EPS(원)	10,299	11,426	15,485
BPS(원)	40,078	47,308	57,394

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.9	21.5	51.6
상대주가(%)	14.1	11.9	42.3

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 증설과 포트폴리오 다각화로 분기마다 이익 증가

## What's new : 1분기 수익성은 추정치 하회

1분기 수익성은 우리의 추정치와 컨센서스를 하회했다. 매출액은 전분기대비 6.1% 감소한 1,164억원으로 예상 수준이었으나 영업이익은 331억원으로 추정치를 7.6% 하회했다. 영업이익은 전분기대비 17.6% 감소했는데, 장기 공급 계약에 따른 NF3 판가 하락과 공급 지연에 따른 재고 관련 제조 경비(간접비)가 늘었기 때문이다. 순이익은 기말 원/달러 환율이 전분기대비 7.7% 하락하며 외화환산손실이 발생해 전분기대비 32.7% 감소했다.

## Positives : 2분기부터 성장 모멘텀 풍부

SK머티리얼즈의 실적은 1분기를 저점으로 매 분기 개선될 것이다. 2분기에 SK트리캠의 지르코늄계 프리커서 판매가 시작되고, 실리콘계 전구체인 BDEAS 공장이 준공될 예정이다. 3분기부터는 SK쇼와텐코 상품판매가 시작되며, 4분기에는 WF6 증설(추가 600톤)이 완료돼 실적에 기여할 전망이다. SK쇼와텐코는 4분기 CH3F(플루오르메탄) 뿐만 아니라 C4F6(육불화부타디엔) 공장도 12월 완공을 목표로 하고 있어 향후 건식 식각 확대에 인한 수혜가 예상된다. 또한 작년 4월 연결 자회사로 편입된 SK에어가스는 최근 APK 설비를 인수했으며 연내 on-site 설비 건설이 완료돼 2017년 매출액, 2018년 매출액은 전년 대비 각각 56.3%, 17.3% 증가할 것이다.

## Negatives : NF3 공급 과잉에 따른 판가 인하

NF3 수급은 작년 말 선제적인 capa 증설과 고객사의 3D NAND 공장 본격 가동 지연으로 상반기까지 공급 과잉 상황이 지속될 전망이다. 포트폴리오 다각화로 NF3 매출 비중이 점차 하락할 것임에도 불구하고 2017년 예상 매출 비중은 58%로 높은 수준이다. NF3 공급 과잉과 시장 선점을 위한 판가 인하로 인해 1분기 영업이익률은 여섯 분기만에 20%대로 하락해 28.4%를 기록했다.

## 결론 : 매수의견과 목표주가 240,000원 유지

SK머티리얼즈에 대한 매수의견과 목표주가 240,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF EPS에 목표 PER 18.5배를 적용해 산출했다. 목표 PER은 2016년 하반기 생산설비 증설 효과와 자회사 실적 기여로 주가가 상승했던 시기의 PER 밴드 상단이다. 특수가스 시장 내 선제적 증설을 통한 시장 점유율 유지, 산업가스 캡티브 향 매출 증가, 고부가가치 제품군 진출로 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 20.5%, 13.2% 증가할 전망이다. JV의 흑자전환이 예상되는 2018년에는 영업이익 증가율이 29.2%에 달할 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	114.9	116.4	1.3	127.6	(6.1)	19.6	554.2	566.6
영업이익	35.8	33.1	(7.6)	40.8	(17.6)	(3.9)	175.2	183.8
영업이익률	35.4	28.4	(6.9)	32.0	(4.0)	(6.9)	31.6	32.4
세전이익	34.5	29.9	(13.2)	37.3	(17.1)	(9.1)	163.0	172.7
순이익	25.8	21.3	(17.2)	29.0	(32.7)	(12.9)	122.7	132.8

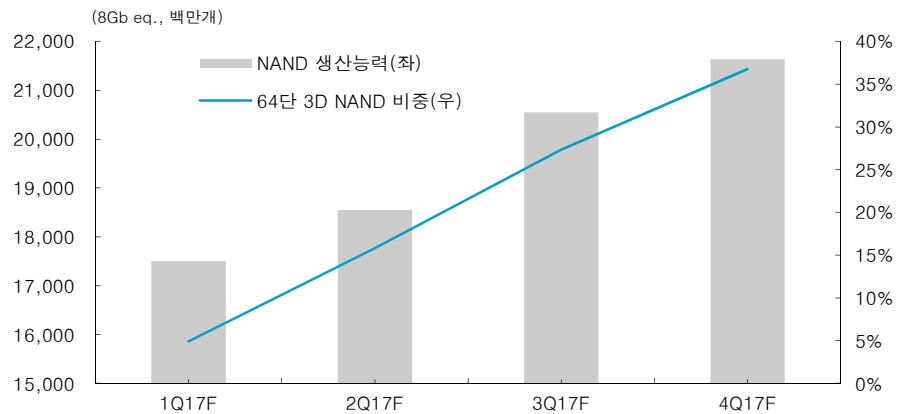
&lt;표 1&gt; 실적은 1분기가 저점

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	97.3	116.5	123.7	123.9	116.4	127.0	148.1	164.5	338.0	461.4	556.0	713.5
특수가스(NF3, WF6, SiH4 등)	95.3	98.5	103.1	103.7	95.4	101.7	119.6	129.2	331.1	400.6	445.9	535.7
산업가스(SK Airgas)	-	20.0	20.6	20.2	21.0	23.1	24.3	26.7	-	60.8	95.0	111.5
프리커서(SK Tri Chem)	-	-	-	-	-	1.5	2.5	5.0	-	-	9.0	36.8
식각가스(SK Showa Denko)	-	-	-	-	-	-	1.0	3.0	-	-	4.0	26.8
영업이익	34.4	38.8	40.6	40.2	33.1	39.6	47.9	53.7	112.8	154.1	174.4	225.3
영업이익률 (%)	35.4	33.3	32.9	32.4	28.4	31.2	32.4	32.7	33.4	33.4	31.4	31.6
세전이익	32.9	35.1	36.1	36.1	29.9	35.3	43.2	44.6	87.9	140.3	152.8	206.2
지배주주순이익	24.5	26.0	26.4	31.7	21.3	26.4	32.3	35.0	66.1	108.6	115.0	155.1
전분기대비 증가율									전년대비 증가율			
매출액	0.4	19.7	6.2	0.2	(6.1)	9.1	16.6	11.1	59.7	36.5	20.5	28.3
특수가스(NF3, WF6, SiH4 등)	0.1	3.3	4.7	0.5	(8.0)	6.6	17.6	8.0	61.6	21.0	11.3	20.1
산업가스(SK Airgas)	NM	NM	2.7	(1.7)	3.9	10.0	5.0	10.0	NM	NM	56.3	17.3
프리커서(SK Tri Chem)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	66.7	100.0	NM	NM	NM	308.8
식각가스(SK Showa Denko)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	200.0	NM	NM	NM	571.1
영업이익	(4.9)	12.8	4.7	(1.2)	(17.6)	19.6	21.0	12.1	327.5	36.6	13.2	29.2
영업이익률 (%p)	(5.3)	(5.8)	(1.4)	(1.4)	(12.2)	9.6	3.8	0.9	20.9	0.0	(2.0)	0.2
세전이익	81.6	6.7	2.9	(0.0)	(17.1)	17.9	22.4	3.2	404.8	59.6	8.9	34.9
지배주주순이익	102.4	6.1	1.7	20.0	(32.7)	23.6	22.4	8.3	386.3	64.3	5.9	34.9

자료: SK머티리얼즈, 한국투자증권

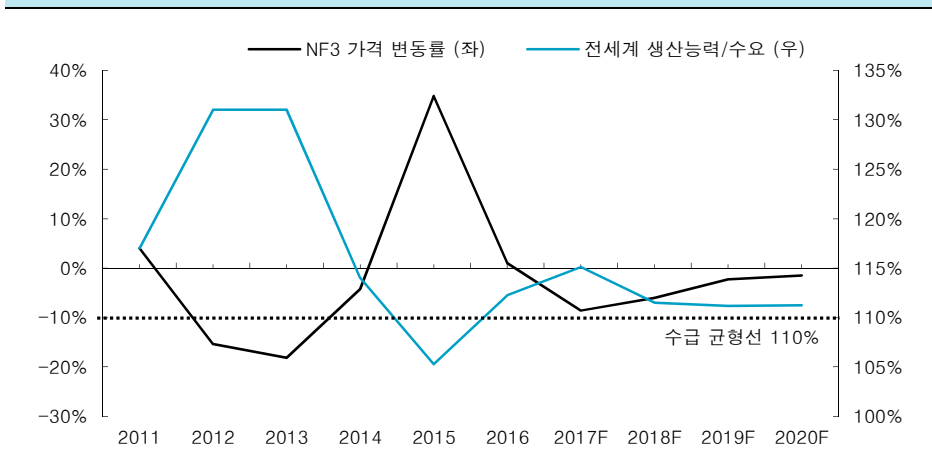
[그림 1] 삼성전자 낸드 생산능력 중 64단 3D 낸드 비중은 2017년말 40%에 육박



주: Wafer input 기준

자료: 한국투자증권

[그림 2] NF3 가격 하락세는 2H17부터 둔화 전망



주: 1. 수급 균형선 110%는 안전재고 10% 가정

2. NF3 가격 변동률은 전년대비

자료: SK머티리얼즈, 각사, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

1982년 전자산업 소재 국산화를 목표로 (주)대백물산으로 설립됐다. 1998년 대백신소재로 상호 변경 후 1999년 12월 14일 코스닥에 상장했다. 이후 사명을 2004년 소디프신소재, 2010년 OCI머티리얼즈로 변경했으며, 2016년 2월 SK그룹에 편입된 후 SK머티리얼즈로 변경했다. 반도체, TFT, 태양광전지 제조에 사용되는 특수가스(NF3, WF6, SiH4 등) 제조 및 판매 사업을 영위하며, 2016년말 capa 기준 NF3 세계 1위, WF6 세계 2위 업체다. 주요 고객사로 삼성전자, LG디스플레이, SK하이닉스가 있다.

- NF3(삼불화질소): 반도체 및 TFT 공정 장비 내 챔버를 세정하는 특수 가스
- WF6(육불화텅스텐): 반도체 제조공정 중 배선형성 공정용 특수 가스
- 식각가스: 실리콘 Wafer 상 필요 부분만 남겨두고 나머지 물질을 제거하는 식각 과정에 사용되는 특수 가스
- 프리커서: 반도체 회로 위에 여러 화합물을 균일하게 증착하는 유기금속화합물

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	165	217	228	293	340
현금성자산	41	60	39	50	70
매출채권및기타채권	64	79	95	122	133
재고자산	58	74	90	115	125
비유동자산	500	686	936	1,045	1,170
투자자산	0	1	1	1	1
유형자산	480	661	906	1,006	1,128
무형자산	3	7	8	11	12
자산총계	665	903	1,164	1,338	1,511
유동부채	145	284	285	287	284
매입채무및기타채무	51	96	67	71	70
단기차입금및단기사채	22	51	71	84	84
유동성장기부채	43	116	119	124	128
비유동부채	144	182	364	426	479
사채	50	50	200	250	300
장기차입금및금융부채	77	100	125	145	145
부채총계	289	466	649	713	763
지배주주지분	376	421	498	604	724
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	68	34	34	34	34
기타자본	0	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	301	383	460	569	691
비지배주주지분	0	16	18	20	23
자본총계	376	437	515	624	748

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	150	208	160	188	271
당기순이익	66	110	117	158	178
유형자산감가상각비	55	67	91	109	117
무형자산상각비	1	1	1	2	2
자산부채변동	(10)	17	(51)	(87)	(29)
기타	38	13	2	6	3
투자활동현금흐름	(83)	(209)	(341)	(215)	(249)
유형자산투자	(87)	(125)	(336)	(209)	(239)
유형자산매각	0	1	0	0	0
투자자산순증	(2)	(6)	(2)	(2)	(2)
무형자산순증	(1)	(4)	(3)	(4)	(3)
기타	7	(75)	0	0	(5)
재무활동현금흐름	(43)	19	159	38	(2)
자본의증가	0	4	0	0	0
차입금의순증	(33)	47	198	88	54
배당금지급	(11)	(30)	(37)	(37)	(47)
기타	1	(2)	(2)	(13)	(9)
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	24	19	(21)	11	20

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

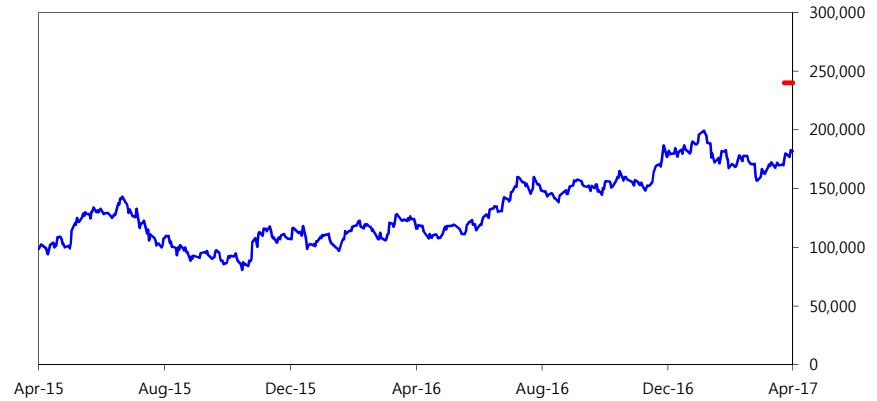
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	338	461	556	714	778
매출원가	199	269	336	430	461
매출총이익	139	193	220	283	317
판매관리비	26	39	45	58	63
영업이익	113	154	174	225	254
금융수익	6	20	19	19	19
이자수익	1	2	1	1	2
금융비용	22	23	34	33	36
이자비용	7	10	17	22	25
기타영업외손익	(8)	(10)	(7)	(5)	(5)
관계기업관련손익	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	88	140	153	206	233
법인세비용	22	30	36	48	55
연결당기순이익	66	110	117	158	178
지배주주지분순이익	66	109	115	155	175
기타포괄이익	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
총포괄이익	64	109	115	156	177
지배주주지분포괄이익	64	107	113	153	174
EBITDA	169	222	267	336	372

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	6,270	10,299	11,426	15,485	17,495
BPS	35,670	40,078	47,308	57,394	68,818
DPS	2,560	3,550	3,700	4,700	5,300
성장성(%, YoY)					
매출증가율	59.7	36.5	20.5	28.3	9.1
영업이익증가율	327.5	36.6	13.2	29.2	12.8
순이익증가율	386.3	64.3	5.9	34.9	13.0
EPS증가율	386.4	64.3	10.9	35.5	13.0
EBITDA증가율	120.8	31.5	20.4	26.1	10.8
수익성(%)					
영업이익률	33.4	33.4	31.4	31.6	32.7
순이익률	19.6	23.5	20.7	21.7	22.5
EBITDA Margin	49.9	48.0	48.0	47.1	47.9
ROA	10.5	14.1	11.3	12.6	12.5
ROE	18.9	27.2	25.0	28.2	26.4
배당수익률	2.2	2.0	2.0	2.6	2.9
배당성향	40.8	34.4	32.2	30.4	30.3
안정성					
순차입금(십억원)	159	256	475	552	580
차입금/자본총계비율(%)	53.2	72.7	100.1	96.7	88.0
Valuation(X)					
PER	18.6	17.4	15.9	11.7	10.4
PBR	3.3	4.5	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	8.2	9.7	9.0	7.4	6.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
SK머티리얼즈(036490)	2017.04.19	매수	240,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 27일 현재 SK머티리얼즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.