

SK머티리얼즈 (036490) - Buy(유지), TP 200,000원(하향)

Captive market 시장 점유율 확대

- 2019년 매출액 7,653억원(+12.4% YoY), 영업이익 2,108억원(+16.8% YoY) 추정
 - 특수가스: 매출액 6,500억원(+4% YoY), 영업이익 1,226억원(+5.3% YoY) 추정. 전방 반도체 고객사 증설 지연과 Display 수요 약세에도 불구하고, Captive mkt향 M/S 확대 수혜로 실적 소폭 개선 전망
 - 산업가스: 매출액 1,370억원(+15.6% YoY), 영업이익 411억원(+17.4% YoY) 추정. SK하이닉스와 SK실트론 내 M/S 상승으로 공급 물량 확대 전망
 - 전구체: 매출액 1,025억원(+70.5% YoY), 영업이익 453억원(+68.3% YoY) 추정. 2Q18부터 SK하이닉스향 공급을 본격적으로 시작. 제품 다변화와 고객사 내 M/S 상승으로 실적 대폭 성장 전망
- 최근 반도체와 Display 업계 수요 약세 우려에도 불구하고, 1) Captive mkt 내 M/S 확대와 2) 고객사와 제품 다변화 수혜로 중장기 실적 성장 스토리는 여전히 유효
- 동사 주가는 고점 대비 -25% 하락, 현재 2019E PER 12.6x 수준. 전방 업황 불확실성을 고려, Target multiple 조정. 목표주가 200,000원(2019E EPS 20x→17x)으로 하향, 투자의견 Buy 유지

Quarterly Earnings

(단위: 십억원, %, 배)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	461	512	681	765	857	960	1,075
영업이익	154	148	180	211	236	265	297
EBITDA	222	223	274	324	365	402	442
순이익	110	104	124	137	155	178	203
순차입금	256	512	876	911	901	883	847
매출증가율	36.5	11.0	32.9	12.4	12.0	12.0	12.0
영업이익률	33.4	28.8	26.5	27.5	27.6	27.6	27.6
순이익률	23.9	20.3	18.2	17.9	18.1	18.5	18.9
EPS증가율	64.3	(6.2)	12.5	13.5	13.5	14.2	14.2
ROE	27.7	25.8	32.4	32.2	29.7	27.8	26.3

Stock Information

현재가 (12/13)	155,900원
예상 주가상승률	28.3%
시가총액	16,444억원
비중(KOSDAQ내)	0.73%
발행주식수	10,548천주
52주 최저가 / 최고가	137,100 - 193,800원
3개월 일평균거래대금	77억원
외국인 지분율	12.7%
주요주주지분율(%)	
SK(주) (외 1인)	49.1
SK머티리얼즈 자사주	10.1
이영균 (외 2인)	2.0

	2017	2018E	2019E
PER	18.6	14.3	12.6
PBR	5.0	4.4	3.6
EV/EBITDA	10.8	9.2	7.9
배당수익률	2.0	2.4	2.6

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(4.6)	(10.2)	(13.4)	(13.4)
KOSPI대비상대수익률	(6.2)	11.9	(1.7)	1.2

Price Trend

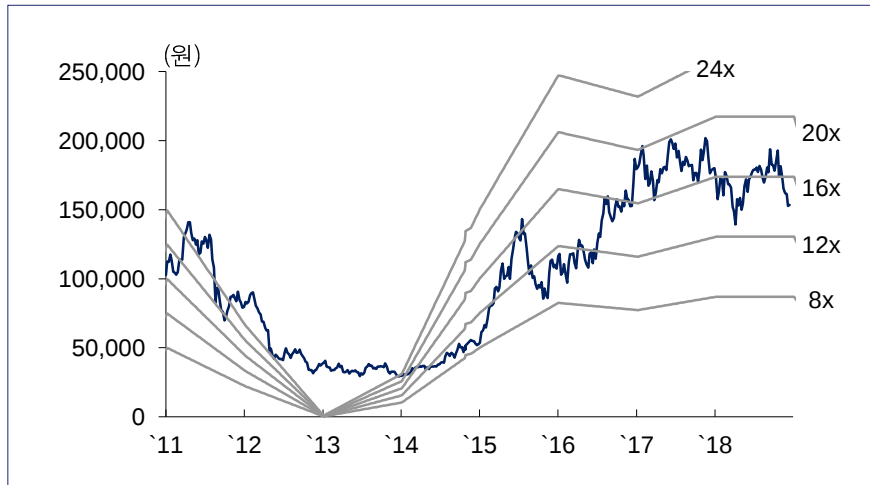


SK머티리얼즈 (036490)

사업 부문별 실적 추정

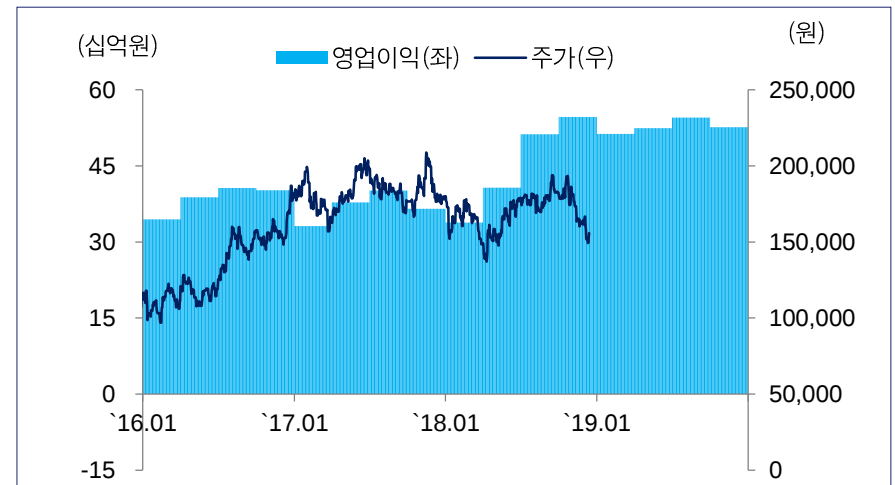
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액																
Total	116.4	124.2	131.5	140.2	142.3	157.5	186.0	194.9	183.9	187.0	193.2	201.2	461.4	512.3	680.7	765.3
특수가스	124.5	134.2	140.5	146.1	142.6	151.6	163.0	168.0	158.0	162.0	163.0	167.0	516.0	545.3	625.2	650.0
산업가스	21.0	21.1	24.4	25.6	24.1	26.4	31.9	36.0	33.2	31.3	34.6	37.9	60.8	92.1	118.5	137.0
전구체	0.0	0.0	0.0	1.5	3.4	8.3	22.5	26.0	24.0	25.5	26.5	26.5	0.0	1.6	60.1	102.5
영업이익																
Total	33.1	37.8	40.2	36.5	33.8	40.7	51.2	54.6	51.3	52.4	54.5	52.6	154.1	147.7	180.4	210.9
특수가스	27.9	33.2	35.6	28.9	25.7	29.7	30.0	31.1	30.0	31.1	31.5	30.1	140.5	125.5	116.5	122.6
산업가스	5.3	5.3	5.7	7.1	7.1	7.4	9.7	10.8	9.8	9.4	10.9	11.0	13.4	23.3	35.0	41.1
전구체	-0.6	-0.9	-1.0	-0.4	0.6	3.2	10.9	12.2	11.0	11.5	11.7	11.1	-0.7	-2.9	26.9	45.3
영업이익률																
Total	28.4%	30.5%	30.6%	26.1%	23.7%	25.9%	27.6%	28.0%	27.9%	28.0%	28.2%	26.2%	33.4%	28.8%	26.5%	27.6%
특수가스	22.4%	24.7%	25.3%	19.8%	18.0%	19.6%	18.4%	18.5%	19.0%	19.2%	19.3%	18.0%	27.2%	23.0%	18.6%	18.9%
산업가스	25.3%	25.0%	23.2%	27.7%	29.4%	28.0%	30.4%	30.0%	29.5%	30.0%	31.5%	29.0%	22.0%	25.3%	29.5%	30.0%
전구체				-25.1%	18.6%	38.7%	48.4%	47.0%	46.0%	45.0%	44.0%	42.0%		-185.8%	44.8%	44.2%

12M Forward PER



Source: SK머티리얼즈, KTB투자증권

최근 5년 주가 및 영업이익 추이



Source: SK머티리얼즈, KTB투자증권

재무제표 K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	217.3	201.8	368.7	472.9	489.6
현금성자산	61.6	18.9	143.1	238.2	227.9
매출채권	76.8	90.6	105.5	108.9	122.0
재고자산	74.3	86.2	112.1	115.7	129.6
비유동자산	685.8	916.2	1,138.2	1,257.0	1,330.7
투자자산	17.4	24.6	9.3	9.7	10.1
유형자산	661.5	885.1	1,119.6	1,238.1	1,311.6
무형자산	6.9	6.6	9.3	9.2	9.0
자산총계	903.1	1,118.0	1,506.9	1,729.8	1,820.3
유동부채	283.6	336.5	532.9	664.5	649.2
매입채무	71.6	114.3	34.9	36.0	40.3
유동성이자부채	167.7	179.4	454.8	584.8	564.8
비유동부채	182.4	373.3	570.5	570.8	571.1
비유동이자부채	150.1	351.9	564.0	564.0	564.0
부채총계	466.0	709.9	1,103.4	1,235.3	1,220.3
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	34.2	34.2	34.2	34.2	34.2
이익잉여금	382.6	446.1	525.2	616.2	721.7
자본조정	(0.7)	(99.9)	(185.0)	(185.0)	(185.0)
자기주식	(1.4)	(96.2)	(189.9)	(189.9)	(189.9)
자본총계	437.1	408.1	403.5	494.6	600.0
투자손익	693.3	909.8	1,279.0	1,405.0	1,500.8
순차입금	256.2	512.5	875.6	910.5	900.8
ROA	14.1	10.3	9.4	8.5	8.8
ROE	27.7	25.8	32.4	32.2	29.7
ROIC	19.7	14.3	12.8	11.8	12.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	165.4	148.8	206.6	236.5	254.3
당기순이익	110.5	104.1	124.0	137.0	155.4
자산상각비	67.5	75.1	93.2	113.6	128.6
운전자본증감	(25.4)	(33.7)	(7.3)	(7.5)	(22.3)
매출채권감소(증가)	(5.5)	(15.1)	(22.0)	(3.4)	(13.1)
재고자산감소(증가)	(15.7)	(14.0)	(25.2)	(3.6)	(13.9)
매입채무증감(감소)	3.6	7.7	6.7	1.1	4.3
투자현금	(207.6)	(270.7)	(328.8)	(232.5)	(202.5)
단기투자자산감소	1.2	(1.3)	5.5	(0.1)	(0.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(125.4)	(260.7)	(342.0)	(230.0)	(200.0)
유무형자산감소	(3.2)	0.5	2.7	(2.0)	(2.0)
재무현금	60.4	81.8	243.2	91.0	(62.2)
차입금증가	88.1	209.6	404.4	130.0	(20.0)
자본증가	(29.8)	(37.4)	(35.6)	(39.0)	(42.2)
배당금지급	29.8	37.4	35.6	39.0	42.2
현금 증감	18.8	(41.6)	121.4	94.9	(10.4)
총현금 흐름	225.4	227.1	259.2	244.0	276.6
(-) 운전자본증가(감소)	(11.5)	(14.1)	121.7	7.5	22.3
(-) 설비투자	125.4	260.7	342.0	230.0	200.0
(+) 자산매각	(3.2)	0.5	2.7	(2.0)	(2.0)
Free Cash Flow	(7.6)	(77.4)	(76.9)	4.0	51.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(7.6)	(77.4)	(76.9)	4.0	51.7

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출	461.4	512.3	680.7	765.3	857.2
증가율 (Y-Y,%)	36.5	11.0	32.9	12.4	12.0
영업이익	154.1	147.7	180.4	210.8	236.1
증가율 (Y-Y,%)	36.6	(4.2)	22.2	16.8	12.0
EBITDA	221.5	222.8	273.6	324.4	364.8
영업외손익	(13.7)	(13.1)	(20.6)	(28.2)	(28.9)
순이자수익	(8.2)	(12.4)	(19.8)	(28.2)	(28.9)
외화관련손익	(2.2)	2.0	(0.2)	0.0	0.0
지분법손익	(5.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	140.3	134.5	159.8	182.6	207.3
당기순이익	110.5	104.1	124.0	137.0	155.4
지배기업당기순이익	108.6	101.9	114.6	130.1	147.7
증가율 (Y-Y,%)	67.0	(5.8)	19.1	10.5	13.5
NOPLAT	121.3	114.2	139.9	158.1	177.1
(+) Dep	67.5	75.1	93.2	113.6	128.6
(-) 운전자본투자	(11.5)	(14.1)	121.7	7.5	22.3
(-) Capex	125.4	260.7	342.0	230.0	200.0
OpFCF	74.8	(57.2)	(230.6)	34.2	83.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출증가율(3Yr)	34.2	34.3	26.3	18.4	18.7
영업이익증가율(3Yr)	177.2	77.5	16.9	11.0	16.9
EBITDA증가율(3Yr)	52.4	42.9	17.5	13.6	17.9
순이익증가율(3Yr)	579.7	97.1	23.3	7.4	14.3
영업이익률(%)	33.4	28.8	26.5	27.5	27.6
EBITDA마진(%)	48.0	43.5	40.2	42.4	42.6
순이익률(%)	23.9	20.3	18.2	17.9	18.1

주요투자지표

(단위:원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	10,299	9,660	10,866	12,335	14,000
BPS	39,288	35,945	35,116	43,755	53,774
DPS	3,550	3,550	3,700	4,000	4,300
Multiples(x, %)					
PER	17.4	18.6	14.3	12.6	11.1
PBR	4.6	5.0	4.4	3.6	2.9
EV/ EBITDA	9.7	10.8	9.2	7.9	7.0
배당수익률	2.0	2.0	2.4	2.6	2.8
PCR	8.4	8.4	6.3	6.7	5.9
PSR	4.1	3.7	2.4	2.1	1.9
재무건전성 (%)					
부채비율	106.6	173.9	273.5	249.8	203.4
Net debt/Equity	58.6	125.6	217.0	184.1	150.1
Net debt/EBITDA	115.7	230.0	320.0	280.7	247.0
유동비율	76.6	59.9	69.2	71.2	75.4
이자보상배율	18.9	11.9	9.1	7.5	8.2
이자비용/매출	2.2	2.5	3.0	3.7	3.4
자산구조					
투자자산(%)	89.8	95.4	89.3	85.0	86.3
현금+투자자산(%)	10.2	4.6	10.7	15.0	13.7
자본구조					
차입금(%)	42.1	56.6	71.6	69.9	65.3
자기자본(%)	57.9	43.4	28.4	30.1	34.7