원익QnC (074600)

미국 외국인투자심의위원회, 모멘티브 인수 승인

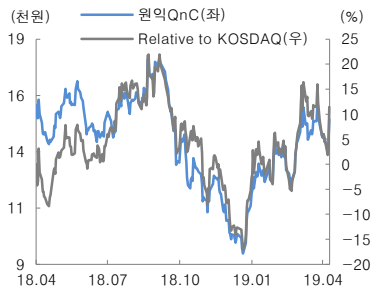
이수빈
subin.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	17,000 유지
현재주가 (19.04.24)	15,300
	반도체업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	757.82
시가총액	402십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	18,100원 / 9,100원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	6.73%
주요주주	원익홀딩스 외 2 인 40.54% 삼성액티브자산운용 5.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.5	15.5	15.0	4.4
상대수익률	-5.2	7.3	6.2	20.4



투자의견 매수 유지, 목표주가 17,000원 유지

- 언론보도에 따르면 KCC, 원익QnC, SJL파트너스 컨소시엄은 Momentive Performance Materials 인수 관련하여 미국 재무부 산하 외국인 투자 심의위원회로부터 승인을 득함. 2024년까지 쿼츠 사업부 법인은 홍콩 증시에, 실리콘 사업부 법인은 미국 증시에 상장하는 계획을 가지고 있음
- 4월 내로 컨소시엄이 인수를 완료하면 쿼츠사업부와 실리콘사업부 인적분할이 상반기 내로 가능할 전망. 모멘티브 쿼츠사업부의 실적이 하반기부터는 원익QnC 연결 재무제표에 반영될 예정
- 원익QnC의 컨소시엄 지분은 4.5%, SJL파트너스는 50.0%, KCC는 45.5%. 인적분할 후 모멘티브 쿼츠사업부의 50%+1주는 원익QnC가, 잔여지분은 SJL파트너스 보유 예정
- 기존 모멘티브 주주들에게 제공하는 합병 대가는 주당 $32.5. 순부채 추가하여 산출한 기업가치는 2,808백만달러. 쿼츠 사업부의 기업가치는 10% 해당하는 281백만달러
- 앞서 원익QnC는 4월 12일 원익홀딩스의 지분 21% 처분하며 현금 309.7십억원 확보. 금융기관과 2021년 4월 12일까지 기준가격 5천원으로 중간 정산하는 파생계약상품 체결하여 2분기부터 파생평가손익 발생할 예정

2019년 하반기부터 연결로 모멘티브 쿼츠사업부 실적 반영될 예정

- 모멘티브 쿼츠사업부 2018년 연간 매출 210백만달러(+4% yoy), EBIT 21백만달러(+31% yoy), EBITDA 45백달러(+13% yoy) 기록
- 모멘티브 쿼츠사업부는 콜로라도 광산기업 Unimin으로부터 석영 원석을 공급받아 녹인 후 석영 결정체를 추출하여 튜브, 실린더 등 기본 원자재 형태로 가공해서 납품하는 사업. 동사와 유사한 비즈니스 모델을 보유하고 있는 경쟁사는 일본의 Tosoh, SinEtsu, 독일의 Heraeus사 등 종합 소재 기업. 모멘티브 쿼츠사업부의 시장점유율은 약 25%로 추정
- 원익QnC 기존 쿼츠사업부는 모멘티브로부터 원재료를 공급받고 있으며 이번 인수를 통해 수직계열화 가능할 전망. 원익 QnC의 원가 중 원재료 비중은 약 40%. 인수 후 모멘티브 가동률이 상승하며 수익성 개선될 것으로 전망
- 인수대금은 원익QnC의 추가차입(약 243억원)과 모멘티브 쿼츠사업부 신설법인의 추가차입(약 1,800억원)으로 마련할 전망
- 2019년 연간 기준 모멘티브 쿼츠사업부의 실적이 온전히(상반기+하반기) 반영된다고 가정시 인수 후 원익QnC의 2019년 EPS(지배) 증가율은 23%로 추정. 인수가 완전히 완료되어 하반기 실적 반영이 확정되면 동사 밸류에이션에 적용할 예정

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원 , %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	197	266	305	341	371
영업이익	30	41	48	50	67
세전순이익	37	51	58	59	76
총당기순이익	29	38	43	45	57
지배지분순이익	29	39	45	46	59
EPS	1,100	1,493	1,699	1,751	2,250
PER	15.0	6.7	9.0	8.7	6.8
BPS	6,503	7,993	9,689	11,438	13,685
PBR	2.5	1.3	1.6	1.3	1.1
ROE	18.1	20.6	19.2	16.6	17.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출. 자료: 원익QnC, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 모멘티브 쿼츠사업부 인수 후 원익 QnC 예상 EPS 증가율 추정

모멘티브 실적 (백만달러)	2018	2019E	
EBITDA	401	497	2019 년 추정치는 매각결정시 공시한 전망치 사용
실리콘 사업부	393	487	
쿼츠 사업부	45	56	연결조정 값 표기 안함
EBIT	242	382	19 년 CAPEX 전망치에 18 년 감가상각비/CAPEX 비중 적용
실리콘 사업부	258	346	
쿼츠 사업부	21	31	
NOPLAT	172	331	EBIT*(1-과거 3 년 평균 유효법인세율 29%)
실리콘 사업부	183	246	
쿼츠 사업부	15	22	

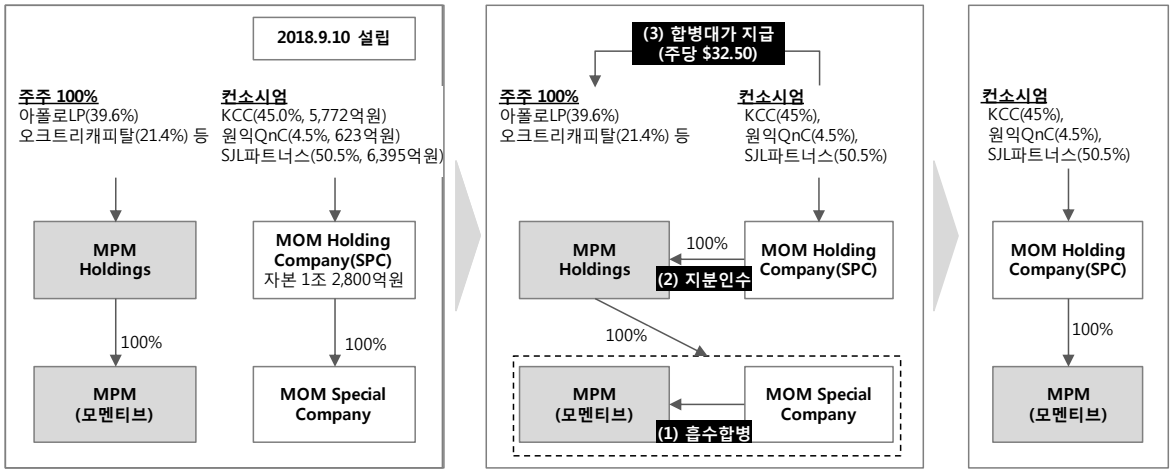
모멘티브 기업가치 (백만달러)		
주당 합병대가	$32.5	
MPM Holdings 주식 수(백만주)	48,122	
시장가치	1,564	
+ 순부채	1,244	
기업가치 (Enterprise Value)	2,808	
실리콘 사업부 EV	2,519	
쿼츠 사업부 EV	288	
EV/EBITDA FY 2018	7.00	

원익 QnC 및 모멘티브 쿼츠 사업부 투자금액, 예상 차입금, 이자비용 증가 (단위: 십억원)		
원익 QnC		
컨소시엄 지분	4.5%	
투자금액	62	
- 확보자금	38	원익홀딩스 지분 21% 매각 등
추가 필요 차입금	24	부채 증가
추가 발생 예상 이자비용	0.5	2% 적용
모멘티브 쿼츠사업부 신설 법인		
원익 QnC 의 모멘티브 쿼츠사업부 지분	50%+1 주	
모멘티브 쿼츠사업부 가치	320	쿼츠사업부 EV 에 KRW/USD=1,110 적용
- 원익 QnC + SJL 파트너스 투자금액	125	각각 약 600 억원
모멘티브 쿼츠사업부 추가 필요 차입금	196	
모멘티브 쿼츠사업부 이자비용	3.9	2% 적용

EPS 증가율	2018	2019E	
원익 QnC 지배주주순이익	39.2	44.7	
+ 원익 QnC 추가차입금 이자비용 증가	0.5	0.5	
+ MPM Quartz 지배주주순이익 증가	6.1	10.0	(모멘티브 쿼츠사업부 NOPLAT - 추가차입금 이자비용)*지분율
인수 후 예상 원익 QnC 지배주주순이익	45.8	55.1	
EPS(지배) 증가율	**17%**	**23%**	

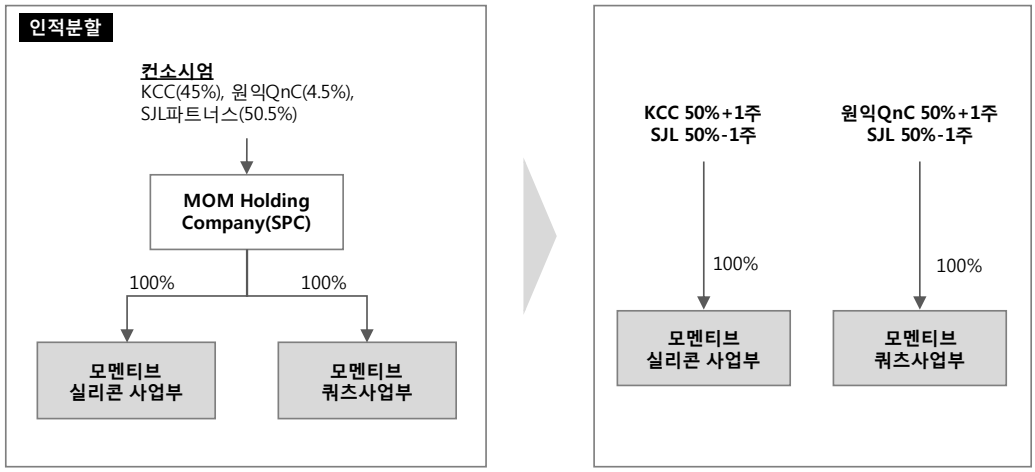
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 2018 년 9 월 13 일 MOM Holding Co., MOM Special Co., MPM Holdings 는 합병계약 체결



자료: Momentive, 원익QnC, KCC, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 모멘티브 인적분할 후, 원익 QnC 는 쿼츠사업부를 KCC 는 실리콘 사업부를 인수할 예정



자료: Momentive, 원익QnC, KCC, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. Momentive Performance Materials 실적 (단위: 백만달러)

USD Million	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	2017	2018	2019F
매출	**544**	**594**	**594**	**599**	**657**	**704**	**687**	**657**	**2,331**	**2,705**	**2,901**
실리콘 사업부	495	542	543	549	605	649	634	607	2,129	2,495	2,676
쿼츠 사업부	49	52	51	50	52	55	53	50	202	210	225
yoy%	1%	1%	5%	10%	21%	19%	16%	10%	4%	16%	7%
실리콘 사업부	-1%	1%	4%	10%	22%	20%	17%	11%	3%	17%	7%
쿼츠 사업부	36%	11%	19%	9%	6%	6%	4%	0%	17%	4%	7%
비중 %											
실리콘 사업부	91%	91%	91%	92%	92%	92%	92%	92%	91%	92%	92%
쿼츠 사업부	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	8%
EBIT	**32**	**37**	**25**	**46**	**54**	**74**	**62**	**52**	**140**	**242**	**331**
실리콘 사업부	39	44	30	51	61	79	64	54	163	258	346
쿼츠 사업부	1.1	4.2	6.5	4.2	3.0	6.0	7.0	5.1	16	21	31
연결조정	-8.0	-11.0	-11.0	-9.0	-10.0	-11.0	-9.0	-7.0	-39	-37	-46
yoy%		54%	32%	318%	69%	100%	148%	13%	159%	73%	37%
실리콘 사업부	167%	27%	4%	118%	57%	81%	117%	6%	61%	58%	34%
쿼츠 사업부	-119%	-825%	-523%	-424%	175%	41%	8%	21%	-278%	31%	46%
EBIT/매출 %	6%	6%	4%	8%	8%	11%	9%	8%	6%	9%	11%
실리콘 사업부	8%	8%	5%	9%	10%	12%	10%	9%	8%	10%	13%
쿼츠 사업부	2%	8%	13%	8%	6%	11%	13%	10%	8%	10%	14%
EBITDA	**70**	**74**	**67**	**83**	**94**	**114**	**102**	**91**	**294**	**401**	**497**
실리콘 사업부	71	75	65	82	95	113	98	87	293	393	487
쿼츠 사업부	7	10	13	10	9	12	13	11	40	45	56
연결조정	-8	-11	-11	-9	-10	-11	-9	-7	-39	-37	-46
yoy%	67%	12%	0%	30%	34%	54%	52%	10%	23%	36%	24%
실리콘 사업부	42%	7%	-6%	21%	34%	51%	51%	6%	14%	34%	24%
쿼츠 사업부	600%	67%	117%	43%	29%	20%	0%	10%	100%	13%	24%
연결조정	-11%	10%	38%	-18%	25%	0%	-18%	-22%	3%	-5%	24%
EBITDA Margin %	13%	12%	11%	14%	14%	16%	15%	14%	13%	15%	17%
실리콘 사업부	14%	14%	12%	15%	16%	17%	15%	14%	14%	16%	18%
쿼츠 사업부	14%	19%	25%	20%	17%	22%	25%	22%	20%	21%	25%
EBITDA Share %											
실리콘 사업부	101%	101%	97%	99%	101%	99%	96%	96%	88%	90%	90%
쿼츠 사업부	10%	14%	19%	12%	10%	11%	13%	12%	12%	10%	10%
연결조정	-11%	-15%	-16%	-11%	-11%	-10%	-9%	-8%			
감가상각비	38	37	42	37	40	40	40	39	154	159	166
실리콘 사업부	32	31	35	31	34	34	34	33	130	135	141
쿼츠 사업부	6	6	7	6	6	6	6	6	24	24	25
CAPEX	36	43	46	47	35	26	24	34	168	119	124
실리콘 사업부	33	39	42	43	31	23	21	30	152	106	110
쿼츠 사업부	3	4	4	4	4	3	3	4	16	13	14
D&A/CAPEX	106%	86%	91%	79%	114%	154%	167%	115%	92%	134%	134%
실리콘 사업부	98%	80%	85%	73%	109%	147%	159%	109%	86%	127%	127%
쿼츠 사업부	173%	141%	149%	129%	158%	213%	230%	158%	150%	185%	185%
순이익	-3.0	15.1	-3.1	-2	20.6	43.2	27.5	0.0	7	69.0	
순이익 %	-1%	3%	-1%	0%	3%	6%	4%	0%	5%	29%	

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 원익 QnC 사업부문별 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018F	2019F	2020F
매출	**59.3**	**67.2**	**67.8**	**68.9**	**69.6**	**75.5**	**77.7**	**77.6**	**263.3**	**300.5**	**329.9**
원익큐엔씨	54.0	61.2	61.2	62.8	63.7	68.8	70.1	70.5	239.1	273.1	299.5
쿼츠	41.8	49.6	49.7	51.9	51.3	56.6	57.8	58.4	193.0	224.2	246.2
세라믹	6.3	5.4	4.2	4.6	5.3	4.9	3.9	4.8	20.5	18.9	20.3
세정	5.5	5.8	6.9	6.1	6.7	6.9	8.1	7.1	24.3	28.8	32.1
램프	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	1.4	1.2	1.0
나노윈		6.0	6.7	6.2	5.9	6.7	7.6	7.1	24.1	27.4	30.4
매출원가	41.8	46.8	48.3	48.9	49.5	54.0	55.0	55.0	185.7	213.5	234.5
판매관리비	6.9	7.5	8.1	12.0	8.8	7.6	7.4	11.7	34.5	35.5	37.3
영업이익	**10.6**	**12.9**	**11.4**	**8.0**	**11.3**	**14.0**	**15.3**	**10.9**	**43.0**	**51.4**	**58.2**
영업이익률(%)	17.9%	19.2%	16.8%	11.7%	16.2%	18.5%	19.6%	14.1%	16.3%	17.1%	17.6%

자료: 원익 QnC, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	197	266	305	341	371
매출원가	140	188	217	242	260
매출총이익	57	78	88	99	111
판매비와관리비	27	37	40	49	45
영업이익	30	41	48	50	67
영업이익률	15.0	15.4	15.8	14.7	18.0
EBITDA	36	48	55	57	74
영업외손익	7	10	10	10	10
관계기업손익	9	9	9	9	9
금융수익	1	0	0	0	0
외환관련이익	1	1	1	1	1
금융비용	-1	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-2	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	37	51	58	59	76
법인세비용	-7	-13	-14	-15	-19
계속사업순손익	29	38	43	45	57
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	29	38	43	45	57
당기순이익률	14.9	14.3	14.2	13.1	15.4
비지배지분순이익	0	-1	-1	-1	-2
지배지분순이익	29	39	45	46	59
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	26	37	43	44	57
비지배지분포괄이익	0	-1	-1	-1	-2
지배지분포괄이익	26	38	44	46	59

재무상태표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	83	160	226	304	397
현금및현금성자산	19	75	129	195	278
매출채권 및 기타채권	22	29	33	37	40
재고자산	41	55	63	70	77
기타유동자산	2	2	2	2	2
비유동자산	174	143	112	81	51
유형자산	99	98	98	97	97
관계기업투자금	63	33	3	-27	-57
기타비유동자산	12	12	11	11	10
자산총계	257	304	339	386	447
유동부채	48	55	48	47	47
매입채무 및 기타채무	21	24	26	28	29
차입금	11	11	11	11	11
유동성채무	3	13	4	2	0
기타유동부채	14	7	7	7	7
비유동부채	27	26	21	20	20
차입금	13	12	6	5	4
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	14	15	15	15	16
부채총계	76	81	69	67	66
지배지분	171	210	255	301	360
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	10	10	10	10	10
이익잉여금	149	189	233	279	338
기타자본변동	-1	-1	-1	-1	-2
비지배지분	10	12	15	18	21
자본총계	181	222	270	318	381
순차입금	8	-40	-108	-179	-264

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,100	1,493	1,699	1,751	2,250
PER	15.0	6.7	9.0	8.7	6.8
BPS	6,503	7,993	9,689	11,438	13,685
PBR	2.5	1.3	1.6	1.3	1.1
EBITDAPS	1,388	1,828	2,090	2,155	2,796
EV/EBITDA	12.4	4.9	5.6	4.3	2.2
SPS	7,504	10,136	11,607	12,961	14,127
PSR	2.2	1.0	1.2	1.1	1.0
CFPS	1,479	1,954	2,216	2,280	2,921
DPS	0	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	42.0	35.1	14.5	11.7	9.0
영업이익 증가율	64.5	38.9	17.0	3.7	33.9
순이익 증가율	-33.6	29.4	13.8	3.1	28.5
수익성					
ROIC	18.5	19.8	21.0	20.7	26.5
ROA	12.3	14.7	15.0	13.8	16.1
ROE	18.1	20.6	19.2	16.6	17.9
안정성					
부채비율	41.9	36.4	25.6	21.1	17.5
순차입금비율	4.2	-18.1	-40.2	-56.1	-69.3
이자보상배율	56.8	0.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	19	18	31	33	47
당기순이익	29	38	43	45	57
비현금항목의 가감	9	13	15	15	19
감가상각비	7	7	7	7	7
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	6	8	8	13
자산부채의 증감	-12	-21	-13	-12	-11
기타현금흐름	-8	-13	-14	-15	-19
투자활동 현금흐름	-11	24	24	24	24
투자자산	29	30	30	30	30
유형자산					-38
기타	-2	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	3	8	-14	-4	-3
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	3	-1	-5	-2	-1
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	10	-9	-2	-2
현금의 증감	10	56	54	66	83
기초 현금	9	19	75	129	195
기말 현금	19	75	129	195	278
NOPLAT	24	31	36	37	50
FCF	-9	32	37	38	51

자료: 원익 QnC, 대신증권 Research&Strategy 본부

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)

[Compliance Notice]

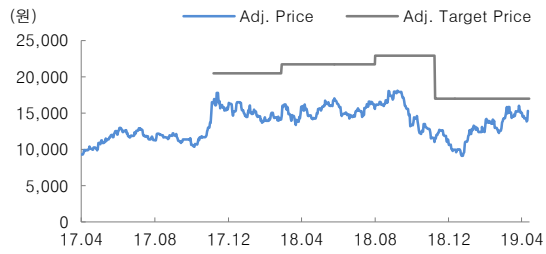
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이수빈)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

원익QnC(074600) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	19.04.25	18.11.21	18.08.14	18.03.12	17.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	17,000	17,000	22,900	21,700	20,500
괴리율(평균,%)		(24.29)	(34.50)	(29.51)	(25.91)
괴리율(최대/최소,%)		(5.88)	(20.96)	(21.43)	(13.17)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
괴리율(평균,%)					
괴리율(최대/최소,%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190106)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.4%	8.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상