반도체 소재

산업이슈

2019. 02. 13

밸류에이션 점검: 소재는 억울해

Comment

IT소재 업체 밸류에이션 수준은 적절한가?: 반도체와 디스플레이를 전방 산업으로 두고 있는 IT소재 업체들의 펀더멘탈은 견고하지만, 밸류에이션 지표는 하락하고 있다. 이는 국내 고객사, 특히 반도체 업황과 실적 불확실성에 크게 기인한다고 판단한다. 소재 업체들은 높은 이익 성장 가시성을 지니고 있다고 판단되며 1) 반도체 고객사의 12개월 선행 (blended fwd) EPS 추정치가 크게 하락하고 있는 상황에서도 소재 업체들의 추정치는 상승하고 있으며, 2) IT장비업체들의 멀티플 확대로 소재 업체의 밸류에이션 프리미엄이 크게 축소되고, 3) 현재 소재 업체들의 밸류에이션 수준이 과거 평균 대비 현저히 낮은 상황인 점을 고려할 필요가 있다.

반도체 downcycle, 소재 업체는 이익 성장: 현재 반도체 전방산업에 대한 우려 중 하나는 메모리 반도체 downcycle 진입이다. 하지만 이런 상황에서도 반도체 소재 업체들의 YoY 실적 성장 기조가 유지될 것으로 판단된다. 고객사의 bit growth가 크게 하락한 4Q18에도 소재 업체들은 전반적인 출하량 성장세를 유지했다. 식각/세정 관련 특수가스, 프리커서 등 미세화, 3D NAND 단수 증가와 관련된 소재 시장은 커지고 있기 때문이다. 18년 하반기부터 삼성전자과 SK하이닉스의 12개월 blended fwd EPS 추정치는 각각 -36%, -48% 하락한 반면 소재 업체들의 추정치는 5~15% 상승했다. 소재 업체들의 펀더멘탈은 견고하다.

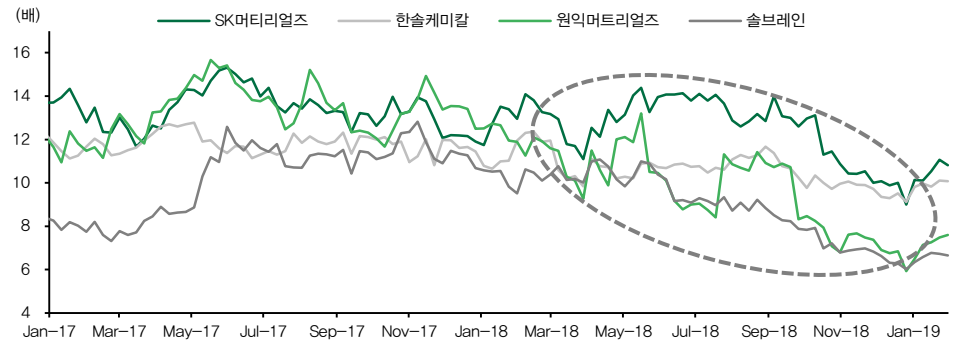
Action

상대적인 밸류에이션 매력도 증가: 소재 업체들의 견고한 펀더멘탈 대비 낮은 밸류에이션 수준으로 인해 소재 업체들의 상대적인 밸류에이션 매력도는 최근 증가했다고 판단된다. 고객사인 삼성전자와 SK하이닉스의 19년 PER (시장 추정 EPS 기준)은 19년 초 6.6배와 3.9배에서 최근 10.0배, 7.0배까지 상승했다. 시장 추정치와 주가의 반대되는 움직임으로, 해석의 여지는 있지만 일단 현재 보여지는 밸류에이션 수준은 그렇다. 조금 다른 관점에서, 최근 반도체/디스플레이 장비 업체들은 투자 기대감으로 인해 멀티플이 크게 확대되었으며, 이로 인해 소재 업체들이 받고 있던 밸류에이션 프리미엄은 크게 축소되었다. IT 전반의 멀티플 확대 구간에서, 이익 성장 가시성이 높은 소재 업체들은 소외되어 과거 3년 평균 멀티플 대비 20~40% 낮은 구간에 머물고 있는 점은 소재 업체 투자에 있어 기회 요인이 될 수 있다.

SK머티리얼즈, 한솔케미칼 BUY: SK머티리얼즈는 3D NAND로 인해 사용량이 크게 증가하는 WF6 판매량 상승과 신규 프리커서 제품 판매 증가로 인한 SK트리켐 매출 성장을 통해 1Q19를 저점으로 계단식 실적 성장이 전망된다. 이슈가 되었던 원재료 가격은 최근 안정화 되고 있으며 추가적인 M&A와 2차전지 소재를 포함한 포트폴리오 다변화 가능성은 밸류에이션 프리미엄 요소로 판단된다. 한솔케미칼은 국내와 중국의 과산화수소 증설 물량으로 인해 높은 매출 성장 가시성을 보유하고 있으며, DIPAS와 BDEAS 프리커서의 높은 실적 성장이 기대된다. 삼성디스플레이의 QD-OLED 투자와 관련하여 국내 소재 업체 중 최대 수혜가 전망되며, 퀀텀닷 소재 판매량 증가는 중장기적인 매출 성장을 견인할 것이다.

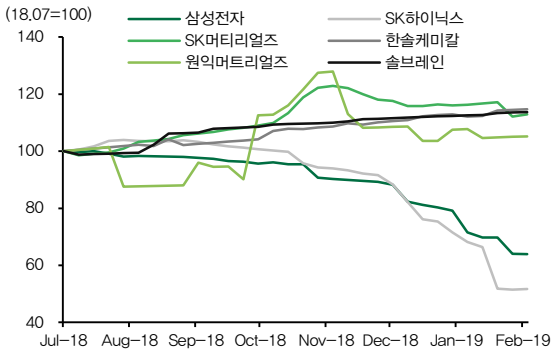
Analyst 권휼 02 369 3713 hmkwon86@db-fi.com

도표 1. 반도체 소재 업체 12m blended fwd PER 추이 (시장 추정 EPS 기준)



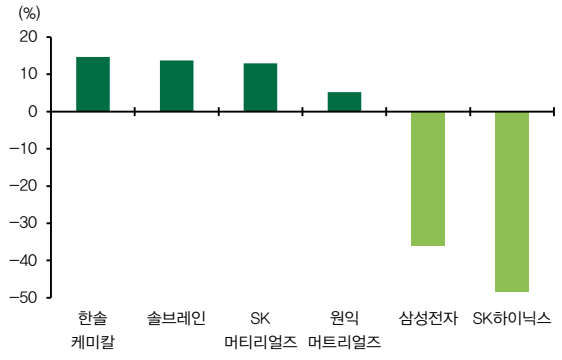
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 2. 서로 다른 방향성을 보이는 EPS 추정치



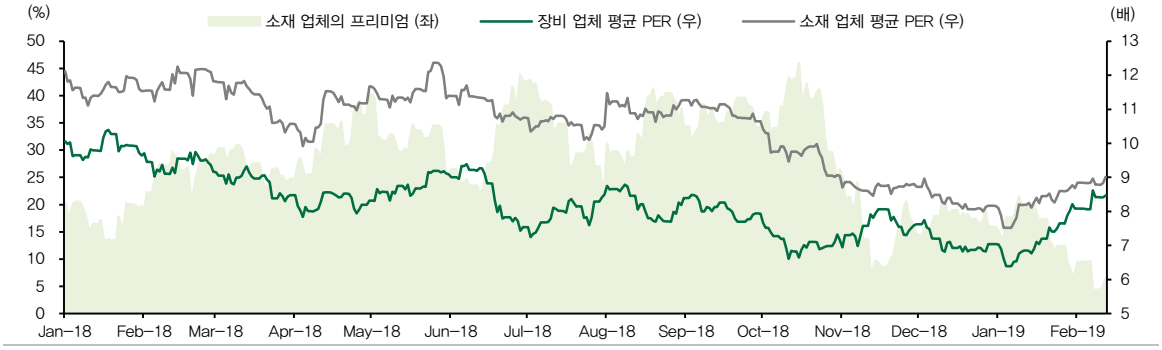
자료: Bloomberg, DB금융투자 주: Bloomberg 12m blended fwd EPS 기준

도표 3. 반도체는 추정치 하락, 소재는 상승 (18년 7월 대비)



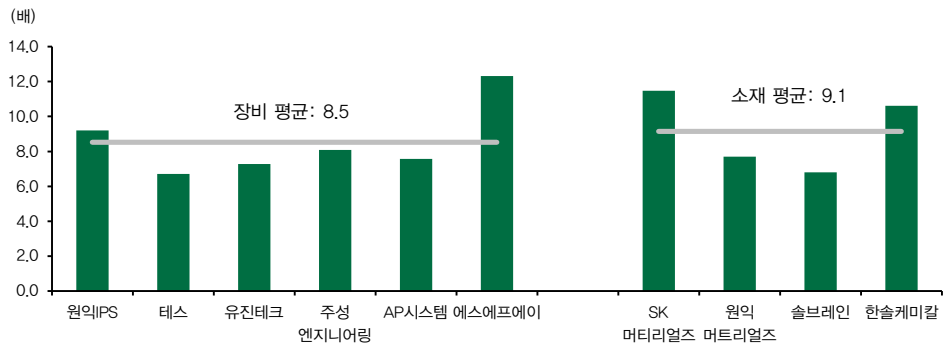
자료: Bloomberg, DB금융투자 주: Bloomberg 12m blended fwd EPS 기준

도표 4. IT 장비 업체 대비 소재 업체의 밸류에이션 프리미엄 급격히 하락



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 5. 주요 장비 평균 19년 PER 8.5배 vs. 소재 PER 9.1배로 거의 근접



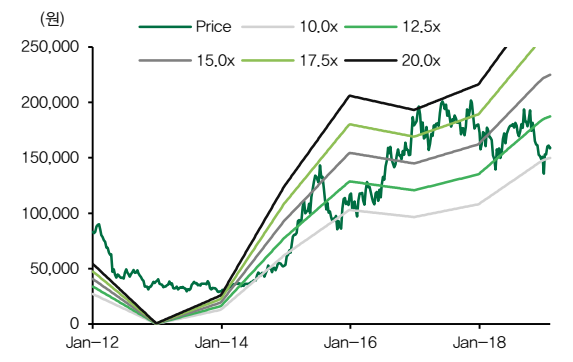
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 6. 과거 3년 평균 대비 소재 업체들 전반적인 저평가 수준

	과거 3개년 평균		19년		차이	
	PER	PBR	PER	PBR	PER	PBR
SK머티리얼즈	14.6	3.8	10.8	2.9	-26.6	-23.3
한솔케미칼	15.7	2.8	12.5	2.5	-20.8	-11.3
원익머트리얼즈	15.2	1.6	9.0	0.9	-40.8	-39.4
솔브레인	11.3	1.4	7.0	1.0	-37.6	-27.8

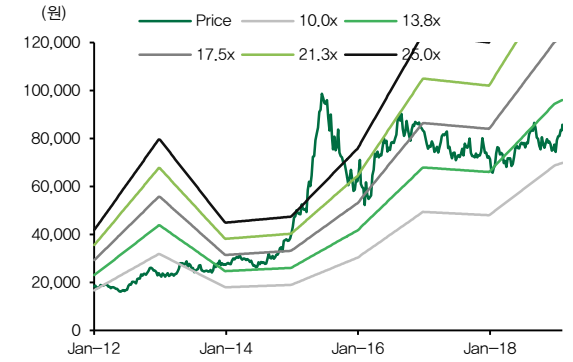
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 7. SK머티리얼즈 12개월 선행 PER 밴드



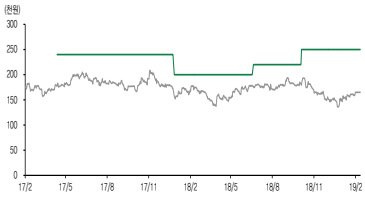
자료: Dataguide, DB금융투자

도표 8. 한솔케미칼 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, DB금융투자

SK머티리얼즈 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
17/04/24	Buy	240,000	-22.7	-13.0					
18/01/08	Buy	200,000	-18.7	-10.6					
18/07/02	Buy	220,000	-18.7	-11.9					
18/10/16	Buy	250,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경

한솔케미칼 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
18/10/16	Buy	100,000	-	-					

주: *표는 담당자 변경

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - **매수**(79.0%) **중립**(21.0%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만