



2020년 6월 18일 | Equity Research

반도체: SK 자회사인 SK실트론 기업가치 재조명

투자 의견	반도체 애널리스트 김경민, CFA	RA 김주연
Overweight	clairekm.kim@hanafn.com	kim_juyeon@hanafn.com

- SK바이오팜 상장을 계기로 차기 IPO 후보로 떠오른 SK실트론에 대해 투자자 관심 확대
- SK실트론은 반도체용 실리콘 웨이퍼 공급사이며 2017년에 SK그룹에 편입. 당시 SK실트론의 기업가치는 1.2조 원
- 향후 상장 시 시가총액은 4조 원 이상으로 추정. 2019년 순이익 2,139억 원에 P/E 20배 적용하여 산출. SK(주)의 지분율 51% 감안 시 SK실트론의 웨이퍼 사업에 대한 지분가치는 최소한 2조 원 이상
- 2020년 SK실트론 순이익은 2019년 대비 성장할 것으로 전망. 실적 개선이 가능한 이유는 2020년 한국 반도체 웨이퍼 수출이 1년 만에 드디어 플러스 성장으로 전환했기 때문. 전 세계적으로 반도체 웨이퍼 공급사들은 무역분쟁 시기에 웨이퍼 재고 소진에 힘쓰면서 반도체업종 내에서 다른 서플라이 체인 대비 늦은 속도로 실적 턴어라운드 국면 진입. 2020년에는 전방산업에서 5G 전환 수요, NAND 증설, 개별 칩 크기 확대 영향으로 웨이퍼 수요가 전년 대비 증가
- SK실트론 상장 시 P/E 20배 가치 인정 가능. SK실트론은 경쟁사들과 달리 선도적으로 화합물 웨이퍼 사업에 진출했기 때문에 글로벌 반도체 웨이퍼 경쟁사들의 평균 P/E(16.7배) 대비 높은 밸류에이션 적용 가능
- 화합물 웨이퍼는 3종으로 압축. SiC(실리콘 카바이드), GaN(질화갈륨), GaAs(갈륨비소) 계열이 5G 및 자율주행차용 반도체 생산에 적용, 진입 장벽 높음. 기존 실리콘(규소) 웨이퍼와 달리 6인치 이상 대구경(大口徑) 제조가 어렵기 때문
- 화합물 웨이퍼는 고전압, 고온과 같은 가혹한 환경에서 정상적으로 작동하는 반도체를 제조하기에 용이. 특히 고전압 환경에서 반도체의 특성(원할 때는 전류가 흐르고 원하지 않을 때는 전류가 흐르지 않는 성질)이 훼손되어 <원하지 않는 순간에도 전류가 흐르는 현상>이 발생할 수 있는데 화합물 웨이퍼로 만들어진 반도체는 상대적으로 원만하게 작동
- 이러한 반도체는 방산용, 산업용으로 일부 사용되다가 5G 도입과 mmWave 적용을 계기로 사용처가 급증
- SK실트론은 과감한 M&A를 통해 화합물 반도체 사업 진출. 미국 DuPont de Nemour의 자회사를 6,549억 원에 인수하기로 결정. 인수 규모는 2018년 연간 시설투자(6,654억 원) 규모에 맞먹을 정도로 대규모 M&A에 해당됨. 인수 대상 자회사가 비상장사이므로 재무제표가 공시되지 않았고 전방산업 규모가 제한적이라 인수 전에 대규모 매출이 실현되지 않았을 것으로 추정되지만, 5G 도입 시 수요가 폭발적으로 성장할 수 있는 분야이므로 기존사업(실리콘 웨이퍼)과 신규사업(화합물 웨이퍼)의 시너지가 기대됨
- 기존사업의 경쟁사 중에서 일본의 Sumco나 독일의 Siltronic은 보수적으로 사업을 전개. 따라서 글로벌 웨이퍼시장의 공급사 중에서 SK실트론이 신규사업(화합물 웨이퍼)에서 선제적으로 독보적 위치를 확보할 가능성이 높고, 이러한 전망이 P/E 20배, 시가총액 4조 원 이상을 정당화할 것으로 예상

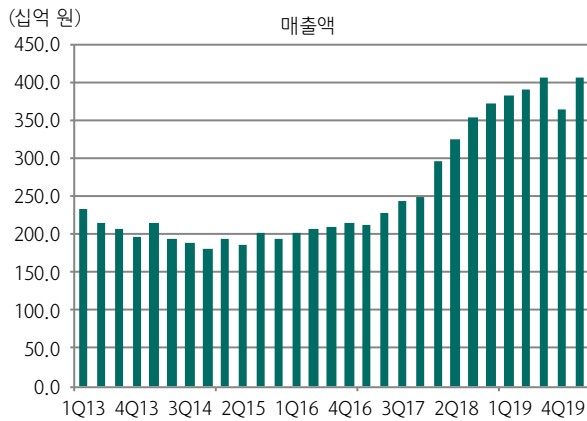
표 1. 글로벌 웨이퍼 공급사 비교

(단위: 원, 십억 원, 배)

Ticker	기업	종가	시총	매출	영업이익	순이익	P/E
4063 JT	신에츠화학	12,505.00	58,859	16,715.3	4,353.3	3,357.8	17.4
3436 JT	Sumco	1,600.00	5,263	3,343.0	486.3	325.2	16.2
6488 TT	Globalwafers	387.50	6,941	2,293.9	654.8	501.3	13.8
비상장	SK실트론	N/A	N/A	1,542.9	331.7	214.8	
WAF GR	질트로닉	90.12	3,695	1,604.0	254.8	193.8	19.2
평균				5099.8	1216.2	918.6	16.7

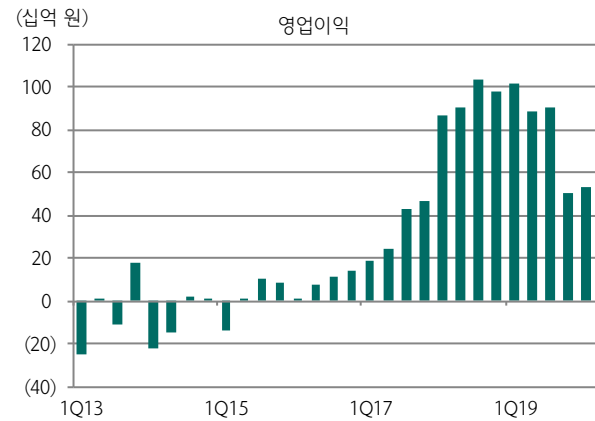
주: SK실트론은 2019년 실적 기준. 나머지 기업은 2020년 컨센서스 기준. 종가를 제외하고 모두 십억 원으로 환산
 자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 1. SK실트론의 매출액



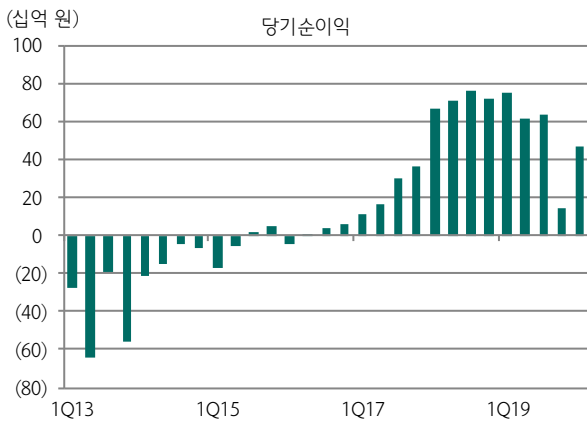
자료: 하나금융투자

그림 2. SK실트론의 영업이익(분기 기준)



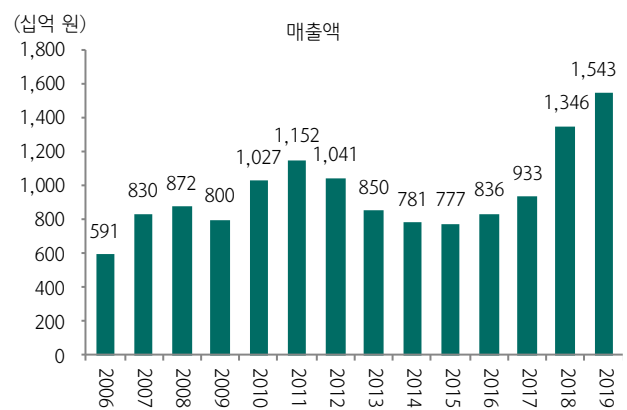
자료: 하나금융투자

그림 3. SK실트론의 순이익(분기 기준)



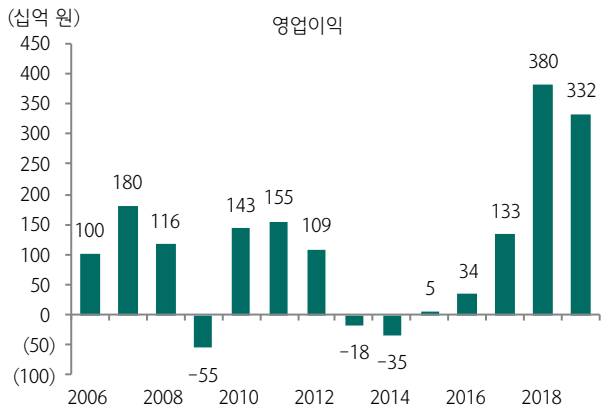
자료: 하나금융투자

그림 4. SK실트론의 매출액(연간 기준)



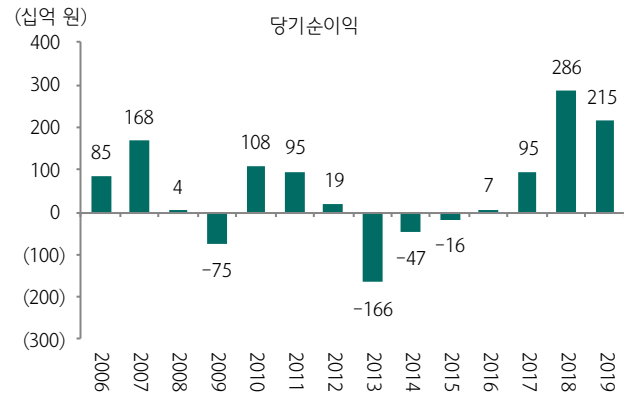
자료: 하나금융투자

그림 5. SK실트론의 영업이익(연간 기준)



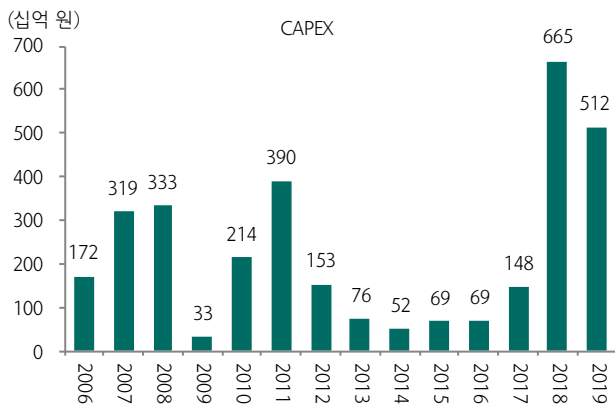
자료: 하나금융투자

그림 6. SK실트론의 순이익(연간 기준)



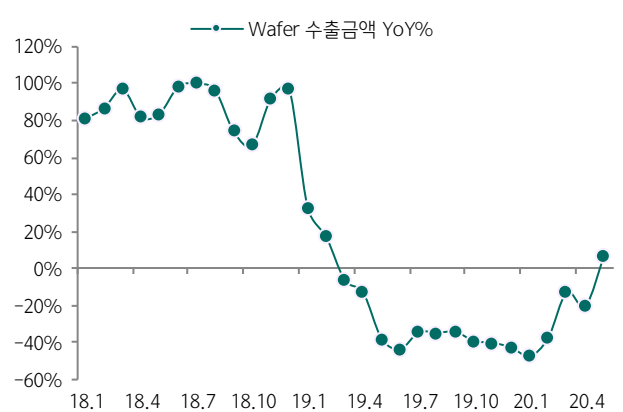
자료: 하나금융투자

그림 7. SK실트론의 CAPEX(연간 기준)



자료: 하나금융투자

그림 8. 한국 웨이퍼 수출금액(YoY)



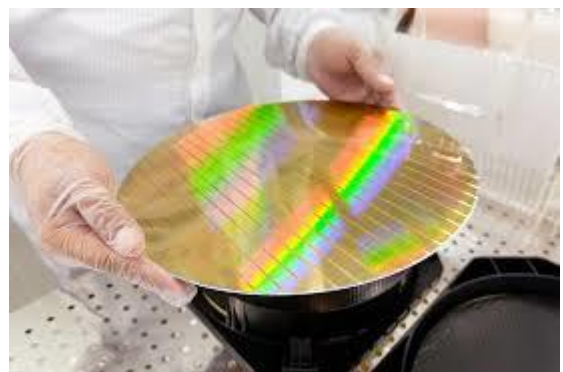
자료: 하나금융투자

그림 9. 신규사업(화합물 웨이퍼): 대구경 제조 어려워 진입장벽 높음



자료: eeneweurope.com, 하나금융투자

그림 10. 기존사업(실리콘 웨이퍼): 대구경 제조 가능



자료: teflon.com, 하나금융투자

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.1%	10.2%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2020년 06월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 06월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 06월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.