

원익머트리얼즈(104830)

목표주가 현실화

목표주가 36,000원에서 33,000원으로 하향 조정

목표주가를 하향 조정하는 이유는 최근 급락한 주가와 기존 목표주가의 괴리율이 커져 목표주가를 현실적인 수준으로 제시하기 위함이다. 따라서 2020년 순이익 추정치를 330억 원에서 299억 원으로 하향 조정하여, 이를 목표주가에 반영한다. 투자의견은 매수를 유지한다. (1) 2020년 영업이익 및 순이익이 전년 대비 증가할 가능성이 여전히 높고, (2) COVID-19로 인한 주가 조정으로 주가가 2019년 1월 초 수준까지 하락하고, 컨센서스 기준 2020년 P/E 밸류에이션 7.4배까지 하락해 지나치게 저평가되어 주가가 추가적으로 하락하기보다 반등할 가능성이 높기 때문이다.

2020년 매출 2,418억 원, 영업이익 398억 원, 순이익 299억 원 전망

기업 측의 가이드는 연결매출 2,400~2,500억 원, 영업이익률 14~15%(영업이익 336~375억 원)이다. 지난 번 [발간자료](#)에서 하나금융투자의 실적 추정치가 가이드스보다 높다고 언급한 바 있는데, 이번 자료에서 가이드스에 근접한 전망치를 반영해, 연결매출, 영업이익, 순이익 추정치를 <2,595억원, 438억 원, 330억 원>에서 각각 <2,418억 원, 398억 원, 299억 원>으로 하향 조정한다. 하향 조정폭은 각각 -6.8%, -9.1%, -9.4%이다. 하향 조정 후에도 영업이익 추정치는 398억 원으로 가이드스(영업이익 336~375억 원) 대비 높다. 이유는 2020년 영업이익률이 2019년 16.6% 대비 개선된 16.9%라고 가정하기 때문이다. 결론적으로 매출 추정치는 가이드스에 부합하게 하향 조정했으나, 영업이익/영업이익률은 가이드스보다 여전히 높다. 한편 분기별 실적 추정치 중에서 1분기 실적 추정치를 종전(매출 603억 원, 영업이익 84억 원)대로 유지한다. 전방산업에서 3D-NAND의 고단화가 예상대로 순조롭게 진행되고 있으며, 결과적으로 식각가스 수요가 견조해 1분기 실적 추정치를 하향 조정할 만한 근거가 부족하다. 결국 2분기부터 4분기까지의 실적 추정치를 하향 조정한다. (1) 1분기의 식각가스 출하가 견조한 이유 중에 COVID-19 영향으로 전방산업에서 재고 비축을 평소보다 공격적으로 전개해 가수요가 발생했다면, 하반기에 이러한 가수요가 둔화될 가능성이 있고, (2) 지난 번 [발간자료](#)에서 언급한 바와 같이 NAND 공정용 식각가스 시장에 원익머트리얼즈 외에 다른 공급사 2곳이 진입할 가능성이 남아 있기 때문이다.

Update

BUY

| TP(12M): 33,000원(하향) | CP(3월 17일): 19,200원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	504.51
52주 최고/최저(원)	30,350/19,100
시가총액(십억원)	240.8
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	12,608.0
60일 평균 거래량(천주)	99.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
19년 배당금(예상, 원)	150
19년 배당수익률(예상, %)	0.49
외국인지분율(%)	13.05
주요주주 지분율(%)	
원익홀딩스	45.69
국민연금공단	9.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(30.0) (22.4) (27.7)
상대	(4.5) (1.7) 7.3

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	223.0	253.8
영업이익(십억원)	37.0	40.9
순이익(십억원)	N/A	32.5
EPS(원)	2,459	2,574
BPS(원)	N/A	26,745

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.0	233.5	220.8	241.8	258.7
영업이익	십억원	32.9	42.2	36.0	39.8	43.9
세전이익	십억원	23.6	50.6	35.6	37.4	41.3
순이익	십억원	20.4	42.1	28.1	29.9	33.1
EPS	원	1,627	3,336	2,230	2,369	2,624
증감률	%	30.1	105.0	(33.2)	6.2	10.8
PER	배	21.35	6.52	13.61	8.06	7.28
PBR	배	1.86	0.98	1.25	0.72	0.66
EV/EBITDA	배	8.60	3.99	6.47	3.33	2.81
ROE	%	9.06	16.27	9.58	9.33	9.46
BPS	원	18,711	22,285	24,284	26,503	28,966
DPS	원	0	200	150	160	180



Analyst 김경민, CFA
02-3771-3398
dairekm.kim@hanafn.com

RA 김주연
02-3771-7775
kim_juyeon@hanafn.com

표 1. 원익머트리얼즈의 실적 추정(변경 이후)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
매출(연결)	51.7	50.3	60.3	58.6	60.3	61.0	62.1	58.4	203.0	233.5	220.8	241.8
매출(별도)	51.1	47.7	62.8	60.3	60.6	61.5	63.4	59.3	193.2	224.3	221.8	244.8
영업이익(연결)	7.0	9.5	11.8	7.8	8.4	11.5	12.1	7.8	32.9	42.2	36.1	39.8
영업이익률%(연결)	13.6%	18.8%	19.5%	13.3%	14.0%	18.8%	19.5%	13.3%	16.2%	18.1%	16.3%	16.5%
영업이익(별도)	8.0	7.5	10.8	10.6	8.6	11.4	12.6	8.6	35.7	45.5	36.8	41.3
영업이익률%(별도)	15.6%	15.7%	17.1%	17.6%	14.2%	18.6%	19.9%	14.5%	18.5%	20.3%	16.6%	16.9%
법인세비용차감전계속사업이익(연결)	7.4	8.6	11.3	8.3	7.8	10.9	11.5	7.2	23.6	50.6	35.6	37.4
EBT%(연결)	14.3%	17.2%	18.7%	14.2%	13.0%	17.8%	18.5%	12.3%	11.6%	21.7%	16.1%	15.5%
법인세(연결)	1.9	0.6	3.6	1.4	1.6	2.2	2.3	1.4	5.9	9.4	7.5	7.5
법인세율%(연결)	26.2%	7.1%	31.8%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	24.9%	18.5%	21.1%	20.0%
순이익(연결)	5.5	8.0	7.7	7.0	6.3	8.7	9.2	5.8	17.8	41.2	28.1	29.9
순이익률%(연결)	10.6%	15.9%	12.7%	11.9%	10.4%	14.3%	14.8%	9.9%	8.7%	17.7%	12.7%	12.4%

자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

표 2. 원익머트리얼즈의 실적 추정(변경 이전)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
매출(연결)	51.7	50.3	60.3	58.6	60.3	63.3	69.7	66.2	203.0	233.5	220.8	259.5
매출(별도)	51.1	47.7	62.8	60.3	60.6	63.9	71.1	67.2	193.2	224.3	221.9	262.8
영업이익(연결)	7.0	9.5	11.8	7.8	8.4	12.3	14.0	9.1	32.9	42.2	36.0	43.8
영업이익률%(연결)	13.6%	18.8%	19.5%	13.3%	14.0%	19.4%	20.1%	13.7%	16.2%	18.1%	16.3%	16.9%
영업이익(별도)	8.0	7.5	10.8	10.6	8.6	12.2	14.6	10.0	35.7	45.5	36.8	45.4
영업이익률%(별도)	15.6%	15.7%	17.1%	17.6%	14.2%	19.1%	20.5%	14.9%	18.5%	20.3%	16.6%	17.3%
법인세비용차감전계속사업이익(연결)	7.4	8.6	11.3	8.3	7.8	11.7	13.3	8.4	23.6	50.6	35.6	41.2
EBT%(연결)	14.3%	17.2%	18.7%	14.2%	13.0%	18.4%	19.1%	12.7%	11.6%	21.7%	16.1%	15.9%
법인세(연결)	1.9	0.6	3.6	1.4	1.6	2.3	2.7	1.7	5.9	9.4	7.5	8.2
법인세율%(연결)	26.2%	7.1%	31.8%	16.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	24.9%	18.5%	21.1%	20.0%
순이익(연결)	5.5	8.0	7.7	7.0	6.3	9.3	10.6	6.7	17.8	41.2	28.1	33.0
순이익률%(연결)	10.6%	15.9%	12.7%	11.9%	10.4%	14.7%	15.3%	10.2%	8.7%	17.7%	12.7%	12.7%

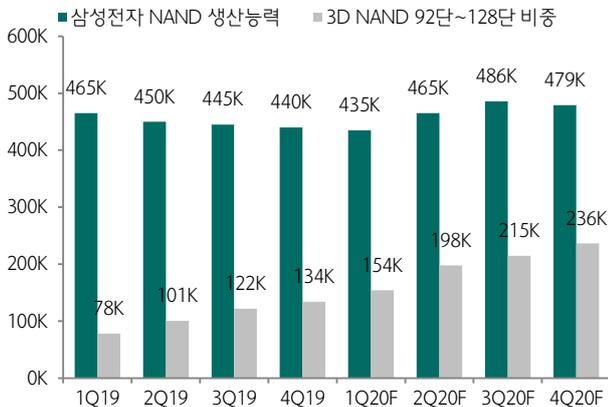
자료: 원익머트리얼즈, 하나금융투자

표 3. 삼성전자 NAND 생산라인, 96단 이상으로 고단화 지속

생산라인	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
Line 12	135K	120K	115K	110K	100K	100K	100K	100K
Line 16-1	60K	60K	55K	50K	50K	45K	40K	35K
Xian 1기	110K	110K	110K	110K	110K	110K	110K	110K
Xian 2기					5K	40K	66K	64K
Line 16-2	0K	0K	0K	0K	0K	0K	0K	0K
평택	160K	160K	165K	170K	170K	170K	170K	170K
삼성전자 NAND 생산능력	465K	450K	445K	440K	435K	465K	486K	479K
2D vs. 3D 비중	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
2D Capacity	145K	129K	123K	117K	111K	100K	111K	99K
3D Capacity	320K	321K	322K	323K	324K	365K	375K	380K
3D 비중	69%	71%	72%	73%	74%	78%	77%	79%
3D-NAND 단수별 비중	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
48단	11%	9%	5%	3%	0%	0%	0%	0%
64단	41%	40%	40%	40%	39%	36%	33%	30%
92단	17%	22%	27%	30%	31%	31%	31%	31%
128단	0%	0%	0%	0%	4%	11%	13%	18%

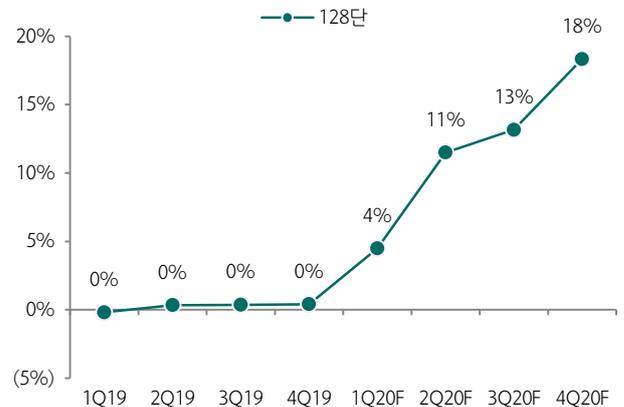
자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

그림 1-1. 삼성전자 NAND 생산능력 중에서 고단화 비중, 점차 증가



자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

그림 1-2. 2020년 4분기 128단 3D-NAND 비중, 18%까지 증가 전망



자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

그림 2-1. P/E 밴드(2015년~현재) FY1



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2-2. P/E 밴드(2015년~현재) FY2



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. 원익머트리얼즈의 시가총액 및 주가 추이와 주요 이벤트(2019~20년)



2019년 1월	반도체 대형주의 주가 반등 힘입어 중소형주(장비, 소재) 주가 동시 반등
2월	매출액 또는 손익구조 30% 이상 변동 공시. 4Q18 영업이익, 컨센서스 하회
3월	QD-OLED, 비메모리 수혜주로 부각되며 3월 중순에 주가 급등
4월	연결재무제표기준영업(잠정)실적(공정공시), 1Q19 실적, 컨센서스 하회
5월	미국 상무부의 화웨이 제재조치 시작. 수요 둔화 우려 지속
6월	6월 중순 도시바 정전. 전방산업(메모리)에서 전면적인 감산 우려 지속
7월	7월 첫째 주, 산케이신문, 일본 수출 규제 관련 기사 보도
8월	일본의 화이트리스트 이슈 부각. 원익머트리얼즈의 조달능력 부각 8/12, 주식 등의 대량 보유 상황 보고서 공시. FL Limited, 5.29% 지분 신고 8/14, 2Q19 영업이익, 컨센서스 상회. 일회성 요인 때문
9월	일본산 소재의 국산화 등의 이슈가 일단락되며 주가 변동폭 제한
10월	삼성전자 NAND 가동률 회복 기대감이 주가 견인. 3Q19 영업이익, 컨센서스 상회
11월	반도체 업황 턴어라운드 직전, 각 사의 IR 톤은 대부분 여전히 보수적
12월	DRAM 현물가격 상승 시작되어 메모리 반도체 턴어라운드 기대감 확산
2020년 1월	CF 계열 식각가스에 경쟁사 2곳 진입한다는 우려 때문에 원익머트리얼즈의 주가 하락
2월	2/24, 매출액 또는 손익구조 30% 이상 변동 공시. 매출 -5.4%, 영업이익 -14.5%, 순이익 -31.8%
3월	COVID-19 확산 우려로 주가 조정

자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

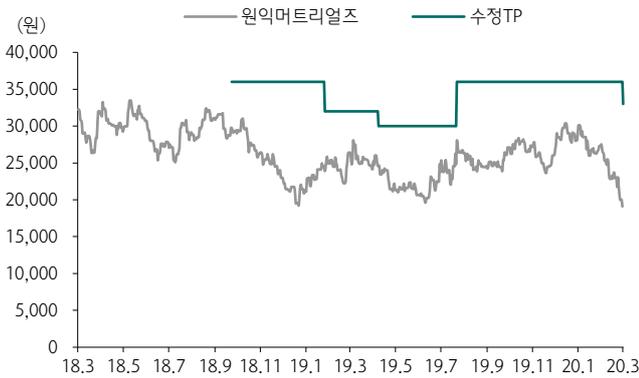
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	203.0	233.5	220.8	241.8	258.7
매출원가	134.3	151.0	147.9	163.0	173.5
매출총이익	68.7	82.5	72.9	78.8	85.2
판매비	35.9	40.3	36.9	38.9	41.3
영업이익	32.9	42.2	36.0	39.8	43.9
금융손익	0.9	3.6	(1.2)	(0.9)	(0.9)
중속/관계기업손익	(3.2)	3.9	(0.6)	0.0	0.0
기타영업외손익	(7.0)	0.9	1.4	(1.6)	(1.7)
세전이익	23.6	50.6	35.6	37.4	41.3
법인세	5.9	9.4	7.5	7.5	8.3
계속사업이익	17.8	41.2	28.1	29.9	33.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.8	41.2	28.1	29.9	33.1
비지배주주지분	(2.7)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
순이익					
지배주주순이익	20.4	42.1	28.1	29.9	33.1
지배주주지분포괄이익	18.8	41.9	29.6	29.9	33.1
NOPAT	24.7	34.3	28.4	31.8	35.1
EBITDA	48.4	61.4	56.9	63.1	69.1
성장성(%)					
매출액증가율	16.0	15.0	(5.4)	9.5	7.0
NOPAT증가율	34.2	38.9	(17.2)	12.0	10.4
EBITDA증가율	36.7	26.9	(7.3)	10.9	9.5
영업이익증가율	40.6	28.3	(14.7)	10.6	10.3
(지배주주)순이익증가율	31.6	106.4	(33.3)	6.4	10.7
EPS증가율	30.1	105.0	(33.2)	6.2	10.8
수익성(%)					
매출총이익률	33.8	35.3	33.0	32.6	32.9
EBITDA이익률	23.8	26.3	25.8	26.1	26.7
영업이익률	16.2	18.1	16.3	16.5	17.0
계속사업이익률	8.8	17.6	12.7	12.4	12.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,627	3,336	2,230	2,369	2,624
BPS	18,711	22,285	24,284	26,503	28,966
CFPS	3,970	5,063	4,618	4,878	5,345
EBITDAPS	3,858	4,872	4,511	5,004	5,480
SPS	16,190	18,517	17,516	19,178	20,517
DPS	0	200	150	160	180
주가지표(배)					
PER	21.4	6.5	13.6	8.1	7.3
PBR	1.9	1.0	1.2	0.7	0.7
PCFR	8.8	4.3	6.6	3.9	3.6
EV/EBITDA	8.6	4.0	6.5	3.3	2.8
PSR	2.1	1.2	1.7	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	9.1	16.3	9.6	9.3	9.5
ROA	7.5	14.1	8.4	8.0	8.2
ROIC	14.8	17.7	12.4	12.6	13.2
부채비율	15.6	12.1	17.0	15.5	14.6
순부채비율	(11.6)	(10.4)	(4.8)	(9.2)	(12.7)
이자보상배율(배)	111.0	228.5	60.1	43.4	47.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	72.7	83.1	89.1	105.0	124.0
금융자산	33.2	29.8	40.4	56.5	72.1
현금성자산	33.2	29.7	27.3	43.5	59.1
매출채권 등	13.7	26.6	24.3	24.2	25.9
재고자산	25.0	20.2	18.4	18.3	19.6
기타유동자산	0.8	6.5	6.0	6.0	6.4
비유동자산	206.9	232.0	269.0	281.0	294.6
투자자산	31.5	38.9	37.4	37.3	39.1
금융자산	7.2	1.0	0.9	0.9	1.0
유형자산	159.7	177.4	212.8	225.0	237.1
무형자산	3.0	3.9	5.1	4.9	4.7
기타비유동자산	12.7	11.8	13.7	13.8	13.7
자산총계	279.6	315.1	358.1	386.0	418.7
유동부채	34.6	31.8	49.3	49.2	50.8
금융부채	3.8	0.0	24.6	24.6	24.6
매입채무 등	25.3	24.4	22.3	22.2	23.8
기타비유동부채	5.5	7.4	2.4	2.4	2.4
비유동부채	3.2	2.3	2.6	2.6	2.7
금융부채	1.3	0.6	1.1	1.1	1.1
기타비유동부채	1.9	1.7	1.5	1.5	1.6
부채총계	37.8	34.1	51.9	51.8	53.5
지배주주지분	235.9	281.0	306.2	334.1	365.2
자본금	3.2	6.3	6.3	6.3	6.3
자본잉여금	68.7	65.8	65.8	65.8	65.8
자본조정	(0.9)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	165.0	210.7	235.1	263.0	294.1
비지배주주지분	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	241.8	281.0	306.2	334.1	365.2
순금융부채	(28.1)	(29.1)	(14.7)	(30.8)	(46.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	40.9	41.2	49.3	54.1	57.4
당기순이익	17.8	41.2	28.1	29.9	33.1
조정	28.0	14.9	17.2	24.1	26.0
감가상각비	15.5	19.3	20.8	23.3	25.2
외환거래손익	0.4	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	3.2	(3.9)	0.6	0.0	0.0
기타	8.9	(0.5)	(4.1)	0.8	0.8
영업활동 자산부채	(4.9)	(14.9)	4.0	0.1	(1.7)
변동					
투자활동 현금흐름	(32.2)	(45.9)	(73.6)	(35.2)	(38.8)
투자자산감소(증가)	2.7	(4.0)	3.3	0.1	(1.8)
유형자산감소(증가)	(44.3)	(50.0)	(58.4)	(35.3)	(37.1)
기타	9.4	8.1	(18.5)	(0.0)	0.1
재무활동 현금흐름	4.6	1.1	21.5	(2.8)	(3.0)
금융부채증가(감소)	(0.1)	(4.5)	25.0	0.0	(0.0)
자본증가(감소)	3.8	0.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.9	5.4	(1.0)	(0.9)	(1.0)
배당지급	0.0	0.0	(2.5)	(1.9)	(2.0)
현금의 증감	13.1	(3.5)	(2.4)	16.1	15.6
Unlevered CFO	49.8	63.8	58.2	61.5	67.4
Free Cash Flow	(3.5)	(9.0)	(9.6)	18.8	20.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

원익머트리얼즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.18	BUY	33,000		
19.8.8	BUY	36,000	-27.50%	-15.69%
19.4.25	BUY	30,000	-25.55%	-12.50%
19.2.12	BUY	32,000	-21.84%	-12.50%
18.10.10	BUY	36,000	-30.96%	-13.89%
18.10.5				-

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	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 03월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)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 03월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2020년 03월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.