

2013. 02. 13

Analysts

박재철 02) 3777-8495
jcpark@kbsec.co.kr이현호 02) 3777-8074
kingnun@kbsec.co.kr

삼성정밀화학 (004000)

Initiation

투자의견 (Initiate) **BUY**
목표주가 (Initiate) **75,000 (원)**

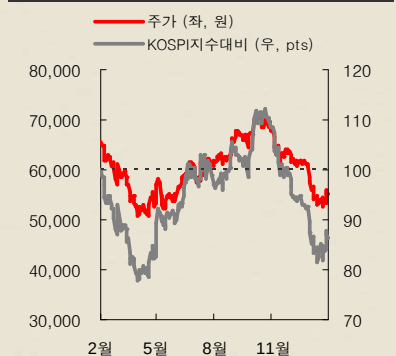
Upside / Downside (%)	35.9
현재가 (02/12, 원)	55,200
Consensus target price (원)	76,500
Difference from consensus (%)	(2.0)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	1,334	1,431	1,594	1,846
영업이익 (십억원)	75	56	80	134
순이익 (십억원)	73	73	79	124
EPS (원)	2,846	2,840	3,048	4,816
증감률 (%)	(13.8)	(0.2)	7.3	58.0
PER (X)	21.4	19.4	18.1	11.5
EV/EBITDA (X)	10.5	15.6	9.2	6.9
PBR (X)	1.5	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	6.9	6.5	6.7	9.8

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(3.7)	(18.5)	(10.1)	(15.6)
KOSPI대비 상대수익률	(1.1)	(20.8)	(10.1)	(13.2)



Trading Data

시가총액 (십억원)	1,424
유통주식수 (백만주)	17
Free Float (%)	64.3
52주 최고/최저 (원)	70,700 / 50,600
거래대금 (3M, 십억원)	10
외국인 소유지분율 (%)	5.3
주요주주 지분율 (%)	삼성SDI와 5인 32.1

자료: Fnguide, KB투자증권

또 다른 시각, 범용 제품의 회복 가능성

삼성정밀화학에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 75,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 지금까지 삼성정밀화학이 화학업종 내에서 높은 밸류에이션 프리미엄을 받아 왔던 요인은 niche market에서 고수익성 제품을 중심으로 한 외형 성장에 기인한다. 기존의 밸류에이션 프리미엄이 유지되는 가운데, 이제는 범용 제품의 수익성 개선 가능성에 주목해야 할 시점이다. 염화메탄, ECH 등 범용 제품의 수익성이 2011년을 고점으로 급락하였다. 하지만, 냉장고, 에어컨, 도료 등 전방 산업의 수요가 회복되고 있어 2013년 중순 범용 제품의 수익성 개선 가능성이 높아지고 있다.

범용 제품의 수익성 회복으로 2013년은 당기순이익 턴어라운드의 원년이 될 것

2013년은 삼성정밀화학의 순이익이 3년간의 하락세를 마무리하고 턴어라운드 하는 첫 해가 되며, 2014년 순이익은 1,242억원으로 2013년 대비 58.0% YoY 급증할 것으로 전망한다. 이는 염화메탄, ECH 등 범용 제품의 수익성 개선과 2011년부터 증가하기 시작한 설비투자가 이익 증가로 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 범용 제품의 수익성 회복은 1) 중국의 냉장고, 에어컨 생산량 증가를 회복에 따른 염화메탄 수요 증가, 2) 중국의 페인트 생산량 확대와 미국의 건설경기 회복에 따른 페인트 수요 증가 등에 기인한다.

설비 확대를 통한 성장 전략 유효

삼성정밀화학의 캐시카우인 셀룰로스 계열 제품을 중심으로 한 성장 전략은 여전히 유효하다고 판단한다. 삼성정밀화학의 연간 투자금액은 지분투자를 포함하여 과거 5~6백억원 수준이었으나, 2011년 1,918억원, 2012년 3,017억원으로 급증하였고, 2013년에도 연간 4,500억원으로 증가할 것으로 예상된다. 이러한 공격적인 투자를 바탕으로 연간 EBITDA는 2012년 1,543억 원에서 2013년 1,828억원, 2014년 2,474억원으로 증가할 것으로 전망한다. 범용 제품의 수익성 하락에도 셀룰로스 계열 제품 수익성은 더욱 확대되고 있기 때문이다.

2013년 매출액 1.6조원, 영업이익 801억원 전망

KB투자증권은 삼성정밀화학의 2013년 매출액과 영업이익을 각각 1.6조원 (+11.4% YoY), 801억원 (+44.1% YoY)으로 전망한다. 영업이익 증가는 1) 셀룰로스 계열 (메셀로스, 헤셀로스, 애니코트 등) 제품의 증설, 2) 범용 제품의 수익성 개선, 3) 프린터 토너 사업의 성장, 4) BTP, LCP 등 적자 사업의 비용 절감에 따른 적자폭 축소, 5) 외부 스템 도입에 따른 연료비 및 전력비용 절감 등에 기인한다. 하지만, 단기적으로 1Q13에는 영업 적자 전환이 예상된다. 여전히 범용 제품의 가격이 낮고, 정정보수 비용으로 60~70억원 가량이 소요될 것이기 때문이다.

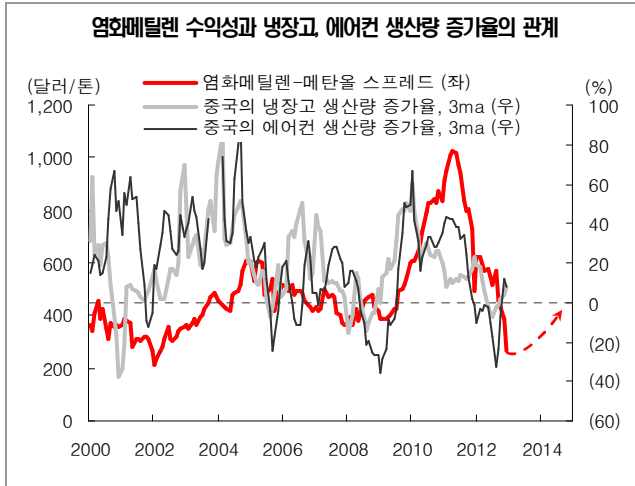
투자의견 BUY, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

삼성정밀화학에 대한 투자의견 BUY 및 목표주가 75,000원으로 커버리지를 개시한다. EV/EBITDA를 통해서 도출한 삼성정밀화학의 주당 적정가치는 2013년 기준 65,001원, 2014년 기준 85,832원이다. 예상 EBITDA에 현재 석유화학 업종 평균인 6.5X에서 30% 할인한 8.5X를 적용하였다. 2009년 이후 삼성정밀화학의 평균 EV/EBITDA는 10.3X로 KOSPI 화학업종 7.7X 대비 36.4% 프리미엄을 받았다. 안정적인 수익성을 확보하고 있는 niche market에서의 외형 성장을 바탕으로 밸류에이션 프리미엄은 지속될 수 있을 것으로 판단한다.

CONTENTS

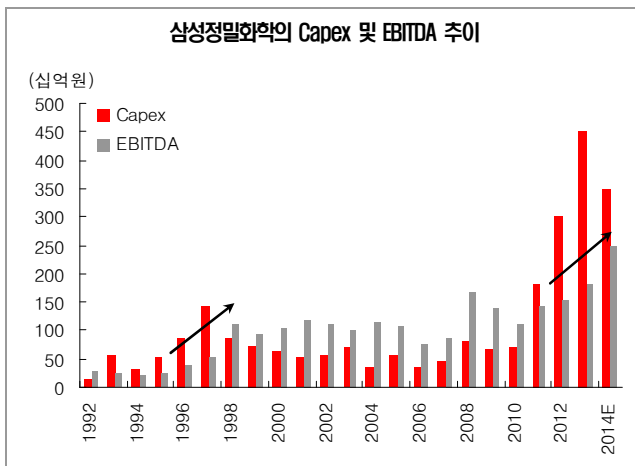
I. Focus Charts	4
II. Executive Summary	5
III. Investment Points	6
범용 제품의 수익성 회복으로 2013년은 당기순이익 턴어라운드의 원년이 될 것	6
설비 확대를 통한 성장 전략 유효	11
전자재료 사업의 정상화	13
2013년, 합작 법인 가동의 원년	15
IV. Valuation	17
V. 주가 흐름	21
VI. 실적 전망	23
VII. Consensus와의 차이	25
VIII. Risk요인	26
Appendices	27

I. Focus Charts



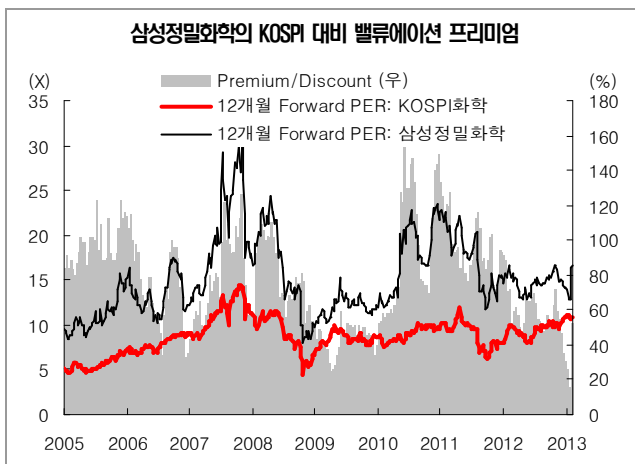
자료: KITA, National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

- 삼성정밀화학의 수익성 감소는 염화메탄, ECH 등 범용 제품의 수익성 하락에 기인. 전방 산업의 수요 회복에 따라 2013년 중순 이후 범용 제품 수익성 개선 가능 전망
- 염화메탄 계열 제품인 염화메틸렌, 클로로포름 등은 주로 냉매에 사용되며, 수익성은 2001년 이후 최저 수준으로 하락. 하지만, 중국에서의 냉장고, 에어컨 생산량 증가율 회복을 바탕으로 염화메탄 계열 제품의 수익성 개선 기대
- 페인트 원료 중 하나인 ECH의 수익성도 금융위기 수준으로 하락. 하지만, 중국의 페인트 생산량 증가율이 20%대를 유지하고 있으며, 미국의 건설경기 회복에 따른 페인트 소비 증가 예상



자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

- 캐시카우 사업을 중심으로 한 투자를 바탕으로 삼성정밀화학의 연간 EBITDA는 2012년 1,534억원에서 2013년 1,828억원, 2014년 2,474억원으로 증가할 것으로 전망
- 최근 삼성정밀화학의 수익성 감소는 범용 제품의 스프레드 감소에 기인. 투자를 집중하고 있는 메셀로스, 애니코트 등 셀룰로스 계열 제품 수익성 및 판매 추이는 견조하게 유지되고 있음
- 셀룰로스 계열 제품의 수출 단가는 2011년 평균 6,315달러/톤에서 2012년 평균 6,590달러/톤, 2012년 12월에는 7천달러/톤을 넘어서는 것으로 파악. 원재료인 펄프 가격 하락으로 수익성도 확대



자료: 삼성정밀화학, FnGuide, KB투자증권

- 삼성정밀화학에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가는 75,000원으로 커버리지 개시. 바닥 주가는 2007년 이후 밸류에이션 저점인 PBR 1.0X를 적용한 46,000원
- 캐시카우 사업 확대를 바탕으로 한 삼성정밀화학의 KOSPI 대비 밸류에이션 프리미엄 지속될 것. 삼성정밀화학은 과거 10년 평균 PER은 16.9X로 KOSPI 화학업종 9.0X 대비 87.9% 할증 거래
- 2013년 매출액과 영업이익은 각각 1.6조원 (+11.4% YoY), 801억원 (+44.1% YoY)으로 전망. 1Q13 영업적자 가능성이 있기 때문에 연간 컨센서스 영업이익 867억원 대비 보수적으로 전망하고 있음

II. Executive Summary

2013년, 턴어라운드 해 2014년, 수익성 레벨 업

2013년은 삼성정밀화학의 순이익이 3년간의 하락세를 마무리하고 턴어라운드 하는 첫 해가 되며, 2014년 순이익은 1,242억원으로 2013년 대비 58.0% YoY 급증할 것으로 전망한다. 범용 제품의 수익성이 2013년 중순부터 개선될 것으로 기대하고, 2011년부터 시작된 공격적인 외형 확대가 서서히 결실을 맺어 가고 있기 때문이다. 2013년은 이차전지 소재 및 폴리실리콘 시장 진출의 원년이기도 하다.

niche market에서의 성장전략은 여전히 유효

지금까지 삼성정밀화학의 투자포인트는 “고수익성 niche market에서의 투자 확대를 통한 외형 성장”으로 요약할 수 있다. 이는 여전히 유효하다고 판단한다. 메셀로스, 헤셀로스, 애니코트 등 삼성정밀화학이 생산하는 셀룰로스 계열 제품의 성장은 지속되고 있다. 2013년 메셀로스와 애니코트 매출액은 각각 2,562억원 (+28.6% YoY), 748억원 (+38.7% YoY)으로 증가할 것으로 전망된다. 원재료인 펄프 가격 하락에도 제품 가격은 상승하고 있어 수익성 증가도 기대된다.

염화메탄 ECH 등 범용 제품의 수익성 개선 가능성에 주목

하지만, 현 시점에서는 범용 제품의 수익성 회복 가능성에 주목해야 할 것으로 판단한다. 셀룰로스 계열 제품의 성장 가운데서도 염화메탄, ECH 등 범용 제품의 수익성이 하락하며 전사 영업이익의 축소를 가져왔기 때문이다. 염화메탄은 냉매의 원료로 주로 사용되며, 글로벌 수요의 50%는 중국에서 발생한다. 중국의 냉장고, 에어컨 생산량 증가율이 2012년 6~8월을 저점으로 반등하고 있어 냉매 수요와 염화메탄 수익성도 2013년 중순부터는 상승 가능성이 있다고 본다.

전자재료 사업의 회복과 이차전지 소재, 폴리실리콘 합작 법인 가동

전자재료 사업의 회복과 이차전지 소재 및 폴리실리콘 합작 법인의 가동 원년이라는 점도 긍정적이다. 전자재료 사업의 2013년 매출액은 1,632억원으로 +48.2% YoY 증가하며 영업적자폭을 축소가 예상된다. 프린터토너는 매출액 확대를 통한 영업 흑자 전환이 예상되고, BTP 및 LCP도 고객사 내 점유율 확대, 신규 어플리케이션 확보, 비용 절감 등을 통해 적자폭이 축소될 것으로 예상된다. 이차전지 소재 합작법인인 STM은 2013년 중순부터 양산 예정이며, 폴리실리콘 공장도 2013년 하반기에 완공되어 2014년 중순 본격 양산될 것으로 전망된다.

2013년 영업이익은 801억원 (+44.1% YoY)으로 전망하나, 1Q13은 영업적자 전환 예상

KB투자증권은 삼성정밀화학의 2013년 매출액과 영업이익을 각각 1.6조원 (+11.4% YoY), 801억원 (+44.1% YoY)으로 전망한다. 영업이익의 증가는 1) 셀룰로스 계열 제품의 매출 증가, 2) 범용 제품의 수익성 개선, 3) 프린터 토너 사업의 성장, 4) BTP, LCP 등 적자 사업의 비용 절감에 따른 적자폭 축소, 5) 외부 스팀 도입에 따른 연료비 및 전력비용 절감 등에 기인한다. 단, 1Q13에는 분기 영업 적자 전환이 예상된다. 여전히 범용 제품의 가격이 낮고, 정기보수 비용으로 60~70억원 가량이 소요될 것이기 때문이다.

삼성정밀화학에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원으로 커버리지 개시

삼성정밀화학에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 75,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2013년과 2014년 예상 EBITDA에 화학업종 평균인 6.5X에서 30% 할증한 8.5X를 적용하였다. 삼성정밀화학의 2010년~2012년 평균 EV/EBITDA가 10.3X이며, KOSPI화학업종 평균 대비 36.4%의 할증을 받았기 때문에 30%의 할증은 적절하다고 판단한다. 단기적인 실적 악화 등의 요인으로 주가가 하락하였으나, 장기적인 성장성을 감안한 매수 적기라고 판단한다. 원가 경쟁력을 앞세운 북미와 중동, 시장을 장악하고 있는 중국 석유화학 업체를 중심으로 석유화학 산업이 재편되는 과정에서 삼성정밀화학의 Niche Player로서의 생존 가능성에 주목하자

III. Investment Points

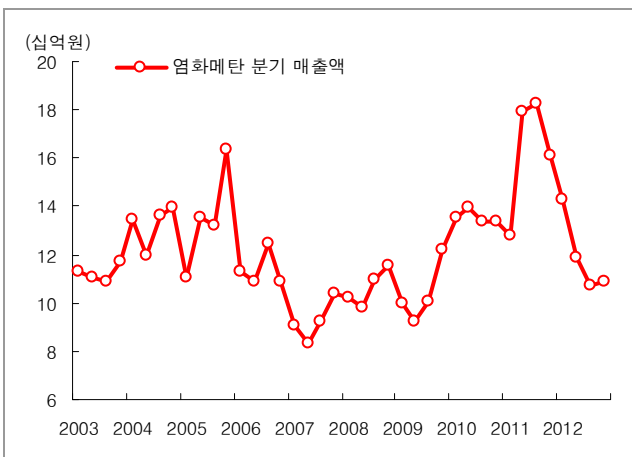
범용 제품의 수익성 회복으로 2013년은 당기순이익 턴어라운드의 원년이 될 것

투자포인트 1. 범용제품의 수익성 개선 가능성

삼성정밀화학의 첫 번째 투자포인트는 전방산업의 수요 회복에 따른 범용제품의 수익성 개선 가능성에 있다. 2012년 염화메탄, ECH, 가성소다 등 범용 제품은 암모니아, 요소 등 트레이딩 제품을 제외한다면, 전체 매출액의 37.1%를 차지하였다. 지금까지 크게 관심을 두지 않았던 염화메탄과 ECH의 수익성은 2011년을 고점으로 지속 하락하였으며, 2012년 하반기에는 영업 적자 전환하였다. 단순 스프레드로만 본 염화메탄의 수익성은 2003년 이후 최저 수준이다.

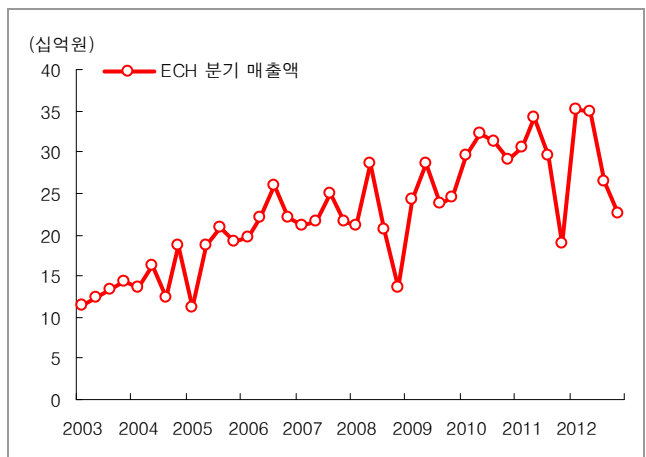
범용 제품의 수익성은 전방 산업의 수요 개선에 따라 2013년 중순부터 회복될 것으로 전망하며, 이는 삼성정밀화학 턴어라운드의 기반이 될 것이다. 1) 중국의 냉장고, 에어컨 생산량 증가에 따른 염화메틸렌, 클로로포름 등 냉매 원료의 수요 증가, 2) 중국의 페인트 생산량 확대와 미국의 건설경기 회복에 따른 페인트 수요 증가에 따른 ECH 수익성 개선이 예상된다.

그림 1. 삼성정밀화학의 염화메탄 매출액 추이



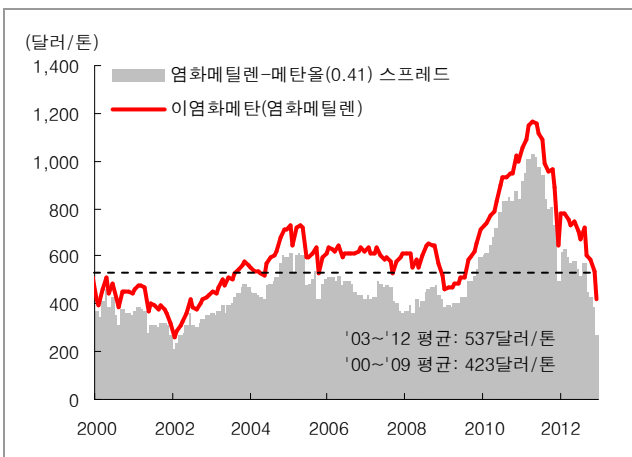
자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

그림 2. 삼성정밀화학의 ECH 매출액 추이



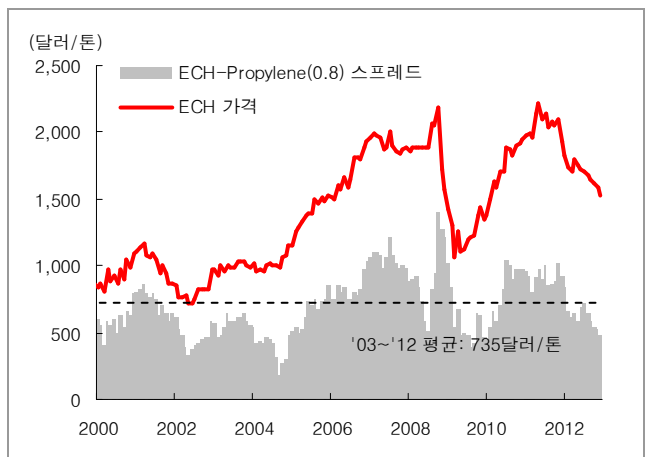
자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

그림 3. 염화메틸렌 수출단가 및 스프레드 추이



자료: KITA, KB투자증권

그림 4. ECH 수출단가 및 스프레드 추이



자료: KITA, KB투자증권

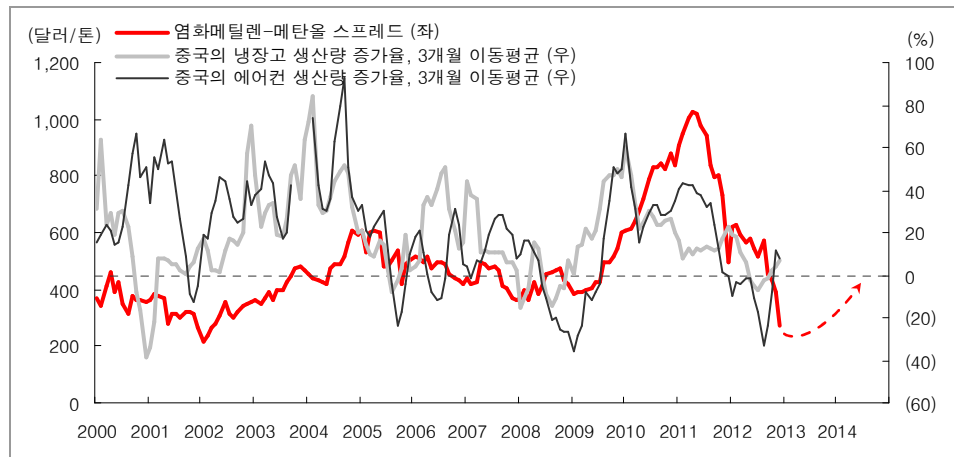
염화메탄계열 제품은 주로 냉매로 사용되며, 절반은 중국에서 소비

삼성정밀화학이 생산하는 염화메탄 계열 제품은 염화메틸 (Methyl Chloride), 염화메틸렌 (Methylene Chloride), 클로로포름 (Chloroform) 등이 있으며, 이 가운데에서 Chloroform의 매출 비중이 가장 높다. 염화메틸은 전체 수요의 84% 가량이 실리콘 (Silicone) 제조에 사용되며, 염화메틸렌과 클로로포름은 주로 냉장고용 냉매 (HFC-32, HCFC-22 등)로 사용된다. 염화메틸의 2/3은 미국과 유럽을 중심으로 한 선진국, 염화메틸렌과 클로로포름의 절반은 중국에서 소비된다.

중국의 냉장고, 에어컨 생산량 증가율 회복으로 냉매 수요 증가 전망

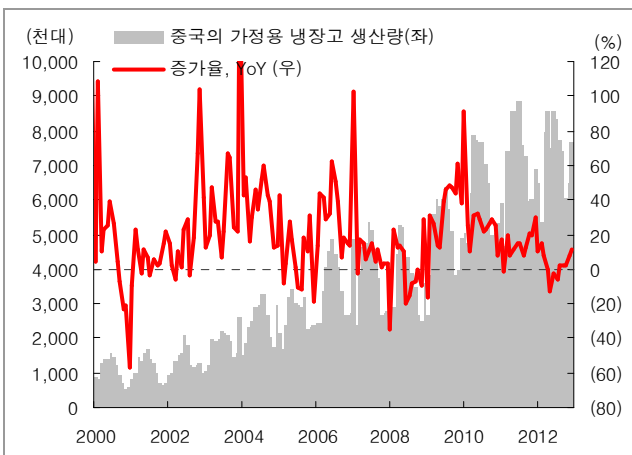
염화메틸렌과 클로로포름의 수익성은 2013년 중반 회복될 것으로 전망한다. 2012년 6~8월을 저점으로 중국의 냉장고 및 에어컨 생산량 증가율이 회복되고 있기 때문이다. 냉장고와 에어컨에 들어가는 냉매의 원료인 염화메틸렌, 클로로포름과 원재료인 메탄올의 스프레드와 중국의 냉장고, 에어컨 생산량 증가율은 유사한 관계를 보였다. 또한, 최근 수익성은 2001년 이후 최저 수준으로 대부분의 업체들의 적자를 내고 있어 장기간 유지되기 어려운 수준이라고 판단한다.

그림 5. 염화메틸렌 수익성과 냉장고, 에어컨 생산량 증가율의 관계



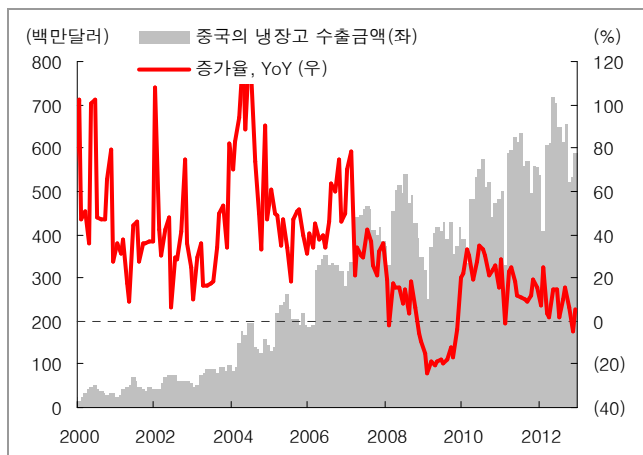
자료: KITA, National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

그림 6. 중국의 냉장고 생산량



자료: National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

그림 7. 중국의 냉장고 수출 금액



자료: National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

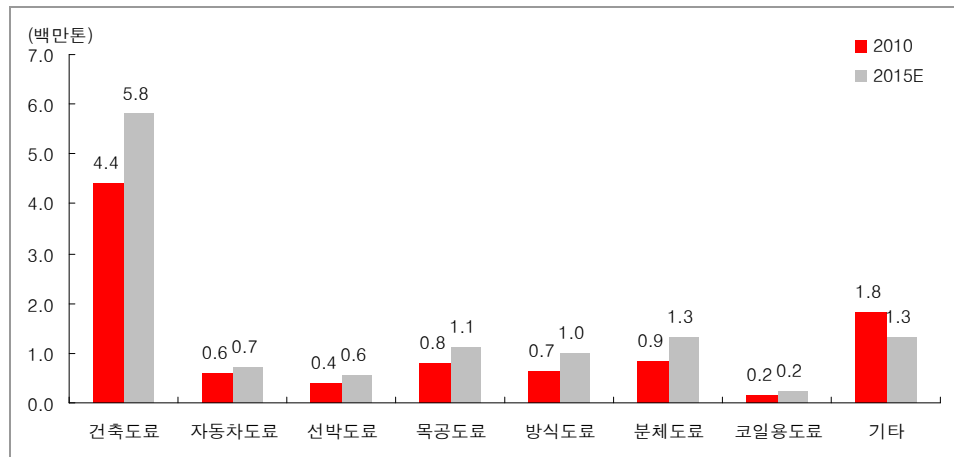
**중국과 미국의 페인트 수요
증가로 도료체인 ECH/BPA-
에폭시수지-도료의 수익성 개선
기대**

ECH 수익성도 현재는 금융위기 수준으로 하락하였으나, 점진적으로 개선될 것으로 전망한다. 중국의 페인트 생산량 증가율이 20%대를 유지하고 있으며, 미국의 건설경기 회복에 따라 페인트 소비도 증가할 것으로 기대하기 때문이다. 에폭시수지의 원재료는 ECH와 BPA이며, 전방산업은 전기전자 (PCB, EMC(반도체봉지재), 변압기 절연재 등), 도료 (선박, 자동차, 컨테이너 등) 등이다. 전체 도료 수요 가운데서는 건축용 도료가 절반 정도 차지하고 있다.

**단 중국의 ECH 공급능력 확대는
리스크 요인**

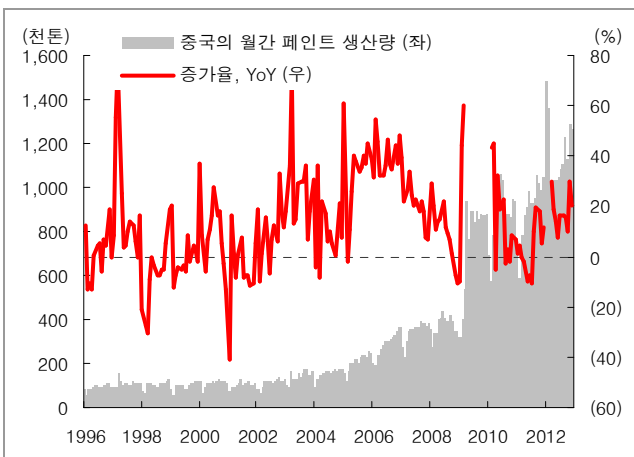
전방 산업의 개선에도 불구하고 중국의 ECH 생산능력 확대는 리스크 요인이다. 2012년 말 중국의 ECH 생산능력은 약 90만톤으로 추산하며, 2012년 8월 중국 화동지역에서 4개의 신규 플랜트가 가동되면서 공급 능력이 확대되었다. 2011년 기준 글로벌 ECH 수요는 약 140~150만톤 수준이며, 중국은 약 1/3을 사용하고 있다. 중국의 페인트 생산량 증가에도 불구하고 자체적으로 에폭시수지와 ECH 생산량을 늘리면서 순수입량은 오히려 감소하고 있다.

그림 8. 중국의 용도별 도료 소비



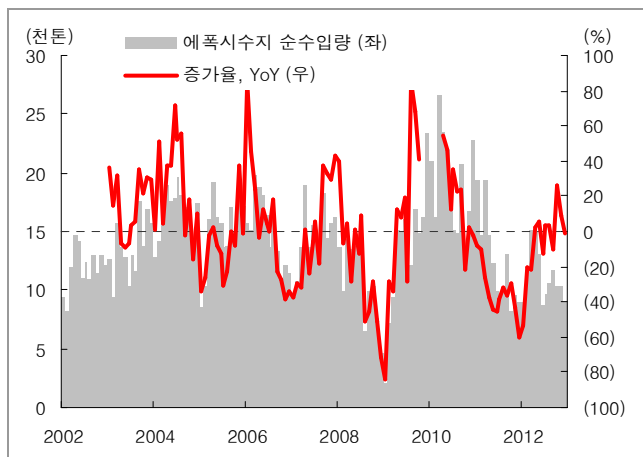
자료: 第20回 塗料産業フォーラム, KB투자증권

그림 9. 중국의 페인트 생산량



자료: National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

그림 10. 중국의 에폭시수지 순수입량



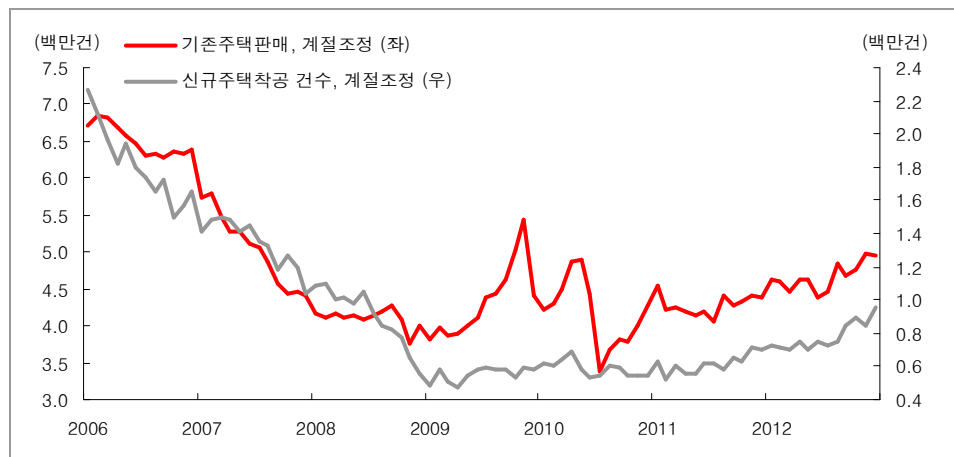
자료: National Bureau of Statistics of China, KB투자증권

미국의 건설경기 회복은 페인트 소비 회복으로 이어질 것

미국의 건설경기 회복은 페인트 수요 회복에 긍정적이다. US Census Bureau에서 집계한 소매판매 금액 가운데 페인트와 벽지 분야의 판매금액이 증가하고 있다. 이 분야의 소매판매 금액은 금융위기 직후 2009년은 연간 79.6억 달러로 YoY 15.5% 감소하였으나, 2010년부터 회복하고 있다. 2012년 11월까지 누적 소매판매 금액은 85.3억 달러로 YoY 8.8% 증가하였다. 최근 미국의 기존주택판매 및 신규주택착공 건수도 2009~2010년을 저점으로 증가 추세에 있어 페인트 등 관련 전자재의 소비 금액도 점진적으로 증가할 것으로 기대한다.

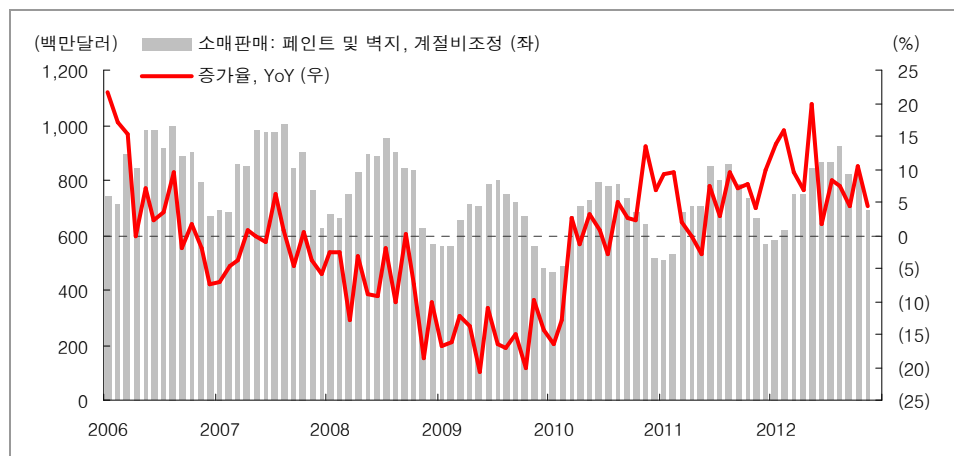
ECH는 CFR China Spot 가격 기준으로 2011년 평균 2,107달러/톤에서 2012년 평균 1,748달러/톤으로 17.0% YoY 하락하였다. 2011년 4월 2,325달러/톤을 고점으로 하락하기 시작한 ECH는 2012년 12월~2013년 1월 1,475달러/톤으로 하락하였다. 원재료인 프로필렌은 같은 기간 1,550달러/톤에서 1,240달러/톤으로 ECH 수익성 하락이 더욱 컸다. 하지만, ECH 가격은 최근 바닥을 형성하고 소폭 상승하였다. 현 시점에서 추가적인 수익성 하락은 제한적이라고 판단한다.

그림 11. 미국의 기존주택판매 및 신규주택착공 건수



자료: U.S. Census Bureau, KB투자증권

그림 12. 미국의 소매판매: 페인트 및 벽지

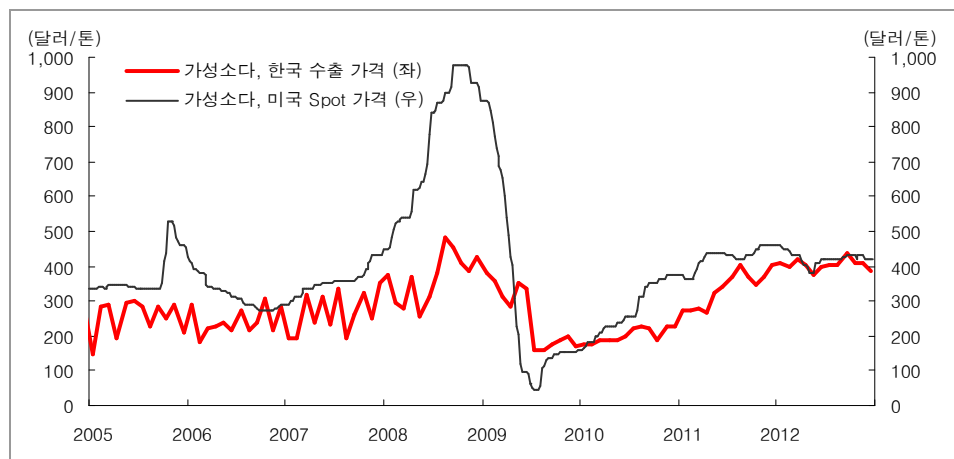


자료: U.S. Census Bureau, KB투자증권

상대적으로 양호한 가성소다

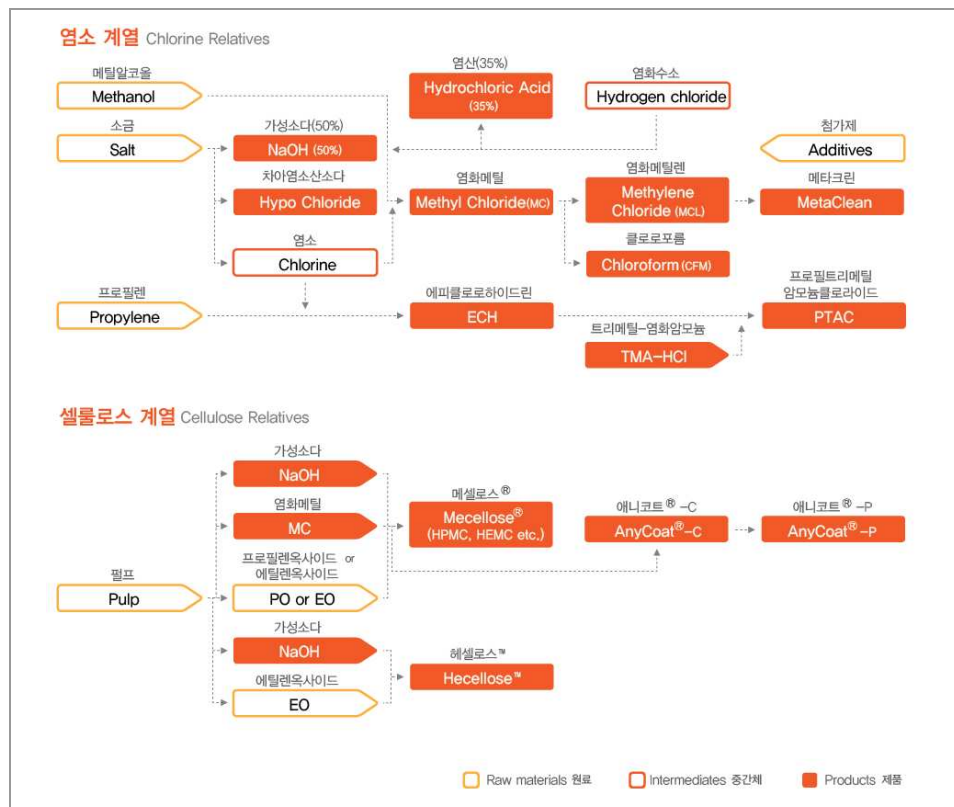
최근 국내 가성소다 생산능력 확대로 내수 가성소다 가격이 약세를 보이고 있으나, 2012년 연간으로 미국 spot 가격 및 한국의 가성소다 수출 가격은 상대적으로 양호하였다. ECH와 가성소다의 수익성은 상호 보완적인 관계다. 단기적으로 ECH 가격 하락폭이 더 크다는 점이 삼성정밀화학 수익성 하락으로 이어졌으나, 중기적인 관점에서 사업 포트폴리오의 안정성을 높이는 역할을 할 것으로 전망한다.

그림 13. 가성소다 가격 추이



자료: Datastream, KITA, KB투자증권

그림 14. 염소/셀룰로스 계열 제품 계통도



자료: 삼성정밀화학

설비 확대를 통한 성장 전략 유효

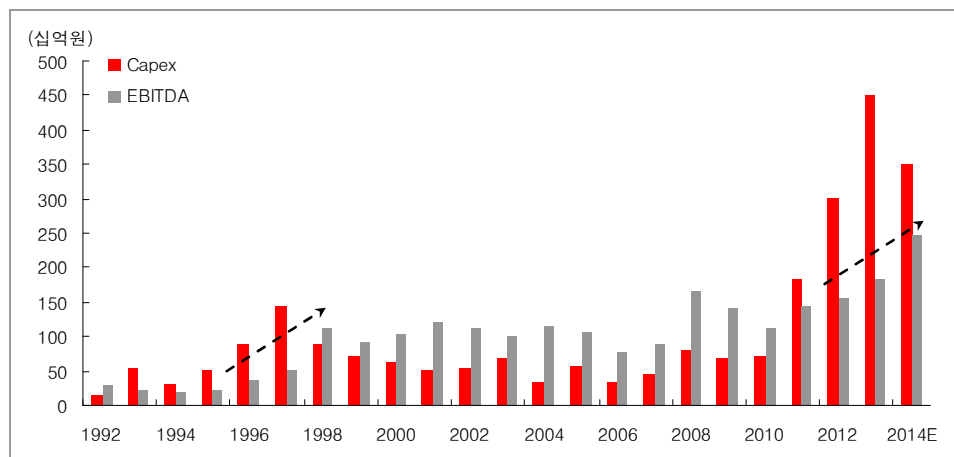
투자포인트 2.
설비 확대를 통한 성장전략 유효

삼성정밀화학의 두 번째 투자포인트는 셀룰로스 계열과 전자재료 부문을 중심의 성장 전략은 여전히 유효하다는 것이다. 삼성정밀화학의 연간 투자금액은 지분투자를 포함하여 과거 5~6백 억원 수준이었으나, 2011년 1,918억원, 2012년 3,017억원으로 급증하였고, 2013년에도 연간 4,500 억원으로 증가할 것으로 예상된다. 이러한 공격적인 투자를 바탕으로 연간 EBITDA는 2012년 1,543억원에서 2013년 1,828억원, 2014년 2,474억원으로 증가할 것으로 전망한다.

지속되는 증설, 2013년
하반기부터는 합작법인의
신규설비 가동

삼성정밀화학은 이미 4Q12에 셀룰로오스 계열 제품의 증설이 완료되었다. 애니코트 4천톤, 헤셀로스 6천톤, 메셀로스 8천톤의 증설 (이 중 4천톤은 애니코트 원료로 자체 사용)이 마무리 되었으며, 고객사의 테스트 과정을 거친 후 점진적으로 매출액이 확대될 것으로 예상된다. 외부 스팀 도입작업도 마무리 되면 연료비 및 전력요금을 절감할 수 있다. 2013년 하반기에는 ECH와 가성소다의 대규모 증설이 예정되어 있으며, 이차전지 합작사인 STM, 폴리실리콘 합작사인 SMP 등의 신규 설비가 완공된 후 제품 테스트 과정에 들어갈 것으로 예상된다.

그림 15. 삼성정밀화학의 Capex 및 EBITDA 추이



자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

표 1. 삼성정밀화학의 주요 제품 증설

(단위: 톤/년)	투자 금액	가동 시기	증설 물량	내용
메셀로스	452억원	4Q12	8,000	4천톤은 기존 용도, 4천톤은 애니코트 원료
헤셀로스	70억원	4Q12	6,000	페인트, Body care 용품 등
애니코트	345억원	4Q12	4,000	의약품 캡슐, 식품 첨가제 등
가성소다 (50%)		4Q13	120,000	비누 세제, 금속 표면처리, 제지 제조 등
ECH	1,900억원	4Q13	60,000	EPOXY 수지의 주원료
외부(한주) 증기 도입	226억원	4Q13		연료비, 전력요금 절감

장기 프로젝트 및 합작사업

생분해성 수지	145억원			신규법인인 에스엔폴주식회사 설립을 위한 출자금
이차전지 활물질	100억원	3Q13	2,500	이차전지 소재. 일본 Toda와 합작법인인 STM
폴리실리콘	약 2천억원	4Q13	10,000	미국 MEMC와 합작법인인 SMP

자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

캐시카우 사업의 성장 지속

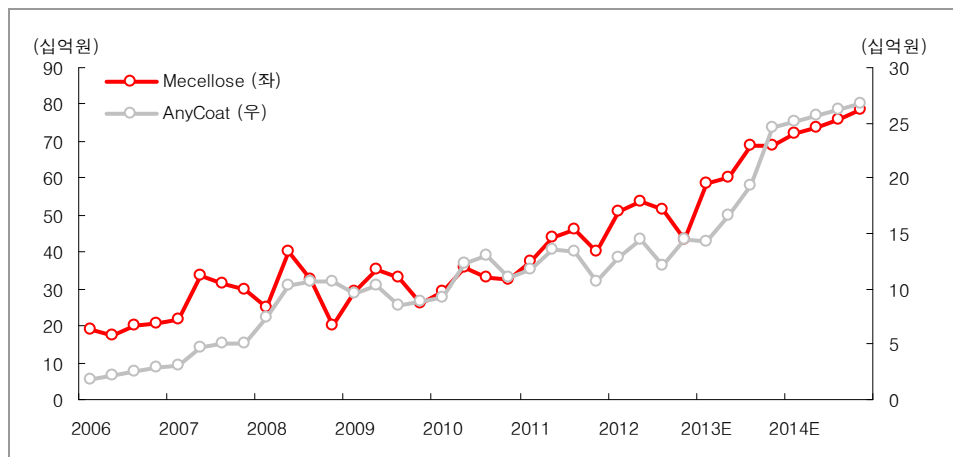
삼성정밀화학의 캐시카우 사업인 셀룰로스 제품 계열의 판매와 수익성 추이는 다른 범용 석유 화학 제품 대비 견조하다. KB투자증권은 2013년 메셀로스와 애니코트 매출액을 각각 2,562억 원 (+28.6% YoY), 748억 원 (+38.7% YoY)으로 전망한다. 일반적으로 4분기가 비수기이기 때문에 매출액이 감소하는 경향이 있으나, 연간으로 매출액 증가 추세가 지속되고 있다. 또한, 신규 증 설한 헤셀로스 (메셀로스 계열)의 경우 body care 상품으로 사용되며, 수익성이 높고, 아시아 고 객을 중심으로 사업을 확대하고 있어 향후 성장성도 뛰어나다고 판단한다.

셀룰로스 계열 제품의 수익성 확대

셀룰로스 계열 제품 (메셀로스, 헤셀로스, 애니코트 등)은 스페셜티 제품으로 범용 석유화학 제 품과 달리 판매 단가도 높다. 또한 제품 믹스를 고도화 함으로써 한국의 셀룰로스 제품 평균 수출 단가는 2010년 평균 5,487달러/톤에서 2011년 평균 6,315달러/톤, 2012년 평균 6,590달러/톤 으로 증가하였고, 2012년 12월에는 7천달러/톤을 넘어선 것으로 파악된다. 반면 원재료인 펄프 가격은 2011년 4월을 고점으로 하락하고 있어 수익성도 확대된 것으로 추정한다.

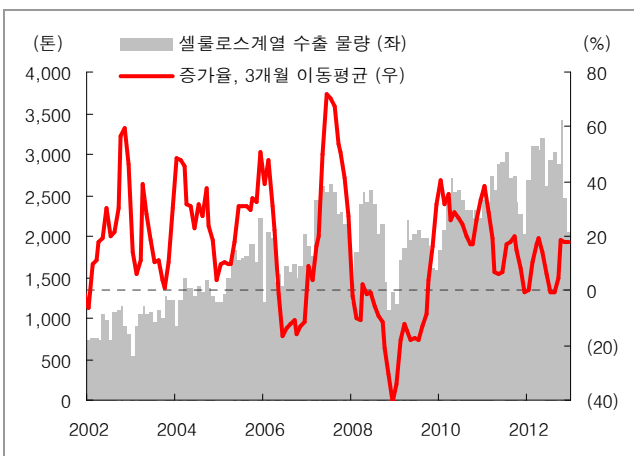
메셀로스 매출액은
2012년 1,992억원에서
2013년 2,562억원으로
증가할 것으로 전망

그림 16. 메셀로스와 애니코트 매출액 추이



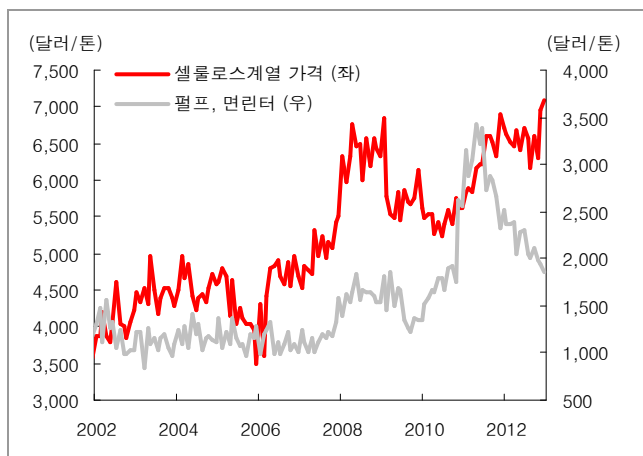
자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

그림 17. 셀룰로스 제품 수출 추이



자료: KITA, KB투자증권

그림 18. 셀룰로스 관련 제품 수출단가 및 원재료 가격 추이



자료: KITA, KB투자증권

전자재료 사업의 정상화

투자포인트 3. 전자재료 사업의 정상화

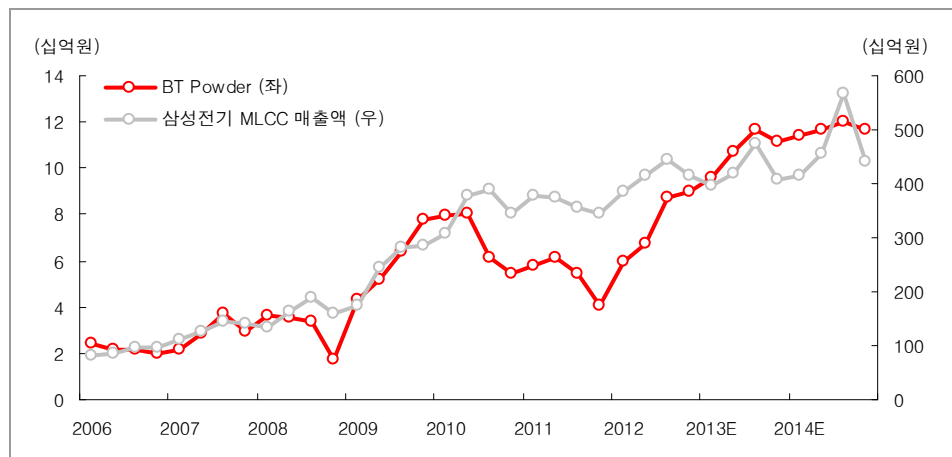
삼성정밀화학의 세 번째 투자포인트는 전자재료 사업의 정상화에 있다. 일시적으로 분기별 영업 흑자로 전환한 적은 있었으나, 2007년부터 영업 적자폭이 확대되어 왔다. 하지만, 2013년은 전자재료 사업의 영업적자폭이 점진적으로 축소될 것으로 전망한다. 캐시카우인 TMAC을 기반으로, 2010년부터 시작한 토너 사업에서의 이익 확대, BTP와 LCP의 매출 확대와 원가 절감에 따른 수익성 개선 등에 기인한다.

BTP, 고객사 내의 점유율 확대로 적자폭 축소 예상

삼성정밀화학은 현재 3,400톤의 BTP 생산능력을 보유하고 있으며, 주 고객은 삼성전기이다. 과거 삼성정밀화학 BTP 매출액 추세를 보면 삼성전기 MLCC 매출액과 유사한 추세를 보였다. 2010년~2011년 일시적으로 신규 라인에 대한 승인이 지연되며 BTP 매출액이 감소하기는 하였다. 2012년에는 증설 물량에 따른 고정비 부담으로 큰 폭의 영업 적자를 기록하였으나, 2013년에는 고객사 내의 점유율 확대를 바탕으로 영업 적자폭이 감소할 것으로 예상된다.

BTP매출액은 2012년
304억원에서 2013년 432억원
[+42.0% YoY]으로 증가 전망

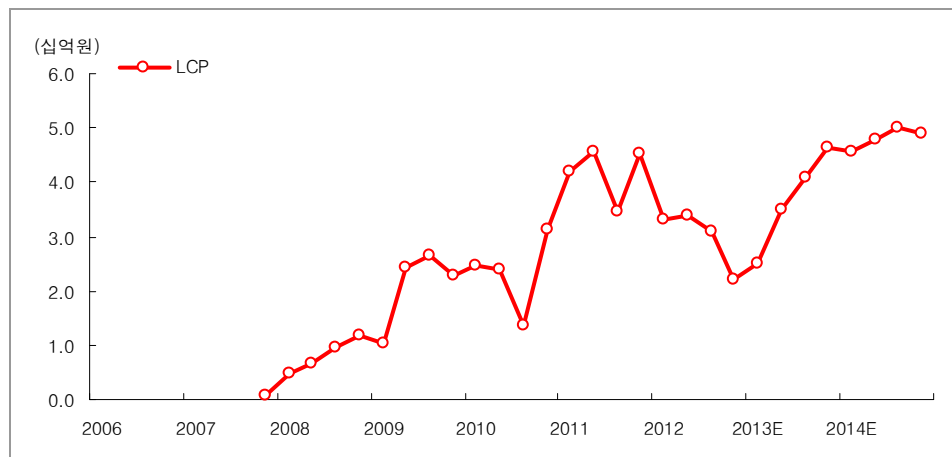
그림 19. 삼성정밀화학 BTP 매출액과 삼성전기 MLCC 매출액 비교



자료: 삼성정밀화학, 삼성전기, KB투자증권

LCP는 TV메이커들이 LCD에서
LED로 전환하면서 시장이 점차
사라지고 있다 따라서, 신규 시장
발굴이 절실하다.

그림 20. LCP 매출액 추이

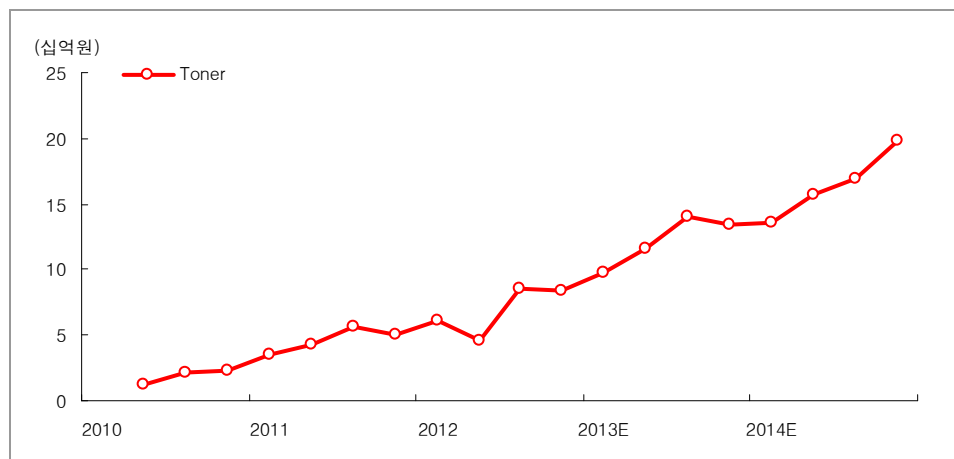


자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

프린터용 토너 사업의 도약

삼성정밀화학은 프린터용 토너 사업에서 2012년 하반기에는 일시적으로 흑자 전환하기도 하였으나, 연간으로는 적자를 기록하였다. 하지만, 2013년에는 흑자 전환이 가능성이 높아지고 있다. 삼성정밀화학은 2010년부터 프린터용 중합 토너를 생산, 판매하기 시작하였다. 2012년 5월에는 토너 생산량을 기존 5백톤에서 2천톤으로 확대하였다. 이를 바탕으로 토너 매출액은 2012년 277억원에서 2013년 489억원으로 76.5% YoY 증가할 것으로 전망한다.

그림 21. 프린터용 토너 매출액 추이

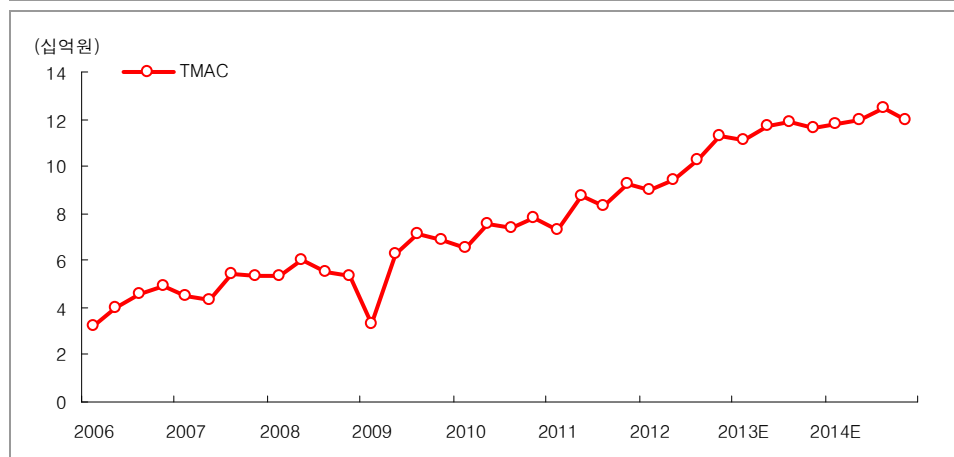


자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

TMAC, 꾸준한 캐시카우

TMAC는 반도체나 LCD의 현상액에 사용되는 원료로 삼성정밀화학 전자재료 사업에서의 캐시카우 역할을 하고 있다. 연간 매출액은 2012년 400억원에서 2013년 464억원으로 15.9% YoY 증가할 것으로 전망한다. 금융위기 이후 1Q09에 일시적으로 TMAC 매출액이 감소하였으나, 이후 전방 업체들의 가동률이 안정적으로 유지되고 있다는 점도 긍정적이다.

그림 22. TMAC 매출액 추이



자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

2013년, 합작 법인 기동의 원년

투자포인트 4. 이차전지소재, 폴리실리콘 합작법인 기동의 원년

2013년은 삼성정밀화학의 두 개의 합작법인 (이차전지소재, 폴리실리콘)에서 신규 라인을 가동하는 원년이 될 것으로 예상된다. 이차전지소재는 일본의 Toda Kogyo와 합작으로 에스티엠주식회사 (STM, 2011년 5월, 지분율 50%), 폴리실리콘은 미국의 MEMC와 합작하여 에스애피주식회사 (SMP, 2011년 4월, 지분율 50%)를 설립하였다. 신규 사업에 대해서는 단기적인 수익성보다는 장기적인 성장성을 보고 접근해야 한다.

합작법인을 통한 Win-Win 전략

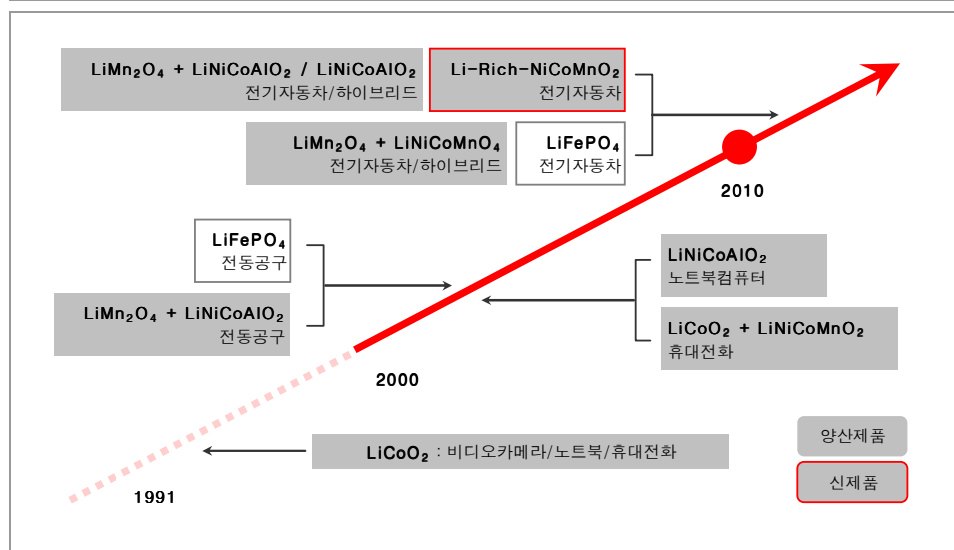
삼성그룹의 신규 사업, 특히 소재 분야의 신규 사업은 내부적인 성장보다는 이미 기술과 시장을 확보하고 있는 선두 업체들과의 합작을 통해서 진행할 때 성공적인 경험이 많았다. 삼성코닝정밀소재가 가장 대표적인 사례이다. 삼성전자는 자체적으로 LCD 유리기관 사업에 진출하지 않고 이미 기술적 완성도가 높았던 코닝과 합작법인을 설립하여 수익성을 향유하였다. 삼성의 입장에서는 시행착오 과정을 줄일 수 있으며, 기술을 보유하고 있는 업체에서는 거대 고객을 확보할 수 있는 Win-Win 관계였다. 이차전지 소재 사업과 폴리실리콘 합작 법인도 이러한 점을 기대하고 있는 것이다.

이차전지 양극활물질은 2013년 중순부터 매출액 발생 예상

이차전지소재 합작법인인 STM은 현재 2,500톤의 양극활물질 생산공장 건설을 완공하고 샘플 테스트 중에 있다. 현재 생산능력을 감안한 연간 매출액은 4~5백억원 수준이며, 2013년 중순부터 매출액이 발생할 것으로 예상된다. 사업 초기에는 비용이 발생하겠으나, 정상 궤도에 오를 경우 약 10%대의 영업이익률이 예상된다.

이차전지 양극활물질 분야에서 Toda의 기술과 시장 지배력 등을 바탕으로 STM의 빠른 사업 정상화를 기대할 수 있을 것이다. Toda는 일본 Onoda에 11,000톤/년, Kitakyushu에 2,500톤/년, Chiba에 올리빈계열 2,100톤/년, 미국에 840톤/년, 전구체 4,000톤/년, 중국의 Hunan 지역에 5,000톤/년, 한국 STM에 2,500톤 등 약 2만4천톤/년의 양극활물질 생산능력을 보유하고 있다.

그림 23. Toda Kogyo의 리튬이온전지 양극활물질 라인업



자료: Toda Kogyo, KB투자증권

태양광 사업에 대한 우려 지속

최근 폴리실리콘 가격이 반등하고 있지만, 중장기적으로 폴리실리콘 사업에 대한 우려가 지속되고 있다. 삼성그룹도 2010년 발표했던 5대 신사업 중 하나였던 태양광 사업의 전략을 수정하고 있다. 폴리실리콘을 사용하는 결정계 보다는 박막계 태양전지를 중장기 연구과제로 전환하고 R&D에 집중한다는 것이다. 이럴 경우, 삼성정밀화학이 MEMC와 합작으로 설립한 SMP의 장기 성장성도 훼손될 수 밖에 없다.

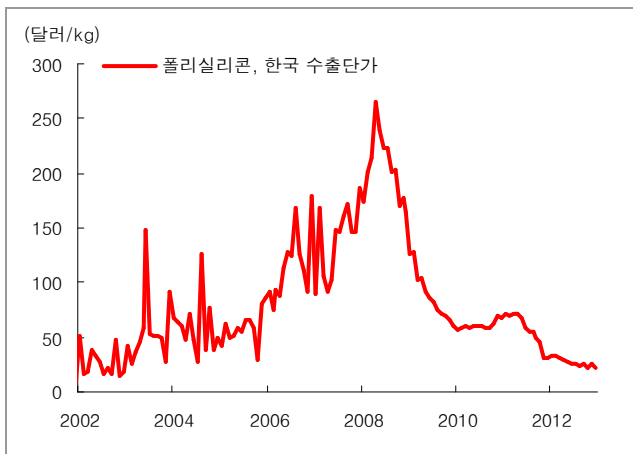
SMP의 원가 경쟁력과 다양한 제품에의 적용 가능성

하지만, 우려하기에는 이르다고 판단한다. 1) 높은 원가 경쟁력을 보유하고 있고, 2) 태양광 이외에 반도체 용으로도 사용될 수 있기 때문이다. SMP는 MEMC의 FBR (Fluidized Bed Reactor) 공법을 이용하여 폴리실리콘을 생산한다. MEMC에 의하면, FBR공법은 지멘스 공법 대비 에너지 소비량이 60~70%에 불과하다. 또한 SMP에서 생산하는 폴리실리콘은 태양광뿐만 아니라 반도체 등 고품질 제품 용도로 사용될 수 있다는 강점도 있다.

폴리실리콘 매출은 2014년 중순부터 발생할 것으로 예상

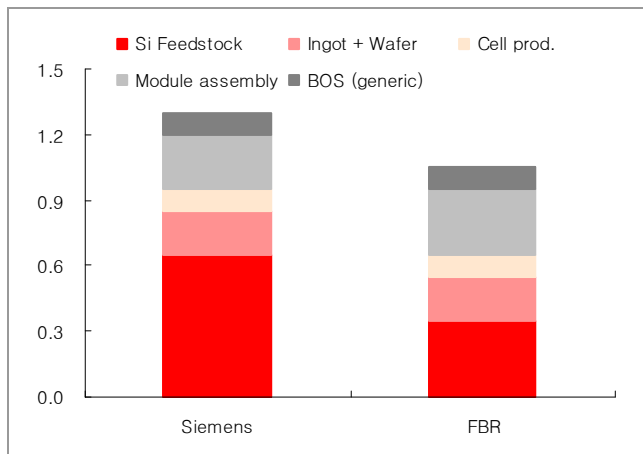
SMP의 폴리실리콘 공장은 삼성정밀화학 부지 내에 위치하고 있으며 현재 건설 중인 1만톤/년 규모의 공장은 4Q13에 완료될 예정이다. 약 6개월 정도의 시생산 기간을 거치면 2014년 중순부터 본격적인 매출이 발생할 것으로 예상된다. 삼성정밀화학은 물량의 50%를 판매할 예정이며, 현재 폴리실리콘 Contract 가격이 약 23달러/kg에서 형성되고 있는 것을 감안한다면 연간 매출액은 약 1,100억원 수준이 예상된다.

그림 24. 폴리실리콘 가격 추이



자료: KITA, KB투자증권

그림 25. FBR공법과 Siemens 공법에 따른 모듈 제조원가 차이



자료: 산업자료, KB투자증권

IV. Valuation

삼성정밀화학의 목표주가를
75,000원으로 제시

삼성정밀화학의 목표주가를 75,000원으로 제시한다. EV/EBITDA와 DCF를 통해서 삼성정밀화학의 적정 주가를 산출하였다.

EV/EBITDA를 통해서 도출한 주당
적정가치는 2013년 65,001원,
2014년 85,832원

EV/EBITDA를 통해서 도출한 삼성정밀화학의 주당 적정가치는 2013년 기준 65,001원, 2014년 기준 85,832원이다. 2013년과 2014년 예상 EBITDA에 현재 석유화학 업종 평균인 6.5X에서 30% 할증한 8.5X를 적용하였다. 2013년 기준으로는 65,000원 정도가 적정선이라고 판단하나, 성장 모드로 진입하였기 때문에 2013년과 2014년 주당 적정가치를 평균한 75,000원을 목표주가로 제시한다.

DCF를 통해서 도출한
삼성정밀화학의 적정가치는
2013년 기준 64,767원

DCF를 통해서 도출한 삼성정밀화학의 적정가치는 2013년 기준 64,767원이다. 목표주가 산정을 위해서 삼성정밀화학의 장기 영업이익률을 8.0%로 가정하였다. 1992년~2012년 평균 삼성정밀화학의 평균 영업이익률은 6.3%였으나, 사업 구조 변화를 바탕으로 장기 영업이익률 레벨업이 가능하다고 판단하기 때문이다. WACC 산정을 위해서 무위험이자율은 4.0%, 리스크프리미엄은 7.0%, 베타는 1.12를 적용하였다. 베타는 지난 2년간 주간 주가 상승률을 적용하였으며, 수정 베타를 사용하였다. 타인자본비용은 무위험이자율에 회사채 AA-등급 스프레드를 가산하여 적용하였으며, 영구성장률은 2%로 가정하였다.

표 2. 삼성정밀화학의 Valuation (1): EV/EBITDA

(단위: 십억원)	EBITDA 배수	2013E	2014E	비고
영업가치	8.5	1,544	2,091	화학업종 평균에서 30% 프리미엄
관계기업투자자산, 투자유가증권 등		367	389	장부가액에서 20% 할인
순차입금		256	294	연말 기준
목표 시가총액		1,655	2,186	
보통주식수		25,800,000	25,800,000	
조정1) 자기주식수(주)		332,000	332,000	
조정주식수		25,468,000	25,468,000	
보통주 주당 가치(원)		65,001	85,832	
목표주가(원)		75,000	75,000	2013년, 2014년 평균
Target P/E		24.6	15.6	
Target P/B		1.6	1.5	

자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

표 3. 삼성정밀화학의 Valuation (2): DCF

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
매출액	1,594	1,846	2,028	2,230	2,387
EBIT	80	134	160	187	191
Tax rate	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
NOPLAT	66	110	131	153	157
(+) 감가상각비	103	114	118	118	126
(+) 운전자본증가(감소)	58	33	23	34	25
(-) Capex	270	203	162	112	113
FCF	(160)	(12)	64	125	146
WACC	10.1%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
NPV of FCF	257	WACC 산정을 위한 주요 가정			
NPV of CV	1,023				
Enterprise Value	1,279				
Non-operating Value	538				
Debt	146				
Net Enterprise Value	1,671				
보통주 주당가치 (원)	64,767				

자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

표 4. 삼성정밀화학의 Historical Valuation

(단위: X)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	'02~'11	2013E	2014E
PER													
고점	11.0	10.7	17.4	29.2	49.1	18.1	17.9	26.2	29.9	23.8	23.3		
저점	7.6	7.0	8.7	15.5	14.4	8.3	11.2	13.9	13.6	17.8	11.8		
기말	9.9	9.8	17.1	18.7	28.3	11.6	14.0	25.1	21.3	20.6	17.6		
평균	9.6	9.1	11.8	21.0	26.5	14.7	14.4	18.9	22.9	20.4	16.9	18.1	11.5
섹터평균	6.4	4.6	6.9	8.7	12.5	11.8	6.9	8.9	14.3		9.0	11.8	9.3
Premium/Discount (%)	50.1	99.1	70.2	141.9	112.0	23.9	107.8	112.8	59.7		87.9	54.1	22.8
시장평균	7.2	6.6	8.5	10.9	13.2	13.4	10.4	10.0	13.7		10.4		
Premium/Discount (%)	33.6	37.4	38.4	93.0	101.4	9.2	38.7	88.6	67.2		62.3		
PBR													
고점	0.8	0.8	1.3	1.4	2.8	2.0	1.9	2.2	2.1	1.6	1.7		
저점	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9	1.2	1.2	0.9	1.2	0.9		
기말	0.7	0.7	1.3	0.9	1.6	1.3	1.5	2.1	1.5	1.4	1.3		
평균	0.7	0.7	0.9	1.0	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6	1.3	1.2	1.2	1.1
섹터평균	0.6	0.6	0.8	0.9	1.3	1.2	1.1	1.4	1.7		1.1		
Premium/Discount (%)	16.0	8.9	15.2	13.1	19.6	39.1	35.7	14.7	(9.1)		17.2		
시장평균	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6	1.3	1.1	1.2	1.3		1.2		
Premium/Discount (%)	(25.5)	(34.0)	(24.5)	(28.4)	(2.1)	24.2	34.3	27.2	18.7		1.0		
EV/EBITDA													
고점	4.9	4.0	7.2	10.3	20.3	8.6	9.7	17.9	14.8	11.9	11.0		
저점	3.4	2.4	3.2	4.6	4.7	3.6	5.6	8.5	6.3	9.0	5.1		
기말	4.4	3.6	7.1	5.9	11.0	5.3	7.3	17.0	10.4	10.3	8.2		
평균	4.3	3.3	4.6	6.9	10.2	6.9	7.5	12.3	11.2	10.3	7.7	9.2	6.9
섹터평균	5.4	4.9	5.8	7.0	9.6	7.9	5.9	7.3	9.8		7.1		
Premium/Discount (%)	(20.3)	(32.9)	(21.2)	(1.9)	6.3	(13.1)	27.0	69.0	13.4		9.4		
시장평균	4.9	4.6	6.1	7.7	9.0	7.6	7.7	7.7	9.9		7.2		
Premium/Discount (%)	(13.3)	(29.4)	(24.9)	(10.7)	13.0	(9.7)	(2.0)	60.3	13.2		6.7		

자료: FnGuide, KB투자증권

삼성정밀화학의 밸류에이션 프리미엄 지속될 것

삼성정밀화학의 업종 대비 밸류에이션 프리미엄도 지속될 수 있을 것으로 판단한다. 삼성정밀화학은 안정적인 수익성을 확보하고 있는 niche market에서의 외형 성장을 바탕으로 밸류에이션 프리미엄을 받아 왔기 때문이다.

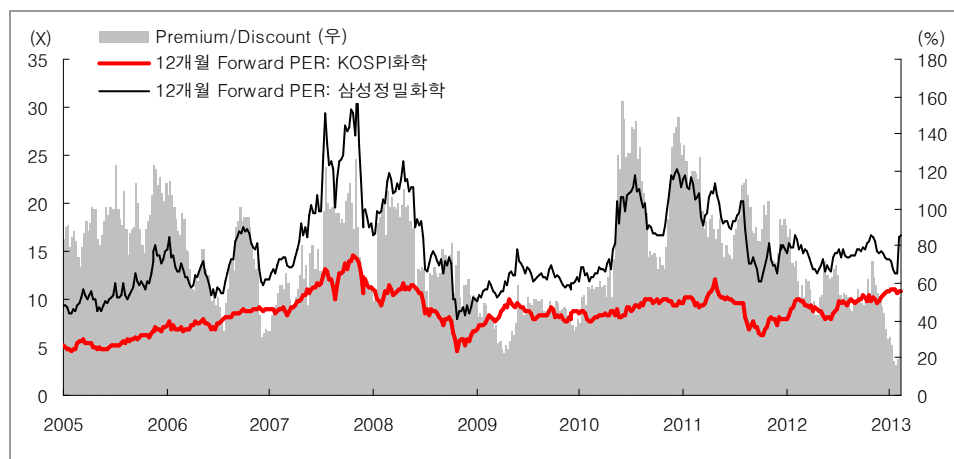
최근 이익 추정치 하향에 따라 밸류에이션 프리미엄은 50%대로 상승

컨센서스 수익 전망치를 기준으로 삼성정밀화학의 12개월 Forward PER은 KOSPI 화학업종 대비 과거 10년 평균 67.1%, 과거 5년 평균 71.3%, 과거 2년 평균 70.1%에 거래되었다. 2010년 중반 폴리실리콘 사업의 기대감으로 업종 대비 밸류에이션 프리미엄이 150% 이상으로 급증하기도 하였으나, 폴리실리콘 가격 하락 등으로 2012년에는 밸류에이션 프리미엄이 50~70% 수준으로 하락하였다. 최근에는 수급 요인으로 프리미엄이 20% 아래로 하락하였으나, 이익 추정치 하향에 따라 다시 50% 수준으로 상승한 상태이다.

삼성정밀화학의 바닥 주가는 46,000원

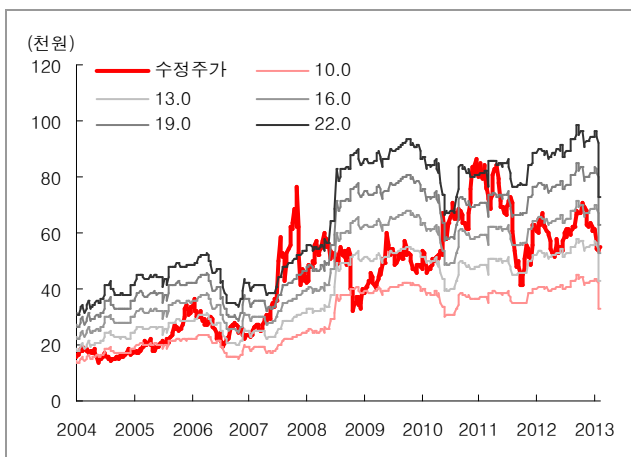
2007년 이후 삼성정밀화학의 밸류에이션 저점은 PBR 1.0X에서 형성되었다. 2013년 예상 BPS가 45,941원임을 감안한다면 삼성정밀화학의 바닥 가격은 46,000원 수준으로 판단한다.

그림 26. 화학 업종과 삼성정밀화학의 밸류에이션 비교



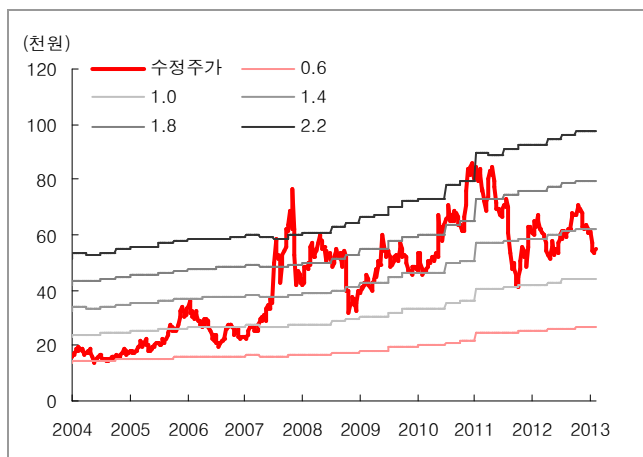
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 27. 12 month forward PER Band Chart



자료: FnGuide, KB투자증권
주: FnGuide 컨센서스 기준

그림 28. Trailing PBR Band Chart



자료: FnGuide, KB투자증권
주: FnGuide 컨센서스 기준

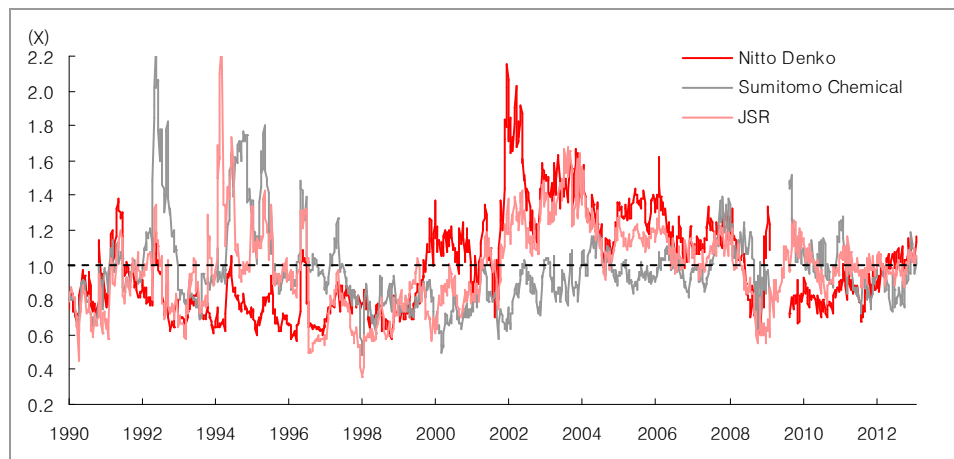
일본에서 찾아보는
스페셜티 케미칼 업체의
밸류에이션 프리미엄

스페셜티 케미칼 업체의 밸류에이션 프리미엄은 일본에서도 살펴볼 수 있다. 최근 Nitto Denko의 주가는 2007년 말 이후 최고 수준으로 상승했다. 일본의 화학업종 평균 대비 Nitto Denko의 상대 밸류에이션 프리미엄도 2012년 하반기부터 Sumitomo Chemical과 JSR을 앞질렀다. 이는 Nitto Denko의 수익성 개선 추이와 무관하지 않다고 판단한다.

스페셜티 필름에 집중했던
Nitto Denko의 전략 주요

2013년 3월에 종료되는 FY2012 기준으로 Nitto Denko의 영업이익이 Sumitomo Chemical을 앞지를 것으로 예상된다. FY1991~FY2007까지 Sumitomo Chemical의 영업이익이 Nitto Denko 대비 평균 3억 달러를 초과했던 것과 비교한다면 Nitto Denko의 괄목할만한 성장이다. 이는 Sumitomo Chemical의 주력인 순수 석유화학 및 제약 분야의 수익성 개선 추이보다 Nitto Denko의 스페셜티 필름 부문의 성장이 빠르기 때문이다. Nitto Denko는 2009년 LG화학에 편광필름 1위 자리를 내 놓은 이후 1위 자리를 탈환하기 보다 ITO필름 등 특수 필름 영역과 모바일기기용 증소형 편광필름에 집중하였고, 이 전략이 Nitto Denko의 수익성 상승에 크게 기여하였다.

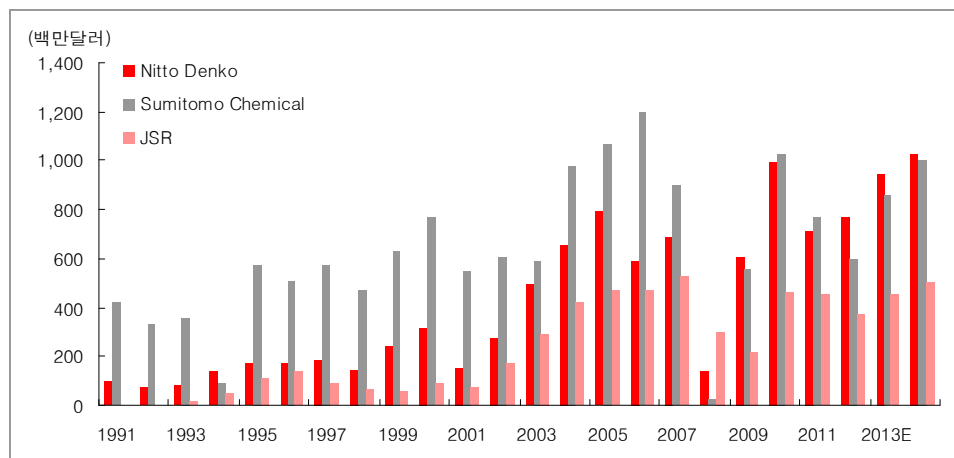
그림 29. 일본 화학 3사의 업종 대비 상대 12개월 Forward PBR 추이



자료: Datastream, KB투자증권

1990년~2007년까지는
Sumitomo Chemical이 Nitto
Denko를 월등히 앞섰으나,
2012년부터 Nitto Denko가
Sumitomo Chemical의
영업이익을 추월

그림 30. 일본 화학 3사의 연간 영업이익 비교 (1991년~2014년)



자료: Bloomberg, KB투자증권

주: FY2012의 경우 2013년 3월에 종료되는 회계연도 기준임.

V. 주가 흐름

세 가지 국면

지난 4년간 삼성정밀화학의 주가를 세 부분으로 나누어서 설명할 수 있다. 2009년~2011년 상반기까지 화학업종의 대세 상승기인 제 1국면, 2011년 하반기~2012년 4월까지의 글로벌 매크로가 부각되던 제 2국면, 2012년 5월~현재까지 업종 내 차별화가 진행되었던 제 3국면이다.

제 1국면, 삼성정밀화학의 이익 하락에도 불구하고 신사업에 대한 기대감으로 주가 상승

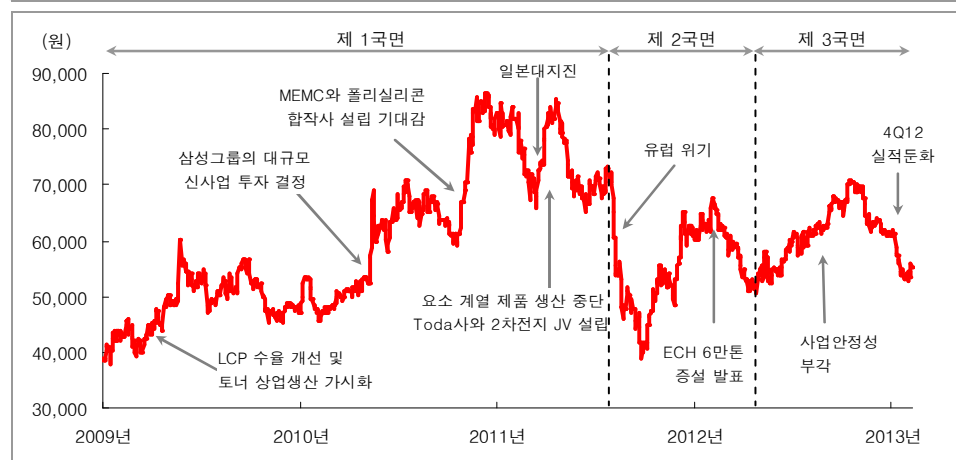
제 1국면이라고 볼 수 있는 2009년부터 2011년 상반기까지는 화학 업종의 대세 상승기로 순수 화학 종목인 롯데케미칼(호남석유), 금호석유, 한화케미칼 등의 주가 상승이 압도적이었다. 당시 기타 석유화학 종목들이 이익 증가로 주가가 상승했던 반면, 삼성정밀화학은 신규 사업의 기대감으로 주가가 상승하였다. 2010년 삼성그룹의 5대 신수종 사업 발표와 삼성정밀화학의 폴리실리콘 합작법인 설립이 주가 상승의 결정적인 요인이었다.

2009년 초부터 2011년 중순까지는 삼성정밀화학의 영업이익이 추세적으로 하락하는 시기였다. 2011년 4월 1일자로 요소 사업을 스크랩 하기 전까지 요소 부문의 적자폭이 확대되고 있기 때문이었다. 북미의 글로벌 메이저 요소 생산업체들은 천연가스를 기반으로 요소를 생산했던 반면, 삼성정밀화학은 납사를 기반으로 요소를 생산하고 있어서 납사 가격 상승과 천연가스 가격의 하락이 삼성정밀화학 요소 사업 적자폭 확대의 요인이었다. 이런 이익 하락에도 불구하고 주가는 장기 성장성을 바탕으로 상승하였다.

제 2국면, 글로벌 매크로 이슈로 화학업종 내 동조화

제 2국면은 2011년 하반기부터 2012년 4월까지이다. 유럽의 재정위기가 글로벌 주식시장에 영향을 주었던 시기다. 제 2국면에서 화학 업종 내 개별 주식은 대부분 동조화 되어 움직였다. 2011년 8월 유럽위기가 처음 불거졌을 당시 대부분 화학 주식이 급락하였다. 삼성정밀화학도 예외는 아니었다. 2012년 초에는 연초 유동성 효과와 기대감으로 대부분의 화학 주가가 상승하였으며, 2월 초를 고점으로 다시 하락하였다. 경기 회복의 기대감 보다는 위기의 장기화와 이익 추정치 하향이 지속되었기 때문이다.

그림 31. 삼성정밀화학의 주가 추이



자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

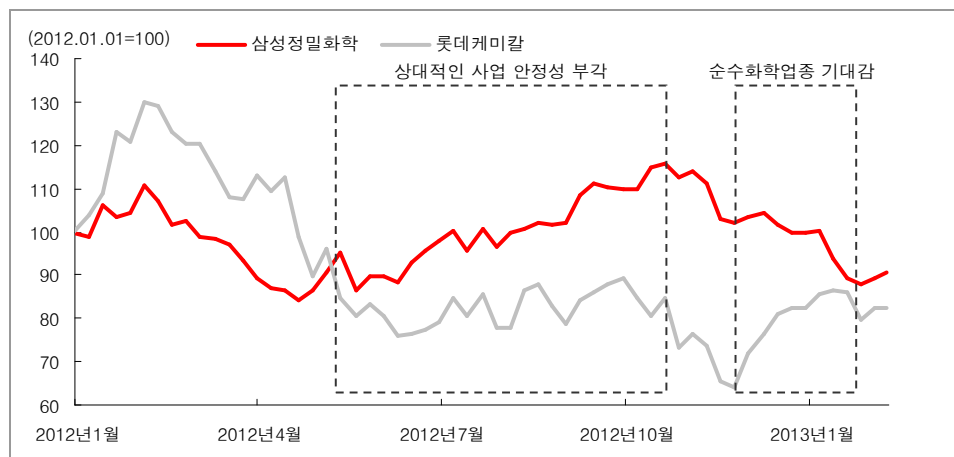
제 3국면, De-coupling

제 3국면인 2012년 5월 이후 현재까지 화학 업종 종목별 차별화가 진행되었다. 2012년 5월 이후 순수화학업종은 하락했던 반면, 삼성정밀화학 등 Niche Player의 주가는 상승하였다. Niche Player의 상대적인 사업 안정성이 부각되었기 때문이다. 2012년 12월~2013년 1월에는 다시 순수석유화학 업종의 주가 상승이 돋보였다. 연초 기대감과 제품 가격 상승이 동반되었던 반면, Niche Player들의 수익성 하락과 어닝쇼크로 아무리 Niche Player라 할지라도 사이클 특성을 벗어날 수 없다는 사실을 확인하였기 때문이다.

지금부터는 Commodity 제품을 중심으로 한 수익성 개선 시기

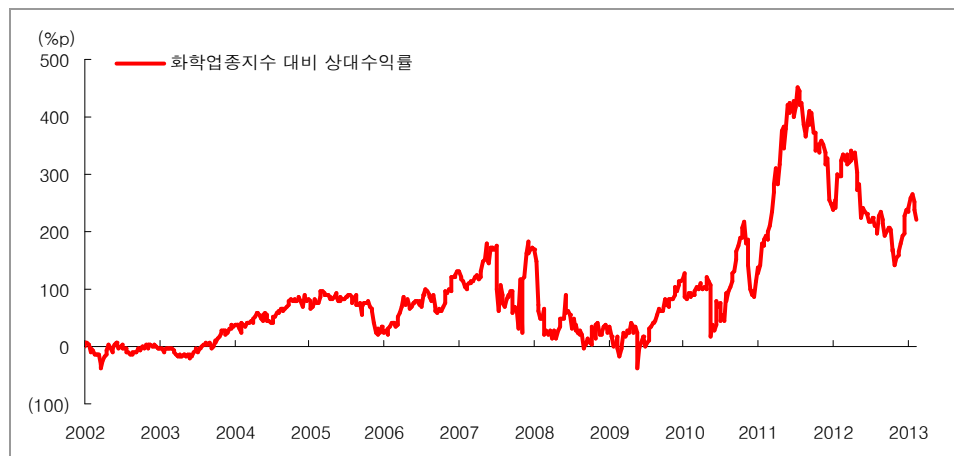
지금부터는 Commodity 제품을 중심으로 한 수익성 개선 시기라고 판단한다. 그러한 측면에서 순수석유화학 업종의 주가가 상대적으로 아웃퍼폼 할 가능성이 높다. 하지만, 순수화학 업체와 Niche Player의 주가 차별화가 2012년과 같이 극명하게 De-coupling 되기보다는 시차를 두고 유사한 방향으로 움직일 가능성이 크다고 본다. 최근 Niche Player의 주가 하락이 상대적으로 컸고, Niche Player들의 사업부문 가운데 Commodity 성격을 가지고 있는 제품의 수익성도 2013년 중순부터 개선될 가능성이 높기 때문이다.

그림 32. 제 3국면에서 순수화학업체와 주가 비교



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 33. 화학업종지수 대비 삼성정밀화학의 상대수익률 (2002년 이후)



자료: Fnguide, KB투자증권

VI. 실적 전망

2013년 영업이익은 801억원
(+44.1% YoY)으로 전망

KB투자증권은 삼성정밀화학의 2013년 매출액과 영업이익을 각각 1.6조원 (+11.4% YoY), 801억원 (+44.1% YoY)으로 전망한다. 염소/셀룰로스 부문과 전자재료 부문의 지속적인 성장과 수익성 개선이 주 요인이다. 회사에서 제시하고 있는 2013년 연간 가이드는 매출액 1.75조원, 영업이익 900~950억원 수준 대비해서는 보수적으로 접근하고 있다.

1Q13은 정기보수 비용 등으로
영업적자 가능성

1Q13에는 일시적으로 분기 영업 적자 전환될 것으로 전망한다. 최근 염소/셀룰로스 부문의 범용 제품 가격이 반등하고 있지만 아직도 낮은 수준이며, 매년 1분기에 있는 정기보수를 감안해야 하기 때문이다. 정기보수 비용으로 약 60~70억원이 소요될 것으로 예상된다. 분기 영업적자는 2006년 2/4분기 이후 처음 발생하는 것이지만, 정기보수가 마무리되는 2Q13부터는 분기 2백억원대의 영업이익을 회복할 것으로 전망한다.

지분투자금액을 포함하여 2013년 연간 예상투자금액은 약 4,500억원이다. 이를 위해서 약 2천억원의 차입금이 증가할 것으로 전망된다.

표 5. 삼성정밀화학 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2011	2012P	2013E	2014E
매출액												
전체	357.7	363.4	369.6	340.5	365.3	387.9	414.2	427.0	1,333.6	1,431.2	1,594.4	1,846.5
염소/셀룰로스	163.8	165.0	151.9	135.7	155.6	163.2	177.0	188.2	589.9	616.4	684.0	842.0
암모니아	169.5	174.4	186.9	173.9	176.7	187.2	193.5	189.8	653.5	704.7	747.2	775.3
전자재료	24.4	24.1	30.7	30.9	33.1	37.5	43.7	48.9	90.2	110.1	163.2	229.2
영업이익	19.2	19.6	13.2	3.6	(1.0)	20.6	29.3	31.2	74.6	55.6	80.1	133.8
지배주주순이익	20.7	26.9	15.9	9.8	3.2	24.6	24.8	26.2	73.4	73.3	78.6	124.3
EBITDA	42.9	44.1	38.2	29.1	23.2	45.8	55.4	58.4	153.0	154.3	182.8	247.4
영업이익률	5.4	5.4	3.6	1.1	(0.3)	5.3	7.1	7.3	5.6	3.9	5.0	7.2
순이익률	5.8	7.4	4.3	2.9	0.9	6.3	6.0	6.1	5.5	5.1	4.9	6.7
EBITDA 마진	12.0	12.1	10.3	8.5	6.3	11.8	13.4	13.7	11.5	10.8	11.5	13.4

자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

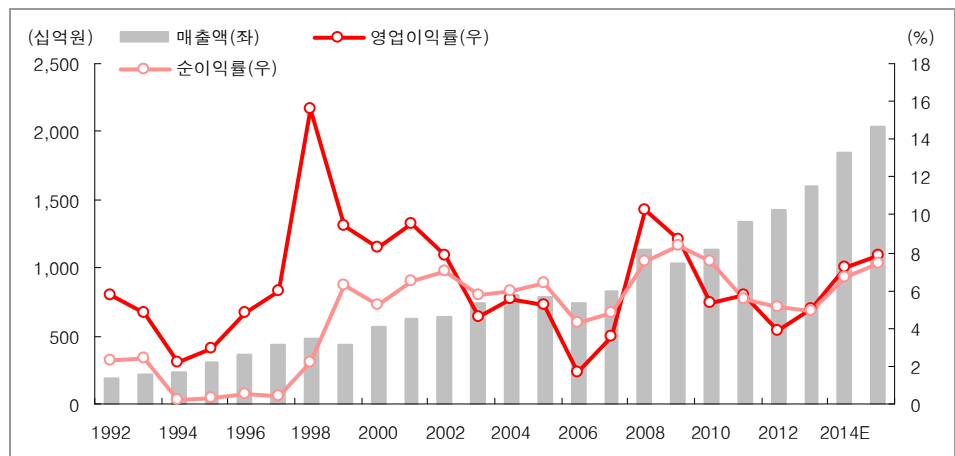
주: 회계기준 변경으로 회사에서 제시하는 수치와 일부 차이가 날 수 있음

**삼성정밀화학의 장기
영업이익률은 8.0%로 전망**

삼성정밀화학의 장기 영업이익률은 8.0%로 전망하고 있다. 요소 가격 급등으로 2008년 일시적으로 영업이익률이 10.3%로 급등하기도 했으나, 삼성정밀화학의 평균 영업이익률은 과거 10년 평균 5.4%, 과거 20년 평균 6.3% 수준이었다.

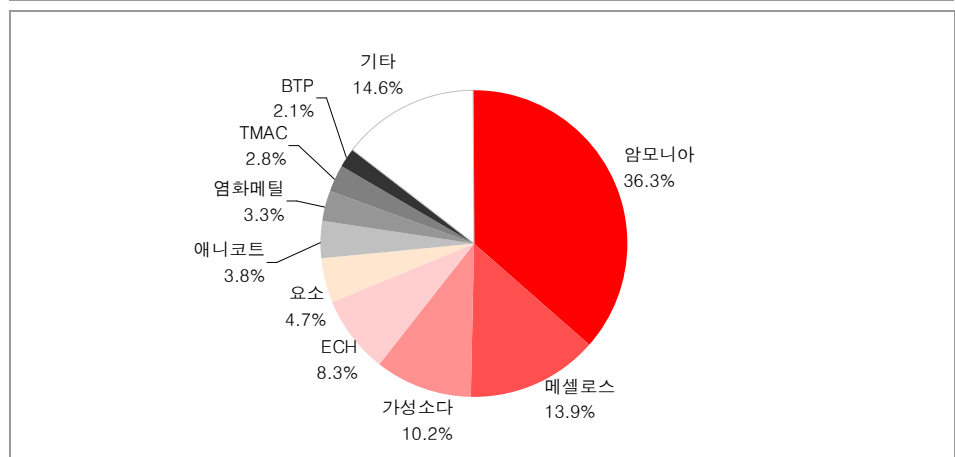
하지만, 사업 구조 변화를 통한 수익성 상승 국면으로 진입하고 있다고 판단한다. 구조적인 영업 적자요인이었던 요소 사업을 스크랩하고, 트레이딩 사업으로 전환을 완료하였다. 염소/셀룰로스 부문의 수익성은 범용 제품 가격의 급락으로 일시적인 어려움을 겪고 있지만, 메셀로스 등 주력 사업의 확장이 순조롭게 진행되고 있다. 전자재료 부문도 현재 이익 악화 요인인 BTP, LCP 등도 고객 내 점유율 확보 및 신규 적용 제품의 확대로 점진적인 수익성 개선을 기대할 수 있을 것이다.

그림 34. 영업이익률 및 순이익률 추이



자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

그림 35. 주요 제품별 매출 비중 (2012년 기준)



자료: 삼성정밀화학, KB투자증권

VII. Consensus와의 차이

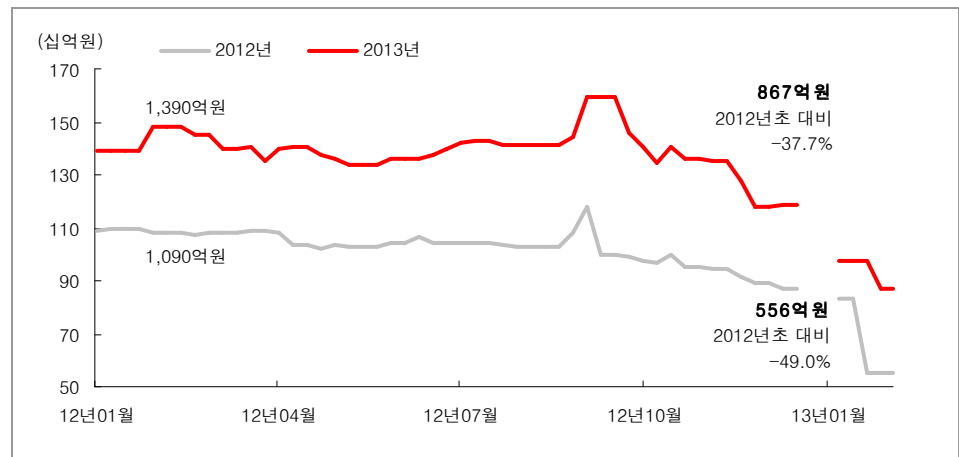
컨센서스 영업이익의 추가 하향 가능성이 높은 상황

현재 삼성정밀화학의 2013년 컨센서스 영업이익은 867억원이다. 2012년 초 전망치 1,390억원 대비 37.7% 하향되었다. KB투자증권은 현재 컨센서스 대비 7.6% 낮은 801억원으로 전망하고 있어 최소한 1분기 실적이 발표되는 4월까지의 컨센서스의 추가 하향 가능성이 높은 것으로 판단한다. 대부분의 1분기 실적 전망치가 아직까지는 흑자로 추정되어 있으나, 적자 전환 가능성이 높기 때문이다.

이익 상향의 전제조건

향후 컨센서스 이익 전망치의 상향을 위해서는 1) ECH, 염화메탄 등 범용 제품의 가격 상승 추이와, 2) 전자재료 사업에서의 적자폭 축소를 확인이 전제되어야 할 것으로 판단한다.

그림 36. 삼성정밀화학 영업이익 컨센서스 추이 (최근 1개월 기준)



자료: FnGuide, KB투자증권

VIII. Risk요인

두 가지 리스크 요인 삼성정밀화학 이익 추정의 리스크 요인에는 1) 범용 제품의 수익성 개선 지연, 2) 전자재료 부문의 신규 고객 발굴 지연 등이 있다.

**ECH 공급 증가에 따른 수익성
회복 지연 리스크**

현재 글로벌 ECH 수요는 150만톤 수준이다. 2012년에 이미 40만톤의 신규 ECH 공장이 가동된 것으로 추정되고, 2013년에도 일부 가동될 것으로 예상되어 ECH의 공급 과잉과 스프레드 약세가 우려되는 상황이다. 하지만, 2013년 하반기부터는 추가적인 생산능력 확대가 미미하고, 건설 경기 회복에 따른 페인트 수요 증가가 ECH 수익성 회복을 견인할 수 있을 것으로 예상된다.

표 6. 중국의 ECH 증설 계획

회사명	지역	생산능력(톤/년)	가동 일정	비고
Shandong Haili Chemical	Jiangsu	160,000	2012년 5월	
Dongying Hebang Chemical	Shandong	120,000	2012년 말	
Jiangsu Sanmu /Shandong Lubei Enterprise	Shandong	120,000	2012년 말	
Shandong Jinling Chemical	Shandong	100,000	2013년 6월	ECH/PO Swing
Changzhou Sanyue Chemical	Jiangsu	100,000	2013년	
Tangshan Risun Chemical	Hebei	100,000	2013년	
ABT (Solvey)	Jiangsu	100,000	2014년 하반기	

자료: ICIS, KB투자증권

주: 글로벌 ECH 생산능력 확대는 대부분 중국

전자재료 부문의 리스크 요인

두 번째 리스크 요인은 전자재료 부문에 있다. 현재 전자재료 부문의 수익성 하락 요인은 BTP의 고정비 부담과 LCP의 전방산업 축소에 있다. BTP의 고객사 내의 점유율 상승을 기대해 볼 수는 있겠으나, 엔화 약세에 따라 일본 업체 대비 경쟁력이 약화되고 있다. LCP의 경우도 신규 어플리케이션을 확대함으로써 적자폭을 축소할 것으로 예상되나, 신규 어플리케이션의 발굴이 지연될 경우 지속적인 영업 적자가 불가피할 것으로 보인다.

Appendices

표 7. Peer Comparison 국내 관련 업체 비교

	삼성정밀화학	LG화학	롯데케미칼	금호석유	한화케미칼	효성	코오롱인더	제일모직	SKC	OCI
현재주가 (02/12)	55,200	296,500	245,500	116,000	18,550	61,100	60,500	87,700	34,500	167,000
시가총액 (십억원)	1,424	19,649	8,415	3,534	2,602	2,146	1,516	4,599	1,249	3,983
절대수익률 (%)										
1M	(3.7)	(8.5)	(4.7)	(10.8)	(9.1)	(8.0)	(4.7)	(5.5)	(15.9)	(12.8)
3M	(18.5)	(2.9)	14.5	6.4	4.5	(5.3)	11.6	(0.5)	(11.5)	8.8
6M	(10.1)	(8.6)	(4.8)	(8.7)	(15.7)	4.4	(12.7)	(10.6)	(24.1)	(19.1)
1Y	(15.6)	(29.2)	(36.1)	(32.0)	(38.7)	(9.3)	(20.9)	(10.5)	(33.3)	(45.2)
상대수익률 (%)										
1M	(1.1)	(5.9)	(2.1)	(8.2)	(6.5)	(5.4)	(2.2)	(2.9)	(13.3)	(10.2)
3M	(20.8)	(5.3)	12.1	4.1	2.1	(7.6)	9.3	(2.8)	(13.9)	6.4
6M	(10.1)	(8.6)	(4.8)	(8.6)	(15.7)	4.5	(12.7)	(10.6)	(24.1)	(19.1)
1Y	(13.2)	(26.7)	(33.7)	(29.6)	(36.3)	(6.9)	(18.5)	(8.1)	(30.9)	(42.8)
PER (X)										
2012E	19.4	13.5	21.7	27.8	27.4	13.0	7.7	22.0	18.8	43.8
2013E	18.1	12.0	15.0	12.1	11.0	9.0	7.1	15.2	9.1	30.8
2014E	11.5	9.7	11.9	8.4	7.5	7.3	5.9	12.7	6.9	13.4
PBR (X)										
2012E	1.3	2.1	1.4	2.6	0.7	0.7	0.9	1.4	1.1	1.2
2013E	1.2	1.9	1.3	2.2	0.7	0.7	0.8	1.3	1.0	1.2
2014E	1.1	1.6	1.1	1.8	0.6	0.6	0.7	1.2	0.9	1.1
ROE (%)										
2012E	6.5	14.9	6.8	8.5	0.0	5.3	11.7	6.3	5.8	3.1
2013E	6.7	14.9	9.9	19.3	5.3	7.4	11.6	8.5	11.2	3.5
2014E	9.8	16.2	11.3	22.9	7.9	9.2	12.4	9.9	13.1	9.0
매출액성장률 (%)										
2012E	7.3	2.6	1.9	(8.9)	(13.0)	14.0	(1.5)	7.7	6.3	(24.7)
2013E	11.4	6.7	1.7	0.4	6.2	5.1	9.3	12.2	10.7	5.7
2014E	15.8	7.4	2.1	8.4	6.9	2.0	5.8	12.3	9.9	13.6
영업이익성장률 (%)										
2012E	(25.5)	(32.2)	(69.3)	(73.3)	(52.1)	9.6	(20.2)	12.1	(40.1)	(85.1)
2013E	44.1	15.6	62.1	79.9	93.0	61.9	11.1	27.5	46.7	48.7
2014E	67.1	23.8	24.1	41.5	52.1	13.7	8.7	21.3	18.4	106.5
순이익성장률 (%)										
2012E	(0.2)	(30.6)	(66.6)	(76.8)	(99.2)	흑전	(36.9)	(19.4)	(55.8)	(82.3)
2013E	7.3	12.8	56.8	153.6	16,596.2	58.1	14.0	44.6	300.0	1.1
2014E	58.0	24.2	25.8	43.6	58.2	16.9	15.1	20.3	40.2	135.2
영업이익률 (%)										
2012E	3.9	8.2	2.9	3.8	2.3	2.4	5.9	5.4	5.7	5.2
2013E	5.0	8.9	4.6	6.8	4.1	3.8	6.0	6.1	7.5	7.3
2014E	7.2	10.3	5.5	8.9	5.9	4.2	6.2	6.6	8.1	13.2
순이익률 (%)										
2012E	5.1	6.5	2.4	2.1	0.0	1.2	4.0	3.5	1.3	4.8
2013E	4.9	6.8	3.6	5.4	3.1	1.8	4.2	4.5	4.7	4.6
2014E	6.7	7.9	4.5	7.2	4.5	2.1	4.5	4.8	6.0	9.4

자료: FnGuide, KB투자증권

손익계산서

	2010	2011	2012P	2013E	2014E
매출액	1,130	1,334	1,431	1,594	1,846
증감률 (YoY %)	8.8	18.0	7.3	11.4	15.8
매출원가	990	1,174	1,266	1,377	1,553
판매 및 일반관리비	79	85	110	138	159
기타	(0)	0	(0)	(0)	(0)
영업이익	61	75	56	80	134
증감률 (YoY %)	(33.1)	22.9	(25.5)	44.1	67.1
EBITDA	113	153	154	183	247
증감률 (YoY %)	(19.2)	35.3	0.8	18.5	35.3
이자수익	18	13	3	15	15
이자비용	0	1	0	9	13
지분법손익	13	11	10	11	16
기타	38	12	38	21	31
세전계속사업손익	104	88	86	96	152
증감률 (YoY %)	0.2	(15.6)	(1.9)	11.4	58.0
법인세비용	19	14	13	17	27
당기순이익	85	73	73	79	124
증감률 (YoY %)	(1.7)	(13.8)	(0.2)	7.3	58.0
순이익의 귀속					
지배주주	85	73	73	79	124
비지배주주	0	(0)	(0)	(0)	(0)
이익률 (%)					
영업이익률	5.4	5.6	3.9	5.0	7.2
EBITDA마진	10.0	11.5	10.8	11.5	13.4
세전이익률	9.2	6.6	6.0	6.0	8.2
순이익률	7.5	5.5	5.1	4.9	6.7

현금흐름표

	2010	2011	2012P	2013E	2014E
영업현금	104	140	149	116	194
당기순이익	85	73	73	79	124
자산상각비	52	65	23	103	114
기타비현금성손익	(8)	3	48	(7)	(12)
운전자본증감	(35)	(4)	6	(58)	(33)
매출채권감소 (증가)	(12)	(44)	18	(62)	(35)
재고자산감소 (증가)	(37)	(12)	38	(42)	(24)
매입채무증가 (감소)	21	32	(40)	46	26
기타	(8)	20	(10)	0	0
투자현금	(88)	(89)	(258)	(340)	(215)
단기투자자산감소 (증가)	(23)	102	31	(0)	(0)
장기투자증권감소 (증가)	(0)	5	(5)	(69)	(12)
설비투자	(71)	(183)	(252)	(270)	(203)
유무형자산감소 (증가)	(1)	(3)	1	(0)	(0)
재무현금	(16)	(9)	98	183	(17)
차입금증가 (감소)	0	7	114	200	0
자본증가 (감소)	(16)	(16)	(16)	(17)	(17)
배당금지급	16	17	17	17	17
현금 증감	0	42	(11)	(40)	(38)
총현금흐름 (Gross CF)	130	141	144	175	226
(-) 운전자본증가 (감소)	31	19	(9)	58	33
(-) 설비투자	71	183	252	270	203
(+) 자산매각	(1)	(3)	1	(0)	(0)
Free Cash Flow	26	(64)	(98)	(154)	(9)
(-) 기타투자	0	(5)	5	69	12
잉여현금	26	(59)	(102)	(223)	(21)

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

	2010	2011	2012P	2013E	2014E
자산총계	1,271	1,400	1,597	1,909	2,047
유동자산	573	582	537	601	622
현금성자산	218	159	118	77	39
매출채권	170	228	245	308	343
재고자산	170	187	166	208	232
기타	15	8	8	8	8
비유동자산	698	818	1,060	1,308	1,425
투자자산	313	315	378	458	486
유형자산	359	479	642	823	921
무형자산	27	25	41	27	18
부채총계	223	312	447	697	727
유동부채	162	230	229	276	302
매입채무	133	175	181	227	252
유동성이자부채	0	19	13	13	13
기타	29	36	36	36	37
비유동부채	61	82	217	421	426
비유동이자부채	0	0	120	320	320
기타	61	82	97	101	105
자본총계	1,048	1,089	1,150	1,212	1,320
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
이익잉여금	476	526	576	638	745
자본조정	112	103	115	115	115
지배주주지분	1,048	1,089	1,150	1,212	1,320
순차입금	(218)	(140)	15	256	294
이자지급성부채	0	19	133	333	333

주요투자지표

	2010	2011	2012P	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	25.1	21.4	19.4	18.1	11.5
PBR	2.1	1.5	1.3	1.2	1.1
PSR	1.9	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	17.0	10.5	9.3	9.2	6.9
배당수익률	0.8	1.1	1.2	1.3	1.4
EPS	3,301	2,846	2,840	3,048	4,816
BPS	39,575	41,237	43,010	45,941	50,461
SPS	43,800	51,691	55,474	61,798	71,569
DPS	650	650	650	700	800
수익성지표 (%)					
ROA	7.4	5.5	4.9	4.5	6.3
ROE	8.9	6.9	6.5	6.7	9.8
ROIC	9.4	10.3	8.2	7.2	10.2
안정성지표 (% , X)					
부채비율	21.3	28.6	38.8	57.5	55.1
순차입비율	n/a	n/a	1.3	21.1	22.2
유동비율	354.2	253.6	234.1	218.2	206.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
매출채권회전율	6.9	6.7	6.0	5.8	5.7
재고자산회전율	7.5	7.5	8.1	8.5	8.4
자산/자본구조 (%)					
투자자본	50.0	57.4	61.6	65.5	68.3
차입금	0.0	1.7	10.4	21.6	20.1

주: EPS는 원전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 02월 13일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	삼성정밀화학 주가 및 KB투자증권 목표주가
삼성정밀화학	2013/02/13	BUY	75,000		



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권㈜가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권㈜의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.



☐ 본사 및 지점망

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아팰리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.