Initiating coverage

Korea / Energy

10 June 2014

BUY

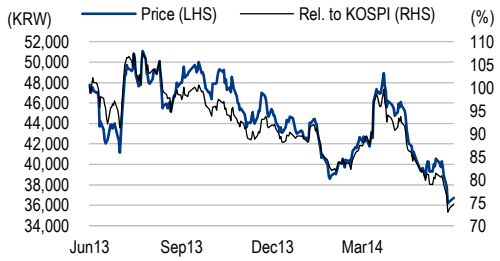
목표주가	**49,000** 원
현재주가 (9 June 2014)	**36,700** 원

Upside/downside (%)	33.5
KOSPI	1,990.04
시가총액 (십억원)	947
52 주 최저/최고	36,200 - 51,100
일평균거래대금 (십억원)	5.26
외국인 지분율 (%)	4.4

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	**1,314**	**1,305**	**1,408**	**1,525**
영업이익 (십억원)	(20.3)	(5.8)	73.2	147.0
당기순이익 (십억원)	**3.3**	**36.1**	**55.3**	**114.5**
수정순이익 (십억원)	3.3	36.3	55.3	114.5
EPS (원)	129	1,406	2,145	4,439
EPS 성장률 (%)	(95.4)	N/A	52.5	107.0
P/E (x)	**N/A**	**26.1**	**17.1**	**8.3**
EV/EBITDA (x)	40.1	20.5	9.3	6.2
배당수익률 (%)	0.7	0.8	1.6	1.6
P/B (x)	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE (%)	**0.3**	**3.2**	**4.7**	**9.2**
순차입금/자기자본 (%)	36.0	34.5	38.4	36.8

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(8.2)	(14.7)	(23.8)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(9.9)	(15.4)	(27.3)

이학무, Analyst
3774 1785 hmlee@miraeasset.com

정윤미
3774 1915 yoonmi.jung@miraeasset.com

삼성정밀화학 (004000 KS)

마무리 되는 성장통

삼성정밀화학을 목표주가 49,000 원에 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시함. 2014 년 하반기부터 기존 사업의 출하량 확대 및 가격 안정화로 영업이익률이 생산능력 확대 이전으로 회복되기 시작할 것임. 또한 양극활물질 양산을 시작으로 새로운 성장 동력이 될 것으로 기대하는 2 차전지 재료 사업이 본격화 될 것임. 최근에 일부 투자자산 매각을 통해서 확보한 2 천억원에 달하는 현금으로 2 차전지 재료 사업을 공격적으로 확대할 수 있게 된 것은 더욱 긍정적임. 현 주가는 최근 5 년간 저점 수준인 PBR 0.9 배를 하회하고 있어 매수 전략은 충분히 유효할 것임. 목표주가 49,000 원에 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시함.

ECH, 메셀로스 및 애니코트 등 기존 사업의 점진적 회복세 전망

2013 년 4/4 분기에 생산능력이 2 배로 증가한 ECH 의 출하량이 2014 년에 YoY 40~50% 증가를 보이며 분기 100 억원 전후의 적자가 2014 년 4/4 분기에 20 억원 전후 적자로 크게 축소될 것임. 시멘트의 첨가제로 주로 사용되는 메셀로스도 국내 건설 경기뿐 아니라 미국의 주택경기 회복과 함께 출하량이 꾸준히 증가하며 영업이익률을 10% 수준까지 올릴 수 있을 것임. 애니코트는 2012 년 4/4 분기에 연간 생산능력을 기존 3 천톤에서 7 천톤으로 확대했음에도 불구하고 출하량 감소로 수익성이 크게 악화되었으나 고객사의 신약 출시 지연 등의 문제가 해결 되면서 물량 확대를 통한 수익성 개선을 기대할 수 있을 것임. 상반기까지는 전자재료 부문에서의 구조조정 등으로 영업적자가 지속될 수 밖에 없으나 하반기에는 기존 사업의 수익성 회복을 바탕으로 하반기 전체로 200 억원 수준의 영업이익 기대가 가능할 것임.

새로운 성장 동력으로 2 차전지 재료 장착은 긍정적임

하반기에 양극활물질을 본격적으로 양산함에 따라 삼성정밀화학의 성장에 대한 새로운 기대를 가질 수 있을 것으로 판단함. 2 차전지 시장은 EV 및 ESS 등을 기반으로 2020 년까지 연평균 30%의 성장이 기대되는 고성장 산업이고 그 규모도 800 억 달러 이상이 될 것임. 여기에서 재료가 차지하는 비중이 50%에 달할 정도로 매력적인 시장임. 2014 년에는 2 차전지 양극활물질 매출이 전체 매출의 1~2%로 미미할 것으로 보이지만 2~3 년내로 매출 1 천억 이상으로 빠르게 증가할 것임. 주 고객사이자 계열사인 삼성 SDI 의 연간 재료구매가 1.5 조원에 이르고 향후 2~3 년 이내에 3 조원 이상으로 커질 수 있는 것을 감안하면 2 차전지 재료 시장 진출로 인한 삼성정밀화학에 대한 성장기대는 충분히 유효하다고 판단함.

목표주가 49,000 원에 투자의견 BUY 로 커버리지 개시

삼성정밀화학을 목표주가 49,000 원에 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시함. 목표주가는 12 개월 Forward EBITDA 에 과거 5 년간 평균 EV/EBITDA(2013 년은 제외)를 적용한 영업가치에 삼성종합화학등 투자자산의 순자산 가치를 20% 할인 반영하여 산정함. 삼성정밀화학이 2009 년부터 CAPEX 확대를 바탕으로 전자재료 사업 등으로 사업영역을 확대하고 기존 사업의 설비를 확대하며 성장전략을 유지하고 있는 것을 감안할 때 지난 5 년간의 EV/EBITDA 적용은 적정하다고 판단함. 생산능력확대와 사업다각화를 위한 성장통은 2014 년 상반기로 마무리 될 것으로 보이고 현 주가는 PBR 0.8 배로 과거 5 년간 저점 수준인 PBR 0.9 배를 하회하고 있어 매력적임.

이학무, Analyst, 3774 1785, hmlee@miraeasset.com
정윤미, 3774 1915, yoonmi.jung@miraeasset.com

Table of contents

Ⅰ. 투자의견 및 밸류에이션 3

Ⅱ. 투자 포인트 6

1. 국내 건설 및 조선 경기 회복을 바탕으로 한 ECH 출하량 증가 기대 유효 6
2. 메셀로스 및 애니코트의 설비 확대를 통한 성장전략의 결실을 거둘 시기 도래 8
3. 2 차전지 재료를 중심으로 전자재료 사업의 재정비와 수익성 회복 10

Ⅲ. 실적 전망 13

Ⅳ. 리스크 요인 16

Ⅴ. Appendix 주요제품 계통도 19

Ⅰ. 투자의견 및 밸류에이션

목표주가 49,000 원 및 투자의견 BUY 로 커버리지 개시

삼성정밀화학에 대해서 목표주가 49,000 원(상승여력 34%) 및 투자의견 BUY 로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12 개월 Forward EBITDA 에 과거 5 년평균 EV/EBITDA 를 적용한 영업가치 1 조 3,680 억원에 삼성종합화학 등 투자자산의 순자산가치를 20% 할인한 2,910 억원을 반영하여 산정한 것이다. 지난 5 년간 평균 EV/EBITDA 를 반영한 것은 삼성정밀화학이 2009 년부터 CAPEX 를 확대하기 시작하며 전자재료 사업 등으로 확대 및 기존 사업의 생산능력 확대를 통해 지배력을 강화해 온 것을 감안한 것이다. 구조조정 등의 요인으로 EBITDA 가 크게 축소되면서 과도하게 높은 EV/EBITDA 를 보였던 2013 년은 평균에서 제외하였다. 2014 년 이후로는 설비확대의 효과가 수익성 개선으로 나타나기 시작하고 전자재료 사업에서도 시행착오를 마무리하고 좀 더 경쟁력 있는 영역에 집중하면서 점진적인 수익성 개선을 기대할 수 있기 때문에 과거 5 년 평균 Valuation 적용은 무리가 없다고 판단한다. 생산능력확대와 사업다각화를 위한 성장통은 2013 년말 및 2014 년초에 마무리하고 2014 년 하반기부터는 긍정적인 효과가 나타나기 시작할 것이기 때문에 현 시점 삼성정밀화학에 대한 BUY 투자전략은 유효하다고 판단한다.

2017 년 이후로 기존 사업의 안정성 기반 위에 2 차전지 재료 사업의 성장성이 부가되어 ROE 10% 유지가 가능할 것으로 전망한다. 이를 감안하여 무위험 수익률 3.0% 및 리스크 프리미엄 6.5%를 적용한 적정 PBR 로 산출한 적정주가는 49,669 원으로 제시한 목표주가 49,000 원과 유사한 수준이다. 현 주가 수준은 PBR 기준으로 과거 5 년간 저점 수준인 0.9 배를 하회하는 수준으로 수익성 개선을 앞두고 있는 것을 감안할 때 가격 매력은 높은 것으로 판단한다.

Figure 1 목표주가 산정 표

(십억원)	EBITDA	Multiple	
영업가치	120	11.4	1,368
투자자산가치			291
Total			1,659
순차입금			401
시가총액			1,258
보통주식수(주)			25,800,000
목표주가(원)			**49,000**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 투자유가증권 보유 현황

	2013 년 12 월말	2014 년 5 월말	비고
한덕화학	182	182	
PPGSSC	207	360	보유물량 50%매각후재평가반영
아세아아세틸스	80	80	
SMP	1,280	617	보유물량 70%매각
STM	77	77	
SSL	–	957	SMP 매각조건으로신규취득
삼성 BP 화학	626	626	
삼성종합화학	735	735	
삼성생명	982	–	4 월 23 일에전량처분
합계	**4,169**	**3,634**	

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 P/B 밸류에이션

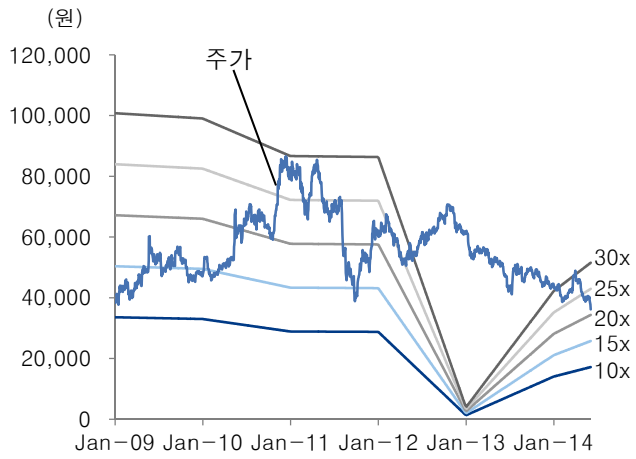
	Unit	Value
Sustainable ROE	(%)	10.0
Beta		1.1
Risk free rate	(%)	3.0
Market risk premium	(%)	6.5
Cost of equity	(%)	10.2
Terminal growth rate	(%)	0.0
P/B multiple	(x)	1.0
FY16E BPS	(KRW)	50,414
Fair price	**(KRW)**	**49,669**

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 이벤트 차트

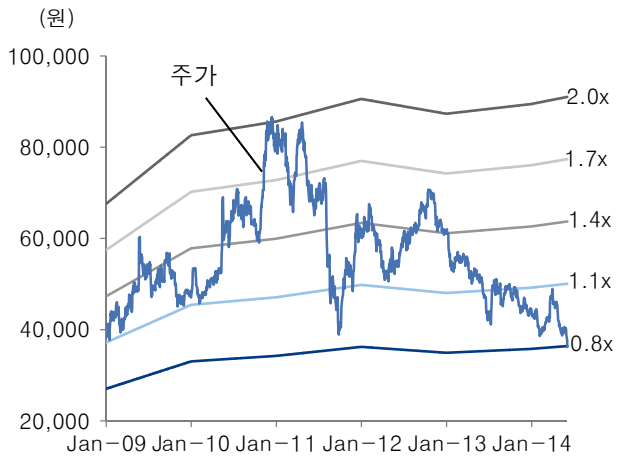
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 P/E band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 P/B band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 피어밸류에이션 표

Company		삼성정밀화학	삼성SDI	롯데케미칼	금호석유	한화케미칼	휴켐스
Code		004000 KS	006400 KS	011170 KS	011780 KS	009830 KS	069260 KS
Rating		BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY
Target price (KRW)		49,000	190,000	270,000	85,000	23,000	27,000
Current price (KRW)		36,700	168,000	174,000	81,000	18,700	23,650
Upside (%)		33.5	13.1	55.2	4.9	23.0	14.2
Market cap (Local,bn)		947	7,654	5,964	2,468	3,028	967
Sales (KRWbn)	FY12	1,431	5,771	15,903	5,884	6,962	707
	FY13	1,314	5,016	16,439	5,109	7,863	793
	FY14E	1,305	5,180	15,972	5,400	8,350	839
	FY15E	1,408	5,925	17,220	6,041	8,513	929
Operating profit (KRWbn)	FY12	56	187	372	224	5	66
	FY13	(20)	(27)	486	134	98	60
	FY14E	16	72	612	202	298	70
	FY15E	102	779	819	377	374	98
Net profit (KRWbn)	FY12	11	659	325	130	30	52
	FY13	3	131	288	(18)	8	53
	FY14E	36	268	457	126	150	54
	FY15E	55	409	617	254	281	76
Operating margin (%)	FY12	3.9	3.2	2.3	3.8	0.1	9.4
	FY13	(1.5)	(0.5)	3.0	2.6	1.2	7.5
	FY14E	1.2	1.4	3.8	3.7	3.6	8.3
	FY15E	7.2	13.1	4.8	6.2	4.4	10.5
Net profit margin (%)	FY12	0.8	11.4	2.0	2.2	0.4	7.4
	FY13	0.2	2.6	1.8	(0.4)	0.1	6.7
	FY14E	2.8	5.2	2.9	2.3	1.8	6.5
	FY15E	3.9	6.9	3.6	4.2	3.3	8.2
EPS (KRW)	FY12	2,840	32,299	9,478	4,644	209	1,276
	FY13	129	2,867	8,400	(653)	58	1,294
	FY14E	1,400	5,879	13,346	4,515	920	1,333
	FY15E	2,145	9,441	18,007	9,116	1,721	1,859
EPS growth (%)	FY12	(0.2)	N/A	(69.1)	(74.4)	(88.3)	(2.6)
	FY13	(95.5)	(91.1)	(11.4)	N/A	(72.1)	1.4
	FY14E	N/A	105.1	58.9	N/A	N/A	3.0
	FY15E	53.2	60.6	34.9	101.9	87.1	39.5
P/E (x)	FY12	12.9	1.1	21.4	9.2	13.7	20.3
	FY13	N/A	12.8	20.7	28.1	87.7	18.3
	FY14E	26.2	6.2	13.0	17.9	20.3	17.7
	FY15E	17.1	3.9	9.7	8.9	10.9	12.7
P/B (x)	FY12	0.8	0.2	1.1	3.2	0.8	2.3
	FY13	0.8	0.2	0.9	2.4	0.6	2.1
	FY14E	0.8	0.2	0.9	1.6	0.7	2.0
	FY15E	0.8	0.2	0.8	1.4	0.7	1.8
ROE (%)	FY12	6.4	20.0	5.6	8.7	0.7	11.6
	FY13	0.3	1.8	4.7	(1.2)	0.2	11.6
	FY14E	3.2	3.5	7.0	8.9	3.6	11.7
	FY15E	4.7	5.1	8.8	16.4	6.2	15.1

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 (6/9 종가 기준)

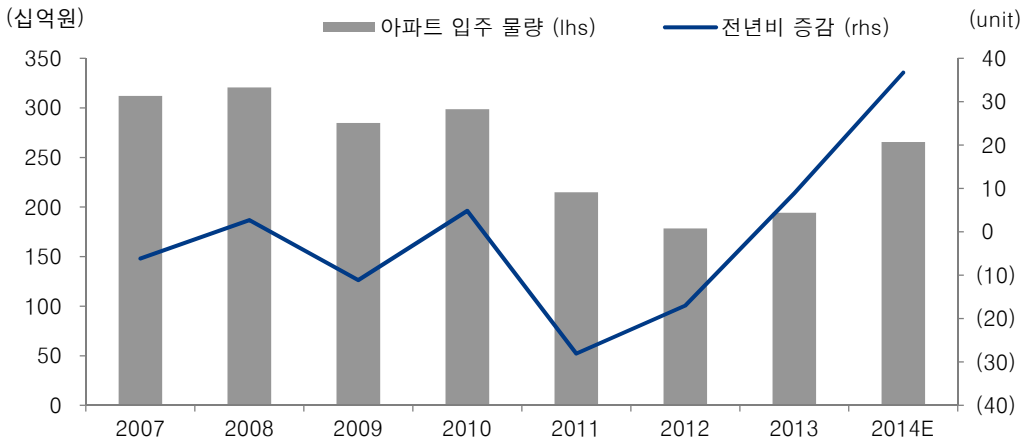
II.투자포인트

1. 국내 건설 및 조선 경기 회복을 바탕으로 한 ECH 출하량 증가 기대 유효

ECH 출하량이 전년 대비 40~50% 증가를 보이며 2013 년 4/4 분기 및 2014 년 1/4 분기에 100 억원 전후의 적자에서 2014 년 4/4 분기에는 20 억원 전후의 적자로 적자 규모가 대폭 축소될 것으로 전망한다. 2013 년 4/4 분기에 생산능력을 2 배로 확대하면서 고정비가 일시적으로 큰 폭으로 증가한 반면 출하량은 이를 따라오지 못하게 됨에 따라 대규모 적자를 보일 수 밖에 없었다. 그러나 2014 년에 출하량이 크게 증가하며 수익성은 빠르게 개선될 것으로 기대한다. 건설 및 선박의 페인트 및 코팅제에 주로 사용되는 에폭시 수지의 주요 원료가 되는 ECH 는 건설 및 선박 경기의 회복과 함께 수요 증가를 기대하고 있다. 삼성정밀화학은 국내 시장 점유율 55%인 반면 세계시장 점유율은 5% 미만으로 낮아 해외보다는 국내 건설 경기 및 국내 조선업황에 대한 영업민감도가 더 높은 것으로 판단한다.

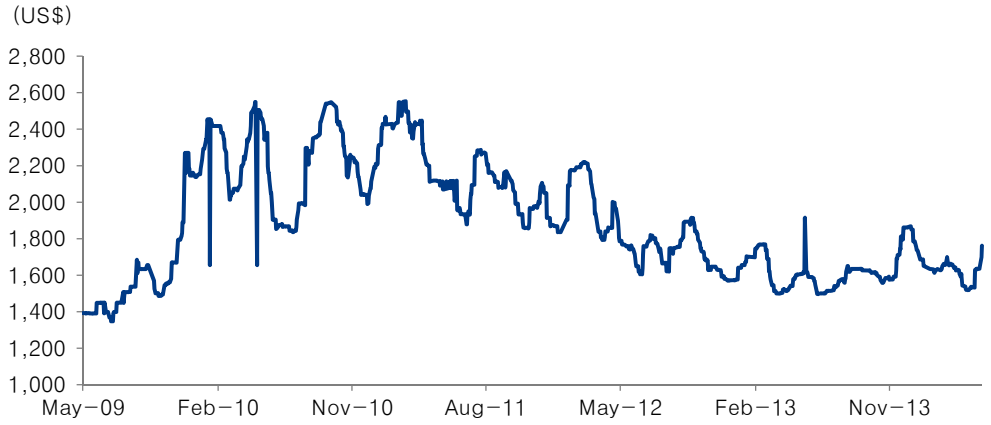
ECH 의 경우에는 페인트 및 코팅제의 주요 원료라는 측면에서 ECH 수요는 건축물 착공보다는 완공 시점과 더 높은 상관관계를 가지고 있다. 따라서 2013 년부터 아파트 입주 물량 회복(완공 이후 바로 입주하기 때문에 입주 물량의 변화는 아파트 완공 물량의 변화를 대표할 수 있는 지표로 활용할 수 있음)이 확연히 회복되고 있어 ECH 의 회복에 대한 기대를 높여 갈 수 있을 것으로 본다. 특히 회복 강도가 2013 년보다 2014 년이 더 높을 것으로 전망되어 2014 년 이후 시장에 대한 기대를 높여도 좋을 것으로 판단한다. 국내 아파트 입주 물량은 2012 년 대비 2013 년에 8.9% 증가를 보였으며 2014 년에는 30% 이상 증가할 것이고 2015 년에도 3~4% 성장을 유지할 것으로 보여 ECH 수요는 높아진 수준에서 유지될 수 있을 것으로 기대한다.

Figure 8 아파트 입주 물량 추이 및 전년비 증감률



자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 ECH 가격 추이

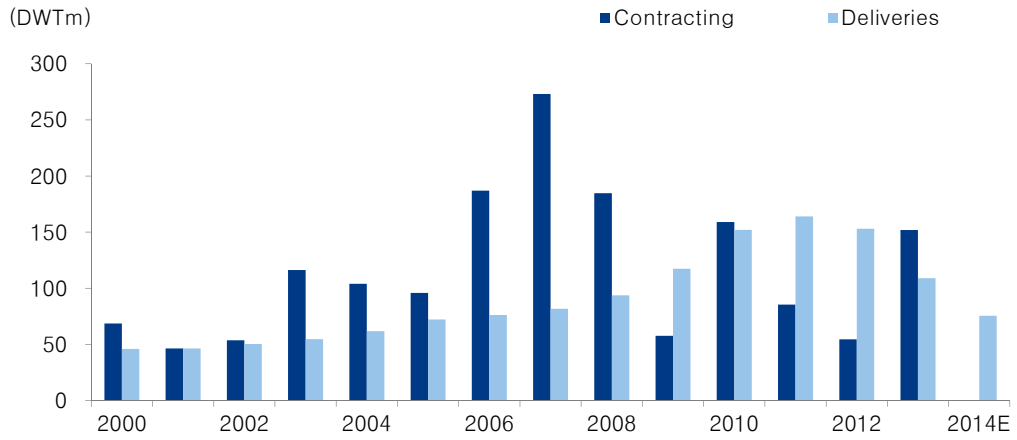


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

ECH 수요는 선박용 페인트와도 연관이 있어 선박 수주와 연관성도 높다. 선박에서 페인트가 필요한 것도 역시 선박 건조의 마지막 단계에서 필요하기 때문에 ECH 수요는 선박 수주와 2 년 정도 시차가 있을 것으로 추정한다. 이는 일반적으로 선박은 계약후 인도까지 2 년에서 2 년 6 개월 정도 소요되기 때문이다. 2013 년부터 수주 물량이 크게 증가 한 것을 감안하면 2015 년부터는 선박용 페인트 수요 증가로 인한 ECH 증가 효과를 기대할 수 있을 것으로 전망한다.

ECH 출하량은 2012 년 조선 수주 물량의 급격한 감소 및 국내 아파트 입주 물량의 감소세 지속으로 2012 년 4/4 분기에 가동률이 70%대로 하락하였다. 2013 년에는 건설 및 조선 경기의 회복세를 바탕으로 물량이 완만한 증가를 보였으나 2013 년 4/4 분기에는 신규라인 가동으로 인한 고정비의 급격한 증가 영향으로 수익성은 크게 악화되었었다. 그러나 2014 년 출하량 회복세가 지속됨에 따라 신규라인 가동으로 인한 비용부담 증가 요인은 상쇄되고 있고 연말에는 BEP 에 도달 할 수 있을 것으로 전망한다. 특히 하반기에 국내 고객사들의 신규 라인 가동이 예정되어 있어서 하반기 물량 증가를 바탕으로 한 수익성 회복의 가시성은 높다고 판단한다. ECH 가격 역시 5 월말에 1,700 달러를 돌파하는 모습을 보이고 있어 ECH 수익성 회복에 대한 기대는 더욱 높아지고 있는 상황이다.

Figure 10 글로벌 조선 수주 및 인도 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

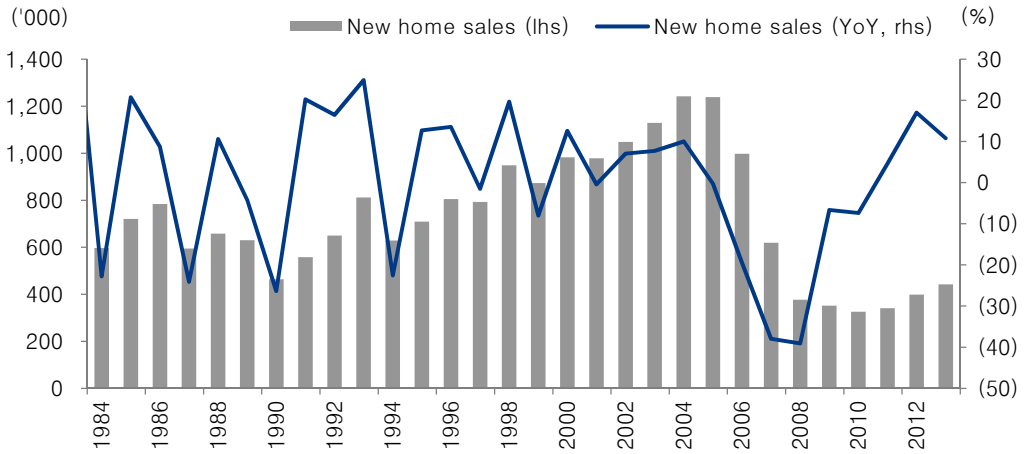
2. 메셀로스 및 애니코트의 설비 확대를 통한 성장전략의 결실을 거둘 시기 도래

2012 년 4/4 분기부터 설비확대를 시작한 메셀로스(헤셀로스 포함) 및 애니코트의 출하량이 증가하면서 전사 수익성 개선에 크게 기여할 수 있을 것으로 전망한다. 2012 년 및 2013 년 동안 생산능력을 50% 가까이 확대시킨 메셀로스의 경우 해외시장 개척 지연으로 출하량 증가가 미미했으나 새로운 고객 개척의 결실이 2014 년부터 나타나기 시작하면서 출하량 증가가 본격화 될 수 있을 것으로 전망한다. 2014 년 1/4 분기에 전분기 대비 출하량이 20% 이상 증가했고 2/4 분기에도 추가적으로 20%의 출하량 증가는 기대할 수 있을 것으로 본다. 미국의 건설 경기가 회복세를 보이고 있어 향후 추가적인 성장에 대한 기대는 더욱 유효할 것으로 판단한다. 메셀로스는 시멘트의 기능을 향상시켜주는 첨가제로 사용되기 때문에 건설경기와 연관성이 높을 수 밖에 없다.

미국의 건설 경기를 대표할 수 있는 신규주택 거래가 2010 년을 저점으로 꾸준히 증가세를 보이고 있다. 2011 년에 4.6% 증가한 이후 2012 년에는 17.0%의 높은 증가세를 보였고 작년에도 10.9%로 높은 수준을 유지하고 있는 것은 메셀로스 수요에는 상당히 긍정적이라고 판단한다. 아직 해외 시장 점유율이 10% 초반에 머무르고 있는 것도 추가적인 성장에 대한 기대를 갖게 하는 요인이 된다. 국내 시장에서는 시장 점유율 80% 수준으로 지배적인 사업자이기 때문에 안정적인 영업을 기대할 수 있다. 국내 건설 경기를 대표할 수 있는 아파트 분양은 2010 년까지 감소를 보이다가 2011 년 50% 이상의 성장을 보이며 빠르게 회복을 보인 이후 안정세를 유지하고 있다. 2013 년에도 7~8%의 성장을 보였으며 향후에도 현 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망되어 국내 메셀로스 수요는 안정세를 보일 것으로 예상한다.

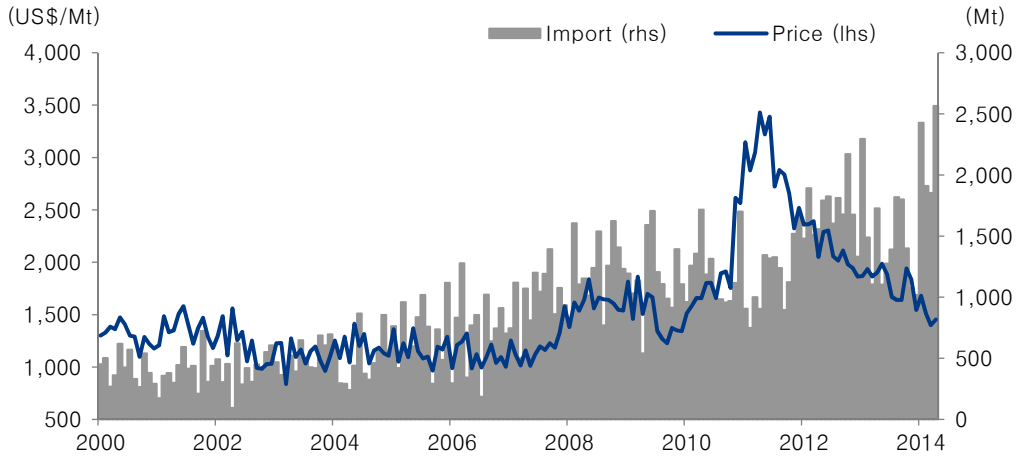
이에 부가적으로 수성 페인트의 첨가제로 사용되는 헤셀로스의 경우에도 2011 년 이후로 새롭게 진출하여 고객을 확대하고 있는 국면이므로 추가적인 물량 확대 및 수익성 개선을 기대할 수 있을 것이다. 출하량 증가뿐 아니라 메셀로스 및 헤셀로스의 주요 원재료가 되는 펄프가 가격이 하향 안정화 되고 있어 수익 개선에 긍정적이다. 2012 년 4/4 분기에 생산능력을 기존 연간 3 천톤에서 7 천톤으로 2 배 이상으로 확대한 이후 오히려 물량이 감소했던 애니코트 매출도 고객사의 신약 출시 지연 문제가 해소 되고 일부 고객사는 생산물량을 확대하고 있어 원재료 구매를 늘리고 있는 상황이다. 이를 바탕으로 2/4 분기 20% 수준의 물량 증가를 보이며 전사 수익성 회복에 기여할 것으로 기대한다.

Figure 11 미국 신규주택판대 추이



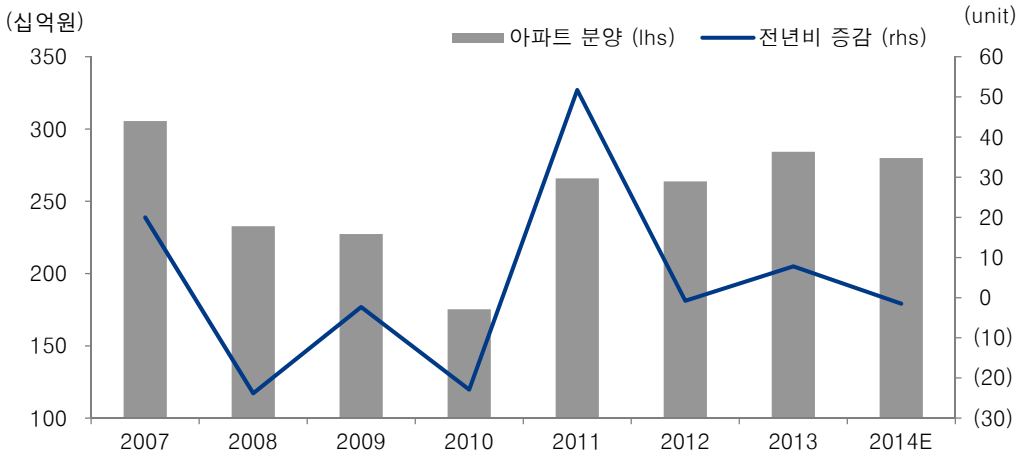
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12 펄프 가격 및 수출량 추이



자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 한국 아파트 분양 추이



자료: 국도교통부, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14 주요 제품 증설

	투자금액 (십억원)	가동시기	증설물량 (톤/년)
메셀로스	45.2	4Q12	8,000
헤셀로스	7	4Q12	6,000
애니코트	34.5	4Q12	4,000
가성소다		4Q13	120,000
ECH	190	4Q13	60,000

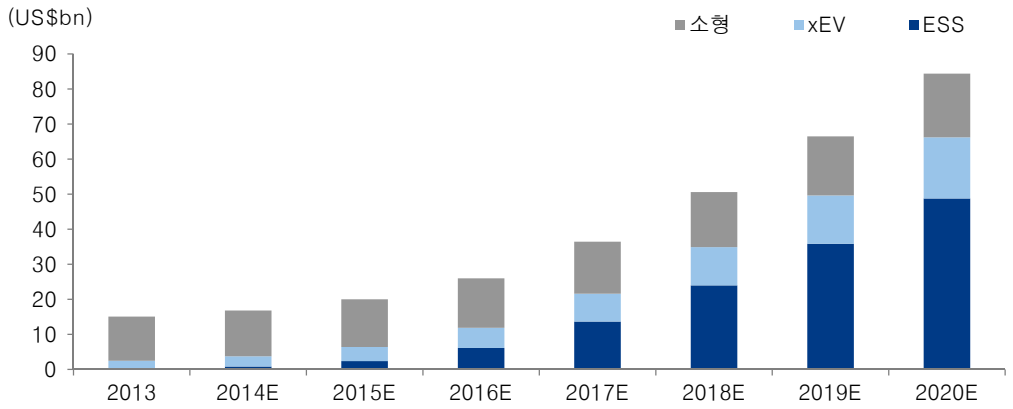
자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

3. 2차전지 재료를 중심으로 전자재료 사업의 재정비와 수익성 회복

2 차전지 시장은 2020 년까지 연평균 30% 수준의 성장을 보이며 800 억달러 이상의 시장을 성장할 것으로 전망한다. 이중에서 재료가 차지하는 비중이 50%에 달하기 때문에 삼성정밀화학의 성장을 담보할 수 있는 시장이 될 수 있을 것이다. 지분율 50%를 보유한 연결기준 자회사 STM 을 통해서 2014 년부터 매출을 시작할 것이고 올해 예상되는 매출 규모는 100~200 억원 수준으로 삼성정밀화학 전체 매출의 1% 전후에 불과하지만 2015 년에 3%(400 억원), 2016 년에 6%(900 억원) 이상으로 빠르게 증가할 수 있을 것으로 전망한다. 주 고객이자 STM 의 지분 18%를 보유하고 있는 삼성 SDI 의 연간 양극활물질 구매 규모가 이미 5 천억원 수준에 이르고 있고 향후에 EV 및 ESS 로 양극활물질 구매가 연간 최소 20% 이상은 증가할 것을 감안하면 2~3 년 이내에 연간 1 천억원 매출을 기대하는 것은 무리가 없을 것으로 전망한다.

STM 이 생산하는 양극활물질인 NCM 타입의 양극활물질은 기존에 가장 많이 사용되는 LCO 타입의 양극활물질과 가장 유사하면서 가격 경쟁력이 높다는 측면에서 기존 양극활물질 시장을 빠르게 대체할 수 있을 것으로 기대한다. 양극활물질 성장을 바탕으로 삼성정밀화학의 전재재료 사업부는 삼성전기에 BTP 를 매각함에도 불구하고 2016 년에는 2013 년 대비 매출이 2 배 수준으로 성장을 할 수 있을 것이다. 수익성 측면에서도 BTP 등 적자가 큰 사업부를 2013 년 및 2014 년에 걸쳐서 구조조정을 진행한 효과까지 부가되면서 100 억원 수준의 영업이익을 2016 년에는 기대할 수 있을 것이다.

Figure 15 리튬이온전지 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 16 양극화물질 특성

Type	Pros & Cons
LCO (LiCoO2)	특성: 10~20 ㎛
	장점: 가장 대표적인 소재, 가공하기 쉬움, 높은 밀도, 고강도, 화학적 안정성
	단점: 높은 코발트 비용, 열정 안정성은 떨어짐
	적용: 고밀도를 요구하는 모바일 기기(휴대폰, 노트북 등)
LNO(NCA) ($LiNi_{0.8}Co_{0.15}Al_{0.05}O_2$)	특성: 0.5(primary)~10 ㎛, LCO 와 같은 구조, 사이클 특성 좋음
	장점: 고용량, 고효율
	단점: 높은 제조비용, 화학적/열적 특성 떨어짐
	적용: 전동공구(소형, 높은 출력), HEV 등
NCM ($LiNi_{0.5}Co_{0.2}Mn_{0.3}O_2$)	특성: 1(primary)~10 ㎛, LCO 와 같은 구조
	장점: 코발트계열의 빠른 대체 가능, 저가, 화학적/열적 안정성
	단점: 낮은 밀도, 초기 충전시 gas 발생
	적용: 원가절감용 모바일 IT 기기, 전기차용으로는 LCO 나 NCA 와 혼합
LMO (LiMn2O4)	특성: 스피넬구조, O_2농도 유지가 중요
	장점: 높은 원가경쟁력, 제조 쉬움, 고출력, 고전압, 높은 열 안정성
	단점: 저용량, 저밀도, 화학 안정성 낮음
	적용: 전동공구, 전기차 등에 혼합물질로 사용, ESS 에 사용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

대형 2 차전지 시장은 EV 가 끌고 ESS 가 밀어주며 빠르게 성장할 수 있을 것으로 전망한다. 가장 먼저 기대할 수 있는 EV 의 성장 동력은 유럽의 연비 규제에서 찾을 수 있다. 2015 년부터 130g/km 의 연비를 맞춰야 하는 적용 범위가 EU 에 출시한 전체 차량 대상으로 확대되면서 자동차 업체는 EV 및 PHEV 판매를 가속화 하고 있다.일부 자동차 업체는 기존 차량의 연비 개선으로 130g/km 에 맞췄거나 거의 근접한 수준까지 낮춘 상황이긴 하지만 대형차 중심의 BMW 및 다임러 등의 경우에는 아직도 140g/km 이상이므로 EV 또는 PHEV 가 필수적인 상황이다. 또한 아직 확정되지는 않았지만 2021 년부터 발효되는 차기 규제안으로 발의되어 있는 안은 95g/km 로 이를 맞추기 위해서는 EU 지역 판매 차량의 10~20%는 EV 및 PHEV 를 판매해야 벌금을 5 억유로 이하로 줄여 감내할 수 있는 수준이 될 수 있을 것이다. 물론 아직 확정된 안이 아니기 때문에 일부 완화될 수 있는 것을 감안해도 EV 및 PHEV 의 판매 비중이 10% 전후는 될 것이고 이를 맞추기 위해서 2015 년 이후로 빠른 성장세를 보일 수 있을 것으로 기대한다. 중국의 경우에는 아직 연비 규제 또는 보조금 정책에 대한 구체적인 정책을 발표하고 있지는 않다. 그러나 국가 전체적으로 대기오염으로 인한 문제가 상당히 높아지고 있어 도시 대기오염의 가장 주도니 원인이 자동차 배출가스를 줄이기 위해서 EV 및 PHEV 확대를 위한 정책이 나올 가능성이 높아 추가적인 성장에 대한 기대가 유효하다고 판단한다.

EV 뿐 아니라 ESS 도 국내에서 이미 2017 년까지 한국전력이 주도하여 6,500 억원의 주파수 조정 예비력을 대체하는 ESS 설치를 진행하고 있다. 또한 후쿠시마 원전 사고 이후로 원전 가동을 중단한 일본의 경우 전력 부족에 대한 트라우마가 높아져 있어 가정용 ESS 시장이 빠르게 성장하고 있다. 삼성 SDI 가 향후 5 년간 니치콘을 통해서만 총 1 조원의 매출을 기대할 수 있을 정도로 일본의 ESS 시장은 빠르게 성장하고 있다. 또한 태양전지 발전과 ESS 의 통합 솔루션으로 분산발전의 요구가 커지고 있는 것도 ESS 시장 성장에 대한 기대를 높일 수 요인이 된다.

Figure 17 Volkswagen 탄소 배출량 초과 벌금 규모 산정 표

2015년	차량 판매량	탄소배출량 (g/km)	평균 탄소배출량 (g/km)	벌금 규모 (백만 유로)
총 판매 예상	3,350,000	135		
PHEV	30,000	60	134.43	605.0
PHEV	50,000	60	133.98	462.4
PHEV	80,000	60	133.31	248.3
PHEV	100,000	60	132.86	138.9
PHEV	120,000	60	132.41	87.6
PHEV	150,000	60	131.74	53.8
PHEV	200,000	60	130.62	10.9
2021년	**차량 판매량**	**탄소배출량 (g/km)**	**평균 탄소배출량 (g/km)**	**벌금 규모 (백만 유로)**
총 판매 예상	3,500,000	108		
PHEV	100,000	42	106.19	3,721
PHEV	200,000	42	104.30	3,094
PHEV	300,000	42	102.42	2,466
PHEV	400,000	42	100.53	1,838
PHEV	500,000	42	98.64	1,210
PHEV	600,000	42	96.75	583
PHEV	700,000	42	94.86	0

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 BMW 탄소 배출량 초과 벌금 규모 산정 표

2015년	차량 판매량	탄소배출량 (g/km)	평균 탄소배출량 (g/km)	벌금 규모 (백만 유로)
총 판매 예상	800,000	141		
EV	20,000	0	137.48	385.5
EV	30,000	0	135.71	251.2
EV	40,000	0	133.95	113.6
EV	50,000	0	132.19	19.8
EV	60,000	0	130.43	1.8
EV	70,000	0	128.66	0

2021년	차량 판매량	탄소배출량 (g/km)	평균 탄소배출량 (g/km)	벌금 규모 (백만 유로)
총 판매 예상	900,000	113		
EV	80,000	20	104.55	817
EV	100,000	20	102.49	640
EV	120,000	20	100.43	464
EV	140,000	20	98.36	288
EV	160,000	20	96.30	111
EV	180,000	20	94.24	0

자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

Ⅲ. 실적전망

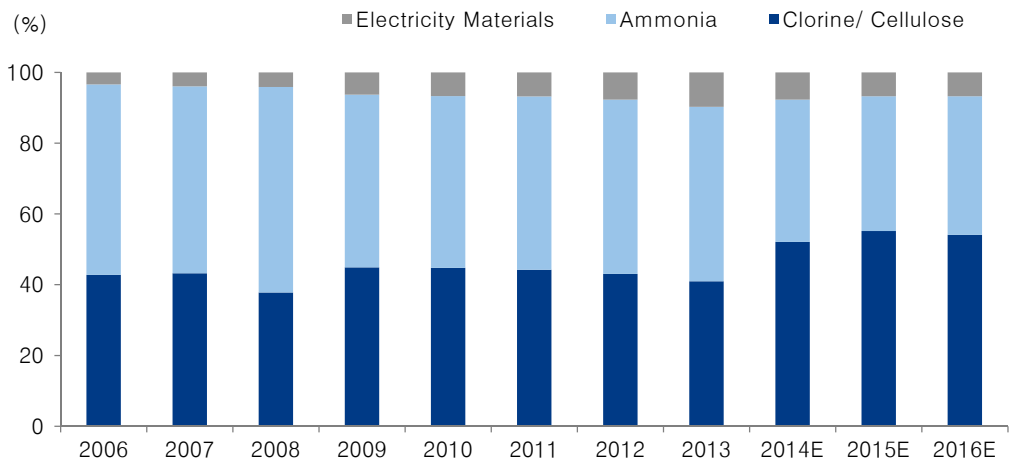
2014 년 연간 매출 및 영업이익은 1 조 3,050 억원 및 59 억원 적자로 2013 년 매출 1 조 3,140 억원 대비 유지되고 영업이익은 203 억원 적자에서 대폭 개선될 수 있을 것으로 전망한다. 2014 년 영업이익이 연간으로 흑자전환이 어려운 것은 상반기에 전자재료 부문 등에서 150 억원 이상의 구조조정 비용이 발생했기 때문이다. 2014 년 하반기에는 200 억원 이상 영업이익이 가능할 것으로 기대한다. 매출이 2013 년 대비해서 정체되는 이유는 전자재료 사업부문에서 BTP 를 지난 4 월에 계열사인 삼성전기에 매각을 완료했기 때문에 하반기에 매출이 계상되지 않기 때문이다. 2015 년에는 구조조정 등의 영향에서 벗어나면서 700 억원 수준의 영업이익을 보여줄 수 있을 것으로 기대한다.

2013 년 4/4 분기에 생산능력을 2 배로 확대한 ECH 가 고정비 부담의 급증 등으로 대규모 손실 기여를 하였으나 올해 1/4 분기에 5%p 수준의 가동률 개선 및 출하량 증가를 바탕으로 손실 축소를 확인시켜주었다. 2/4 분기에도 추가적인 가동률 상승 및 출하량 증가를 바탕으로 손실을 축소시켜 나갈 것으로 전망하고 2015 년 상반기 중에는 흑자 전환을 기대할 수 있을 것이다. 뿐만 아니라 메셀로스 및 애니코트 역시 가동률 상승을 바탕으로 흑자를 보이고 있으며 가동률 상승을 통해서 고정비 절감 효과가 나타나면서 2015 년에 정상수준의 영업이익률(메셀로스 10%대 초반 및 애니코트 10%대 후반)로 점진적인 회복을 확인시켜 줄 것으로 전망한다.

전자재료 부문에서 전자재료 전체 손실의 90%를 설명하는 BTP 및 LCP 는 사업 중단을 통해서 손실을 축소시켜 나갈 것으로 판단한다. BTP 는 이미 4 월에 주 고객이자 계열사인 삼성전기에 매각을 완료했고 LCP 사업철수를 검토하고 있다. BTP 매각으로 인한 손실은 2/4 분기에 반영했고 LCP 사업을 철수 한다고 해도 반영되어야 하는 일회성 손실은 50~60 억원으로 제한적일 것이다. TMAC 는 반도체 현상액을 만드는 재료로 사용되는 것으로 자회사인 한덕화학을 통해서 삼성전자 등 국내 반도체 업체로 공급하고 있어 안정적인 수익성을 유지할 것으로 전망한다.

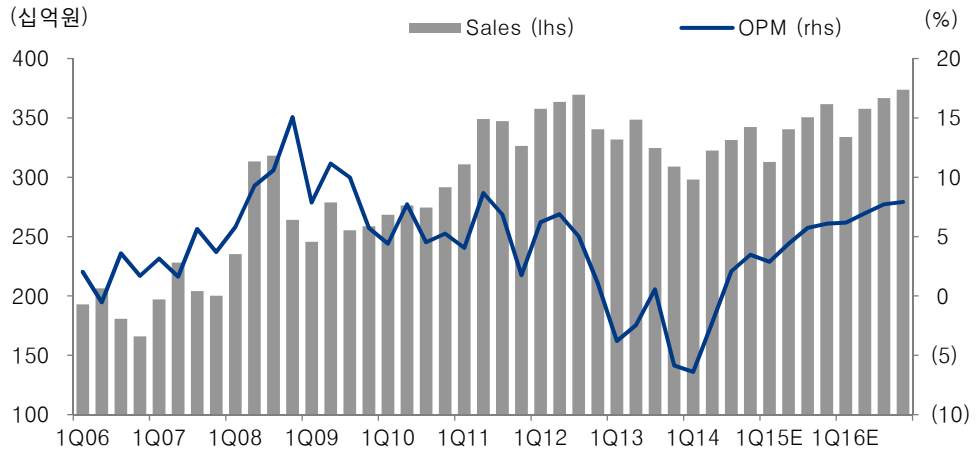
전자재료에서 BTP 와 LCP 의 사업철수로 인한 매출 감소는 2 차전지재료가 상쇄하고 성장을 이끌어 줄 수 있을 것이다. 하반기부터 판매를 시작하기 때문에 올해 매출은 100~200 억원에 불과하지만 2015 년에는 400 억원 그리고 2016 년에는 900 억원 수준으로 빠르게 증가할 것으로 기대한다. 아직은 준비 단계에 있지만 음극활물질 및 전해액 사업도 준비하고 있어 2 차전지재료를 바탕으로 전자재료 사업이 높은 성장을 보여줄 수 있을 것이다.

Figure 19 연간 사업부별 매출 비중 추이 및 전망



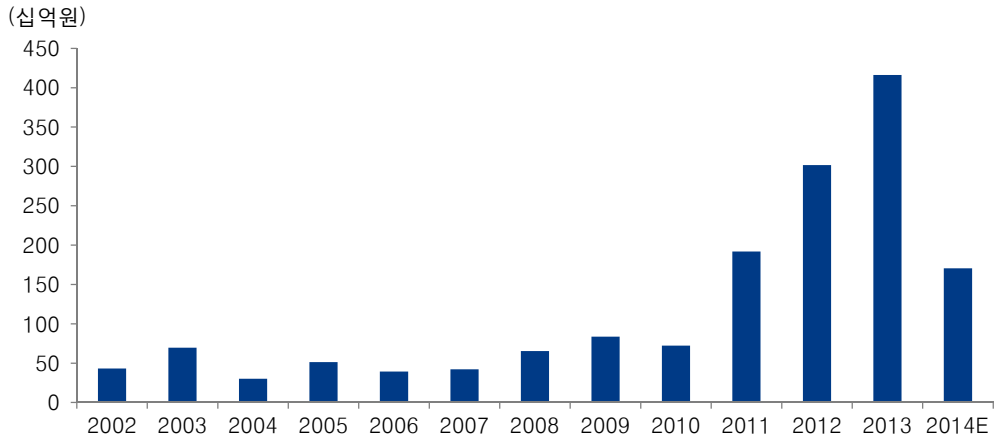
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 20 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 21 CAPEX 추이



자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

삼성정밀화학은 주요 제품을 해외에 수출하기도 하고 국내에 판매를 하더라도 국제 가격의 변동을 반영하여 판매하기 때문에 환 변동에 노출되어 있다. 2014 년 기준으로 5%의 환율변동이 있을 경우 13.7%의 EPS 변동이 있고 2015 년 기준으로는 9.0%의 변동이 있는 것으로 추정된다.

Figure 22 환율민감도

원달러 환율 변동폭(KRW/USD)	-10%	-5%	Base case	+5%	+10%
2014년 EPS 변화	(27.4)	(13.7)	0.0	13.7	27.4
2015년 EPS 변화	(18.1)	(9.0)	0.0	9.0	18.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 23 분기별 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2014E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015E
매출액	**332**	**349**	**325**	**309**	**1,314**	**298**	**322**	**336**	**349**	**1,305**	**321**	**350**	**362**	**376**	**1,408**
YoY(%)	(7.3)	(4.3)	(12.2)	(13.7)	(8.3)	(10.2)	(7.5)	3.5	12.9	(0.7)	7.7	8.5	7.6	7.7	7.9
QoQ(%)	(2.5)	5.0	(6.8)	(4.8)		(3.5)	8.2	4.2	3.8		(7.9)	8.9	3.4	3.8	
염소,셀룰로스	174	179	161	174	688	151	164	175	185	674	175	184	193	203	753
암모니아	127	136	132	136	531	118	133	135	135	520	118	133	135	135	520
전기재료	31	24	32	31	118	29	25	27	29	111	29	33	35	38	134
영업이익	**(13)**	**8**	**2**	**(17)**	**(20)**	**(19)**	**(7)**	**8**	**13**	**(6)**	**10**	**17**	**22**	**24**	**73**
YoY(%)	적전	(66.0)	(87.6)	적전	적전	적지	적전	231.9	흑전	적전	흑전	흑전	189.5	89.8	흑전
염소,셀룰로스	4	5	2	2	14	3	3	3	3	13	4	4	4	4	16
암모니아	(14)	3	2	(15)	(25)	3	3	3	3	12	3	4	4	4	15
전기재료	(3)	0	(2)	(4)	(8)	(17)	(18)	(19)	(20)	(75)	(21)	(22)	(23)	(25)	(91)
순이익	**(9)**	**13**	**7**	**(8)**	**3**	**(17)**	**38**	**5**	**10**	**36**	**7**	**12**	**17**	**19**	**55**
YoY(%)	적전	(51.9)	(56.3)	적전	(95.9)	적지	192.3	(28.6)	흑전	N/A	흑전	(67.4)	236.0	87.0	53.6
(%)															
영업이익률	(3.8)	2.4	0.7	(5.5)	(1.5)	(6.4)	(2.2)	2.3	3.7	(0.5)	3.2	4.7	6.1	6.5	5.2
순이익률	(2.7)	3.7	2.2	(2.6)	0.2	(5.7)	11.8	1.5	2.9	2.8	2.3	3.5	4.6	5.0	3.9

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Ⅳ. 리스크 요인

삼성정밀화학의 가장 큰 리스크 요인은 2 차전지 재료 시장 진입의 지연이다. 하반기부터 NCM 기반의 2 차전지 양극활물질 양산을 시작으로 2 차전지 재료 시장에 진입하고 점진적으로 생산능력 확대를 통해서 새로운 성장 동력으로 삼아야 한다. 그러나 양산에 성공하지 못하거나 양산에 성공한다고 하더라도 원가 경쟁력을 확보하지 못하게 되는 것은 향후 전사 기준의 성장을 저해하는 리스크 요인이 될 수 있을 것이다.

추가적으로 삼성 SDI 가 EV 및 ESS 시장에서도 IT 용 소형 2 차전지와 같이 지배력을 확보하지 못하게 되는 것도 리스크가 될 수 있다. 삼성정밀화학이 2 차전지 재료 시장으로 진출이 가능한 가장 주요한 요인 중에 하나가 삼성 SDI 라는 경쟁력 높은 고객을 확보하고 있다는 것이다. 그런데 삼성 SDI 가 2 차전지 차기 시장에서의 경쟁우위를 보여주지 못한다면 새롭게 물량을 확대해야 하는 삼성정밀화학의 물량 증가가 기대보다 제한적일 수 있는 리스크가 있게 될 것이다.

회사개요

삼성정밀화학은 크게 정밀화학부문, 일반화학부문, 전자재료 부문의 사업을 영위하고 있다. 정밀화학부문은 메셀로스, 애니코트, ECH 등 국내외에서 경쟁우위에 있는 고부가 제품을 생산하고 있으며, 이들 제품은 전자, 의약, 건축 등 광범위한 산업분야에서 널리 사용되고 있다. 일반화학부문은 가성소다, 염화메탄 등의 제품을 통해 주력사업인 정밀화학 제품들의 원료를 자체적으로 조달하는 한편, 암모니아 등 다양한 산업의 원료로 사용되는 상품을 공급하면서 회사의 중추적인 역할을 하고 있다. 또한, 전자재료 부문에서는 반도체, LCD 현상액의 원료로 사용되는 TMAC가 전방산업의 성장에 따라 안정적인 수익을 확보하고 있으며, 컬러레이저 프린터용 중합토너, MLCC의 원료인 BT Powder도 꾸준한 매출 신장을 보이고 있다. 또한 생분해성 수지 및 2차전지 활물질 등의 신규사업 확대가 본격화되고 있다.

Figure 24 주요 제품 및 용도

Product	Usage	End-use industry
Mecellose	펄프를 원료로 한 건축용 첨가제	건설
Hecellose	페인트, 생활용품 첨가제	건설/생활용품
AnyCoat	캡슐, 의약 코팅 원료	의약
Epichlorohydrine (ECH)	에폭시수지 원료, 합성글리세린, 계면활성제 원료	건설/전자전기
Caustic soda	펄프 표백제, 섬유처리	석유화학 등
Methyl chlorides	유기용제, 항생제 합성 용제, 발포제	농업/의약
PTAC	고급제지용 첨가제	제지
TMAC	반도체 현상액 원료	전자전기
LCP	전자부품, 전기기기의 소재	전자전기
Toner	컬러레이저 프린터용 종합토너	전자전기

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 25 삼성정밀화학 연혁

연도	연혁
1964	한국비료 설립
1967	한국비료 국유화
1976	IPO
1980	MA/ DMF 사업 진출
1994	삼성정밀화학으로 사명 변경
	메셀로스 사업 진출
1995	반도체/LCD 현상액 사업 진출
1998	도료사업 사업 진출
1999	ECH 사업 진출
2000	애니코트, DMAC 사업 진출
2001	PTAC 사업 진출
2002	BT Powder 사업 진출
2003	메셀로스 D-Line
2005	TMAC C/D-Line
2006	메셀로스 E-Line
2007	BT Powder B-Line, LCP
2009	LCP 증설
2010	컬러 레이저프린터 토너
	BT Powder C-Line
2011	생분해성 폴리머 진출
	태양전지용 폴리실리콘 JV/ 2차전지 활물질 JV
2012	메셀로스/ 애니코트/ 컬러레이저프린터 토너 증설
2013	ECH, 가성소다 증설
	2차전지용 NCM 공장 완공
2014E	2차전지용 NCM 상업생산 예정

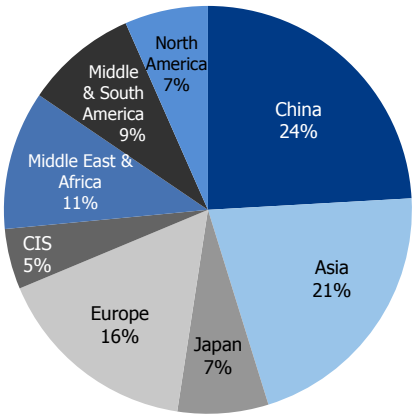
자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 26 제품별 시장 점유율 (2013 년말 기준)

(%)	Domestic	Global
Mecellose	82	13.2
AnyCoat	49.8	20.7
ECH	55	4.8
Caustic Soda	20.4	0.4
TMAH	58	24.2

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 27 국가별 수출량 (2013)



자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

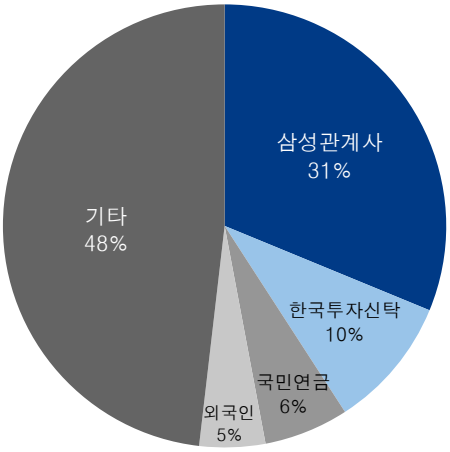
경영진

삼성정밀화학의 성인희 사장은 2011 년 8 월 CEO 로 취임하였으며, 삼성전자 인사팀 팀장 및 삼성인력개발원 부원장을 역임하였다.

주주 및 지배구조

삼성정밀화학의 주요 주주는 삼성관계사가 31.22%, 한국투자신탁운용 9.65%, 국민연금 6.19%가 있으며, 외국인 보유 비중은 4.81% 이다.

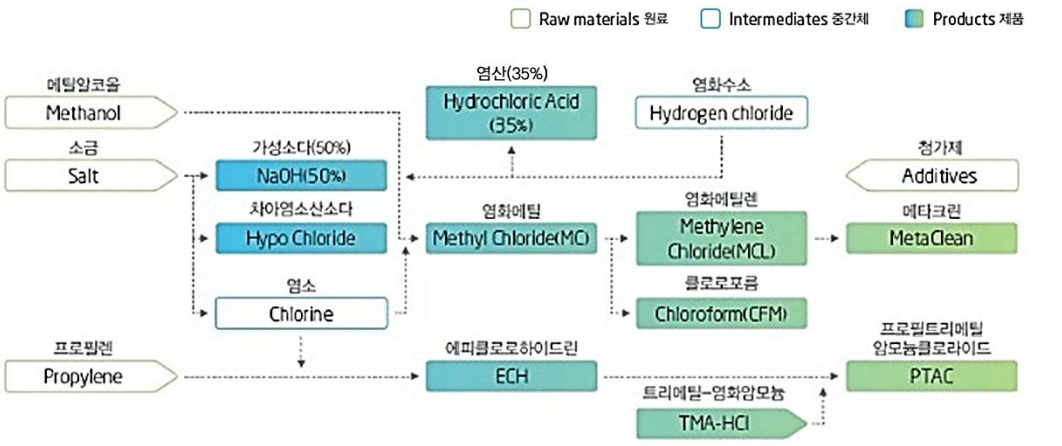
Figure 28 주요 주주 현황



자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

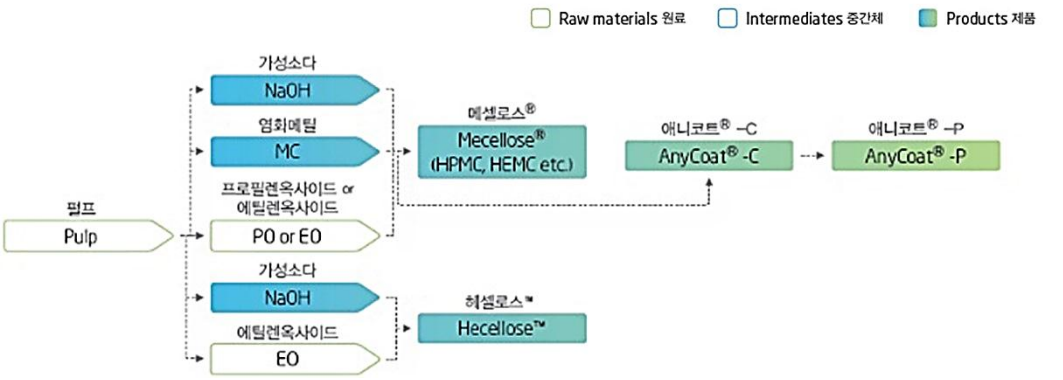
V. Appendix 주요제품 계통도

Figure 29 부품별 제품 계통도 – 염소 계열



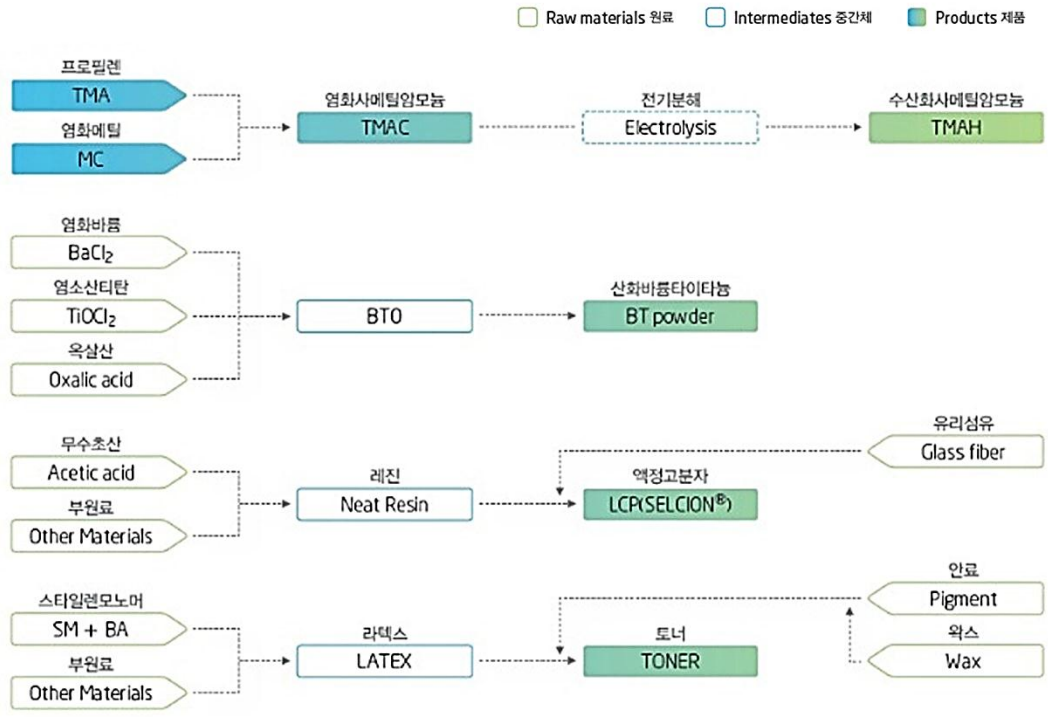
자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 30 부품별 제품 계통도 – 셀룰로스 계열



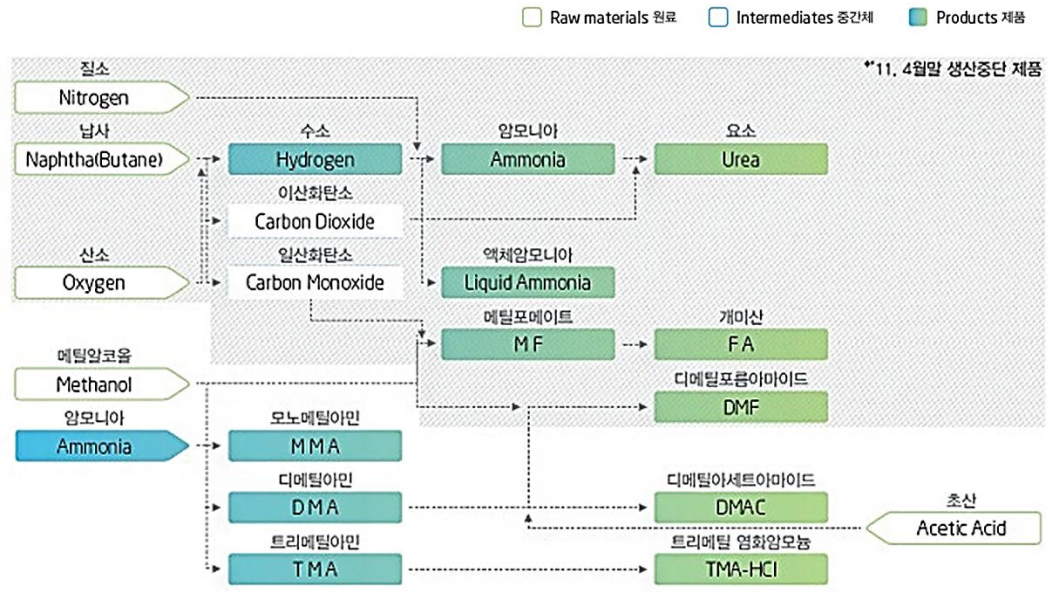
자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 31 부품별 제품 계통도 – 전자재료 계열



자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 32 부품별 제품 계통도 – 암모니아 계열



자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	**1,314**	**1,305**	**1,408**	**1,525**
매출원가	1,206	1,148	1,177	1,220
매출총이익	**108**	**158**	**231**	**305**
판매비와관리비	129	142	129	129
영업이익 (조정)	**(20)**	**16**	**102**	**176**
영업이익	**(20)**	**(6)**	**73**	**147**
순이자손익	(1)	4	6	6
지분법손익	4	3	3	3
기타	18	45	(13)	(13)
세전계속사업손익	**0**	**46**	**69**	**143**
법인세비용	(3)	10	14	29
당기순이익	**3**	**36**	**55**	**115**
당기순이익 (지배주주지분)	**3**	**36**	**55**	**115**
EPS (지배주주지분, 원)	129	1,406	2,145	4,439

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	(8.2)	(0.7)	7.9	8.3
매출총이익증가율	(34.3)	45.7	46.6	31.9
영업이익증가율	적전	적지	흑전	100.8
당기순이익증가율	(95.4)	N/A	52.5	107.0
EPS 증가율	(95.4)	N/A	52.5	107.0
매출총이익율	8.2	12.1	16.4	20.0
영업이익률	(1.5)	(0.4)	5.2	9.6
당기순이익률	0.3	2.8	3.9	7.5

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	**507**	**653**	**624**	**645**
현금및현금성자산	87	190	126	109
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	212	240	258	278
재고자산	198	214	230	248
기타유동자산	9	9	9	9
비유동자산	**1,393**	**1,408**	**1,512**	**1,612**
유형자산	929	1,067	1,164	1,256
투자자산	415	299	311	323
기타비유동자산	49	42	37	32
자산총계	**1,900**	**2,061**	**2,136**	**2,257**
유동부채	**202**	**263**	**287**	**305**
매입채무	175	203	226	244
단기금융부채	10	43	43	43
기타유동부채	17	18	18	18
비유동부채	**572**	**634**	**637**	**641**
장기금융부채	482	548	548	548
기타비유동부채	89	85	89	92
부채총계	**774**	**897**	**924**	**945**
지배주주지분	1,126	1,154	1,202	1,301
비지배주주지분	0	11	11	11
자본총계	**1,127**	**1,165**	**1,212**	**1,311**
BVPS (원)	43,663	44,731	46,575	50,414

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	**71**	**105**	**123**	**179**
당기순이익	3	36	55	115
유무형자산상각비	59	72	78	83
기타	2	(19)	1	1
운전자본증감	6	16	(11)	(20)
투자현금	**(360)**	**(62)**	**(180)**	**(180)**
자본적지출	(300)	(170)	(170)	(170)
기타	(61)	109	(10)	(10)
재무현금	**333**	**59**	**(8)**	**(15)**
배당금	(17)	(0)	(8)	(15)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	349	59	0	0
기초현금	44	87	190	126
기말현금	87	190	126	109

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	0.3	3.2	4.7	9.2
총자산이익률 (%)	0.2	1.8	2.6	5.2
재고자산보유기간 (일)	56.9	57.7	57.6	57.3
매출채권회수기간 (일)	62.8	63.2	64.6	64.2
매입채무결재기간 (일)	50.4	52.8	55.6	56.2
순차입금/자기자본 (%)	36.0	34.5	38.4	36.8
이자보상배율 (x)	(19.2)	1.4	(12.5)	(23.1)

자료: 삼성정밀화학, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 –10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
[작성자 : 이학무, 정윤미]

종목	담당자	담당자 보유주식수 종류	수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류

Target Price and Recommendation Chart

삼성정밀화학 (004000 KS)

Date	Recommendation	12m target price
2014-06-10	BUY (Initiate)	49,000