이화영
hylee1@leading.co.kr
+822-2009-7191

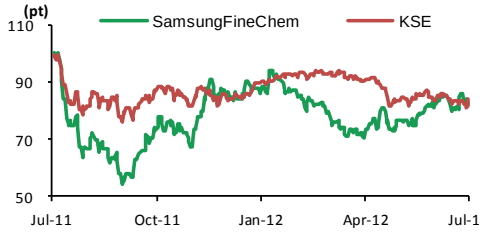
# 삼성정밀화학 (004000 KS) – 예상수준의 2분기 실적

| BUY(유지) | |
|---|---|
| 목표주가 | 73,000 원 |
| 현재주가 | 59,000 원 |
| 목표수익률 | 23.7% |

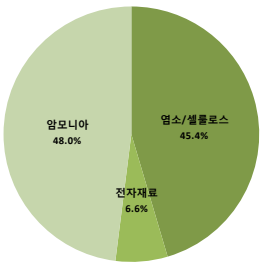
| Key Data | 2012 년 7 월 27 일 |
|---|---|
| 시가총액 (십억원) | 1,522.2 |
| 발행주식수 (백만주) | 25.8 |
| 외국인 지분율 (%) | 7.7 |
| 52 주 고가 (원) | 72,100 |
| 저가 (원) | 38,900 |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 7.2 |
| 주요주주 | (%) |
| 삼성 SDI | 32.1 |
| 한국투자신탁운용㈜ | 9.3 |
| KOSPI | 1,829.16 |

| 주가상승률 (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | (2.0) | (7.2) | (17.6) |
| 상대주가 | (2.6) | (0.3) | (1.7) |

**Relative Performance**




**매출구성 (2012.2Q)**




## 예상대로 좋은 실적

- 2012년 2분기 실적은 어닝서프라이즈를 기록했던 1분기 보다 나은 실적 매출액 363.5억원 (4.1% yoy, 1.6% qoq), 영업이익 250.0억원 (-17.2% yoy, 12.6% qoq), 순이익 26.9억원 (-7.9% yoy, 30.0% qoq)
- 전분기 대비는 순성장을 기록하였으나 전년대비 실적이 역신장을 보이는 까닭은 지난해 염소/셀룰로스 부문이 시황호조와 일본 대지진 및 중국 전력난에 따른 일시적인 수요증가 발생하여 좋은 실적을 기록하였기 때문
- 과거 유가 변동에 따라 실적변동성이 컸던 암모니아 부문은 유가하락에도 불구하고 암모니아 부문은 2~3%대의 안정적인 수익성을 확보하였으며 CASH COW 인 염소/셀룰로스는 글로벌 경기 둔화에도 안정적인 성장을 보임 (+3.4% yoy)

## 고수익성의 염소/셀룰로스의 견고한 신장

- 유럽지역을 중심으로 수요가 형성된 메셀로스는 유럽경기 악화에도 불구 신규 용도로 거래선을 확대하며 시황이 좋았던 작년보다 더욱 높은 매출을 기록하며 22% 성장
- Anycoat (의약품 캡슐 원재료)는 젤라틴의 가격 상승이 지속되며 수요의 증가가 유지 (+6.7% yoy)
- 2012년 하반기 메셀로스 26%, 애니코트 130% 증설을 고객사의 증설과 요청에 의해 이루어짐에 따라 증설효과는 즉각적으로 이루어 질 전망

## 상반기 실적 점검 및 하반기 전망

- 동사의 상반기 실적 발표를 토대로 당사가 제시한 실적전망을 무난히 달성 할 수 있을 것으로 전망 (영업이익의 전체 실적전망 달성률: 47%)
- 동사는 3분기 염소/셀룰로스 부문의 계절적 PEAK시즌이며 4분기 요소/암모니아의 비수기라는 것을 감안
- 매출의 6.6%를 차지하고 있으며 유일한 적자를 기록하고 있는 전자재료 부문은 스마트폰과 테블릿 PC로 용도를 다변화시킨 LCP와 고객사의 신규 모델 출시에 따른 일시적 물량 감소를 기록 토너부문이 하반기 물량증가를 이루며 4분기 흑자를 기록할 것으로 전망

**Valuation Forecast**

| FY | Sales (Wbn) | % chg yoy | OP (Wbn) | OPM (%) | NP (Wbn) | EPS (W) | EPS Growth (%) | P/E (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2009 | 1,038.4 | (8.2) | 90.7 | 8.7 | 86.7 | 3,359 | 1.6 | 17.6 | 10.9 | 10.6 | 1.8 |
| 2010 | 1,130.6 | 8.9 | 60.2 | 5.3 | 85.1 | 3,299 | (1.8) | 17.9 | 13.5 | 9.0 | 1.5 |
| 2011 | 1,333.6 | 18.0 | 74.6 | 5.6 | 73.4 | 2,846 | (13.7) | 20.7 | 10.9 | 6.9 | 1.4 |
| 2012E | 1,472.6 | 10.4 | 103.1 | 7.0 | 95.2 | 3,691 | 29.7 | 16.0 | 8.5 | 8.5 | 1.3 |
| 2013F | 1,832.3 | 24.4 | 134.3 | 7.3 | 105.9 | 4,105 | 11.2 | 14.4 | 6.7 | 8.9 | 1.2 |
| 2014F | 2,169.4 | 18.4 | 154.0 | 7.1 | 126.4 | 4,898 | 19.3 | 12.0 | 6.1 | 9.8 | 1.1 |

**2012년 2분기 실적**
**매출액 +4.1% yoy**
**영업이익 -17.2% yoy**

## 예상 수준의 2 분기 실적

동사는 2012 년 2 분기 실적 매출액 3,635 억원 (+4.1% yoy), 영업이익 250 억원 (-17.2% yoy), 순이익 269 억원 (-7.9% yoy)를 기록하였다.

동사의 CASH COW 부문인 염소/셀룰로스는 신규 수요처 확보와 높은 국제가격 형성이 유지되며 좋은 실적을 기록한 부문을 1 분기에 이어 2 분기 역시 판매물량을 늘리며 견고한 실적을 기록하였다. 또한 과거 유가 변동성에 따라 실적이 좌우되었던 요소/암모니아 부문은 유가하락에도 불구하고 Trading 으로의 사업 구조전환으로 2~3%대의 안정적인 영업이익률을 기록하였다.

하지만 어닝서프라이즈를 기록한 전분기보다 나은 실적이나 전년대비 영업이익이 역 신장을 기록한 까닭은 지난해 영업이익의 기여도가 가장 높은 염소/셀룰로스 부문의 시장 호황과 일본의 대지진, 중국의 전력난으로 인한 일시적인 수요 상승이 함께 발생하였기 때문이다.

**Exhibit 1. 분기 실적**

| (십억원) | 2Q11 | 2Q12(실제발표치) | YoY (%) | 1Q12 | 1Q12 | QoQ (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **349.1** | **363.5** | **4.1** | **357.7** | **363.5** | **1.6** |
| 영업이익 | 30.2 | 25.0 | (17.2) | 22.2 | 25.0 | 12.6 |
| 세전이익 | 35.7 | 29.6 | (17.1) | 24.4 | 29.6 | 21.3 |
| 순이익 | 29.2 | 26.9 | (7.9) | 20.7 | 26.9 | 30.0 |
| 영업이익률 (%) | 8.7 | 6.9 | | 6.2 | 6.9 | |
| 순이익률 (%) | 8.4 | 7.4 | | 5.8 | 7.4 | |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 2. 부문별 실적**

| (십억원) | 2Q11 | 2Q12 | YoY (%) | 1Q12 | 2Q12 | QoQ (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **1) 염소/셀룰로스 계열** | **159.5** | **165.0** | **3.4** | **163.8** | **165.0** | **0.7** |
| 가성소다 | 32.1 | 38.4 | **19.8** | 36.9 | 38.4 | **4.1** |
| 염화메탄 | 17.9 | 11.9 | **(33.6)** | 14.3 | 11.9 | **(16.8)** |
| 메셀로스 | 43.8 | 53.5 | **22.3** | 50.8 | 53.5 | **5.3** |
| AnyCoat | 13.5 | 14.4 | **6.7** | 12.9 | 14.4 | **11.6** |
| ECH | 34.3 | 34.8 | **1.6** | 35.2 | 34.8 | **(1.1)** |
| PTAC | 7.9 | 6.5 | **(18.2)** | 6.2 | 6.5 | **4.8** |
| 기타 | 10.1 | 5.5 | **(45.5)** | 7.5 | 5.5 | **(26.7)** |
| **2) 전자재료 부문** | **23.7** | **24.1** | **1.8** | **24.4** | **24.1** | **(1.2)** |
| BTP | 6.1 | 6.7 | **9.8** | 6.0 | 6.7 | **11.7** |
| TMAC | 8.8 | 9.4 | **7.2** | 9.0 | 9.4 | **4.4** |
| 기타 | 8.8 | 8.0 | **(9.1)** | 9.4 | 8.0 | **(14.9)** |
| **3) 암모니아 계열** | **165.9** | **174.4** | **5.1** | **169.5** | **174.4** | **2.9** |
| 요소 | 18.8 | 24.5 | **30.1** | 21.8 | 24.5 | **12.4** |
| DMF | 7.7 | 5.0 | **(34.7)** | 5.4 | 5.0 | **(7.4)** |
| DMAC | 7.0 | 8.2 | **17.6** | 7.4 | 8.2 | **10.8** |
| 암모니아 | 112.8 | 118.0 | **4.6** | 117.4 | 118.0 | **0.5** |
| 기타 | 19.6 | 18.7 | **(4.5)** | 17.5 | 18.7 | **6.9** |
| 합계 | 349.1 | 363.5 | **4.1** | 357.7 | 363.5 | **1.6** |

*Source: Company data, Leading Research Center*

염소/셀룰로스는 OPM 15~16%유지

## 고수익성인 염소/셀룰로스 물량 증대 지속

동사의 영업이익의 90%이상을 차지하고 있는 염소/셀룰로스 부문이다. 이중 시멘트와 페인트 등의 건설재료로 쓰이는 메셀로스는 2011 년부터 바디 케어 제품으로 용도를 다변화 시키며 신규 거래처를 확보와 공급 물량 증가로 전년대비 22.1%의 성장을 보였다.

염소/셀룰로스에서 가장 수익성이 높은 Anycoat 는 제약용 캡슐의 주요 원재료인 젤라틴 가격 상승 2 분기에도 이어 지며 젤라틴의 대체수요로 Anycoat 의 매출은 전년대비 11.6% 성장을 기록 하였다.

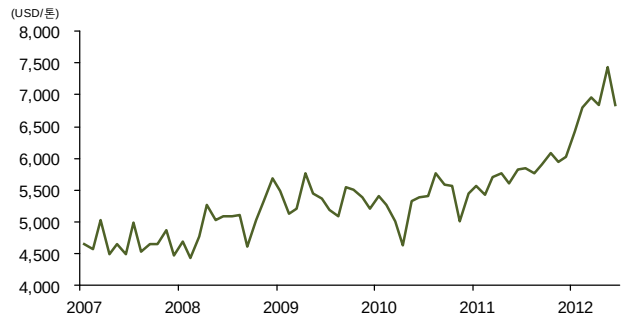
메셀로스와 Anycoat 는 올해 각각 26%, 130%의 증설이 완료될 전망이다. 이는 고객사의 증설 및 요청에 의한 생산 물량 확보를 위한 증설로 증설효과는 빠르게 본격화될 전망이다.

**Exhibit 3. 염소/셀룰로스 부분의 연도별 증설 및 증설 계획**

| 연도 | 증설 부문 | 증설전 (톤/연) | 증설후 (톤/연) |
|---|---|---|---|
| 2011 년 | 메셀로스 | 26,500 | 30,500 |
| | 가성소다 | 380,000 | 430,000 |
| 2012 년 | 메셀로스 | 30,500 | 38,500 |
| | 애니코트 | 3,000 | 7,000 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 4. 젤라틴의 가격의 급격한 상승 (USD/톤)**




*Source: KITA, Leading Research Center*

**Exhibit 5. Anycoat의 가격 (USD/톤)**

*Source: KITA, Leading Research Center*

**당사가 제시한 실적 추정을 충분히 달성 가능할 것**

## 상반기 실적 점검 및 하반기 전망

동사의 상반기 실적을 검토해 볼 때 2012 년 동사의 실적은 당사가 제시한 연간 실적을 충분히 달성할 수 있을 것으로 전망된다. 이는 하반기 동사의 실적은 3 분기 염소/셀룰로스의 성수기로 실적 PEAK 을 기록할 전망이며 4 분기 요소/암모니아 부문에서 비수기임을 감안한 사항이다.

매출의 6.6%를 차지하고 있으며 유일하게 적자를 기록하고 있는 부문인 전자재료 부문은 상반기 전방 시장의 위축으로 적자폭을 크게 줄이지 못하고 있다. 하지만 하반기 삼성전자 향 매출이 100%인 토너 부문의 증설과 테블릿 PC 와 스마트폰으로 신규용도를 확대시킨 LCP 가 역시 삼성전자로 보급되면서 하반기 매출과 수익성이 동시에 개선되는 모습을 보일 것으로 전망된다. 이에 따라 4 분기 전자재료 부문의 분기 흑자를 달성할 것으로 전망된다.

**Exhibit 6. 염소/셀룰로스 부분의 연도별 증설 및 증설 계획**

| | 1Q12 | 2Q12 | 2Q13E | 2Q14E | 당사 추정 2012E | 달성률(1H12/FY12E) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 357.7 | 363.5 | 385.8 | 365.6 | 1,472.6 | 49.0% |
| 영업이익 | 22.2 | 25.0 | 29.1 | 23.1 | 99.4 | 47.5% |
| 세전이익 | 24.4 | 29.6 | 31.4 | 25.3 | 110.7 | 48.8% |
| 당기순이익 | 20.7 | 26.9 | 25.4 | 17.2 | 90.2 | 52.8% |

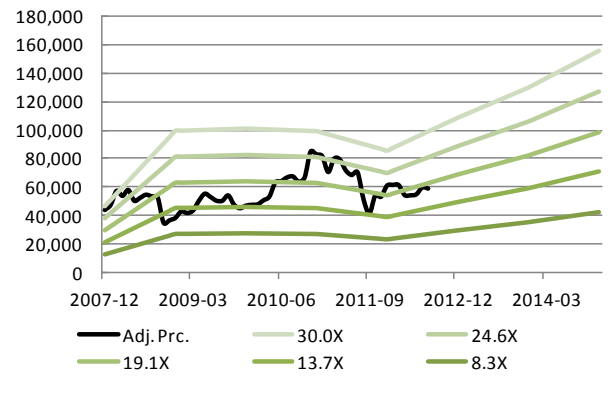
*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 7. 연간 실적전망**

| (십억원) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012F | 2013F | 2014F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,038.4** | **1,130.6** | **1,333.6** | **1,472.6** | **1,832.3** | **2,169.4** |
| 조정영업이익 | 90.7 | 60.2 | 74.6 | 103.1 | 134.3 | 162.7 |
| 세전이익 | 103.8 | 103.9 | 87.8 | 121.8 | 139.0 | 174.3 |
| 순이익 | 86.7 | 85.1 | 73.4 | 95.0 | 108.5 | 136.0 |
| **성장률 (%)** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012F** | **2013F** | **2014F** |
| **매출액** | (8.2) | 8.9 | 18.0 | 10.4 | 24.4 | 18.4 |
| 영업이익 | (21.9) | (33.6) | 23.9 | 38.1 | 30.3 | 21.1 |
| 세전이익 | (5.8) | 0.1 | (15.5) | 38.7 | 14.2 | 25.4 |
| 순이익 | 1.6 | (1.8) | (13.7) | 29.3 | 14.2 | 25.4 |
| **마진 (%)** | **2009** | **2010** | **2011** | **2012F** | **2013F** | **2014F** |
| 영업이익률 (%) | 8.7 | 5.3 | 5.6 | 7.0 | 7.3 | 7.5 |
| 순이익률(%) | 8.3 | 7.5 | 5.5 | 6.4 | 5.9 | 6.3 |

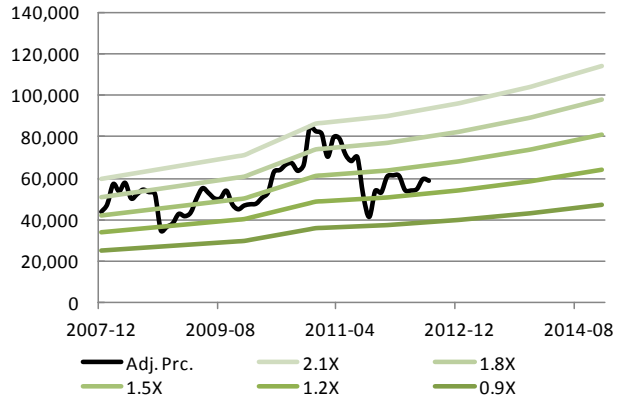
*Source: Company data, Leading Research Center*

**Exhibit 8. PER BAND**




*Source : Fnguide, Leading Research Center*

**Exhibit 9. PBR BAND**




*Source : Fnguide, Leading Research Center*

### ▶ Compliance Notice

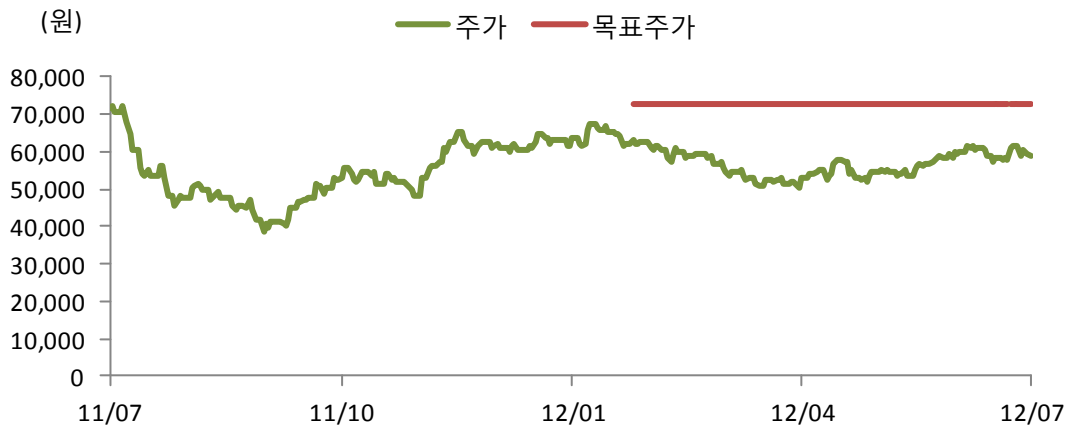
*본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.*

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

| 삼성정밀화학 (004000 KS) | | | |
|---|---|---|---|
| 일자 | 2012-02-20 | 2012-04-30 | 2012-07-30 |
| 투자의견 | BUY(신규) | BUY | BUY |
| 목표주가 | 73,000 | 73,000 | 73,000 |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이




### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

*©. 2012 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*