LEADING

Mid-Cap Research

삼성정밀화학 (004000 KS)

삼성 "정말" 화학

2012년 2월 20일

Analyst. : 이화영

hylee1@leading.co.kr

82-2-2009-7191

Leading Traffic Light: Green

삼성정밀화학은...

- ✓ 삼성그룹사의 소재사
- ✓ 염소/셀룰로스, 전자재료, 암모니아 생산
- ✓ 영업이익의 89%가 염소/셀룰로스 부분에서 창출

Green light because:

- ✓ Cash Cow 부분의 증설효과 2013 년 가시화
- ✓ Captive client 통한 신성장동력 확보
  - -양극활물질, 전자재료: 삼성계열사
  - -폴리실리콘: MEMC 계열사

성장 잠재력:

- ➢ 수익성 높은 염소/셀룰로스 생산 CAPA 증설로 매출과 수익성 증가 기대
- ➢ Captive client 에게 공급될 양극활물질이 2012 년, 폴리실리콘이 2013 년부터 생산 시작

경영진과 주주가치:

- ➢ CEO 는 삼성그룹사의 정통 인사출신으로 그룹사와의 긴밀한 네트워크 조성
- ➢ Captive client 인 삼성 SDI 가 1 대 주주

탁월한 가치창출:

- ➢ 증설효과로 인한 ROE 의 개선 2011 년 6.9% → 2013F 9.2%
- ➢ 2011 년까지 Zero 부채 상태에서 CAPEX 자금 조달을 위하여 차입금 증가하나 순차입금 비율은 2012F 19.1%와 2013F 38.6%로 낮은 수준

Valuation:

- ➢ 대규모 증설로 인한 성장성을 바탕으로 시장 EV/EBITDA 에 Premium 25% 부여가능
- ➢ 목표주가 73,000 원

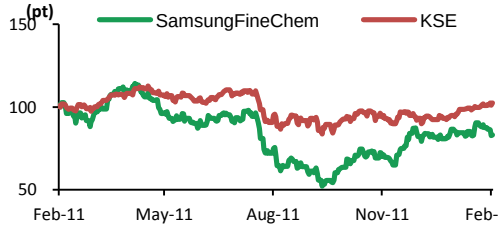
BUY

목표주가	73,000 원
현재주가	62,000 원
목표수익률	17.7%

Key Data	2012 년 2 월 17 일
산업분류	소재
코스피	2,023.5
시가총액 (십억원)	1,599.6
발행주식수 (백만주)	25.8
외국인 지분율 (%)	8.2
52 주 고가 (원)	85,400
저가 (원)	38,900
60 일 일평균거래대금 (십억원)	11.4
주요주주	(%)
삼성SDI(외 9인)	32.1
한국투자신탁운용	9.3

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(0.2)	16.5	(17.0)
상대주가	(7.1)	0.6	(19.3)

Relative Performance



CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 폴리실리콘 시장 악화
  - ✓ 과잉공급으로 인한 가격 하락과 유럽의 경기악화에 따른 수요의 감소
  - ✓ 원가경쟁력을 갖춘 상태이나 태양광 산업전체에 대한 RISK 에서는 벗어날 수 없는 상태
  - ✓ 폴리실리콘 사업을 위한 투자 규모는 2,000 억원

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	1,130.9	36.4	116.2	10.3	85.3	3,306	112.8	18.8	9.5	11.4	2.0
2009	1,038.4	(8.2)	90.7	8.7	86.7	3,359	1.6	18.5	11.4	10.6	1.9
2010	1,130.0	8.8	60.7	5.4	85.2	3,301	(1.7)	18.8	14.1	8.9	1.5
2011E	1,333.6	18.1	73.9	5.5	73.4	2,846	(13.8)	21.8	12.6	6.9	1.5
2012E	1,472.6	10.4	103.1	7.0	96.6	3,743	31.5	16.6	9.0	8.6	1.4
2013E	1,832.3	24.4	134.3	7.3	111.1	4,308	15.1	14.4	7.0	9.2	1.3

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1: 기업 **Snapshot** 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가**?** 8

Section 3: 잉여현금창출 능력과 배당정책은**?** 9

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은**?** 10

Section 5: 증자**, CB, BW** 로 자금을 요구하는 회사인가**?** 11

Section 6: CEO 의 경영철학은**?** 12

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도 13

Section 8: 영업현황과 실적전망 14

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교..... 26

Section 9-2: Valuation – 목표주가 27

핵심 투자포인트

✓ **삼성정밀화학은?**

삼성정밀화학의 주요 사업부문은 염소/셀룰로스, 전자재료, 요소/암모니아 부분으로 나눌 수 있으며 그 중 염소/셀룰로스가 전체 OP 의 89%를 창출한다. 요소/암모니아 부분은 매출의 50% 이상을 차지하고 있으나 암모니아 가격의 큰 변동성에 의하여 매년 흑자와 적자가 결정되었다. 따라서 요소/암모니아 중 일부 제품을 생산판매에서 상품판매로 전환함으로써 요소/암모니아의 실적 변동성을 크게 줄였다. 장기적인 관점에서 보면 삼성전기, 삼성 SDI, 삼성전자를 captive client 로 둔 전자재료 부분이 강화되며 전자재료 쪽으로 비중의 중심 이동이 있을 것으로 예상된다. 이는 전방산업의 회복과 더불어 2011 년부터 본격적인 증설로 인한 규모의 경제 효과가 기대되기 때문이다.

✓ **삼성정밀화학의 변신을 위한 투자 견적: 1 조원! 향후 매출은 2012 년 10.4%yoy, 2013 년 24.4%yoy 성장**

지난 10 년간 삼성정밀화학의 CAPEX 규모는 연간 300 억원~800 억원 규모였으나 2011 년 ~2013F 기간에는 860 억원의 투자가 집행될 예정이다. 이번 투자로 인해 2013 년 매출은 2011 년 대비 35%가 늘어날 전망이다. 이번 투자는 전체매출의 44%를 차지하며 유일한 Cash Cow 역할을 하고 있는 염소/셀룰로스 부분과 삼성그룹사에서 전자재료 소재사로서 역할을 하기 위해 전자재료 부분에 집중 투자된다. 이번 투자는 동사의 제품의 용도의 확대와 고객사의 증설에 대응하기 위해 진행되어 매출 성장이 빠르게 가시화 될 것으로 전망된다. 특히 전자재료 부분은 전방 산업의 회복에 따라 2012 년 매출이 53.5% yoy 성장하며 흑자전환을 실현할 수 있을 것이라고 전망된다.

✓ **Captive client 를 확보한 신사업**

동사는 2012년 양극활물질의 생산이 시작되면 삼성 SDI 로 전량 공급이 예상되며 2013년 말 생산이 시작되는 폴리실리콘은 동사의 합작회사 파트너인 MEMC 사로 전량 공급이 예상된다.

2012년 말부터 생산이 시작되는 양극활물질은 글로벌 2차전지 시장의 MS 1위 기업인 삼성 SDI 로 전량 공급될 예정이다. 동사는 일본의 Toda 와 합작법인을 설립하여 삼성 SDI 의 울산공장 부지 내에 연산 2,500톤 생산 능력의 양극활물질(NCM 계열) 생산 공장을 건립 중이다. 삼성 SDI 의 연간 NCM 계열 양극활물질 소비가 6,000톤(2011년 기준)임을 감안하면 삼성 SDI 로의 안정적 공급이 예상된다. 또한 100년간 전구체 관련 사업을 영위하며 이미 국내 양극활물질 업체에 전구체를 공급하고 있는 일본의 Toda 사를 통해 우수한 원재료가 확보된 상태이며 양극활물질의 생산과정이 동사의 전자재료 부분에서 생산하는 BT Powder 와 비슷하여 생산차질의 우려는 낮은 상황이다.

2013년 말부터 폴리실리콘 생산부터 태양광 발전소까지 수직계열화를 이루고 있는 MEMC 사로 전량 공급될 것으로 예상된다. MEMC 사는 동사와 함께 폴리실리콘 생산을 위해 합작법인을 세운 파트너로 세계5위의 태양광 폴리실리콘/웨이퍼 생산업체이다. 최근 MEMC 사는 수익성 제고의 이유로 6,000톤 규모의 자체 공장을 shut down 하기로 결정함에 따라 삼성정밀화학과의 합작법인이 생산한 폴리실리콘을 통해 자체 수요인 연3만톤~4만톤을 충당할 예정이다. 한편 폴리실리콘 가격의 하락으로 인해 각 생산 업체들의 원가 절감은 필수가 되는 상황이다. 대부분의 경쟁사들은 지멘스 공법을 통해 폴리실리콘을 생산하고 있으나 MEMC 사는 FBR 공법으로 생산하여 지멘스 공법 생산자들보다 20%의 원가절감을 이루고 있어 경쟁력이 더욱 높아질 전망이다.

✓ **목표주가 73,000 원은 17.7%의 상승여력**

동사는 2011년부터 2013년까지의 대규모 CAPEX 중 상당 부분이 수익성이 높은 염소/셀룰로스에 집중될 뿐 아니라 미래의 성장성 확보를 위하여 삼성 SDI 와 같이 튼튼한 captive client 를 확보한 전자재료에도 큰 투자가 이루어 지고 있다. 현재 염소/셀룰로스에서 발생하는 수익을 기반으로 2013년 폴리실리콘의 신규 매출 발생과 현재 매출수준은 미미하나 향후 매우 큰 성장성을 지니고 있는 전자재료를 감안할 때 2012년 year-high EV/EBITDA 8.5x 에 25%의 premium 을 적용한 10.6x 를 적정 valuation 으로 산정하여 73,000원을 적정 주가로 산정한다.

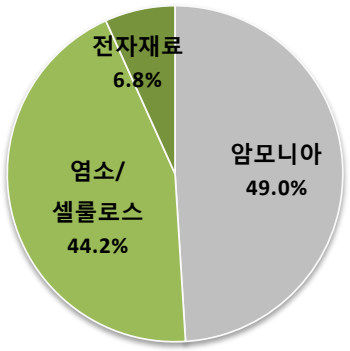
Section 1: 기업 Snapshot

삼성정밀화학 염소/셀룰로스로 현금 창출

암모니아 가격에 의해 동사의 영업이익의 변동성이 크게 변화

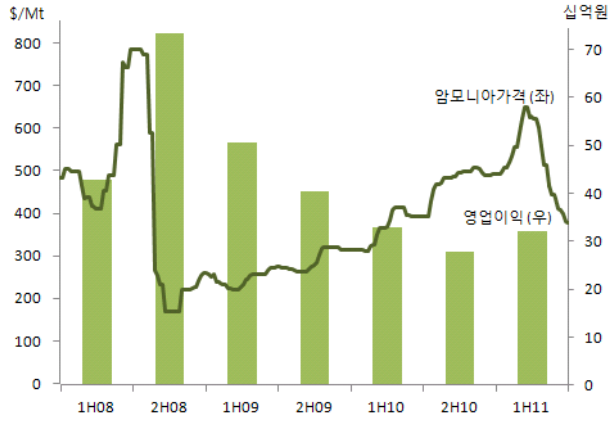
삼성정밀화학이 영위하는 사업은 크게 요소/암모니아, 염소/셀룰로스, 전자재료 그리고 신사업부분으로 나눌 수 있다. 과거 동사의 실적은 전체 매출의 절반을 차지 하고 있는 요소/암모니아 부분 실적변동성에 의해 크게 좌우되었다.
그 이유는 동사가 요소/암모니아 부분에서 사용하고 있는 나프타가 경쟁사에게 사용하고 있는 석탄이나 천연가스 대비 가격변동성이 커 암모니아 가격상승 시 원재료 상승분을 제품가격에 반영하지 못하기 때문이다. 이로 인해서 2010 년 요소/암모니아 부분에서만 120 억원의 적자를 기록하였다.

Exhibit 1. 매출구성 (2011 년)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 암모니아 가격에 의해 낮아지는 영업이익



Source: Datastream, Company data, Leading Research Center

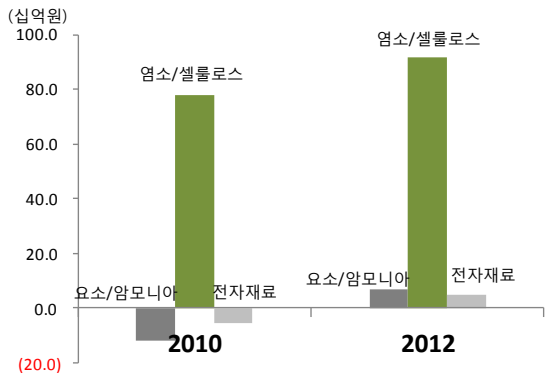
암모니아 사업부분 -더 이상의 적자는 없다

동사의 수익성 증대를 위하여 2011 년 4 월부터 요소/암모니아 부분에서 적자를 기록하였던 제품의 생산을 중단하고 trading 형태로 변화하면서 요소/암모니아 부분에서의 영업이익률은 1%로 유지할 것으로 전망된다. 이에 따라서 요소/암모니아 부분의 실적변동성은 낮아질 전망이다 (페이지 18).

염소/셀룰로스 부분이 영업 이익의 89% 차지

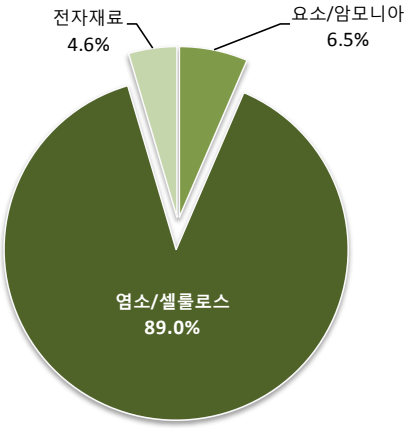
향후 동사의 실적을 좌우하는 것은 전체매출에서의 비중은 44% 이나 영업이익 기여도가 89%인 염소/셀룰로스 부분이라고 할 수 있다. 친환경 소재에 대한 CEO 의 강한 의지에 따라 2011 년부터 순차적으로 대규모 CAPA 증설을 시작하고 있다. 고객사의 증설에 대응하거나 수요 증가에 따른 증설이 대부분이기 때문에 증설효과는 빠르게 실적으로 반영될 것이라고 예상된다 (페이지 14).

Exhibit 3. 부분별 영업이익 비교 (2010 년 vs 2012F)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 영업이익 기여도 (2012F)



Source: Company data, Leading Research Center

삼성그룹에서의 위치 재정립

20011 년 8 월 인사정통출신의 성인희 CEO 부임후 기존 비료주로 분류되었던 동사를 삼성그룹과의 긴밀한 네트워크를 활용하여 그룹 시너지를 극대화 한 소재주로써의 변신을 꾀하고 있다. 이를 위한 동사의 노력은 아래와 같이 5 가지로 정리할 수 있다.

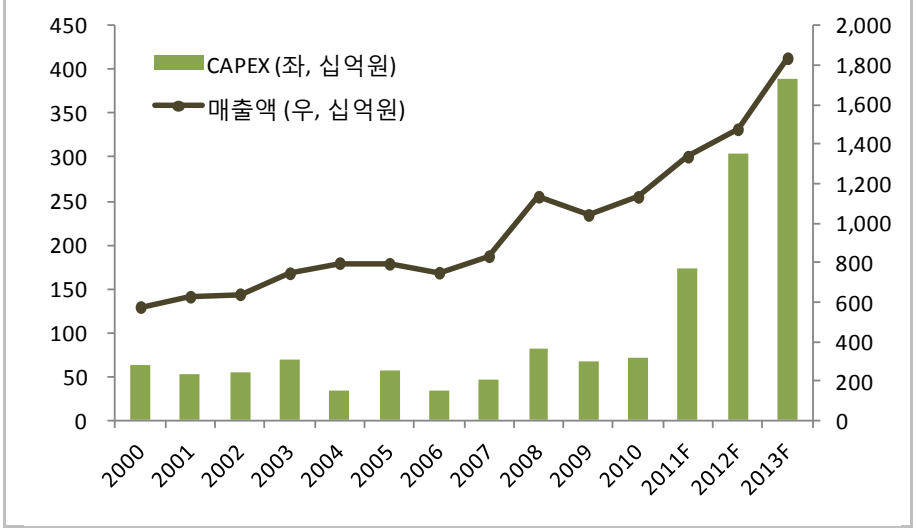
1. **과거와는 차원이 다른 대규모 투자 (페이지 9)**
   지난 십년동안 동사는 300 억원~800 억원의 CAPEX 를 집행해왔으나 2011 년 1,720 억원, 2012 년 3,050 억원, 2013 년 3,900 억원의 공격적인 투자 결정. 이는 Cash Cow 역할을 하고 있는 염소/셀룰로스의 증설효과와 전자재료 부분에서 규모의 경제 효과를 극대화 시키기 위함.

2. **레버리지 증대로 재무구조 변화 (페이지 10)**
   EBITDA 레벨 미만의 투자로 전무한 차입금 수준을 유지. 그러나 2011 년부터 시작한 대규모 투자에 소요되는 자금은 차입을 통해 조달하며 2012 년 순차입금 비중은 19.1%, 2013 년 38.6%로 증가하나 여전히 낮은 수준. 레버리지 증대는 투자에 대한 자신감을 표명한 것이며 이에 따라 2013 년 매출은 전년대비 24.4% 증가. ROE 는 2011 년 6.9%수준에서 2013 년 9.2%으로 개선.

3. **그룹사를 적극 활용한 신사업 (페이지 19)**
   그룹사내의 소재전문 회사로써 captive client 를 최대 활용하기 위하여 2 차전지 소재인 양극활물질과 태양광에너지의 소재인 폴리실리콘 생산 준비.
   양극활물질은 삼성계열사인 삼성 SDI 에게 전량 공급 예정이며 폴리실리콘은 동사와 JV 파트너인 MEMC 사의 계열사에게 전량 공급 예정.

4. **삼성그룹과의 네트워크 긴밀성 증대 (페이지 12)**
   삼성 계열사 중 5 개사 (삼성전자, 삼성 SDI, 제일모직, 삼성코닝, 삼성정밀화학)가 참가하여 수원지역에 전자소재 연구 단지 부지를 조성하기로 결정. 이는 동사가 삼성계열사 내에서 소재 생산업체로써 그 역량을 인정받았으며 captive demand 에 맞춘 제품을 생산함에 따라 전자재료 부분에서의 경쟁력이 높아질 것으로 판단.

Exhibit 5. CAPEX 집행 추이 (회계기준)



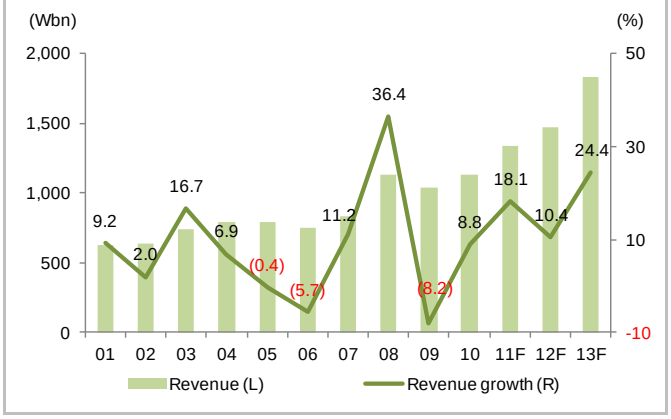
Source: Company data, Leading Research Center

2013 년을 기다릴 필요는 없다

동사의 실적개선은 증설효과로 인해 2012 년 바로 가시화된다. 2011 년 유가 상승으로 인해 판매가격이 상승하였던 2011 년 대비 10.4% 성장하며 영업이익률은 2011 년 5.5%에서 2012 년 7.0%으로 개선된다. 매출보다 영업이익이 더욱 빠르게 개선되는 이유는 영업이익률이 높은 염소/셀룰로스 부분의 매출이 메셀로스와 Anycoat 의 증설로 인해 10.1% 증가하고 영업적자를 기록하였던 전자재료 부분이 증설과 전방산업의 회복으로 흑자전환이 기대되기 때문이다.

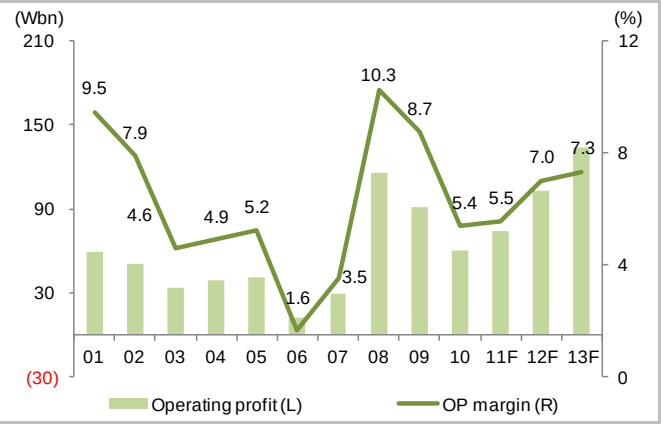
또한 EPS 는 2012년에 전년대비 31.5% 크게 성장하며 valuation 개선이 예상된다.

Exhibit 6. 매출액 및 매출증가율 추이



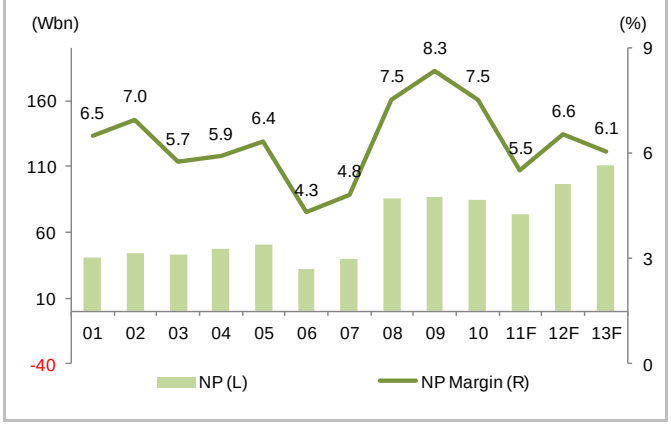
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. 조정영업이익 및 영업이익률 추이



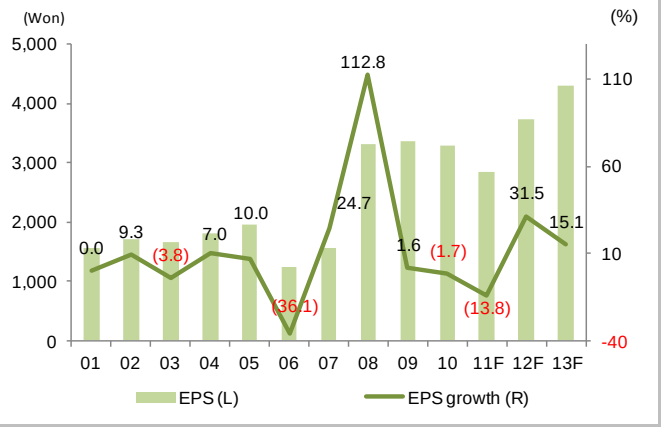
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 8. 순이익 및 순이익률 추이



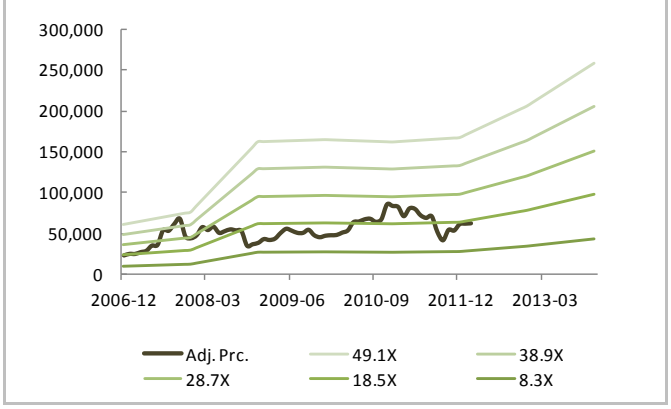
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 9. EPS 및 EPS 성장률 추이



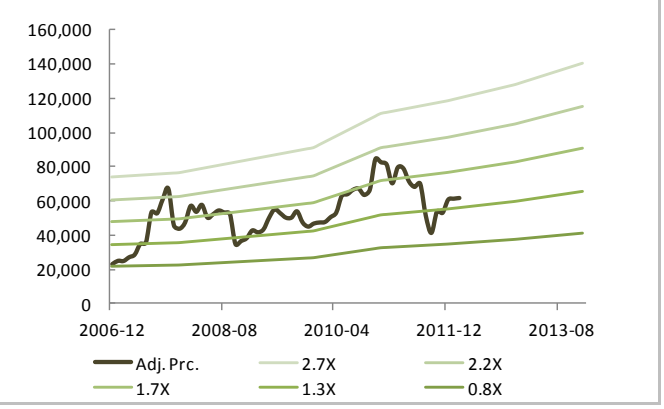
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. PER Band



Source: FnGuide

Exhibit 11. PBR Band



Source: FnGuide

Exhibit 12. 동사의 부분별 제품구성과 용도

분류	제품	매출비중 (2011)	용도
염소/셀룰로스	가성소다	9.4%	Pulp 지, 섬유처리, 비누, 표백제
	염화메탄	4.9%	불소계냉매, 의약및 유기합성용제
	메셀로스	12.6%	건축, 페이트, 접착제
	AnyCoat	3.7%	정제코팅, 캡슐원료, 바디케어 첨가제
	ECH	8.5%	에폭시수지, 합성글리세린
	PTAC	2.2%	계면활성제
	기타	3.0%	
전자재료	BTP	1.6%	MLCC 원료, 2 차전지
	TMAC	2.5%	반도체 현상액
	LCP	1.2%	수퍼엔지니어링플라스틱
	토너	1.4%	컬러레이져프린터 토너
	기타	0.0%	
암모니아 계열	요소	4.5%	비료, 접착제, 멜라민
	DMF	2.2%	합성피혁, 유기합성용제
	DMAC	2.1%	농약 용제, 스판덱스 소재
	암모니아	35.1%	요소, 카프로락탐
	기타	5.2%	
합계		**100.0%**	

Source: Company data, Leading Research Center

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

증설효과와 레버리지 효과에 따른 ROE 개선

요소/암모니아 부분의 실적 변동성이 전체 실적에 영향

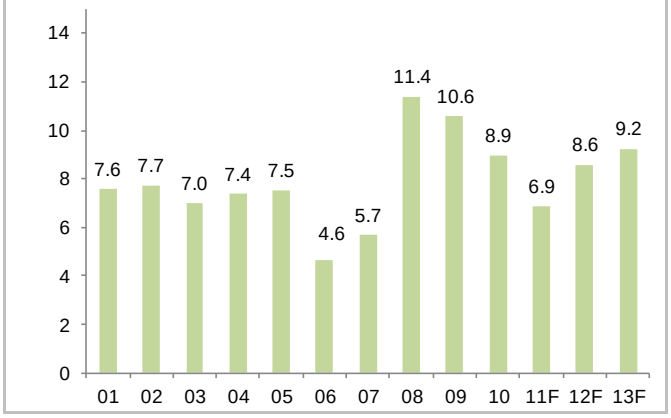
삼성정밀화학은 매출의 절반 이상을 차지하고 있는 요소/암모니아 부분의 실적이 동사 전체의 영업이익에 큰 영향을 미친다. 그 이유는 경쟁사의 원재료인 석탄과 천연가스와 비교하여 동사가 사용하는 원재료인 암모니아가 가격변동성이 더욱 큰데 이를 제품가격으로 반영시킬 수 없는 구조이기 때문이다. 이로 인해 2006 년~2007 년과 같이 암모니아 가격이 상승하는 구간에서 동사의 영업이익이 축소되며 2008 년 이후 암모니아 가격이 안정화되면서 영업이익이 크게 개선되었다. 따라서 ROE 도 4.6%~11.4%까지 큰 변동성을 보여주었다.

향후 2011 년 4 월 요소/암모니아 부분의 일부 제품의 생산을 trading 형태로의 전환을 결정함에 따라 암모니아 가격변동에 따른 실적 변동이 제한적일 것이라 전망된다.

ROE 는 2011년 6.9% →2013년 9.1% 로 개선 염소/셀룰로스의 증설효과에 기인

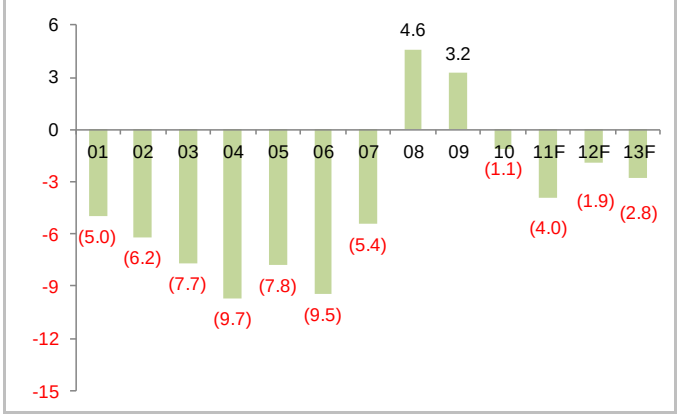
2010 년 전무하였던 차입금이 2011 년~2013 년 동안 1 조 규모의 CAPEX 투자가 이루어짐에 따른 차입금 상승으로 인한 이자비용이 증가하나 염소/셀룰로스 부분의 증설효과에 따른 영업이익의 증가가 이자 비용의 증가보다 크게 발생한다. 따라서 ROE 는 2011 년 6.9%에서 2013 년 9.2%까지 개선될 것으로 전망된다.

Exhibit 13. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. EVA: ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

가치창출은 아직

가치창출을 못하고 있는 상황

동사는 지난 십년동안 플러스 ROE 를 유지하고 있는 반면 EVA 는 마이너스를 기록하며 가치창출을 하지 못하고 있다. 그 이유는 지난 수년간 영업외 수익이 큰 관계로 NOPAT 이 순이익보다 적었기 때문이다.

그러나 2011 년 이후부터 요소/암모니아 부분의 사업정리로 인해 암모니아 가격에 의한 실적 변동리스크가 줄어듬에 따라 NOPAT 은 염소/셀룰로스와 전자재료 부분에 의해 결정된다. 염소/셀룰로스의 증설효과 따라 NOPAT 은 2011 년 618 억원에서 2013 년 1,048 억원으로 크게 늘어난다. 하지만 대규모 CAPEX 를 위한 차입금 증가로 가중평균 투하자본이 2011 년 8,800 억에서 2013 년 1 조 5,500 억원으로 함께 증가하여 ROIC 의 개선이 미미하기 때문에 ROIC-WACC 는 현재의 마이너스 수준을 계속 유지할 전망이나 과거보다는 향상될 전망이다.

Section 3: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

공격적 증설로 타이트한 현금흐름

지난 십년동안 양호한 현금흐름

동사는 과거 십년동안 영업운전자본의 큰 증가로 마이너스 현금흐름을 기록한 2008 년을 제외 하고는 양호한 현금흐름을 보여왔다.

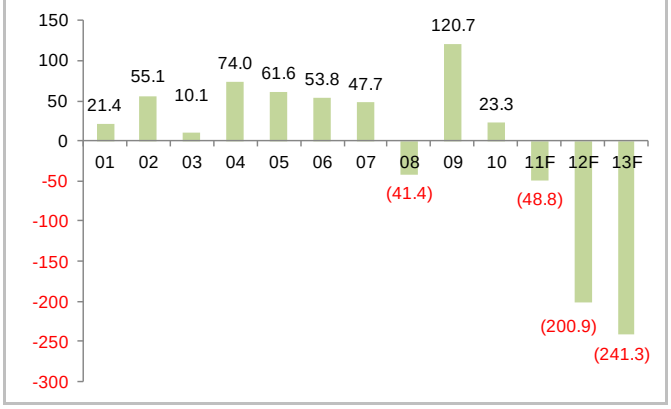
향후 큰 CAPEX 집행으로 인해 마이너스 FCF 가 전망됨

안정적인 현금여력을 바탕으로 기존 300 억~800 억 집행되었던 연간 CAPEX 을 2011 년에 1,722 억원으로 크게 늘렸으며 2012 년과 2013 년은 더욱 늘려 각각 3,050 억원, 3,900 억원이 집행될 계획이다. 2009~2010 년의 누적 FCF 1,400 억원은 2011 년 투자에 모두 투입되었기 때문에 향후 2012 년과 2013 년은 마이너스 FCF 가 예상됨에 따라 차입을 통한 자금 조달이 이루어질 전망이다 (페이지 10).

FCF 의 개선은 2014년부터

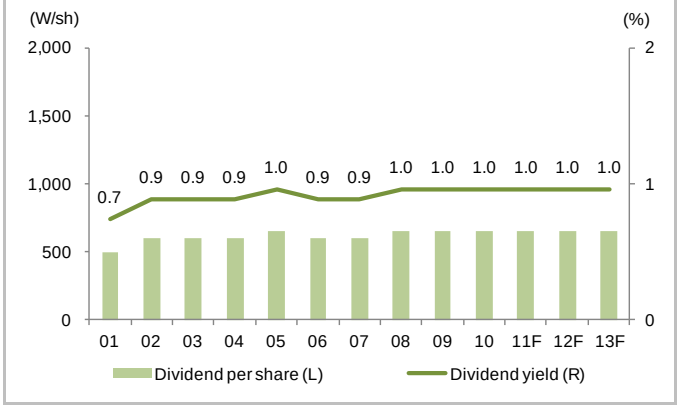
이번 CAPEX 투자는 매출의 44%를 차지하고 있으며 영업이익의 89%를 차지하고 있는 염소/셀룰로스 부분과 삼성계열사의 captive client 를 가지고 있는 전자재료 부분에 집중투자 되었으며 대부분 고객사의 증설 schedule 에 맞추거나 고객사의 요구에 따른 증설이기 때문에 매출이 빠르게 증가할 전망이다. 따라서 영업으로 창출되는 현금흐름은 2010 년 950 억에서 2013 년 1,500 억원으로 개선된다. 2014 년 CAPEX 가 1,000 억원대로 낮아지게 되면 FCF 는 점차 개선되는 모습을 보일 전망이다.

Exhibit 15. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

배당은 현재 수준으로 유지될 것

향후 배당은 현재수준을 유지할 것으로 전망된다.

Exhibit 17. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	73.2	109.7	79.5	107.7	118.1	88.8	93.5	40.1	188.5	94.6	123.3	104.1	148.7
CAPEX	51.8	54.6	69.4	33.8	56.5	35.0	45.8	81.5	67.8	71.3	172.2	305.0	390.0
잉여현금흐름	21.4	55.1	10.1	74.0	61.6	53.8	47.7	(41.4)	120.7	23.3	(48.8)	(200.9)	(241.3)
총 배당금	12.9	15.5	15.5	15.3	16.6	15.4	15.1	16.4	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
주당 배당금	500	600	600	600	650	600	600	650	650	650	650	650	650
배당 수익률 (%)	3.6	4.1	3.7	3.4	2.0	2.6	1.4	1.7	1.4	0.8	1.1	1.1	1.1

Note: 배당 수익률은 해당연도 종가기준

Source: Company data, Leading Research Center

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

이자부담은 늘어나나 여전히 낮은 부채비율

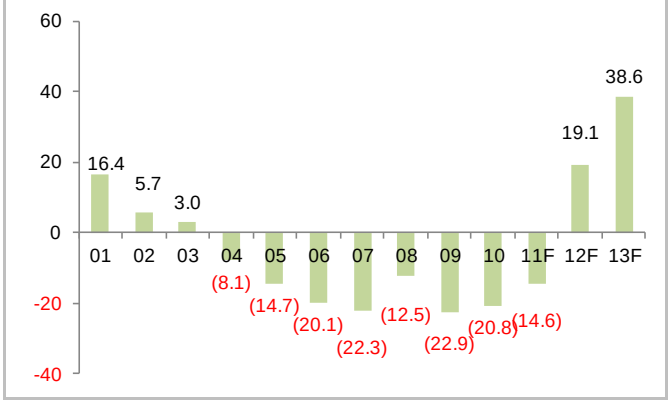
대규모 CAPEX 로 차입금이 본격적으로 늘어나나 여전히 낮은 순부채비율

동사는 양호한 FCF 를 바탕으로 2011 년 기준으로 순현금을 1,590 억원 보유하고 있다. 하지만 2011 년부터 과감한 CAPEX 계획에 따라 향후 차입금이 증가되어 순차입금은 2012 년 2,210 억원, 2013 년 4,815 억원을 기록할 전망이다. 차입의 증가에도 불구하고 순차입금은 자본금 대비 19.1%, 2013 년 38.6%로 낮은 수준이다.

2014년이 부채상환의 첫 해가 될 것

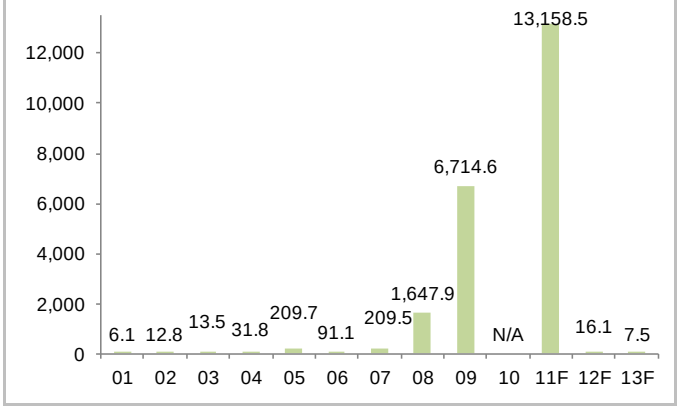
향후 Cash cow 역할을 하고 있는 염소/셀룰로스의 증설효과와 전자재료부분에서 규모의 경제로 가격경쟁력을 갖추면서 영업활동에 의한 현금창출이 2011 년 1,230 억에서 2013 년 1,500 억원으로 늘어나고 2014 년부터는 CAPEX 규모가 1,000 억원대로 줄어들면 FCF 의 개선과 동시에 차입금 상환이 이루어 질 것이라 전망된다.

Exhibit 18. 순차입금비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 19. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

이자보상배율은 2012년 16배, 2013년 7배

동사는 2011 년 전무하였던 차입금을 대규모 CAPEX 를 위해 늘리면서 이자 비용이 2012 년 64 억원 , 2013 년 178 억원으로 크게 증가하나 조정영업이익이 2013 년 1,300 억원이 예상됨에 따라 금융비용에 따른 부담은 적은 것으로 판단 된다.

Exhibit 20. 차입금과 이자보상배율

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	117.3	67.9	43.0	14.5	3.1	2.5	0.7	1.2	0.1	0.1	0.1	319.0	572.0
현금과 현금성 자산	27.2	33.8	24.4	67.0	104.0	143.6	159.4	99.1	195.6	218.4	159.1	98.0	90.5
순차입금	90.1	34.1	18.6	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	221.0	481.5
순차입금/총자본 (%)	16.4	5.7	3.0	(8.1)	(14.7)	(20.1)	(22.3)	(12.5)	(22.9)	(20.8)	(14.6)	19.1	38.6
이자비용	9.7	3.9	2.5	1.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	6.4	17.8
이자보상배율 (배)	6.1	12.8	13.5	31.8	209.7	91.1	209.5	1647.9	6714.6	N/A	13158.5	16.1	7.5

Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

차입금과 자산매각을 통한 자금 조달

향후 자금조달 모두 차입을 통해 이루어질 것

과거 십년동안 동사는 주주를 통한 자금조달은 없었다. 2012 년과 2013 년에 각각 3,050 억원, 3,900 억원의 대규모 CAPEX 가 계획되어 있지만 2011 년 순차입금 비율이 2.8%에 불과하기 때문에 모두 차입을 통해 조달될 것으로 전망된다. 또한 동사는 현재가치로 약 700 억원인 삼성생명 지분을 보유하고 있어 자산매각을 통한 현금 마련도 가능한 상황인 것을 감안할 때 주주를 통한 자금 조달의 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

Exhibit 21. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '2010-2010
납입자본금	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	0.0
주식발행초과금	302.9	302.9	302.9	302.9	302.9	302.9	302.9	302.9	302.9	302.9	0.0
주식발행으로 인한 조달금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Company data, Leading Research Center

Overhang 이슈 없음

오버행 이슈 無

동사는 CB 나 BW 등의 발행 계획은 없다.

Section 6: CEO 의 경영철학은?

성 CEO 는 삼성 그룹 정통 인사 출신- 삼성정밀화학은 인재발굴에 초점

삼성정밀화학 CEO 성인희 대표는 1982 년 삼성전자에 입사하여 인사관리과와 인력개발팀을 거쳐 올라온 전통 인사 출신이다. 삼성정밀화학은 친환경소재 및 전기소재 분야의 사업구조를 혁신하기 위해 우수 인재를 확보가 시급하기 때문에 삼성그룹 전자 계열사와 긴밀한 네트워크를 가지고 있는 인재가 필요하여 성사장을 CEO 로 2011 년 8 월에 맞이하였다.

삼성그룹사와의 긴밀한 네트워크를 가진 성 CEO

성 CEO 의 삼성그룹사와의 네트워크의 힘을 보여주는 것으로 삼성그룹이 추진하여 삼성전자, 삼성 SDI, 제일모직, 삼성코닝, 삼성정밀화학이 참여하여 수원 전자소재 연구단지 부지조성하기로 한 점이다 (2012 년 1 월 27 일 공시). 또한 5 개의 계열사 중에서 동사의 분담금 (650 억원) 이 타 그룹사보다 큰 점을 미루어보았을 때 삼성 그룹 내에서 동사가 소재 생산업체로써의 역량을 인정받기 시작하였다는 것으로 판단된다.

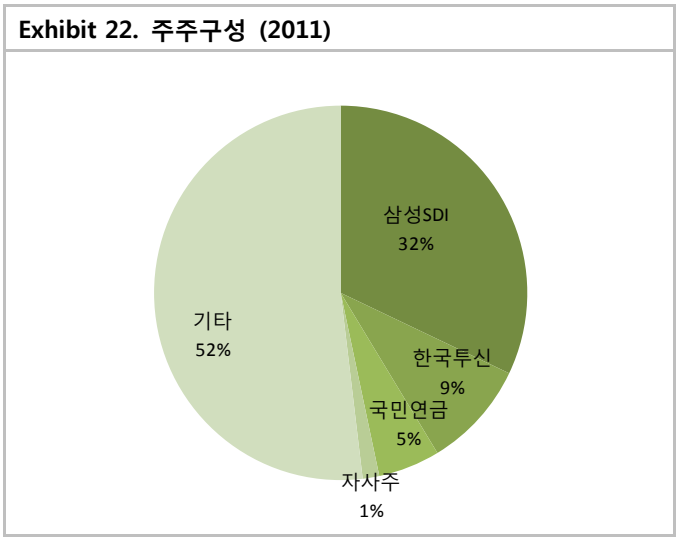
성 CEO 의 Focus -친환경 제품, 소재 화학

2011 년 요소/암모니아의 계열을 일부 정리함에 따라 적자를 피하면서 지난해 사상 최대 실적을 기록하였다. 향후 친환경 제품생산 기업 그리고 소재화학 회사로 부각하기 위해 향후 2 년간 7,000 억원의 과감한 투자를 계획하고 있다.

과감한 사업정리와 대규모 투자

기존 무차입 경영으로 안정적으로 재무구조를 유지했던 것에서 벗어나 적정 수준까지 차입을 통해 자금을 조달하는 등 기존 비료회사의 이미지를 완전히 탈바꿈 하려는 성 CEO 의 노력은 실적을 통해서 가시화 될 전망이다.

Exhibit 22. 주주구성 (2011)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 23. CEO 프로필- 성인희 CEO

기간	경력
2011.08~	삼성정밀화학 최고경영자
2009~2011	삼성인력개발원 부원장
2007~2009	삼성전자 인사팀 팀장
2006~2007	삼성전략기획실 인사지원

Source: Company data

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

1%의 환율 변동시 OP 는 19 억 변동

1% 환율변동시 OP는 19억 변동

삼성정밀화학은 전체 매출 중 44%가 수출로 인하여 발생되며 결제는 주로 달러로, 일부 유로로 결제되고 있다. 원재료는 매출액 대비 35%를 차지하며 대부분 달러로 결제된다. 따라서 외환 변동에 따른 리스크는 전체 매출의 9% 노출되어있다.

동사의 단순 환율 민감도 분석에 따르면 1%의 환율 변동시 영업이익은 19 억원이 변동됨을 알 수 있다.

Exhibit 24. 2011 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,049	1,093	1,104.4	1,115	1,160
연평균 기준 환율(KRW/EURO)	1,508	1,572	1,587.9	1,604	1,667
매출액(십억원)	1,304.2	1,327.7	1,333.6	1,339.5	1,363.0
영업이익(십억원)	64.7	72.1	73.9	75.8	83.2
순이익(십억원)	64.1	71.6	73.4	75.3	82.7
주당순이익(원)	2,486	2,774	2,846	2,918	3,206
PER	24.9	22.4	21.8	21.3	19.3
매출액 증가율(%)	(2.2)	(0.4)		0.4	2.2
영업이익 증가율(%)	(1.7)	(0.3)		0.3	1.7
순이익 증가율(%)	(12.6)	(2.5)		2.5	12.6
주당순이익 증가율(%)	(12.7)	(2.5)		2.5	12.7

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 25. 2012 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,030	1,074	1,084.7	1,096	1,139
연평균 기준 환율(KRW/EURO)	1,444	1,505	1,520.5	1,536	1,597
매출액(십억원)	1,439.5	1,466.0	1,472.6	1,479.3	1,505.8
영업이익(십억원)	92.9	101.0	103.1	105.1	113.3
순이익(십억원)	86.4	94.5	96.6	98.6	106.8
주당순이익(원)	3,347	3,664	3,744	3,823	4,140
PER	18.5	16.9	16.6	16.2	15.0
매출액 증가율(%)	(2.3)	(0.5)		0.4	2.3
영업이익 증가율(%)	(1.8)	(0.4)		0.4	1.8
순이익 증가율(%)	(9.9)	(2.0)		2.0	9.9
주당순이익 증가율(%)	(10.6)	(2.1)		2.1	10.6

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 26. 2013 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	966	1,006	1,016.5	1,027	1,067
연평균 기준 환율(KRW/EURO)	1,377	1,435	1,449.0	1,463	1,521
매출액(십억원)	1,790.6	1,823.9	1,832.3	1,840.6	1,874.0
영업이익(십억원)	121.1	131.7	134.3	137.0	147.6
순이익(십억원)	97.9	108.5	111.1	113.8	124.4
주당순이익(원)	3,793	4,204	4,307	4,409	4,820
PER	16.3	14.7	14.4	14.1	12.9
매출액 증가율(%)	(2.3)	(0.5)		0.5	2.3
영업이익 증가율(%)	(1.8)	(0.4)		0.4	1.8
순이익 증가율(%)	(9.9)	(2.0)		2.0	9.9
주당순이익 증가율(%)	(11.9)	(2.4)		2.4	11.9

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 영업현황 및 실적전망

증설효과와 전자재료부분의 전방산업의 회복으로 2013년까지 37.4%의 매출성장

삼성정밀화학은 2012년과 2013년 두 해동안 37.4%의 큰 성장을 보일 전망이다. 이는 Cash Cow 부분인 염소/셀룰로스 부분에서의 증설효과와 전방산업의 업황 회복에 따른 전자재료 부분의 매출 성장이 기대되기 때문이다.

또한 신사업으로 양극활물질 생산이 2012년 말에 시작되어 올해 180억과 2013년 400억원의 매출이 예상된다. 또한 폴리실리콘은 2013년 말 생산을 시작 하여 2013년 매출 300억원이 예상된다.

Part 1. 돈이 되는 사업- OP 의 89%가 염소/셀룰로스 계열

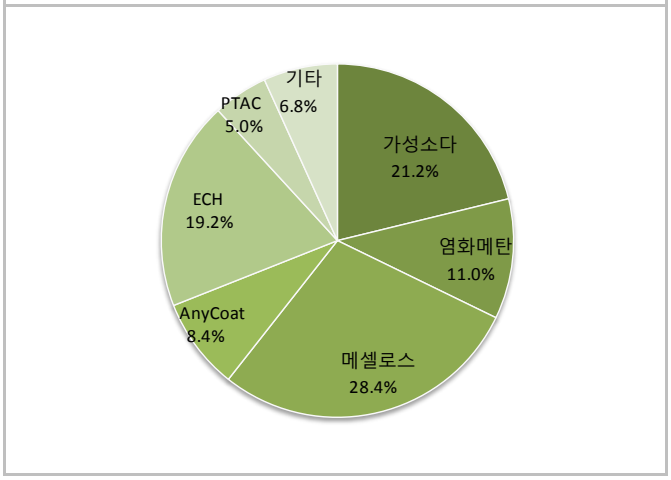
Cash Cow-염소/셀룰로스 계열

염소/셀룰로스는 2012F 기준으로 전체 매출의 44.1%를 차지하고 있으며 영업이익 기여도가 89% 에 이르는 Cash Cow 부분이다.

관련 산업의 분산으로 경기변동에 따른 실적 변동이 적음

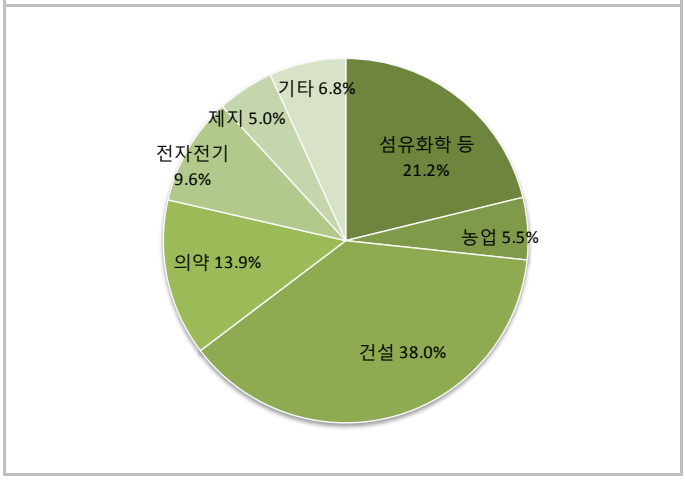
염소/셀룰로스 계열에서 생산하는 제품은 가성소다, ECH, 메셀로스, Anycoat 등이며 전체 매출에 대한 각각 제품의 매출 비중은 3~12% 내외로 이다. 각 제품과 관련된 산업도 건설, 섬유화학, 의약, 전자전기 등 분산이 잘 되어있어 전방산업의 변동에 따른 실적변동의 위험이 적은 편이다.

Exhibit 27. 염소/셀룰로스 부분- 제품 비중



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 28. 염소/셀룰로스 제품- 관련산업 비중



Source: Company data, Leading Research Center

2012년은 염소/셀룰로스 부분은 CAPA 증설효과로 인해 전년대비 10.1% 성장할 것으로 예상된다. 2013년은 메셀로스의 추가 증설과 가성소다, ECH 의 증설로 전년대비 22.7% 성장할 것으로 전망된다.

Exhibit 29. 염소/셀룰로스 부분의 연도별 증설계획

	제품	증설전(톤/연)	증설후(톤/연)	증가율(%)
2012 년	메셀로스	30,500	38,500	26.2%
	Anycoat	3,000	7,000	133.3%
2013 년	메셀로스	38,500	44,500	15.6%
	가성소다	430,000	700,000	62.8%
	ECH	58,000	118,000	103.4%

Source: Company data, Leading Research Center

1) 2012년 CAPA 증설효과를 보이는 메셀로스와 Anycoat

2012년 CAPA 증설로 매출성장이 기대되는 메셀로스와 Anycoat

메셀로스와 Anycoat 는 지난 5년간 매출의 연성장률이 각각 7.6%와 16.3%로 꾸준한 성장을 하고 있다. 향후 가격수준이 올해와 비슷하다고 가정 시 전년 의 CAPA 증설로 인해 2012년 매출의 성장은 메셀로스와 Anycoat 의 매출 성장은 각각 11.8% yoy 과 16.3% yoy 으로 전망된다.

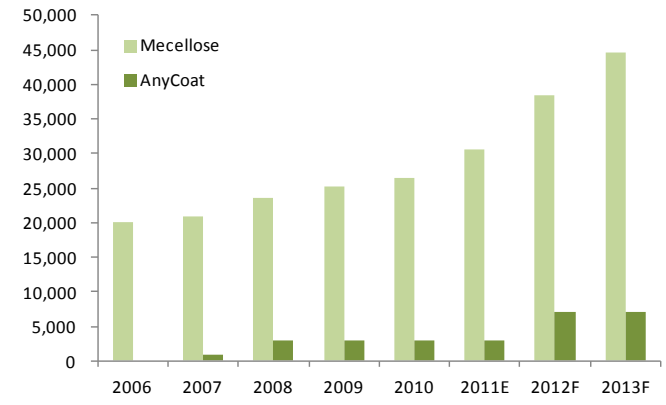
메셀로스는 건축뿐 아니라 화장품 재료로 용도를 넓혀 수요가 꾸준히 증가

메셀로스는 건축용 시멘트와 콘크리트 등의 점성과 물성을 더하기 위한 필수 건축용 첨가제이다. 동사는 생산능력기준으로 글로벌 메셀로스 시장의 14%을 점유하고 있으며 전세계 3개 업체 (Dow, ShinEtsu, Ashland)가 과점하고 있어 가격이 안정되어있다. 생산량의 90% 를 수출하고 있으나 국내 바디제품 회사로 신규수요가 발생되어 국내에서의 매출도 함께 증가하고 있는 상황이다. 이러한 신규용도에 대한 수요에 대응하기 위해 2011년 생산능력을 4,000톤 증가시켜 연간 생산능력은 30,500톤이며 당사는 2012년 8,000톤, 2013년 6,000톤의 추가증설을 계획하고 있다. 현재 가동률이 100%에 달하고 있고 유럽의 재정악화 해결이 가시화되며 건설시황이 회복의 조짐을 보임에 따라 판매 물량의 증가는 가속화될 전망이다.

Anycoat 는 downstream 제품으로 수익성이 높음

Anycoat 는 제약용 코팅제로 사용되며 메셀로스의 downstream 제품으로 영업이익률도 높다. 2011년 기준 세계 시장점유율은 21% 이며 연산 3,000톤의 생산능력을 보유하고 있다. 꾸준한 수요 증가에 대응한 4,000톤의 추가 증설이 2012년 10월에 완료될 예정이다.

Exhibit 30. 메셀로스와 Anycoat의 생산능력 (MT/연)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 31. 메셀로스의 용도

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 32. Anycoat의 용도

Source: Company data, Leading Research Center

2) 2013년 CAPA 증설- ECH 와 가성소다

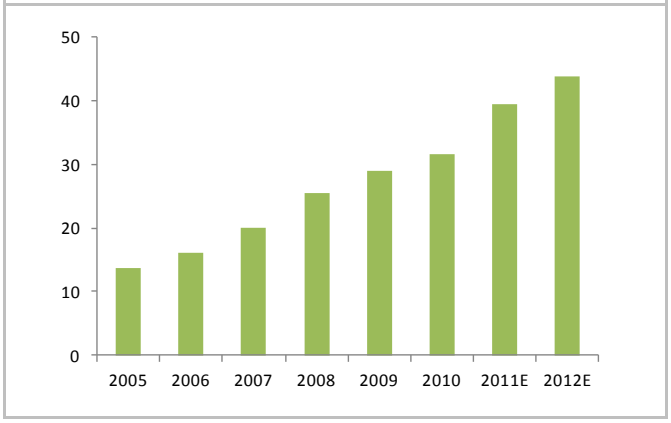
ECH-고객사의 증설에 따른 매출상승 기대

ECH 는 에폭시 수지의 원재료이며 2011년 에폭시 수지의 수요가 건설 산업의 불황으로 전년대비 역신장 하였다. 하지만 2012년 중국 긴축완화 기대에 따른 전방산업의 회복에 따라 +15.6% yoy 매출 성장이 예상되며 2013년 고객사의 증설에 대응한 대규모 설비증설로 인해 매출이 전년대비 52.5% 늘어날 것으로 전망한다.

전체 ECH 시장은 연간 15%의 성장 예상

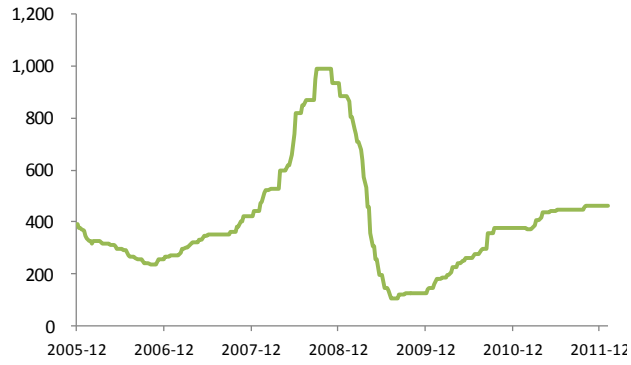
에피클로하이드린 (ECH)은 토목과 건축에 사용되는 바닥재나 인쇄 회로기판 또는 반도체 봉지제로 사용되는 에폭시 수지의 주원료다. 동사는 연산 6만톤의 생산능력을 보유하고 있으며 대부분의 매출은 내수에서 창출되고 있다. 판매량 기준으로 국내 시장의 47%을 점유하며 1위 자리를 지키고 있다. 중국의 긴축정책 완화 수요 증가에 대비하여 에폭시 수지 생산 대표기업인 국도화학(007690 KS)과 금호피앤비화학이 2014년까지 5만톤씩 증설할 것으로 전망됨에 따라 ECH 시장도 2014년까지 연간 15%씩 성장하여 전체 20만톤의 시장을 형성할 것으로 전망된다. 고객사들의 증설에 대응하여 동사 역시 2013년까지 ECH 의 CAPA 를 현재 5.8만톤에서 12만톤으로 증설할 것이며 이에 1,900억원의 투자가 이루어 질 예정이다.

Exhibit 33. 국도화학-에폭시 생산 추이 (만톤)



Source: 국도화학, Leading Research Center

Exhibit 34. 가성소다 가격 (USD/ton)



Source: Datastream, Leading Research Center

영업이익율이 높은 가성소다의 CAPA 가 ECH 의 증설로 60% upgrade

ECH 의 증설을 위한 투자에는 증설에 필요한 원료 생산을 위한 전해 공장의 증설도 포함된다. 따라서 소금의 전해 과정에서 나오는 부산물인 가성소다의 생산능력도 약 60%가 늘어나 생산능력은 연산 68만톤까지 늘어날 전망이다. 2011년 말 일본 토소사의 화재로 인해서 2012년 상반기 PVC 생산이 감소됨에 따라 PVC 생산시 부가적으로 얻어지는 가성소다의 생산량도 감소하였다. 토소사의 화재복구가 6개월 정도 걸린다는 점을 감안하면 2012년 상반기까지는 현재의 가성소다 가격이 유지될 것으로 전망된다. 또한 토소사의 복구 이후 춘절 이후 살아난 중국의 수요로 인하여 가격하락은 제한적일 것으로 판단된다. 따라서 올해는 전년과 비슷한 수준의 매출을 보일 전망이나 2013년 증설을 통해 25.3%yoy 의 큰 성장을 보일 전망이다.

Exhibit 35. ECH의 용도

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 36. 가성소다의 용도

Source: Company data, Leading Research Center

Part 2. 전재 재료부분 2012 년 말 분기 BEP 목표

삼성계열의 captive client 보유 IT 시황회복 시 큰 수혜

전재재료 부분은 2010년부터 본격적인 매출이 시작되었고 2011년 전년대비 21.3%의 성장을 보였다. IT 의 시황악화로 인해 MLCC 의 원재료로 사용되는 BT Powder 제품이 전년대비 역신장하는 모습을 보였지만 LCP 와 토너 등의 큰 매출성장을 보였다. 삼성전기와 삼성 SDI 를 captive client 로 보유하고 있다고 있으며 CAPA 증설을 통한 규모의 경제도 가능하게 됨에 따라 2012년 흑자전환이 예상된다.

BTP- 삼성전기로 80% 공급

MLCC 의 원재료로 쓰이는 BT Powder 는 삼성전기로 80% 가량 공급하고 있으며 2011년 MLCC 시장은 가격 경쟁심화로 제품단가가 하락하는 모습을 보이면서 고전하는 모습을 보였다. 전방산업의 부진에도 불구하고 동사는 시황회복에 대비한 BT Power 생산능력을 2,000톤 보강하여 2011년 기준 연산 3,400톤 갖추었다. 삼성전기의 MLCC 단가는 전년의 하락폭을 유지하여 10~15% 하락하고 출하 물량이 전년대비 30% 증가될 것으로 예상됨에 삼성전기 MLCC 매출은 전년대비 5% 늘어날 것이라 전망된다. 삼성전기의 MLCC 의 출하량 증가와 비례하여 동사의 BT Powder 의 판매량도 늘어날 전망이다. 또한 동사는 삼성전기에 대한 의존도를 낮추기 위한 고객 다변화를 기하고 있기 때문에 추가적인 판매 물량 증대도 기대되고 있다.

TMAC 는 2012년 추가증설로 견고한 매출 성장 지속

Tetramethyl Ammonium Chloride (TMAC) 는 반도체 현상액의 원재료로 동사가 지분 50%을 보유하고 있는 자회사 한덕화학으로 공급되어 삼성전자, 하이닉스 등에 보급된다. TMAC 의 전체 매출 중 삼성전자향 매출은 60% 정도 지난 5년간 11.4%의 꾸준한 성장을 보이고 있다. 전방산업의 부진에도 불구하고 TMAC 는 반도체 생산 공정과정에서 사용되는 재료이기 때문에 전방산업의 가동률과 비례하여 매출이 성장하고 있다. 2011년 기준 연산 25,000톤 생산하고 있으며 2012년 5,000톤을 추가 증설로 전방산업의 회복시 대응을 준비하고 있다.

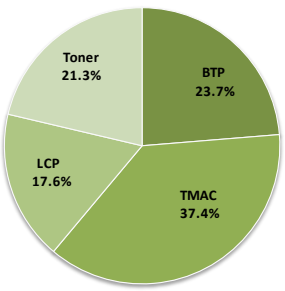
전자재료용 LCP, 국내 유일생산

Liquid Crystal Polymer (LCP)는 전기전자 재료용 엔지니어링 플라스틱으로 내열성과 자기장에 강한 성질을 가지고 있어서 일렉트릭 보빈, CPU 소켓, 커넥터에 사용된다. 현재 3,000톤/연 의 갖추며 국내업체로는 유일하게 LCP 를 생산하고 있으며 해외 경쟁업체로 Dupont, Polyplastic, Ticona 이 있다. 규모면에서는 경쟁업체에게 밀리는 모습을 보이지만 해외 업체들은 자동차 엔지니어링 플라스틱에 집중하고 있기 때문에 동사의 전자재료용 LCP 의 공급확대는 지속될 것이라고 전망된다.

토너-삼성전자에게 토너 전량 공급

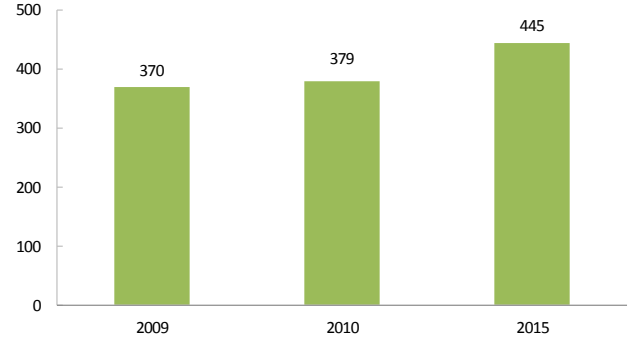
프린터 토너는 레이저프린터용 토너로 2,000톤/연 규모의 생산능력을 갖추었으며 삼성전자로 전량 공급되고 있다. 동사의 프린터는 분쇄토너대비 정착 온도가 낮아 에너지 비용이 절약되며 빠른 출력이 가능하다는 장점을 가지고 있다. 현재 레이저 프린터 토너 시장은 업황의 불경기에 의한 타격을 받은 상태이며 향후 레이저 프린터 토너시장은 2015년까지 연간 3.4%로 완만한 성장을 보일 예정이다. 2012년 2월 삼성전자가 출시한 모노프린터 시리즈가 미국 프린터 품질 평가 기관인 바이어스랩에서 주관한 최고 제품상에 입상함에 따라 미국에서의 프린터 수출 증대가 기대되며 동사의 토너 부분의 수혜도 예상된다.

Exhibit 37. 전자재료 부분- 제품 비중



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 38. 토너 카트리지 출하량 전망 (백만대)



Source: Goat Labs B.V, Leading Research Center

Part 3. 고름 짜낸 후 새살 돋는 요소/암모니아 부분

암모니아 계열은 회사의 실적 변동에 큰 영향

동사의 암모니아 계열은 제품 매출 중 가장 큰 비중 (49.0%, 2011E 기준)을 차지하고 있으며 동사 실적 변동에 큰 영향을 미치고 있다. 이는 천연가스와 석탄을 원재료로 하는 경쟁 업체들 대비 동사는 가격변동성이 큰 암모니아를 원재료로 사용하기 때문에 암모니아 가격의 상승분을 제품가격으로 전이시키지 못하며 영업이익의 감소를 보여왔다. 이로 인해 2010년의 경우 120억원의 영업 적자를 기록하였다.

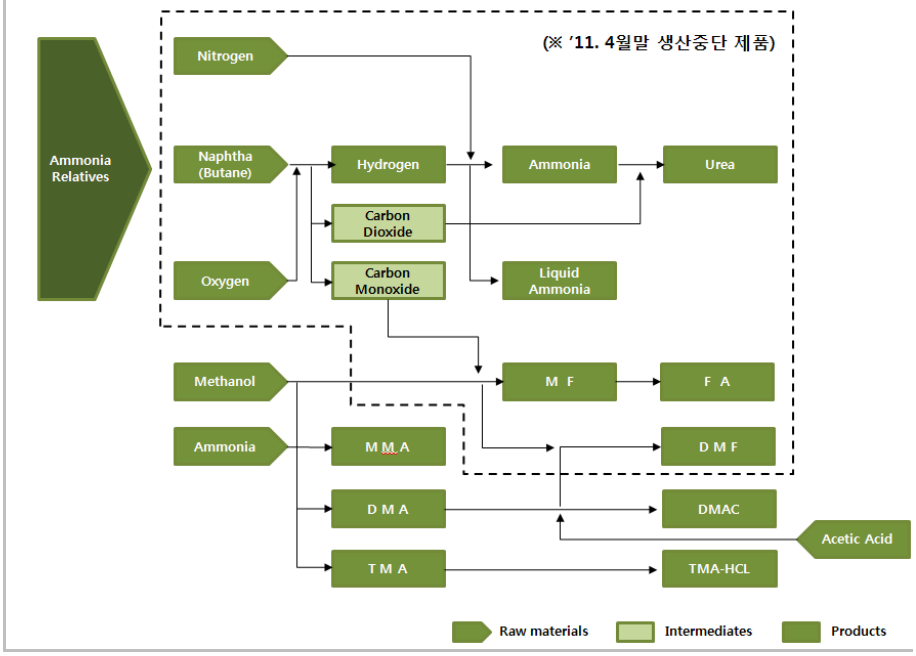
요소/암모니아 사업구조의 변화로 더 이상의 적자는 없을 것

2011년 4월에 요소/암모니아 계열에서 고질적으로 적자를 기록하고 있는 요소와 DMF 등의 생산을 중단하고 trading 의 사업형태로 전환 하였다. 따라서 향후 요소/암모니아 부분은 과거와 비슷한 매출 비중을 유지 하면서 영업이익률이 개선될 전망이다.

고객사 증설에 대응한 암모니아 CAPA 증설

또한 주요 고객인 태광과 카프로 등의 대규모 증설로 인하여 2013년 암모니아 소비량이 20~30% 증가될 것으로 전망됨에 따라서 동사도 2012년 4Q 까지 2,500톤 (전체 생산 CAPA 의 25%)의 암모니아 생산능력을 늘릴 계획이다

Exhibit 39. 요소/암모니아 계열 부분 제품



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 40. 요소/암모니아 계열 부분의 변화 (2011년 4월 시행)

	매출/총매출 (%)	사업형태
요소	4.5%	Trading
DMF	2.2%	Trading
DMAC	2.1%	제품생산
암모니아	35.1%	제품생산
기타	5.2%	Trading/제품생산
암모니아계열 합계	**49.0%**	

Source: Company data, Leading Research Center

Part 4. 신성장동력- 능력있는 파트너와 보장받는 미래

1) 2012년- 양극활물질 생산 시작! SDI로 전량공급

양극활물질 2012년 생산 예상매출 200억

삼성정밀화학은 2012년 9월부터 양극활물질 생산을 시작하며 전량 삼성SDI로 공급될 계획이다. 동사의 양극활물질 생산능력은 연산 2,500톤이며 2012년 예상매출액은 가동률 30%를 가정하여 170억원으로 전망되며 2013년은 70%의 가동률을 가정하여 400억원을 기록할 것으로 전망된다. 삼성SDI의 2010년 NCM계열 양극활물질 소비량이 6,000톤에 달하며 2차 전지 시장이 연간 12.9%로 성장할 것이라는 IIT의 전망에 따라 동사의 양극활물질 공급은 꾸준히 증가할 전망이다.

NCM계열 생산, 의미있는 양산을 하고 있는 기업은 엘앤에프

동사의 양극활물질은 NCM 계열로 성장가능성이 큰 중대형 ESS용과 EV용 전지로 생산되며 현재 엘앤에프(066970KQ), 에코프로(086520KQ), 유미코어 등이 과점하고 있는 상태이다. 현재 NCM 계열의 양극활물질을 생산하는 기업 중 의미있는 양산을 하고 있는 국내 기업은 월 360톤이 생산 가능한 엘앤에프 뿐이라고 볼 수 있으며 그 이외의 업체들은 월 200톤 이하의 생산능력을 보유하고 있다.

Exhibit 41. 국내 NCM 계열 양극활물질 생산업체 현황(2011 년말 기준)

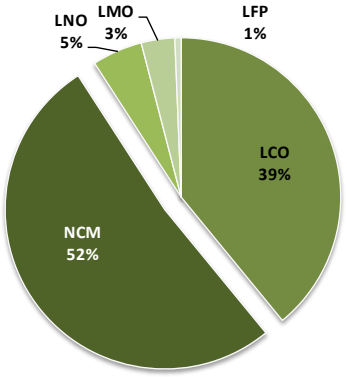
	기업	코드	월생산능력 (톤)
NCM 계열	엘앤에프	066970 KQ	360
	에코프로	086520 KQ	160

Source: Company data, Leading Research Center

NCM계열 수요, SDI와 LG 화학이 연 10,000톤 소비

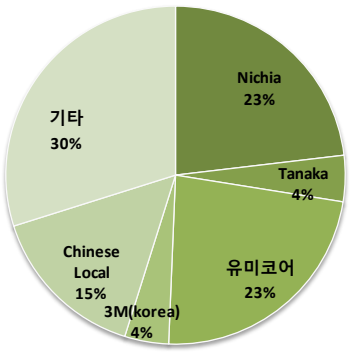
IIT에 따르면 2011년 전체 양극화물질의 수요량은 59,000톤에 달하며 이중 삼성SDI와 LG화학이 차지 하는 비중은 43.8%에 달한다. 한 해 두 선두 업체가 소비한 NCM계열 양극활물질은 10,000톤에 육박하고 있다.

Exhibit 42. 삼성SDI의 양극활물질 소비 (2011년)



Source : IIT, Leading Research Center

Exhibit 43. 글로벌 NCM계열 MS (2011년 판매량 기준)



Source: IIT, Leading Research Center

양극활물질 전량 삼성 SDI로 공급될 것

동사의 양극활물질은 100년의 전구체 생산 역사를 가지고 있는 일본의 Toda Kogyo사와의 합작을 통해 생산되어 전구체 생산부터 양극활물질 생산까지 수직계열화를 이룸으로써 타사대비 가격경쟁력을 갖출 것이라 전망된다. 또한 동사의 captive client인 삼성SDI의 울산공장 단지내에 Toda사와의 합작회사가 존재하기 때문에 전량 삼성SDI로 안정적 공급이 이루어질 것이라 전망된다.

150억원의 출자
Toda 사와 50:50의 지분관계

동사가 양극활물질을 위해 150억원이 출자되었으며 Toda사와 50:50의 지분관계로 합작법인을 설립하였다.

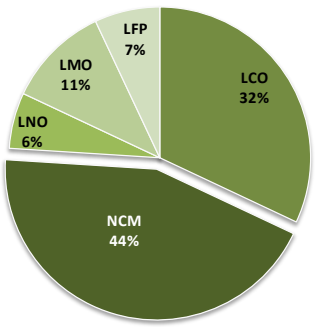
제품의 질에 대한 우려는 낮음

Toda사의 전구체는 이미 국내 양극활물질 업체들에게 공급되며 제품의 질적인 면은 이미 시장에서 검증을 거쳤으며 양극활물질은 동사가 이미 생산하고 있는 MLCC의 원료인 BT powder의 생산공정과 크게 상이하지 않아서 제품의 질적인 면에서도 크게 우려되는 상황이 아니다.

시장대응을 위해 NCM계열외에 다른 계열 진출 계획

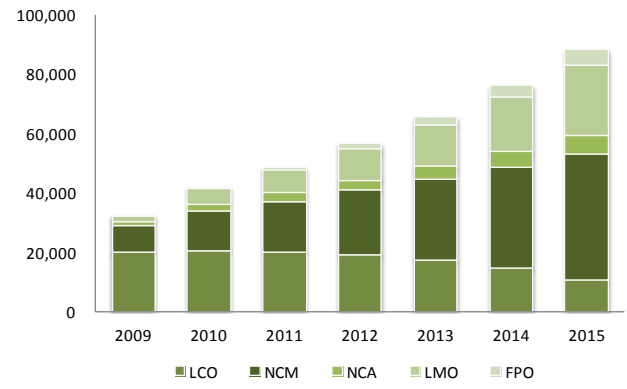
Solar Energy의 2011년 전망에서는 NCM계열의 수요가 꾸준히 증가할 것으로 전망되었지만 최근 코발트 가격의 하락에 따라 LCO의 수요가 늘어나고 있다. 이에 대응하기 위하여 동사는 NCM계열외 양극활물질 사업에 진출을 검토 중이며 올해 안에 어떤 계열로 그리고 합작생산을 통해 생산할지에 대해 올해 안에 생산결정이 이루어질 전망이다.

Exhibit 44. 양극활물질 수요 현황 (2011년)



Source : IIT, Leading Research Center

Exhibit 45. NCM계열의 수요 증가 전망



Source: Solar Energy, Leading Research Center

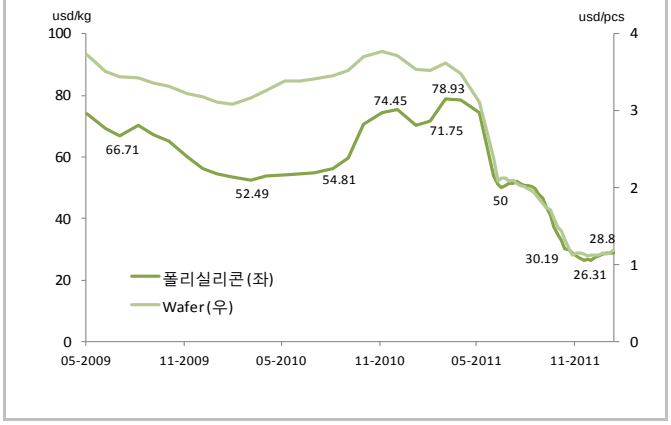
2) 2013년- 폴리실리콘 양산 시작! 안개 속에서 미래를 보다

폴리실리콘 가격은 저점을 찍고 상승 반전

삼성정밀화학은 태양광 사업진출로 인해 주가 상승을 이끌었으나 폴리실리콘 가격이 시장에서 원가 마지노선이라고 알려진 $26/kg 대 까지 하락하면서 폴리실리콘 생산이 오히려 동사 주가의 discount 요인으로 작용하였다. 최근 폴리실리콘 가격은 다시 $28.8/kg로 올라 상승 반전하고 있다.

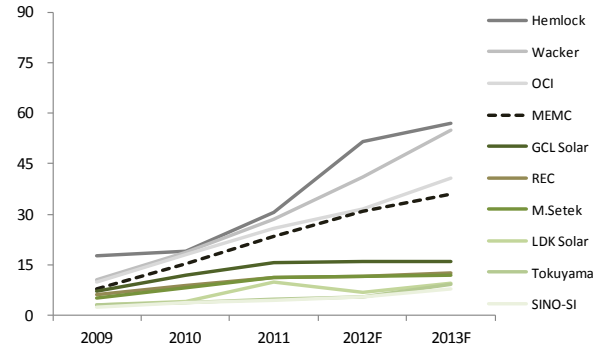
최근 태양광 전방산업 위축으로 폴리실리콘 시장은 2011년 기준으로 폴리실리콘 생산 업체 Top 4의 생산량이 전체 수요의 40%을 넘어서며 공급과잉 상태에 놓여 있다. 폴리실리콘의 가격은 $30/Kg 이하로 하락하면서 중국 폴리실리콘 생산업체 80여 개 중 중소형 업체 30-40개 업체(전체 생산량의 30%)는 생산을 중단하였다. 또한 2011년 12월 중국 정부가 자국 폴리실리콘 산업재편을 위해 제시한 가이드라인에 부합하는 업체가 20개에 불과해 생산 중단 기업이 추가적으로 발생될 전망이다.

Exhibit 46. 폴리실리콘과 웨이퍼 가격



Source : Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 47. 기업별 폴리실리콘 생산량 및 전망 (천톤)

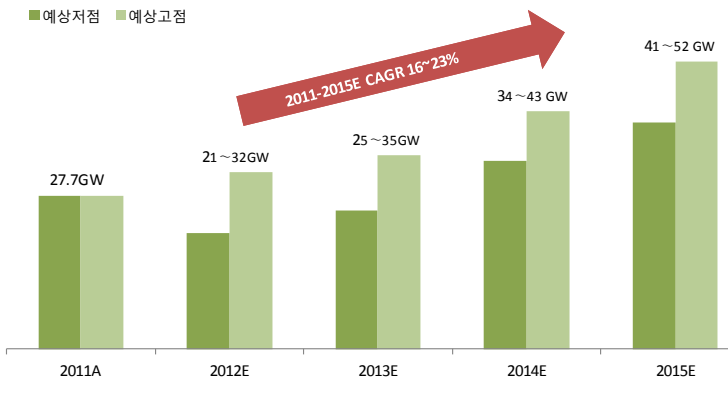


Source: Solar Energy, Leading Research Center

공급과잉 해소 시점은 늦어도 2014년부터

태양광업체 선두기업의 예상에 따르면 공급과잉이 해소되는 시점은 글로벌 태양광 예상 설치량이 현재까지의 재고를 포함하여 32GW에 달하였을 때라고 보고 있다. 2011년 폴리실리콘의 가격하락에도 불구하고 2011년 글로벌 태양광 설치량이 28GW였던 점을 감안한다면 공급과잉 해소의 시점은 늦어도 2014년일 것이라 전망된다.

Exhibit 48. 글로벌 태양광 예상 설치량 (GW)



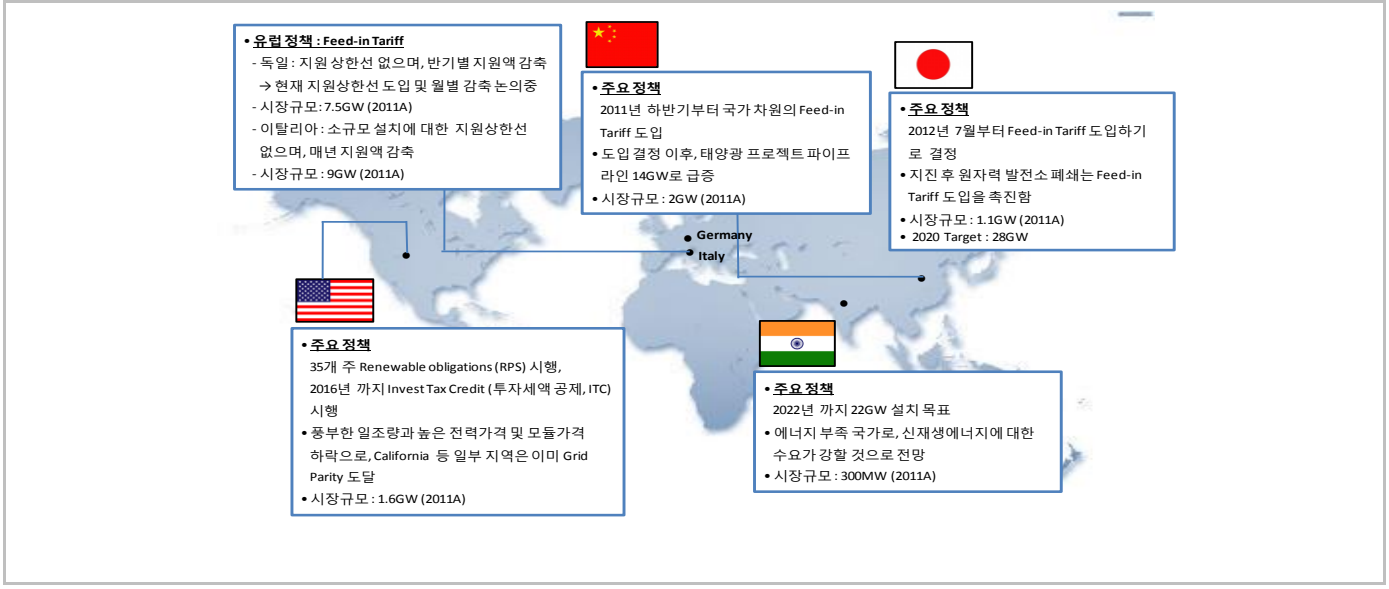
Source: OCI 및 각 종 예상자료

각국에서 태양광 장려 정책을 시행/계획중

태양광 시장은 독일, 이태리, 스페인등 유럽 국가들이 주도하고 있으나 유럽재정 위기로 인해 각국 정부가 태양광 발전에 대한 보조금 축소하거나 축소를 계획하자 전방시장에 대한 성장성에 대한 우려가 확산되고 있다. 하지만 유럽 몇 개 국가들이 전기 부족현상을 겪고 있음에 따라 보조금 축소에도 태양광 에너지에 대한 수요의 하락은 크게 일어나지 않을 것이라 전망된다.

또한 신규시장에서 태양광 에너지 수요가 늘어나고 있다. 미국의 경우 35개 주가 Renewable Obligations (RPS)를 시행함에 따라 2016년까지 투자세액 공제를 시행하였으며 California등 몇 개 주는 이미 Grid Parity에 도달함에 따라 태양광 에너지 시장의 큰 성장이 예상된다. 또한 2011년 중국은 자국의 많은 태양전지 및 모듈업체의 생존을 위한 Feed-in Tariff (FIT, 발전 차액 지원제도)를 도입함에 따라 연간 2-3GW의 태양광 설치가 예상된다. 일본 역시 FIT제도를 하반기부터 도입할 예정으로 현재 1.1GW에 불과한 태양광 에너지 시장을 2020년 28GW까지 끌어올리는 게 정부의 목표인 상황이다 (Exhibit 49).

Exhibit 49. 각국 태양광 장려 정책

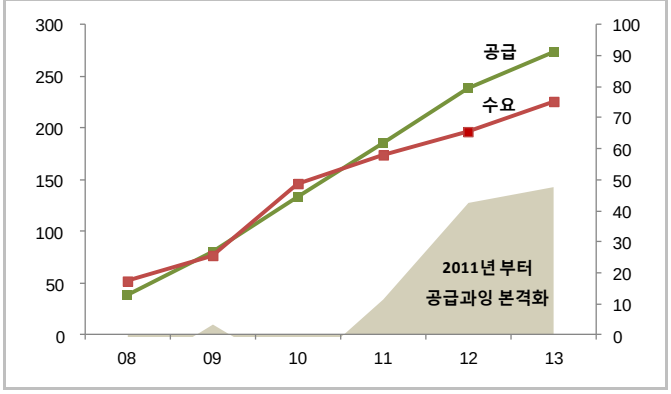


Source: OCI 및 각 종 예상자료

폴리실리콘 메이저 업체는 살아남는다

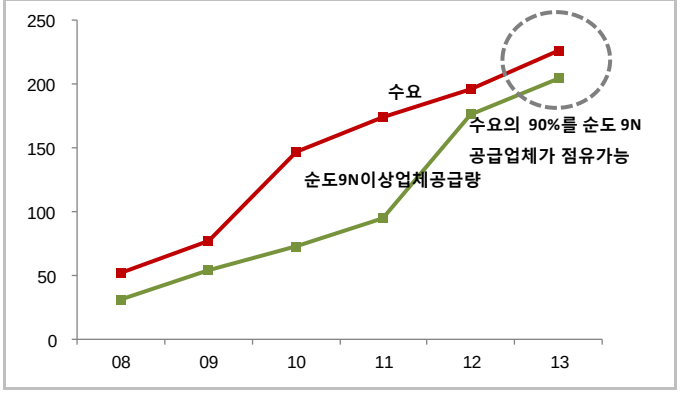
에너지 전문시장 조사기관인 솔라앤에너지에 따르면 2011년의 폴리실리콘 시장은 공급과잉 상황이지만 9N의 고순도 폴리실리콘 생산기술을 보유한 메이저 폴리실리콘 생산업체 (Hemlock, Wacker, OCI, GCL, MEMC, REC) 들은 심각한 영향을 받지 않을 것이라고 전망하였다. 순도 9N이상을 공급하는 업체의 공급량은 2011년 예측수요의 54%이나 2013년에는 그 비중이 90%까지 육박한다는 점을 미루어 보았을 때, 고순도 제품을 생산하는 업체만 살아남는 다는 결론에 도달하게 된다.

Exhibit 50. 세계 폴리실리콘의 수요/공급전망 (K ton)



Source: Solar Energy, Leading Research Center

Exhibit 51. 폴리실리콘 -순도 9N이상 공급량 (K ton)



Source: Solar Energy, Leading Research Center

과연 삼성정밀화학이 폴리실리콘 시장에서 살아남을 수 있을까?

폴리실리콘 Top 5안에 드는 MEMC사와 JV를 맺은 삼성정밀화학

삼성정밀화학은 폴리실리콘 생산 Top 5 안에 드는 미국의 MEMC와 합작법인 형태로 각 사가 2,000억원의 지분투자와 4,000억원의 차입금을 더해 총 8,000억원이 투자되어 10,000톤 규모의 폴리실리콘 생산 공정을 갖추게 된다. 2011년에 150억원이 투입된 상황이며 올해 1,400억원이 투입될 예정이다. 양산의 시점은 2012년 하반기부터 진행될 예정이며 생산물량은 5:5 MEMC사와 나누게 된다. 본격적으로 매출이 시작하는 2013년으로 300억원의 매출이 예상된다.

Exhibit 52. 폴리실리콘 생산 기업의 CAPA 전망

	2009	2010	2011	2012F	2013F
Hemlock	6.5	17.0	34.0	43.0	60.0
Wacker	9.9	20.3	25.0	52.0	67.0
OCI	7.7	15.1	42.0	62.0	86.0
MEMC	6.1	8.9	11.0	11.0	11.0
GCL Solar	4.0	12.0	18.0	18.0	18.0
REC	3.0	11.0	13.0	13.0	13.0
M.Setek	3.8	9.2	15.0	15.0	15.0

Source: Solar Energy, Leading Research Center

원가절감은 생존의 Key
-지멘스 공법보다 20%원가 절감이 가능한 FBR공법 채택

삼성정밀화학은 대부분의 폴리실리콘 업체가 사용하는 지멘스 공법이 아닌 FBR공법으로 폴리실리콘을 생산하게 된다. FBR공법은 지멘스 공법보다 20%의 원가 절감을 할 수 있으며 MEMC사가 특허권을 가지고 있기 때문에 경쟁력이 있다는 판단이다. 2011년 초 78$/kg까지 육박하였던 폴리실리콘 가격이 현재 $29/kg로 하락한 상황에서 원가 절감은 중요시되기 때문이다.

2011년 말에 발표한 MEMC사는 구조조정을 통하여 FBR공법으로 폴리실리콘을 생산하고 있는 9,000톤규모의 미국공장과 지멘스 공법으로 폴리실리콘을 생산하고 있는 6,000톤 규모의 이탈리아 공장 중 지멘스 공법의 공장의 shut down 결정을 내렸다. 이는 향후 FBR공법이 생산성과 수익성면에서 지멘스 공법보다 나을 것이라는 시장의 판단을 보여주는 것으로 사료된다.

폴리실리콘에서 태양광 발전소까지 수직계열화를 이룬 든든한 파트너, MEMC

MEMC사는 폴리실리콘 생산에서 태양광 발전소까지 수직계열화를 이루고 있다. 현재 MEMC사는 세계 5위의 태양광 폴리실리콘/웨이퍼 생산업체로 한국과 일본 등을 비롯하여 전세계 7개국에 공장을 보유하고 있으며 태양광 발전소의 운영을 위해 전세계 344개의 자회사 SunEdison을 운영하고 있다. MEMC사는 1.6조를 투자하여 우리나라 경남 울산 지역에 SunEdison Korea라는 이름 하에 태양광 발전설비를 2012년 상반기에 착공계획 중에 있다. 공장은 2013년 말까지 400MW규모의 태양광 발전소을 갖출 예정이며, 생산한 전력은 한국 남동발전에 공급될 예정이다.

따라서 MEMC만의 자체 수요만 3만톤~4만톤에 이르기 때문에 삼성정밀화학과 MEMC사의 합작법인이 생산할 물량 1만톤/연은 MEMC사 내부적으로 소화할 수 있을 것이라고 판단된다. 또한 MEMC사에서 구조조정을 통해 폴리실리콘 생산 능력을 40% 감소하였기 때문에 삼성정밀화학으로의 의존도가 높아져 공급 차질 우려는 더욱 낮아진 상황이다.

실적현황 및 전망

4 분기 실적 리뷰

실망스러운 4Q11실적
비료부분의 과징금 등 일회성 비용 때문

동사는 2011 년 4 분기 매출액 3,264 억원 (+11.9% yoy)과 영업이익 57 억원 (-62.3% yoy)로 컨센서스를 다소 하회하는 실적을 발표하였다. 특히 영업이익이 전년대비 크게 하락한 이유는 비료생산업체들의 담합으로 인한 공정위의 과징금 50 억원, 연구개발활동 상각비용 40 억원을 포함하여 전기/전자부분에서의 재고평가손 등으로 인한 총 140 억원의 일회성 비용이 발생되었기 때문이다.

부분별로 염소/셀룰로스 부분은 계절적 비수기로 인해 전분기 대비 역성장하는 모습을 보였으나 전년 대비 13.7% 성장하는 모습을 보였다. 이 중 가성소다의 국제 가격과 판매물량이 전년대비 상승하여 77.1% yoy 크게 신장하는 모습을 보였으며 메셀로스 역시 제품가격의 상승으로 24.1% yoy 신장하며 염소/셀룰로스 계열의 부분의 성장을 이끌었다.

또한 전자 재료부분은 전분기와 전년대비 모두 +성장을 하는 모습을 보였다. 이는 IT 경기 둔화에 따라 MLCC 수요가 위축되어 제품가격과 판매물량이 하락하여 BTP 부분이 부진하였지만 토너 및 LCP 의 CAPA 증설과 사업확대로 인해 판매 물량이 증가가 이어지며 양호한 실적을 보였기 때문이다.

2011 년 4 월 일부 사업중단을 시작한 암모니아 부분은 요소와 DMF 등의 생산중단으로 인한 판매량 감소에도 불구하고 암모니아의 국제가격의 상승과 환율효과로 인하여 오히려 전년대비 9.1% 성장하는 모습을 보였다.

Exhibit 53. 분기별 실적 및 전망

(십억원)	4Q10	4Q11	YoY (%)	3Q11	4Q11	QoQ (%)
매출액	**291.6**	**326.4**	**11.9**	**347.2**	**326.4**	**(6.0)**
영업이익	15.1	5.6	(62.3)	23.8	5.7	(76.1)
세전이익	19.5	9.5	(51.3)	25.9	9.5	(63.5)
순이익	16.8	6.2	(63.1)	22.7	6.2	(72.8)
영업이익률 (%)	5.2	1.7		6.8	1.7	
순이익률 (%)	5.8	1.9		6.5	1.9	

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 54. 제품별실적

(십억원)	4Q10	4Q11	YoY (%)	3Q11	4Q11	QoQ (%)
1) 염소/셀룰로스 계열	**120.6**	**137.1**	**13.7**	**160.2**	**137.1**	**(14.4)**
가성소다	19.2	34.0	**76.8**	35.6	34.0	**(4.5)**
염화메탄	13.4	16.1	**20.3**	18.3	16.1	**(11.9)**
메셀로스	32.4	40.3	**24.4**	46.1	40.3	**(12.5)**
AnyCoat	11.0	11.0	**(0.2)**	13.3	11.0	**(17.7)**
ECH	29.1	19.0	**(34.5)**	29.6	19.0	**(35.6)**
PTAC	8.9	6.0	**(33.0)**	7.2	6.0	**(16.7)**
기타	6.6	10.7	**62.2**	10.2	10.7	**4.8**
2) 전자재료 부문	**18.6**	**23.0**	**23.3**	**22.8**	**23.0**	**0.6**
BTP	5.5	4.1	**(24.9)**	5.4	4.1	**(24.1)**
TMAC	7.8	9.3	**19.2**	8.3	9.3	**11.4**
기타	5.4	9.6	**78.6**	9.1	9.6	**5.5**
3) 암모니아 계열	**152.4**	**166.3**	**9.1**	**164.2**	**166.3**	**1.3**
요소	20.1	8.5	**(57.9)**	9.0	8.5	**(5.5)**
DMF	11.1	4.7	**(57.9)**	5.7	4.7	**(17.5)**
DMAC	7.2	6.9	**(4.2)**	7.1	6.9	**(2.8)**
암모니아	96.0	130.1	**35.5**	124.5	130.1	**4.5**
기타	18.0	16.1	**(10.3)**	18.0	16.1	**(10.3)**
합계	291.6	326.4	**11.9**	347.2	326.4	**(6.0)**

Source: Company data, Leading Research Center

2012F~2013F 실적전망

CAPA 증설효과가 가시화

삼성정밀화학은 2011 년 시작된 공격적인 CAPA 증설을 통해서 매출의 성장이 2012 년 10.4%, 2013 년 24.4%를 기록할 전망이다. 영업이익은 매출보다 더욱 빠르게 증가될 것으로 예상되는 데 그 이유는 영업이익률이 높은 메셀로스의 부분에서의 증설효과가 크게 일어나며 적자를 기록하였던 전자재료 부분에서의 흑자전환이 예상되기 때문이다. 또한 순이익은 대규모 증설에 따른 차입금 증가로 이자비용이 늘어남에도 불구하고 두자리수 성장은 유지할 것으로 전망된다.

Exhibit 55. 연간 실적 및 전망

(십억원)	2009	2010	2011E	2012F	2013F
매출액	**1,038.4**	**1,130.0**	**1,333.6**	**1,472.6**	**1,832.3**
조정영업이익	90.7	60.7	73.9	103.1	134.3
세전이익	103.8	104.0	87.8	123.8	142.4
순이익	86.7	85.2	73.4	96.6	111.1
성장률 (%)	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012F**	**2013F**
매출액	(8.2)	8.8	18.0	10.4	24.4
영업이익	(21.9)	(33.1)	21.8	39.4	30.3
세전이익	(5.8)	0.2	(15.6)	41.0	15.0
순이익	1.6	(1.7)	(13.8)	31.6	15.0
마진 (%)	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012F**	**2013F**
영업이익률 (%)	8.7	5.4	5.5	7.0	7.3
순이익률(%)	8.3	7.5	5.5	6.6	6.1

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 56. 제품별 연간 실적 전망

매출액 (Wbn)	2009	2010	2011	2012F	2013F	성장율 (%)	2009	2010	2011	2012F	2013F
염소/셀룰로스	**466.2**	**497.2**	**589.9**	**649.6**	**797.1**	**염소/셀룰로스**	**9.0**	**6.6**	**18.7**	**10.1**	**22.7**
가성소다	117.8	89.9	124.9	128.2	146.1	가성소다	22.6	(23.7)	39.0	2.6	14.0
염화메탄	41.5	54.2	65.1	67.3	74.8	염화메탄	(2.4)	30.6	20.1	3.4	11.1
메셀로스	123.7	130.3	167.4	187.1	197.3	메셀로스	5.0	5.3	28.5	11.8	5.4
AnyCoat	37.1	45.5	49.5	57.6	92.2	AnyCoat	(5.2)	22.7	8.9	16.3	60.0
ECH	101.4	122.3	113.3	130.9	199.6	ECH	20.9	20.6	(7.4)	15.6	52.5
PTAC	26.6	31.1	29.7	33.2	33.9	PTAC	(13.9)	16.5	(4.5)	12.1	2.0
기타	18.1	24.0	40.0	45.2	53.2	기타	5.5	32.2	66.8	13.1	17.7
전자재료	**65.4**	**74.4**	**90.2**	**156.5**	**208.5**	**전자재료**	**39.9**	**13.8**	**21.3**	**73.5**	**33.2**
BTP	23.7	27.6	21.4	26.7	34.8	BTP	93.2	16.3	(22.4)	25.0	30.0
TMAC	23.6	29.4	33.7	37.5	40.8	TMAC	5.9	24.4	14.9	11.2	8.7
LCP	8.4	9.4	15.9	26.2	28.8	LCP	(5.7)	11.7	69.6	64.7	10.0
Toner	0.0	5.5	19.2	48.1	64.2	Toner	NA	NA	248.0	150.3	33.3
기타	9.7	2.6	0.0	18.0	40.0	기타	193.8	(73.3)	(100.0)	NA	122.2
요소/암모니아	**506.8**	**558.5**	**653.5**	**666.4**	**796.7**	**요소/암모니아**	**(22.8)**	**10.2**	**17.0**	**2.0**	**19.5**
요소	94.9	74.3	59.6	49.5	53.5	요소	(22.1)	(21.8)	(19.8)	(16.8)	7.9
DMF	54.2	46.1	29.1	31.1	33.6	DMF	17.7	(15.0)	(36.8)	6.8	7.9
DMAC	24.7	26.1	27.8	26.7	27.2	DMAC	(3.2)	5.9	6.2	(3.7)	1.6
암모니아	278.2	350.0	468.0	499.8	620.3	암모니아	(30.3)	25.8	33.7	6.8	24.1
기타	54.8	62.0	69.1	59.2	62.2	기타	(14.1)	13.0	11.4	(14.2)	5.0
신사업					**30.0**	**신사업**					**NA**
폴리실리콘					30.0	폴리실리콘					NA
합계	**1,038.4**	**1,130.0**	**1,333.6**	**1,472.6**	**1,832.3**	**합계**	**(8.2)**	**8.8**	**18.0**	**10.4**	**24.4**

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교

염소/셀룰로스 계열 제품 생산 업체를 Peer 로 선정

삼성정밀화학은 매출의 절반이 요소/암모니아 부분이기 때문에 비료주로 분류되어 비료회사들과 peer valuation 이 이루어졌었다. 하지만 2011 년 요소/암모니아의 사업변경을 통해 암모니아 가격변동성에 따른 리스크가 크게 줄어들었기 때문에 더 이상 비료주로 분류하는데 무리가 있다는 판단이다. 따라서 매출의 44%를 차지하며 영업이익기여도가 90%에 달하는 염소/셀룰로스 계열의 경쟁업체를 선정하였으며 주로 해외업체가 선정되었다.

국내기업 선정에는 동사와 같이 화학/전자 소재 사업을 영위하는 회사인 LG 화학, 코오롱인더, 제일모직, 한화케미칼을 선정하였다.

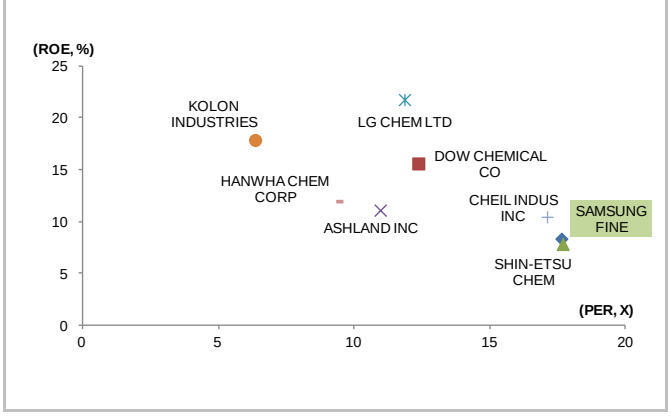
Exhibit 57. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				OPM (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
삼성정밀화학	004000 KS	한국	1,449.5	483.4	519.9	1,182.8	1,284.5	5.3	5.8	5.4	7.2
DOW CHEM	DOW US	미국	39,899.6	53,674.0	59,985.0	60,084.1	61,548.7	5.8	6.7	8.7	8.7
SHIN-ETSU	4063 JP	일본	23,378.3	9,886.9	12,382.9	12,881.7	13,707.6	12.8	14.1	14.1	14.5
ASHLAND	ASH US	미국	4,929.3	5,741.0	6,502.0	6,434.0	8,328.3	3.5	1.2	7.9	10.7
LG 화학	051910 KS	한국	23,994.9	16,847.1	20,493.3	20,145.1	22,022.4	14.6	12.0	12.9	13.0
코오롱인더	120110 KS	한국	1,752.3	4,421.3	4,897.1	5,153.0	5,532.6	7.3	6.6	7.8	7.9
제일모직	001300 KS	한국	4,561.2	4,431.0	5,042.5	5,002.6	5,492.0	6.5	5.1	5.3	5.8
한화케미칼	009830 KS	한국	3,728.2	4,171.8	6,213.8	7,225.1	7,392.5	11.0	10.8	7.1	7.0

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
삼성정밀화학	19.2	19.5	22.5	17.6	11.9	14.7	13.1	9.3	1.9	1.6	1.5	1.4	10.6	8.9	6.9	8.3
DOW CHEM	17.4	11.4	12.8	12.4	10.1	8.9	7.6	7.2	2.2	1.9	1.7	1.7	16.4	16.4	14.1	15.6
SHIN-ETSU	27.5	17.5	16.3	17.7	10.0	6.0	6.5	6.2	1.6	1.2	1.2	1.2	8.1	8.1	6.9	7.8
ASHLAND	12.7	8.4	17.9	11.0	9.7	17.2	10.5	6.0	1.0	0.8	1.1	1.1	10.6	10.6	10.5	11.1
LG 화학	13.3	13.3	12.7	11.9	7.6	7.6	7.4	6.8	3.4	3.4	3.1	2.6	32.5	32.5	22.8	21.8
코오롱인더	5.8	5.8	6.4	6.3	5.4	5.4	5.1	4.6	1.3	1.3	1.3	1.1	NA	17.0	17.6	17.9
제일모직	19.8	19.8	19.2	17.1	11.9	11.9	12.6	10.1	1.9	1.9	1.7	1.5	13.8	13.8	8.9	10.4
한화케미칼	5.5	10.9	10.1	9.3	6.1	8.2	9.4	9.4	0.7	1.5	1.1	1.0	16.2	16.2	10.5	12.0

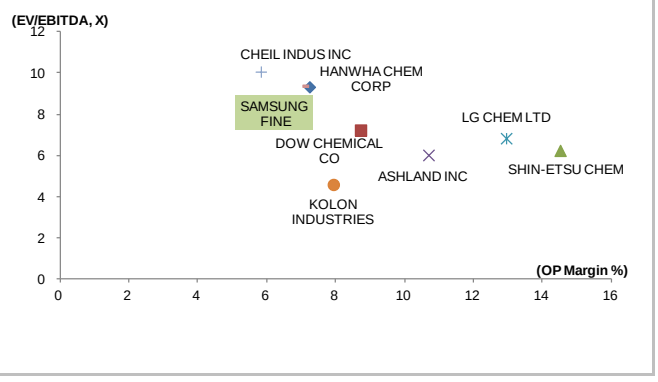
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (as of Feb15, 2012)

Exhibit 58. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 59. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 9-2: Valuation – 목표주가 73,000 원

과거와는 다른 대규모의 투자 발생

삼성정밀화학은 2010 년과 2011 년 PER 과 EV/EBITDA Valuation 에서 시장대비 60%~170% 에 이르는 매우 큰 폭의 valuation premium 을 받아왔다. 그 이유는 삼성정밀화학이 적자와 흑자 사이를 오가는 요소/암모니아 사업부를 정리하고 염소/셀룰로스로 회사의 비중을 옮기며 수익성 향상이 이루어진 것은 물론 2013 년부터 생산이 시작되는 폴리실리콘 사업진출에 대한 시장의 반응으로 보인다.

뿐만 아니라 2011 년부터 2013 년까지의 대규모 CAPEX 중 상당 부분이 수익성이 높은 염소/셀룰로스에 집중될 뿐 아니라 미래의 성장성 확보를 위하여 삼성 SDI 와 같이 튼튼한 captive client 를 확보한 전자재료에도 큰 투자가 이루어 지고 있다.

동사 2013년 순이익 1,000억원은 상각비용의 1/3수준에 불과

이러한 대규모 투자와 그에 따른 감가상각비를 감안할 때 동사의 적절한 Valuation Tool 은 EV/EBITDA 가 적절하다고 판단된다.

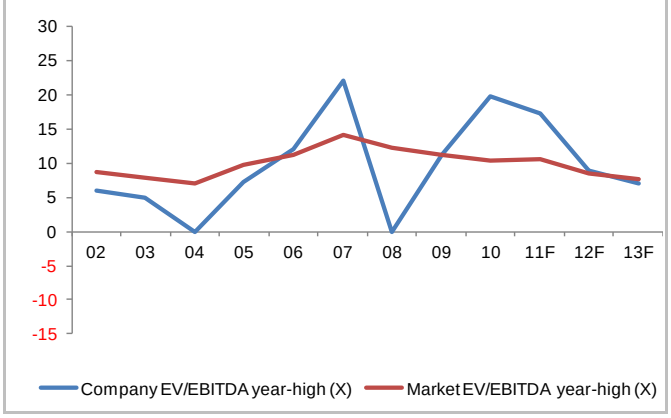
현재 염소/셀룰로스에서 발생하는 수익을 기반으로 2013 년 폴리실리콘의 신규 매출 발생과 현재 매출수준은 미미하나 향후 매우 큰 성장성을 지니고 있는 전자재료를 감안할 때 2012 년 year-high EV/EBITDA 8.5x 에 25%의 premium 을 적용한 10.6x 를 적정 valuation 으로 산정하여 73,000 원을 적정 주가로 산정한다.

Exhibit 60. 삼성정밀화학 Valuation vs. 시장 Valuation

(X, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
SFC year-high EV/EBITDA (X)	6.1	4.9	N/M	7.2	12.2	22.1	N/M	11.1	19.8	17.4	9.0	7.0
Market year-high EV/EBITDA (X)	8.7	7.9	7.1	9.8	11.3	14.2	12.3	11.3	10.3	10.6	8.5	7.7
Premium/(Discount) to market (%)	**(30.2)**	**(38.0)**	**(41.0)**	**(26.3)**	**7.7**	**55.9**	**(25.3)**	**(1.2)**	**91.8**	**63.7**	**5.7**	**(8.2)**
SFC year-high PER	14.2	11.0	10.7	N/M	29.2	49.1	18.1	17.9	26.2	30.0	22.8	14.4
Market year-high PER	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	9.5	8.6
Premium/(Discount) to market (%)	**(28.5)**	**(46.9)**	**8.4**	**25.7**	**63.3**	**120.3**	**(57.4)**	**(11.9)**	**64.2**	**168.0**	**140.1**	**67.4**

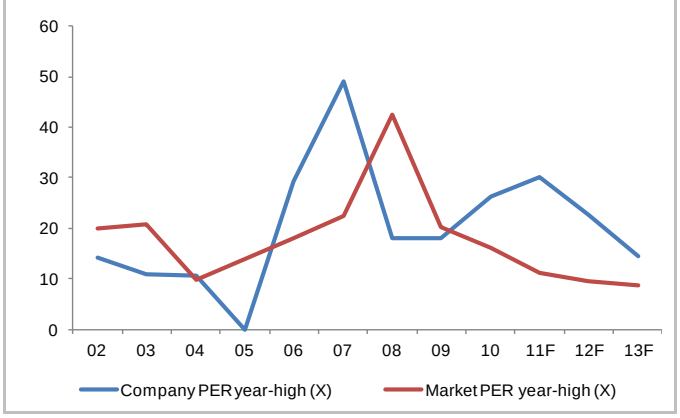
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

Exhibit 61. year-high EV/EBITDA (SFC vs. Market)



Source: Fnguide, Leading Research Center

Exhibit 62. year-high PER (SFC vs. Market)



Source: Fnguide, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	**624.4**	**636.7**	**743.1**	**794.4**	**791.0**	**745.9**	**829.3**	**1,130.9**	**1,038.4**	**1,130.0**	**1,333.6**	**1,472.6**	**1,832.3**
매출액 증가율 (%)	9.2	2.0	16.7	6.9	(0.4)	(5.7)	11.2	36.4	(8.2)	8.8	18.1	10.4	24.4
매출원가	516.7	536.0	649.7	689.3	689.6	679.6	738.1	945.4	880.4	989.8	1,176.5	1,272.4	1,579.4
매출총이익	**107.7**	**100.7**	**93.4**	**105.1**	**101.4**	**66.3**	**91.2**	**185.5**	**158.0**	**140.2**	**157.1**	**200.3**	**252.9**
매출총이익율 (%)	17.2	15.8	12.6	13.2	12.8	8.9	11.0	16.4	15.2	12.4	11.8	13.6	13.8
판매관리비	48.5	50.5	59.3	66.2	60.1	54.1	62.1	69.3	67.3	79.5	83.2	97.2	118.5
조정영업이익	**59.2**	**50.2**	**34.1**	**38.9**	**41.3**	**12.2**	**29.1**	**116.2**	**90.7**	**60.7**	**73.9**	**103.1**	**134.3**
조정영업이익률 (%)	9.5	7.9	4.6	4.9	5.2	1.6	3.5	10.3	8.7	5.4	5.5	7.0	7.3
순 기타수익	(3.1)	4.3	9.7	8.2	(5.8)	0.2	(3.8)	(40.9)	(5.8)	13.1	(1.7)	2.7	2.4
발표영업이익	**59.2**	**50.2**	**34.1**	**44.4**	**41.3**	**12.2**	**29.1**	**116.2**	**90.7**	**60.7**	**72.3**	**105.8**	**136.7**
순 지분법 이익	3.4	5.2	5.1	7.6	8.0	8.0	10.5	6.3	11.4	12.6	10.8	13.3	12.7
금융수익	3.8	4.5	7.1	9.0	17.9	20.5	15.7	32.8	14.7	21.8	14.9	14.7	14.4
금융비용	9.7	3.9	2.7	1.4	0.8	0.8	1.4	4.3	7.2	4.2	10.1	10.0	21.3
법인세비용 차감전 순이익	**53.7**	**60.3**	**53.3**	**62.3**	**60.7**	**40.1**	**50.2**	**110.2**	**103.8**	**104.0**	**87.8**	**123.8**	**142.5**
법인세 비용	13.1	15.9	10.6	15.3	10.4	7.9	10.1	24.9	17.1	18.9	14.4	27.2	31.3
법인세율	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
당기순이익	**40.6**	**44.4**	**42.7**	**47.0**	**50.3**	**32.2**	**40.1**	**85.3**	**86.7**	**85.2**	**73.4**	**96.6**	**111.1**
지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	87.2	96.6	111.1
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(10.4)	(8.2)	(8.1)
총포괄이익	40.6	44.4	42.7	47.0	50.3	32.2	40.1	85.3	86.7	85.2	63.0	88.4	103.0

대차대조표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동자산	**186.8**	**217.7**	**242.2**	**278.7**	**351.0**	**365.0**	**395.9**	**453.8**	**504.2**	**573.0**	**563.1**	**539.6**	**621.0**
현금및 현금성 자산	3.1	3.3	6.0	2.1	3.2	6.9	29.1	58.7	85.4	85.5	86.5	72.3	67.0
단기금융자산	24.1	30.4	18.4	64.9	100.8	136.7	130.3	40.4	110.2	132.9	72.6	25.7	23.5
매출채권	86.3	97.0	116.8	110.3	130.6	111.0	127.6	185.2	157.0	166.3	202.7	226.8	269.3
재고자산	64.7	74.8	88.8	89.4	106.5	100.7	99.6	162.7	133.4	169.5	181.2	199.8	238.5
기타유동자산	8.6	12.1	12.2	11.9	9.9	9.8	9.3	6.9	18.2	18.8	20.1	15.1	22.7
비유동자산	**556.5**	**542.0**	**536.8**	**495.7**	**487.9**	**460.3**	**451.5**	**490.1**	**520.9**	**698.2**	**837.3**	**1,222.2**	**1,513.9**
유형자산	411.8	402.0	400.5	347.9	340.4	310.0	292.6	321.9	337.9	358.6	481.2	714.7	1,015.2
장기금융자산	111.7	98.7	92.5	92.6	92.3	92.2	94.9	98.2	98.3	250.2	241.5	241.5	171.5
관계기업투자	0.0	14.7	17.5	31.2	30.6	29.4	35.1	36.0	45.6	1.8	47.4	47.4	47.4
공동지배기업투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	47.4	19.6	164.6	224.6
기타비유동자산	33.1	26.6	26.2	24.0	24.6	28.6	29.0	34.1	39.2	40.2	47.5	53.9	55.1
자산총계	**743.3**	**759.6**	**779.0**	**774.3**	**838.9**	**825.2**	**847.5**	**944.0**	**1,025.1**	**1,271.2**	**1,400.4**	**1,761.8**	**2,134.9**
유동부채	**138.2**	**108.1**	**133.1**	**105.2**	**134.0**	**101.9**	**116.8**	**139.6**	**146.6**	**161.8**	**215.0**	**287.7**	**403.5**
매입채무	26.6	39.2	58.6	48.0	82.0	62.6	68.0	42.7	90.0	98.4	134.1	118.3	153.2
단기금융부채	69.0	25.4	33.6	12.6	2.4	1.8	0.1	0.6	0.1	0.1	0.1	95.8	168.6
기타유동부채	42.6	43.6	40.9	44.6	49.6	37.5	48.6	96.2	56.5	63.3	80.7	73.5	81.7
비유동부채	**55.2**	**55.9**	**22.1**	**18.8**	**19.2**	**21.1**	**17.4**	**20.5**	**22.9**	**61.3**	**96.7**	**315.9**	**483.5**
장기매입&기타채무	1.3	0.9	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5	1.5	1.5
장기금융부채	48.3	42.5	9.4	1.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0	223.2	403.4
기타비유동부채	5.7	12.5	12.2	16.8	18.4	20.5	16.8	19.9	22.9	61.3	95.2	91.2	78.6
부채총계	**193.5**	**164.0**	**155.2**	**124.0**	**153.2**	**123.1**	**134.2**	**160.1**	**169.5**	**223.1**	**311.7**	**603.6**	**887.0**
자본금	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0
자본잉여금	330.9	330.9	330.9	330.9	330.9	330.9	331.4	331.2	331.6	331.4	331.4	331.4	331.4
기타포괄손익	(0.1)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0	122.8	112.4	104.2	96.1
기타자본구성요소	1.4	2.7	3.6	(1.4)	(1.0)	(0.0)	(13.8)	(13.3)	(12.2)	(11.1)	(16.9)	(19.2)	(16.1)
이익잉여금	88.7	133.1	160.3	191.8	226.7	242.2	266.9	337.0	407.3	476.0	532.9	612.9	707.5
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**549.9**	**595.6**	**623.7**	**650.3**	**685.7**	**702.2**	**713.3**	**783.9**	**855.7**	**1,048.1**	**1,088.7**	**1,158.3**	**1,247.9**

현금흐름표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
당기순이익	**40.6**	**44.4**	**42.7**	**47.0**	**50.3**	**32.2**	**40.1**	**85.3**	**86.7**	**85.2**	**73.4**	**96.6**	**111.1**
비현금성 비용/수익 가감조정	**62.5**	**57.8**	**61.2**	**65.0**	**67.6**	**66.8**	**64.5**	**58.8**	**55.5**	**44.7**	**54.3**	**66.0**	**84.0**
감가상각비	56.2	59.2	65.9	67.0	63.3	62.6	57.5	48.1	45.6	48.7	49.5	71.5	89.5
충당부채전입금	3.5	6.6	5.6	5.6	5.8	6.1	7.2	8.4	7.0	8.9	7.5	7.5	7.5
순 외화평가차익	(0.7)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.9)	(2.0)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
순 지분법투자이익	3.4	5.2	5.1	7.6	8.0	8.0	10.5	6.3	11.4	12.6	12.0	12.0	12.0
기타	5.4	(3.0)	(5.3)	(2.9)	3.5	3.2	7.0	3.4	10.2	(4.3)	(5.3)	5.0	5.0
영업자산과 부채의 가산	**(29.8)**	**7.5**	**(24.4)**	**(4.2)**	**0.2**	**(10.1)**	**(11.0)**	**(104.0)**	**46.4**	**(35.2)**	**(4.4)**	**(58.4)**	**(46.4)**
운전자금의 증가	24.6	8.2	14.4	4.7	3.4	(6.1)	10.1	146.0	(104.8)	37.1	12.3	58.4	46.4
기타	5.2	(15.7)	10.0	(0.5)	(3.6)	16.2	0.9	(42.0)	58.4	(1.8)	7.9	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**73.2**	**109.7**	**79.5**	**107.7**	**118.1**	**88.8**	**93.5**	**40.1**	**188.5**	**94.6**	**123.3**	**104.1**	**148.7**
설비투자	51.8	54.6	69.4	33.8	56.5	35.0	45.8	81.5	67.8	71.3	172.2	305.0	390.0
잉여현금흐름	**21.4**	**55.1**	**10.1**	**74.0**	**61.6**	**53.8**	**47.7**	**(41.4)**	**120.7**	**23.3**	**(48.8)**	**(200.9)**	**(241.3)**
배당금	12.9	12.9	15.5	15.5	15.3	16.6	15.4	15.1	16.4	16.5	16.5	16.5	16.5
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	0.6	17.8	145.0	(10.0)
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	(17.7)	(49.4)	(24.9)	(28.6)	(11.3)	(0.6)	(1.8)	0.5	(1.1)	0.1	0.0	318.9	253.0
기타	(0.3)	2.9	(6.1)	16.6	(1.2)	(1.4)	15.3	5.0	5.8	(13.2)	(23.4)	17.6	12.7
순현금흐름	**(7.7)**	**0.3**	**2.7**	**(3.9)**	**1.1**	**3.7**	**22.2**	**29.6**	**26.8**	**0.0**	**1.0**	**(14.2)**	**(5.3)**
기초현금	10.8	3.1	3.3	6.0	2.1	3.2	6.9	29.1	58.7	85.4	85.5	86.5	72.3
기말현금	3.1	3.3	6.0	2.1	3.2	6.9	29.1	58.7	85.4	85.5	86.5	72.3	67.0

재무안정성 지표

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동비율 (%)	135.1	201.2	182.0	265.0	262.0	358.1	339.1	325.1	343.9	354.2	261.9	187.6	153.9
당좌비율 (%)	1.6	1.5	2.5	0.8	0.9	1.9	7.3	12.9	16.9	14.9	15.4	13.4	10.8
재고보유기간 (일)	49.2	55.7	50.0	51.9	54.8	53.8	64.9	57.1	62.8	64.7	59.1	62.9	27.6
매출채권 회수기간 (일)	53.6	61.3	55.8	55.4	55.7	58.4	68.8	55.2	56.8	59.6	58.8	61.5	26.8
매입채무 지급기간 (일)	25.9	22.0	26.9	28.2	33.6	39.2	32.3	20.0	28.5	33.5	35.7	35.7	30.6
차입금 (십억원)	117.3	67.9	43.0	14.5	3.1	2.5	0.7	1.2	0.1	0.1	0.1	319.0	572.0
현금과 현금등가물	27.2	33.8	24.4	67.0	104.0	143.6	159.4	99.1	195.6	218.4	159.1	98.0	90.5
순차입금 (십억원)	90.1	34.1	18.6	(52.5)	(100.8)	(141.1)	(158.7)	(97.9)	(195.6)	(218.2)	(159.0)	221.0	481.5
순차입금/자기자본 (%)	16.4	5.7	3.0	(8.1)	(14.7)	(20.1)	(22.3)	(12.5)	(22.9)	(20.8)	(14.6)	19.1	38.6
부채비율 (%)	35.2	27.5	24.9	19.1	22.3	17.5	18.8	20.4	19.8	21.3	28.6	52.1	71.1
이자보상배율 (배)	6.1	12.8	13.5	31.8	209.7	91.1	209.5	1,647.9	6,714.6	N/A	13,158.5	16.1	7.5

Valuations and margins

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
EV/EBITDA (배)	14.6	14.9	16.2	14.3	14.0	20.7	18.0	9.5	11.4	14.1	12.6	9.0	7.0
EPS (원)	1,573	1,720	1,655	1,821	1,949	1,246	1,554	3,306	3,359	3,301	2,846	3,743	4,308
EPS 변동률 (%)	N/A	9.3	(3.8)	10.0	7.0	(36.1)	24.7	112.8	1.6	(1.7)	(13.8)	31.5	15.1
PER (배)	39.4	36.1	37.5	34.1	31.8	49.7	39.9	18.8	18.5	18.8	21.8	16.6	14.4
BVPS (원)	21,313	23,084	24,176	25,207	26,579	27,216	27,647	30,384	33,166	40,623	42,199	44,895	48,368
P/BVPS (배)	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9	1.5	1.5	1.4	1.3
주당배당금 (원)	500	600	600	600	650	600	600	650	650	650	650	650	650
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	7.6	7.7	7.0	7.4	7.5	4.6	5.7	11.4	10.6	8.9	6.9	8.6	9.2
ROA (%)	5.4	5.9	5.5	6.0	6.2	3.9	4.8	9.5	8.8	7.4	5.5	6.1	5.7
매출총이익률 (%)	17.2	15.8	12.6	13.2	12.8	8.9	11.0	16.4	15.2	12.4	11.8	13.6	13.8
영업이익률 (%)	9.5	7.9	4.6	4.9	5.2	1.6	3.5	10.3	8.7	5.4	5.5	7.0	7.3
순이익률 (%)	6.5	7.0	5.7	5.9	6.4	4.3	4.8	7.5	8.3	7.5	5.5	6.6	6.1
EBITDA 이익률 (%)	18.5	17.2	13.5	13.6	13.5	10.4	10.7	14.8	13.5	10.0	9.5	12.1	12.4
ROIC (%)	7.1	5.8	4.3	4.7	5.8	1.7	4.2	14.5	11.3	6.7	7.0	7.0	6.7
WACC (%)	12.1	12.0	12.0	14.4	13.6	11.2	9.6	9.9	8.0	7.7	11.0	8.9	9.6
ROIC less WACC (%)	(5.0)	(6.2)	(7.7)	(9.7)	(7.8)	(9.5)	(5.4)	4.6	3.2	(1.1)	(4.0)	(1.9)	(2.8)

▶ Compliance Notice

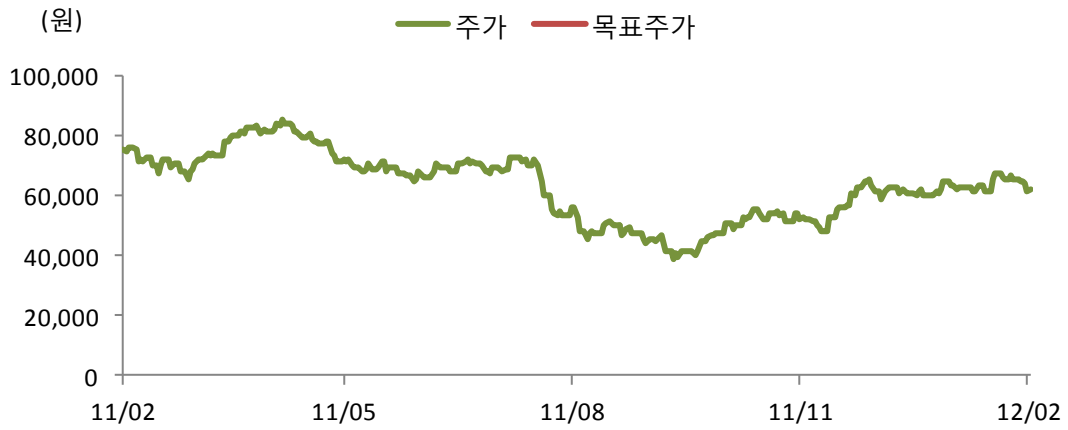
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *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
투자의견	BUY
목표주가	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*