

Maintain

Company Analysis

(A069260)

2007 5 7

Analyst :
TEL:3770-0453
jwlee0622@yahoo.co.kr

Sector

Buy

Target Price:

17,000

Price Performance

	1M	3M	12M
(%)	18.85	68.80	83.31
(%)	13.17	57.86	74.52

Investment points

가 DNT(Dinitrotoluene / TDI(Toluene Diisocyanate) 가 가 41% 가 가 . , TDI 가가 가 (, 28%) 30% ' 2 가 . 2008 가 CDM(Clean Development Mechanism) 90% 가 52 /

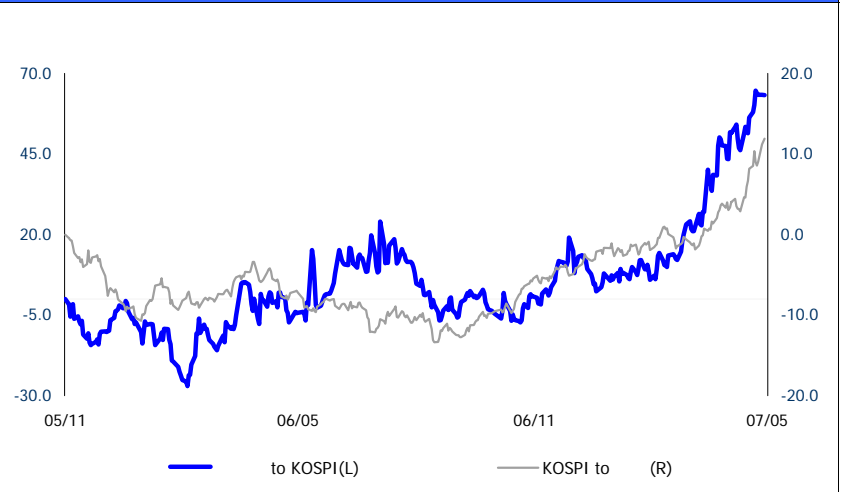
Company Data

KOSPI	1,567.74
KOSDAQ	693.44
가()	14,500
가()	1000
(,)	21.29
(,)	212.91
가 ()	3,087.19
	0.93
52 ()	14,600
52 ()	7,100
60	0.71
	250,598
2 (%)	39.99
3 EPS (%)	24.56

Rating Change

가	가	가
2007.05.07	17,000()	BUY()
2007.01.29	12,000	BUY
2006.12.11	12,000	BUY
2006.08.28	12,000	BUY
2006.07.31	12,000	BUY
2006.05.22	12,000	BUY
2006.04.17	12,000	BUY

Relative Performance



(: , , % .)

FY	EPS	EPS	PER	EV/EBITDA	ROE				
2005	2,759	121	121	83	389	-45.6	18.9	3.4	5.3
2006	3,010	216	206	151	711	82.9	12.5	3.3	9.2
200712F	3,083	338	350	259	1,215	70.8	11.9	4.3	14.3
200812F	3,268	371	381	279	1,311	7.9	11.0	3.8	13.9
200912F	3,431	390	399	293	1,374	4.8	10.5	3.2	13.2

-- 5 7 6 가 (DR,CB,IPO)
 -- 5 7 1%
 -- 5 7 .(:)
 -- 가 3

Valuation

동사에 대해 적정주가를 17,000원으로 상향조정하고, 투자의견은 Buy를 유지한다. 매수 추천을 하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 동사의 매출가격 매커니즘이 원재료 가격에 연동되어 있기 때문이다. TDI(Toluene Diisocyanate)를 비롯한 전방산업이 호황국면이기 때문에 원재료 가격 상승시 판매단가 인상에도 전방산업에서는 이익을 제기하지 않을 것으로 판단된다. 둘째로, 전방산업의 증설로 동사의 판매량이 증가될 것으로 전망되기 때문이다. 최근 '금호미쓰이'가 MDI(Methylene Diphenyl Diisocyanate) 증설을 발표한데에 따라 향후 동사의 국내 독점제품인 질산 공급량이 늘어나게 된다.

전방산업 호황으로
원재료 가격 상승시
가격전가 용이

* 원재료 가격과 연동된
매커니즘

2006년 기준으로 동사의 제품 중 매출액의 41%는 DNT(Dinitrotoluene)가 차지하고 있다. DNT는 TDI의 원재료로써 주요 매출처는 '한국화인케미칼'과 '동양제철화학'인데, 현재 동아시아 지역의 TDI 시황호조로 호황을 구가하고 있다. TDI의 원재료를 공급하고 있는 동사는 DNT의 판매가격을 상승하지 않은 것으로 판단된다. 그 이유는 동사의 판매단가 결정 매커니즘이 원재료인 톨루엔, 암모니아의 가격과 연계되기 때문이다. 전방산업인 '한국화인케미칼'과 '동양제철화학'의 실적이 향상된 데에는 동사의 판매가격 동결도 공헌을 한 것으로 판단된다.

전방산업이 호황이기 때문에 향후 동사가 판매가격을 올리더라도 전방산업에서는 이익 없이 받아들일 것으로 판단된다. 동사는 독점생산 지위에 있음에도 불구하고 장기 동반 성장전략의 일환으로 원재료만 판매단가에 반영하고 있다.

구분	제 품 명	매출액		주요 매출처	M/S
		2005	2006		
제 품	DNT	1,100	1,246	동양제철화학, 한국화인케미칼	국내독점
	질산	724	841	금호미쓰이, 로디아폴리아마이드, 바스프	80%
	초안	192	186	한화, 고려노벨화학	95%
	톨루이딘	69	57	한남코퍼레이션, 창진화학	60%
상 품	공업용요소	228	160	동화케미칼, 한솔흥데코, 포레스코	35%
	암모니아	147	294	한국바스프, 한화, 동양제철화학	20%
	메탄올 등	147	226	한솔케미칼, 디유뱅크, 유니드, 이견산업	20%

전방산업의 증설로
공급량 증가 전망
(국내독점 수혜)

동사의 매출액 중 28%를 차지하는 질산은 MDI를 생산하는데 필요한 원재료이다. 현재 동사는 MDI를 생산하는 '금호미쓰이화학'에 20만톤의 질산(휴켄스 Capa 71만톤)을 공급하고 있는 것으로 판단된다. '금호미쓰이화학'은 2008년 상반기 중 공장 증설을 위한 설계 및 발주를 완료하고 2008년 8월 착공해 2009년 6월 말까지 공사를 완료할 예정이다. 현재 7만톤의 MDI 생산능력을 보유하고 있는 '금호미쓰이화학'은 공사설비 완공시 현 생산규모의 두 배 수준인 14만톤 체제를 갖추게 될 것으로 전망된다. 완공이후에는 동사의 질산 공급량이 증가하게 된다.

한편, 동사의 제4회질산 공장은 아시아 최대, 세계 2위 규모의 질산공장이다. 현재 한국바스프(주)와 15년간 장기공급계약 체결을 하고 있는데, 기존에 바스프는 한국시장에 진입할 당시 질산생산 설비를 자체 설립하기 보다는 원가 절감의 방안으로 동사로부터 '질산'을 공급받는 정책을 택했다. 동사 이외에도 '한화', '동부한농' 등이 질산을 생산하고 있으나 대부분 자가소비용인 것으로 판단된다.

Valuation

2007년 1Q를 기점
주가 레벨업

* CDM진행 불확실성 제거
및 수익성 개선
(향후 PER 밴드)
13.8x ~ 17.4x 전망

동사의 적정주가는 추정 Forward EPS에 PER multiple을 적용하여 산출하였다. 동사의 Forward EPS는 각연도별로 가중치를 적용하여 1,255원을 산출하였다.

거래량 및 유동성 증가로 동사의 현 주가가 PER 밴드보다 일시적으로 높게 형성되고 있는 것으로 판단되나, Forward 적용시에는 PER 밴드 아래에 형성되어 있다. 동사가 안정적으로 사업을 진행할 것으로 전망됨에 따라 동사의 적정주가는 하방 PER밴드인 13.8x와 상방 PER밴드인 17.4x 내에서 움직일 것으로 전망된다.

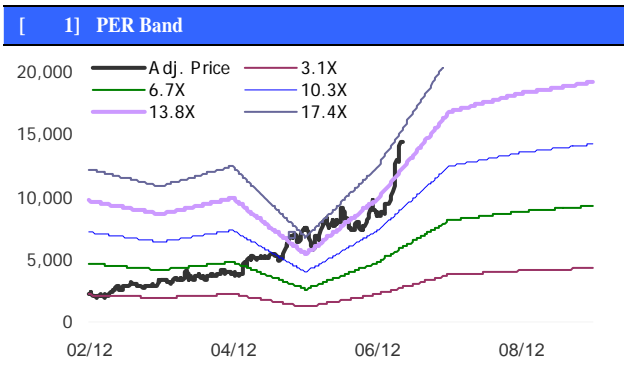
과거 주가추이와 PER의 상관성을 보면 다음과 같다. 2005년에는 전방산업의 파업영향으로 실적이 악화된 데에 비해 주가가 하락하지 않아 13.8x ~ 17.4x 내에서 움직임을 보였다. 2006년 농협에서 태광실업으로 M&A가 이루어지면서 일시적으로 13.8x 밴드를 상향 이탈했으나, 이후에는 CDM(Clean Development Mechanism)사업 진행 불확실성 및 '화인케미칼' 파업 재발 우려감으로 11x 수준에서 형성되었던 것으로 판단된다.

2007년 1Q를 기점으로 CDM사업 진행으로 불확실성이 제거되었고, '희황산농축 시설' 가동 이후 수익성 개선이 이루어졌다. 이에 동사 주가의 레벨업이 이루어진 것으로 판단되어 PER 밴드인 13.8배를 적용하였다.

프리미엄 적용
적정주가 17,000원

* 전방산업 호황
독과점 프리미엄
CDM 잠재수익
수익성 개선
풍부한 현금보유

1)전방산업의 호황으로 향후 원재료 가격 상승시 판매단가 전가 용이, 2)진입장벽을 비롯한 독과점 지위 유지, 3)CDM사업 수익 상향 잠재성, 4)신규시설 가동을 통한 수익성 개선, 5)풍부한 현금 보유 및 배당성향이 동사에 대한 프리미엄 근거가 될 것으로 판단된다. 적정주가 17,000원은 동사의 시가 총액 기준으로 3,619억원 수준이며, 현재주가 14,500원 기준(시가총액 3,087억원)대비 17%의 상승여력이 있어서 매수 추천한다.



[2] 가	
2007 EPS(E)	1,215 가 (7 /12) : 708.8
2008 EPS(E)	1,312 가 (5 /12) : 546.6
Forward EPS	1,255
PER	17.4
PER	13.8
PER	13.8
가	17,000
	17%

**전년동기 대비
공장가동률 정상화**

동사는 2005년 11월부터 2006년 2월까지 공장을 정상이동하지 못했다. 동사의 제품 중 DNT 생산량 60%는 '화인케미칼'로 공급을 하는데, 그 당시 '화인케미칼'은 파업 중으로 45% 수준의 공장가동률을 보였기 때문이다. 동사도 이에 영향을 받아 정상적인 공장가동률을 나타내지 못하고 2006년 2월에서야 정상적으로 가동을 하기 시작하였다. 2006년 2Q 이후에는 TDI산업 호황으로 정상이동이 시작되었으며, 이러한 상황이 현재까지 이어지고 있다.

**2007년부터
희황산 농축시설
本格 가동중**

2007년에는 '희황산 농축시설'을 본격 가동하고 있다. 동사는 동 시설을 활용하여 기존에 매입했던 황산을 자체적으로 공급할 수 있게 된다. 2005년 기준으로 원재료 매입액은 1,227억원, 이 중 황산 매입액은 98억원으로 8.0%를 차지하고 있다. 동 시설을 통해 원재료 매입비용의 6% 수준이 절감될 것으로 예상된다.

기존에는 '황산'을 외부에서 매입한 후 '질산'의 농도를 짚게 하는데 사용하였으나, 동 시설 건설완료 이후에는 자체적으로 '황산'을 공급할 수 있게 된다. 비용측면에서 향후 '황산'의 매입비용을 절감할 수 있으며, 사용이 완료된 '황산' 처리비용도 절감할 수 있게 된다.

[3] (:)

품목	2005년		2006년		2007년(E)		황산제외
	매입액	비중(%)	매입액	비중(%)	매입액	비중(%)	
톨루엔	537	(43.7)	644	(44.2)	616	(47.3)	616
암모니아	559	(45.6)	626	(43.0)	584	(43.0)	584
황산	98	(8.0)	78	(5.4)	84	(6.5)	
기타	5	(0.4)	4	(0.3)	5	(0.3)	5
저장품	28	(2.3)	104	(7.1)	109	(2.8)	109
합계①	1,227	(100)	1,455	(100)	1,398	(100)	1,314
매출원가②	2,449		2,584		2,680		2,595
(비중①/②)	(50.1%)		(56.3%)		(52.2%)		(50.6%)

**CDM사업 시작으로
탄소배출권
판매수익 분배**

* 148만톤/년 감축

동사의 CDM(Clean Development Mechanism) 사업이 2007년 1월 22일 최종 단계인 UNFCCC(기후변화협약 : United Nations Framework Convention on Climate Change)에 등록되었다. 독일의 엔지니어링 회사인 UHDE사가 설계완료한 기계장치를 이미 연결하였고, 배출량과 대비하여 탄소배출권을 인증받게 된다. UNFCCC 등록증서에 의하면 예상 감축량 110 만톤을 초과한 평균 126 만톤으로 결정되었는데, 실질 가동이후에는 126만톤도 초과한 140여만톤의 감축실적을 인정 받게 되었다. 2007년 1Q에도 20만톤의 총 판매수익 중 22%를 인식한 것으로 판단된다.

[4] 가

총배출량	가격	총판매액	휴켄스(22%)	카본사 (76%)
140만톤	35€	617억원	136억원	469억원
	30€	529억원	116억원	402억원
	25€	441억원	97억원	335억원
	20€	353억원	78억원	268억원
	15€	264억원	58억원	201억원
	10€	176	39	140
	5€	88억원	19억원	67억원

: (* 2007. 5. 4 : 1,259 /€)

**2007 1Q를 끝으로
기저효과 종료**

동사는 2007년 1Q 잠정실적을 매출액 765억원(YoY +5.3%), 영업이익 94억원(YoY +39.6%), 경상이익 93억원(YoY +236.4%), 당기순이익 68억원(YoY +242.2%)으로 발표하였다. 동사의 1Q 실적호전은 전년동기 대비 기저효과로 풀이된다. 2006년 1Q에는 전방산업인 '화인케미칼'의 파업영향으로 동사가 2006년 2월 중순부터 공장을 본격가동한데 반해 2007년 1Q에는 정상적으로 가동 되었기 때문이다.

한편, '희황산농축시설' 본격가동과 탄소배출권 판매사업인 'CDM'사업의 본격시작으로 기저효과 이상으로 영업이익이 상승된 것으로 판단된다. 2005년 1Q 영업이익 70억원을 기준으로 볼 때, 2007년 1Q에는 '희황산농축시설' 가동과 'CDM'사업 시작으로 20억원 수준의 이익상승효과를 가져온 것으로 판단된다.

**CDM수익과
신규시설 가동으로
영업이익 성장 가속**

동사의 2007년 매출액은 3,083억원(YoY +2.4%), 2008년 매출액은 3,268억원(YoY +6.0%)로 추정된다. 전년대비 소폭 증가할 것으로 판단하는 근거는 기존 사업이 안정적이기 때문이다. 톨루엔 가격도 안정세를 유지하고 있는 한 판매가격 변동이 없을 것으로 전망된다. 한편, 동사의 신규사업인 CDM 관련 이익은 매출액으로 인식된다. 148만톤/년에 대한 탄소배출권을 획득할 예정이며, 32억원/년의 매출액 증가가 전망된다.

2007년과 2008년의 영업이익은 각각 338억원(YoY +56.5%), 371억원(YoY +9.8%)으로 전망된다. 영업이익이 큰 폭으로 상승될 것으로 전망하는 이유는 기존에 언급한 '희황산농축시설' 본격가동과, 'CDM'사업 수익의 공헌도가 증가하기 때문이다. '희황산농축시설'의 가동으로 52억원/년의 원가절감효과와 'CDM' 사업수익 32억원이 추가될 것으로 전망된다.

[5] 가 (:)

	2006				2007			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q(A)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)
매출액	717	777	788	727	766	714	804	799
매출원가	646	671	664	604	644	610	681	659
영업이익	24	55	70	68	72	51	65	85
이익률(%)	3.4%	7.1%	8.8%	9.3%	9.3%	7.1%	8.1%	10.6%

*



	2006				2007			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q(A)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)
매출액	717	777	788	727	766	714	804	799
매출원가	646	671	664	604	644	610	681	659
(조정전)								
황산매입액					27	24	25	9
감가상각비					5	5	5	5
매출원가	646	671	664	604	622	591	661	655
(조정후)								
매출총이익	71	106	125	123	144	123	143	144
판관비	47	52	55	56	50	53	58	55
영업이익	24	55	70	68	94	70	85	89
이익률(%)	3.4%	7.1%	8.8%	9.3%	12.3%	9.8%	10.6%	11.1%
* CDM	가,	,	,	,	가	가		

**2013년 이후
감축대상 의무국
선정여부에 따라
CDM or JI 선택**

동사가 추진하고 있는 CDM사업 계약기간은 2007. 1월 ~ 2012. 12월(6년)까지이다. 2013년 이후에는 오스트리아 카본사가 동사에 시설소유권을 무상으로 이전하기로 되어 있다. 2013년 이후에는 동사가 독자적으로 사업을 시행할 수 있는데, 2013년 이후에 한국이 감축대상 의무국이 되느냐 되지 않느냐에 따라 사업형태를 전환할 수 있다. 2013년 이후 한국이 감축대상 의무국이 될 경우에는 JI(Joint Implementation / 공동이행제도) 사업을 할 수 있고, 감축대상 의무국으로 포함되지 않을 경우 선진국과 연계하여 전통적인 CDM 사업을 진행할 수 있다. 한편, 감축대상 의무국이 아닌 경우 자체 비용투자로 CDM사업을 진행할 수 있도록 확대되어 있는데 동사는 기존의 설비로 원활하게 진행할 수 있다.

(Joint Implementation) - 6	
정의 :	감축의무가 있는 선진국들 사이에서 온실가스감축사업을 공동으로 수행하는 것을 인정하는 것
활용 :	한 국가가 다른 국가에 투자하여 감축한 온실가스 감축량의 일부분을 투자국의 감축실적으로 인정하는 제도
현황 :	개발도상국가로 분류된 한국이 활용할 수 있는 제도는 아니며, 특히 EU는 동부유럽국가와 공동이행을 추진하기 위하여 활발히 움직이고 있음

(Clean Development Mechanism) - 12	
정의 :	선진국과 개발도상국에서 온실가스 감축사업을 수행하여 달성한 실적을 선진국의 감축목표 달성에 활용할 수 있도록 하는 제도
활용 :	CDM사업을 통하여 선진국은 감축목표 달성에 사용할 수 있는 온실가스 감축량을 얻고, 개발도상국은 선진국으로부터 기술과 재정지원은 받음으로써 자국의 지속가능한 개발에 기여할 수 있을 것으로 기대하고 있음
현황 :	2001년 제7차 당사국총회에서 CDM집행위원회가 구성된 이후, 세부적인 사업 추진절차가 마련되었음

(Emmission Trading) - 17	
정의 :	온실가스 감축의무 국가가 의무감축량을 초과하여 달성하였을 경우, 이 초과분을 다른 온실가스 감축의무국가와 거래할 수 있도록 하는 제도
활용 :	의무를 달성하지 못한 온실가스 감축의무 국가는 부족분을 다른 온실가스 감축의무국가로부터 구입할 수 있음
현황 :	온실가스감축량도 시장의 상품처럼 사고 팔 수 있도록 허용함

: CDM

Financial Statement & Ratio

Balance Sheet					Income Statement				
	200512	200612	200712F	200812F		200512	200612	200712F	200812F
	1,031	1,170	1,413	1,621		2,759	3,010	3,083	3,268
	461	587	801	946	가	2,449	2,584	2,529	2,665
	0	11	11	13		311	425	554	603
	359	409	434	477		190	209	216	231
	166	141	143	159	가	47	58	59	63
	44	22	23	25		5	5	4	5
	1,166	1,043	1,020	1,072		2	0	0	0
	17	6	7	7	기타	1	0	0	0
가	0	0	0	0		136	147	152	164
	879	816	747	682		121	216	338	371
	269	221	266	382		0	-11	11	9
	2,197	2,213	2,433	2,693	가	9	17	21	25
	465	434	446	494		1	0	0	0
	374	306	310	344		0	0	0	0
	0	0	0	0	가	0	0	0	0
	91	128	136	149		0	-2	0	0
	138	73	78	85		0	0	0	0
	0	0	0	0	가	0	0	0	0
	138	73	78	85		-8	-25	-9	-16
	603	507	523	579		121	206	350	381
	213	213	213	213		0	0	0	0
	1,083	1,083	1,083	1,083		121	206	350	381
	297	410	614	818		38	54	91	102
	0	0	0	0		83	151	259	279
	1,593	1,707	1,910	2,114		389	711	1,215	1,311
Cash Flow Statement					Financial Ratio (%)				
	200512	200612	200712F	200812F		200512	200612	200712F	200812F
	409	281	449	483	(%)				
()	83	151	259	279	가	-9.9%	9.1%	2.4%	6.0%
가	268	255	202	209	가	-43.4%	79.2%	56.5%	9.8%
가	212	207	202	209	EBIT 가	-49.1%	68.4%	73.7%	7.9%
	56	48	0	0	EBITDA 증가율	-25.8%	22.2%	34.0%	6.3%
	58	-125	-12	-5	가	-45.6%	82.9%	70.8%	7.9%
가()	103	-50	-25	-43	(%)				
가()	-5	18	-2	-16		221.6%	269.9%	317.1%	328.3%
가()	110	-69	4	35		-29.0%	-35.1%	-42.6%	-45.4%
	-149	-24	11	19		37.9%	29.7%	27.4%	27.4%
	-277	-208	-200	-297	()	197.9	1,317.0	-	-
()	-47	-106	-184	-255	(%)				
(가)	0	0	0	0	Operating Income Margin	4.4%	7.2%	11.0%	11.4%
(가)	0	-12	5	-7	EBIT Margin	4.1%	6.3%	10.7%	10.9%
	-230	-90	-21	-36	EBITDA Margin	11.7%	13.2%	17.2%	17.3%
	-175	-37	-55	-75	ROA	3.7%	6.9%	11.1%	10.9%
가()	-126	0	0	0	ROE	5.3%	9.2%	14.3%	13.9%
가()	0	0	0	0	ROIC	6.0%	12.2%	21.7%	22.7%
가()	-48	-38	-55	0	()				
가()	-48	-38	-55	-75		6.7	7.8	7.3	7.2
	0	0	0	0		13.5	16.8	17.8	17.6
	0	1	0	-75		7.7	7.6	8.2	8.1
	-43	36	194	111		1.2	1.4	1.3	1.3
	265	221	257	451		1.8	1.8	1.6	1.7
	221	257	451	562		2.2	2.7	2.6	3.0

Valuation Indicator

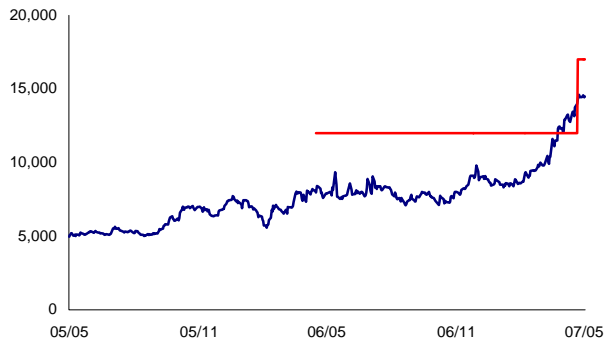
Multiple Valuation					Discounted Valuation				
	200512	200612	200712F	200812F		200512	200612	200712F	200812F
Per Share (Won)					Dividends (Won)				
EPS	389	711	1,215	1,311	DPS(Comm.)	180	260	350	400
EBITDAPS	1,523	1,860	2,494	2,651	DPS(Pref.)	0	0	0	0
CFPS	1,345	1,605	2,066	2,174	Payout Ratio (%)	46.3%	36.6%	28.8%	30.5%
SPS	12,961	14,136	14,479	15,347	FCF				
BPS	7,484	8,015	8,970	9,931	Gross Cash Flow	286	342	440	463
Multiples (X)					NOPLAT	75	135	238	254
PER	18.9	12.5	11.9	11.0	EBIT	112	189	329	355
EV/EBITDA	3.4	3.3	4.3	3.8	Adjusted Taxes	38	54	91	102
EV/Sales	0.4	0.4	0.7	0.6	Total Investment	-66	194	190	266
PCR	5.5	5.5	7.0	6.6	IC(Increase)	-278	-13	-12	57
PSR	0.6	0.6	1.0	0.9	Depre. & Amor.	212	207	202	209
PBR	1.0	1.1	1.6	1.5	Free Cash Flow	353	148	250	197

Compliance Notice

6 가 (DR, CB, IPO)
 가 3
 1%

< >
Strong Buy 6 25% 가
Buy 6 10%~25% 가
Market Perform 6 -10%~10% 가
Underperform 6 10% 가
Trading Buy 1 가
 < >
Overweight
Neutral
Underweight

가 가



Rating Change

가			
2007. 05. 07	17,000 ()	BUY()	
2007. 01. 29	12,000	BUY()	
2006. 12. 11	12,000	BUY()	
2006. 08. 28	12,000	BUY()	
2006. 07. 31	12,000	BUY()	
2006. 05. 22	12,000	BUY()	
2006. 04. 17	12,000	BUY()	