



유니드(012345)

BUY

Valuation

Target Price: 34,000

~39,600

Price: 24,750

Margin of Safety: 11 ~ 17%

MktCap.(100mn): 1,630

ROE: 14.80%

Op.Magin: 8.39%

PER: 6.92

PBR: 0.98

Dividend Yield: 15%

Major Sh.Holder:

(주)OCI상사

Foreign Shr.: 1.02%

52weeks Beta: 0.46

52weeks High/Low:

24,700 / 17,200

기업분석 3팀

고한성, 김세환, 박봉휘,

정진욱, 허은혜

◆ 안정적 BM의 저평가주

탄산칼륨

탄산칼륨은 국내 독점이며 세계 시장 점유율 25% 차지하며, CRT 수요 감소에 따른 우려는 장기적으로 타당하나 중단기적으로는 과잉 우려이다.

가성칼륨

가성칼륨 역시 국내 독점이며 세계 시장 2위이다. CAPA 확대, 품질 및 원가 경쟁력 확보, 경쟁자들의 퇴출 등으로 M/S 증가가 전망된다. 바이오디젤, 솔라셀은 가능성 낮은 희망사항.

MDF

국내 생산 2위 업체로서 2년 연속 적자를 기록했으나 시설 재정비로 올해 흑자전환 기대된다. 건설 경기 회복에 따라 실적 개선 여지 남아있다.

지분법 평가이익

이테크 건설과 유니드(강소)화공유한공사의 지분법 평가이익 앞으로도 계속 긍정적일 것으로 예상된다.

자산가치

인천 학익동 공장의 장부가치 170억 원이나 시가 900억 정도로 평가된다. 매각 계획은 없으나 자산 가치의 재평가가 필요하다.

상대적 저평가

동일 산업군 내 비슷한 상황의 기업들에 비해 낮은 PER로 상대적 저평가 상태에 있음을 알 수 있다.

1. 기업소개

1.1 기업 소개 및 제품 소개

(주)유니드는 1980년 동양화학 / Diamond Shamrock(미) 합작으로 한국카리화학 주식회사라는 이름으로 출발하여 1990년 MDF부문에 진출, 현재는 크게 화학부문(C/A)과 보드제품부문(B/T)을 주요 사업으로 영위하는 기업이다.

그 중 화학부문, 즉 C/A부문에서는 가성칼륨, 탄산칼륨, 액화염소를 비롯한 다양한 화학물질을 생산하고 있으며 이 중에서 큰 비중을 차지하는 칼륨계 화학물질의 경우에는 1980년대까지 전량 수입에 의존하던 부문으로 ‘유니드’에 의해서 국산화가 이루어졌으며, 현재에는 국내 탄산칼륨과 염화칼륨 수요의 각 94% 80%를 공급할 뿐 아니라 생산량의 70%가량을 수출하는 단계에 이르렀다.

보드제품부문, 즉 B/T부문의 주요제품들은 MDF, 원목, 제재목과 같은 목재제품들로서, 건설자재와 가구재료로 공급된다. B/T에서는 MDF가 큰 비중을 차지하고 있는데, MDF는 Medium Density Fiberboard(중밀도 섬유판)의 약자로 쉽게 말해서 목질원료에서 뽑아낸 섬유질을 고온과 접착제 등을 이용하여 만들어낸 합판의 일종이다.

1.2 제품의 매출액 및 비중

(단위 : 천원)

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	매출액	비율
C/A 사업부	제품	가성칼륨	SBR, ABS, 반도체 약품	50,095,532	20%
		탄산칼륨	Bulb Glass, 세제	46,043,410	18%
		액화염소	PVC, MDI, PC, 수처리외	8,674,428	3%
		기타		12,323,856	5%
	소계			117,137,226	46%
B/T 사업부	제품	MDF	가구, 내장재, 포장재	70,822,290	28%
		제재목	건축자재, 파렛트, 포장재	13,640,066	5%
		기타	요소수지, MDI	3,868,758	2%
	소계			88,331,114	35%
제품 매출 계				205,468,340	82%
매출 총 계				250,517,918	

2. 투자 포인트

우리는 과거3년 평균 ROE 15%이상 PER 7이하를 기준으로 계량적 screening을 통해 나온 기업 중 유니드가 아래에서 보는 바와 같이 안정적인 BM을 가지고 있다는 면과 수치적으로 계열사 대비, 동종 업계 대비 상대적으로 저평가 성향을 보인다는 점에 의거하여 유니드를 저평가 기업으로 지목하게 되었다.

2.1.안정적인 BM

2.1.1 탄산칼륨

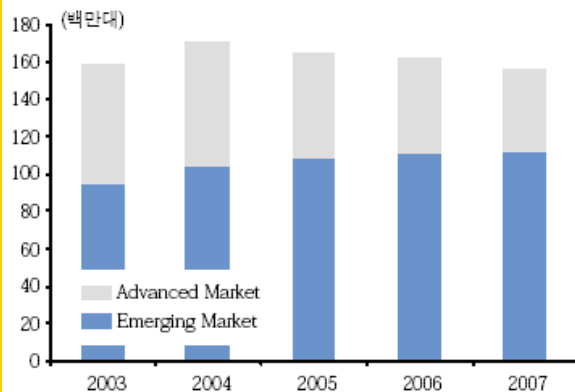
1) 독점

유니드는 현재 연 19만톤의 탄산칼륨 생산능력을 보유하고 있으며 이는 세계 최대 규모이다. 한편 유니드의 탄산칼륨 세계 시장 M/S는 25%로 세계 시장 점유율 1위이며 국내 시장에서도 94%의 압도적인 M/S를 가지고 있다. 결국 국내 수요 중 10%이하 수준의 수입을 제외한 전량을 생산하는 독점기업이라 할 수 있다.

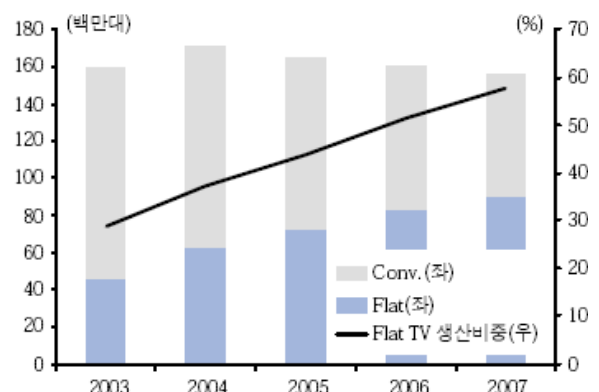
2) CRT 수요 감소로 인한 탄산칼륨 수요 감소?

탄산칼륨의 50% 이상이 CRT 브라운관의 제조용 첨가제(강도 강화용)의 용도로 판매되고 있다. 그러므로 최근 CRT 브라운관의 LCD로의 대체 현상이 탄산칼륨의 수요 감소로 이어지지 않겠냐는 우려가 있다. 장기적인 관점에서 CRT의 수요 감소는 명백한 사실이며, 이로 인한 탄산칼륨의 수요 감소 또한 불가피하다.

<표 2.1 CRT 수요량 전망>



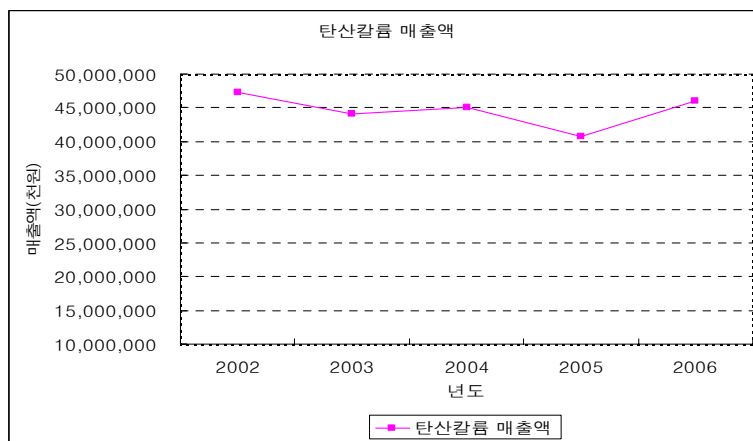
<표 2.2. 평면 TV수요량 전망>



(자료 출처 : Displaybank, 교보증권)

하지만 위 <표 2.1>에서 볼 수 있듯이 주요 선진국 국가에서의 LCD의 CRT 대체 현상으로 2004년 이후 전체 CRT수요는 감소 추세에 있으나 CRT 모니터의 단가가 LCD의 1/10 수준이라는 점을 바탕으로 개발도상국의 경우, BRICs를 중심으로 CRT의 수요가 오히려 지속적으로 증가하고 있다. 또한 <표 2.2.>에서와 같이 평면 TV의 수요는 분명한 증가추세에 있는데, 평면 TV(Flat)의 경우 평면이 아닌 기존의 TV(Conv.)보다 탄산칼륨이 20%~30% 더 많이 소요되며, CRT보다는 적은 양이지만 PDP에도 탄산칼륨이 소요된다. 즉, 줄어드는 CRT 수요로 인한 탄산칼륨의 수요 감소량을 일정 부분 상쇄시킬 수 있다는 기대를 할 수 있을 것이다. 게다가 탄산칼륨 시장 규모의 위축을 염려한 경쟁업체들이 탄산칼륨 설비를 가성소다로 전환하는 등의 구조조정에 착수하면서, 세계 1위 업체인 유니드가 반사이익을 얻고 있어 중단기적인 관점에서 탄산칼륨의 수요 감소로 위한 유니드의 Risk는 미미하다는 결론을 내릴 수 있다. 실제로 <표2.3.>에서 볼 수 있듯 2002년부터 지속적으로 감소하던 탄산칼륨 매출이 2005년 말부터 증가하고 있다.

<표 2.3>



또한 유니드는 장기적인 관점에서 CRT 시장의 점진적인 축소에 대비하며 특수유리(크리스탈, 광학), 식품 첨가제, 의약품 첨가제의 Non-CRT 부문에 집중하여 지속적인 탄산칼륨 수요를 이어나갈 전망이다.

2.1.2. 가성칼륨

1) 독점

유니드는 연 24.2만톤의 가성칼륨 생산능력을 보유하고 있으며, 이는 미국의 Occidental chemical에 이어 세계 2위의 생산능력이다. 세계 시장 점유율은 17%로 이 또한 미국의 Occidental chemical에 이은 세계 2위의 M/S를 차지하고 있다. 국내 시장에서는 80%의 M/S를 차지하고 있어 탄산칼륨과 마찬가지로 수입을 제외한 전량을 생산 및 공급하는 독점 기업이다.

2) 바이오 디젤, 솔라셀 수혜주?

최근 주식 시장에서 바이오 디젤이나 솔라셀의 수혜주로 꼽는 회사들 가운데 유니드도 포함 되어 있다. 실제로 향후 바이오 산업의 바이오 디젤 수요 증가, 태양전지 산업의 솔라셀 수요 증가로 인해 촉매제로 쓰이는 가성칼륨의 수요 증가를 예상할 수 있다. 하지만 바이오 디젤의 경우, 촉매제로 쓰이는 가성칼륨의 양은 0.5%, 즉 바이오 디젤 100톤 생산 시, 0.5톤의 가성칼륨이 필요하다. 바이오 디젤의 시장 규모가 크지 않음을 감안할 때, 유니드의 가성칼륨 생산능력의 약 5% 만이 필요해 그로 위한 폭발적인 매출 증가는 없을 것으로 예상된다.

태양전지판을 뜻하는 솔라셀의 첨가제로 가성칼륨이 쓰일 수 있다. 하지만 가성칼륨은 솔라셀 첨가제로 사용할 수 있는 세 가지 제품의 한 가지이다. 현재 필리핀 제조업체와 협의 중에 있다고 하지만 이로 인한 가성칼륨의 수요 증가에 대해서는 확신할 수 없다. 즉 바이오 디젤과 솔라셀의 상용화로 인한 유니드의 매출 급증은 시장의 오해라고 볼 수 있다.

3) M/S 증가 전망

우리는 오히려 유니드의 매출증가는 다음과 같은 부분에서 기대해 볼 수 있다고 생각한다.

① **CAPA확대** - 최근 인천 공장 증설로 인한 가성칼륨의 생산능력이 확대되었다. 가성칼륨은 반도체 세정제 및 합성수지 기초원료로서 향후에도 꾸준히 연 10%의 수요증가가 있을 예정이다. 그런데 현재 세계 시장 점유율 1위라는 위치와 그 동안 쌓아온 브랜드 벨류, 칼륨 산업에 신규 경쟁자가 생길 가능성이 적다는 점을 고려했을 때 유니드의 Capa증대는 곧 매출의 증대로 이어질 가능성이 크다고 볼 수 있다.

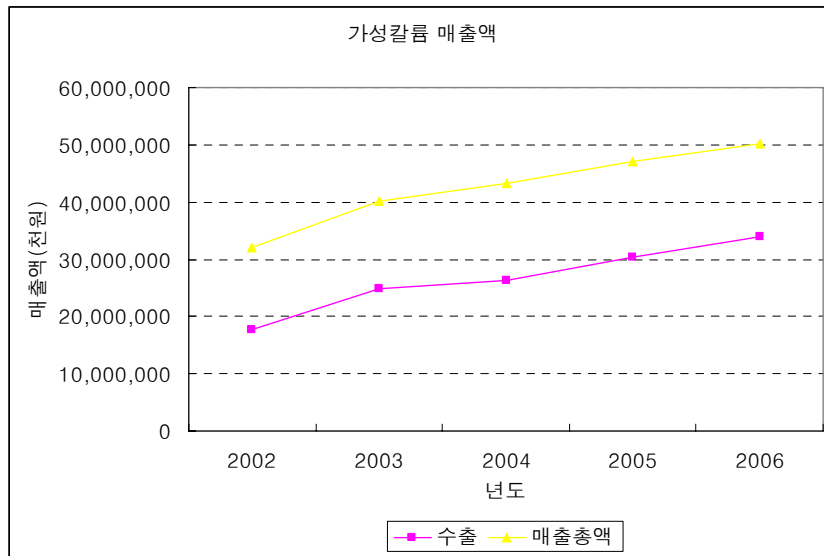
게다가 2006년 10월부터 이번 설비증설이 완료됐으므로, 이제 투자활동으로 인한 현금 유출이 마무리되고 투자 활동으로 인한 효과가 발휘되기 시작하여 성장성 및 수익성이 재고될 전망이다.

② **원가 및 품질 경쟁력 확보** - 유니드는 산업의 특성상 원가 경쟁력에서도 뒤지지 않는다는 강점을 가지고 있다. 흔히 많은 산업에서 그렇듯 중국 경쟁사가 원가 경쟁력에서 앞설 것이라고 생각하기 쉽지만, 화학 산업이 인건비 비중이 작은 장치 산업의 특성을 가지므로 유니드가 결코 중국 경쟁사에 비해 원가 경쟁력에서 뒤지지 않는다. 중국 현지법인을 세운 이유 또한 원가 고려가 아닌, 확대되는 중국 시장에서의 선점 효과를 노린 것이다. 게다가 품질에서 중국 경쟁사를 앞서기 때문에 아시아 지역의 M/S를 꾸준히 가져갈 수 있다.

③ **유럽 및 미국 경쟁사의 퇴출 전망** - 유니드는 환경친화적 공법인 이온교환막법을 사용하고 있는데 비해 유럽 및 미국 경쟁사의 경우 환경 문제가 대두되고 있는 수은법을 사용하는 공장이 많은데다가, 설비의 노후화가 진행된 기업이 많아 향후 점진적으로 퇴출될 전망

이다. 그런데 화학 산업이 진입 장벽이 높고, 칼륨계 시장의 규모가 크지 않아 신규 경쟁자가 진입할 가능성은 거의 없으므로 유니드의 M/S확대를 기대해 볼 수 있다. (실제로 <표 2.4>를 보면 가성칼륨 매출액과 수출액이 꾸준히 함께 증가하고 있음.)

<표.2.4 가성칼륨 매출액과 수출액 변화>



2.1.2. MDF

MDF는 각종 가구나 건축용 자재로 많이 이용되고 있으며 유니드의 B/T 부문 제품 비중의 대부분을 차지하고 있는 제품이다. 유니드는 국내 MDF 공급량의 13% 정도를 차지하고 있는 2위권의 업체이다.

<표. 2.5 국내 MDF수요>

구분	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	연평균증가율
MDF	1,956	1,987	1,841	1,949	2,085	7%

(출처 : 합판보드협회 2006, 증가율은 4년 평균 증가율 단위 : 천m³)

국내의 MDF 수요는 비교적 꾸준히 성장하고 있지만 건설경기의 영향을 많이 받는 특성을 가지고 있으며 현재는 건설경기가 좋지 않은 상황에서 원자재가 상승¹, 국내 업체간의

¹ 산지 원목공급 부족과 국내 건설경기의 침체로 인해 제재소 가동율이 급감함에 따라 피목 발생량이 줄어들었고, 피목 대체재인 육송 및 수입원목 가격이 동반 상승하여 Wood류의 가

경쟁 심화²와 중국 경쟁업체의 등장으로 수익성이 많이 악화된 상태이다. 실제 유니드의 MDF제품 가격을 보면 경쟁 심화로 지속적으로 하락하고 있는 것을 알 수 있다.

< 표 2.6 MDF 제품 가격 변화 >

품목	단위	2006년	2005년	2004년
M D F	천원/CBM	248	257	263

(출처: 사업보고서, CBM = m³)

MDF와 관련해서 유니드는 40억원의 투자비를 들여 수지 혼합설비를 개선하였는데 이 설비의 가동으로 비용을 크게 절감하게 되었으며 원재료 비용을 최대 40%까지 절감할 것으로 기대하고 있다. 금액으로 환산할 경우 20억원에 해당하는 금액인데 따라서 올해에는 이월가 절감분이 반영되어 지난 2년간 적자였던 MDF 사업부문이 흑자전환 할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 또한 MDF 수요의 절반 이상이 인테리어에 사용되는 만큼 국내 건설경기의 회복에 따라 나온 실적을 낼 가능성이 존재한다고 볼 수 있다.

2.2 지분법 평가 이익

현재 주요 지분법 적용 투자 주식으로는 이테크 건설(25.17%) 유니드(강소)화공유한공사(100%)가 있으며 나머지는 “직전연도말 회사의 지배회사였던 (주)동양제철화학과의 지배·종속관계가 당기 중 단절됨에 따라 OCI Enterprises Inc., (주)라디오 인천, 삼광유리공업(주)에 대하여 중대한 영향력을 행사할 수 없게되어 해당주식을 지분법적용투자주식에서 장기투자증권(매도가능증권)으로 계정 재분류, (주)지에이코리아테크, 조이포유(주)는 청산 진행 예정”³임을 알 수 있다.

<표 2.7 지분법 평가 이익 추이> (단위: 주,%,천원)

법인명	년도	출자목적	수량	지분율	장부가액	피출자 법인의 당기순이익	지분법평가 이익(손실)
이테크	2004	보통주	704,883	25.2%	8,168	1,627,000	-686
	2005		704,883	25.17%	8,621	4,391,045	453
	2006		704,883	25.17%	10,473	8,930,565	2,204
유니드	2004	출자지분		100.0%	16,056	4,514	2404

격이 전체적으로 강세임.

² 동화나 한솔, 선창, 유니드 등 기존 섬유판 생산업체의 공급에 광원목재까지 가세해 생산량이 크게 늘었는데, 이는 MDF 가격 하락에 직접적인 요인이 됐다

³ 유니드 사업보고서 (2006.12)

(강소) 화공유 한공사	2005			100.00%	21,490	5,475,084	5434
	2006			100%	24,310	4,157,086	2,820

그런데 이테크 건설과 유니드(강소)화공유한공사의 경우 2004년 이후 위의 <표 2.7>에서 볼 수 있듯이 당기 순이익 증가하는 추세에 있어 지속적인 지분법 평가 이익을 창출하고 있다.

이테크 건설의 경우 2000년부터 2005년까지 6년동안 외형이 13배 가량 큰 폭으로 성장하였고, 최근에도 매출(영업이익)도 2004년 2226(20)억원, 2005년 2582(63)억원, 2006년 3441(180)억원으로 꾸준한 성장세를 보이고 있으며 플랜트 공사가 많은 모기업 덕분에 경영 안정성이 매우 높아 이러한 성장세가 이어질 것으로 보여 지속적인 지분법 평가이익의 발생이 예측된다.

유니드(강소)화공유한공사의 경우 또한 위의 표에서 볼 수 있듯이 실적이 꾸준히 증가하고 있다. 사실상 첫 영업을 시작한 2004년 첫해부터 손익분기점을 넘어 흑자를 기록하고 있어 꾸준한 지분법 평가 이익이 기대되므로, 향후 유니드의 지분법 평가에 의한 지속적인 이익을 기대할 수 있다.

2.3. 숨겨진 자산 가치.

유니드의 또 다른 매력은 실제 시가보다 훨씬 낮은 가격의 장부가로 기록된 토지이다. 유니드는 인천시 학익동에 제재소와 공장으로 약 18000평의 토지를 보유하고 있으며 경기도 포천에도 약 326만평 토지를 보유하고 있다.

그 중 학익동의 경우 원래 낡은 주택, 수십 개의 공장이 밀집해 있는 지역으로 현재 장부가는 168억으로 기록되어 있거나, 지난해 인천시가 용현, 학익동 일대를 고품격 주거단지과 첨단산업단지, 문화, 녹지공간으로 바꾸겠다는 계획의 일환으로 지난해 동양제철화학과 SK주유소 터가 포함된 86만9000평을 ‘에이스시티(으뜸도시)’로 개발한다는 계획을 확정된 뒤 개발 붐이 일고 있다. 유니드의 경우 당장 공장을 이전할 계획은 가지고 있지 않으나, 현재 장부가가 평당 90만원 정도인 공장과 제재소 부지의 지가가 개발시에는 동양제철화학의 경우로 미루어 짐작할 때 최소 400~500만원으로 상승해 현재 장부가와 약 732억의 차액이 있는 셈이다.

또한 포천시에 보유한 326만평의 부지는 현재 개발 가능성이 거의 없는 지역이긴 하나 현재 평당 장부가가 2000원에 불과하여 두 주요 부지 모두 실제 가치보다 매우 낮은 장부가로 기록되어 있는 숨은 자산이라고 할 수 있다.

2.4. 상대적 저평가.

PER는 기업이 속해 있는 산업의 매력도 및 산업에 속해 있는 기업의 위치를 반영한다. 그럼 유니드가 속해 있는 화학 산업 또는 유니드의 독점적 위치에 대한 re-rating의 가능성을 살펴보자.

1) 동일한 산업군, 동일한 규모의 회사에 비해서 저평가되었는 지 여부

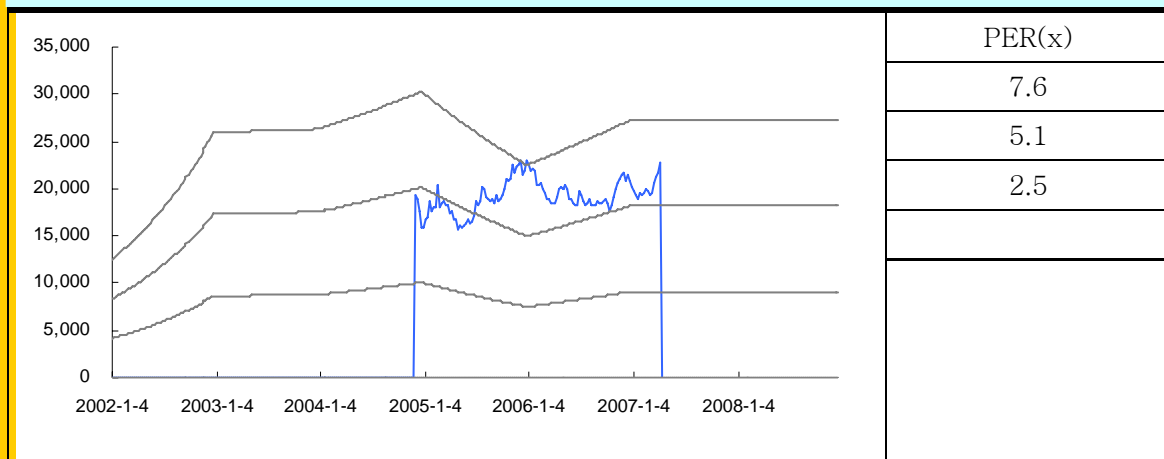
석유 화학 계열을 제외한 기타 기초 무기화합물 제조업 중에서도 유니드와 총자산 규모와 비슷한 회사는 휴켄스, 애경유화 그리고 송원 산업이 있다. 이들 순이익에 대한 평가는 다음과 같다.

<표 2.8 동종업계에서의 PER 비교>

PER(X)	휴켄스	애경유화	송원산업	유니드
2003	5.27	6.21	-5.71	
2004	5.51	6.62	-25.23	4.00
2005	18.87	27.63	11.11	7.62
2006	12.48	37.57	-8.42	5.65

<표 2.9 유니드의 Historical PER>

Historical PER of UNID



2004년 유니드의 상장 당시 적용 PER는 화학 업종 평균치⁴를 적용 받았으며, 이는 휴켄

4

년도	화학 업종 평균 PER
2004	5.1
2005	7.5

스 애경유화와 비교해서 큰 차이가 나지 않는다. 다만, 2005년부터 이들 업체와 극적인 차이가 났음을 알 수 있는 데, 이는 휴켄스와 애경유화의 EPS가 작년 대비 절반 수준으로 떨어졌음에도 적정 주가가 절반으로 떨어지지 않았기 때문이다. 그럼 휴켄스와 애경유화의 PER를 그대로 유니드에 적용할 수 있을까?

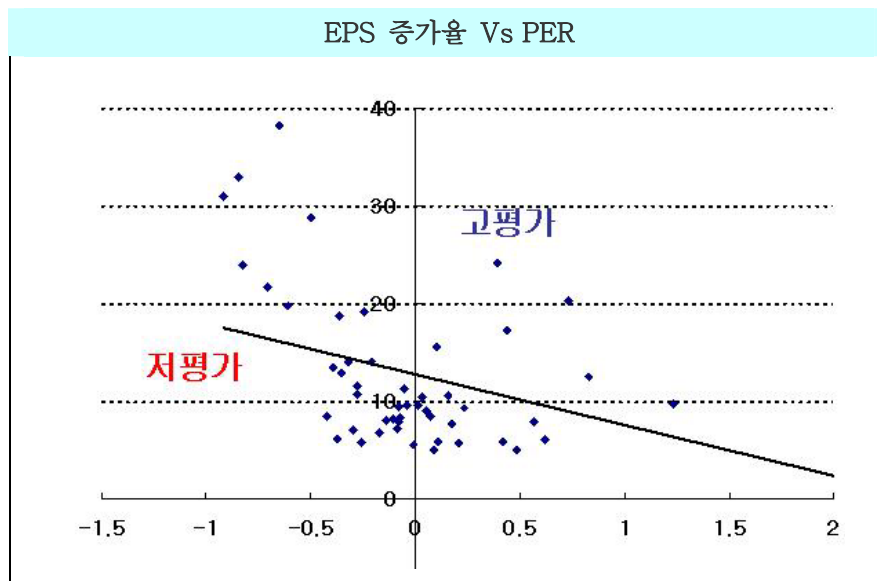
<표 2.10 Historical ROE비교>

Historical ROE			
년도	휴켄스	애경유화	유니드
2003	9.62%	6.31%	18.32%
2004	10.14%	5.95%	17.24%
2005	5.25%	2.21%	13.44%
2006	9.18%	1.41%	14.81%

휴켄스와 애경유화가 유니드에 비해서 낮고 변동이 많은 ROE를 기록했음에도 높은 PER를 적용 받은 것은 더 낮은 할인률을 적용 받았다는 것을 의미하고 이는 수익의 안정성 측면에서 타당하지 않아 보인다. 따라서 휴켄스, 애경유화 자체의 PER가 고평가된 것으로 보이고, 유니드에 바로 적용하기에는 무리가 있다.

2) 유니드의 PER 어떻게 평가할 것인가.

유니드의 PER를 좀더 거시적 관점에서 평가해보도록 하자. 화학 산업 내 회사들의 EPS 증가율과 PER를 독립변수로 두고 이를 두 축으로 XY평면을 만들면 다음과 같다.



화학 산업 내에서 비정상적 위치⁵ 및 적자를 기록했던 회사를 제외하고 XY평면 도시와 회귀선을 그려보았다. 회귀선 상단은 상대적으로 고평가를 받은 기업을 의미하고 회귀선 하단은 상대적 저평가를 받은 기업을 의미한다. 다만, 회귀선의 기울기는 일반적으로는 양의 값을 가지지만 화학 산업의 경우 음의 값을 가지게 되는 데 이는 안정기에 들어선 화학 산업의 특성에서 기인한 것으로 보인다.

유니드의 경우 EPS 증가율은 20%를 기록하고 있으므로 회귀선⁶상의 PER을 적정 PER로 가정했을 경우 적정 PER은 11이 나오게 된다.

3. Valuation

밸류에이션은 PBR을 이용한 간단한 PM법을 사용했다. 유니드가 비교적 안정적인 ROE를 유지하고 있는 점을 감안하여 앞으로의 예상 ROE를 계산하고 이를 바탕으로 BPS를 추정하였다. ROE는 지난 3년간의 평균 ROE 16.54%에서 2004년이 비교적 높아 평균이 과대 평가되었음을 감안하여 보수적으로 15%로 생각하였다. 이 과정에서 ROE가 완만하게 감소하는 추세를 반영하여 ROE는 조금씩 감소하는 것으로 가정하였다.⁷ BPS를 추정하는 과정에서는 지난 3년간의 평균적 배당성향 23.4%를 고려해 차감해 주었다.

< 표3.1 Valuation >

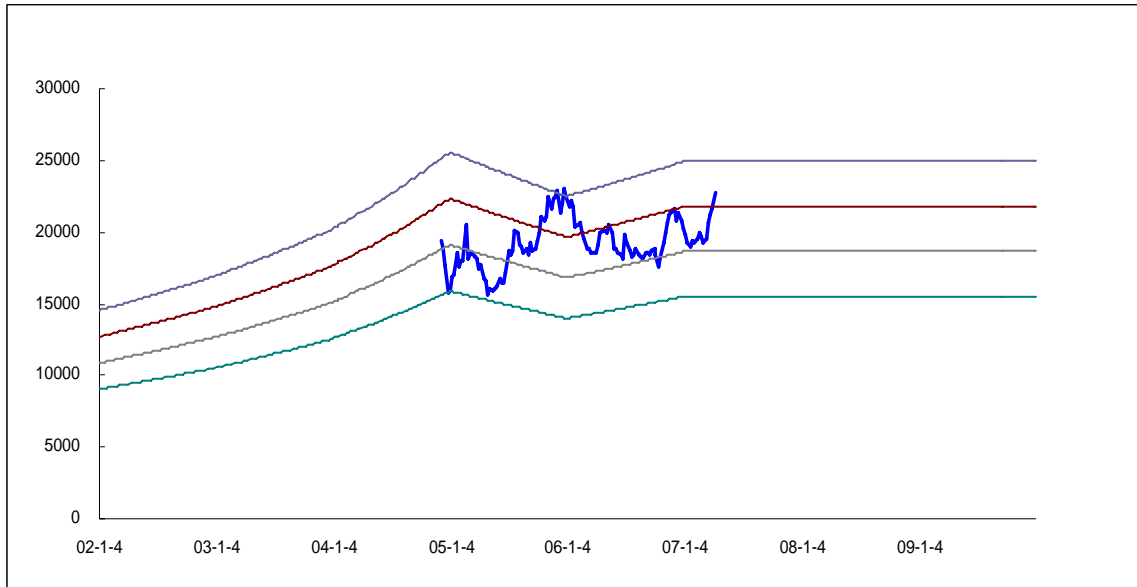
	2003	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
BPS	20391	20743	22878	25353	28266.06	31297.31	34413.9
ROE	20.06%	19.83%	14.20%	15.61%	15%	14%	13%

BPS를 계산한 후 target PBR을 설정하였는데, 총 자산 2600억원 가운데 공장부지의 장부가와 시가 차이인 730억원이 차지하는 비중이 28%인 점을 고려할 때 이를 반영해 주어야 한다고 생각해 과거의 PBR band에서 보수적으로 0.9를 적정 PBR로 계산하여 10%에서 28%까지 할증하여 보았다.

⁵ PER 40이상, EPS 증가율 200%이상

⁶ $y = -5.1661x + 12.737$

⁷ 15%,14%, 13%로 감소한다고 가정.



(아래에서부터 각각 PBR 0.6, 0.7, 0.9, 1.0)

< 표 3.2 >

할증률	target PBR	09 년적정주가	연수익률
10%	0.99	34069.75928	1.112409
15%	1.035	35618.3847	1.129015
20%	1.08	37167.01013	1.145146
28%	1.152	39644.8108	1.170048

그 결과 2009년의 적정주가는 34000원에서 39600원 사이로 나왔으며 이를 연수익률로 환산해 보았을 때 11%에서 17%까지의 수익률을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.