

테마주, 진정한 가치를 파헤친다!

BUY

## Valuation

Target Price: 5,440

Price: 4,050

Margin of Safety: 31%

MktCap.(100mn): 446

ROE: 19.54%

ROA: 12.17%

Op.Magin: 18.91%

PER: 6.56

PBR: 1.34

Dividend Yield: 3.11%

Major Sh.Holder:

윤영호(48.83%)

## 안정성: 전방산업은 경기변동에 민감하지 않은 필수품 시장

동사는 샴푸, 린스, 바디클렌저 등 목욕용품 생산에 필요한 주 원료를 생산하고 있으며 매출의 약 90%가 이에 해당한다. 생활용품 시장은 경기 변동에 민감하지 않은 특성을 지니고 있고, 불경기에도 안정적으로 매출을 낼 수 있는 구조를 갖고 있다. 로레알, P&G, 유니레버 등 경쟁력 있는 글로벌 업체들을 buyer로 둔 동사의 매출은 실제로 꾸준히 상승하고 있다.

## 성장성: 국내 바디시장의 성장 및 해외 개발도상국에서 활로를 찾다

경제수준이 높은 미국이나 유럽의 경우 목욕용품 시장은 성장이 거의 정체된 상태이다. 국내 목욕용품 시장의 성장률은 아직까지 14~18%정도로 유지되고 있으나 시장규모가 크지 않다는 점에서 원천적 한계를 지닌다. 반면 중국을 포함하는 신흥시장의 경우 바디클린징 제품의 보급률이 높지 않고 그 시장 가능성이 큰 만큼 새로운 성장동력이 될 것으로 기대한다.

## 생산설비 확장

동사는 충남 서산시 대죽리에 공장을 새로이 신설했으며 올해 1월부터 가동하기 시작했다. 이는 기존의 시흥공단의 3배에 해당하는 규모이고, 두 공단을 동시에 운영함으로써 생산량의 증가가 기대되는 상황이며, 유휴상태인 10,000평의 나대지에 대해서는 언제든지 설비 증설이 가능한 상황이다.

## 유채꽃 품종 개발

동사는 농촌진흥청과 공동으로 연구해 생산한 유채꽃에서 동사가 생산 중인 계면활성제의 원료 지방산 아민을 얻고 있다. 뿐만 아니라 바이오 디젤의 원료가 되는 장쇄지방산을 추출하여 일석이조의 효과를 거두고 있다.



Research 4 Team

강세룡, 김승현,  
박다희, 이태경, 임이랑

# I. 바이오 디젤 테마!

바이오 디젤 테마가 발생한 이유

## 1. 바이오 디젤 테마란?

바이오 디젤은 대체 에너지의 매력이 크게 부각되면서 떠오른 테마이다. 1997년에 채택되었고 2005년 2월부터 발효된 교토 의정서의 내용에 따라 주요국들은 2008~2012년 동안 각국의 온실가스 총 배출량을 1990년 수준보다 평균 5.2% 감축하여야 한다. 따라서 전세계 주요국들은 다량의 온실가스를 배출하는 기존의 화석연료 등의 공급을 대신 할 수 있는 다양한 대체 에너지 개발에 힘썼고, 그 중에서도 바이오 디젤은 상용화가 가능한 대체 에너지로 평가 받아 독일과 브라질 등 몇몇 선진국에서 부분 상용화가 진행되고 있는 상황이다. 또한 바이오 디젤을 위시한 대체에너지 산업은 오바마 정부가 들어선 이후 경기침체를 극복할 대안으로 주목 받고 있다. 국내에서는 동사와 SK 케미칼, 남해화학, 애경유화 등이 바이오 디젤 관련 테마주로서 주목 받고 있다.

바이오 디젤은 전세계적으로 각광받고 있는 대체 에너지다

## 2. 바이오 디젤 테마주 KCI

### 바이오 디젤

바이오 디젤이란 자연에 존재하는 각종 기름 성분을 물리·화학적 처리과정을 거쳐 석유계 디젤과 유사한 액체연료로 변환시켜 디젤엔진에 사용할 수 있게 한 물질이다. 바이오 디젤은 기존 디젤유에 비해 15.7%의 공해물질 배출량 감소 효과를 지녔으며, 또한 기후 협약에 의해 이산화탄소 배출 부과금을 바이오 디젤 사용량의 2.2배만큼 면제 받을 수 있는 탄소 배출권에 관련된 에너지이다. 대체 에너지 선진국인 브라질의 경우 기존 디젤연료에 바이오 디젤 의무 혼합 비율을 3% 이상으로 하도록 규정했다. 우리나라의 경우에도 2006년 하반기부터 전체 경유사용량의 0.5%를 바이오 디젤로 사용하도록 의무화했고 2008년부터 0.5%씩 비중을 늘려 2012년 까지 경유에 포함되는 바이오 디젤의 비율을 3%까지 올리는 것을 목표로 하고 있다.

바이오 디젤 생산업체 KCI

동사에서는 농촌진흥청 등과 공동 연구하여 유채꽃을 개량했는데 이를 통해 지방산 아민을 추출해 고급 계면활성제인 BTAC의 원료를 얻고 있으며 또 다른 추출물인 장쇄 지방산을 가공하여 바이오 디젤을 만들 수 있기 때문에 바이오 디젤 관련주로 분류되고 있다.

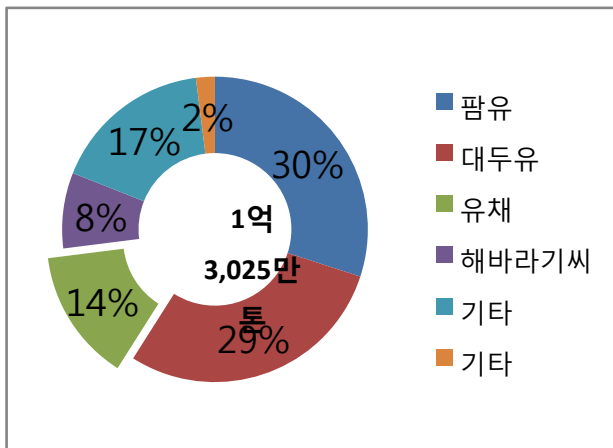


**고급 유채품종의 확보**

동사는 바이오 디젤  
관련주로서 시장의 관  
심을 받아왔다

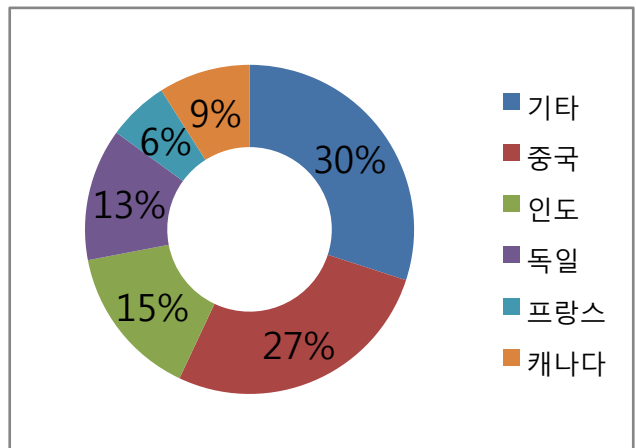
동사는 농촌진흥청과 공동으로 연구하여 5<sup>0</sup>C이하에서 재배할 수 있는 내한성을 가진 유채꽃 품종을 확보했다. 당진에서 1 만평 규모의 종묘장을 운영 하고 있으며 일반 농가에도 개량된 품종을 판매하고 있다. 동사는 바이오 디젤에 대해 이미 한국석유품질관리원의 품질인증과 석유 대체연료 제조 허가 승인을 획득한 바 있으며 향후 바이오 디젤 산업을 사업다각화와 성장 모멘텀으로 삼을 계획을 밝히고 있다. 따라서 동사는 2006 년 3 월 바이오 디젤 및 식물성유지 제조업을 사업목적에 추가한 이후 간헐적으로 바이오 디젤 관련 테마주로 시장의 주목을 받게 되었다.

그림 1. 2007, 바이오디젤 생산 원료 비중



자료: 미 농무부

그림 2. 2006, 세계 유채 생산 국가 비중



자료: UN 식량 농업국

그렇다면 KCI는 대체 에너지 테마 내용과 관련된 성장성을 정말로 갖고 있는 것일까? KCI란 원래 어떻게 돈을 버는 기업인지, 신규사업 분야인 바이오 디젤 및 식물성유지 제조업은 어떤 의미를 가져다 줄 수 있는지 살펴보자.

**II. 기업소개**

KCI의 폴리머는 생활  
용품에 적용된다.

동사는 샴푸, 린스, 헤어케어, 바디클렌저 등의 생활용품과 화장품에 들어가는 핵심원료를 생산한다. 동사의 주 제품은 폴리머, 계면활성제, 레진 등 이고, 2008 년도 기준 매출비중은 폴리머가 54.7%, 계면활성제가 28.3%, 레진이 11.4%이다. 동사의 고객은 생활용품 및 화장품 업체들이며 동사와 거래하는 주요 업체들은 국

내에서는 아모레퍼시픽, 해외에서는 로레알, P&G, 유니레버 등 다국적 기업들이다. 특히 로레알의 경우 폴리머 매출액의 50% 가량을 수출하고 있으며 P&G 의 경우 계면활성제의 60% 이상을 수출하고 있다.

**1. 폴리머 사업부문**

**What 폴리머 is?**

폴리머는 천연고분자 화합물과 합성고분자 화합물을 말하며 그 종류가 매우 다양하다. 이 중 동사가 취급하는 폴리머는 샴푸, 린스, 헤어 케어, 바디 클린저의 원료가 되는 종류이다. 이러한 폴리머는 머릿결을 부드럽게 해주고 보습 작용을 하는 기능 외에도 정전기를 방지해주고 점성도를 높여주는 등의 기능을 한다.

**합성 폴리머와 천연 폴리머**

**피부에 유해한 합성 폴리머와 높은 가격의 천연 폴리머**

합성 폴리머의 경우, 피부에 도움을 주는 상재균의 주식인 피지를 뿌리 째 씻어 내기 때문에 피부가 건조해진다는 부작용을 안고 있다. 대신 강한 피막을 형성함으로써 피부병에 걸렸을 때는 피부를 보호하는 효과를 보이기도 하지만, 이 역시도 건강한 피부에는 통기성의 부족으로 인한 피부 트러블을 가져오게 된다. 따라서 이러한 점들을 극복하는 천연 폴리머의 매력에 부각되고 있는 상황인데, 합성 폴리머에 비해서 가격이 비싸 판매 목적으로 생산하기에는 단가가 맞지 않는 상황이다.

**동사는 혼합 폴리머 제작에 주력하고 있다.**

동사는 이러한 합성 폴리머의 단점을 보완하되 가격경쟁력도 가지기 위해서 두 가지를 혼합한 폴리머를 제조하고 있다. 최근에는 점차 천연재료에 대한 수요가 증가하는 추세에 있어 천연재료를 이용한 혼합 폴리머의 매출이 폴리머 사업부문 매출의 대부분을 차지하고 있다.

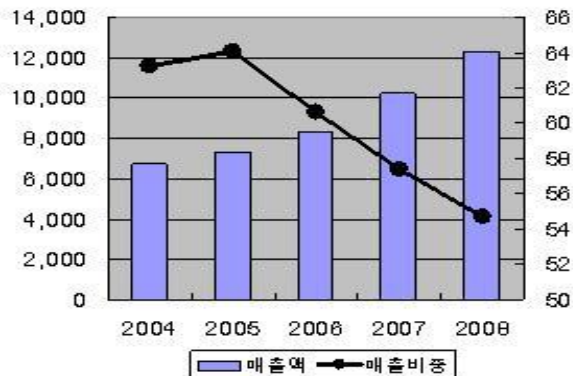
**폴리머 가격 & 생산량 추이와 매출액 & 매출비중 추이**

**매출액의 꾸준한 증가**

동사의 전체 매출에서 폴리머가 차지하는 비중은 점점 줄어들고 있으나, 매출액은 2004 년 이후로 연평균 16.4%로 증가하고 있다. 이러한 매출액의 증가는 생산량의 증가와 가격의 상승에 의한 것인데 그림 6 과 같이 동사의 폴리머 매출액의 증가는 생산량의 증가보다는 제품가격의 상승으로부터 영향을 많이 받았다. 폴리머의 내수, 수출의 가격 추이는 그림 5 와 같다.

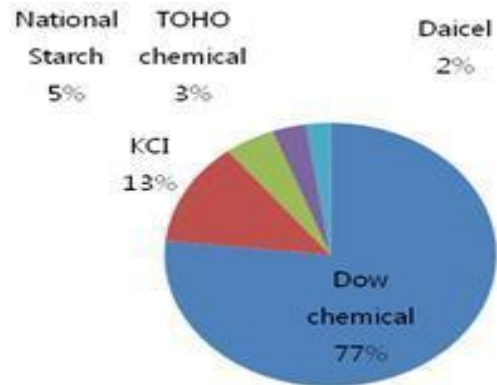


그림 3. 폴리머 매출액 및 매출비중 추이



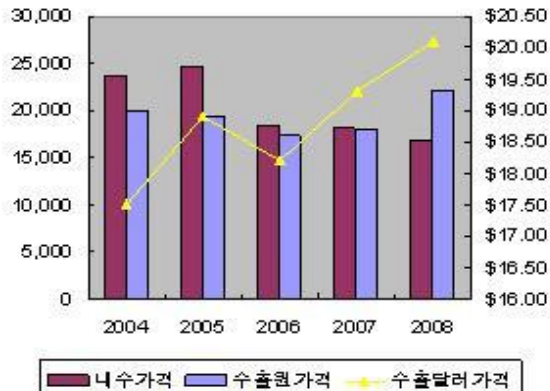
자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 4. 폴리머 세계시장 점유율



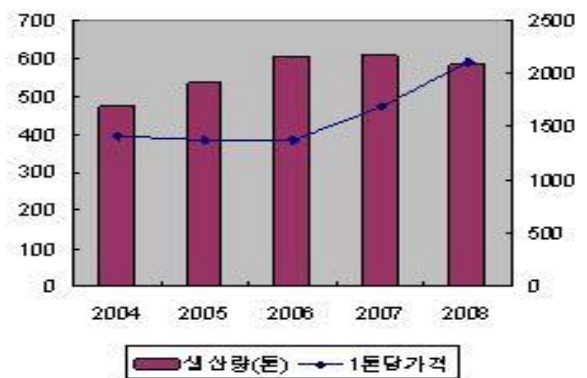
자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 5. 폴리머 제품 가격 변동 추이



자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 6. 폴리머 제품 생산량 및 톤당 가격 추이



자료: 전자공시시스템, research 4 team

**경쟁기업**

국제시장에서의 꾸준한 점유율 증가

동사가 취급하는 폴리머는 현재 미국의 다국적 기업인 AMERCHOL(DOW)에서 세계시장의 2008 년도 기준 77%를 차지하고 있고 동사는 13%를 차지하고 있다. 이러한 독과점 상태에 있는 국제 폴리머 시장의 크기는 2008 년 기준 국내 20 억 원, 해외 80,190(단위: \$천)이다. 동사의 폴리머 부문 시장점유율이 꾸준히 증가하고 있어서 2000 년에 DOW 가 동사에 대한 인수를 시도했었으나 이에 실패하고 동사의 시장점유율은 처음 폴리머 생산을 시작했을 때의 3~4%에서 현재 13%로 증가했다.

**경쟁력 - 기술, 가격**

동사는 품질경쟁력을 갖고 있다.

고품질의 폴리머를 생산하기 위해서는 그만큼 높은 품질의 양이온화제가 필수적인데 동사는 이를 자체 개발하였고 국내에서는 동사가 유일하다. DOW 도 동사의 기술력을 인정해 일부 OEM 을 맡기고 있는 상황이다. 이러한 폴리머 생산을 위한

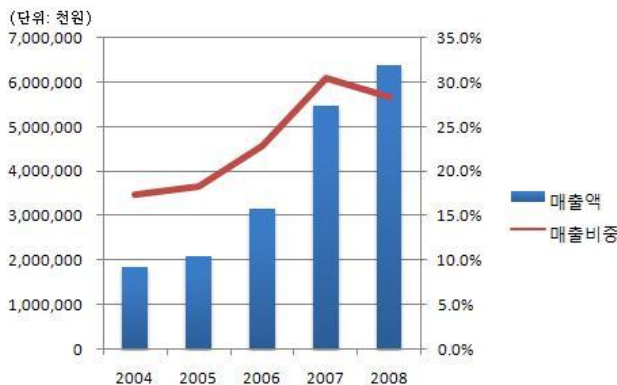
연구개발에 약 10 년이 걸렸으며 동사가 처음으로 폴리머의 국산화에 성공한 뒤 아직까지 동사나 DOW 와 동등한 질의 폴리머 생산이 가능한 기업은 나타나지 않고 있다.

## 2. 계면활성제

계면활성제는 다양한 산업분야에 적용된다.

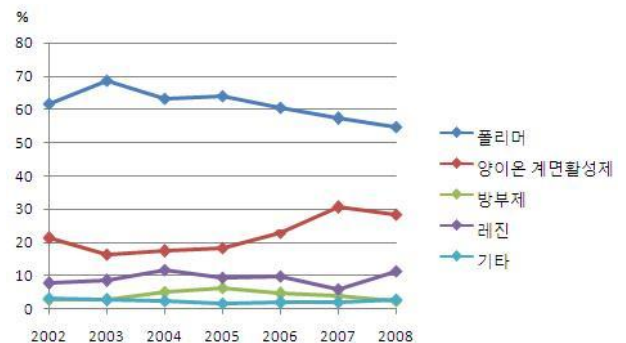
계면활성제는 용매(물 또는 기름)에 녹였을 때 빠르게 녹아 표면장력을 현저하게 저하시켜 물체 표면의 여러 성질을 변화시키는 성질을 가진 물질이다. 분자 구조상의 특성 때문에 표면흡착성능이 우수하여 계면의 물성을 크게 변화시킬 수 있어 공업적으로 유화제, 세정제, 분산제, 기포제로 각 종의 세제, 화장품, 의약품, 식품 및 여러 공업용 첨가제로 응용되며 최근에는 전자산업 및 생물공학 등 첨단분야에도 많이 이용되고 있다. 계면활성제 시장은 그 종류가 방대하고 소량의 첨가제로 사용되기 때문에 국내 시장만으로는 시장이 협소하여 세계시장의 개척이 중요한 분야이다.

그림 7. 계면활성제 매출액 및 매출비중 추이



자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 8. 제품구성비율 추이



자료: 전자공시시스템, research 4 team

동사의 주력 제품은 생활용품 용 계면활성제이다.

동사의 매출액 중 28.3%의 비중을 차지하는 양이온 계면활성제는 살균 작용, 유연 작용, 습윤 작용, 분산 작용, 컨디셔닝 작용 등의 기능을 갖고 헤어린스, 헤어컨디셔너, 스킨크림 등의 화장품품을 비롯하여 섬유용 유연제, 건조기용 유연제 등에 적용되는 것으로 대다수의 업체들이 생산하는 공업용 계면활성제와는 다른 특징을 지니며 별개의 분야에 해당한다. 그 중 동사의 주력 제품은 식물성유기산을 원료로 하는 계면활성제인 BTAC 이다. BTAC 는 샴푸, 린스 등에 폴리머와 함께 쓰이며 폴리머에 비해 가격이 저렴하다. 동사가 생산하는 BTAC 는 특히 인화점이 50<sup>0</sup>C로 경쟁 제품의 25<sup>0</sup>C보다 높아 상온 보관이 가능하다는 특징을 지니고 있다.



계면활성제 세계시장의 경우 독일의 Clariant 社를 비롯한 다국적 업체들이 과점적인 장악을 형성하고 있으며, 이러한 상황에서 동사는 틈새 제품을 통한 시장 진입을 모색하고 있다.

그림 9. 계면활성제 매출 추이

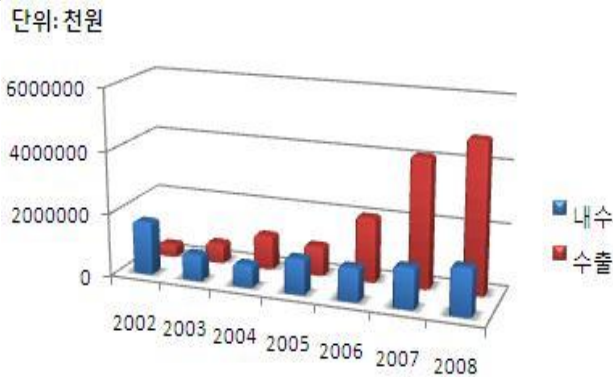
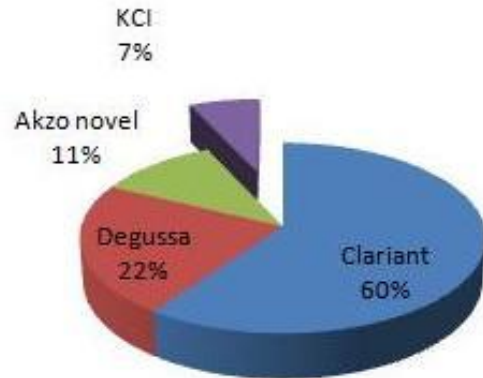


그림 10. 계면활성제 세계시장 점유율



자료: 전자공시시스템, research 4 team

자료: 전자공시시스템, research 4 team

**주춤하는 매출성장**

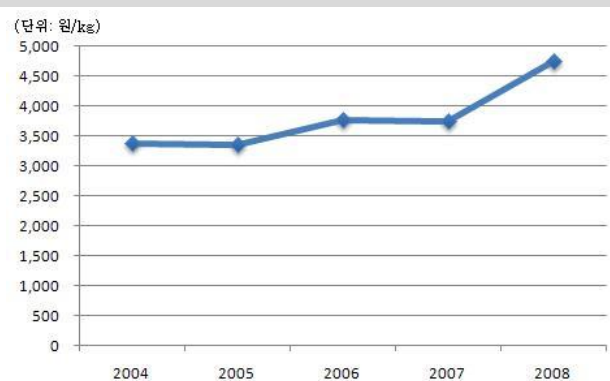
최근 들어 계면활성제 사업부는 매출 성장세의 둔화와 레진 사업부의 성장으로 인해 전체 매출에서 차지하는 비중이 약간 주춤한 상태인데, 이는 2007년까지는 안정세를 보이던 주요 원재료 MD 류의 가격이 2008년 들어 26% 상승했기 때문이지만, 공급이 한정되어 있는 시장이니만큼 동사에게는 제품 가격의 상승으로 전가시킬 힘이 충분하다고 본다.

그림 11. 계면활성제 제품 가격 변동 추이



자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 12. MD류 가격변동 추이



자료: 전자공시시스템, research 4 team

**3. 레진**

레진은 접착 및 광택 목적으로 사용되는 원료 중 하나로 동사는 매니큐어용 레진을 생산한다. 동사의 매출 구성에서 레진은 약 11%를 차지한다. 그 비중은 지속

동사는 원가경쟁력을 바탕으로 세계 레진 시장의 약 60%를 공급하고 있다

정체된 국내 매니큐어 시장

세계시장에서 동사가 지니는 원가 경쟁력

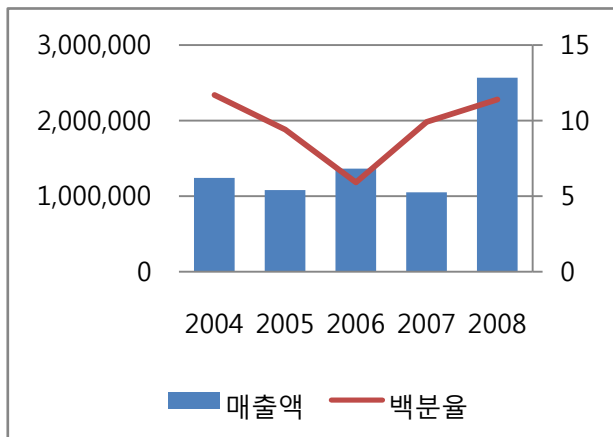
적으로 증가하고 있으며 07년 대비 08년 매출액 성장률은 약 250%였다. 하지만 아직 매출액은 작아 08년도 매출액은 약 25억 원이었다.

레진은 시장이 작는데 비해 생산 공정이 까다로워 시장 진입시 매력도가 높지 않다. 국내에는 동사 외에 레진 생산 업체가 없으며, 세계에서는 동사를 포함 3개 업체가 경쟁 중이다.

국내에는 동사 외에 생산업체가 없어 국내 시장 점유율은 100%이며, 따라서 내수 판매액은 국내 매니큐어 시장규모와 직접적으로 연관되는데 국내에는 수요가 크지 않고 시장이 정체되어 있는 모습을 보인다. 국내 매니큐어 산업은 70년대부터 점차 발전, 대중화되어 현재 시장규모는 전체 화장품 시장의 0.4%인 약 160억 원 규모에 이른다. 시장 성장성은 정체된 상태로 04년 대비 07년의 연 평균 성장률은 -8.7%였다.

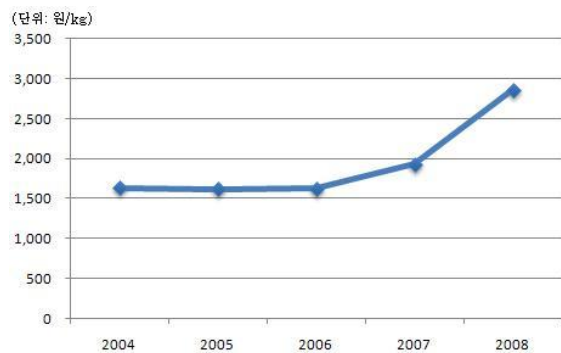
동사는 국내 매니큐어 시장이 성장하지 않을 것으로 판단, 수출에 주력하고 있다. 세계 시장에서는 브라질의 Pan Americana, 오스트리아의 Reichold 와 동사가 경쟁관계에 있으며 동사의 세계 시장 점유율은 약 60%에 달한다. 동사는 원가경쟁력 우위를 바탕으로 경쟁사들에 맞서고 있는데, 그 이유는 레진 생산 시 필요한 원료인 OPSTA 공급 업체가 국내에 있기 때문이다. 레진의 국내 시장은 침체되어 있지만 세계 시장은 꾸준히 확대되고 있다. 미국, 인도, 태국 등의 매니큐어, 페디큐어, 인조 손톱 시장은 연간 30억 달러로 추산되며 매니큐어 시장 확대가 지속될 경우 동사의 매출 또한 신장 될 것으로 전망된다.

그림 13. 레진 매출액 및 매출 비중 (천 원, %)



자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 14. OPSTA 가격 변동 추이



자료: 전자공시시스템, research 4team



### Ⅲ. Investment Point

#### 1. 안정적인 매출: 생필품 시장 원료 공급 회사

원료시장규모는 작으나 필수재의 특성상 동사 제품의 매출은 안정적이라 예상된다

동사는 샴푸, 린스, 헤어케어, 바디클렌저 등 생활용품 원재료 소재산업에 속하는 업체이며, 생활용품에 들어가는 주 원료인 폴리머, 계면활성제, 레진 및 방부제 등을 다품종 소량 생산한다. 샴푸, 린스, 헤어케어, 바디 클렌저 등의 목욕 용품과 화장품에는 복합 원료가 필요하기 때문이다. 동사의 전방산업인 생활용품 시장은 필수재라는 특성상 경기 변동에 민감하지 않으며 판매가 안정적이라는 특성을 갖고 있다. 바꿔 말하면 동사가 생산하는 제품 당 시장 성장률은 제한적이라는 뜻이다. 동사의 주요 제품인 폴리머와 계면활성제의 국내외 시장크기는 폴리머가 국내 20 억 원, 국외 8 천억 달러로 추산된다. 계면활성제는 국내 30 억 원, 국외 8 천억 달러이며 현재 환율 (4 월 10 일 기준 1,334 원)을 기준으로 계산해보면 폴리머는 전체시장 규모가 1,090 억 원이고 계면활성제는 전체시장 규모가 1,100 억 원이다. 이는 국내 아이스크림 콘 시장, 숙취해소음료 시장과 맞먹는 규모로 전 세계적으로 그 크기가 크기 않음을 알 수 있다.

필수재 시장은 가격전 가력이 좋지 때문에 경기변동에 따른 납품 가 인하 압력이 크지 않다

생활용품은 필수재이기 때문에 반복적인 소비가 일어나며 재 구매까지 걸리는 기간이 짧은 게 특징이다. 생활용품은 필수재라는 특성 상 수요의 가격탄력성이 낮고 가격 전가력도 크다. 이는 생활용품 원료를 생산하는 동사의 매출과 납품 가격 또한 경기에 연동되지 않는다는 것을 의미한다. 실제로 경기가 좋지 않았던 2008 년 말에는 원료 가격 인상 분이 효과적으로 전가되었음을 알 수 있다. 폴리머 수출 가격은 23% 증가했고 계면활성제의 가격도 내수 8%, 수출 23% 상승했다. 이러한 산업 매력도와 동사의 경영 효율화가 더해지면서 동사는 창사이래로 23 년 연속 흑자를 유지하고 있다.

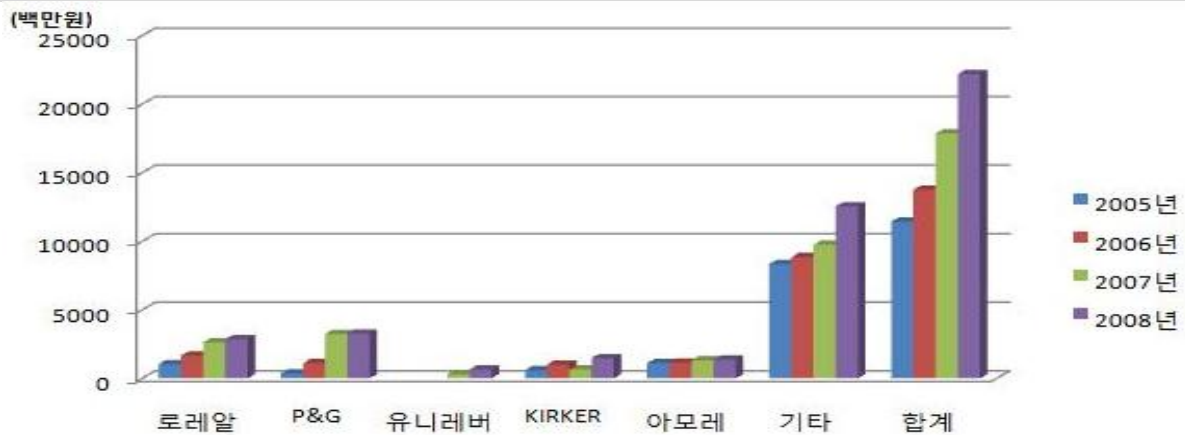
동사의 거래처는 거래 관계 변화에 매우 신중한 성향을 지니는 업체들이다

동사의 고객은 거래 관계에 매우 보수적인 생활용품 및 화장품 업체들이다. 동사와 거래하는 주요 업체들의 제품인 엘라스틴, 팬틴, 비달사순, 세이바디 등은 인체에 직접적으로 영향을 끼칠 수 있는 제품이기에, 원료 공급업체 선정에 신중한 모습을 보인다. 따라서 다국적 기업의 원료 공급 업체가 되기까지 시간이 오래 걸리고 한번 계약이 이루어지면 계약 관계가 잘 바뀌지 않는다는 특성을 가진다. 화장품 또는 생활용품 전문 업체와의 계약은 먼저 소량으로 테스트용 제품을 공급한 뒤, 품질의 안정성을 인정받은 뒤에야 본격적인 거래가 시작된다. 동사는 이러한 과정을 거쳐 점차적으로 거래 기업 수를 늘려왔으며 현재 생활용품분야 세계 3 대 다국적 기업인 P&G, 유니레버, 로레알과 거래하고 있다. 이는 동사가 시장의 신뢰



를 얻고 있으며 높은 품질 대비 합리적인 가격에 안정적으로 제품을 공급할 수 있다는 것을 의미한다. 동사의 매출 중 이와 같은 다국적 기업에 공급하는 매출 비중은 꾸준히 증가하고 있으며 2008 년도 기준 동사가 P&G, 로레알, 유니레버, 아모레에 공급하는 매출은 전체 매출에서 약 45%를 차지한다.

그림 15. 주요 거래처별 매출액



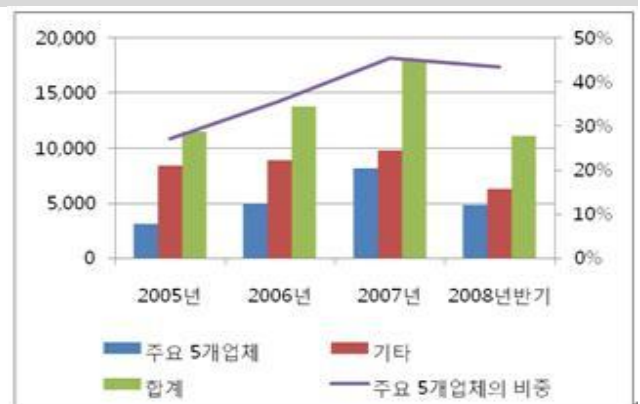
자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 16. 주요 거래 업체 별 매출액 추이

구분	2008년 반기	2007 년	2006 년	2005 년
로레알	1,430	2,633	1,657	1,040
P & G	1,634	3,238	1,102	360
유니레버	327	294	0	2
KIRKER	739	645	1,006	595
아모레	695	1,309	1,139	1,112
기타	6,272	9,744	8,852	8,341
합계	11,097	17,863	13,756	11,450

자료: 전자공시시스템, research 4 team

그림 17. 주요 5개 업체 매출 비중 추이



자료: 전자공시시스템, research 4 team

## 2. 국내 및 개발 도상국에서의 시장 성장성

선진국에서 바디케어 제품은 정체된 상태다

경제 선진국의 경우 생활 수준이 향상되고 샤워가 일상화 됨에 따라 샴푸, 린스, 헤어 케어, 바디 클렌저 등 바디용품과 화장품 시장은 성숙기에 진입한 것으로 보인다. 미국의 바디용품 시장은 지난 해 약 5%의 성장을 나타냈으며 성장률은 약 2~5%에 이르며 독일 등 유럽에서는 2001년 이후 바디용품 시장이 마이너스 성장을 기록하고 있다.

국내시장은 꾸준히 성장중이나 규모가 크지 않아 시장 성장에 한계가 있다

반면 국내 바디케어 제품 시장은 약 2 천억 원으로 연간 약 14~18% 성장을 보여 꾸준히 성장 중이다. 하지만 우리나라 바디 용품의 성장률은 96 년 약 44%에 비해 점차 줄어들고 있으며 시장 내에서 제품 고급화가 진행 되고 있는 등 점차 성숙기에 진입하고 있다. 국내 바디 케어 제품 시장은 시장 규모가 작고, 앞으로 시장이 포화됨에 따라 그 성장 폭 또한 둔화될 것으로 예상된다.

개발 도상국에서 활로를 찾는다

바디용품의 성장을 기대할 수 있는 시장은 생활수준이 개선되고 있는 개발도상국에서 찾을 수 있다. 중국, 인도, 태국, 멕시코 등 개발도상국들의 생활 용품 및 바디 케어 용품에 대한 관심은 꾸준히 증가하고 있으며 시장 또한 유아용품, 남성 케어 등으로 분화되고 있다. 아직 성장 규모는 인도의 경우 약 6.5%, 중국 유아용품의 경우 7% 수준으로 그 성장 속도가 빠르지 않으나 아직 성숙기에 진입하지 않은 이상 개발도상국에서의 꾸준한 성장이 기대된다.

3. 생산설비 증설

대죽공단 신축 및 본사 이전

프랑스 로디아社와 폴리머 공급 계약을 체결하는 등 세계 주요 업체들에 대한 납품량이 계속 늘어나면서 현재 시화공장의 창고, 설비만으로는 한계에 이르러 동사는 충남 서산 대죽리 17,000 평 부지에 7,000 평 규모의 공장을 신설하고 2009년 1월부터 공장을 가동하기 시작하여 3월에 본사를 이전했다. 이에 따라 시화공단 운영과 동시에 대죽 공단을 운영함으로써 생산량의 증가가 기대되는 상황이며, 유휴상태인 10,000 평의 나대지에 대해서는 언제든지 설비 증설이 가능하다.

생산량 증대를 통한 규모의 경제 효과

대죽 공단의 생산능력은 기존 시흥 공단의 3 배 수준으로, 이는 실제로 현재 생활용품용 계면활성제 세계시장 규모인 5,000 만 톤을 모두 커버할 수 있을 정도의 규모이다. 이러한 capa 증설를 통해 동사는 다양한 품목의 제품을 다량으로 생산함으로써 증가하는 다국적 기업의 수요를 충족시킬 수 있게 되었다. 또한 적은 종업원 투입으로 더 많은 생산량을 얻어 내면서 인건비를 절감하였으며, 원재료 단가 인하 효과를 가져오는 등 규모의 경제 효과를 누릴 수 있게 되었다.

2009년에 만기도래하는 일부 차입금

다만, 26 억 원의 추가 시설투자를 위해 2008 년 반기에 장기차입금 약 30 억 원을 추가로 차입했으며 이로 인해 전기대비 부채비율 및 차입금 의존도가 상승했는데, 이 중 2009 년에 만기 도래하는 차입금이 48 억 4 천만 원 수준이라는 것은 참고해야 할 사안이다. 이는 현재 동사의 당좌자산 보유 비중을 볼 때 위협적인 수준은 아니라 판단된다.

### 4. 유채개발 성공

**BTAC의 원료가 되는 양질의 재료**

동사에서는 유채유에서 지방산 아민과 장쇄 지방산을 추출해낼 수 있는데 지방산 아민을 통해 BTAC의 원료가 되는 3급아민을 만들어낼 수 있고 장쇄 지방산을 통해서 친환경 대체에너지인 바이오 디젤을 만들 수 있다. 특히 BTAC의 원료가 되는 3급 아민은 동사와 농촌진흥청의 공동연구로 유채를 개발하기 전에는 전량 수입에 의존해 왔던 품목이라 더욱 의미가 크다고 할 수 있다.

그림 18. 바이오 연료 생산 과정

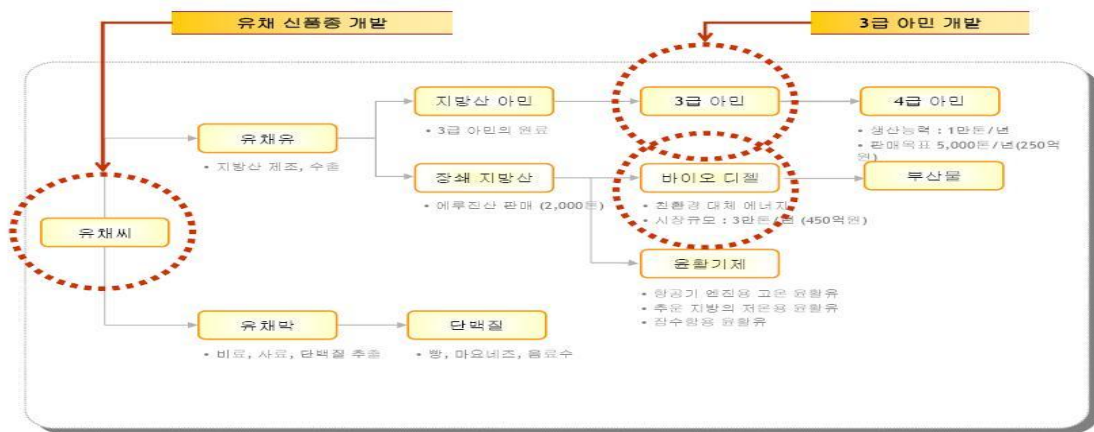


자료: www.google.com

**바이오디젤 시책에 편승하려는 노력, 발전 가능성 있다**

동사는 유채를 이용한 바이오 디젤 연료에 있어서 국내에서 가장 앞선 연구능력을 가지고 있고, 가장 많은 투자를 해왔다. 오래 전부터 유채꽃의 성장 가능성을 예측하고 과감한 투자와 연구를 수행했을 뿐 아니라 유채 보급을 위한 경작기술을 개발하기 위해 직접 독일을 방문하는 등 지속적으로 노력을 기울여 왔다. 유채꽃에서 원료를 추출하여 바이오 디젤을 만드는 것에 대해 이미 한국석유품질관리원의 품질인증과 석유 대체연료 제조 허가 승인을 획득한 바 있으며 수익성 문제로 인해 적극적인 생산을 하고 있지는 않지만 상용화할 수 있는 기술력을 보유하고 있다.

그림 19. 유채의 이용



자료: IR자료

## IV. RISK

### 1. 바이오 디젤 테마

바이오 디젤산업 성장의 한계

바이오 디젤 시장은 기술진입장벽이 높은 편이 아니기 때문에 SK 케미칼 등 대기업뿐만 아니라 다양한 중소기업들이 난립해 있어 경쟁이 격화되고 있는 실정이다. 한국의 바이오 디젤시장은 바이오 디젤을 제조하는 업체가 정유사에 납품한 후 정유사에서 기존 경유와 바이오 디젤을 혼합하여 만든 제품을 판매자들에게 유통시키는 구조이기 때문에 수요자 중심 시장이 형성될 것이라는 점을 예상해 볼 수 있다. 또한 정유사 측에서는 바이오 디젤의 함량을 늘리는 것이 수익성을 서해하는 문제로 직결될 수 있기 때문에, 자동차에 무리가 갈 수 있다는 내용의 주장을 하며 바이오 디젤 포함량을 늘리는 것을 거부하고 있다. 또한 상용화 가능성과는 별개로 바이오 디젤의 함유량을 늘리면 디젤의 빙점이 높아지기 때문에 문제가 생길 수 있다는 기술적 한계도 존재하고 있다. 동사의 경우 바이오 디젤을 상품화할 기술과 설비를 보유하고 있지만 수지타산이 맞지 않기 때문에 현재 바이오 디젤을 판매하고 있지는 않은 상황이다.

하지만 바이오디젤 시장은 여전히 매력적인 시장이며 동사의 미래 성장동력이다

현재 여러 문제점들로 인해 바이오 디젤 사용이 활성화되지는 않았지만 바이오 디젤을 생산하는 원가가 절감되는 추세에 있으며 바이오 디젤을 사용할 경우 탄소배출권을 얻을 수 있는 등 부가가치를 창출할 수 있는 이점이 있다. 또한 식용이 가능한 옥수수나 대두 등을 이용해 만드는 바이오 디젤은 국제곡물가격의 영향을 받아 곡물가격이 급변할 경우 수급과 원가에서 문제가 생길 수 있지만 유채꽃과 같이 식용이 불가능한 원료를 통해 만들어내는 바이오 디젤은 수급면에서 상대적으로 안정적이라는 장점이 있다.

### 2. 합성계면활성제 유해성 논란

합성계면활성제의 유해성 논란이 가시화되고 있다

최근 들어 합성계면활성제의 유해성 논란이 거세지면서 천연원료를 사용한 제품에 대한 관심이 상대적으로 증대되고 있는 추세다. 웰빙 트렌드 이후 건강에 대한 관심이 늘어나면서 피부 노화, 아토피, 탈모 등에 영향을 미치는 합성계면활성제에 대한 소비자들의 우려가 증가했기 때문이다. 때문에 업계에서도 저자극성이라는 이름을 내걸고 식물성 계면활성제를 사용한 신제품 등을 출시하고 있다.



**식물성계면활성제의  
기존 시장 대체 가능  
성은 매우 낮다**

식물성계면활성제 시장은 앞으로 그 규모가 확대 될 것으로 전망 되지만 기존에 형성되어 있는 합성 계면활성제를 대체할 만큼 위협적이지 않은 규모로 판단된다. 전체 생활용품 및 화장품 시장 규모에 비해 볼 때 식물성 계면 활성제를 사용한 제품들은 극소수이며 가격이 상대적으로 높다는 단점을 갖고 있어 성분에 민감하지 않은 일반 소비자들에게 쉽게 어필하지 못하는 이유에서다. 실제로 화장품 원료사전을 살펴보면 기재되어 있는 원료들 중 1,500 여종에 이르는 원료가 합성 계면활성제다. 이는 제품 생산 시 합성 계면활성제가 그 만큼 큰 비중을 차지하고 있다는 것을 의미한다. 샴푸를 예로 들면, 회사들마다 차이점을 보이긴 하지만 일반적으로 샴푸 성분의 약 30~35%는 계면활성제에 해당한다.

**시장 트렌드가 바뀐다  
고 해도 동사는 이에  
대응할 능력을 갖고있  
다**

동사의 주 매출은 합성계면활성제에서 발생하고 있다. 하지만 식물성 계면활성제에 해당하는 BTAC 도 판매하고 있기 때문에 소비자의 관심이 식물성 계면활성제로 넘어간다고 하더라도 시장의 움직임에 대응할 수 있는 능력을 갖추고 있다. 따라서 합성계면활성제 유해논란이 동사의 매출에 미치는 영향은 미미하다고 판단 된다.

### 3. 시장 규모가 너무 작다

**너무 작은 시장 규모**

시장의 규모가 너무 작다는 것이 동사에게 리스크로 작용하고 있다. 동사가 주력하고 있는 분야인 폴리머의 경우 매출액이 약 120 억 원으로 이는 세계시장 점유율은 10~12%에 해당한다. 이를 통해 전체 폴리머 시장 규모는 1,000~1,200 억 원이라는 사실을 알 수 있다. 이 정도 시장규모에서 과연 동사가 얼마나 발전할 수 있을지는 미지수이다. 같은 분야에서 미국의 다국적 기업인 AMERCHOL 의 시장 점유율은 80~90%로 거의 독점적인 위치에 있는 실정이라 동사의 성장이 의문 시 될 수 있다.

**원가 경쟁력을 바탕으로  
시장점유율을 높여  
갈 것이다.**

동사의 제품은 경쟁사와 제품 측면에서는 거의 다를 것이 없지만 경쟁자 대비 약 30%가량 낮은 원가경쟁력을 자랑한다. 동사는 이에 그치지 않고 원가 절감을 위한 노력을 계속하고 있다. 세계 시장에서 동사의 경쟁력은 원가우위를 통한 틈새시장 공략이기 때문이다. 최근 대죽 산업단지로 공장을 옮긴 것은 이러한 노력의 일환으로 이루어진 것이었다. 이러한 원가우위는 글로벌 경제위기로 인해 비용 통제가 절실해진 글로벌 기업에게 매력적으로 어필할 가능성을 높이고 있다. 따라서 동사의 품질 대비 높은 원가 경쟁력은 시장 전체가 성장하지 않는다 하더라도 동사의 시장 점유율을 높일 수 있음을 시사한다. 동사의 시장 점유율이 10%밖에 되지 않는 이상 이보다 더 성장할 가능성은 존재한다고 볼 수 있다.





#### 4. 재무구조 리스크

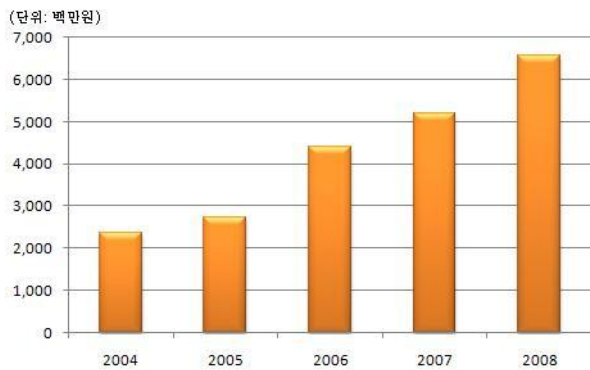
##### 증가하는 재고자산

동사의 재고자산은 2006 년 44 억 원에서 2007 년 51 억 원으로 증가하였고 2008 년 65 억 원으로 지속적으로 증가하고 있다. 이는 해외 고객들에 대한 delivery 기간을 단축하기 위하여 해외 물류창고를 운영함에 따라 재고자산이 증가하게 된 원인과 특히 2008 년에는 생산공장을 서산 대죽 산업단지로 이전할 계획에 따라 생산차질을 최소화 하기 위하여 2008 년 상반기 생산을 증가시킨데 기인하는 것이다. 이러한 재고자산의 증가는 비 영업적인 요인에 의한 것으로 크게 우려할 만한 수준은 아니라고 볼 수 있다.

##### 매출채권회전율의 감소

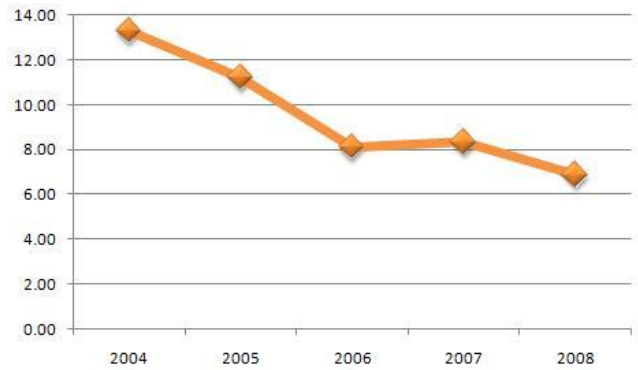
동사의 매출채권 회전율 역시 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있는데, 이는 동사의 주 매출처가 아모레 등 국내업체에서 P&G 및 로레알 등의 해외 업체로 변동하였기 때문이다. 그러나 2006 년 이후 현재까지 대손 발생액은 없으며 매출채권 연령분석 결과 99% 이상의 채권이 6 개월 이하 채권으로 대손 발생 위험은 크지 않은 것으로 판단된다.

그림 20. 재고자산 변화 추이



자료: 재무제표

그림 21. 매출채권회전율의 변화 추이



자료: 재무제표

#### 5. Exchange Rate Issue

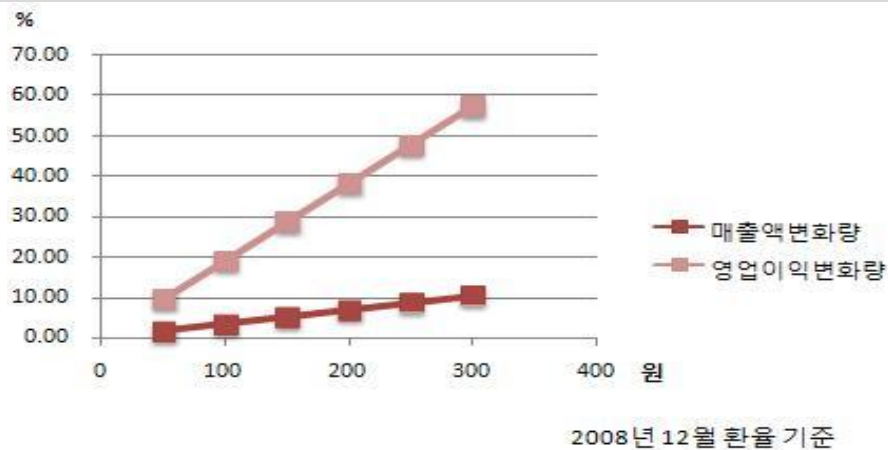
동사는 해외시장을 공략하고 있는 만큼 매출에서도 환율의 영향으로부터 자유로울 수는 없다. 현재 매출액의 84%는 해외수출로 벌어들이는 소득이며 매출원가의 64%는 해외수입으로 원재료를 가져오는 실정이다. 따라서 환율에 변동에 따라 매출액과 영업이익이 영향을 받게 된다. 작년 말 환율이 급등한 상황



때문에 전체 분기를 사용하지 않고 2008년 4 분기의 매출액과 영업이익 그리고 그 때의 환율을 적용하여 매출액과 영업이익의 추이를 알아보았다.

그 결과, 매출액은 환율의 움직임과 비슷한 추세를 보였고 영업이익의 경우에는 매출액보다 상대적으로 수출, 수입의 비중이 크기 때문에 환율에 보다 민감하게 작용했다. 환율이 오를 경우 영업이익에서 큰 개선 효과를 얻을 수 있지만 반대로 환율이 내려갈 때에는 그만큼의 손해를 입게 됨을 알 수 있었다. 이에 대해 동사는 판매대금 회수에 의한 보유외화를 주요 원자재 수입대금을 외화로 곧바로 지불함으로써 일정부분(50%)환율에 대한 리스크를 최소화 시키려고 노력하고 있다. (분석 내용 Appendix 에 첨부)

그림 22. 환율에 대한 민감도



자료: 재무제표, research 4 team

## V. Valuation

국내에서 계면활성제 사업을 영위하고 있는 업체는 매우 다양하지만 대부분의 경우 공업용 제품을 생산하고 있으며, 동사와 같이 생활용품 분야에 적용되는 계면활성제를 제조하는 상장 업체는 전무한 상황이다. 따라서 리서치 4 팀은 안정적인 운전자산과 자본을 바탕으로 꾸준한 매출을 올리고 있는 동사에 대해 DCF 법을 적용하여 주가의 적정성을 평가하였다.

**기본 가정**

동사는 경기도 시흥에서 충남 서산으로 공장확대를 2008 년도 말까지 마무리지었다. 이에 따른 토지를 제외한 투자 규모가 1,009,600 만원으로 10 년 동안 정액제로 감가상각한다고 가정하였다. 공장확대에 따른 capa 증가는 공장 평수 증가와 비례한다고 가정하여 서산의 공장이 기존 시흥의 공장의 3 배이므로 capa 도 3 배 증가한다고 보았다.

**영업이익률**

영업이익률은 10 년 가중평균하여서 구했다. 지금까지의 영업이익률 증대는 제품 가격의 증가에 기인한바 커 가격 상승에 한계점이 도달할 시 가격 증가에 따른 영업이익률 증대는 기대하기 힘들나 동사의 공장확대에 따라 매출원가 비중이 줄어들 것으로 예상되어 효과가 상쇄할 것으로 생각한다.

**매출액 성장률 및 영구성장률 가정**

매출액 성장률은 동사의 주 제품인 폴리머, 계면활성제, 레진으로 나누어 5 년 가중평균 하였다. 동사는 안정적인 매출처를 가지고 있기 때문에 단기적으로 기존의 성장률을 유지할 것으로 판단했다. 동사 제품의 특성상 시장 크기에 한계가 있기 때문에 제품 별 매출 성장률을 점진적으로 낮추었고 영구성장률도 0 으로 잡았다.

**희석주식 관련 사항**

동사는 2008 년 10 월에 유상증자 하였으나 실권주가 6%밖에 발생하지 않았고 이도 일반 공모해 이미 유상증자는 현재 주식 주에 반영되어 희석주식은 고려하지 않았다.

매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	18.91%	19.22%
유,무형자산 상각비	6.18%	9.00%
영업용운전자본	22.11%	22.51%
순유형고정자산	102.04%	70.35%
순무형고정자산	0.12%	0.08%
기타영업용순자산	2.37%	2.60%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	22,478,788	26,269,127	31,754,545	37,391,400	42,708,097	47,206,120
매출액성장률(사업부 A)		14.59%	13.00%	12.00%	11.0%	10.0%
매출액(사업부 A)	12,295,897	14,090,124	15,921,840	17,832,461	19,794,031	21,773,434
매출액성장률(사업부 B)		35.36%	30.00%	25.00%	20.0%	15.0%
매출액(사업부 B)	6,361,497	8,610,666	11,193,865	13,992,332	16,790,798	19,309,418
매출액성장률(사업부 C)		39.25%	30.00%	20.00%	10.0%	0.0%
매출액(사업부 C)	2,562,582	3,568,338	4,638,839	5,566,607	6,123,268	6,123,268
가중평균성장률		22.5%	20.0%	17.7%	15.1%	12.4%
예상 EBIT	4,251,126	5,048,926	6,103,223	7,186,627	8,208,496	9,073,016

자기자본비용	10.40%
1년치일별베타	0.70839
한국시장프리미엄	7.31%
3년만기국채수익률(연평균)	5.22%
<b>WACC</b>	<b>8.58%</b>
차입금가치(이자발생부채)	15,367,450
주주지분가치(시가총액)	45,650,000
한계조달금리	4.08%

현재가치의 합	11,786,380
PV of TV	54,629,643
현금 + 시장성유가증권	7,934,365
비영업용자산	860,896
Value of the Firm	75,211,284
(-)Value of the Debt	15,367,450
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0

Value of the Equity	59,843,834
발행주식수	11,000,000
희석주식수	
목표주가	₩ 5,440
현재주가	₩ 4,150
기대수익률	31%

4 팀은 본 가정에 따라 31% 안전마진으로 Buy 를 제시한다.

## VI. Appendix - 1

### 손익계산서

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	114	138	179	225
매출원가	62	81	107	126
매출총이익	53	56	72	99
판매비 및 일반관리비	31	35	41	56
인건비	10	10	11	12
관가상각비	1	1	0	1
무형자산상각비		0	0	0
기타판매비 및 일반관리비	2	3	2	3
영업이익	22	21	31	43
영업외손익	-1	-0	1	7
이자수익	1	1	1	2
이자비용	1	2	4	5
외환차손익	0	0	0	11
외환환산손익	-0	-1	1	-3
지분법이익	0	0	0	0
기타영업외손익	-0	0	4	4
세전계속사업이익	21	21	33	49
법인세비용	3	4	5	7
계속사업이익	18	18	27	42
종단사업이익				
당기순이익	18	18	27	42
EPS (원)	306	300	464	611
수정EPS				

### 대차대조표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
유동자산	82	89	125	191
현금등가물 및 만기금융	36	21	32	78
시장성유가증권	0	0	4	2
매출채권	17	21	33	38
채고자산	27	44	52	66
비유동자산	83	134	133	244
투자자산	2	4	8	9
유형자산	75	126	123	229
무형자산		0	0	0
자산총계	165	223	257	434
유동부채	30	33	44	62
매입채무	10	8	17	0
단기차입금	10	15	15	
유동성장기차입금	3	3	4	48
비유동부채	11	51	50	105
사채	0	0	0	0
장기차입금	11	51	50	105
부채총계	40	84	94	167
자본금	32	32	32	55
자본잉여금	8	8	8	49
이익잉여금	95	110	134	173
자본조정	-10	-10	-10	-10
자본총계	124	139	164	267

### 현금흐름표

(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한액면금액	11	3	26	24
당기순이익	18	18	27	42
비율금수익비용가감	6	8	9	16
유형자산감가상각비	5	9	8	14
무형자산상각비	0	0	0	0
회회금여	0	0	0	0
외환환산손익	0	0	-0	0
지분법이익손익	0	3	26	24
기타	0	-3	-24	-22
영업활동으로인한자산부	-13	-23	-11	-34
투자활동으로인한액면금액	-12	-49	-19	-154
유형자산 투자	-24	-81	-5	-120
유형자산 처분	0	0	0	0
무형자산 종량	0	-0	0	-0
투자자산 종량	-2	-2	-3	-1
기타	14	14	-10	-33
재무활동으로인한액면금액	-1	43	-3	146
장기차입금증가	5	49	3	89
사채종량	0	0	0	0
자본종량	0	0	0	65
배당금의지급	-3	-3	-3	-3
기타	-3	-3	-3	-4
영업투자재무활동기타	0	0	0	0
순금흐름	-1	-4	3	17
기초현금	9	7	3	7
기말현금	7	3	7	24

### 주요투자지표

(%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
<b>Growth Ratios</b>				
매출액성장률 %	7.8%	20.2%	29.8%	25.8%
EBITDA성장률 %	-9.0%	10.6%	31.4%	42.3%
EBIT성장률 %	-11.2%	-2.7%	45.6%	36.7%
총자산성장률 %	11.0%	35.3%	15.4%	68.9%
<b>Profitability Ratios</b>				
매출총이익률 %	46.1%	40.9%	40.3%	43.9%
EBITDA마진률 %	23.8%	21.9%	22.2%	25.1%
EBIT마진률 %	19.2%	15.5%	17.4%	18.9%
세전계속사업이익률 %	18.8%	15.5%	18.2%	21.8%
당기순이익률 %	15.8%	12.9%	15.4%	18.7%
<b>Stability Ratios</b>				
부채비율 %	32.5%	60.3%	57.2%	62.5%
순부채비율 %	-8.7%	34.8%	20.5%	27.8%
유동비율 %	274.7%	274.1%	285.7%	308.9%
당좌비율 %	183.0%	139.0%	166.8%	202.4%
이자보상배율	17.3	13.3	8.8	7.8
<b>Performance Ratios</b>				
ROE %	15.5%	13.5%	18.1%	19.5%
ROA %	11.6%	9.1%	11.4%	12.2%
ROI %	20.4%	12.5%	13.9%	13.9%
<b>Per Share Ratios</b>				
수정EPS	223	219	338	483
주당순자산	1,534	1,718	2,018	2,431
주당현금흐름	289	327	444	643
주당배당금	60	60	60	60



## VI. Appendix - 2

### < 환율에 대한 매출액 변화 민감도 분석 >

			환율	1413.62	1463.62	1513.62	1563.62	1613.62	1663.62
			비중	1.036667196	1.073334393	1.110001589	1.146668785	1.183335982	1.220003178
			환율인상	50원	100원	150원	200원	250원	300원
			벌어들인원화	3029368160	3136517722	3243667285	3350816848	3457966411	3565115974
			매출액변화량	1.76	3.51	5.27	7.02	8.78	10.53
환율	1363.62		영업이익변화량	9.56	19.12	28.68	38.23	47.79	57.35
			환율	1313.616667	1263.616667				
			환율하락	50원	100원				
			비중	0.963332804	0.926665607				
		12,607,634,128	벌어들인원화	2815069034	2707919471				
			매출액변화량	1.755628928	3.511257857				
수출	0.84								
수입	0.36								
달러비중	0.48								
벌어들인달러(원)	5126688869								
벌어들인달러(달러)	3759626								
산달러(원)	2204470273								
산달러(달러)	1616635								
	2142991								
	2922218597								