주식시장의 네비게이터, 애널리스트 김준호입니다.
(02)3770-3573 junho.kim@tongyang.co.kr

동양증권

우노앤컴퍼니 (114630)

봄날을 기다리며...

투자의견: NOT RATED (I)
목표주가: 원 (I)

주가		4,070원
자본금		65억원
시가총액		530억원
주당순자산		4,756원
부채비율		26.62%
총발행주식수		13,013,789주
60일 평균 거래대금		2억원
60일 평균 거래량		53,670주
52주 고		5,290원
52주 저		3,270원
외인지분율		12.74%
주요주주	김종천 외 8인	16.16%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(14.3)	14.0	(6.9)
상대	(14.0)	17.5	(7.1)
절대(달러환산)	(13.3)	20.0	(3.2)

자료: Datastream

Why This Report

㈜우노앤컴퍼니는 PVC 가발사 및 난연 PET 가발사 등을 전문적으로 생산하는 기업입니다. 2010 년 일본화학 기업인 ㈜카네카(Kaneka)는 동사를 상대로 난연 PET 가발사 특허기술을 침해 했다며 소송을 제기했는데요. 그에 따른 소송비용으로 영업이익률은 크게 하락했습니다. 난연 PET 원사에 대한 특허 침해 소송은 여전히 리스크 부담이지만, 2014 년에는 소송비용 감소와 함께 합성사 매출 확대로 실적개선을 보일 것으로 전망합니다. 봄날은 찾아올까요?

Investment Point

투자포인트1. 합성사 매출 증가 배경으로, 실적 성장 기대

▶ 영업실적 흐름은 2013년 28억원을 바닥으로, 2014년 85억원으로 회복 할 것으로 예상. 합성사 매출 확대와 함께 비용 감소로 실적 개선 전망. 2014년 추정 실적은 매출액 695억원, 영업이익 85억원, 당기순이익 80억원 등 임

▶ **아프리카 시장 진출** : 1) 아프리카의 인구수 증가와 2) 경제발전 가속화에 따라 가발 구매 가능한 수는 지속적으로 증가할 전망. 아프리카 현지 공장이 본격 가동되는 2014년부터 PVC 가발사 및 브레이드 전용사 매출 확대 기대

▶ **난연 PET 가발사 급성장** : 1) 지속적인 인모가격 폭등과 2)미국내 흑인인구수 증가를 배경으로 난연 PET 가발사 매출 성장 기대

투자포인트2. 소송비용 감소로 영업이익률 두 자리대 수준으로 회복

▶ **소송비용 감소** : 2010년부터 반영된 소송비용은 2013년 3분기를 정점으로 그 비용이 점차 감소될 것. 변호사비용으로 인해 2013년 영업이익률은 4.4% 수준 까지 하락 예상. 하지만, 2014년에는 변호사 비용 절감으로 영업이익률 두 자리대 수준으로 회복할 것으로 전망

RISK. 난연 PET 가발사 기술 특허 침해 소송

▶ 특허침해 소송에서 패소해 로열티 10%를 지급했을 때 실적에 끼치는 영향은 전체 영업이익의 35% 수준. 난연 PET 가발사의 매출 성장성을 고려하면 무시 할 수 없는 규모

2013년 3분기를 바닥으로 2014년 실적 개선

- **2014년 합성사 매출 증가 본격화**
- **RISK : 난연PET가발사 기술 특허 침해 소송**

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
매출액	134	546	653	652	695
매출액증가율	-16.0	306.7	19.7	-0.1	6.5
영업이익	32	74	54	28	85
영업이익률	23.9	13.6	8.3	4.3	12.2
지배주주귀속 순이익	42	70	47	39	80
지배주주 귀속 EPS	399	566	362	302	618
증가율	-32.6	41.9	-36.0	-16.6	104.6
PER	11.1	6.1	11.2	13.5	6.6
PBR	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.1	2.6	3.9	6.7	2.4
ROA	12.8	13.2	7.0	5.3	10.0
ROE	14.5	15.6	8.7	6.7	12.7

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

I. 회사 개요

1999년 7월 설립된 가발용 합성섬유 생산업체

㈜우노앤컴퍼니는 1999년 7월 전북대 섬유소재시스템공학과의 기술협력을 통해 벤처회사로 출발한 가발용 합성섬유 제조회사이다. 설립 당시 회사의 이름은 '우노파이버(Uno fiber)'로, 최고의 합성섬유 제조업체를 뜻한다. 2011년 3월 31일 자회사(지분율 31.9%)였던 우노켐을 흡수합병하며 PCB 용 동박접착제, 난연제, 이형재 등 전자소재부문과 안경의 원재료인 광학용모노머 사업부문을 늘려 매출 규모를 87% 확장하였다.

㈜우노앤컴퍼니 사업부 구성
1) 합성사 사업부
2) 화학 사업부

동사의 사업부문은 크게 가발용 합성사를 생산하는 1) 합성사 사업부, 그리고 전자재료와 안경의 원재료를 생산하는 2) 화학 사업부 두 부문으로 나눠진다. [그림1]은 구체적인 사업구조도 이다.

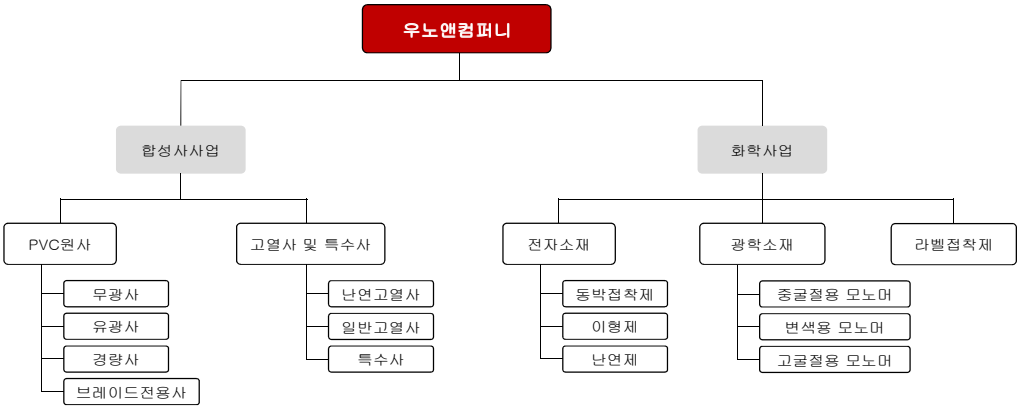
먼저, 합성사 사업부는 가발 제조에 사용되는 합성 수지 인조머리카락을 만드는 사업부문으로, 가발의 주요 소비층은 거칠고, 건조해 부서지기 쉬운 심한 곱슬 모발을 가지고 있는 흑인이다. 선천적으로 머리카락이 5~10cm 밖에 자라지 않아 자신의 개성과 아름다움을 표현하기 위해서 가발은 생활필수품이다. 주력제품으로 PVC 가발사 및 난연 PET 가발사가 있다.

합성사 사업부 주력제품 : PVC 2.5천톤/년, 난연 PET 가발사 4천톤/년

합성사사업부의 제품 특성들을 살펴보면, PVC 가발사는 난연 합성사 중 가장 널리 사용되는 가발사로, 안정성 및 촉감은 좋으나, 무겁고 볼륨감이 떨어진다는 단점이 있다. 그리고, 난연 PET 가발사는 PET 원사에 난연성을 부여한 가발사로, PVC 의 단점인 내열성을 개선시켰다. 용융점이 260도인 PET(Poly-ethylene terephthalate)를 주성분으로 하기 때문에 고온에서 강한 특성을 보이며 촉감, 컬유지성의 장점도 가지고 있어, 인모 대체용으로 수요가 높다.

과거 동사가 시장진입을 하기 전에 가발사 시장은 일본의 ㈜카네카(Kaneka)와 ㈜덴카(Denka)두 업체가 차지하고 있었다. 동사의 시장 진입 후 글로벌 PVC 가발사 시장점유율은 ㈜카네카가 40%, ㈜덴카가 53%, 동사가 7%를 차지하고 있으며, 난연 PET 가발사 시장점유율의 경우는 ㈜카네카가 67%, 동사가 33%를 차지하고 있다. 국제 가발용 합성원사 시장에서 점유율 3위를 차지하고 있다.

그림 1. 사업구조



자료: 우노앤컴퍼니

우노켐을 흡수합병하며 생성된 화학 사업부

화학사업부는 2011년 3월 우노켐을 흡수합병하며 생성된 사업부로 전자재료와 안경 원재료, 그리고 라벨접착제를 생산하고 있다.

화학사업부 주력제품 : 전자재료 7천톤/년 광학모노머 1.2천톤/년

화학사업부의 각 부문별 특성을 간단히 살펴보도록 하자. 우선, 전자재료 사업부문은 가전제품 및 스마트폰에 쓰이는 필수 부품인 인쇄회로용 동박적층판(PCB 원판)용 수지를 생산하는 사업으로, 접착제, 난연제, 이형제 등을 생산한다. Prismark 에 따르면 세계 PCB 시장은 약 53bn$ 규모로 연평균(2009~2014년) 5.3% 성장을 전망하고 있다. 특히, 최근엔 IEC, IPC 등 친환경 소재 의무 가속화에 따라 유해한 할로겐계 난연제 사용이 규제되고 있는 추세여서, 할로겐을 쓰지 않은 동사의 제품 수혜가 예상된다.

광학사업부문은 플라스틱 안경렌즈용 광학모노머를 생산하는 사업이다. 주제품은 알릴(Allyl)계 중굴절렌즈용 수지이며, 아크릴계 변색렌즈 & 고굴절 수지를 생산하고 있다. 안경착용 인구 및 생활소득 향상으로 중국 시장에서의 고굴절, 초고굴절 소비가 증가 할 것으로 보여 향후 성장성이 기대된다.

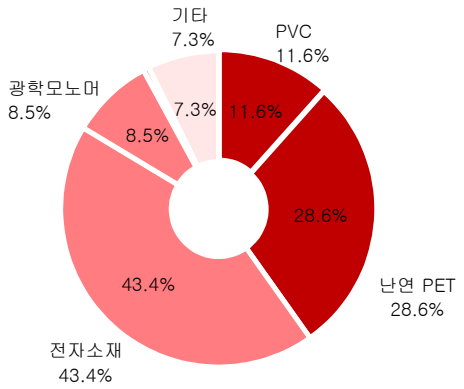
마지막으로, 라벨접착제 사업은 맥주병 및 소주병 등에 부착하는 라벨용 접착제를 생산하는 사업으로 시장의 경쟁이 치열한 특징을 가지고 있다. 주요 원료인 카제인(casein) 가격 상승으로 경쟁사 대비 가격경쟁력에서 뒤쳐지고 있는 상황이다.

표 1. ㈜우노앤컴퍼니 주요 연혁

연 혁		생산 설비
1999. 07	㈜우노파이버 법인 설립	<가발용 합성원사 세계 3위>
2000. 01	기업부설연구소 설립	PVC가발사 2,500톤/년
2001. 03	중소기업청 벤처기업 지정	난연PET가발사 4,000톤/년
2004. 11	삼백만불수출탑 수상(한국무역협회)	TF 400톤/년
2007. 05	㈜우노앤컴퍼니 법인명 변경	UNOLON 400톤/년
2009. 05	우노켐 설립(두산전자 화학사업부 인수)	전 재료 7,000톤/년
2010. 01	코스닥 시장 상장	광학모노머 1,152톤/년
2011. 03	㈜우노앤컴퍼니 우노켐 합병	
지분구성	(2013.9월 기준)	
김종천 외 8인	16.2%	
SV인베스트먼트	10.6%	
김승호	8.54%	

자료: 우노앤컴퍼니 사업보고서

그림 2. 사업부문별 매출 비중



자료: 우노앤컴퍼니 사업보고서

II. ㈜우노앤컴퍼니 생산구조의 이해

PVC 가발사 및 난연 PET 가발사를 주요제품으로 생산하는 업체

㈜우노앤컴퍼니는 **'PVC 가발사 및 난연 PET 가발사를 주요제품으로 생산하는 가발 합성사 업체'** 로 요약할 수 있다. 사업부문은 크게 가발용 합성사를 생산하는 1) 합성사 사업부, 그리고 전자재료와 안경의 원재료를 생산하는 2) 화학 사업부 두 부문으로 나눠진다.

먼저, 합성사 생성공정에 대해 살펴보자. 구체적인 합성사의 생산구조는 [그림3]를 보면 쉽게 이해된다.

합성사 생산공정 : 혼합(Mixing), 조합(Compounding), 방사(Spinning), 연신(Drawing), 건조(Drying), 열처리(Heating)

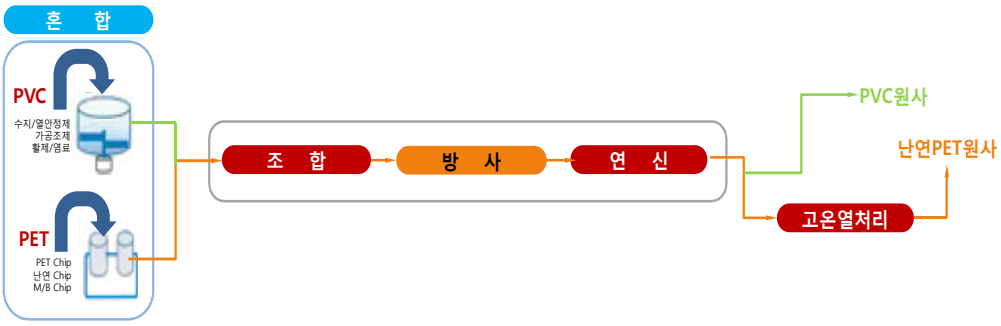
합성사 생산공정은 크게 혼합(Mixing), 조합(Compounding), 방사(Spinning), 연신(Drawing), 건조(Drying), 열처리(Heating) 6가지로 나눠진다. 가발사에 맞는 제품을 생산하기 위해서는 적절한 원료 배합을 통한 조합(Compounding)기술과, 용융물을 압출, 냉각시켜 섬유로 응고 시키는 방사(Spinning)기술, 그리고, 가발사를 길게 뽑아내는 연신기술의 know-how 가 특히 중요하다.

합성사사업부의 주요제품은 PVC 가발사와 난연 PET 가발사로 높은 기술력을 요하는 제품이다. PVC 가발사 및 난연 PET 가발사의 생산공정 특징을 살펴보면 다음과 같다.

PVC 가발사는 용융방사(플라스틱 소재를 열에 의해 녹여 섬유화시키는 방사법) 방식에 의해 제조되는데, 방사 온도와 열분해 온도가 근접하여 방사(Spinning)하기가 어렵다. 조합(Compounding) 공정에서도 PVC 수지에 열안정제, 활제와 같은 첨가제를 배합하는 공정이 제대로 이뤄지지 않으면 가발사에 돌기가 생성되기 때문에 높은 기술력을 요하는 작업이다.

난연 PET 생산공정의 경우는, PET 에 난연성을 부여하는 공정으로, 혼합(Mixing) 제조공정에서 높은 기술력을 요한다. 통상적으로, PVC 보다 높은 기술력이 요구되며, 높은 기술 진입장벽 때문에 현재 세계적으로 일본의 카네카(주)와 동사가 주되게 생산하고 있다.

그림 3. 합성사 생산공정과 우노 생산설비 장점



자료: 우노앤컴퍼니

두 번째, 화학사업부의 주요제품인 전자재료용 접착제 (PCB 용 난연제, 이형제, 동박접착제 등) 생산공정에 대해 살펴보자. 전자재료용 접착제의 생산구조는 [그림4]와 같다.

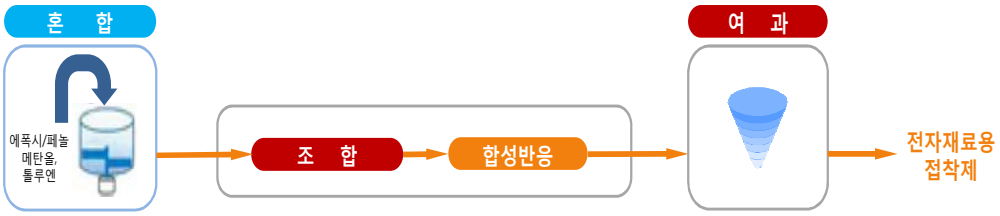
전자재료용 접착제 생산공정 : 혼합(Mixing), 조합(Compounding), 합성반응(Reaction), 여과(Filtering)

전자재료용 접착제를 생산하는 전자재료 사업의 생산공정은 크게 혼합(Mixing), 조합(Compounding), 합성반응(Reaction), 여과(Filtering) 네가지로 나눠진다.

용제(메탄올, 톨루엔, 메틸에틸케톤 등 액상 휘발성 물질)를 포함한 화학원료를 적절한 비율로 투입한 다음, 추가 촉매 투입을 통한 반응(Reaction)공정으로 새로운 물질, 즉 전자재료용 접착제를 탄생시킨다. 그 다음, 여과(Filtering)공정을 통해서 이물질을 제거하면 최종제품인 전자재료용 접착제가 생성이 된다.

접착제는 기본적으로 점성을 가지고 있지만, 열과 압력을 가해줘야지 전자재료용 성능이 구현된다. 그런데, 최근 전자기기의 크기가 작아짐에 따라 PCB 기판 또한 얇아지고 있어, 고도의 기술력이 요구되고 있다. 또한, 여과(Filtering) 하는 공정도 중요하다. PCB 기판에 이물질이 들어갈 경우 접속 불량 문제가 발생할 수 있기 때문에 여과(Filtering)과정을 통해 순수한 접착제만을 얻어내는 정밀 여과기술을 요한다.

그림 4. 전자재료용 접착제 생산공정



자료: 우노앤컴퍼니

Ⅲ. 2013년 ~ 2014년 실적 흐름 : 2013년 3분기 바닥권 형성 → 2014년 회복

영업이익 2012년 54억원 → 2013년 28억원(e) → 2014년 85억원(e)

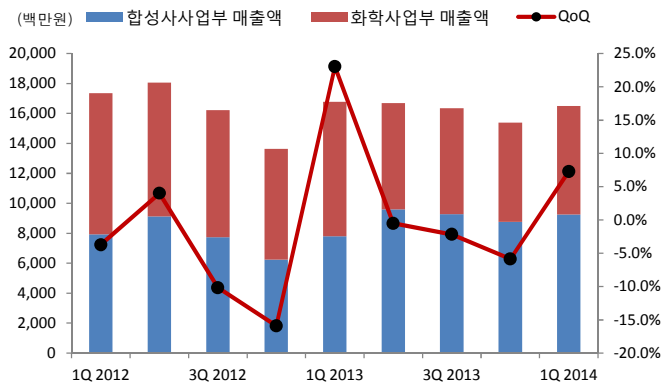
2014년 실적 예상 특징을 '합성사 매출 확대와 함께 비용 감소로 실적 개선'으로 정리할 수 있다. 연간 영업이익 이익 흐름을 살펴보면, '2010년 32억원 → 2011년 74억원 → 2012년 54억원(하락 시작) → 2013년 28억원(바닥권 형성) → 2014년 85억원(회복 시작)' 등 이다.

2010년 실적은 '매출액 134억원(전년도 160억원), 영업이익 32억원(전년도 53억원), 당기순이익 42억원(전년도 47억원)' 이다. 2009년 대비 매출액은 19% 감소했으며, 영업이익은 65% 감소하였다. 전체 매출의 40%를 차지하는 중국 가발업체 고객들이 합성사 시장에 직접 진출하며 주문량을 대폭 줄인 것이 그 배경이다. 그에 따라 동사의 PVC 가발사 매출액은 45% 감소하는 모습을 보였다. 하지만, 난연 PET 가발사의 집중 마케팅에 따른 미국 판매증가로 난연 PET 가발사 매출액은 66% 증가하여 전체 매출액 하락폭을 줄였다.

2011년 실적은 '매출액 546억원(전년도 134억원), 영업이익 74억원(전년도 32억원), 당기순이익 70억원(전년도 42억원)' 이다. 2010년 대비 매출액은 307% 증가했으며, 영업이익은 131% 증가하였다. 아프리카 가발업체와의 거래시작으로 PVC 가발사 매출액은 64% 증가하였으며, 미국에서의 판매 호조로 난연 PET 가발사 매출액이 143% 증가하였기 때문이다. 또한, 우노켐과의 합병으로 인해 254억원의 화학사업부 매출액이 추가로 더해진 것도 매출액의 급증의 배경이다. 화학사업부의 낮은 영업이익률로 인해 영업이익률은 2010년 21%에서 2011년 15%로 하락하였으나 전체 영업이익은 131% 증가하였다.

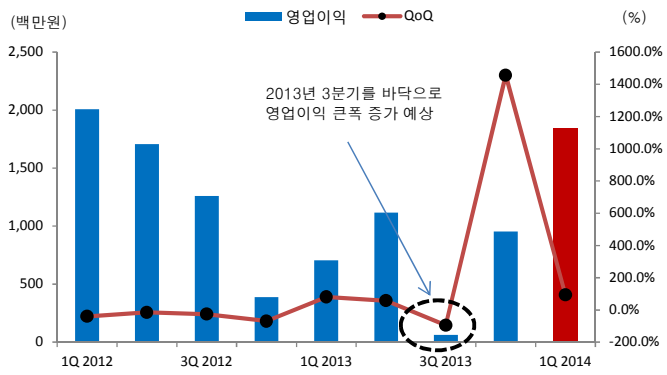
2012년 실적은 '매출액 653억원(전년도 546억원), 영업이익 54억원(전년도 74억원), 당기순이익 47억원(전년도 70억원)' 이다. 2011년 대비 매출액은 20% 증가했으며, 영업이익은 27% 감소하였다. 매출액 증가에도 불구하고, 영업이익이 감소한 이유는 일본 화학기업 카네카(주)와의 소송 때문이다. 2012년 소송비용으로 28억원이 판관비의 지급수수료 항목에 반영되었다.

그림 5. 사업부문별 매출액 추이



자료: 동양증권 리서치센터

그림 6. 영업이익 추이



자료: 동양증권 리서치센터

2013년 실적은 '매출액 652억원(전년도 653억원), 영업이익 28억원(전년도 54억원), 당기순이익 39억원(전년도 47억원)' 이다.

2013년 분기별 영업이익 흐름은 '3분기를 바닥으로 2014년 회복' 이 예상된다. [표2]

2013년 3분기 영업이익 1억원으로 전분기 대비 87% 하락 전망

3분기 매출액은 163억원(전분기 167억원), 영업이익은 1억원(전분기 11억원)으로, 영업이익은 전분기 대비 87% 하락 할 것으로 전망한다. 합성사 사업부 및 화학사업부 매출액은 2분기와 비슷한 수준이나, 변호사 비용이 전분기 14억원에서 11억원 증가한 25억 정도가 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

2013년 4분기 영업이익 10억원으로 전분기 대비 큰 폭 증가 전망

4분기 매출액은 154억원(전분기 163억원), 영업이익은 10억원(전분기 1억원)으로, 영업이익은 전분기 대비 큰 폭으로 증가 할 것이라 전망한다. 합성사업부문이 비수기에 접어들면서 매출액이 전분기 93억원에서 5억원 감소한 88억원을 기록 할 것으로 전망되며, 화학사업부 매출액은 스마트폰 시장둔화에 따른 두산전자의 PCB 판매 물량 감소로 전분기 대비 6% 감소할 전망이다. 그럼에도 불구하고, 4분기 영업이익이 전분기 대비 큰 폭으로 증가하는 이유는 전분기 대비 13억원 감소한 12억원이 변호사 비용으로 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

2014년 예상 영업이익은 85억원(e)으로 2013년 대비 200% 증가 전망

2014년 예상 매출액은 695억원, 영업이익은 85억원으로, 영업이익은 2013년 대비 200% 증가할 것으로 전망한다.

첫째로, 미래 성장 잠재력이 높은 아프리카 시장 공장 설립으로 PVC 원사 및 브레이드용 원사 매출 증대와 함께 비용 절감이 예상된다. 아프리카 법인 설립을 통한 진출은 1) 시장점유율 확대 기반 마련뿐만 아니라 2) 생산, 재고, 운반 비용 절감을 가능하게 할 것으로 판단한다. **둘째로, 고급가발사인 난연 PET 가발사의 성장이 기대된다.** 1) 지속적인 인모가격 상승과 2) 미국내 흑인인구수 증가는 난연 PET 가발사 매출의 성장을 견인할 것이라 판단한다. **마지막으로, 소송비용의 큰 폭 감소가 예상된다.** 2014년 예상 변호사 비용은 12억원로, 1심 105억원 대비 낮아진다. 영업이익률이 두 자리대 수준으로 회복할 것으로 기대된다.

표 2. 우노앤컴퍼니 실적추정치 : 2014 년 예상 영업이익 85 억원(+186% YoY)

구 분	2013년				2014년				연간실적			
	1분기	2분기	3분기(e)	4분기(e)	1분기(e)	2분기(e)	3분기(e)	4분기(e)	2011년	2012년	2013년(e)	2014년(e)
생산능력(톤)												
PVC 가발사	622	622	622	622	622	622	622	622	3,110	2,488	2,488	2,488
난연 PET 가발사	1,003	1,003	1,003	1,003	1,003	1,003	1,003	1,003	2,529	4,012	4,012	4,012
전자재료	1,740	1,740	1,740	1,740	1,740	1,740	1,740	1,740	7,456	7,208	6,960	6,960
가동률(%)												
PVC 가발사	69%	82%	80%	73%	78%	87%	94%	89%	63%	54%	76%	87%
난연 PET 가발사	39%	53%	50%	48%	50%	52%	52%	50%	62%	39%	48%	51%
전자재료	55%	41%	40%	36%	41%	43%	44%	45%	-	52%	43%	44%
매출액(억원)	**168**	**167**	**163**	**154**	**165**	**174**	**180**	**178**	**546**	**653**	**652**	**695**
PVC 가발사	24	29	28	25	27	30	33	32	108	76	105	123
난연 PET 가발사	40	53	51	49	51	54	55	53	149	187	192	214
전자재료	75	52	54	49	55	58	60	61	223	283	230	235
기 타	29	33	30	31	32	32	32	32	66	107	144	158
영업이익(억원)	**7**	**11**	**1**	**10**	**18**	**21**	**24**	**22**	**74**	**54**	**28**	**85**
OPM(%)	4.2%	6.7%	0.4%	6.2%	11.2%	12.3%	13.3%	12.3%	14.7%	7.9%	4.4%	12.3%
당기순이익(억원)	**14**	**16**	**-1**	**10**	**18**	**21**	**22**	**20**	**70**	**47**	**37**	**80**
EPS(원)	107	124	-6	79	142	168	178	160	566	362	305	647
BPS(원)	4,535	4,685	4,680	4,758	4,829	4,996	5,174	5,334	4,228	4,500	4,758	5,334

자료: 동양증권 리서치센터

(1) 아프리카 시장 진출

아프리카 시장은 미래의 성장 동력 : 1) 인구 성장률 급등, 2) 경제발전에 따른 소득 증가

동사에게 있어 아프리카 시장은 미래의 성장 동력이다. 아프리카의 인구수 증가와 경제발전 가속화에 따라 가발 구매 가능한 수는 지속적으로 증가할 전망이기 때문이다. 아프리카 현지 공장이 본격 가동되는 2014년부터 PVC 가발사, 브레이드용 원사의 매출 확대가 기대된다.

아프리카 소득증가에 따라 중급가발사인 PVC 가발사 구매 증가

먼저, 아프리카 시장에서 매출 확대가 되고 있는 PVC 가발사의 특징에 대해 알아보도록 하자. 동사의 주력제품 중 하나인 PVC 가발사는 난연 합성사 중 가장 널리 사용되는 가발사로, 안정성 및 촉감은 좋으나, 무겁고 볼륨감이 떨어진다는 단점이 있다. 하지만, 고급가발사인 난연 PET 가발사보다 가격이 저렴하여 소득수준이 낮은 아프리카에서 소비되고 있다.

현재 아프리카 가발시장은 저급가발사인 PP, PET 원사가 차지하고 있지만, 아프리카 국민 소득증가에 따라 저급가발사인 PP, PET 에서 중급가발사인 PVC 가발사로 점차 바뀌고 있는 추세이다. 이런 소비 추세는 아프리카 시장 성장과 함께 PVC 가발사 매출 확대에 기여할 것으로 예상된다.

현재 개발 마무리 단계에 있는 브레이드용 원사 아프리카 매출 확대에 기여 전망

다음, 2012년 말부터 제품 개발을 하고 있는 브레이드용 원사에 대해 살펴보도록 하자. 브레이드용 원사 시장은 연간 2만5천톤 이상의 시장으로, 전체 가발사 중에서 가장 높은 비중을 차지하고 있다고 할 수 있다. 과거 이 시장에서 ㈜우노앤컴퍼니가 차지 하는 비중은 1%미만으로 아주 적은 반면에, 가장 큰 경쟁사라고 할 수 있는 일본 ㈜카네카사가 99%를 점유하는 독점 시장이었다.

가발 공장의 입장에서는 인모나 고열사에 비해 저가 제품으로 일부 메이져 공장들을 제외하고는 큰 부가가치를 주는 제품은 아니지만, 원사 메이커 입장에서는 가장 많은 양을 생산 공급할 수 있어 이 제품에 대한 개발에 총력을 다하고 있는 시점이다. 이에, 동사는 2012년도 말 부터 제품 개발에 총력을 다하여 현재 개발 마무리 단계에 있으며, 일부 제품은 최대 시장인 아프리카 시장에 소개되어, 좋은 반응을 보이고 있다.

동사의 최신 브레이드 전용사의 가장 큰 특징으로는 가공을 모두 마무리해서 공급하는 점으로 가발 공장 입장에서는 가공 공정이 줄어들게 되어, 생산원가를 절약하면서 경쟁사 제품과 유사한 품질의 원사를 공급 받을 수 있다는 점이 있다. 이런 동사만이 가지고 있는 브레이드 전용사의 장점은 향후 아프리카를 중심으로 매출 확대에 크게 기여할 것으로 전망된다.

PVC 가발사 및 브레이드용 원사는 2014년부터 아프리카 가발사 시장에서 중요한 역할을 할 것으로 기대

이와 같이, 올 10월달부터 시운전에 들어가며, 내년부터 본격적인 생산에 돌입하게 될 제품인 PVC 가발사 및 브레이드용 원사는 2014년부터 아프리카 가발사 시장에서 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

그렇다면, 필자가 아프리카 가발 시장의 성장성을 높이 평가하는 이유는 어떤 배경이 있을까? 그 배경은 다음과 같다.

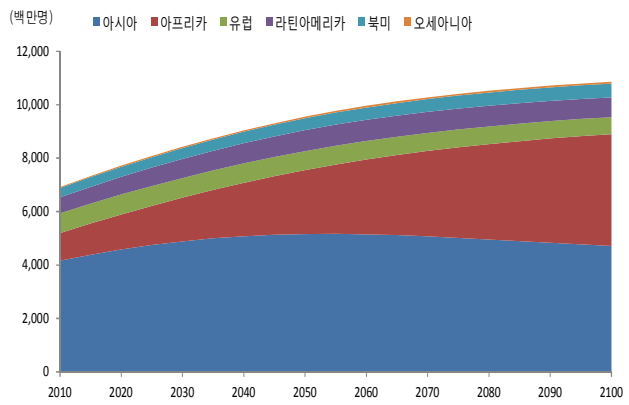
유엔은 2100년까지 아프리카 인구수가 4배로 증가할 것이라고 전망

첫째, 아프리카의 인구수는 폭발적으로 증가하고 있다. 최근 유엔은 2100년 까지의 아프리카 인구수 전망치를 상향 조정했다. 경제발전으로 인한 낮은 기아율과 평균수명 연장, 그리고 높은 출산율을 배경으로 현재 인구 11억명 수준에서 42억명 규모로 4배까지 증가할 것이라고 상향 조정한 것이다. 현재 세계인구에서 아프리카가 차지하는 인구수 비율은 15% 수준으로, 2030년에는 20%까지 증가할 것으로 전망하고 있다.

IMF 는 2012년~2018년 아프리카 연평균 GDP 성장률은 6.4%에 이를 것으로 전망

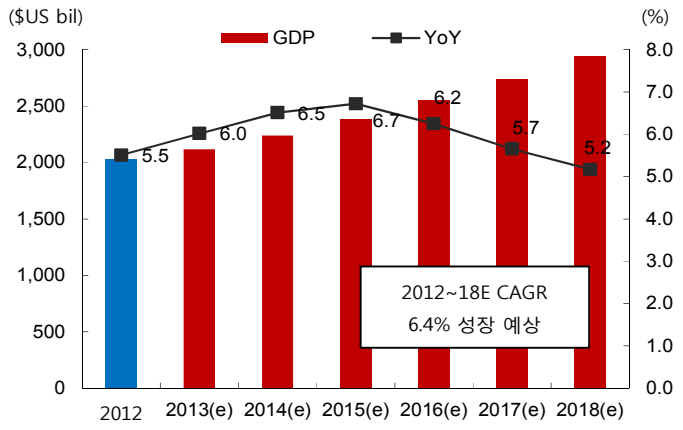
둘째, 아프리카의 국민 소득수준은 향후 더욱 상승할 것으로 예상된다. IMF 에 따르면 2012년~2018년 아프리카 연평균 GDP 성장률(CAGR)은 6.4%에 이를 것으로 전망하고 있다. 특히, 잠비아(10.9%), 코트디부아르(10.2%), 탄자니아(8.4%), 나이지리아(7.6%), 세네갈(6.5%)의 연평균 GDP 성장률은 글로벌 연평균 3.5% 대비 높은 수준이다. 아프리카 시장의 성장 잠재력을 엿볼 수가 있다.

그림 7. 글로벌 대륙별 인구 전망



자료: United Nations

그림 8. : 아프리카 연간 GDP 전망



자료: International Monetary Fund

성장 잠재력이 높은 아프리카 시장 진출 본격화를 위해 남아공에 공장 설립

2013년 5월 동사는 아프리카 시장 진출을 위해 남아공에 공장 설립을 위한 토지를 취득 했다고 밝혔다. 일본 주요 가발사 생산업체들처럼 다른 나라에서 생산한 가발원사를 아프리카에 판매하는 간접 진출 방식이 아니라 현지 공장에서 생산해 판매하는 직접 진출이다. 아프리카 진출에 따라 시장점유율 확대뿐만 아니라 비용 절감으로 동사의 기업가치 상승이 예상된다.

2013년 5월 6일 남아공에 가발사 공장 설립

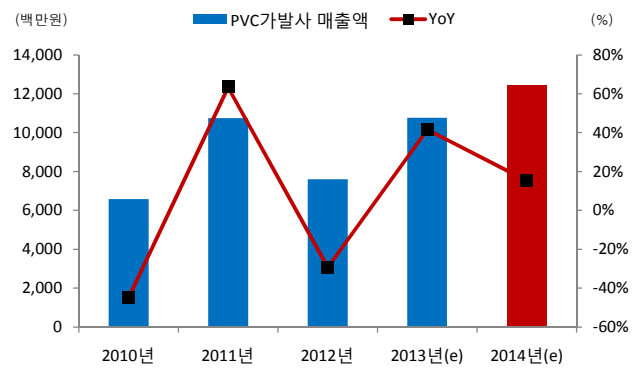
동사는 아프리카시장에서 원활한 가발사 제조 및 유통을 위해 2013년 5월 6일 남아프리카공화국의 'Eagle Furniture Industries'로부터 가발사 공장 설립을 위한 토지 면적 24,001㎡와 건물 6000㎡를 약15억7000만원에 취득했다고 밝혔다. 올 10월달부터 시운전에 들어가며 현지 공장에서 생산하게 될 제품은 PVC 가발사 및 PET 가발사, 브레이드용원사로 올해 연간 600t 의 양산능력을 갖췄다.

아프리카 진출로
1) 시장점유율 확대 기반 마련
2) 생산, 재고, 운반 비용 절감

아프리카 진출은 1) 시장점유율 확대 기반 마련뿐만 아니라 2) 생산, 재고, 운반 비용 절감이란 측면에서 기업가치에 긍정적이다.

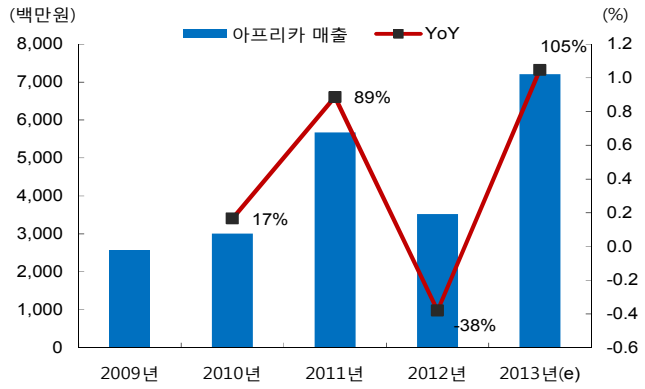
첫째, 시장점유율 확대 기반 마련이 가능 할 것으로 판단된다. 동사는 현재 아프리카내 Big3 가발업체(한국의 '린다', 삼탄그룹의 '미성', 레바논의 '달링',)를 고객사로 보유하고 있는데, 한국계 기업은 아프리카 가발시장의 상당부분을 점유하고 있으며, 대부분의 가발사를 일본업체인 ㈜카네카와 ㈜덴카로부터 구입하여 제조하고 있다. 동사는 메이저 가발공장에 가발사를 공급하고 있지만, 그 규모가 아직 크지 않다. 아프리카 가발제조업체 Big3 중 '린다', '미성' 두 곳이 한국업체임에도 불구하고 일본업체들이 아프리카 시장을 점유하고 있는 상황이다. 일본업체들이 아프리카 시장의 대부분을 점유하고 있는 이유는 기술력의 차이 때문이 아니다. 동사가 생산하는 PVC 및 PET 가발사와 일본업체가 생산하는 제품은 기술력에서 차이가 없다. 다만, 일본업체들이 아프리카 시장을 선점함에 따라 독과점 형태를 유지하고 있는 것뿐이다. 아프리카 공장 설립을 통한 직접 진출로 이젠 일본업체들 대비 탄력적인 주문 대응과 제품 인지도 향상이 가능해 질 것으로 판단된다. 시장점유율 확대를 충분히 이뤄낼 수 있을 것이라 전망하며 본격적인 시기는 2014년 이후가 될 것으로 전망하고 있다.

그림 9. PVC 가발사 매출 추이



자료: 동양증권 리서치센터

그림 10. : 아프리카 지역 합성사 매출 추이

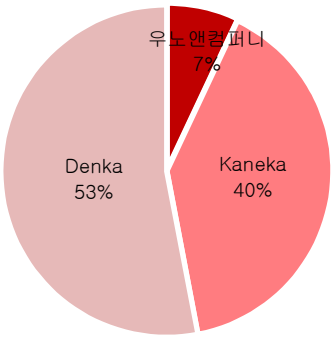


자료: 동양증권 리서치센터

둘째, 아프리카 현지공장을 통한 비용 절감도 예상된다. 동사는 해외에서 수입한 원재료로 한국 내 공장에서 생산을 한 다음, 다시 아프리카로 운반하여 판매하는 방식으로 진행 되어 왔다. 이런 방식의 제품 수출은 운송비용을 증가 시키며, 특히, 고객의 주문 변동에 즉각 대응하지 못한다는 단점을 가지고 있었다. 하지만, 동사의 아프리카 공장 설립을 통해 이러한 단점 극복이 가능할 것이라 판단한다. 아프리카 공장에서 낮은 가격으로 원재료를 직접 조달하여 제품을 생산하고 판매, 관리하기 때문에 생산비용, 운송비용, 재고비용 등을 줄 일 수 있으며, 주문 변동에 따른 대응을 제때 할 수 있어 재고부족비용을 줄일 수 있음은 물론, 고객의 요구를 만족시킬 수 있기 때문이다.

아프리카 가발시장은 흑인들이 밀집해 있는 세계 최대 시장이며, 높은 성장성이 기대되는 곳이다. **동사의 아프리카 공장 설립은 앞으로 PVC 및 PET 가발사, 브레이드용 원사 등 매출 확대에 크게 기여할 뿐만 아니라, 원가절감 측면에서도 큰 몫을 할거라 기대된다.**

그림 11. 글로벌 PVC 가발사 점유율 현황



자료: 동양증권 리서치센터

표 3. : PVC 가발사 제조기업

원 료	상품명	제조회사	상용화시기
PVC	Toyokalon	Denka(일본)	1970년
	Kanekalon-AD	Kaneka(일본)	2000년
	Falang	우노앤컴퍼니(한국)	1999년
	Modlon	모드테크(한국)	1995년

자료: 우노앤컴퍼니 사업보고서

그림 12. 남아공 가발사 공장 전경
(37 Halstead Road, Mkondeni, Pietermaritzburg, South Africa)

자료: 구글 maps

그림 13. : 남아공 가발사 공장 지도
(37 Halstead Road, Mkondeni, Pietermaritzburg, South Africa)

자료: 구글 maps

(2) 난연PET가발사 급성장

2009~2012년 난연 PET 가발사 매출 급성장 : 2010년 62억원 → 2011년 150억원 → 2012년 187억원

2009~2012년 난연 PET 가발사 제품 실적의 특징을 한마디로 표현하면 '급성장' 이라는 용어를 쓸 수 있다. 난연 PET 가발사 매출은 2009년 37억원→ 2010년 62억원 → 2011년 150억원 → 2012년 187억원으로 연평균 71.6%의 성장률을 기록하며 매출 성장세를 이뤄왔다. 난연 PET 가발사의 매출 신장에 힘입어 합성사사업부에서 난연 PET 가발사가 차지하는 매출 비중도 2008년 24%수준에서 2012년 60%로 증가하였다. 물론 예전과 같은 연평균 72%의 급성장세는 보이기 힘들지만, 2014년에는 10% 수준의 성장률을 보일 것으로 전망된다.

난연 PET 가발사 급성장 배경 : 1)인모가격 폭등 2)미국내 흑인인구수 증가

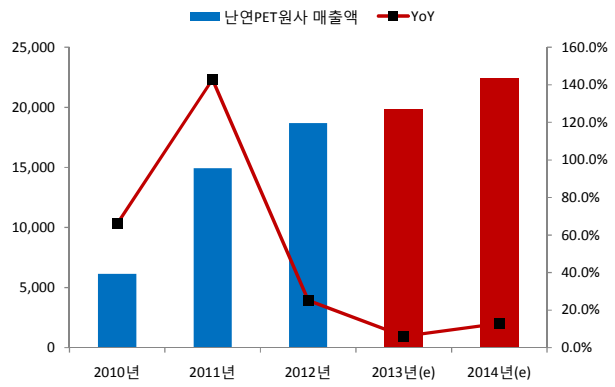
난연 PET 가발사 매출 급성장의 배경에는 1)지속적인 인모가격 폭등과 2)미국내 흑인인구수 증가를 들 수 있다.

인모가격은 '04년 $30/kg → '08년 $80/kg → '10년 $130/kg 로 폭등

먼저, 인모가격 폭등으로 인한 난연 PET 가발사 매출 급성장의 배경을 살펴보자. 인모가격은 중국과 인도 등 에서의 인모 수집량 감소로 2004년 30$/kg →2008년 80$/kg → 2010년 130$/kg 로 폭등했다. 그에 따라, 고급가발의 구매력이 되는 수요층은 합성모 대비 10배 이상 가격이 나가는 인모에서 고급합성모인 난연 PET 가발사로 옮겨가고 있는 추세이다. 가발시장에서 인모 대체용인 합성모는 아직 인모의 질감이나 볼륨감, 내열성 측면에서 완벽하게는 따라오지 못하고 있는 것은 사실이다. 하지만, 인모의 대체재로 꼽히는 난연 PET 가발사는 가볍고, 용융점 220~230℃로 내열성이 강하여 Curl 등으로 변형이 가능하다는 특징을 가지고 있어, 소비자들에게 강한 인기를 끌고 있다.

난연 PET 가발사의 주요고객은 고급가발의 소비가 가능한 미국흑인이다. 미국 흑인 가발 시장규모는 1.5~2조 규모로 Target Market News 에 따르면 흑인이 미용에 쓰는 비용은 타인종에 비해 20배나 높다고 한다. [표4]를 살펴보면 미국흑인은 전문제품 구입비율에서 건강미용용품에 지불하는 비율이 59%로 타인종에 비해 월등하게 높다. 오랜 기간 백인 중심 사회에서 소외 받으며 자기표현에 대한 욕구가 타인종 대비 강하기 때문인 것으로 판단된다.

그림 14. 난연 PET 가발사 매출 추이



료: 동양증권 리서치센터

표 4. 인종별 맞춤형 전문제품 구입비율

Item	아프리카계 미국인	비아프리카계 미국인
건강미용용품	59%	2%
여성위생용품	32%	21%
건조채소 및 곡물	74%	65%
유아용품	48%	38%
스킨 케어	79%	73%

자료: 무역협회

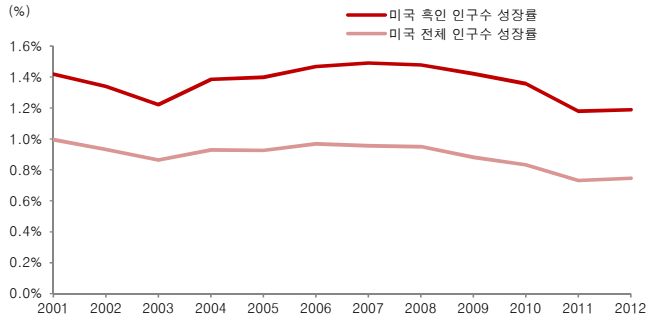
미국흑인 인구수 2000년 3.6 천만명에서 2012년 4.3천만명으로 18% 증가

둘째, 미국내 흑인인구수 증가에 따른 난연 PET 가발사 매출 성장을 살펴 보도록 하자. 미국 흑인 인구수는 2000년 3천6백만명에서 2012년 4천300만명으로 19% 증가하며 괄목한 성장세를 보였다. 2000년 이후 미국 전체 인구수 증가율이 11%인 것을 감안하면 미국내 흑인 인구수 성장률이 상대적으로 높다는 것을 알 수 있다. [그림15]는 미국 흑인 인구수 대비 미국 전체 인구수 연평균 성장률 그래프이다. 미국내 흑인 인구수의 증가로 미국 전체 인구에서 흑인이 차지하는 비중은 2000년 13.0%에서 2012년 기준 13.8%로 증가하였다. 2012년 기준 전체 흑인인구에서 여성이 차지하는 비율은 55%로 미국 전체인구에서 여성이 차지하는 비율인 52% 대비 높은 수준이다. 흑인인구에서 여성이 차지하는 비율이 높다는 것은 그만큼 가발을 구매 가능한 잠재 고객이 많음을 알 수 있다. 미국내 주력 제품인 난연 PET 가발사매출 확대를 전망 할 수 있다.

인모가격 상승 및 미국 흑인수 증가에 따라 합성사 가발 수입 증가

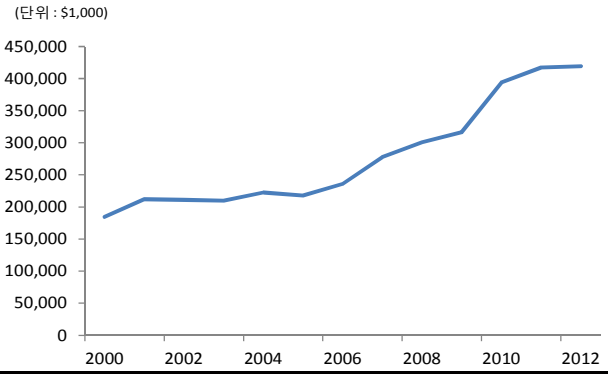
실제로, 인모가격 상승 및 미국 흑인수 증가에 따라 미국 합성사 가발 수입은 꾸준히 증가하고 있는 모습이다. [그림16]을 살펴보면 미국 합성사 가발 수입 금액은 2000년 1억 8천만 달러에서 2012년 4억2천만 달러로 연평균 7.1%의 성장률을 기록하고 있는 것을 볼 수 있다. 2013년 7월기준 미국의 합성사 가발 누계 수입액은 전년도 누계 대비 10% 높은 수준이므로, 2013년에도 역시 전년대비 7% 이상의 성장률은 무난히 달성할 것으로 보인다. 난연 PET 가발사의 영업이익률은 27~30% 수준으로 높아 난연 PET 가발사 매출 증가는 수익성 개선에 힘을 더할 것으로 판단된다.

그림 15. 미국 인구수 연평균 성장률



자료: US Census, 동양증권 리서치센터

그림 16. 미국 합성사 가발 수입



자료: Nielsen Homescan Panel

(3) 소송비용 감소

소송비용 감소로 동사의 영업이익은 2013년 3분기를 바닥으로 개선될 것으로 전망한다.

2010년부터 반영된 소송비용은 2013년 3분기를 정점으로 점차 감소 전망

2010년부터 반영된 소송비용은 2013년 3분기를 정점으로 그 비용이 점차 감소될 것으로 전망한다. 2010년 7월 일본 화학기업인 일본 카네카(주)는 동사가 난연 PET 가발사 기술에 대한 특허를 침해 했다는 이유로 소송을 제기했다. 그에 따른 변호사 비용으로 2010년 2억원, 2011년 12억원, 2012년 28억원, 2013년 1분기 12억원, 2분기에 14억원으로 2013년 2분기까지 총 68억원이 판관비의 지급수수료 항목에 반영되었다. 회사측은 2013년 3분기에는 다소 높은 25억원을 반영하고, 4분기에는 12억정도로 감소할 것이라고 밝혔다.

2012년 ~ 2013년 높은 변호사비용 반영으로 인해, 동사의 영업이익률은 2012년에는 7.9%, 2013년에는 4.4%를 기록할 것으로 전망된다. 참고로, 소송비용을 제외한 추정영업이익률은 2012년 12.5%, 2013년 13.9%이다. 소송비용으로 인해 동사의 영업이익률이 크게 하락했다는 것을 알 수 있다.

2013년 11월에 1심 최종판결이 예정되어 있는데, 회사측은 결과가 뒤집힐 확률은 낮다고 보고 있으며, 패소로 확정되면 항소할 것이라고 밝혔다.

2심에서의 변호사 비용은 24억원(200만불)수준으로 1심 대비 낮아질 것으로 예상

일단, 1심과 달리 2심에서의 변호사 비용은 24억원(200만불)수준으로 1심 대비 상대적으로 낮아질 것으로 예상한다. 동사는 2심에 대한 변호사비용을 1심때 지불했던 비용보다 훨씬 낮은 24억원 정도를 예상했다. 소송은 1년반 ~ 2년정도의 시간이 소요가 되므로, 연간 10 ~ 12억원정도의 소송 비용이 발생될 것이라 본다. 즉, 2014년에는 2012년 28억원, 2013년 63억원 대비 낮은 10억원 규모의 소송비용이 반영될 것으로 전망된다.

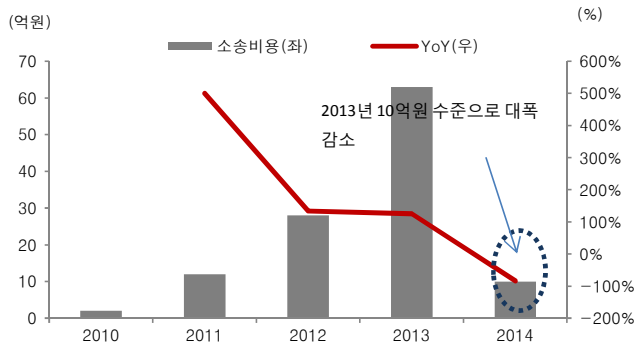
2014년에는 변호사 비용이 연간 10억원 수준으로 감소함에 따라 영업이익률은 12.3%로 회복할 것으로 예상하며, 그에 따라 2014년 영업이익은 2013년 대비 201% 증가 할 것으로 전망된다.

표 5. 특허 소송 주요 일지

날 짜	내 용
2010년 07월 20일	Kaneka㈜, 난연 PET 기술특허 침해로 ㈜우노앤컴퍼니 제소
2013년 06월 29일	Kaneka㈜, 특허침해 소송 1심 배심원 판결 승소
2013년 11월 예상	1심 최종 판결

자료: 우노앤컴퍼니

그림 17. 변호사 비용 추이



자료: 동양증권 리서치센터

Ⅳ. 재무구조 : 260억원 규모의 순현금 상황

유동성위험 관리를 위한 단기 및 중장기 자금관리 계획을 안정적으로 수립

동사는 유동성위험 관리를 위한 단기 및 중장기 자금관리 계획을 안정적으로 수립하고 있다. 순현금(현금 및 단기예금 - 총차입금)이 많고 부채비율이 낮으며 그에 따른 이자비용도 미미하다. 동사의 재무 안정성은 높다고 판단된다. [표6]은 주요 재무 안정성 지표이다.

순현금은 259억원 (현금 및 단기예금 361억, 총차입금 102억원)

먼저, 기업의 재무적 안정성을 대표하는 지표인 순현금에 대해 살펴 보도록 하자. 순현금은 현금과 현금성자산, 단기금융 상품에서 총차입금을 뺀 유동자산을 말한다. [그림18]을 살펴보면, 2008년부터 순현금이 꾸준히 증가하는 모습을 볼 수 있다. 현재 동사의 순현금은 259억원(현금 및 단기예금 361억, 총차입금 102억원)으로 현금 및 단기예금 보유액이 총차입금 보다 많아 차입금 상환부담이 낮다. 1년 이내에 만기가 도래하는 단기차입금은 80억원이며 전환사채가 22억원이다.

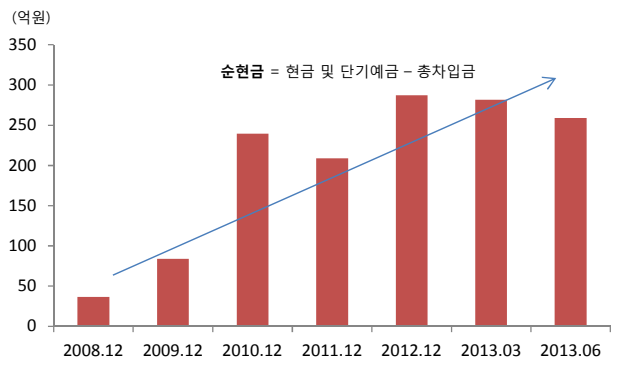
영업활동으로 인한 현금흐름 '2011년 32억원 → 2012년 86억원 → 2013년 27억원(e) → 2014년 69억원(e) '

동사는 단기차입금(80억원)보다 현금 및 현금성 자산(131억원)을 30억원 더 보유하고 있으며, 연간 평균 30억원 이상의 영업현금 창출 능력을 보이고 있어, 차입금 부담이 거의 없는 상태라 할 수 있다. 영업활동으로 인한 현금창출능력 흐름을 살펴보면, '2010년 25억원 → 2011년 32억원 → 2012년 86억원 → 2013년 27억원(e) → 2014년 69억원(e)' 등이다. 또한, 2012년 기준 EBITDA 대비 차입금 배수(총차입금/EBITDA)는 1.6배로 수익 창출능력 대비재무부담이 낮은 수준이다. 총차입금이 적어 이자비용도 평균적으로 1억원도 채 안 되는 수준이다.

설비투자 비용 부담 없는 수준

설비투자에 따른 지출도 전혀 문제가 되지 않는다. 동사는 2013년 2분기에 아프리카 공장 설립을 위한 토지 및 건물 취득을 목적으로 22억원의 유형자산을 구매했다. 그에 따라 순차입금은 2013년 1분기 △ 287억원에서 2분기 △ 259억원으로 변동되었다. 설비 투자 이후에도 여전히 현금 및 단기예금은 견조한 수준을 보이고 있다. 앞서 언급한바 대로, 단기에 현금화가 가능한 현금 및 단기예금 361억원을 보유 하고 있어 설비투자에 드는 비용을 충분히 감당할 수 있는 자금력을 확보하고 있다. 또한, 당분간 설비 증설이나 공장 설립에 따른 유형자산 계획은 없는 것으로 파악되어, 자금조달 부담은 더욱 걱정할 필요가 없다.

그림 18. 순현금 추이



자료: US Census, 동양증권 리서치센터

표 6. ㈜우노앤컴퍼니 재무지표

계 정	2008	2009	2010	2011	2012	2013
순현금(억원)	37	84	240	209	287	282
이자비용(억원)	0.7	1.0	0.8	2.5	3.0	0.9
유동비율(%)	525	506	885	548	484	470
부채비율(%)	36	19	11	2	26	4
이자보상배율	71	52	41	30	18	13

자료: 동양증권 리서치센터

V. 리스크 : 난연PET원사 기술 특허 침해 소송

2013년 6월 29일 난연 PET 가발사 특허권 침해에 대한 소송에서 패소

동사의 리스크 요인으로 관심 있게 지켜봐야 할 부분은 소송 건이다. 일본 ㈜카네카는 ㈜우노앤컴퍼니가 난연 PET 가발사에 대한 기술 특허를 침해 했다는 이유로 2010년 7월 소송을 제기했다. 2013년 6월 29일 그에 따른 1심 배심원판결로 미국 텍사스주 댈러스 법원은 ㈜카네카 손을 들어주며, 난연 PET 가발사 특허 침해 손해배상금으로 550만 달러(62억 9915만원)와 로열티 10%를 지급하라고 결정했다. 1심 배심원 판결 주요내용은 [표7]를 살펴보면 알 수 있다. 1심 배심소송에서 패소했단 소식에, 이날 주가는 15%빠졌다.

소송에서 패했을 경우 지불해야 할 연간 로열티는 10%로 5~6억원 수준

그렇다면, 최악의 경우 최종적으로 소송에 패해 로열티 10%를 연간 지급했을 때 동사의 실적에 끼치는 영향은 어떻게 될까? **2012년 기준 난연 PET 가발사에서 발생하는 매출액은 187억원이며, 소송에서 패했을 경우 지불해야 할 연간 로열티는 10%로 19억원 수준이다.** 전체 영업이익에서 차지하는 비중은 35% 수준이다. 난연 PET 가발사의 매출 성장성을 고려하면 무시 할 수 없는 수준이다.

또한, 특허 침해 손해배상금으로 63억원(550만 달러)을 ㈜카네카(Kaneka)에게 지급하여야 한다. 앞서 앞서 언급한 봐와 같이 동사는 현금 및 단기예금 361억을 보유하고 있다. 손해배상금 지급으로 인한 유동성 문제는 전혀 없을 것으로 판단된다.

특허 침해건에 대한 1심 최종판결이 2013년 11월 중에 예정되어 있다. 최종판결에서 패소가 확정되면 동사는 항소할 계획을 가지고 있다. 더구나, 미국 댈러스 법원에서 ㈜카네카가 최종적으로 승소 하더라도 한국법원에 다시 소송을 제기해야 하기 때문에 손해배상금과 로열티부분에 대한 자금은 상당기간 지연될 것으로 예측된다.

표 7. 1 심 배심원 판결 주요 내용

1. 피고	(주)우노앤컴퍼니, JBS Hair, Jinny Beauty Supply
2.판결 주요내용	i. ㈜카네카는 JBS Hair와 Jinny Beauty Supply가 판매한 11개의 제품이 특허권(특허번호 7,759,429)을 침해했다고 입증함.
	ii. ㈜카네카는 JBS Hair와 Jinny Beauty Supply가 판매한 1개의 제품이 특허권(특허번호 7,759,430)을 침해했다고 입증함.
	iii. ㈜카네카는 ㈜우노앤컴퍼니가 JBS Hair 또는 Jinny Beauty Supply에게 '429'특허권과 '430'특허권을 침해하도록 유도했다는 것을 입증함.
	iv. ㈜카네카는 ㈜우노앤컴퍼니가 여러 헤어제품 수입국들에게 9개의 제품에 대해서 '429'특허권을 침해하도록 유도했다는 것을 입증함.
	v. 피고(㈜우노앤컴퍼니)는 ㈜카네카의 특허권이 효력이 없다는 것을 증명하지 못함.
	vi. ㈜카네카는 ㈜우노앤컴퍼니가 ㈜카네카에게 550만달러의 손해를 입혔다는 것을 입증함.
	vii. ㈜카네카는 ㈜우노앤컴퍼니, JBS Hair, Jinny Beauty Supply가 침해한 특허권 상품 판매에 대해 ㈜카네카가 10%의 로열티에 대한 권한이 있다고 입증함.

주: 특허번호 7,759,429, 7,759,430 은 난연 PET 가발사의 특허권과 관계 있다.
자료: ㈜카네카 홈페이지(*www.kaneka.co.jp*)

Ⅵ. ㈜우노앤컴퍼니 소유구조

김종천 대표이사가 직간접적으로 지배하고 있는 경영체제

㈜우노앤컴퍼니의 소유구조의 특징을 "총발행주식의 16.2%를 김종천 대표이사가 직간접적으로 지배하고 있는 경영체제' 로 요약할 수 있다. [그림19]는 구체적인 소유 및 계열사 구조 변화 추이다.

우선, 동사의 설립 배경과 소유 구조 변화에 대해 살펴보자. 동사는 1999년 7월 김환철 전북대 섬유소재 시스템공학과 교수가 현재 최대주주인 김종천 대표이사에게 가발사 사업을 권유하여 시작하게 된 회사이다. 설립 당시 최대주주는 김환철 교수와 김종천 현 대표이사로 2008년 12월 기준 각각 15.4%의 지분을 보유하고 있었다. 하지만, 김환철 교수는 2010년 9월 16일 2만4,805주(0.23%)의 장내 매도를 시작으로 지속적으로 지분을 매도하였고, 결국 김종천 대표이사가 1인 최대주주로 경영권을 행사하게 되었다.

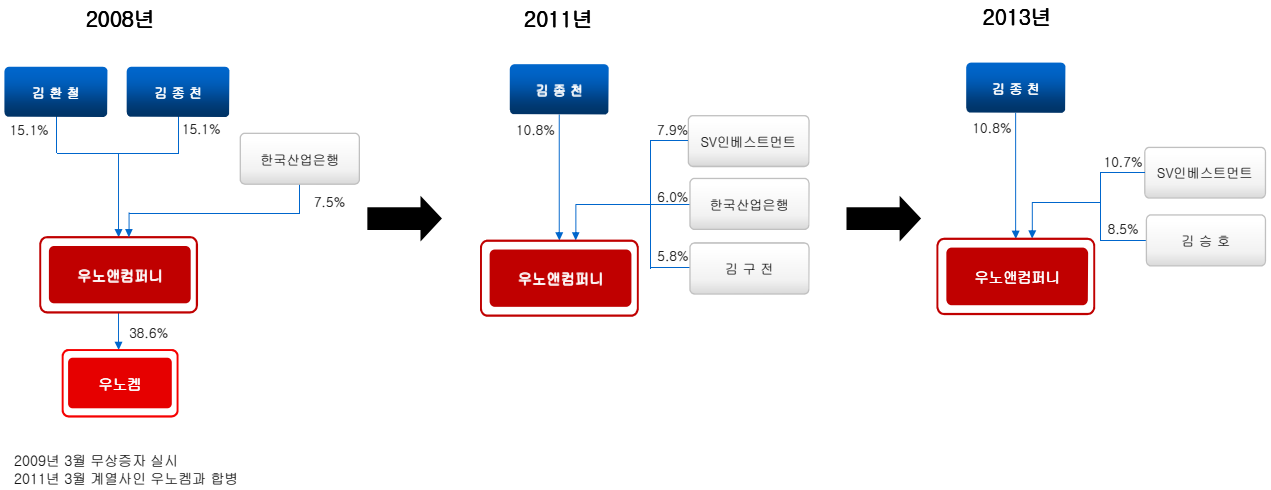
주요주주 : 김종천 대표이사, 사업가 김승호씨, SV 인베스트먼트

현재 지분의 5%이상을 보유하고 있는 주주는 김종천 대표, 김승호씨, SV 인베스트먼트㈜이다. 김종천 대표의 지분율은 10.8%이며 배우자 및 자녀 등 특수관계인을 모두 합한 총지분율은 16.23%이다. 김승호씨의 지분율은 8.5%로 개인투자자로서 두번째 많은 지분을 보유하고 있으며, 창업 초기 때부터 동사에 투자했던 SV 인베스트먼트는 10.7%를 보유하고 있다.

최근에는 개인투자자로서 두번째 많은 지분을 보유하고 있는 사업가 김승호씨가 동사의 지분을 2013년 8월 기준 8.54%를 보유하고 있다고 공시했다. 미국 식품기업 JFE 의 대표인 김승호씨는 미국, 유럽, 중국 등 전 세계에 약 600여개의 수시와 김밥 전문 프랜차이즈매장을 운영하는 것으로 알려져 있는 인물이다.

김승호씨는 동사의 지분을 단순투자 목적으로 2013년 5월 5.0% → 7월 6.5% → 8월 8.5%로 확대 했다고 밝혔다. 최대주주는 김종천 대표로 배우자 및 자녀 지분을 합한 지분은 13.3%으로 지분율이 높지 않아, 적대적 인수합병 시도에 대한 가망성을 배제할 수 없다.

그림 19. ㈜우노앤컴퍼니 지분 변화



자료: 우노앤컴퍼니 사업보고서

VII. 종합의견

[사업구조]

[사업구조]
1)가발용 합성사를 생산하는 합성사 사업부
2)전자재료와 안경의 원재료를 생산하는 화학 사업부

동사의 사업부문은 크게 가발용 합성사를 생산하는 합성사 사업부, 그리고 전자재료와 안경의 원재료를 생산하는 화학 사업부 두 부문으로 나눠진다.

합성사사업부의 경우 전체 영업이익의 74%를 차지하고 있는 주요 사업부문으로, 2012년 기준 영업이익률은 13% 수준이다. 가발사 세계 3위 업체로 시장을 과점하고 있어 높은 이익률을 지속할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

그리고, 화학사업부는 2011년 3월 우노켐을 흡수합병하며 생성된 사업부로 전자재료와 안경 원재료, 그리고 라벨접착제를 생산하고 있다. 매출비중은 전체 매출의 53%에 달하나, 평균영업이익률은 4% 수준으로 영업이익에서 차지하는 비중이 낮다. 광학모노머는 고수익성인 반면, 화학사업부 매출의 83%를 차지하고 있는 전자소재 부문의 영업이익률이 낮다.

[수익구조]

[수익구조]
2013년 분기별 영업이익 흐름은 '3분기를 바닥으로 2014년 회복' 이 예상

2013년 분기별 영업이익 흐름은 '3분기를 바닥으로 2014년 회복' 이 예상된다.

3분기 매출액은 163억원(전분기 167억원), 영업이익은 1억원(전분기 11억원)으로, 영업이익은 전분기 대비 87% 하락 할 것으로 전망한다. 합성사사업부 및 화학사업부 매출액은 2분기와 비슷한 수준이나, 변호사 비용이 전분기 14억원에서 11억원 증가한 25억 정도가 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

4분기 매출액은 154억원(전분기 163억원), 영업이익은 10억원(전분기 1억원)으로, 영업이익은 전분기 대비 큰 폭으로 증가 할 것이라 전망한다. 합성사업부문이 비수기에 접어들면서 매출액이 전분기 93억원에서 5억원 감소한 88억원을 기록 할 것으로 전망되며, 화학사업부 매출액은 스마트폰 시장둔화에 따른 두산전자의 PCB 판매 물량 감소로 전분기 대비 6% 감소할 전망이다. 그럼에도 불구하고, 4분기 영업이익이 전분기 대비 큰 폭으로 증가하는 이유는 전분기 대비 13억원 감소한 12억원이 변호사 비용으로 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

2014년 매출액은 695억원, 영업이익은 85억원으로, 영업이익은 2013년 대비 200% 증가할 것으로 전망한다. 첫째로, 미래 성장 잠재력이 높은 아프리카 시장 진출로 동사의 매출 증대와 함께 비용 절감이 예상된다. 두번째로, 고급가발사인 난연 PET 가발사의 성장이 기대된다. 마지막으로, 소송비용의 큰 폭 감소가 예상되기 때문이다.

[재무구조]

[재무구조]
유동성위험 관리를 위한 단기 및 중장기 자금관리 계획을 안정적으로 수립

동사는 유동성위험 관리를 위한 단기 및 중장기 자금관리 계획을 안정적으로 수립하고 있다. 순현금이 많고 부채비율이 낮으며 그에 따른 이자비용도 미미하다. 현재 동사의 순현금은 259억원(현금 및 단기예금 361억, 총차입금 102억원)으로 현금 및 단기예금 보유액이 총차입금보다 많아 차입금 상환부담이 낮다. 1년 이내에 만기가 도래하는 단기차입금은 80억원이며 전

환사채가 22억원이다. 동사의 재무 안정성은 높다고 판단된다.

[소유구조]

[소유구조]
총발행주식의 16.2%를 김종천 대표이사가 직간접적으로 지배하고 있는 경영체제

소유구조의 특징을 "총발행주식의 16.2%를 김종천 대표이사가 직간접적으로 지배하고 있는 경영체제' 로 요약할 수 있다. 현재 지분의 5%이상을 보유하고 있는 주주는 김종천 대표, 김승호씨, SV 인베스트먼트이다. 김종천 대표의 지분율은 10.8%이며 배우자 및 자녀 등 특수관계인을 모두 합한 총지분율은 16.23%이다.

최근에는 개인투자자로서 두번째 많은 지분을 보유하고 있는 사업가 김승호씨가 단순투자 목적으로 2013년 5월 5.0% → 7월 6.5% → 8월 8.5% 로 확대 했다고 밝혔다. 최대주주 김종천 대표의 지분율이 높지 않아, 적대적 인수합병 시도에 대한 가망성을 배제할 수 없다.

[Valuation]

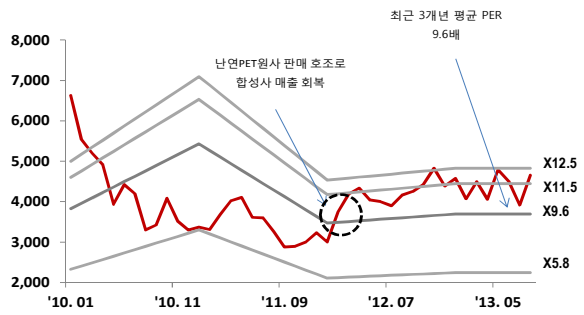
[Valuation]
2014년 예상 실적을 기준으로 한 Fwd PER 은 7.2배, PBR 은 0.8 배에 불과

현재 PER 은 12배로 최근 3개년 평균 PER 9.6배 대비 높은 수준이며, PBR 은 0.95배로 3개년 평균 0.9배와 비슷한 수준이다. 2013년 예상 실적을 고려한다면, 적정한 주가 수준일 수도 있다.

하지만, 2014년 예상 실적을 기준으로 한 Fwd PER 은 7.2배, PBR 은 0.8 배에 불과하다. [그림 20/21]을 보면 PER 7.2배와 PBR 0.8배는 3개년 평균에도 미치지 못하고 있는 수준이란 것을 알 수 있다.

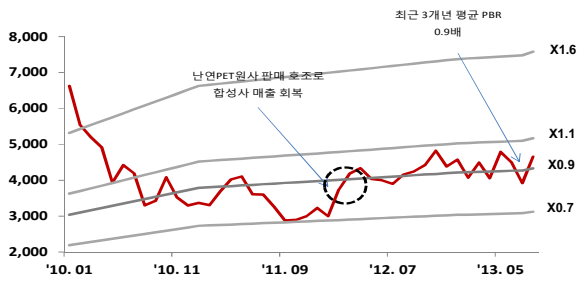
참고로, 합성사와 합성수지, 식품 및 제약품용 화학품을 제조하는 종합 화학업체 ㈜카네카의 현재 PER 은 18배 수준이고, PBR 은 0.8배 수준이다. 석유화학업체 평균 PER 은 18배, PBR 1.4배 수준이다.

그림 20. 우노앤컴퍼니 PER 밴드 : 바닥권 5.8 배 vs 평균 9.6 배



자료: 동양증권 리서치센터

그림 21. 우노앤컴퍼니 PBR 밴드 : 바닥권 0.7 배 vs 평균 0.9 배



자료: 동양증권 리서치센터

[별첨] 우노앤컴퍼니 가발사별 특성 비교 및 용어정리

[별첨 1] 가발사별 특성 비교

가발용 합성사		특 징	제조상 난이도	주요 생산 업 체 수	가 격 ($/kg)
난연	인모	사람으로부터 직접 채취. 가장좋은 소재. 가장 이상적이며 고가임	–	–	130
	PVC	용융방사로 제조. 중량감 있음	상	4	5–8
	모다크릴	용액방사로 제조. 가볍고 볼륨감 있음	상	1	5–12
	난연PET	PET 에 난연제 혼합하여 제조. 내열성이 가장 좋음	상	2	8–11
비난연	PP	제조 방법이 쉽기 때문에 저가. 방사기 제조업체에서 기술 제공	하	다수	2–3
	PET	PP 보다 내열성이 좋은 장점이 있음. 방사기가 있으면 제조 가능하나 chip 건조가 어려워 PP 보다 제조 공정 복잡함	중	5–10	3–4

자료: 우노앤컴퍼니

[별첨 2] 용어정리

용 어	설 명
인모	중국, 인도 등에서 머리카락 수집상에 의해 수집된 사람 머리카락
PVC 사	폴리비닐클로라이드(Polyvinylchloride) 가발사
PET 사	폴리에스테르(Polyethylene terephthalate) 가발사
난연 PET	난연성과 내열성을 모두 갖춘 가발용 합성 섬유. PET 에 난연성을 부여한 가발사
PP 사	폴리프로필렌(Polypropylene) 가발사
난연성	불에 잘 타지 않는 성질
내열성	고온에서 실의 수축이 없고 형태 변형이 일어나지 않는 성질
용융방사	플라스틱 소재를 열에 의해 녹여 섬유화시키는 방사법

자료: 우노앤컴퍼니

우노앤컴퍼니 (114630) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서

(단위: 억원)

결산(12월)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
매출액	**134**	**546**	**653**	**652**	**695**
매출원가	78	418	515	511	523
매출총이익	56	128	138	141	171
판관비	24	54	84	113	86
영업이익	32	74	54	28	85
EBITDA	37	82	63	38	95
영업외손익	**20**	**11**	**0**	**18**	**13**
외환관련손익	**0**	**3**	**-11**	**7**	**2**
이자손익	9	5	7	6	6
관계기업관련손익	6	1	0	0	0
기타	**5**	**2**	**5**	**4**	**5**
법인세비용차감전순손익	51	86	54	46	98
법인세비용	10	16	7	7	18
계속사업순손익	42	70	47	39	80
중단사업순손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**42**	**70**	**47**	**39**	**80**
지배지분순이익	42	70	47	39	80
포괄순이익	42	70	47	39	80
지배지분포괄이익	42	70	47	39	80

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산(12월)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
유동자산	**324**	**489**	**569**	**598**	**655**
현금및현금성자산	58	59	101	163	194
매출채권 및 기타채권	30	108	91	118	135
재고자산	28	104	85	77	86
비유동자산	**105**	**141**	**145**	**162**	**190**
유형자산	80	133	136	147	169
관계기업등 지분관련자산	25	0	0	4	11
기타투자자산	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**
자산총계	429	630	715	759	844
유동부채	37	89	118	131	150
매입채무 및 기타채무	8	37	31	36	39
단기차입금	20	34	74	88	104
유동성장기부채	2	4	5	0	0
비유동부채	5	33	28	28	24
장기차입금	3	9	4	6	2
사채	**0**	**20**	**21**	**22**	**22**
부채총계	42	123	145	160	174
지배지분	**387**	**507**	**569**	**600**	**671**
자본금	53	65	65	65	65
자본잉여금	150	230	230	234	234
이익잉여금	184	255	290	320	391
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	387	507	569	600	671
순차입금	-240	-209	-287	-277	-297
총차입금	25	67	105	116	127

현금흐름표

(단위: 억원)

결산(12월)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	**25**	**32**	**86**	**26**	**65**
당기순이익	42	70	47	39	80
감가상각비	5	7	9	9	10
외환손익	1	-2	8	-2	-2
종속,관계기업관련손익	-6	0	0	0	0
자산부채의 증감	-18	-55	23	-38	-35
기타현금흐름	1	12	-2	18	11
투자활동 현금흐름	**-164**	**-5**	**-95**	**33**	**-38**
투자자산	-4	0	0	-5	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-30	-25	-14	-23	-32
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-131	20	-82	60	0
재무활동 현금흐름	162	-26	53	2	2
단기차입금	**10**	**0**	**40**	**14**	**16**
사채 및 장기차입금	-8	-3	-3	-3	-5
자본	163	0	0	0	0
현금배당	-4	-5	-12	-9	-9
기타현금흐름	0	-17	28	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-1	1	3
현금의 증감	22	1	42	62	31
기초 현금	36	58	59	101	163
기말 현금	58	59	101	163	194
NOPLAT	32	74	54	28	85
FCF	-17	-12	65	-28	13

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
EPS	399	566	362	302	618
BPS	3,686	4,228	4,500	4,756	5,303
EBITDAPS	354	661	482	289	732
SPS	1,287	4,418	5,018	5,012	5,337
DPS	50	100	75	75	75
PER	11.1	6.1	11.2	13.5	6.6
PBR	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.1	2.6	3.9	6.7	2.4
PSR	3.4	0.8	0.8	0.8	0.8

재무비율

(단위: 배, %)

결산(12월)	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	-16.0	306.7	19.7	-0.1	6.5
영업이익 증가율 (%)	-39.6	133.5	-27.7	-47.1	200.9
지배순이익 증가율 (%)	-10.6	68.2	-32.7	-16.4	104.4
매출총이익률 (%)	41.6	23.4	21.1	21.7	24.6
영업이익률 (%)	23.7	13.6	8.2	4.3	12.3
지배순이익률 (%)	31.0	12.8	7.2	6.0	11.6
EBITDA 마진 (%)	27.5	15.0	9.6	5.8	13.7
ROIC	24.3	28.4	16.0	8.1	20.7
ROA	12.8	13.2	7.0	5.3	10.0
ROE	14.5	15.6	8.7	6.7	12.7
부채비율 (%)	10.7	24.2	25.5	26.6	25.9
순차입금/자기자본 (%)	-61.9	-41.2	-50.5	-46.2	-44.3
영업이익/금융비용 (배)	40.7	30.1	18.2	7.6	20.1

자료: 동양증권

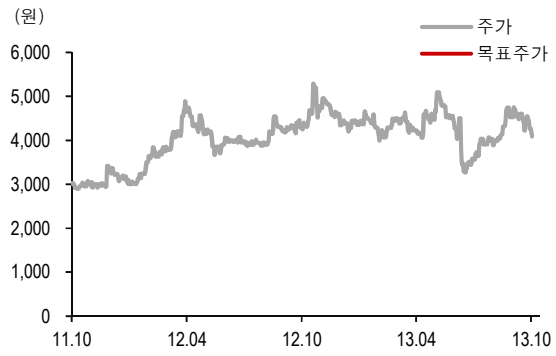
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

우노앤컴퍼니 (114630) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-24	Not Rated	-

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김준호)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.