

✓ 투자판단	매수 (신규)	✓ 목표주가	120,000 원 (신규)
✓ 상승여력	38.2%	✓ 현재주가 (4월 23일)	86,800 원

신한생각 흔들림 없는 실적, 가속화되는 성장

불확실한 화학 업종의 가장 편안한 선택지. 가성칼륨/탄산칼륨(매출 비중 90%)은 타 화학제품과 달리 경기변동에 비탄력적이며 신규 업체의 시장 진입 및 공격적 증설 어려운 구조. 글로벌 가성칼륨 수요 성장률(현재 +2%)은 DAC용 수요가 더해지며 35년까지 연평균 5% 이상으로 확대될 전망. 글로벌 1위 점유율 바탕으로 수요 성장에 따른 가장 큰 수혜 기대

성장성까지 겸비한 본업 강자

글로벌 가성칼륨 시장 점유율 1위(33%). 25년 Occidental의 첫 DAC 설비(Stratos, 50만톤) 가동 시작되며 DAC 시장 성장 예상. 21년 7월 탄소포집 관련 성장 모멘텀 부각되며 주가는 강한 상승세(+28%) 시현. 성장 가시성은 당시보다 높아졌다고 판단. 견조한 본업 지속되는 가운데 추가 수요 감안할 경우 차별화된 경쟁력 바탕으로 화학 업종에서 단연 돋보일 전망

25년 매출액 1.4조원(+23%, 이하 YoY), 영업이익 1,320억원(+38%)으로 외형과 이익 모두 성장. 국내화학은 염화칼륨 가격 강세 및 해상운임 안정화 등으로 증익(+27%). 중국화학은 가성칼륨 판가 상승 및 신규 공장(UHC 9만톤) 가동에 따른 판매량 증가로 큰 폭의 이익 개선(+53%)

Valuation & Risk: 좋아질 일만 남았다

목표주가 120,000원, 투자이견 '매수'로 커버리지 개시. 목표 PBR(주가순자산비율) 0.7배는 과거 10년 평균 PBR에 업사이클 기대감 반영하여 15% 할증. 현재(04/23) 주가는 12개월 선행 PBR 0.5배 수준. 가성칼륨 신수요의 성장, 글로벌 1위 점유율 바탕으로한 밸류에이션 확대 가능성, 중국법인 이익 정상화에 따른 수익성 개선 등을 고려할 때 업사이드 유효

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2023	1,133.7	32.1	16.3	28.2	1.8	0.5	6.4	2.4
2024	1,111.6	95.4	76.2	6.4	8.0	0.5	4.0	2.5
2025F	1,368.7	132.0	100.4	5.9	9.5	0.5	3.5	2.1
2026F	1,403.6	137.5	105.8	5.6	9.3	0.5	3.1	2.1
2027F	1,473.8	165.7	140.4	4.2	11.4	0.5	2.4	2.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화학]

김명주 연구원
✉ kimmj@shinhan.com

이진명 수석연구원
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

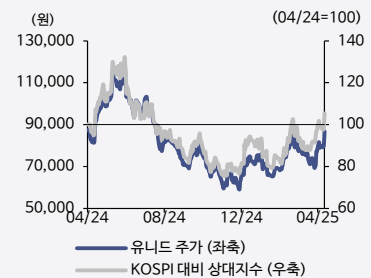
Revision	
실적추정치	신규
Valuation	신규

시가총액	587.4십억원
발행주식수(유동비율)	6.8백만주(52.4%)
52주 최고가/최저가	116,500 원/59,000 원
일평균 거래액 (60 일)	4,242 백만원
외국인 지분율	9.5%

주요주주 (%)	
유니드글로벌상사 외 10 인	45.6
국민연금공단	6.1

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	13.0	31.7	6.5	22.1
상대	18.3	31.2	10.6	16.0

주가



I. 투자 의견 및 Valuation

목표주가 120,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지 개시

목표주가 120,000원,
투자 의견 '매수'

목표주가 120,000원, 투자 의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF BPS 170,703원에 목표 PBR 0.7배를 적용하여 산출했다. 목표 PBR 0.7배는 과거 10년 평균 PBR에 칼럼 업사이클 기대감 반영하여 15% 할증했다.

현재(04/23) 주가는 12MF PBR 0.5배 수준에 불과하다. 화학 업종은 공급 과잉 지속에 업황이 악화되며 밸류에이션이 낮게 형성되고 있다. 동사는 이러한 상황 속에서도 안정적인 재무구조를 바탕으로 견조한 실적을 보여주고 있다.

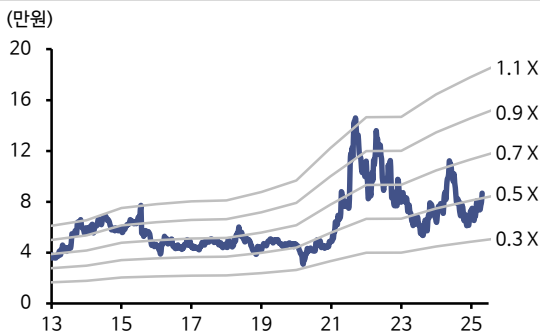
탄소포집량 가성칼럼 수요 성장에 따른 밸류에이션 확대 가능성에 주목해야 한다. 25년말 Occidental의 첫 DAC 설비 Stratos의 가동이 시작되며 DAC 시장의 본격적인 개화를 예상한다. 글로벌 가성칼럼 수요 성장률(현재 2%)은 DAC용 신규 수요가 더해지며 35년까지 연평균 5% 이상으로 확대될 전망이다. 글로벌 1위 점유율 바탕으로 가성칼럼 수요 성장에 따른 가장 큰 수혜 기대를 기대한다.

유니드 목표주가 산출

	25F	12MF	26F	비고
BPS (원)	162,638	170,703	174,736	
Target PBR (배)	0.7	0.7	0.7	과거 10년 평균 PBR에 업사이클 기대감 반영하여 15% 할증
ROE (%)	9.5	9.3	9.3	
목표주가 (원)	120,000	120,000	120,000	
현재주가 (원)		86,800		
상승여력 (%)		38.2		

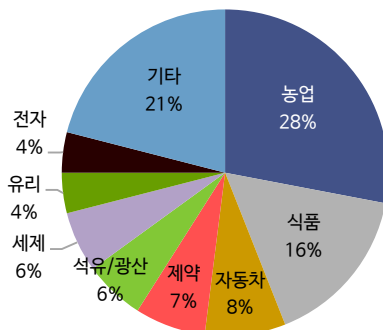
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

유니드 12MF PBR 밴드 차트



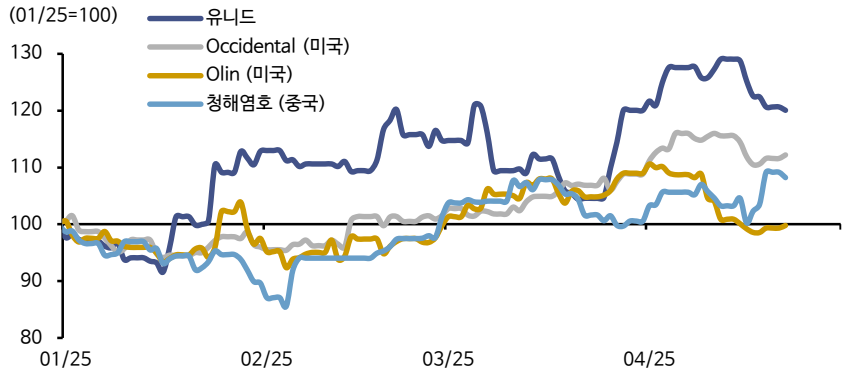
자료: Quantiwise, 신한투자증권 추정

수요처별 매출 비중 (국내법인)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 가성칼륨 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

유니드 PBR Valuation 추이 및 전망

(배)		12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25F	26F
PBR	기말	0.5	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
	최고	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6	1.4	1.0	0.7	0.8	0.5	0.5
	최저	0.4	0.5	0.7	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
	평균	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4

자료: FnGuide, 신한투자증권 추정

국내 및 글로벌 Peers 그룹 Valuation

(백만달러, 배, %)	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			EPS_GROWTH		
		24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F	24	25F	26F
글로벌 Peers 업체 - 가성칼륨/염화칼륨																
Occidental (미국)	37,563	11.6	15.1	12.3	1.3	1.3	1.2	5.1	5.2	4.9	11.9	8.8	10.2	(39.0)	1.9	22.9
Olin (미국)	2,487	23.4	22.0	9.1	1.2	1.3	1.5	6.1	6.1	5.0	5.1	5.1	10.8	(74.9)	6.7	141.3
청해염호 (중국)	11,844	18.4	15.0	13.5	2.5	2.1	1.8	12.3	10.3	9.4	13.8	14.0	13.6	(40.8)	23.5	11.1
Nutrien (캐나다)	26,151	15.0	14.1	13.4	1.1	1.1	1.0	7.3	6.9	6.7	6.6	7.4	7.3	(46.2)	178.3	5.5
Mosaic (미국)	8,838	13.1	12.0	11.6	0.7	0.7	0.7	6.0	5.5	5.5	4.3	6.2	6.1	(84.4)	323.3	3.4
국내 Peers 업체 -CA(클로르 알카리)																
유니드	412	7.0	6.8	6.2	0.6	0.5	0.5	4.2	3.8	3.5	8.8	8.3	8.6	368.7	11.3	10.3
한화솔루션	2,890	-	-	10.2	0.6	0.5	0.5	42.6	11.6	8.2	(17.6)	(0.5)	5.1	적지	적지	흑전
LG화학	11,100	40.6	24.9	8.6	0.5	0.5	0.5	8.4	6.5	4.7	1.1	2.0	5.6	적전	흑전	188.4
롯데정밀화학	615	14.3	6.8	5.4	0.4	0.4	0.3	3.0	2.3	2.0	2.7	5.4	6.4	(80.0)	247.7	26.7

자료: Bloomberg, 신한투자증권

II. 기업 개요

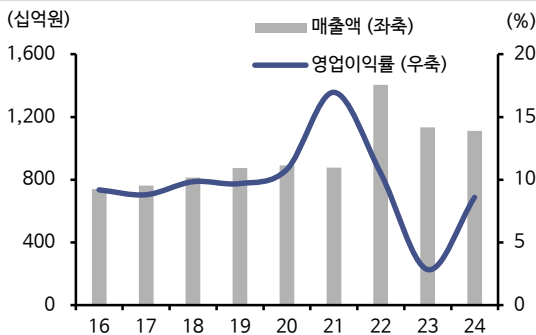
글로벌 No.1 가성칼륨 업체

글로벌 가성칼륨 1위,
매출 비중은 칼륨계 86%

유니드는 글로벌 No.1 가성칼륨 및 탄산칼륨 업체다. 가성칼륨 기준 글로벌 33%(아시아 70%), 탄산칼륨은 45%의 시장 점유율을 차지하고 있다. 제품으로는 칼륨계(가성칼륨, 탄산칼륨) 및 염소계 제품(염소, 염산 등)으로 구성되어 있으며, 매출 비중(국내, 24년 기준)은 칼륨계 86%, 염소계 14%이다.

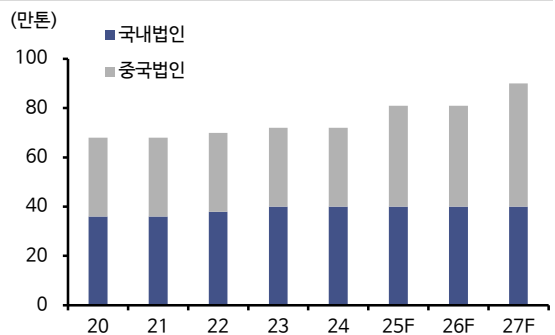
사업부는 국내, 중국화학으로 나뉘어 있으며 가성칼륨 기준 국내 40만톤, 중국 41만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 27년까지 중국 내 9만톤 증설 계획 중이며 이후 전사 생산능력은 90만톤으로 확대될 전망이다. 국내법인의 수출 비중은 매출의 78%(24년 기준)으로 높은 반면, 중국법인은 대부분 내수로 공급되고 있다.

유니드 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Quantiwise, 신한투자증권

유니드 가성칼륨 증설 계획



자료: 회사 자료, 신한투자증권

유니드 연결 종속회사 현황

상호	설립일	소재지	주요 사업	주요 종속회사
UNID(Jiangsu)Chemical Co.,Ltd.	'02.06	중국	화학제품 제조, 판매	해당
Jiangsu OCI Chemical Co.,Ltd.	'08.01	중국	화학제품, 증기 및 발전 전기 제조, 판매	해당
UNID(Sichuan)New Materials Co.,Ltd.	'20.04	중국	화학제품 제조, 판매	미해당
UNID(Shanghai) Enterprise Management Co.,Ltd.	'20.11	중국	화학제품 판매	미해당
UNID(Hubei) New Materials Co., Ltd	'22.12	중국	화학제품 제조, 판매	미해당

자료: 회사 자료, 신한투자증권 / 주: 주요종속회사의 기준은 직전사업연도 별도재무제표상 자산총액이 750억원 이상

가성칼륨 수급은
변동성이 크지 않은 편
→ 스프레드 조정 용이

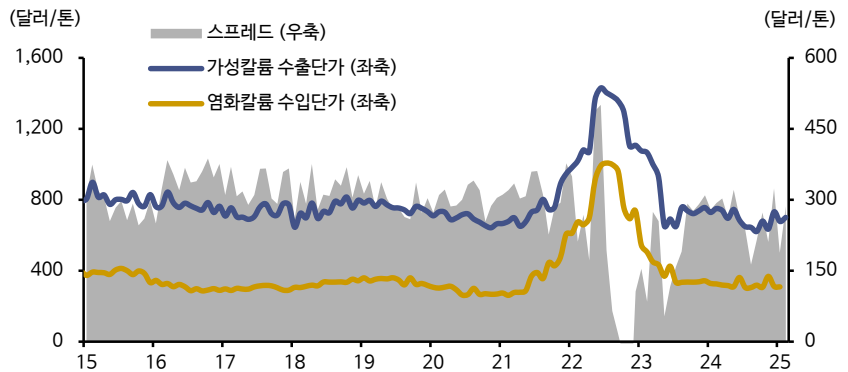
칼륨계 제품 가격은
염화칼륨과 연동

실적 좌우하는 요인, 염화칼륨

가성칼륨 수요는 매년 2~3%씩 꾸준히 성장하고 있고, 공급 역시 유니드와 일부 중국 업체들을 제외하면 증설이 제한적이며 수급 변동성이 크지 않다. 또한 가성칼륨은 비료, 의약, 화학, 음식 등 다양한 산업에 극소량 더해지는 필수 첨가제로 사용되며, 다른 화학제품에 비해 경기변동에 비탄력적이다. 이로 인해 스프레드(제품과 원재료 가격 차이) 조정이 비교적 원활하게 이뤄질 수 있다.

가성칼륨과 탄산칼륨 가격은 원재료 염화칼륨에 연동되며, 염화칼륨 가격의 변동은 제품 판가에 대부분 전가된다. 염화칼륨 가격은 제품 생산 원가의 30%를 차지하며, 실적을 좌우하는 핵심 요인이다. 참고로 동사는 캐나다 칼륨 공급업체 Canpotex로부터 염화칼륨을 전량 조달 받고 있으며, 수입 가격은 구매 협상력 등으로 국내 비료업체 수입분 대비 8~10% 낮게 형성되어 있다.

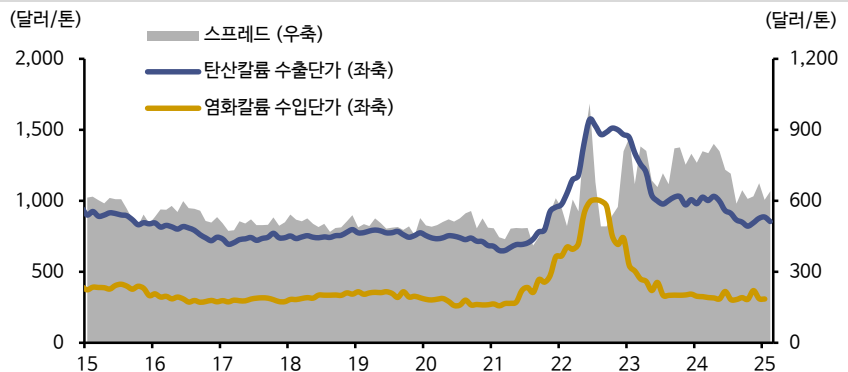
가성칼륨 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 신한투자증권

주: 원단위 스프레드 = 가성칼륨 수출가격 - 염화칼륨 수입가격(2개월 전)*1.33

탄산칼륨 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 신한투자증권

주: 원단위 스프레드 = 탄산칼륨 수출가격/0.81 - 염화칼륨 수입가격(2개월 전)*1.33

III. 투자포인트

1) 수요 전선의 변화, DAC (Direct Air Capture)

Net Zero 시대의 숨은 수혜주

Net Zero 달성을 위해서는
30년까지 연평균 9%씩
이산화탄소 감축 필요

24년 전 세계 이산화탄소 배출량은 374억톤으로 23년(370억톤) 대비 증가했다. IEA에 따르면, 2050 Net Zero를 이루기 위해서는 이산화탄소 배출량을 2030년까지 210억톤 감축해야 한다. 이를 위해 30년까지 매년 평균 9%씩 이산화탄소를 줄여야 하며, 탄소 저감 및 제거 기술의 도입은 선택이 아닌 필수다.

25년 DAC 설비(50만톤)
가동 시작 예정
→ DAC 시장 개화 기대

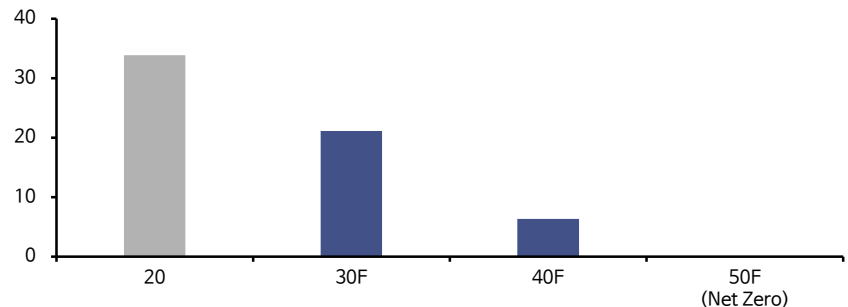
25년 DAC(Direct Air Capture, 직접 공기 포집) 시장의 개화를 기대한다. DAC는 대기 중 존재하는 이산화탄소를 포집하여 제거하는 기술이다. 25년 말 1PointFive의 첫 DAC 설비 Stratos의 가동이 시작된다. 해당 설비는 연 50만톤 규모의 이산화탄소를 포집할 수 있다. 이는 현재 가동 중인 최대 규모 설비(3.6만톤)의 14배에 이르는 수준으로, DAC 시장 확대의 신호탄이 올랐다.

현재 가동되고 있는
DAC 플랜트는 총 27개

24년 기준 전 세계적으로 가동되고 있는 DAC 플랜트는 총 27개다. 이 중 연간 1,000톤 이상을 포집하는 상업적 규모의 공장은 5개에 불과하며 대부분은 1,000톤 미만이다. BNEF에 따르면, 현재까지 발표된 DAC 프로젝트가 모두 실현되면 30년까지 1,200만톤의 탄소를 포집할 수 있을 것으로 분석된다.

이산화탄소 배출량 목표 (Net Zero 시나리오)

(십억톤)



자료: IEA, 신한투자증권

현재 가동 중인 대규모 DAC 프로젝트 현황

프로젝트명	위치	업체	발표 연도	가동 연도	포집능력(톤CO2/년)
Orca	아이슬란드	Climeworks, Carbfix	2019	2021	4,000
Global Thermostat Colorado	미국	Global Thermostat	2020	2023	1,000
Heirloom California	미국	Heirloom	2021	2023	1,000
Bantam	미국	Heimdal	2020	2024	5,000
Mammoth	아이슬란드	Climeworks, Carbfix	2021	2024	36,000
Stratos (예정)	미국	1PointFive (Occidental)	2022	2025	500,000

자료: 언론 종합, 신한투자증권

DAC:

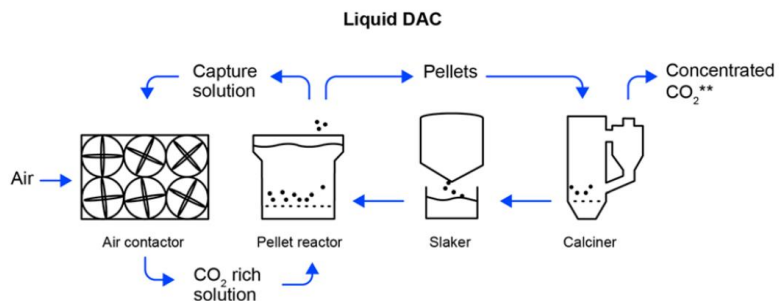
대기에 존재하는 탄소를
직접 포집 후 제거하는 기술

가성칼륨은 L-DAC의
액체 흡착제로 사용

DAC(Direct Air Capture)는 대기 중 존재하는 이산화탄소를 포집하여 제거하는 기술을 말하며, 흡착제의 종류에 따라 S-DAC, L-DAC로 구분된다. S-DAC는 저압 및 중온에서 작용하는 아민 계열 고체 흡착제를 기반으로 한다. 반면 L-DAC는 고온에서 반응하는 염기성 수용액 등의 액체 흡착제를 투입한다. 주로 사용되는 방식은 L-DAC이며, 에너지 사용량이 적고 포집 비용이 낮은 편이다.

가성칼륨은 L-DAC의 액체 흡착제로 사용된다. 가성칼륨이 공기 중 이산화탄소와 반응하여 탄산칼륨을 형성하고, 흡착된 이산화탄소는 화학적 처리를 통해 순수한 이산화탄소로 회수된다. 수산화나트륨도 흡착제로 사용되지만, 가성칼륨이 낮은 농도(0.04%)의 환경에서 높은 흡착 효율을 보이기 때문에 주로 사용된다.

L-DAC 기술 원리



자료: IEA, 신한투자증권

S-DAC, L-DAC 비교

	L-DAC(Liquid Direct Air Capture)	S-DAC(Solid Direct Air Capture)
포집 기술	습식 흡착(Liquid solvent)	건식 흡수(Solid sorbent)
대표 업체	1PointFive	Climeworks
에너지 사용량(GJ/tCO ₂)	5.5~8.8	7.2~9.5
전기에너지 사용량(kWh/tCO ₂)	366	400
물 필요량(tH ₂ O/tCO ₂)	0~50	자체 공급
포집 설비 용량	대규모(e.g. 0.5~1백만톤CO ₂ /년)	모듈 형태(e.g. 단위당 50톤CO ₂ /년)
포집제	가성칼륨(KOH)	아민(Amine)
장점	- 상대적으로 적은 에너지 소비량 - 대규모 포집 가능 - 기존 상업화된 용매 사용 - 기존 상업화된 설비에 채택	- 순수한 물 생산 가능 - 모듈 형태로 저렴한 자본투자 비용 - 설비 가동에 저탄소 에너지 사용 - 향후 추가적인 비용 절감 가능성
단점	- 설비 투자 비용 높음 - 용매 재생을 위해 천연가스 연소에 의존	- 상대적으로 큰 에너지 소비량 - 흡착제에 대한 유지보수 필요

자료: IEA, 신한투자증권

미국 정부,
DAC 기술 상용화를 위해
다양한 지원 제도 구축

미국 외 국가들도 DAC의
활성화를 위해 다양한 정책
추진 중

글로벌 DAC 시장 확대, 미국 주도하에 가속화

24년 12월 미국 에너지부(DoE)는 DAC 기술 상용화를 위해 18억달러 규모의 지원 사업을 신청받기 시작했다. 2022년에는 대규모 DAC 허브 4곳의 구축을 지원하기 위해 35억달러의 보조금 예산을 배정했고, 이 중 12억달러는 현재 1PointFive의 텍사스 시설과 Climeworks의 루이지애나 시설에 투입되고 있다.

또한 미국 정부는 22년 IRA에 '45Q Tax Credit' 제도를 추가 개정하여 탄소포집 관련 프로젝트에 대한 지원을 대폭 강화했다. 기업들의 탄소포집 기술 도입을 장려하기 위해 감축 탄소량에 따른 세액 공제 규모를 확대했다. DAC CCS는 기존 톤당 50달러에서 130달러로, DAC CCU는 35달러에서 130달러로 상향 조정됐다. Global CCS Institute에 따르면, IRA 시행으로 30년까지 미국 내 탄소포집 시스템이 최대 13배까지 증가할 수 있을 것으로 분석된다.

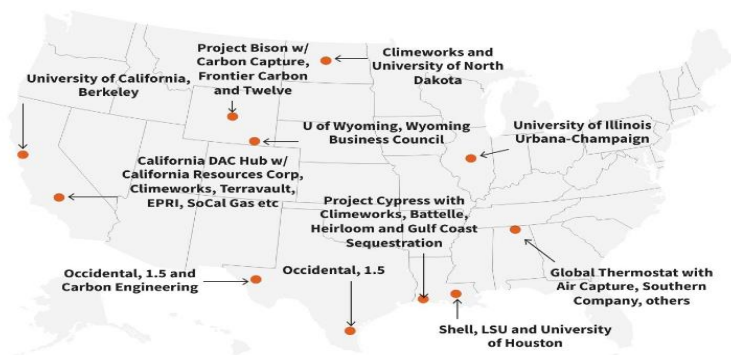
미국 외 국가들도 DAC 기술의 활성화를 위해 다양한 정책을 추진하고 있다. 캐나다는 30년까지 DAC 투자 금액의 최대 60%를 세제 혜택을 주고 있다. EU는 24년 DAC을 포함한 기술 투자를 촉진하기 위해 '탄소 제거 인증 프레임워크'에 잠정 합의했다. 영국은 DAC을 포함한 탄소 제거 규모를 30년 500만 톤에서 50년 8,000만 톤으로 확대하는 목표를 설정했다. 또한, 23년 봄 예산에 DAC을 포함한 CCUS 프로그램에 최대 200억 파운드의 자금을 배정했다.

미국 45Q 세액공제 비교 (2018년 vs. 2022년)

(달러/톤)		BBA (2018)	IRA (2022)
CCS (포집 후 저장)	CCS	50	85
	DAC CCS	50	180
CCU (포집 후 활용)	CCU	35	60
	DAC CCU	35	130

자료: 언론 종합, 신한투자증권

미국의 주요 DAC 허브 프로젝트 추진 계획



자료: Reuters, 신한투자증권

AI가 불러온 탄소 딜레마, 빅테크의 해법은 DAC

미국 빅테크 기업,
기후변화 대응을 위해
DAC 기술 선택

24년 11월 마이크로소프트는 DAC 스타트업 ‘딥스카이(Deep Sky)’의 탄소 크레딧 구매 계약을 체결했다. 계약 규모는 약 1만톤으로 향후 10년에 걸쳐 크레딧을 전달 받을 예정이다. 구글의 경우 DAC 스타트업 ‘홀로센(Holocene)’으로부터 30년대 초까지 탄소 크레딧 10만톤을 톤당 100달러로 인도 받을 계획이다. 아마존 또한 1PointFive로부터 향후 10년간 25만톤 규모를 구매할 예정이다.

빅테크, 탄소 크레딧 구매로
환경 문제 대응
DAC 업체들은 파트너십
바탕으로 기술 개발 가속화

미국 빅테크들은 기후변화에 대응할 해법으로 DAC를 선택했다. AI 수요 급증에 따른 데이터센터 붐으로 탄소 배출량이 증가했기 때문이다. 마이크로소프트의 경우 23년 탄소 배출량은 20년 대비 29% 증가했다고 발표했다. 구글 또한 2019년 대비 48% 증가했다고 밝히며 ‘전력 집약적 AI 인프라를 구축한 결과’라고 설명했다. 빅테크들은 탄소 크레딧 구매를 확대하며 대응하고 있으며, DAC 업체들은 파트너십을 바탕으로 기술 개발을 가속화하여 상업성을 높일 수 있다.

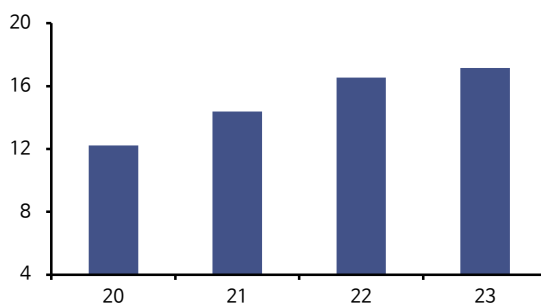
DAC 프로젝트 주요 탄소 구매 계약 내용

체결 시점	프로젝트	구매 회사	구매 규모(톤)	계약 기간
2024.11	Deep Sky Labs	마이크로소프트	10,000	10년
2024.07	Stratos DAC Project	마이크로소프트	500,000	6년
2024.03	Stratos DAC Project	AT&T	-	-
2023.09	Stratos DAC Project	아마존	250,000	10년
2022.03	Stratos DAC Project	에어버스	100,000	4년
2023.09	Project Cypress	마이크로소프트	315,000	-
2023.11	Project Bison	프론티어	45,000	-
2023.06	Project Bison	BCG	40,000	5년

자료: 언론 종합, 신한투자증권

마이크로소프트 온실가스 배출 현황

(백만톤CO2)

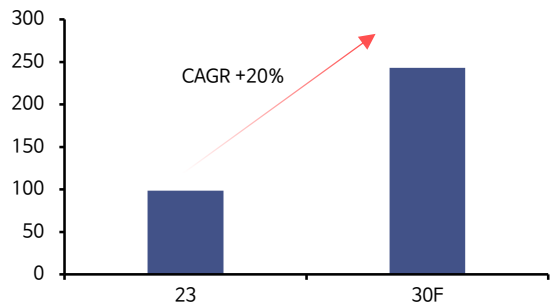


자료: Microsoft, 신한투자증권

주: 온실가스 배출에는 Scope 1, 2, 3 포함

글로벌 데이터센터 시장 전망

(십억달러)



자료: 산업 자료, 신한투자증권

가성칼륨 수요 계산: 35년까지 연평균 5% 성장

1PointFive, 35년까지
총 포집능력 1,400배 이상
확대할 계획

25년 1PointFive의 DAC 설비인 Stratos(50만톤)가 가동을 시작한다. 1PointFive는 Occidental의 자회사로 L-DAC 원천기술을 보유한 대표 업체다. 27년에는 South Texas(100만톤) 용량이 추가되어 포집능력이 150만톤으로 확대된다. 또한, 35년까지 총 포집능력을 7천만톤으로 확장하겠다는 목표를 설정했다.

30년까지 L-DAC향
가성칼륨 수요 10만톤 증가
전망 (24년 수요의 5%)

Oxford Institute에 따르면, 이산화탄소 100만톤 포집하는 설비를 설치할 때 가성칼륨 1만톤이 필요하며, 가동 후에도 매년 1천톤이 추가로 필요하다. 1PointFive의 포집능력이 35년 7천만톤으로 증가한다고 했을 때, 가동 중인 용량을 제외한 신규 설치 용량은 연평균 48% 증가할 것으로 예상된다. 미국 내 가성칼륨의 누적 소비량은 25년 5천톤에서 30년 10만톤, 35년 82만톤으로 확대된다.

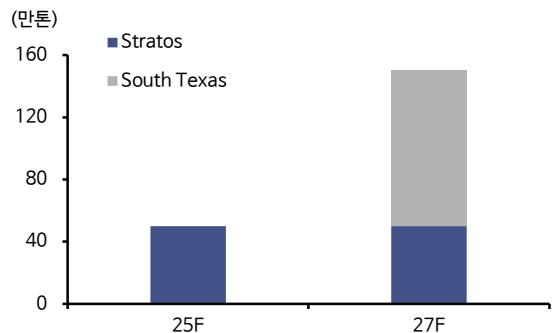
35년까지 L-DAC향 수요를 포함한 가성칼륨 수요는 연평균 5%씩 증가할 것으로 보이며, 현재 성장률인 2%를 웃돈다. 동사는 글로벌 1위 점유율을 바탕으로 DAC 시장이 성장함에 따라 물량 증대 및 고객사 다변화가 가능할 전망이다.

1PointFive의 DAC 설비 'Stratos'



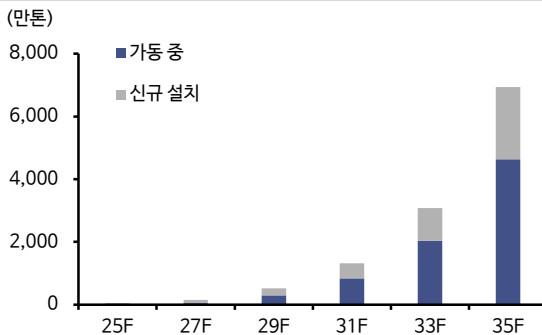
자료: 1PointFive, 신한투자증권

1PointFive L-DAC 프로젝트 계획



자료: 1PointFive, 신한투자증권

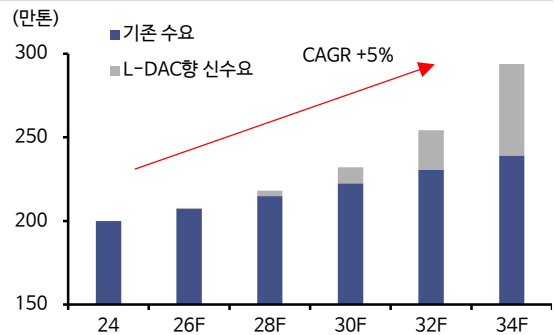
1PointFive 이산화탄소 포집능력 추정



자료: 1PointFive, 신한투자증권 추정

주: 신규 설치(27~35)는 연평균 48% 증가를 가정

가성칼륨 수요 예측



자료: 1PointFive, 신한투자증권 추정

주: 1PointFive 이산화탄소 포집능력 바탕으로 계산

2) 트럼프發 태풍 속 빛날 생존력

상호관세, 큰 악재는 아니다

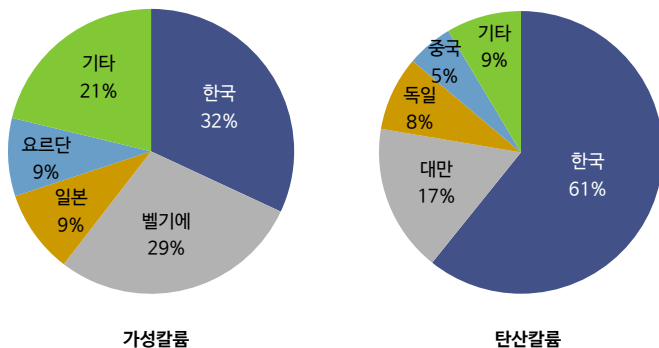
상호관세율 25% 적용에도
타사 대비 타격 규모 ↓

4월 9일 트럼프는 중국을 제외한 국가에 대한 상호관세를 90일간 유예하고 기본 관세율 10%만 부과하겠다고 발표했다. 이에 따라 한국은 7월 14일까지 기본관세율 10%를 적용받고, 협상이 결렬되면 상호관세율 25%가 적용된다. 상호관세가 도입되어도 동사는 ① 비교적 낮은 관세 노출도, ② 곡물가격 강세에 따른 제품 가격 상승으로 다른 화학사들 대비 타격 규모가 작을 것으로 판단한다.

비교적 낮은 관세 노출도:
북미향 판매 비중 7% 수준

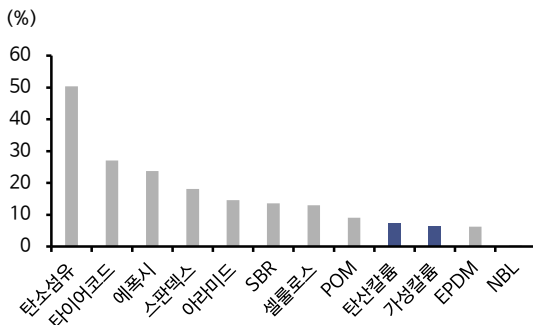
① 비교적 낮은 관세 노출도: 24년 기준 가성칼륨 및 탄산칼륨의 미국 수출 비중은 각 6%, 7%로 타 화학제품에 비해 낮은 편이다. 반면 미국의 수입 비중은 각 32%, 61%로, 한국이 가장 큰 비중을 차지한다. 동사의 북미향 판매 비중은 전체의 8%에 불과하다. 이에 높은 관세율이 부과되어도 북미 판매량이 소폭 감소할 수 있으나 그 폭은 제한적일 것이라 판단한다. 참고로 중국법인(UJC, OJC)은 생산량 대부분을 내수에 공급하고 있어 상호관세의 영향권 밖에 있다.

미국 가성칼륨 및 탄산칼륨 국가별 수입 비중 (24년 기준)



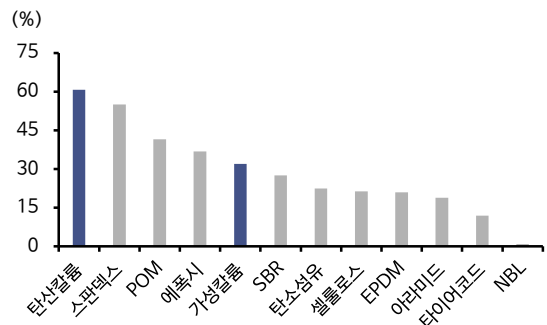
자료: KITA, 신한투자증권

화학 제품별 한국의 미국 수출 비중



자료: KITA, 신한투자증권

화학 제품별 미국의 한국 수입 비중



자료: KITA, 신한투자증권

곡물가격 강세로 인한 염화칼륨 가격 상승 기대

관세 전쟁, 식량 전쟁으로 변질 가능성 有

판매량 조정 받을 순 있으나 평가 측면에서는 긍정적 요인이 더 클 것

② 곡물 가격 ↑ → 칼륨비료 가격 ↑ → 염화칼륨 가격 ↑ → 가성칼륨 가격 ↑ :
현재 옥수수 선물가격은 4월 2일(상호관세 발표일) 대비 6% 이상 상승했다. IFPRI에 의하면, 상호관세는 전세계 농식품 무역을 기준치보다 3.3% 감소시킬 것이며, 각국이 보복관세를 부과할 경우 감소폭은 4.7%까지 커질 전망이다.

관세 전쟁은 식량 전쟁으로 변질 가능성이 있다. 지난 3월 트럼프는 본인 SNS에 자국 농민에게 미국 내에서 소비할 농산물 생산을 준비하라고 언급했다. 또한 중국의 농산물 보복관세에 대해서도 자국 농민을 보호하겠다고 강조했다. 트럼프 행정부의 보호무역주의 기조 하에 식량 안보의 중요성은 더욱 부각될 전망이다.

통상 곡물 가격 강세는 비료 가격 상승으로 이어진다. 실제로 상호관세 발표 후 브라질(최대 농산물 순수출국) 칼륨비료 스팟가격은 약 4% 상승했다. 칼륨비료 가격 상승은 원재료 염화칼륨 가격을 끌어올리며, 이에 가성칼륨 및 탄산칼륨 가격도 높은 수준에서 형성될 가능성이 높다. 참고로, 1분기 염화칼륨 및 가성칼륨 가격(국내 기준)은 각 314달러, 684달러로 전분기 대비 2%, 6% 상승했다. 따라서 높은 관세율이 부과될 경우 동사의 판매량은 일부 조정을 받을 수 있으나, 제품 평가 측면에서는 긍정적 요인이 더 클 것으로 판단한다.

자국 농민들에 '미국 내 소비할 농산물 생산 준비' 언급



Donald J. Trump
@realDonaldTrump

To the Great Farmers of the United States: Get ready to start making a lot of agricultural product to be sold INSIDE of the United States. Tariffs will go on external product on April 2nd. Have fun!

4.18k ReTruths 18.2k Likes

Mar 03, 2025, 1:32 PM

Reply

ReTruth

Like

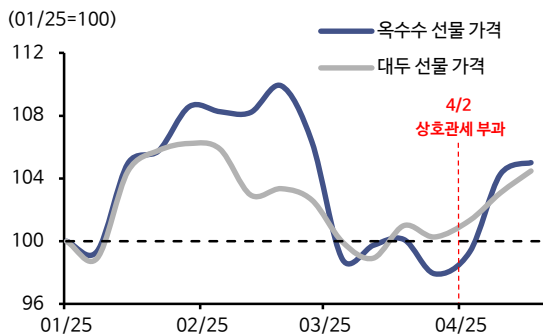
Bookmark

Share

More

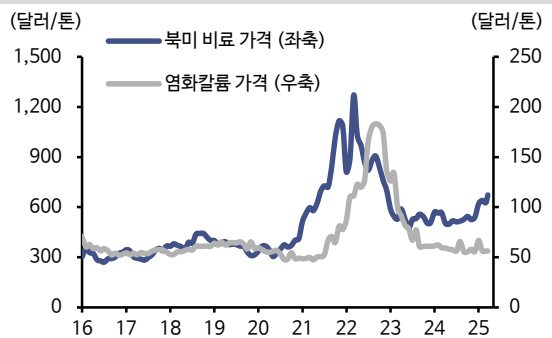
자료: Truth Social, 신한투자증권

옥수수 및 대두 상대가격 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

비료 가격 및 염화칼륨 가격 비교



자료: Green Market, KITA, 신한투자증권

캐나다 관세, 우리에겐 기회

美, 캐나다산 칼륨에 10% 관세 부과

3월 트럼프는 캐나다산 수입품에 대해 관세율 25%를 부과했으나, 칼륨에는 예외적으로 10%(USMCA 비준수 상품)를 적용했다. 미국은 캐나다로부터 24년 기준 염화칼륨을 84%, 칼륨비료(MOP)는 86% 수입한다. 캐나다산 칼륨 의존도가 높기 때문에 관세율 조정은 자국 농가의 부담을 완화하기 위한 조치로 해석된다.

관세 부과로 미국 내 염화칼륨 가격 상승 불가피

그럼에도 불구하고 미국 내 염화칼륨 가격 상승은 불가피하다. 글로벌 염화칼륨 시장은 상위 3개국(캐나다, 러시아, 벨라루스)의 점유율이 70%로 과점 시장이다. 미국의 염화칼륨 생산량은 40만톤(↔글로벌 7,200만톤)에 불과하다. 염화칼륨 소비량이 530만톤임을 감안했을 때 국내 수요를 충족하기 위해 해외 수입이 필수적이다. 캐나다 최대 염화칼륨 업체 Nutrien(북미향 34%)의 CEO Ken Seitz는 지난 2월 컨퍼런스콜에서 관세 부과 시 그 비용을 미국 시장에 그대로 전가하겠다는 입장을 밝힌 바 있다. 이러한 상황에서 염화칼륨 가격 상승은 불가피하며, 결국 미국 내 가정칼륨 및 탄산칼륨 가격 상승으로 이어질 수밖에 없다.

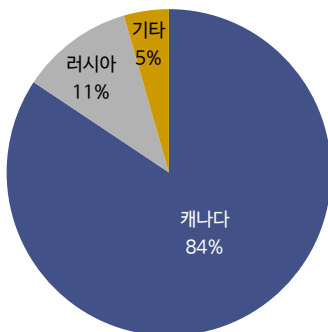
러시아 및 벨라루스로부터 수입 물량 크게 늘릴 가능성 또한 낮은 상황

러시아 및 벨라루스(글로벌 염화칼륨 공급의 34%)로부터 수입 물량을 크게 늘릴 가능성은 낮은 상황이다. 벨라루스는 광산 유지보수를 위해 상반기에 100만톤 감산한다. 러시아 역시 2분기 30만톤 감산할 예정이며, 내수 공급 확대를 위해 수출 물량을 최소 40만톤 감축하겠다고 발표했다. 이로 인해 벨라루스는 연간 생산량의 약 10%, 러시아는 5%를 감산하게 되며, 양국 모두 미국향 수출 물량을 늘릴 여력은 없을 것으로 판단한다.

북미향 스프레드 확대 및 판매량 증가도 가능할 전망

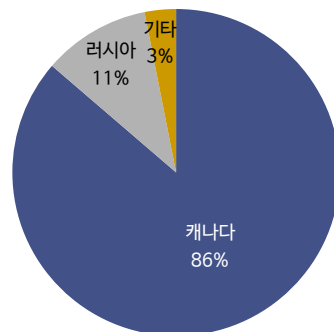
유니드는 캐나다 Canpotex로부터 염화칼륨을 전량 공급 받는다. 상대적으로 저렴한 가격에 원재료를 조달받고 비싼 가격에 가정칼륨과 탄산칼륨을 미국에 수출 가능하다. 또한 미국에 칼륨 제품을 내수 가격보다 소폭 낮게 판매할 경우 미국 내 추가 고객사도 확보할 수 있다. 동사는 전체 판매량의 8%를 북미에 수출하고 있다. 북미향 제품 스프레드 확대에 판매량 증가까지 가능할 전망이다.

미국 염화칼륨 국가별 수입 비중 (24년)



자료: KITA, 신한투자증권

미국 칼륨비료(MOP) 국가별 수입 비중 (24년)



자료: US Customs, 신한투자증권

IRA 폐지될 경우 저탄소 기술 성장에 제동이 걸릴 수 있다는 우려 제기

Green new scam? 그럼에도 어려운 IRA 폐지

親화석연료 대통령이 귀환했다. 트럼프는 화석연료 산업의 부흥을 강조하며 집중 투자를 약속했으며, 1기 때와 마찬가지로 파리 협정을 탈퇴했다. 22년 바이든 행정부가 기후위기 대응을 골자로 도입한 IRA(인플레이션감축법)를 ‘Green new scam(신종 녹색 사기)’라 비판하며 법안 전면 폐지도 적극 추진 중이다. IRA는 탄소포집 등 저탄소 기술에 대해 세제 혜택(45Q)을 제공하고 있어, 폐지될 경우 성장에 제동이 걸릴 수 있다는 우려가 제기되고 있다.

IRA는 경제적 효과 ↑

트럼프의 강한 의지에도 IRA의 전면 폐지는 쉽지 않을 전망이다. 24년까지 공화당 주에 투입된 IRA 기반 투자 금액은 민주당 주의 7배, 창출된 신규 일자리 수는 3배에 달한다. 이로 인해 수혜를 입은 공화당 주와 연방 정부 간 충돌이 발생할 가능성이 있다. 실제로 최근 공화당 상원의원 4명(공화당 자력으로 예산조정 법안을 통과시키지 못하는 숫자)이 지도부에 전면 폐지에 반대한다는 서한을 보냈으며, 3월에는 공화당 하원의원 21명이 반대 의사를 밝혔다.

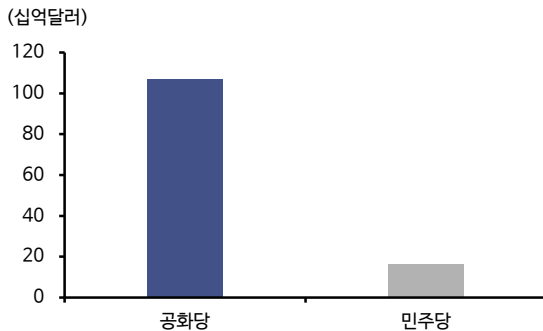
IRA 폐지는 미국 에너지 기업 실적에도 부정적

IRA 폐지는 미국 에너지 기업들의 실적에도 부정적 영향을 미친다. WSJ에 따르면, 선거 운동 기간 동안 ExxonMobil과 Occidental을 비롯한 에너지 기업들은 트럼프 캠프에 IRA 폐지에 반대한다는 입장을 전달했다. 이들은 22년 법안 통과 당시에는 비판적이었으나, 저탄소 에너지 프로젝트에 막대한 보조금이 지급되자 이를 활용해 사업 방향을 전환하고 있다. 특히 ExxonMobil은 IRA를 기반으로 탄소포집 등 저탄소 에너지 기술에 300억달러 이상을 투자할 계획이다. IRA 폐지가 미칠 부정적인 영향을 우려하여 정치적 압력을 행사할 가능성이 높다.

전면 폐지보다는 보조금 축소나 일부 조정에 그칠 가능성 높

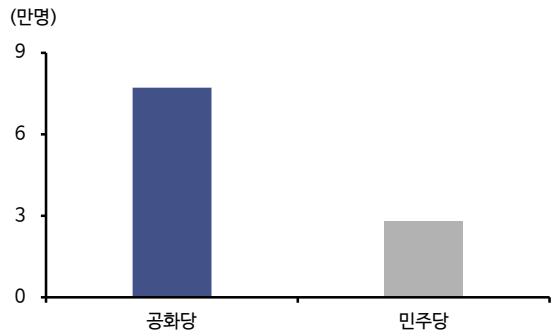
트럼프의 재집권으로 미국 내 저탄소 투자 속도는 일시적으로 조정될 수 있지만, 친환경 흐름 자체를 바꾸지는 못할 것이라 판단한다. ① IRA의 경제적 효과가 크고, ② 전통에너지 기업들이 폐지에 반대한다는 점을 고려할 때, 전면 폐지보다는 보조금 축소나 일부 조정에 그칠 가능성이 높다. 저탄소 에너지로의 전환은 이미 시작되었으며 트럼프 영향에도 글로벌 친환경 기조는 꺾이지 않을 것이다.

지역구별 IRA 투자 금액



자료: E2 Clean Economy Works, 신한투자증권

지역구별 신규 일자리 창출 효과



자료: E2 Clean Economy Works, 신한투자증권

화석연료 생산 확대에 필수적인 탄소포집

트럼프 에너지정책의 핵심은 화석연료 생산 확대

트럼프 에너지 정책의 핵심은 화석연료 생산 확대에 있다. 트럼프는 선거 운동 기간 동안 ‘드릴, 베이비, 드릴!’을 반복적으로 언급하면서 화석연료 산업에 대한 규제를 완화하겠다고 공언했다. 취임 후에는 석유, 가스 프로젝트 허가를 가속화하기 위해 국가 에너지 비상사태를 선포했다. 국내에 저렴한 에너지를 공급해 산업을 활성화하고 화석연료 수출을 늘려 에너지 패권을 강화하려는 전략이다.

EOR 기술에 필요한 이산화탄소 확보 위해 탄소포집 주목 받을 전망

트럼프의 핵심 정책인 화석연료 생산량 확대를 위해서는 EOR(원유회수증진) 기술이 필수적이다. EOR은 더 많은 원유를 짜내기 위해 오래된 유전과 가스전에 이산화탄소를 압입하는 기술이다. 이 기술로 기존 방법으로 회수할 수 있는 양을 넘어 더 많은 탄화수소를 추출할 수 있다. 산유량 확대를 위해 EOR 기술 활용은 필수적이므로, 관련 투자가 증가할 것으로 예상된다. 또한, 투입할 이산화탄소를 확보하기 위한 방법으로 탄소포집이 더욱 주목받을 것으로 기대한다.

ExxonMobil, 석유 생산 증대 위해 EOR 기술 적극 활용 중

세계 최대 에너지 기업인 ExxonMobil은 석유 생산을 증대하기 위해 EOR 방식을 이미 적극 활용하고 있다. 탄소포집 프로젝트인 '슈트 크릭'을 운영하고 있으며, 포집된 이산화탄소는 EOR 작업에 활용 및 판매되고 있다. 해당 설비의 연간 이산화탄소 포집량은 700만톤이며 25년부터 100만톤 추가로 확장될 예정이다.

미국 내 EOR용 탄소포집 프로젝트 정리

프로젝트명	가동 연도	분야	포집 능력(백만톤)
Occidental Terrell	1972	천연가스/LNG	0.5
Enid Fertilizer	1982	수소/암모니아/비료	0.2
ExxonMobil Shute Creek Gas	1986	천연가스/LNG	7
Great Plains Synfuels Plant and Weyburn-Midale	2000	수소/암모니아/비료	3
Core Energy CO2-EOR South Chester plant	2003	천연가스/LNG	0.35
Arkalon CO2 Compression Facility	2009	바이오에너지/에탄올	0.5
Longfellow WTO Century Plant	2010	천연가스/LNG	5
Bonanza BioEnergy CCS	2012	바이오에너지/에탄올	0.1
Air Products Valero Port Arthur Refinery	2013	수소/암모니아/비료	0.9
Coffeyville Gasification Plant	2013	수소/암모니아/비료	0.9
Contango Lost Cabin Gas Plant	2013	천연가스/LNG	0.9
Petra Nova Carbon Capture	2017	발전/열	1.4
Bantam DAC Oklahoma	2024	DAC	0.005
Cotton Cove CCS	2024	천연가스/LNG	0.045

자료: Global CCS Institute, 신한투자증권

3) 25년, 다시 돌아온 염화칼륨 상승장

22년 염화칼륨 쇼크, 그리고 주가의 롤러코스터

22년 염화칼륨 가격 폭등

1) 전쟁으로 공급 차질

2) 가스價 상승으로

칼륨 비료 수요 증가

22년 러-우전쟁 발발에 따른 염화칼륨 가격 급등(21년 저점 대비 +286%)으로 동사 주가 및 실적은 큰 변동성을 보였다. 1) 전쟁으로 인한 공급 차질, 2) 질소비료 대체 수요 증가는 당시 염화칼륨 가격이 폭등했던 주된 원인이었다.

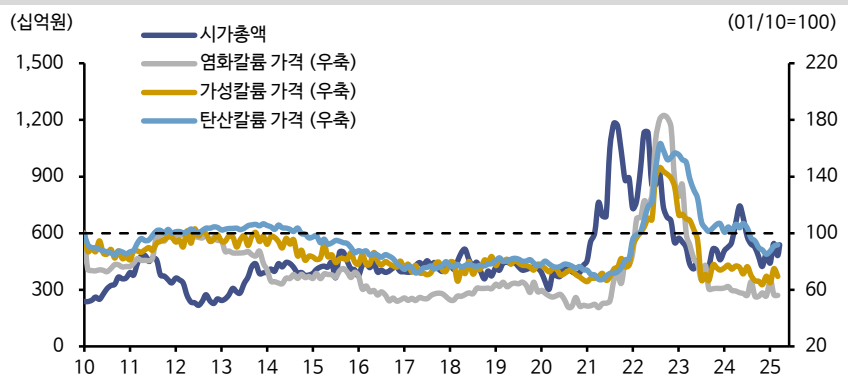
1) 러시아 및 벨라루스의 염화칼륨 공급 차질: 러시아 및 벨라루스는 글로벌 염화칼륨 공급의 34%(러시아 19%, 벨라루스 15%)를 차지한다. 22년 2월 미국과 유럽은 러시아/벨라루스산 염화칼륨 수출에 제재를 가했고, 3월에는 러시아 정부가 자국 기업들에 수출 중단을 촉구했다. 공급 악화에 대한 우려가 커졌고, 재고 비축 수요가 폭발적으로 증가하며 염화칼륨 가격이 강세를 시현했다.

2) 천연가스 가격 상승에 따른 칼륨비료 수요 급증: 전 세계적으로 가장 많이 사용되는 질소비료는 천연가스에서 추출한 암모니아를 원료로 생산된다. 22년 천연가스(Henry Hub) 가격이 21년 저점 대비 4배 이상 급등하면서 질소비료(NOLA) 가격도 270% 상승했다. 이에 대체제 칼륨비료의 수요가 증가하며 칼륨비료 가격은 약 230% 올랐고 원재료 염화칼륨 가격 역시 동반 상승했다.

염화칼륨 강세로 가성칼륨
판가 상승하며 22년 주가는
20년 대비 5배 이상 상승

염화칼륨 가격 강세에 따라 가성칼륨 판가가 상승하며 주가는 20년 저점 대비 22년 5배 이상 상승했다. 그러나 22년 3분기 러시아와 벨라루스가 우회해서 중국에 염화칼륨을 공급하기 시작하며 가성칼륨 판가는 하락하기 시작했다. 고가로 매입한 원재료를 소진하는 과정에서 수익성이 악화되었고, 23년 영업이익은 전년 대비 78% 감소했다. 23년 3분기 고가 원재료 재고가 전량 소진된 후 4분기 영업이익률은 9%를 기록하며 평년 수준('15~20년 평균 9.3%)으로 회복됐다.

유니드 시가총액 및 칼륨계 상대 가격 추이



자료: KITA, Quantiwise, 신한투자증권

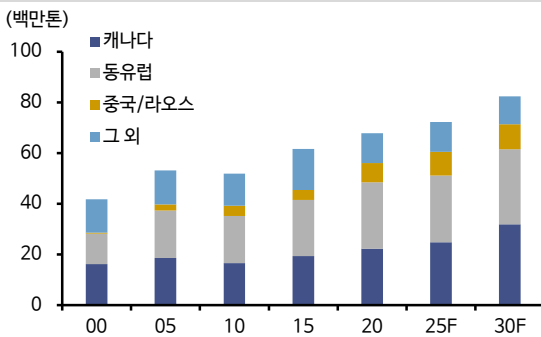
25년 염화칼륨 가격 상승 요인: 러-벨 감산과 곡물 가격

수요 증가 + 공급 제약
→ 염화칼륨 가격 강세 지속

25년 염화칼륨 가격은 수요 증가와 공급 제약이 맞물리며 강세가 지속될 전망이다. 가격 결정에는 글로벌 염화칼륨 생산의 34%를 차지하는 러시아 및 벨라루스의 감산 조치가 주요 변수로 작용하고 있다. 벨라루스칼리(벨라루스)는 광산 효율성 개선을 위해 상반기 중 염화칼륨 100만톤을 감산할 예정이다. 우랄칼리(러시아) 또한 2분기와 3분기 유지보수를 진행할 계획이며, 2분기에 30만톤 감산하겠다는 의지를 보였다. 상반기 내 두 국가의 감산 규모는 글로벌 생산량(약 7,200만톤)의 2%에 해당한다. 주요 공급국들의 감산 움직임은 글로벌 염화칼륨 공급을 더욱 타이트하게 만들고, 이에 가격 상승 압력은 지속될 가능성이 크다.

곡물 가격 강세에도 주목해야 한다. 올해 초 미국 농무부에서 2025년 미국 옥수수/대두 생산 전망치를 하향 조정한 가운데 남미 라니냐 영향이 더해져 곡물 가격이 강세를 보였다. 이후 트럼프의 관세 전쟁으로 식량 안보 위기가 부각되며 옥수수 가격은 연초대비 5% 이상 상승했다. 일반적으로 곡물 가격 상승은 비료 가격을 끌어올린다. 실제로 미국 칼륨비료 가격은 연초대비 25%, 브라질 칼륨비료 또한 20% 상승했다. 높아진 칼륨비료 가격은 염화칼륨 가격 하방을 지지해줄 것으로 예상하며, 동사의 제품 판가 및 매출에도 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

글로벌 염화칼륨 공급 추이 및 전망



자료: Nutrien, 신한투자증권

러시아 우랄칼리 25년 감산 계획 발표

Uralkali Announcement

18.02.2025

Uralkali (the Company), one of the world's largest potash producers, informs stakeholders about current conditions in the key consumption markets and announces plans for shutdown maintenance of its potash mines.

Three of Uralkali's mines — Berezniki-2, Berezniki-4, and Solikamsk-3 — will be temporarily shut down for maintenance in Q2 and Q3 of this year. Because of this, the Company's output in Q2 will be reduced by at least 300,000 tonnes, and production levels in Q3 will be determined by the results of the maintenance activities.

In light of a growing demand in the domestic market, which is a priority sales region for Uralkali, the Company intends to increase sales to local NPK producers and farmers by at least 400,000 tonnes.

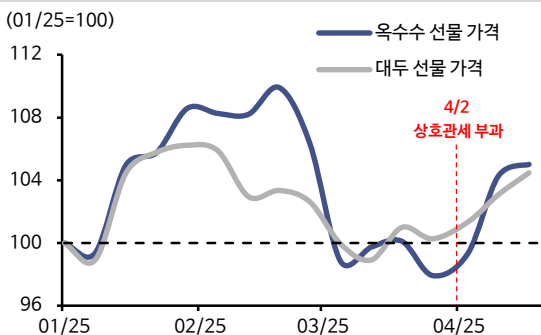
The Company's plans, combined with the positive dynamics in both domestic and global markets, which began last year and are still ongoing, have ensured a considerable support to demand from foreign buyers. As a result, Uralkali is almost fully contracted for exports for H1 2025.

100 YEARS SINCE THE DISCOVERY OF VERKHNEKAMSKOYE DEPOSIT 1925 - 2025



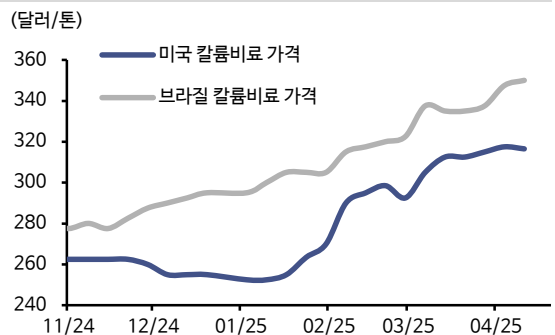
자료: Uralkali, 신한투자증권

옥수수 및 대두 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 및 브라질 칼륨비료 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

IV. 영업실적 추이 및 전망

25년 영업이익 1,320억원(+38% YoY), 좋아질 일만 남았다

1분기 영업이익
287억원(+130%) 기록
→ 어닝 서프라이즈

1분기 매출액 3,225억원(+17%, 이하 QoQ), 영업이익 287억원(+130%)으로 컨센서스 224억원을 크게 상회했다. 국내화학 영업이익은 187억원(+234%)으로 강달러(+4%) 효과가 지속되는 가운데 인도 및 유럽 수요 증가로 호실적을 달성했다. 중국화학 영업이익은 92억원(+44%)을 기록했다. UHC 가동(9만톤)에 따른 판매량 증가(+19%)와 중국 염화칼륨 강세에 따른 판가 상승이 주요 요인이다.

25년 영업이익
1,320억원(+38%) 전망

25년 매출액 1.4조원(+23%), 영업이익 1,320억원(+38%)으로 외형과 이익 모두 성장할 전망이다. 국내화학은 가성칼륨 가격 강세가 지속되는 가운데 인도 및 유럽향 판매량 증가 및 해상운임 하락으로 758억원(+27%)을 예상한다. 중국화학은 염화칼륨 강세에 따른 가성칼륨 판가 상승과 UHC 가동(9만톤)에 따른 판매량 증가로 555억원(+53%)을 기록할 것으로 기대한다. 24년 2분기부터 가동 시작한 CPs도 하반기 흑자전환이 기대되며, 추가적인 이익 창출도 가능하다.

유니드 실적 추이 및 전망													
(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	254.7	291.6	289.8	275.5	322.5	362.4	350.2	333.6	1,404.9	1,133.7	1,111.6	1,368.7	1,403.6
% YoY	(23.9)	(3.2)	15.6	11.4	26.6	24.3	20.8	21.1	60.2	(19.3)	(1.9)	23.1	2.5
% QoQ	3.0	14.5	(0.6)	(4.9)	17.1	12.4	(3.4)	(4.7)	-	-	-	-	-
국내화학	147.8	165.7	156.5	139.3	154.3	168.5	163.4	158.5	792.6	645.8	609.3	644.7	654.3
중국화학	110.2	131.6	137.7	142.4	172.1	193.9	186.8	175.1	692.6	526.5	522.0	727.9	749.3
영업이익	27.5	35.0	20.5	12.5	28.7	40.2	34.0	29.1	147.9	32.1	95.4	132.0	137.5
% YoY	1,621.6	324.0	245.1	(41.8)	4.4	14.7	66.1	134.0	(0.7)	(78.3)	197.6	38.3	4.2
% QoQ	28.5	27.4	(41.6)	(39.1)	130.5	40.1	(15.4)	(14.3)	-	-	-	-	-
국내화학	17.0	22.1	14.9	5.6	18.7	22.7	18.3	16.0	96.0	29.5	59.5	75.8	76.8
중국화학	10.6	13.0	6.1	6.5	9.2	17.5	15.7	13.1	48.8	0.2	36.2	55.5	60.7
세전이익	27.2	34.8	16.8	8.0	35.6	44.8	36.2	32.8	151.4	22.8	86.8	149.3	176.6
지배순이익	21.7	27.1	19.8	7.6	28.5	35.8	29.0	26.2	126.8	16.3	76.2	119.5	141.3
영업이익률	10.8	12.0	7.1	4.5	8.9	11.1	9.7	8.7	10.5	2.8	8.6	9.6	9.8
국내화학	11.5	13.3	9.5	4.0	12.1	13.5	11.2	10.1	12.1	4.6	9.8	11.8	11.7
중국화학	9.6	9.9	4.5	4.6	5.3	9.0	8.4	7.5	7.0	0.0	6.9	7.6	8.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2H22 염소 약세로 인해 중국법인 큰 폭의 감익 시현

염소계 제품 또한 수익성이 개선되며 추가적인 이익 성장을 기대한다. 국내법인은 염소계 제품을 전량 한화솔루션에 공급하는 반면 중국법인은 주변 업체들에 스팟성으로 판매한다. 염소계 제품의 핵심 전방인 PVC(염소 수요의 40%)는 건설자재에 주로 사용되기 때문에 부동산 및 건설 경기에 영향을 많이 받는다.

염소계 제품 수익성은 중국 회복 기대감과 CPs에 힘입어 개선될 전망

22년 3분기 중국 부동산 거품이 꺼지면서 중국 내 PVC 가동률은 크게 하락했다. PVC 가격이 하락함에 따라 염소 가격도 약세를 보이기 시작하며 수익성이 악화됐다. 염소 판매 부진에 따른 처리 비용 발생으로 22년 4분기 중국법인 영업이익률은 -10%를 기록하며 2분기(18%) 대비 이익이 큰 폭으로 감소했다.

25년 염소계 제품은 중국 부양책 기대감이 잔존하는 가운데 CPs 프로젝트(24년 2분기 가동 시작)에 힘입어 수익성이 개선될 전망이다. CPs 프로젝트를 통해 염소를 원재료로 CPs를 생산하면서 가격 변동성에 따른 실적 위험을 방어할 수 있게 되었다. CPs 가동률은 24년 40% 수준이었으나, 올해 1분기 가동률은 70% 정도로 올라와있는 상황이다. 강소성 내 CPs 업체 두 곳이 사업을 철수하면서 수요는 충분할 것으로 판단하며, CPs를 통한 추가적 수익 창출을 기대한다.

유니드 CPs 프로젝트 주요 내용

주요 내용

제품 다각화

강소성 내 CPs 수급은 tight한 상태
: 2개의 업체가 사업 철수하여 15만톤 부족

염소의 안정적 처리

CPs 제조 시 부산물로 부생염산 발생
: 발생량은 약 16.8만톤/년, 강소성 내 판매 예정

공장 가동 안정성 제고

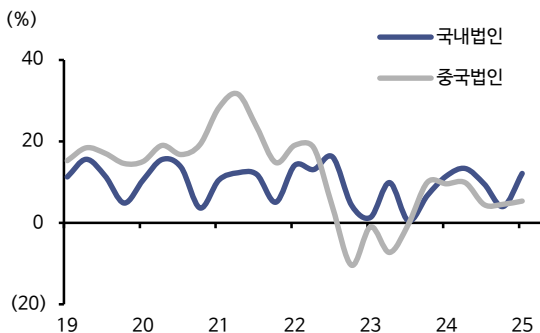
KOH 공장 가동률 안정적 유지 목적
: CPs는 염소유도체 중 염소 사용량 多

생산능력

UJC CP-52 8.2만톤 (액상), CP-70 1.0만톤 (고상)

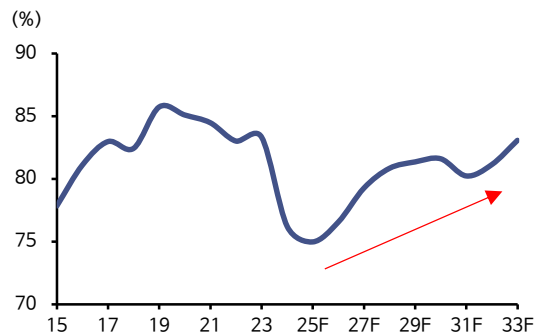
자료: 회사 자료, 신한투자증권

유니드 사업부문별 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 PVC 가동률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,259.1	1,364.8	1,463.1	1,527.4	1,606.5
유동자산	570.0	562.4	638.9	690.3	756.7
현금및현금성자산	146.0	71.1	91.0	136.0	195.9
매출채권	251.5	257.9	286.6	295.2	304.1
재고자산	137.4	138.4	154.4	156.4	158.4
비유동자산	689.1	802.4	824.2	837.1	849.8
유형자산	501.1	613.5	627.1	640.4	651.5
무형자산	12.2	11.9	10.1	8.5	7.2
투자자산	113.2	119.5	129.5	130.7	133.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	356.0	352.5	362.4	344.9	331.4
유동부채	307.9	217.8	235.1	230.5	229.1
단기차입금	166.4	87.0	83.0	77.5	69.6
매입채무	87.8	53.6	58.7	60.5	61.7
유동성장기부채	13.0	13.0	11.0	9.0	9.0
비유동부채	48.1	134.7	127.3	114.4	102.2
사채	0.0	14.5	11.3	8.7	5.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	33.1	111.3	105.2	94.7	85.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	903.1	1,012.3	1,100.7	1,182.5	1,275.1
자본금	33.8	33.8	33.8	33.8	33.8
자본잉여금	2.8	3.7	3.7	3.7	3.7
기타자본	(181.5)	(181.5)	(181.5)	(181.5)	(181.5)
기타포괄이익누계액	11.7	54.4	54.4	54.4	54.4
이익잉여금	1,036.3	1,101.8	1,190.2	1,272.1	1,364.7
지배주주지분	903.1	1,012.3	1,100.7	1,182.5	1,275.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	215.3	227.8	212.9	192.3	171.9
*순차입금(순현금)	55.6	101.7	60.7	(5.1)	(85.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	334.7	116.8	134.9	154.9	187.3
당기순이익	16.3	76.2	100.4	105.8	140.4
유형자산상각비	47.2	51.8	53.3	46.7	40.9
무형자산상각비	1.6	1.8	1.9	1.6	1.3
외화환산손실(이익)	(0.2)	(1.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(4.3)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	4.3	17.1	5.0	4.0	4.0
운전자본변동	258.5	(36.0)	(25.7)	(3.2)	0.7
(법인세납부)	(3.4)	(8.1)	(29.9)	(31.6)	(27.0)
기타	14.7	16.3	29.9	31.6	27.0
투자활동으로인한현금흐름	(89.7)	(184.7)	(84.1)	(65.5)	(59.2)
유형자산의증가(CAPEX)	(97.0)	(121.7)	(67.0)	(60.0)	(52.0)
유형자산의감소	7.4	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.6)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(6.4)	(54.4)	(14.9)	(5.2)	(6.9)
기타	10.9	(9.3)	(2.2)	(0.3)	(0.3)
FCF	242.5	(20.0)	62.4	90.8	129.4
재무활동으로인한현금흐름	(232.7)	(11.7)	(26.9)	(33.5)	(33.5)
차입금의증가(감소)	(217.2)	1.0	(14.9)	(20.5)	(20.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(13.3)	(10.6)	(12.0)	(13.0)	(13.0)
기타	(2.2)	(2.1)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(4.0)	(10.9)	(34.8)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.7)	4.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	10.6	(74.9)	19.9	45.0	59.9
기초현금	135.4	146.0	71.1	91.0	136.0
기말현금	146.0	71.1	91.0	136.0	195.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,133.7	1,111.6	1,368.7	1,403.6	1,473.8
증감률 (%)	(19.3)	(1.9)	23.1	2.5	5.0
매출원가	976.8	876.5	1,094.9	1,122.9	1,146.0
매출총이익	157.0	235.2	273.7	280.7	327.7
매출총이익률 (%)	13.8	21.2	20.0	20.0	22.2
판매관리비	124.9	139.7	141.7	143.2	162.1
영업이익	32.1	95.4	132.0	137.5	165.7
증감률 (%)	(78.3)	197.6	38.3	4.2	20.5
영업이익률 (%)	2.8	8.6	9.6	9.8	11.2
영업외손익	(9.3)	(8.6)	(1.8)	(0.2)	1.7
금융손익	(16.7)	(1.6)	(2.8)	(1.2)	0.7
기타영업외손익	11.7	10.1	6.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업관련손익	(4.3)	(17.1)	(5.0)	(4.0)	(4.0)
세전계속사업이익	22.8	86.8	130.2	137.3	167.4
법인세비용	6.5	10.6	29.9	31.6	27.0
계속사업이익	16.3	76.2	100.4	105.8	140.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.3	76.2	100.4	105.8	140.4
증감률 (%)	(87.2)	368.7	31.6	5.4	32.7
순이익률 (%)	1.4	6.9	7.3	7.5	9.5
(지배주주)당기순이익	16.3	76.2	100.4	105.8	140.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	14.8	118.8	100.4	105.8	140.4
(지배주주)총포괄이익	14.8	118.8	100.4	105.8	140.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	80.8	149.1	187.2	185.8	207.9
증감률 (%)	(60.0)	84.4	25.6	(0.7)	11.9
EBITDA 이익률 (%)	7.1	13.4	13.7	13.2	14.1

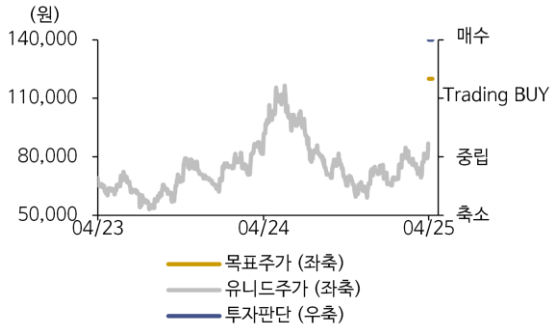
주요 투자지표

12월 결산	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (당기순이익, 원)	2,403	11,265	14,830	15,630	20,745
EPS (지배순이익, 원)	2,403	11,265	14,830	15,630	20,745
BPS (자본총계, 원)	133,446	149,574	162,638	174,736	188,418
BPS (지배지분, 원)	133,446	149,574	162,638	174,736	188,418
DPS (원)	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
PER (당기순이익, 배)	28.2	6.4	5.9	5.6	4.2
PER (지배순이익, 배)	28.2	6.4	5.9	5.6	4.2
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	6.4	4.0	3.5	3.1	2.4
배당성향 (%)	65.3	15.7	11.9	11.3	8.5
배당수익률 (%)	2.4	2.5	2.1	2.1	2.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.1	13.4	13.7	13.2	14.1
영업이익률 (%)	2.8	8.6	9.6	9.8	11.2
순이익률 (%)	1.4	6.9	7.3	7.5	9.5
ROA (%)	1.2	5.8	7.1	7.1	9.0
ROE (지배순이익, %)	1.8	8.0	9.5	9.3	11.4
ROIC (%)	3.0	9.1	10.7	10.7	13.9
안정성					
부채비율 (%)	39.4	34.8	32.9	29.2	26.0
순차입금비율 (%)	6.2	10.0	5.5	(0.4)	(6.7)
현금비율 (%)	47.4	32.7	38.7	59.0	85.5
이자보상배율 (배)	2.1	11.6	21.8	24.7	33.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.7	3.7	4.1	4.0	4.2
재고자산회수기간 (일)	69.4	45.3	39.0	40.4	39.0
매출채권회수기간 (일)	92.5	83.6	78.0	77.3	75.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

유니다(014830)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2025년 04월 24일	매수	120,000		

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김명주, 이진명)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	상승	하락	섹터	비중
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ 상승	◆ 하락	◆ 섹터	◆ 비중
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	◆ 상승	◆ 하락	◆ 섹터	◆ 비중
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	◆ 상승	◆ 하락	◆ 섹터	◆ 비중
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	◆ 상승	◆ 하락	◆ 섹터	◆ 비중

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 22일 기준)

매수 (매수)	92.43%	Trading BUY (중립)	5.58%	중립 (중립)	1.99%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------