

Opinion

Buy

현재 주가	115,400
목표 주가	174,500
상승 여력	51.21%

Price trend (1 year)



Stock indicator

시가총액(원)	7,911억
발행주식수(주)	6,767,600
52주 최고(원)	114,900
52주 최저(원)	51,000
주요주주지분율(%)	51.49%
23년 배당수익률(%)	0.0137

Team 3

방준식	최예훈
박현성	안채은
원승재	장지웅
정정환	최아현

유니드 (014830 KOSDAQ)

- 가성칼륨, 탄산칼륨을 주요 제품으로 하는 화학기업
- 2023년 매출 1조 1,337억 (YOY -19.3%), 영업이익 321억 (YOY -78.3%)
- 중국 법인의 CPs 프로젝트, 가성칼륨 설비 증대로 인한 매출증대 기대
- 탄소중립 기술을 기반으로 한 가성칼륨의 수요 증가
- 2023.5.22 종가 115,400원, 51.21%의 upside, 목표주가 174,500원 제시

Signal 1: 잠재적 성장 가능성의 인도 시장

가성칼륨이 의약품 제조와 비료, 농약에도 사용되는 만큼 인도 시장의 가파른 성장은 유니드의 매출 증대를 이끌 수 있을 것으로 기대된다. 2030년 인도 제약시장 성장 목표는 기존 1300억 달러에서 2000억달러로 상승하였고 인도 내 농약 생산량 또한 2021년 YOY +33%, 2022년 YoY +17%로 그 증가세가 매우 가파르다. 이러한 상황 하에서 동사의 가성칼륨 인도향 수출 비중 또한 2019년 3%에서 2023년 15%까지 빠르게 성장하며 인도 내 시장 점유율의 72%를 차지하였다.

Signal 2: CPs(Chlorinated Paraffin Wax) 프로젝트

동사는 630억원을 투자하여 중국법인 내 CPs 프로젝트를 시행하였고 최근 5월 공장이 완공되었다. CPs 프로젝트를 통해 제조과정 중 발생하는 부산물인 부생염산을 CPs로 생산하여 부가가치를 창출할 것으로 기대된다. 해당 프로젝트는 연간 9만톤 생산을 목표로 하며 이는 매출액 기준 900억원에 달한다. 최근 강소성 내 기존 CPs 업체 2곳이 사업을 철수하면서 공급을 충분히 수용할 수 있을 것으로 예상된다.

Signal 3: CCUS와 DAC에 대한 탄산칼륨 및 가성칼륨 수요 발생

가성칼륨은 탄소중립 기술 중 하나인 CCUS의 필수적인 매체가 된다. 전세계적으로 탄소중립 정책이 나오고 있으며 관련 시장이 확장중이다. 대기 중 이산화탄소를 포집하여 농축 이산화탄소를 생산하는 기술인 L-DAC에 가성칼륨이 이용되며 증가하는 CCUS시장에 따라 가성칼륨의 수요가 증가할 것으로 예상된다.

CONTENTS

기업 개요	3
산업 분석	5
기업 주요사항	13
투자 포인트	22
리스크	25
밸류에이션	27

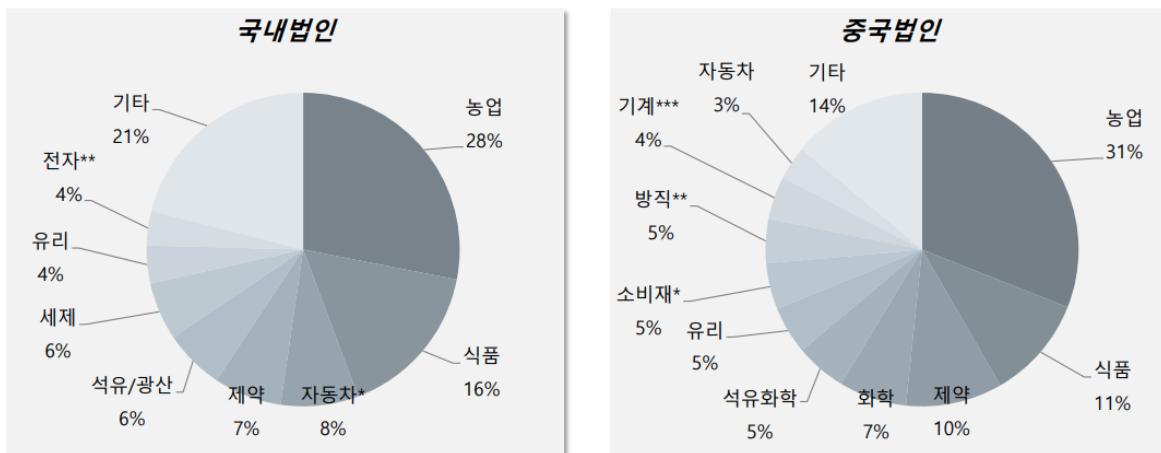
I. 기업 개요

1) 기업 설명:

동사는 1980년 설립되어 2004년에 유가증권시장에 상장하였다. 주요사업은 화학부문, 발전부문, 기타 부문으로 나눌 수 있으며, 각 부문은 가성칼륨, 탄산칼륨, 염산 등 화학제품 제조 및 판매, 증기 및 온수공급, 발전전기의 제조 및 판매로 구성된다.

현재 한국 울산과 중국 강소성, 호북성에 사업장을 두고 있으며 전세계로 수출을 진행중에 있다. 국내 법인은 수출 위주로 판매하며 전세계 다양한 수요처로 공급한다. 농업이 28%, 식품이 16%로 가장 크며 그 이후는 자동차 8%, 제약 7% 등으로 구성되어 있다. 중국 법인(해외사업부)은 내수 시장 위주로 판매중이며 농업 31%, 식품 11%로 가장 크고 그 이후로 제약 10%, 화학 7% 등으로 구성되어 있다. 중국법인의 경우 내수 위주로 판매하고 있으며 국내와 마찬가지로 농업과 식품으로의 매출이 가장 크다. 두 법인 모두 한가지 업종이 아닌, 다양한 산업군으로 판매 중이기 때문에 전방산업의 영향을 상대적으로 덜 받는다.

그림 1) 국내 및 중국법인 수요처



자료: 유니드

사업부는 국내법인과 중국법인으로 나뉘어 있으며 국내법인에서는 화학제품을 연간 40만톤, 중국법인 화학에서는 연간 32만톤, 중국법인 발전에서는 스팀을 시간당 120톤을 생산한다. 중국법인 화학의 경우 강소성 안전문화시험기업으로 지정되어 안전환경의 선도적 지위 유지 및 중국 내 모범사례 이미지를 구축하였고 중국시장 지배력 강화를 위해 호북성에 신규 가성칼륨 공장을 설립 중이다. 중국법인 발전의 경우 배관망을 구성하여 스팀을 공급하는 사업으로 공급처 변경이 어려워 안정적인 매출이 가능하며 발전된 전기는 자가소비한다. 또한 2026년말 정부정책에 따라 폐쇄 후, 추후 설립되는 신규 발전소 지분을 획득할 예정이다.

2) 주요 품목:

동사는 원재료인 염화칼륨(KCl)을 전기분해하여 가성칼륨(수산화칼륨)을 생산하고 이에 이산화탄소를 반응시켜 탄산칼륨을 제조하며, 그 부산물로 생산되는 염소를 판매한다. 수산화칼륨과 탄산칼륨은 여러 산업분야에서 다양한 용도로 사용되는 기초화학소재이다.

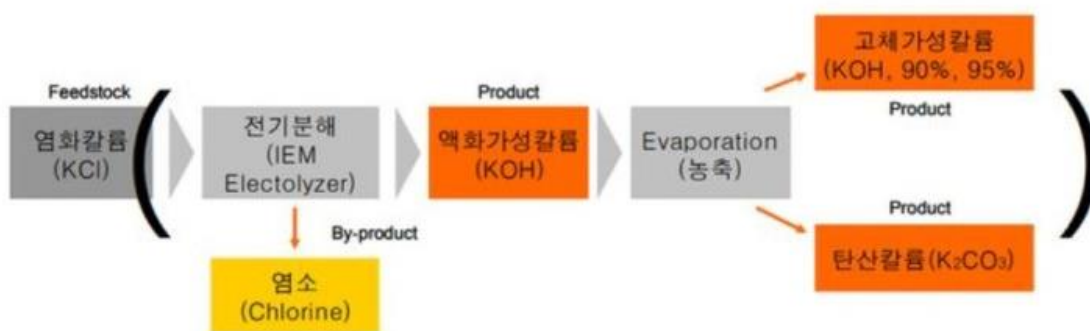
가성칼륨과 탄산칼륨은 주로 농약과 비료에 사용되며 의약품과 라텍스, 태양전지와 플라스틱 촉진제 등에 사용되며 액체염소는 석유화학, 제지 및 펄프 표백, 살균 및 소독 등에 사용한다.

그림 2) 유니드 주요제품



자료: 유니드

그림 3) 가성칼륨, 탄산칼륨 공정도



자료: 유니드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4) 주요제품 가격변동 추이

(단위 : 천원/MT, CBM)

품 목	단위	2023년	2022년	2021년
가성칼륨 등	천원/MT	2,034	2,601	1,420

자료: dart

주요품목인 가성칼륨은 2021년 1mt당 1,420,000원에서 2022년 2배가까이 가격이 상승하였다. 2023년 원재료 가격 및 해상 운임 하락으로 제품 가격이 다소 인하했지만 여전히 높은 가격을 유지하고 있다.

3) 분석 선정 이유:

첫째로, 유니드는 탄소포집을 위한 촉매인 탄산칼륨을 생산하고 있다. 국내외 환경정책을 바탕으로 탄산칼륨 수요가 증가할 것으로 예상된다. 한국의 경우 2020년 비상경제 중앙대책본부 회의에서 '2050 탄소중립 추진전략'을 마련하였으며 신유망 저탄소산업 생태계 조성을 위해 그린수소 활성화, CCUS 등 혁신기술개발을 전략 중 하나로 선정하였다. 일본과 미국 또한 2050년까지 탄소중립을 이루겠다고 발표하였고 중국은 2060년 이전까지 탄소중립을 실현하겠다고 밝혔다.

둘째는 중국 법인 중 하나인 UJC(UNID Chemical Co., Ltd)의 전자급 가성칼륨 설비증설과 염화파라핀 공장건설의 설비 확장이다. 염화파라핀 공장은 약 10만톤/년 규모로 건설 중이며 2024년 2분기 가동을 목표로 하고 있다. 현재 UJC 평균가동률이 99%인 만큼, 설비 증설을 제품 수요를 충족시켜 매출 증대가 가능할 것이다. 뿐만 아니라 UHC(UNID New Materials Co.,Ltd)는 중국 호북성 개발구와 투자 협의서를 체결하여 약 18만톤 규모의 가성칼륨 및 관련 제품 공장을 건설할 계획이며 2025년 상반기 가동을 목표로 하고 있다.

마지막으로, 가성칼륨/탄산칼륨-염화칼륨 가격 스프레드의 회복이 있다. 2022년 3분기 이후 가격스프레드가 회복되었고, 고가의 원재료 재고 처리가 마무리되어 영업실적이 개선될 것으로 기대된다. 2022년 러시아와 우크라이나 전쟁으로 글로벌 염화칼륨 수출비중의 40% 이상을 차지하는 러시아와 벨라루스의 수출이 제재되어 염화칼륨의 국내 수입가격이 상승하였다. 하지만 2022년 3분기 이후 러시아와 벨라루스가 우회해서 염화칼륨을 중국에 공급하기 시작하여 공급 부족 우려가 해소되었다. 그 이후부터 현재까지 스프레드는 회복세를 유지하고 있다.

II. 산업 분석

1) 산업 개요:

1)-1 염화칼륨

칼륨계 제품은 크게 **가성칼륨**과 **탄산칼륨**으로 구분되며, 모두 **원재료인 염화칼륨**으로부터 생산된다. 먼저 염화칼륨을 전기분해하여 액체 가성칼륨과 부산물 염소, 수소가 생성된다. 이렇게 생성된 액체 가성칼륨은 증발기에서 농도를 높여 액체와 고체 가성칼륨으로 생산되고 이 중 일부는 이산화탄소와 반응시켜 탄산칼륨을 생산하는데 활용된다. 가성칼륨 제조과정에서 생성된 부산물인 염소는 액체화시켜 액체염소나 염산, 차아염소소다 등 염소계 제품으로 판매한다

그림 1) 공정도



자료 : BuySignal 3조

염화칼륨의 공급

가성칼륨과 탄산칼륨의 원재료인 염화칼륨은 농업용 비중이 90%, 공업용 비중이 10%이며, 가장 많이 수출하는 국가는 캐나다(30%), 러시아(30%), 벨라루스(20%)이다. 염화칼륨의 국내 수입가격은 2021년 4월 261\$/t까지 하락했다가 러-우 전쟁의 여파로 2022년 9월 1,007\$/t로 290% 가까이 상승한 바 있다. 3Q22 이후 러시아와 벨라루스는 수출 제재를 우회해 염화칼륨의 공급을 다시 시작했고, 이는 중국 내 공급과잉으로 이어져 307\$/t까지 크게 하락했다가 현재 330\$/t로 안정화되고 있다.

그림2) 염화칼륨 가격추이와 국가별 생산비중

그림7 염화칼륨 가격 추이

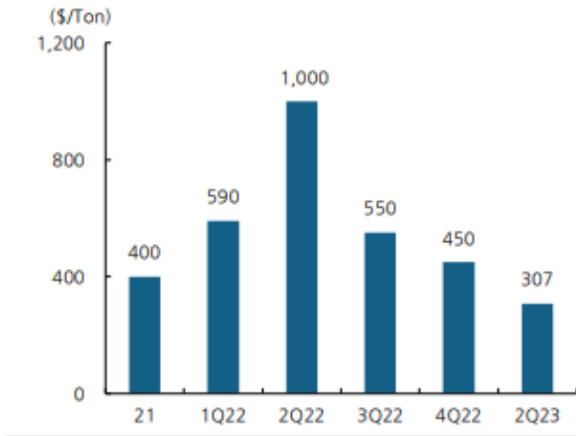
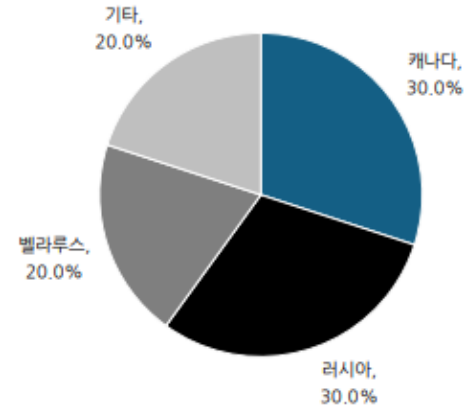


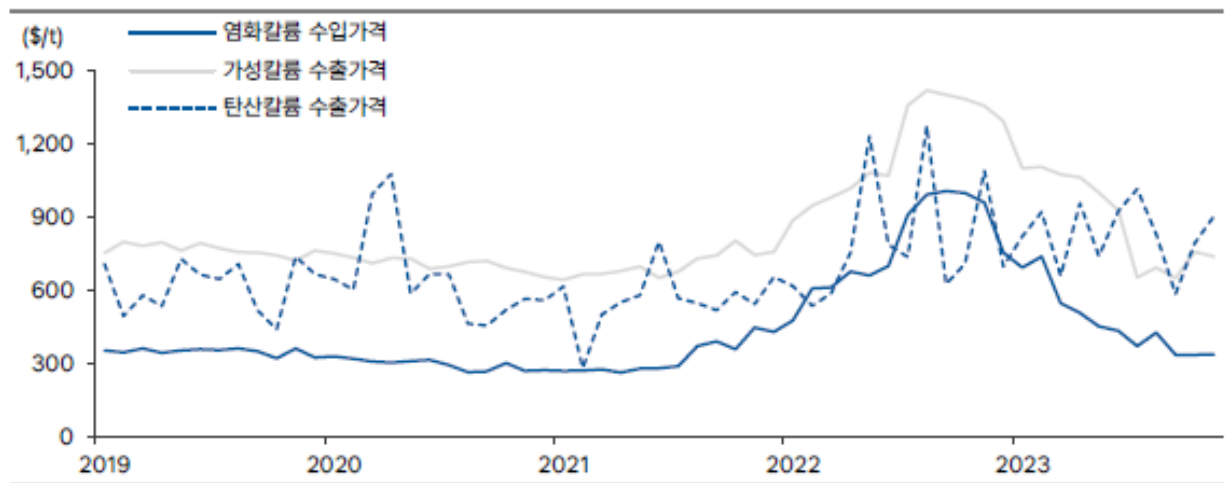
그림8 국가별 염화칼륨 생산 비중



자료: DS투자증권 리서치센터

현재 가성칼륨과 탄산칼륨시장은 글로벌 주요 업체들의 신증설 경쟁으로 생산능력 기준 공급과잉이지만, 각 지역별 독과점적인 구조를 보이고 있다. 따라서 원재료의 가격변동이 발생해도 높은 가격 전가력을 바탕으로 생산량 조절, 제품-원재료 가격간 스프레드 조정이 쉽게 이루어지는 편이다.

그림 3) 국내 염화칼륨 수입가격, 가성칼륨/탄산칼륨 수출가격 추이



자료: KITA, 한국IR협의회 기업리서치센터

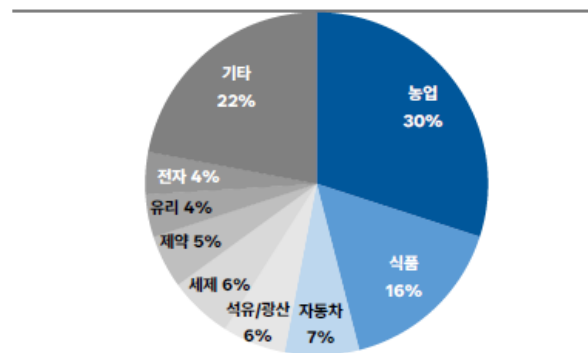
1)-2 글로벌 가성칼륨 및 탄산칼륨 시장현황

1)-2-1 글로벌 가성칼륨 시장현황

가성칼륨(수산화칼륨, KOH)은 강염기성 화합물이고, 일반적으로 흰색 고체 플레이크 형태로 존재한다. 가성칼륨은 물에 매우 잘 녹으며 pH를 조절하기 위해 농업 및 식품 가공에서 **산도조절제**로 사용되거나 강한 알칼리성으로 다양한 화학 공정에서 **촉매제 및 중화제** 역할을 하는 필수적인 성분이다.

2022년 글로벌 가성칼륨 시장 규모는 27억달러로 소규모이지만, 2028년까지 CAGR 1.4%의 성숙기 산업이다. 수요산업별 비중은 **농업 및 식품이 30~45%**를 차지하고 있으며, 자동차, 제약, 석유화학 등 다양한 분야에서 각각 5% 내외를 차지해 수요처가 분산되어 있다. 또한 전방 고객사 입장에서는 가성칼륨이 전체 사업에서 차지하는 비중이 미미해 수요처를 쉽게 바꾸지 않아 안정적인 매출이 유지되고, 신규업체의 진입장벽이 높은 편이다.

그림 4) 유니드 국내법인 수요처별 판매비중(2022년)

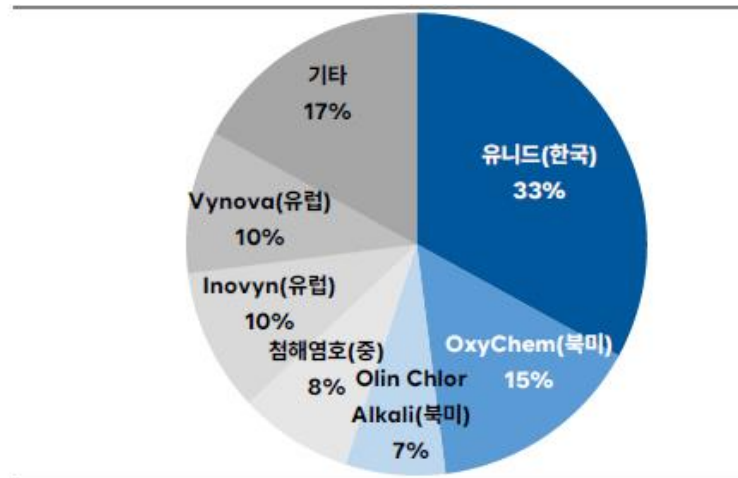


자료: 유니드, 한국 IR협의회 기업리서치센터

업계에 따르면 2022년 글로벌 가성칼륨시장은 주요 업체들의 신규설비증설 경쟁으로 인해 수요는 200만톤, 생산능력은 300만톤으로 **설비과잉**인 것으로 알려져 있다. 특히 중국시장의 수요는 70만톤, 생산능력은 130만 톤으로 평균 가동률은 54%이다. 유니드의 중국법인 가동률은 97%, 한국법인은 89%인 점을 감안하면, 유니드를 제외한 중국 로컬기업들의 평균 가동률은 39%, 이외 글로벌 지역 로컬 기업들의 가동률은 73% 수준으로 추정된다. 가성칼륨이라는 니치(niche) 마켓 특성상 국가별 판매 채널을 발빠르게 구축하는 것이 중요한데, 유니드는 2002년 중국 강소성에 현지법인을 설립해 투자를 진행하며 중국시장 점유율 1위를 유지해왔다.

가성칼륨 산업의 두 번째 특징은 **각 지역별로 소수업체가 과점적인 구조**를 가지고 있다는 점이다. 부피가 크고 무거운 제품 특성상 운송에 어려움이 있지만, **수요처가 굉장히 다양하며 넓은 영업망** 구축을 통해 지역별 과점시장으로 성장하였다. 유니드는 국내 점유율 90%, 중국 45%, 동남아시아 70%로 아시아 시장(70%)을 과점하고 있다. 북미는 OxyChem, Olin Chlor Alkali, 유럽 Inovyn, Vynova가 각 지역별 시장을 장악하고 있다.

그림5) 글로벌 가성칼륨 점유율



자료: 유니드, 한국 IR협의회 기업리서치센터

또한 가성칼륨 생산시 부산물로 발생하는 염소는 반응성이 높고 유독성이 강해 보관과 이동에 어려움이 있다. 따라서 염소의 수요처(PVC, MDI, TDI 등)에 인접한 위치에 공장을 건설하는 것이 경제적이다. 그러나 PVC, MDI, TDI 같은 전방산업은 화학장치산업으로 대규모 생산설비를 필요로 한다. 따라서 단기간에 신규공장이나 CAPA 증설이 어렵고, 이러한 특징들은 기존 업체들의 지역별 과점구조를 더욱 공고히 한다. 유니드는 국내 울산공장에서 부산물로 생산되는 염소를 한화솔루션(PVC 생산업체)에 전량 판매하는 방식으로 처리하고 있다.

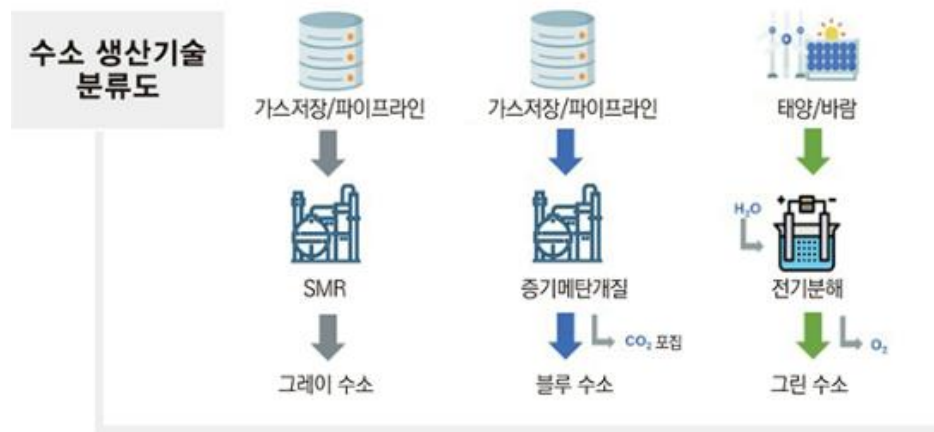
1)-2-2. 글로벌 탄산칼륨 시장현황

2021년 전세계 탄산칼륨 시장규모는 4억 5,880만달러로 가성칼륨 시장보다 크기가 작으며, 2028년까지 시장규모는 6억 5,830만달러, CAGR 2.9%를 기록할 것으로 예상된다. 탄산칼륨은 광학유리, 농약, 의약, 합성수지, 식품첨가물 등의 용도로 공급되고 있다. 전세계적으로 탄소저감과 탄소중립에 대한 관심이 높아지며 탄소를 포집하기 위한 촉매로 사용되는 탄산칼륨의 수요 또한 증가하고 있다. 국내업계에서는 한국에너지기술연구원이 개발한 탄소포집기술 프로젝트인 키어솔(KIERSOL)이 2021년 SK그룹으로 기술이전 되어 상용화 진행중이다. KIERSOL의 흡수제 주물질은 뒤에서 언급할 DAC기술과 유사하게 아민계열, 탄산칼륨이며 이는 가성칼륨에 이산화탄소를 반응시켜 제조한다. 또한 유니드는 글로벌 탄산칼륨시장 점유율 50%를 차지하고 있는 세계 최대의 탄산칼륨 생산업체이다. 주 경쟁업체로는 미국의 Armand Products, 독일의 Evonik사가 있다.

2) 산업 전망:

성숙기에 들어섰던 가성칼륨 산업은 탄소중립정책에 따라 새로운 수요를 창출할 수 있을 것으로 기대된다. 수전해 및 이산화탄소 포집 기술에서 가성칼륨이 핵심적인 역할을 수행하기 때문이다. 기후 위기에 대응하기 위해 많은 국가들이 탄소중립 정책을 추구하고 있으며 이 분야에서 가장 각광받고 있는 분야는 수소이다. 수소는 생산방식과 친환경성 정도에 따라 크게 그레이, 블루, 그린수소로 구분되며 탄소중립을 위한 수소 에너지 믹스 전환에서 궁극적인 목표는 **그린수소**이다. 그린수소는 수력 등 재생에너지 전력을 이용해 순수한 물을 전기분해(수전해)해 생산한 수소로, 온실가스가 배출되지 않지만 생산비용이 높은 것이 단점이다.

그림 6) 수소 생산기술 분류도



자료 : 가스신문

2)-1 알칼라인 수전해용 전해액

그린수소를 생산하기 위한 수전해 기술은 1)알칼라인(AWE/AEC) 수전해, 2)고분자전해질막 (PEMWE/PEMEC) 수전해, 3)고체산화물(SOEC) 수전해 3가지로 구분된다. 알칼라인 수전해기술은 수소 전환효율이 낮지만 기술이 가장 성숙화 되어있고, 귀금속 촉매를 사용하지 않아 1kg당 생산비용이 가장 저렴하다. IEA에 따르면 알칼라인 수전해 방식은 이미 상업화 단계로 글로벌 수전해 프로젝트의 60% 이상을 차지할 전망이며, 2030년까지 설치될 관련 설비는 2022년 대비 4.5배 증가할 전망이다. 알칼라인 수전해 기술은 전해액의 가성칼륨 농도를 30wt%이상 유지해주어야 하기 때문에 가성칼륨의 수요증대를 기대할 수 있다.

그림 7) 수전해 기술별 장단점 비교

■ [표1] 수전해 기술별 장단점 비교

	알칼리안수전해(AWE)	양이온교환막 수전해(PEMWE)	고체 산화물 수전해(SOEC)
	양극 : $4OH^- \rightarrow 2H_2O + O_2 + 4e^-$ 음극 : $4H_2O + 4e^- \rightarrow 2H_2 + 4OH^-$	양극 : $2H_2O \rightarrow 4H^+ + O_2 + 4e^-$ 음극 : $4H^+ + 4e^- \rightarrow 2H_2$	양극 : $2O^{2-} \rightarrow O_2 + 4e^-$ 음극 : $2H_2O + 4e^- \rightarrow 2H_2 + 2O^{2-}$
작동 온도(℃)	60~90	50~80	700~900
작동 전류밀도(mA/cm ²)	250~450	2,000~3,000	1,000~2,000
스택 효율(% LHV)	63~71	60~68	100
시스템 효율(% LHV)	51~60	46~60	> 80
시스템 용량	~20MW(단일 10MW) (~8,000kg_H ₂ /day)	~30MW(단일 3MW) (~13,000kg_H ₂ /day)	- (50kg_H ₂ /day)
초기 설치 비용(€/kW)	800~1,500	1,400~2,100	2,800~5,600
수소생산 압력(bar)	7~30	20~50(350)	1~15
내구성(kh)	55~120	60~100	8~20
장점	- 비귀금속 촉매 - 기술 성숙도!	- 고순도 수소(Dry Cathode) - 높은 에너지 밀도 - 고압 충전	- 높은 에너지 효율- 비귀금속 촉매 소재 - 높은 내부식성(고체 전해질) - 유지 및 보수 용이(전해력 보충 X)
단점	- 수소와 산소 혼합의 위험 - 저순도 수소 및 낮은 에너지 밀도 - 부식환경, 수소 정제 필요	- 비싼 귀금속 촉매 - 비싼 Ti-biolar 필요 - 높은 스택 및 시스템 가격	- 높은 운전 온도 - 상용화 기술 개발 필요 - 낮은 시스템 내구성

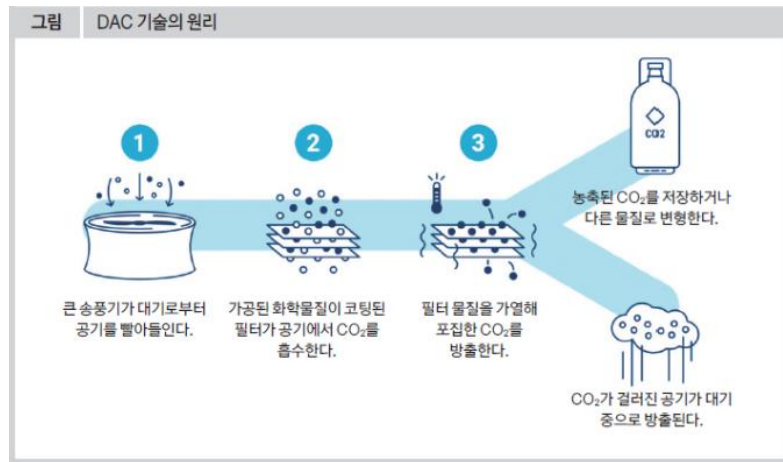
자료 : 언론보도

현재 가시화되고 있는 대형프로젝트로는 독일 철강 및 에너지설비 기업 ThyssenKrupp이 사우디아라비아 네옴시티에 2026년 가동 목표로 2GW 규모의 설비를 설치할 계획이며, 중국은 수전해 설비를 2023년 1.1GW에서 2025년까지 5GW까지 늘릴 계획으로, 가성칼륨 시장 확대를 기대해볼 수 있다.

2)-2. L-DAC 용 CO2 흡수제

2050년까지 탄소중립달성을 위해 CCUS(Carbon Capture, Utilization & Storage)기술의 일종인 **DAC(Direct Air Capture)기술**이 부각되고 있다. 대부분 CCUS기술이 발전소 등 탄소 농도가 높은 곳에서 활용되는 반면, DAC는 거대한 팬을 이용해 대기중의 공기를 빨아들이고 이산화탄소만을 분리해 수집하기 때문에 **높은 입지 자유도**를 갖는다는 장점이 있다.

그림 8) DAC 기술의 원리

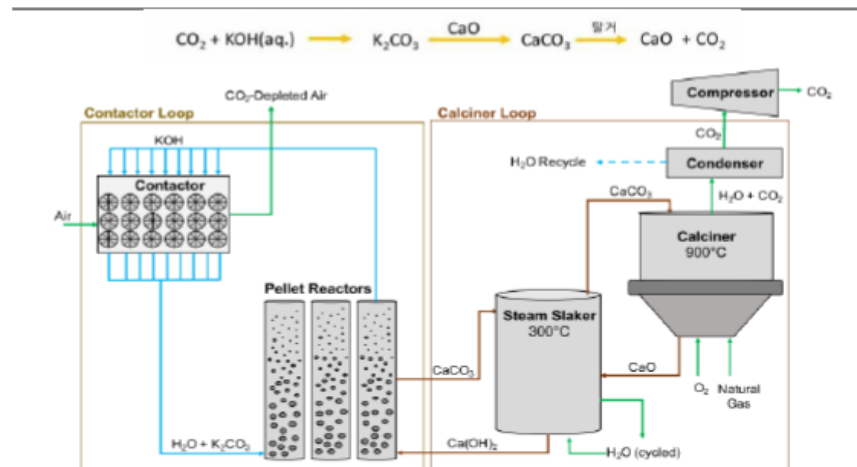


자료 : DBR

DAC는 다양한 기술이 존재하지만, 현재 상용화에 근접한 기술은 **L-DAC**(습식흡착 직접공기포집), **S-DAC**(건식흡수 직접공기포집)이다. L-DAC는 액체 흡착제인 가성칼륨(KOH)를 이용해 이산화탄소를 포집하는 기술이며, S-DAC는 송풍장치와 고체 흡수제인 아민(암모니아 기반 유기화합물, Amine)을 이용해 이산화탄소를 포집하는 기술이다. 가성칼륨을 사용하는 L-DAC의 에너지소비량은 아민계열 흡수제를 사용하는 S-DAC기술 대비 25%에 불과하고, 1kg당 CO₂ 흡수량도 1.2배 더 커 가성칼륨은 향후 DAC를 위한 주요 흡수제로 주목받고 있다.

그림 9) L-DAC의 시스템 구조 및 작동 원리

L-DAC의 시스템 구조 및 작동 원리



자료: N McQueen et al. Prog. Energy 3, 한국과학기술연구원, 한국IR협의회 기업리서치센터

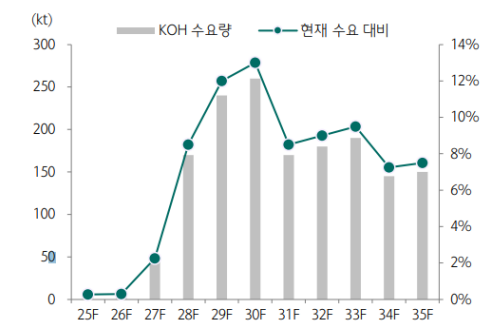
자료: N McQueen et al. Prog. Energy 3, 한국과학기술연구원, 한국IR협의회 기업리서치센터

현재 세계 최대의 DAC프로젝트는 미국의 대형 석유회사 옥시덴탈 페트롤리움(Occidental Petroleum)의 자회사 1PointFive의 Stratos 프로젝트로, 1억달러를 투자하여 약 50만톤의 설비를 증설해 올해 하반기부터 가동 예정이다. 염소처리 등의 문제로 추가적인 가성칼륨 내부조달에 어려움이 있어 신규 수요가 창출될 전망이며, 2035년까지 누적 1억톤의 포집을 목표로 하고 있다.

그림 10) Oxy 2035년 탄소 1억톤 포집

그림 11) 2026년, 2030년, 2035년 글로벌

목표 하에서의 KOH 필요량



자료: 하나증권

L- DAC용 가성칼륨 수요추정

	KOH (천 t KOH)			N-DAC 설비용량 (백만 t CO2)	
	총계	설치	운영	신규 설치	운영(누적 설치)
2026F L-DAC용 KOH의 연간 수요	6	5	1	0.5	1
2022년 글로벌 KOH 수요 대비 증가율	0.3%	0.3%	0.1%	-	-
2030F L-DAC용 KOH의 연간 수요	103	73	30	7.3	30
2022년 글로벌 KOH 수요 대비 증가율	5.1%	3.6%	1.5%	-	-
2035F L-DAC용 KOH의 연간 수요	147	77	70	7.7	70
2022년 글로벌 KOH 수요 대비 증가율	7.3%	3.8%	3.5%	-	-
L-DAC 설비용량 당 KOH 소요량 (천 t KOH / 백만 t CO2)	11	10	1	1	1

자료: Oxford Institute for Energy Studies(2023.12), 한국IR협회의 기업리서치센터

주 1) L-DAC 설비용량 당 가성칼륨 소요량은 Oxford Institute for Energy Studies 가정치임

2) 2030년, 2035년 L-DAC 신규 설비용량은 각각 1PointFive와 Carbon Engineering의 27F ~ 30F, 31F ~ 35F 기간 연평균 설비용량으로 추정함

3) 2023년 글로벌 가성칼륨 수요는 200만톤으로 추산

자료: 한국 IR협회의 기업리서치센터

Oxford Energy에 따르면 이론적으로 L-DAC의 가성칼륨 소요량을 CO2 1백만톤 당 최초 설치 1만t, 운영시 1천t/년이 필요하다. 1PointFive의 미국 내 L-DAC 설치 계획은 연평균 7.3~7.7백만tCO2 규모로 설치된다고 가정할 경우, L-DAC용 가성칼륨의 연간 수요는 2030년 10.3만t, 2035년 14.7만t로 2022년 글로벌 수요 200만t대비 각각 5.1%, 7.3%의 신규 수요가 발생할 수 있다.

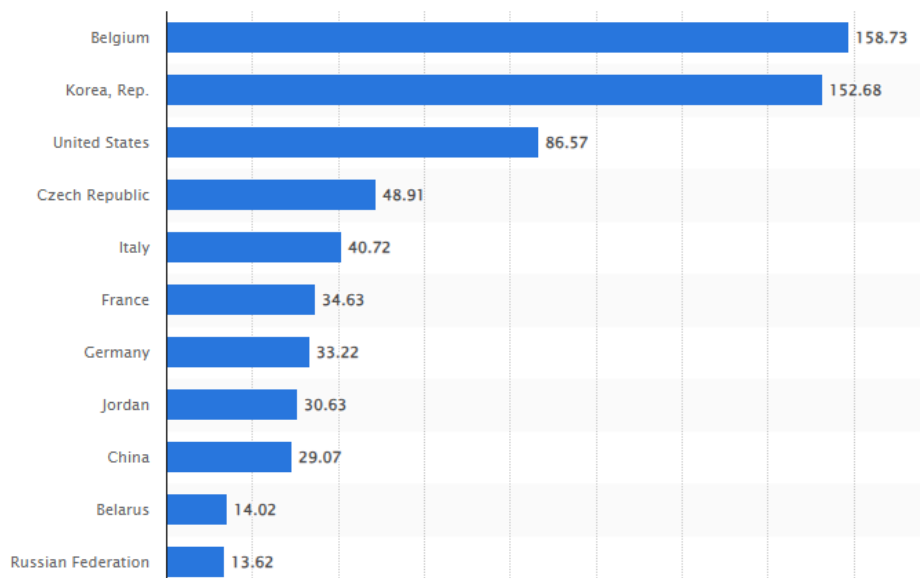
또한 현재 설치된 글로벌 DAC 설비용량은 7천tCO2이지만, 2030년까지 총 6천8백만tCO2 설치를 목표로 하고있다. 미국 정부는 DAC 허브 구축에 총 35억달러의 설비투자 보조금 예산을 배정했으며, IRA를 통해 세액공제 금액을 DACCS 경우 기존 35\$/tCO2에서 130\$/t CO2, DACCU의 경우 50\$/tCO2에서 180\$/tCO2로 각각 상향하는 등 탄소중립을 위한 DAC 기술에 주목하고 있다. 글로벌 가성칼륨 연간 필요량 계산시 2025년 탄소 포집량 50만톤 기준 5.5천톤(글로벌 0.3%), 2030년 포집량 6,000만톤 기준 26만톤(글로벌 13% 수준)으로 낮은 성장성이 특징이었던 가성칼륨 산업에 새로운 바람이 불어올 전망이다.

3) 경쟁 현황:

앞서 언급했듯 가성칼륨 산업은 지역별로 과점적이며 제품특성상 수출에 공격적이지 않다. 글로벌 주요 가성칼륨 수출 10개국 중 5개국이 유럽지역(벨기에, 체코 등)이며, 유럽지역에서 유독성 부산물(염소 등) 발생으로 인한 환경규제는 더욱 강화되고 있다.

현재 글로벌 가성칼륨 점유율 1위는 유니드이고, 2위는 점유율 15%의 Oxychem이다. Oxychem은 옥시덴탈 페트롤리움(Occidental Petroleum)의 자회사로, 다양한 염기성 및 특수 화학 물질을 생산하는 글로벌 제조업체이다. 22년 기준 약 68억 달러의 매출액을 발생시켰으며 가성칼륨부분 미국 점유 1위 기업이다.

그림 12) Leading Potassium Hydroxide(KOH) Exporting Countries World Wide in 2021 (in million U.S. dollars)



자료 : WITS

Ⅲ. 기업 주요 사항

1) 사업:

1)-1 사업 분야

(주)유니드는 화학제품의 제조와 판매를 주 사업으로 영위하는 업체로서 화학 제품 중에서도 기초무기 화학을 기반으로 한 가성 칼륨(KOH)과 탄산칼륨(K₂CO₃)등의 칼륨계 제품과 염소(Cl₂), 염산(HCl) 등 염소(Chlorine)계 제품을 주로 생산하고 있다. 동사의 경우 글로벌 M/S 1위 가성 칼륨 생산 업체의 지위를 공고히 유지해 나가고 있으며 전 세계 약 90개국에 제품을 수출하고 있다.

1)-2 제품 분야

그림 1) 유니드 사업부문별 주요 제품

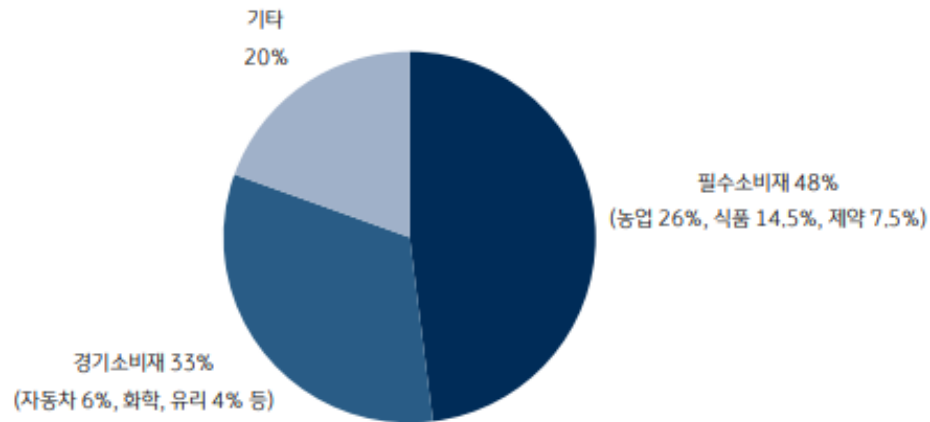
사업부문	법인	주요 생산 및 판매제품 유형
화학사업부	(주)유니드	가성칼륨, 탄산칼륨, 액체염소 등 화학제품 제조, 판매
해외사업부	UNID(Jiangsu) Chemical Co., Ltd, Jiangsu OCI Chemical Co., Ltd, UNID(Sichuan) New Materials Co., Ltd, UNID(Shanghai) Enterprise Management Co., Ltd, UNID(Hubei) New Materials Co., Ltd,	상품중개, 탄산칼륨, 가성칼륨, 액체염소 등 화학제품, 증기 및 발전전기업 제조, 판매

자료: dart

동사는 수산화 칼륨, 탄산칼륨 등의 칼륨계 제품과 부산물인 염소, 염산 등의 염소계 제품을 주로 생산한다. 사업부문의 생산제품 및 제품 판매 유형에 따라 화학사업과 해외 사업으로 분류할 수 있는데 화학사업 부문에서는 주로 가성칼륨, 탄산칼륨 등 화학제품 제조 및 판매를 담당하고 해외 사업의 경우 상품 중개, 탄산칼륨, 액체염소 등 화학제품, 증기 및 발전전기업 제조 및 판매를 담당한다.

동사의 경우 주요 원재료인 염화 칼슘을 캐나다 업체인 CANPOTEX를 통해 전량 매입을 하고 있으며 동사의 주요 제품인 가성칼륨과 탄산칼륨은 농업에서부터 화학, 자동차까지 수요처가 매우 다양하다고 볼 수 있다.

그림 2) 가성칼럼 및 탄산칼럼 판매 비중

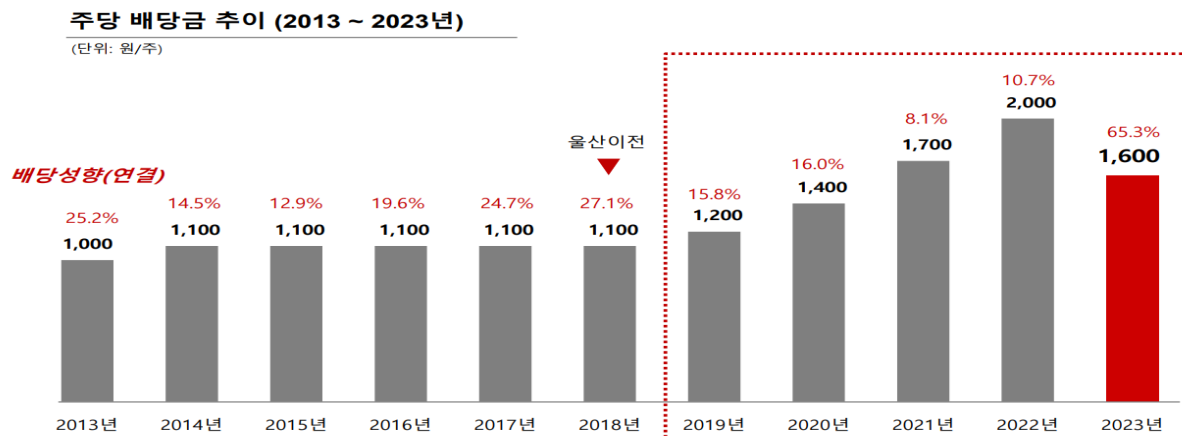


자료: 유니드, KB증권

1)-3 주주가치 제고 및 권익 증진

동사의 경우 주주들의 가치 제고 및 권익 증진을 위해 다양한 활동을 하고 있다. 동사의 경우 2004년 상장 이래, 20년 연속 흑자 배당을 이어오고 있다. 뿐만 아니라 작년 8월에는 1만주의 자사주를 매입하였고 최근에는 전자투표제와 온라인 배당 조회 서비스를 도입하여 주주들의 적극적인 의결권 행사를 독려하고 주주권익을 강화하기 위하여 많은 노력을 하고 있다.

그림 3) 주당 배당금 추이(2013~2023년)

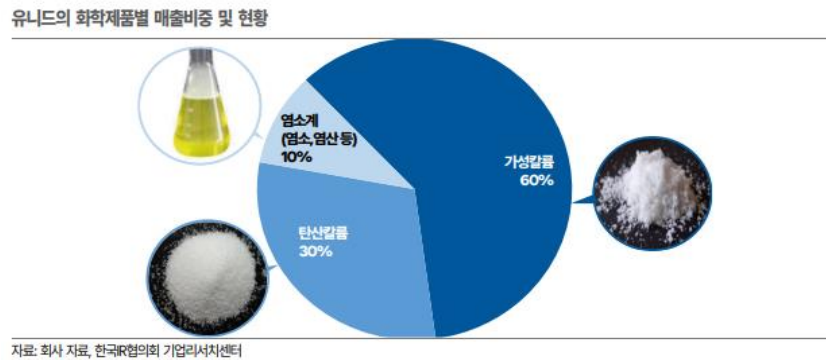


자료: 동사 IR 자료

2) 매출 실적:

2)-1 제품별, 지역별 매출 현황

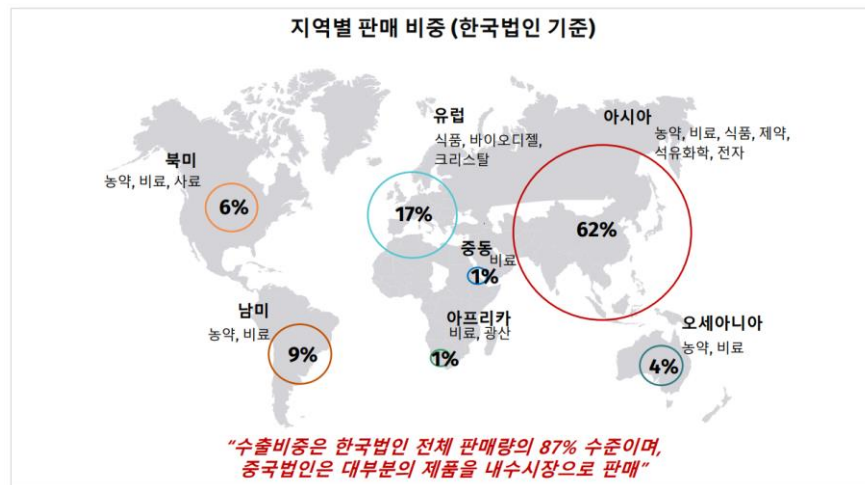
그림 4) 유니드의 화학제품별 매출비중 및 현황



자료: 유니드, 한국 IR협회의 기업리서치 센터

전체 매출액의 가장 큰 비중을 차지하는 카테고리는 가성칼륨(60%)이며 그 뒤로 탄산칼륨(30%), 염소계(10%)이다. 특히나 가성 칼륨은 비중이 전체의 60%를 차지할 정도로 동사의 매출을 이끌어 나가고 있다.

그림 5) 지역별 판매 비중(한국법인 기준)

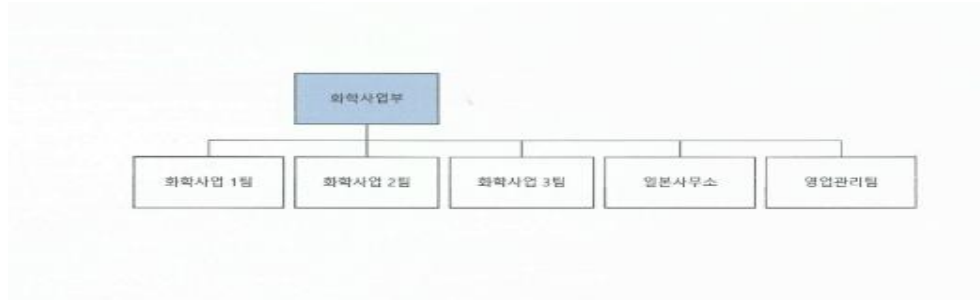


자료: 동사 IR 자료

동사는 아시아 시장(62%)을 중심으로 판매하고 있으며 유럽(17%), 남미(9%), 북미(6%) 순이다. 수출 비중은 한국 법인 전체 판매량의 87% 수준이며, 중국 법인은 대부분의 제품을 내수시장에 판매하고 있다. 동사의 중국 시장의 점유율은 약 50%이며 M/S 1위 업체로서 영향력을 떨치고 있다.

2)-2 매출 경로

그림 6) 매출경로



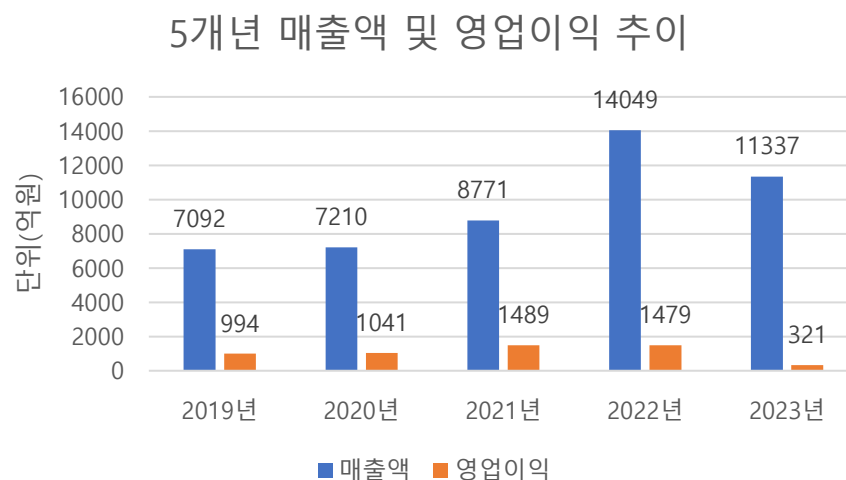
자료: DART

동사의 매출경로는 화학 사업부(한국법인)를 통한 판매와 해외 사업부(중국법인)를 통한 판매로 나눌 수 있다. 화학 사업부의 내수 판매의 경우 크게 실수요자와 대리점 판매로 양분되어 있으며 전국적으로 대리점 영업망이 구축되어 있다. 칼륨계의 고체 제품은 카고트럭, 액체제품은 탱크로리로 실수요자에게 도착도(또는 상차도)로 판매되며 염소계 제품은 탱크로리로 실수요자에게 도착도(또는 상차도)로 판매된다. 수출 판매의 경우 해외 실수요자 및 에이전트 등을 이용하여 직접 영업을 하고 있다.

해외 현지 법인을 통한 판매는 실수요자와의 직거래 혹은 대리점 등 중간상을 통해 판매를 하고 있다.

2-3 최근 5개년 매출액, 영업이익

그림 7) 5개년 매출액 및 영업이익



자료: 유니드, Buysignal

동사의 경우 23년 1조 1337억의 매출을 올렸고 영업이익은 321억을 기록했다. 매출액과 영업이익이 상승추세를 보여주다가 23년 갑작스럽게 실적이 부진했던 이유는 크게 두가지로 볼 수 있다.

<염화 칼슘 가격의 급락>

22년 당시 동사는 우크라이나 전쟁으로 발생할 수 있는 염화 칼륨 쇼티지 현상을 사전에 대응하기 위해 대량으로 재고를 확보했다. 통상 재고를 평균 2개월치 보유하는 것이 일반적이나 쇼티지를 우려해 재고를 6개월치로 늘렸다. 추정되는 재고 매입 단가는 평균 \$450/Ton이다.

그러나 하반기부터 우크라이나 전쟁으로 수출 제재를 받고 있던 러시아와 벨라루스가 제재를 우회해서 염화 칼륨을 중국에 공급하기 시작했다. 이는 중국 내 염화 칼륨 공급 과잉으로 이어졌다. 러시아와 벨라루스의 염화 칼륨 생산량은 전 세계의 50%를 차지할 정도로 영향력이 높다. 이는 글로벌 염화 칼륨 가격까지 급락시켰으며 23년 2분기까지 염화 칼륨 가격은 톤당 \$300 초반까지 하락했다.

그림 8) 염화칼륨 가격 추이

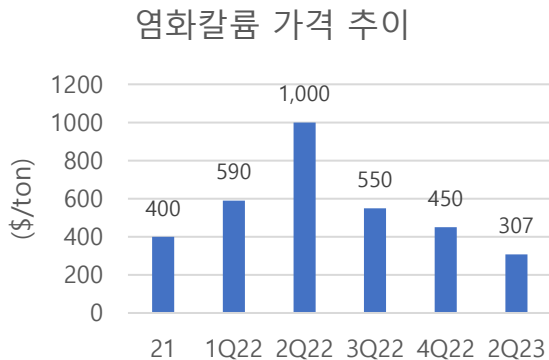
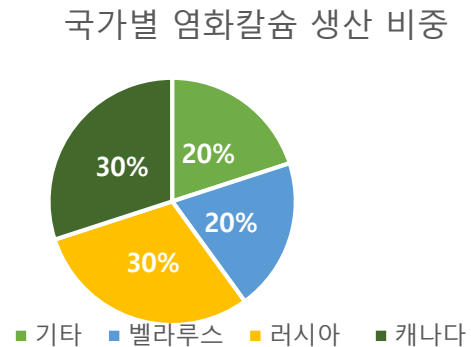


그림 9) 국가별 염화칼륨 생산 비중



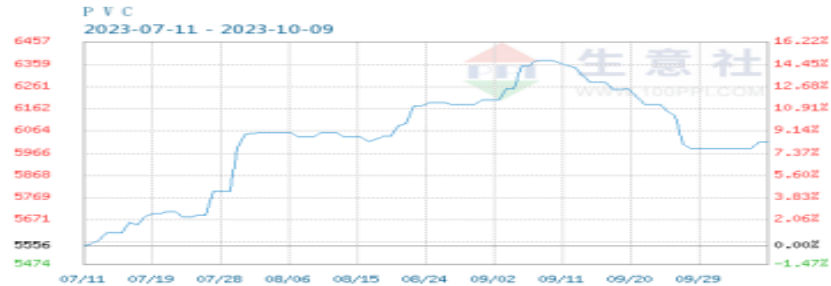
자료: DS투자증권 리서치센터

<생산 과정에서 발생하는 부산물인 염소 관련 손실>

가성 칼륨 생산 사업의 핵심은 부산물로 발생하는 염소의 처리이다. 염소는 즉각적으로 처리되어야 하며 동사는 국내에서 발생하는 염소는 모두 한화솔루션에 판매하고 있다. 염소는 대부분 PVC에 들어가는데 중국 경기 악화로 인해 23년 상반기 PVC 가격도 하락했다. 이에 따라 생산이 줄어들었고 수요도 줄어서 중국 법인의 염소 관련 손실이 발생할 수밖에 없었다. 다만 7월을 기점으로 중국 PVC 가격이 반등하였고 최근 재차 중국 부동산 경기 우려로 하락했으나 상반기 보다는 높은 가격을 형성 중이다.

그림 10) 중국 PVC 가격 추이

그림9 중국 PVC 가격 추이



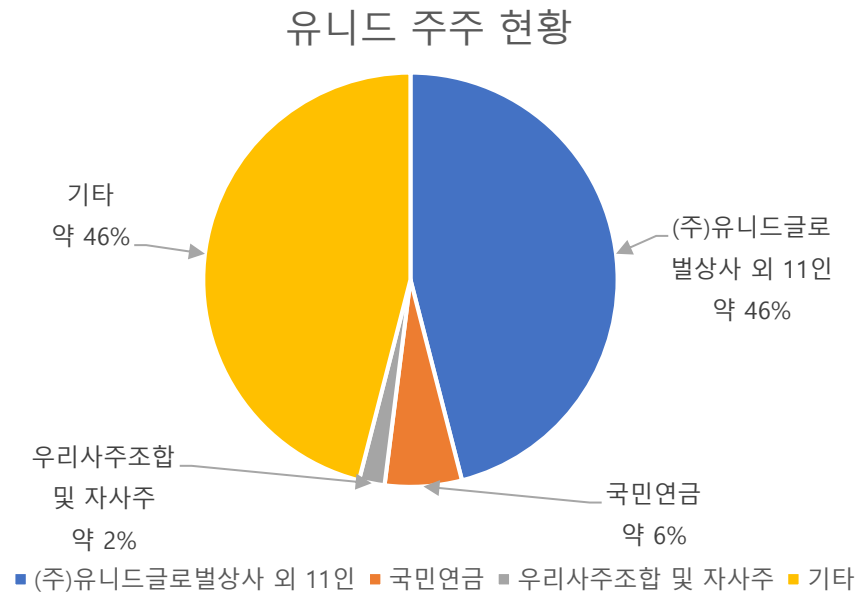
자료: Sunsirs, DS투자증권 리서치센터

자료: Sunsirs, DS투자증권 리서치센터

3) 지배 구조와 최근 이슈

3)-1 주주 현황 및 지분율

그림 11) 유니드 주주 현황



자료: 네이버증권, buysignal

24년 1분기 기준 (주)유니드글로벌상사 외 11인이 약 46%의 지분을 소유하고 있으며 그 뒤를 따라 국민연금(약 6%), 우리사주조합 및 자사주(약 2%) 순으로 구성되어 있다.

3)-2 최대주주 및 기업 지배구조

최대 주주는 위 표에서 확인 할 수 있듯 (주)유니드 글로벌 상사로 동사 지분 약 25%를 소유하고 있으며, 그 밖에 특수관계인(회장 이화영, 임원 이우일 등)들의 지분은 약 21%이다. 참고로 (주) 유니드글로벌상사의 지분율은 이화영 64.29%, 이우일 35.71%로 구성되어 있다.

그림 12) 유니드 최대주주

명 칭	출자자수 (명)	대표이사 (대표조합원)		업무집행자 (업무집행조합원)		최대주주 (최대출자자)	
		성명	지분(%)	성명	지분(%)	성명	지분(%)
(주)유니드글로벌상사	2	이종탁	-	-	-	이화영	64.29
		-	-	-	-	이우일	35.71

자료: DART

3)-3 최근 이슈

<전고체전지의 핵심소재인 고체전해질 생산기업 (주)솔리비스 지분투자>

지난 1월 25일 동사는 전고체전지용 고체전해질 전문기업인 솔리비스에 약 90억원 규모의 지분 투자를 감행하였다. 21년 기존 Series - A 20억 투자와 함께 이번 Series - B 90억 투자를 합하면 총 11억원 규모의 지분을 확보하였고 2대 주주 지위를 획득하였다. 솔리비스는 전고체전지의 핵심소재인 고체전해질 분야의 기업으로서 동사는 이번 투자를 계기로 차세대 먹거리 사업으로 주목받고 있는 이차전지 산업에 대한 경쟁력을 강화하고 신성장동력을 확보해갈 계획이다.

<중국 법인 염화파라핀왁스 공장 완공 >

지난 8일, UJC는 약 9만톤 규모의 CPs 공장을 완공했다. 유니드에 따르면 약 900억원 규모의 추가 매출을 기대하고 있으며 부산물인 염소를 자체적으로 소비해 수산화 칼륨 공장의 가동률을 제고하고, 염소 가격 변동성에 따른 실적 위험을 최소화해 안정적인 수익 창출의 기반을 마련할 수 있게 됐다고 설명했다. 신규 공장은 7월부터 본격적인 가동을 앞두고 있으며, 현재 시운전을 진행 중이다. CPs는 전기절연성과 열 안전성이 높고 가격이 저렴해 다양한 산업 분야에 활용되고 있으며 특히 PVC(폴리염화비닐), 폴리우레탄, 보온재, 페인트 등에 첨가제로 주로 사용된다.

4) 재무 분석

4)-1 최근 재무실적

그림 13) 유니드 사업부문별 실적 추이 및 전망

표2. 유니드 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
합계					
매출액	334.5	301.2	250.7	247.3	254.7
영업이익	1.6	8.3	0.8	21.4	27.5
영업이익률	0.5%	2.7%	0.3%	8.7%	10.8%
국내법인					
매출액	193.9	175.8	143.0	133.1	147.8
영업이익	2.6	17.4	0.7	8.9	17.0
영업이익률	1.3%	9.9%	0.5%	6.7%	11.5%
중국법인					
매출액	164.9	133.5	109.5	118.6	110.2
영업이익	-1.6	-9.7	-0.3	11.7	10.1
영업이익률	-1.0%	-7.3%	-0.3%	9.9%	9.2%

자료: 하이투자증권 리서치본부

자료: 하이투자증권 리서치본부

최근 분기 기준으로 보았을 때 동사의 매출액, 영업이익은 지속적으로 개선되고 있다. 동사의 24년 1분기 매출액과 영업이익은 모두 QoQ 대비 상승하였다. 특히 영업이익은 QoQ + 28%를 기록하며 매출액 대비 높은 영업이익률을 보여주었다. 국내 법인의 매출 증대는 유럽향 판매의 호조와 달리 강세 요인에 기인한 것으로 보여 진다. 중국법인의 경우 2월 춘절 영향으로 판매량 둔화와 염소 가격 하락 요인이 있었지만, 24년 1월 당시 높았던 염화/가성칼륨 가격으로 인해 실적 유지가 가능하였다.

4)-2 주요 재무 지표

구분	2022/12	2023/03	2023/06	2023/09	2023/12
매출액	1,832	3,345	3,011	2,507	2,473
영업이익	-239	16	83	8	214
당기순익	-129	2	44	-18	135
영업이익률	-13.06	0.48	2.74	0.32	8.65
부채비율	65.19	55.45	52.16	42.96	39.42
PER	5.59	7.99	20.47	-42.34	28.21
PBR	0.60	0.57	0.50	0.46	0.50
EPS	-1,722	34	649	-268	1,988

자료: Fnguide, buysignal

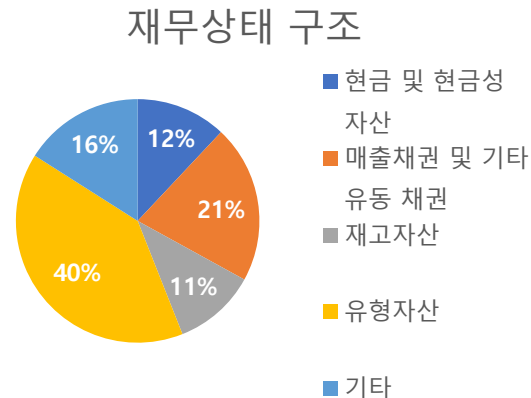
23년 4분기 이후 칼륨계 제품의 가격 스프레드가 어느정도 회복되었고 고가 원재료 재고처리 등이 마무리 되면서 당기순익, EPS 등 지표들이 양전으로 돌아선 것을 확인 할 수 있다.

4)-3 재무재표 항목 분석

4)-3-1 재무상태표

그림 14) 재무상태표와 재무상태 구조

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	671	849	570	532	559
현금성자산	195	146	153	114	119
매출채권	242	368	268	274	289
재고자산	162	294	137	131	139
비유동자산	677	640	689	790	846
투자자산	168	170	176	178	181
유형자산	502	466	501	595	646
무형자산	7	5	12	16	19
자산총계	1,348	1,489	1,259	1,321	1,406
유동부채	287	542	308	304	310
매입채무	86	125	117	113	119
유동성이자부채	161	397	182	182	182
비유동부채	68	46	48	49	49
비유동이자부채	60	36	33	33	33
부채총계	355	588	356	353	360
자본금	44	34	34	34	34
자본잉여금	1	3	3	3	3
이익잉여금	929	1,039	1,036	1,106	1,183
자본조정	21	-174	-170	-174	-174
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	993	902	903	969	1,046



자료: dart, buySignal, 하이투자증권

동사의 총 자산은 1조 2591억이고 유형자산(40%), 매출채권 및 기타 유동 채권(21%), 현금 및 현금성 자산(12%), 재고자산(11%) 순으로 이루어져 있다. 동사는 대규모 공장설비를 바탕으로 한 기초화학물 제조업체답게 유형자산의 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 국내 전해조 증설 및 CPS 프로젝트 등으로 CAPEX(자본적 지출) 또한 꾸준히 증가하고 있어 향후 탄탄한 수요 및 신규 수요의 창출로 2025년까지 증가할 것으로 보인다. 향후 AI발 전력수요 증가와 그에 따른 탄소포집용 칼륨제품의 신규 수요 창출은 동사의 영업실적에 관한 기대감을 갖게 한다.

동사의 유동 부채는 22년 급격히 늘어난 것을 확인 할 수 있는데 이는 원재료 매입에 따른 단기 차입금의 증가로 보인다. 다행인 것은 유동부채가 23년에는 예년 수준으로 다시 회복했다.

4)-3-2 현금흐름표

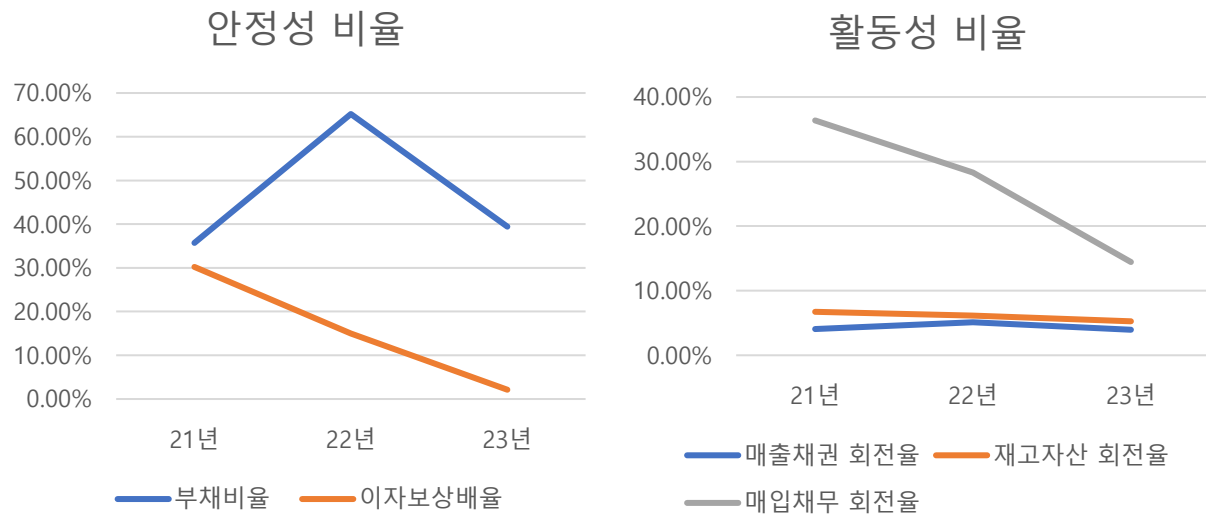
사업연도	2019	2020	2021	2022	2023
영업활동현금흐름(억)	725	1579	1218	-1281	3347
투자활동현금흐름(억)	-150	-25	-433	-186	-897
재무활동현금흐름(억)	-922	-979	-311	1324	-2327

자료: 네이버증권, Buysignal

이는 현금흐름표 상에서도 확인할 수 있는데 22년 차입금의 증가에 따른 재무활동현금흐름의 증가, 영업자산의 증가에 따른 영업활동현금흐름의 감소로 확인 할 수 있다

4)-3-3 재무 비율 분석

그림 15) 안정성 비율과 활동성 비율



자료 : 네이버 증권, Buysignal

부채 비율이 22년 급격히 높아졌던 이유는 재고 매입을 위한 단기 차입금의 증가로 해석할 수 있고 이자보상배율은 23년 2.12로 급감하였다. 이는 2022년 이자발생부채인 4260억에 기인한 이자비용의 상승이 주된 요인이라고 설명할 수 있다.

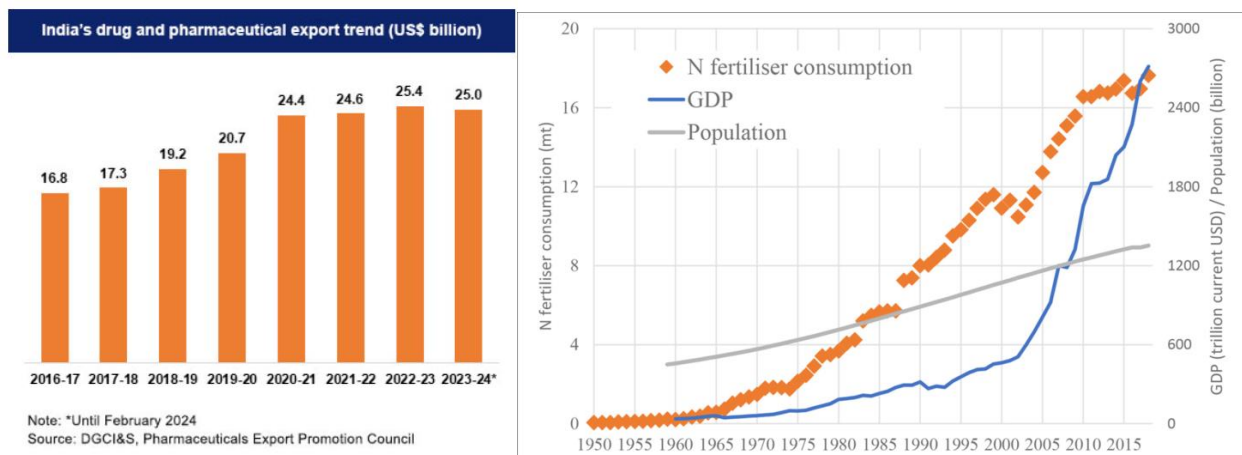
재고자산, 매출채권 회전율은 비슷하게 유지되는 것을 확인 할 수 있으나 동사의 매입채무 회전율은 지속적으로 감소하는 추이를 확인할 수 있는데 이는 동사의 시장 영향력에 대해 추측해 볼 수 있는 지표로 볼 수 있다. 매입채무의 변제를 늦출수록 확보된 현금을 운전자본으로 사용할 수 있기 때문에 기업은 최대한 매입채무를 늘리고 변제를 늦추려고 노력한다. 즉 이러한 매입채무 회전율이 낮아지는 것은 동사가 시장에서 점점 영향력이 커지는 것이라는 추측이 가능하다.

IV. 투자 포인트:

1. 잠재적 성장 가능성의 인도 시장

현재 인도는 글로벌 3위의 의약품 제조국이자 글로벌 2위의 농업 대국이다. 가성칼륨이 의약품 제조와 농업의 비료와 농약에도 쓰이는 만큼 그 활용도가 무궁무진하기에 동사에게는 기회의 땅이다. 인도 내 제약산업의 경우 미국 이외의 지역에서 가장 많은 수의 FDA 승인 공장을 보유하고 있으며, 특히 코로나19의 확산을 통해 백신 생산 산업이 성장했고 현재 WHO가 요구하는 전세계 백신 물량의 60%를 생산하고 있다. 그만큼 인도의 제약 시장의 규모가 거대한 것이다. 최근 인도의 제약 시장 성장 규모 목표는 기존 2030년까지 1300억 달러였으나 상향되어 2000억 달러로 목표치가 급증하였다. 농약의 경우, 인도 내 생산량은 2021년 YoY +33%, 2022년 YoY +17%으로 그 증가세가 매우 가파르다.

그림 1) 인도 제약 및 비료 시장 추이

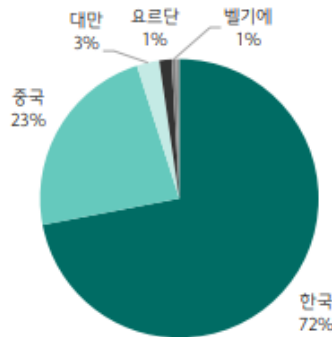


자료: ResearchGate

제약과 농업 분야의 전방 수요의 강세로 인도의 가성칼륨 수입량 증가율은 매년 약 30%에 달한다. 동사는 이러한 수요에 수혜를 받고 있다. 동사의 가성칼륨 인도향 수출 비중은 2019년 3%에서 2023년 15%까지 빠르게 성장하고 있으며 매년 30% 이상 증가 중이다. 동사는 인도 가성칼륨 수입 비중의 72%를 차지하며 압도적인 점유율을 해당 시장에서 보유하게 되었다. 높은 점유율은 가성칼륨 생산 시 발생하는 부산물인 염소 처리 공정상의 높은 진입 장벽에서 기인한다. 염소에 대한 처리가 필수적인데 염소의 특성인 산화력과 수분과의 반응성으로 인해 장거리 이동은 어렵다. 따라서 생산 공장 근방에서 염소의 처리가 이루어져야 하지만, 현재 인도 내의 염소 처리가 가능한 PVC, TDI 설비가 부족하다. 이 같이 가성칼륨 설비를 단기간에 짓기 어렵다는 점으로 인해 가성칼륨에 대한 수입 의존도가 높은 것이다.

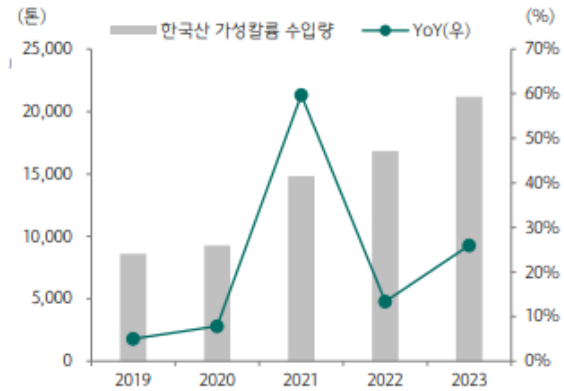
그림 2) 인도 가성칼륨 수입 국가 별 비중 및 인도의 한국산 가성칼륨 수입 물량 추이

도표 1. 인도 가성칼륨 수입 국가 별 비중



자료: 인도상무부, 하나증권

도표 2. 인도의 한국산 가성칼륨 수입 물량 추이



자료: 인도상무부, 하나증권

자료: 하나증권

또한, 해당 특성 때문에 인도, 유럽, 남미 농업, 식품용 가성칼륨 수요가 호조를 보여도 공장 증설은 중국 일부 업체와 유니드 중국법인에서만 이뤄지고 있다. 이와 같은 이유로 유니드의 인도향 수출이 앞으로도 꾸준히 성장할 것으로 기대되는 이유이다.

2. CPs (Chlorinated Paraffin Wax) 프로젝트

앞서 언급한 것처럼 염화칼륨의 전기분해 과정에서 발생하는 염소의 처리는 필수적인 과정이며 염소의 물질적 특성상 수분과 반응성이 높고 산화력이 강하여 염소를 장거리를 통해 운반하는 것에는 제약이 존재한다. 따라서 동사의 제조설비 인근에서 염소를 처리하는 것이 일반적이다.

이 같은 문제는 중국 법인에서도 발생하였다. 기존에는 부산물인 염소를 매입해가는 업체에게 추가적인 비용을 지불하고 있어 상당한 적자를 보고 있으며, 염소의 가격 변동성으로 인해 판매 시 손해를 보는 경우가 잦아 중국 법인의 실적에도 영향을 미쳤다.

그림 3) CPs(염화파라핀왁스)의 주요 용도



자료: 동사 1Q24 실적 발표 자료

해당 문제의 해결을 위해 동사는 약 630억원을 투자하여 중국법인내 CPs(Chlorinated Paraffin Wax, 염화파라핀왁스) 프로젝트를 시행하였고 최근 5월 공장이 완공되었다. 이에 따라 동사의 제조과정 중 발생하는 부산물인 부생염산을 CPs로 생산할 수 있는 설비를 갖추어 부가가치를 창출할 수 있게 된 것이다. 연 16.8톤의 염소가 발생하는데 이를 자체적으로 소비할 수 있는 것이다. 공정을 통해 PVC, 폴리우레탄, 보온재 등 고부가가치 제품으로 전환 생산이 가능한 CPs를 생산한다. 참고로 CPs 1톤 생산을 위한 염소 소요량은 1톤이다. 해당 프로젝트를 통해 손실을 줄이고, 동시에 염소 가격이 상승할 경우 CPs를 통해 생산된 제품 가격에도 전가가 가능한 이점이 있다.

프로젝트는 연간 9만톤 생산 목표로 매출액 기준 900억원 수준이며 약 10% 수준의 영업이익률을 목표로 하고 있다. 프로젝트로 산출되는 물량은 공장 인근에서 충분히 소화가 가능할 전망이다. 최근 중국 법인이 소재한 강소성 내 기존 CPs업체 2곳이 사업을 철수하면서 강소성 CPs는 15만톤의 수요가 발생하였기 때문이다.

3. CCUS와 DAC에 대한 탄산칼륨 및 가성칼륨 수요 발생

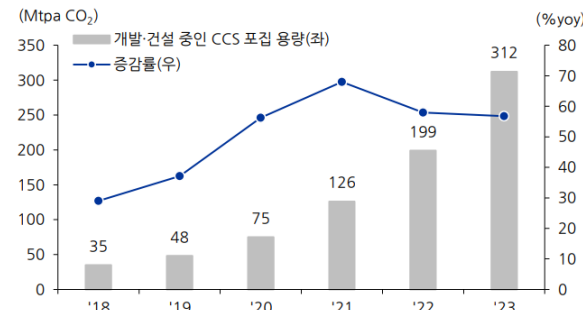
가성칼륨의 새로운 수요처로 대두되는 것은 탄소중립 시장이다. 다른 방식보다 감축효과가 큰 CCUS(Carbon Capture Utilization & Storage) 기술은 기술 발전과 비용 감소 및 여타 저렴한 탄소 저감 옵션의 소진으로 인해 해당 시장에서 입지를 점점 높여 나가고 있으며, CCUS의 기여도는 점진적으로 증가할 전망이다. IEA는 '2070 글로벌 탄소중립' 과정에서 CCUS의 기여도를 이산화탄소 전체 감축량의 15% 수준으로 제시하며 'CCUS 없이 탄소 중립에 도달하는 것을 불가능하다고 말하였다.

먼저, **CCS(Carbon Capture, Storage)**은 CCUS의 방법론 중 하나이다. 포집된 이산화탄소를 압축 및 운송 후 저장 처리하는 방식이다. 포집된 이산화탄소를 대염수층 또는 폐유전 및 가스전과 같은 지하에 주입하여 지질학적으로 저장하는 방식이며, 이렇게 주입된 이산화탄소는 시간이 지나며 용해되거나 광물화 된다. CCS는 1970년대부터 다양한 기술 연구가 진행, 기술적 성숙도가 높은 편이다. 이러한 CCS 기술에는 동사가 생산하는 탄산칼륨이 활용된다.

CCUS는 '포집-활용-저장'의 단계를 거치는데, 이 중 '포집(Capture)' 과정에서 대기 중의 이산화탄소를 직접 포집하여 농축 이산화탄소를 생산하는 기술인 **DAC(Direct air capture)**이 사용된다. DAC의 다양한 기술 중 현재 상용화에 근접한 기술은 L-DAC와 S-DAC(이다. 이 중 L-DAC는 동사의 생산품목인 가성칼륨을 이용하는 방식이므로 해당 방식이 상용화 된다면 동사의 매출 수혜로 다가올 수 있다.

그림 4) 개발 건설되고 있는 CCS 포집용량

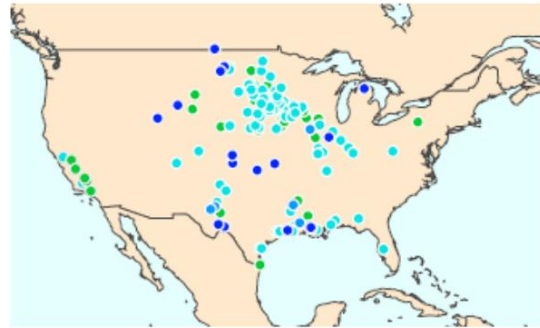
개발·건설되고 있는 CCS 포집 용량



자료: Global CCS Institute, 유진투자증권

그림 5) 미국 CCS현황

미국의 CCS 현황



자료: 유진투자증권

자료: 유진투자증권

자료: 유진투자증권

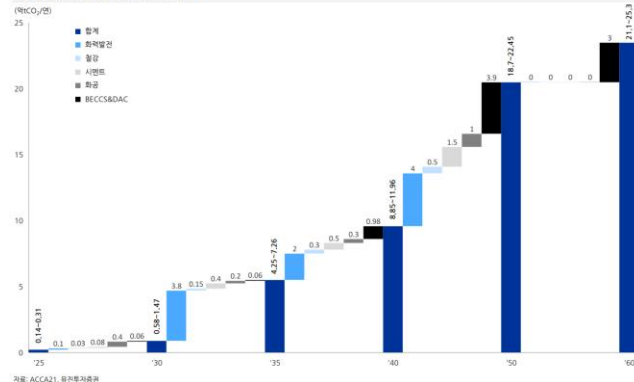
CCUS 시장은 지속적으로 성장하고 있는 추세이며 그 미래가 밝다. 정부와 민간 주도 방식으로 사업이 진행되나 아직까지는 정부 주도 사업의 비중이 높은 상황이다. 미국의 경우 2022년 IRA 법안을 시행하면서 CCUS 사업에 대한 세금 공제 혜택을 강화하였다. 포집 및 저장은 50\$/t에서 85\$/t로, DAC 및 EOR에서는 50~130\$/t로 혜택 인상을 추진하였다. 이외에도 인프라 투자 법안(IIJA)는 향후 5년간 CCS에 120억 달러(탄소 저장, 블루수소 및 수소허브 구축, R&D) 지원, 해상 이산화탄소 저장을 위한 대륙붕 토지법을 개정하여 해당 시장에 대한 전폭적인 지원을 시작하였다.

이외에도 유럽의 경우 세계 99개 실증 프로젝트 중 91개가 EU에서 추진 중으로, EU 혁신기금을 통해 CCS를 지원하며 국가별 MOU를 통해 사업을 추진하고 있다. 일본은 정부 주도하에 2030년까지의 CCS 상용화 도입을 전제로 한 로드맵 착수를 결정, 2050년 일본의 연간 CCS 저장량은 약 1.2~1.4 억 톤으로 추산된다.

그림 6) 중국 분야별 CCUS 탄소배출 저감

수요 전망

중국 분야별 CCUS 탄소배출 저감 수요 전망



자료: ACCA21, 유진투자증권

자료: 유진투자증권

그림 7) 중국의 CCUS 관련 주요 정책/정부 문건

중국의 CCUS 관련 주요 정책/정부 문건

시기	정책/문건명	내용
2013.10	CCUS 파일럿 프로그램 환경 보호 작업 강화에 관한 통지 环办[2013]101号	- CCUS 환경영향평가 등 환경 관리 역량 강화 - 행정부문 간 협력 촉구
2016.11	'13.5' 온실가스 배출 통제 업무방안 国发[2016]61号	2020년까지 비화석연료 에너지 사용 비중 15%로 확대 - 국가 단위 탄소배출권거래제 구축 2020년까지 단위GDP당 CO₂ 배출량 2015년 대비 18% 감축 - 온실가스 배출 통제, CCUS 등 관련 기준 수립
2016.06	CCUS 환경 위험평가 기술 지침 (시범) 环办科技[2016]64号	- CCUS 환경 위험 평가 범위, 프로세스 등을 간략히 규정 - 사고 발생 시 응급 대응방안 마련
2016.12	에너지 생산 및 소비 혁명 전략 (2016~2030) 发改基础[2016]2795号	- 발전, 철강, 건자재, 화학 등 분야의 탄소 배출 중점 통제 - Near-zero 배출을 위한 CCUS 파일럿 프로젝트 실행 등
2021.03	14.5 계획	에너지 소모 Near-zero 건축물, Near-zero 탄소 배출, CCUS 등 에너지 절약·저탄소 기술 산업화 프로젝트 실시

자료: 중국 정부, 유진투자증권

자료: 유진투자증권

주목해야 할 다른 곳은 중국이다. 중국은 높은 석탄 발전 비중으로 CCUS 활성화가 전망된다. 중국은 주요 발전 에너지원으로 석탄을 이용하는데 탄소피크 및 탄소중립 목표 달성을 위해서는 석탄 발전으로 인한 이산화탄소의 배출량 제어가 필수적이며, 이에 CCUS가 중요한 기술로 부각된다. 제 13차 5개년 계획에 이어 제14차 5개년 계획(2021~2025)에서도 CCUS와 같은 에너지절약/저탄소 기술 산업화 파일럿 프로젝트를 실시할 것이 명시된 만큼, 국가적 자원절약책 중 하나로 자리매김 되었다. 현재 중국의 CCUS 프로젝트는 2022말 기준, 중국 전역에 100여건에 달하는 프로젝트가 가동 및 건설 중이다. 연간 포집능력 및 주입능력은 각각 400만톤(+33%yoy), 200만톤 (+65%yoy) 수준이다. 동사의 중국 매출이 높으며, 중국 시장 점유율이 45%로 우위를 점하고 있기에 향후 진행될 중국 내 CCUS 프로젝트에 동사의 수혜가 기대된다.

CCS에는 탄산칼륨, DAC에는 가성칼륨이 사용되며 이는 동사의 주요 생산 제품에 해당한다. 앞으로 CCUS 산업이 전세계적으로 빠르게 성장할 것으로 사료, 글로벌 1위 사업자인 동사의 미래 수요 창출과 중장기적 수혜를 기대할 수 있다고 판단된다.

그러나 불확실성이 잔재한다. 현재 글로벌적으로 CCUS에 대한 보조금 및 세액공제, 대출 등의 정책은 지속적으로 늘어나고 있으나, 가장 중요한 문제인 CCUS의 기술에 대한 비용이 높다는 문제가 있다. 또한, 동사의 이익과 관계가 높은 DAC 기술도 단가가 높으며 기술 실증이 부족하기에 향후 DAC 기술이 CCUS 내에서 어느 정도 비중으로 사용되는 지에 대한 지속적인 관찰이 요구된다. 마지막으로 동사가 45%를 점유하고 있는 중국 내에서의 CCUS 시행 리스크가 잔존한다는 것이다. CCUS 프로젝트의 명문화 즉, 입법체계가 정착되지 않았고 아직까지는 지방정부를 국한한 정책적 규제의 성격이 강하다는 것이다. 따라서, 중국 시장 내에서 CCUS의 향후 진행 방향을 눈여겨볼 필요가 있다.

그림 8) CCUS가 명시된 중국 법령

CCUS가 명시된 중국 법령

공포일	법률/법규명	분류	제정기관	내용
2021.09.27.	톈진시 탄소피크-탄소중립 촉진 조례	지방성법규	톈진시 인민대표대회 상무위원회	- 지방 인민정부에 탄소 저장 기술에 대한 R&D 펀딩, 인센티브 등 지원 의무 부과 - CCUS 기술 연구-개발-산업화 장려 - 화력 발전, 철강, 석유화학 등 기업이 CCUS 기술 개조를 진행하도록 장려
2021.10.14.	후저우시 녹색 금융 촉진 조례	지방성법규	후저우시 인민대표대회 상무위원회	탄소 흡수(Carbon Sink), CCUS 등 기술 혁신 및 발전을 지원하는 금융상품 개발 장려
2023.07.31.	내몽골자치구 국가 중요 에너지 및 전략자원 기지 건설 촉진 조례	지방성법규	내몽골자치구 인민대표대회 상무위원회	- CCUS, CO₂-EOR 기술 보급 - 가스전 지하에 탄소를 저장-이용하는 방안 모색 - CCUS 등 혁신 시범사업 진행
2023.08.09.	우하이시 분해가능소재산업 발전 촉진 조례	지방성법규	우하이시 인민대표대회 상무위원회	분해가능(degradable)소재 기업들에게 CCUS 등 조치를 통한 제품 탄소 배출량 저감 요구

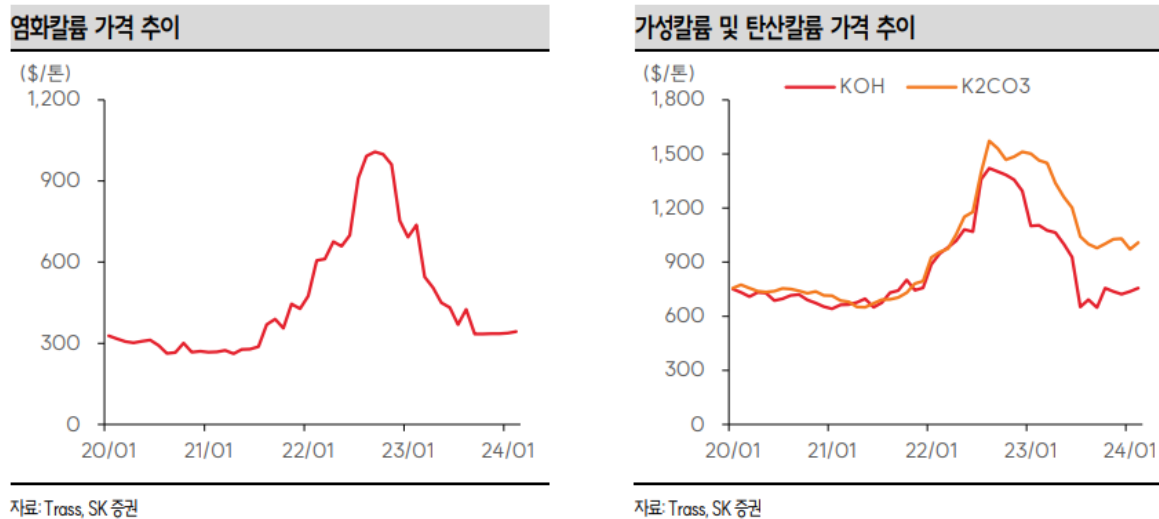
자료: 중국 국가법률법규데이터베이스, 유진투자증권
참고: 외국인 투자 장려 관련 부문규장 제외

자료: 중국 국가법률법규데이터베이스, 유진투자증권

VI. 리스크:

1. 원재료 가격 변동에 대한 취약점

그림 1) 염화칼륨, 가성칼륨 및 탄산칼륨 가격 추이



자료: SK증권

동사는 모든 생산품의 제조원천은 염화칼륨 100%이며 제조 공정에 필요한 염화칼륨을 캐나다에서 100% 전량 수입한다. 따라서, 염화칼륨의 대량 매입이 가능하다는 점을 이용할 수 있다. 이전 시기 러-우 전쟁으로 인해 러시아와 벨라루스의 염화칼륨 수출이 제한되어 염화칼륨과 제품가격이 상승한 1Q22~3Q22 동안 원재료 가격변동의 반영의 제품 가격에 반영되는 것에 2개월이 소요되는 '가격 래깅효과'를 통해 영업이익을 크게 증대하였다. 하지만, 4Q22 이후에는 중국을 통한 염화칼륨 우회 수출로 공급이 해당 리스크가 해소, 가격이 급락하여 정상화 궤도에 진입하였는데 이때, 고가로 매입한 원재료 재고로 인해 '역래깅효과' 발생, 영업이익이 큰 폭으로 감소하였다. 따라서 동사의 원재료와 제품의 시차가 존재한다는 것은 양날의 검이다.

또한, 동사의 원재료 매입처가 단일화된 것도 리스크로 볼 수 있다. 매입처인 캐나다의 정치 및 외교적 리스크는 매우 작으나, 만약 일련의 상황으로 캐나다발 공급의 차질이 생길 경우 동사의 원재료 단가 관리에 문제가 발생할 수도 있다.

2. 라오스 공단 건설 예정

2024년 3월 24일 라오스 정부는 중국 투자자들로부터 자금을 조달, 라오스 캄모우안(Khammouane) 주에 있는 탄산칼륨 광산 근처에 공단을 건설하기로 하였다. 이 사업에는 중국국제농업탄산칼륨(Sino Agri International Potash Co.)가 참여하기로 하였고, 건설되는 산업 공단은 화학비료를 생산하기 위한

산업지구와 사무실 건물 및 주거 지역으로 구획될 예정이다. 중국국제농업탄산칼륨은 중국 국무원 산하 조직인 아시아탄산칼륨(Asia Potash)의 자회사로 라오스 내 214.8km²에 달하는 칼륨광석 채굴권을 보유하고 있으며 이를 정제할 수 있는 기술을 갖춘 회사다.

중국은 세계 최대 화학비료 소비 국가에 해당한다. 화학비료를 생산하기 위해서는 탄산칼륨이 필수적인데, 라오스 공단건설로 인해 해당 기업의 탄산칼륨 채굴 및 정제량의 증가가 이루어질 경우 동사의 중국 내 탄산칼륨 매출이 하락할 수 있는 리스크가 존재한다. 동사의 전체 매출 비중에서 탄산칼륨은 약 30%를 차지하며 중국 법인의 수요 별 판매 비중에서 화학비료가 포함된 농업은 22%에 해당한다.

VII. 벨류에이션:

벨류에이션 방법으로 DCF를 사용하였다.

- 매출액 추정

매출 추정 (단위: 억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
한국법인	3827.9	3969.3	4569.2	7925.6	6457.9	6116.2	6360.8	6615.3
중국법인	3264	3240.2	4201.9	6123.3	4879.2	6247.8	6864.5	7035.2
한국 CAPA	36	36	36	38	40	40	40	40
중국 CAPA	32	32	32	32	32	41	41	41
한국 CAPA 1만톤당 매출액	106.33	110.26	126.92	208.57	161.45	152.90	159.02	165.38
중국 CAPA 1만톤당 매출액	102.00	101.26	131.31	191.35	152.48	141.41	145.47	149.64
중국/한국 1만톤당 매출액 비율	95.93%	91.84%	103.46%	91.75%	94.44%	92.48%	91.48%	90.48%
중국시장 전체 CAPA 증가 반영						-3%	-4%	-5%

자료: Buysignal

매출액 추정은 한국법인과 중국법인의 매출액을 각각 추정하여 합산하였다. 일단 먼저 한국 CAPA 1만톤당 매출액을 산출하였다. 2024년 예상치는 2023년 수치에 2023년 평균 수출 가격과 2024년 1분기 수출 가격의 변화율 -13.65%, 동기간 수출량 변화율 +9.68%을 반영하여 산출하였다. 2025년과 2026년 예상치는 2024년의 수치에 전체 시장 예상 성장률 1.4%에 인도 수출 예상 증가분 2.6%를 가산하여 연간 성장률 4%를 가정하여 구했다. 그렇게 산출된 CAPA 1만톤당 매출액에 CAPA를 더하여 한국법인 매출액을 산출했다.

중국법인 매출액의 경우 최근 5년간 한국과 중국의 CAPA와 매출액을 이용하여 CAPA 1만톤당 매출액을 구하고, 중국과 한국 시장 간의 가격, 믹스 차이로 인한 CAPA 1만톤당 매출액 비율을 구하여 5년간의 평균치를 구했다. 그리고 5년간의 평균치에 중국 시장에서 유니드를 포함한 중국 시장에서의 CAPA 증설 추세를 고려하여 2024년 -3%p, 2025년 -4%p, 2026년 -5%p를 차감하였다. 이렇게 구한 CAPA 1만톤당 매출액에 증설되는 CAPA를 반영하여 매출액을 구하였다.

- 영업이익 추정

유니드 (단위: 억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8751.6	8904.6	8771.1	14049	11337.2	12363.9	13225.3	13650.5
매출 성장률	7.51%	1.75%	-1.50%	60.17%	-19.30%	9.06%	6.97%	3.22%
매출원가	6884.2	6845.6	6245.5	11176.2	9767.6	9467.6	10127.2	10452.8
매출원가율	78.7%	76.9%	71.2%	79.6%	86.2%	76.6%	76.6%	76.6%
매출총이익	1907.5	2059	2525.6	2872.8	1569.6	2896.4	3098.2	3197.8
매출총이익률	21.8%	23.1%	28.8%	20.4%	13.8%	23.4%	23.4%	23.4%
판관비	1059.9	1096.5	1037.1	1394.1	1248.9	1414.1	1512.7	1561.3
판관비율	12.1%	12.3%	11.8%	9.9%	11.0%	11.4%	11.4%	11.4%
영업이익	847.6	962.5	1488.6	1478.7	320.7	1482.2	1585.5	1636.5

자료: Buysignal

매출액의 경우 앞서 산출한 지역별 매출액 추정치를 더하여 산출했고, 매출원가율은 급등한 원재료가 인한 역래킹 효과가 있었던 2023년을 제외한 2019년부터 2022년까지의 평균 매출원가율을 구해 적용하였다. 판관비율은 2019년부터 2023년까지 최근 5년간 평균 판관비율을 구해 적용하였다.

- CAPEX 추정

(단위: 억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
비유동자산	6454.5	6298.6	6769	6404.6	6890.9	7113.2	7342.6	7579.5
비유동자산 증감	-262.0	-155.9	470.4	-364.4	486.3	222.3	229.5	236.9
비유동자산 증감률	-3.90%	-2.41%	7.47%	-5.38%	7.59%	3.23%	3.23%	3.23%
CAPEX	457.8	361.1	647.4	832	940.6	947.5	978.1	1009.6
비유동자산 대비 CAPEX	7.09%	5.73%	9.56%	12.99%	13.65%	13.32%	13.32%	13.32%
감가상각비	518	529	524	541	472	561.4	579.5	598.2
비유동자산 대비 감가상각비	8.03%	8.40%	7.74%	8.45%	6.85%	7.89%	7.89%	7.89%

자료: Buysignal

CAPEX를 추정하기 위해 최근 5년간 변동폭이 컸던 매출액 대신 비유동자산 대비 CAPEX 비중을 사용하였다. 이를 위해 비유동자산의 추이를 추정해야 했다. 비유동자산의 경우 최근 3년의 비유동자산 증감률 평균치를 사용하여 추정하였다.

그리고 최근 중국 이창공장 신설 및 울산공장 전해조 신설 등 투자를 대폭 늘리고 있는 추세에 이창공장 2단계 및 전해조 추가 증설 등으로 지속될 것으로 추정되어 비유동자산 대비 CAPEX 비율은 최근 2년 평균 수치를 사용하였다. 그렇게 산출된 비유동자산과 비유동자산 대비 CAPEX 비율로 CAPEX를 구하였다.

감가상각비의 경우 비유동자산 대비 감가상각비 비율의 최근 5년 평균치를 사용하여 산출하였다.

- 순운전자본 증감 추정

(단위: 억 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
순운전자본 증감	485.42	-320	651.5	2183.6	-2478.7	690.1	248.9	122.9
매출채권및기타채권	1905.8	2120.2	2421.2	3676.2	2679.1	2987.8	3195.9	3298.7
매출채권 증감	-40.6	214.4	301	1255	-997.1	308.7	208.1	102.8
매출채권 회전율	459.2%	420%	362.3%	382.2%	423.2%	413.8%	413.8%	413.8%
재고자산	1366.7	986.4	1620.4	2937.9	1374.2	1779.5	1903.5	1964.7
재고자산 증감	298.9	-380.3	634	1317.5	-1563.7	405.3	124	61.2
재고자산 회전율	640.3%	902.7%	541.3%	478.2%	825.0%	694.8%	694.8%	694.8%
매입채무및기타채무	426.7	580.8	864.3	1253.2	1171.1	1195.0	1278.2	1319.3
매입채무 증감	-227.1	154.1	283.5	388.9	-82.1	23.9	83.3	41.1
매입채무 회전율	2051%	1533.2%	1014.8%	1121.1%	968.1%	1034.7%	1034.7%	1034.7%

자료: Buysignal

순운전자본 증감을 추정하기 위한 매출채권 증감은 매출채권 회전율을 이용하여 도출하였다. 이를 위해 원재료 및 판가의 폭등과 폭락이 있었던 2022년, 2023년의 수치를 제외한 2019년부터 2021년까지의 평균 매출채권 회전율을 사용하였다. 재고자산 회전율의 경우도 마찬가지로 2019년부터 2021년까지 평균 재고자산 회전율을 사용하였다. 매입채무 회전율의 경우 원재료 가격 폭등을 한 차례 겪은 만큼 매입채무가 늘어난 현재의 추세가 계속될 것이라고 가정하여 최근 3개년의 매입채무 회전율 평균치를 사용하였다.

그렇게 구한 각각의 회전율과 매출을 이용하여 순운전자본 증감량을 산출하였다.

- WACC

자기자본비용	10.00%
타인자본비용	7.03%
법인세율	20.3%
자기자본비중	0.9289
타인자본비중	0.0711
WACC	9.69%

자료: Buysignal

자기자본비용은 주식 기대수익률 10%를 사용하였고, 타인자본비용은 이자발생부채와 이자비용을 이용하여 부채의 이자율을 역산하였다. 법인세율은 2023년도 적용 수치를 사용하였고, 자기자본비중과 타인자본비중을 구하여 WACC 9.69%를 산출하였다.

- PV of FCF

(단위: 억 원)	2023	2024E	2025E	2026E
EBIT	320.7	1482.2	1585.5	1636.5
법인세	20.30%	20.30%	20.30%	20.30%
EBIAT	255.6	1181.3	1263.6	1304.3
(+ 감가상각)	472.0	561.4	579.5	598.2
(- CAPEX)	940.6	947.5	978.1	1009.6
(- 순운전자본증감)	-2478.7	690.1	248.9	122.9
FCF	2265.7	105.2	616.2	770.0
Year	0	1	2	3
Discount rate	0%	9.69%	9.69%	9.69%
PV of FCF	2265.7	95.0	502.6	567.2

자료: Buysignal

2023년을 현재로 설정하고 2024년부터 2026년까지의 FCF의 현재가치를 추정하였다.

- 적정주가

Terminal Value	6591.8
Sum of FCF	3757.1
EV	10348.9
현금 및 현금성 자산	1460.3
Total PV	11809.2
Number of Shares	6767600
적정주가	174495

자료: Buysignal

Terminal Value의 경우 칼륨 산업의 특성을 고려해 영구성장률 1%를 가정하여 산출하였다. 이를 FCF의 현재가치와 합산하여, 총 현재가치는 1조 1809.2억 원으로 산출되었다. 이를 주식 수 676만 7600주로 나누어 적정주가 174,495원을 도출하였다.

따라서 목표주가 174,500원, 상승여력 51.21%, 투자의견 BUY를 제시한다.