



유니드 (014830)

[곡물 전쟁] 러시아/벨라루스 염화칼륨 M/S 41%

▶ Analyst 권우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(상향): 140,000원

현재 주가(3/7)	92,700원
상승여력	▲51.0%
시가총액	8,241억원
발행주식수	8,890천주
52 주 최고가 / 최저가	148,500 / 60,400원
90 일 일평균 거래대금	53.72억원
외국인 지분율	12.8%
주주 구성	
유니드글로벌상사 (외 11 인)	45.4%
국민연금공단 (외 1 인)	5.5%
자사주신탁 (외 1 인)	1.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.7	-12.1	-36.7	47.1
상대수익률(KOSPI)	13.1	-0.8	-19.9	59.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,098	1,445	1,566	1,644
영업이익	169	221	234	246
EBITDA	221	279	298	313
지배주주순이익	184	180	191	202
EPS	20,679	20,263	21,518	22,680
순차입금	50	-29	-184	-365
PER	5.2	4.6	4.3	4.1
PBR	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.5	2.8	2.1	1.5
배당수익률	1.6	1.8	1.8	1.8
ROE	21.3	17.6	16.0	14.7

주가 추이



천연가스/석탄 부족 => 비료계 부족

작년 하반기에 시작된 가스/석탄 상승은 암모니아 강세로 이어졌고, 암모니아의 85%가 비료용(요소)으로 사용되기에, 요소수/비료/농산물이 강세다. 지난 9월 시작된 요소수 사태는 빙산의 일각이다. 봄/여름에 성수기인 비료와, 여름/가을 농산물 부족이 시작되고 있다.

세계 비료시장은 암모니아(56%), 인산(25%), 칼륨(19%)계로 구성돼 있어, 염화칼륨도 강세다(2월 ASP 946\$/t, MoM +28%, YoY +126%).

1) 요소 부족으로 대체 수요가 늘어났으며, 2) 염화칼륨 2위/3위 벨라루스/러시아의 생산(M/S 38%)/수출(M/S 41%)이 제한되기 때문이다.

참고로, 벨라루스는 2/16일부로 공급 불가를 선언했다.

염화칼륨 급등 => 가성칼륨 급등으로 이어질 것

염화칼륨의 약 90%가 비료의 원료로 사용되며, 10%(유니드 1.3%)가 가성칼륨 등으로 가공되는데, 가성칼륨은 다양한 산업(비료/음식/의약/화학/태양광/유리 등)에 극소량 더해지는 필수 첨가제다.

이에 Spot 마진은 상승 or 최소 유지될 것으로 판단된다. 고객 원가의 0.1%에 불과한 만큼, 판가는 모두 전가 가능하기 때문이다.

유니드 기업 개별 마진은 추가 상승할 것이라 판단되는데, 1위 업체로

1) 염화칼륨을 대량 계약 구입하며, 2) 전량 캐나다(1위)에서 수입하기 때문이다. 벨라루스/러시아 의존도가 50%에 달하는 브라질/중국/인도 경쟁사들은 염화칼륨을 구하지 못하거나, 비싸게 구매해야해 가성칼륨 가격이 급등 할 전망이다.

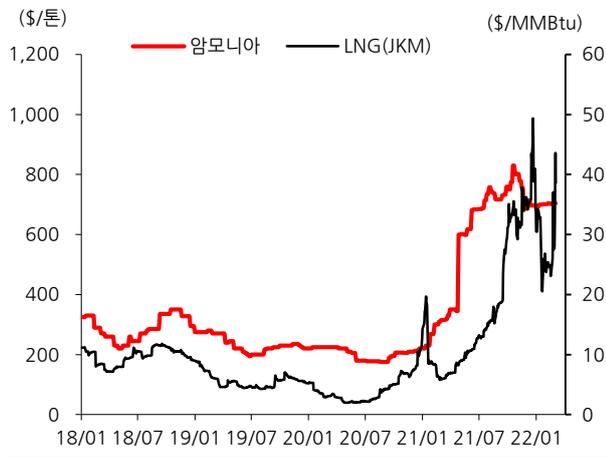
2022 매출/이익 추정치(YoY +32%/+31%) 및 목표주가 상향

2022년 매출액은 1.4조원으로 YoY +32%를 추정했다. 2월 가성칼륨 가격이 946\$/톤으로, YoY +42% 상승했기 때문이다. 2월중, 벨라루스 염화칼륨 수출 중단 시작된 것을 감안하면, 판가는 추가 인상이 가능하다. 2022년 영업이익은 2,214억원(YoY +31%)로 추정했지만, 공급 부족 시, YoY +50% 이상 초과 달성도 가능해 보인다.

“러시아+벨라루스”의 원유/가스/염화칼륨 M/S는 13%/17%/38%다. 비료시장은 봄/여름이 성수기이며, 2~3월부터 수출이 급감했기에 향후 가격 추가 상승의 정도를 예측하기 어렵다. 중장기적인 이익 추정치 상향에 목표주가도 12만원 => 14만원으로 상향한다.

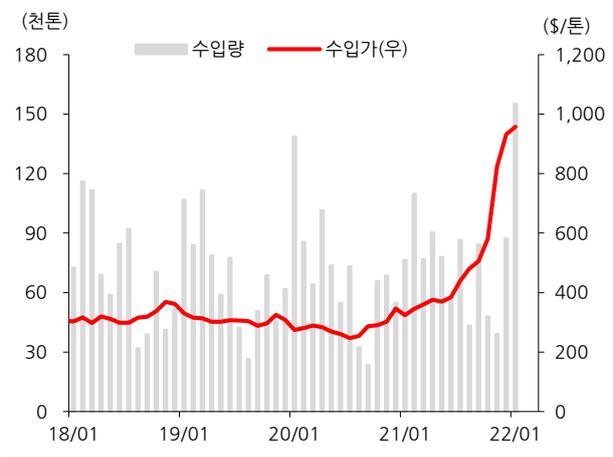
1. 2021년 하반기, 가스 => 암모니아 => 비료 가격 상승

[그림1] 러시아 가스 수출 감소에 => 가스/암모니아 상승



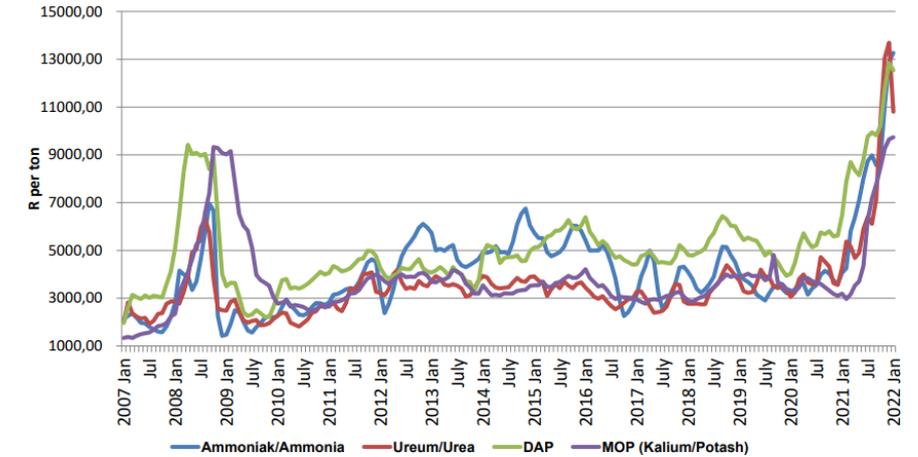
자료: 한화투자증권 리서치센터, Bloomberg

[그림2] 이에, 9월 이후 요소 가격 상승 (요소수 사태 지속)



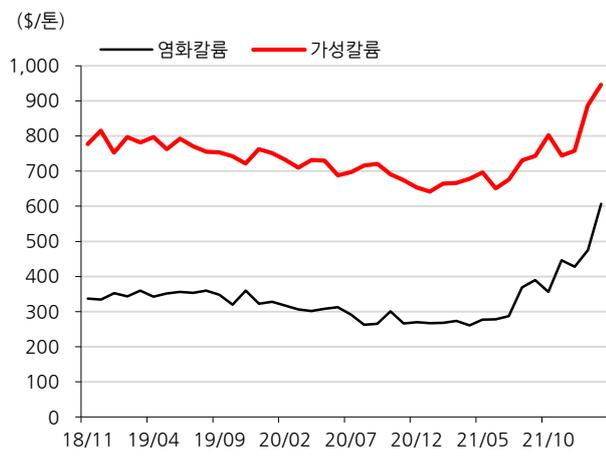
자료: 한화투자증권 리서치센터, KITA

[그림3] 비료가격(요소계, 인산계, 칼륨계)도 상승세



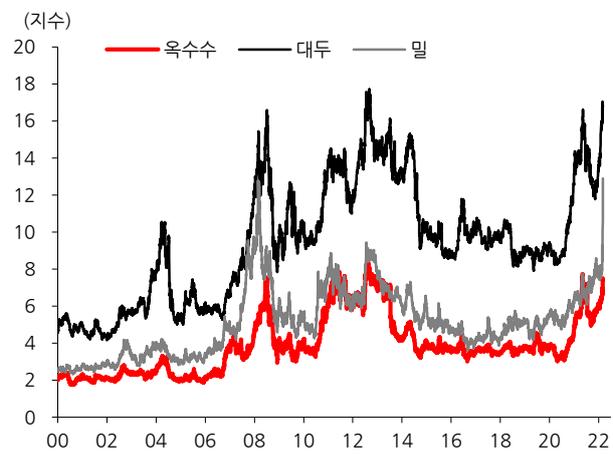
자료: 한화투자증권, Grain SA

[그림4] 칼륨계 비료 상승에, 염화칼륨/가성칼륨 상승 시작



자료: 한화투자증권 리서치센터, KITA

[그림5] 농산물도 가격 급등 동반

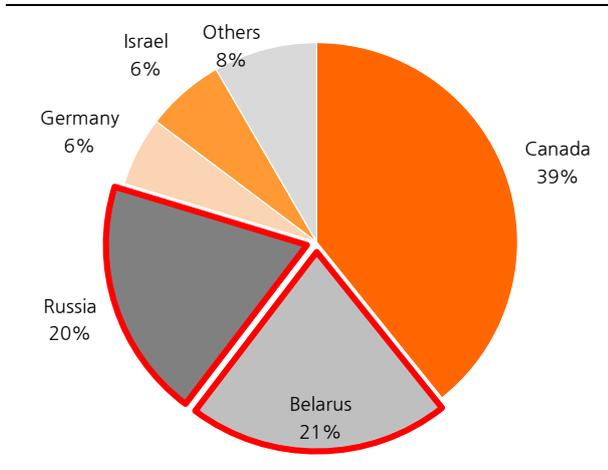


자료: 한화투자증권 리서치센터, Bloomberg

2. 2월부터 러시아/벨라루스 사태로 비료/농산물 부족 심화

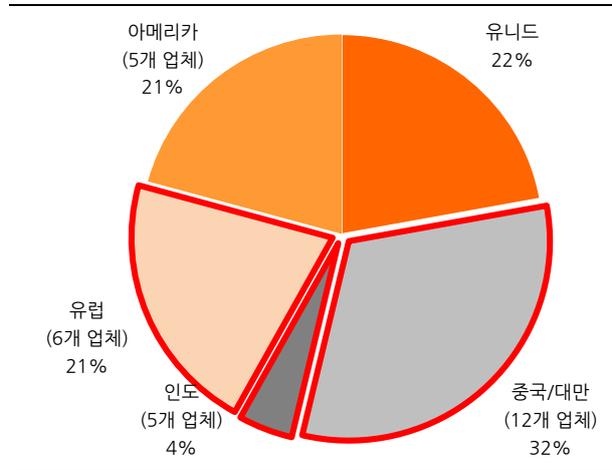
- *중국의 비료계 제품 수출 금지(8월)에 이어,
- *2월 16일: 미국/유럽, 벨라루스에 대한 수출 제재 시작(염화칼륨 2위 수출국)
- *3월 4일: 러시아 정부, 기업들에 비료 수출 중단 촉구(염화칼륨 3위 수출국)
 - 러시아는 비료 원재료의 약 25%를 생산. 염화칼륨(벨라루스 포함)은 41%
- *Yara(유럽 비료업체) CEO: "비료 공급이 원활하지 못한다면, 일부 작물의 수확량이 50% 감소할 것"

[그림6] 염화칼륨 수출국: 러시아/벨라루스 41%
벨라루스는 2 월중 수출 중단 발표



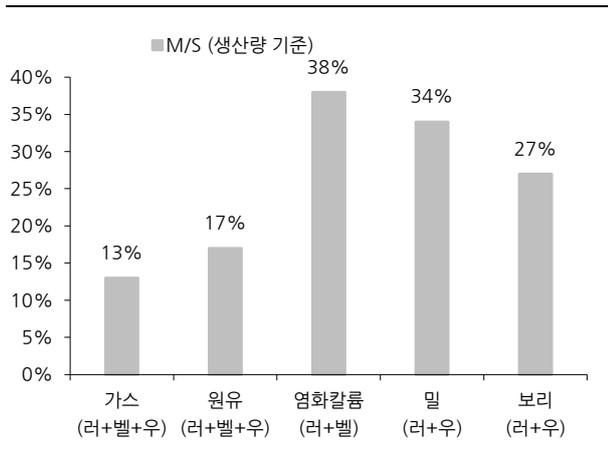
자료: 한화투자증권 리서치센터, IFA

[그림7] 가성칼륨 생산능력
유럽/인도/중국/대만 경쟁사는 러/벨 의존도 약 50%



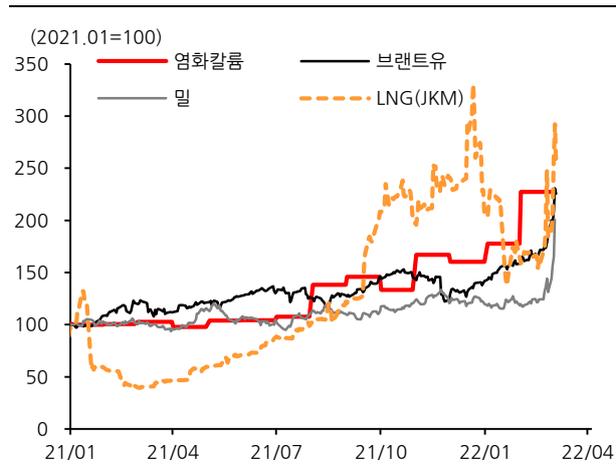
자료: 한화투자증권 리서치센터, Bloomberg

[그림8] 러시아 지역 M/S



자료: 한화투자증권 리서치센터, IFA

[그림9] 작년말, 가스부터 제재 시작.
농산물/비료는 2 월중순(벨라루스), 3 월초(러시아) 시작



자료: 한화투자증권 리서치센터, Bloomberg

[표1] 유니드 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	259.6	271.3	271.5	295.5	328.3	378.9	379.8	357.7	1,097.9	1,444.7	1,565.6
QoQ(%)	15.0%	4.5%	0.1%	8.8%	11.1%	15.4%	0.2%	-5.8%			
YoY(%)	19.1%	16.8%	26.6%	30.9%	26.4%	39.6%	39.9%	21.1%	23.3%	31.6%	8.4%
화학(본사)	107.5	113.1	118.5	117.9	139.6	173.6	182.0	151.2	456.9	646.4	698.5
화학(중국)	102.3	105.2	106.4	124.9	139.4	151.6	145.3	157.0	438.9	593.3	665.0
보드 사업	54.6	56.0	51.8	57.7	54.3	58.8	57.6	54.6	220.2	225.4	222.5
영업이익	43.8	55.4	43.7	26.2	48.1	66.5	65.3	41.6	169.1	221.4	234.2
OPM(%)	16.9%	20.4%	16.1%	8.9%	14.6%	17.6%	17.2%	11.6%	15.4%	15.3%	15.0%
QoQ(%)	103.5%	26.6%	-21.2%	-40.0%	83.5%	38.3%	-1.9%	-36.3%			
YoY(%)	125.0%	75.0%	85.3%	21.7%	9.8%	19.9%	49.4%	58.7%	75.7%	30.9%	5.8%
화학(본사)	11.3	13.9	14.1	5.9	18.6	27.7	29.1	15.6	45.2	90.9	103.3
OPM(%)	10.5%	12.3%	11.9%	5.0%	13.3%	15.9%	16.0%	10.3%	9.9%	14.1%	14.8%
화학(중국)	28.9	33.2	24.9	19.9	24.8	33.3	31.3	21.4	107.0	110.9	116.6
OPM(%)	28.3%	31.6%	23.4%	15.9%	17.8%	22.0%	21.6%	13.7%	24.4%	18.7%	17.5%
보드 사업	3.2	7.8	4.0	0.0	4.3	5.1	4.5	4.3	15.1	18.1	12.8
OPM(%)	5.8%	14.0%	7.8%	0.0%	7.8%	8.7%	7.7%	7.8%	6.8%	8.0%	5.8%
당기순이익	37.1	102.6	36.5	7.6	41.1	56.8	55.3	27.0	183.8	180.1	191.3
지배순이익	37.1	102.7	36.5	7.5	41.1	56.8	55.3	27.0	183.8	180.1	191.3
순이익률(%)	14.3%	37.8%	13.5%	2.5%	12.5%	15.0%	14.6%	7.6%	16.7%	12.5%	12.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	890	1,098	1,445	1,566	1,644
매출총이익	206	294	398	425	447
영업이익	96	169	221	234	246
EBITDA	149	221	279	298	313
순이자손익	-5	-1	1	1	2
외화관련손익	3	-3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	91	232	214	228	240
당기순이익	77	184	180	191	202
지배주주순이익	77	184	180	191	202
증가율(%)					
매출액	1.7	23.3	31.6	8.4	5.0
영업이익	13.6	75.7	30.9	5.8	5.0
EBITDA	9.4	48.2	26.2	6.7	5.0
순이익	13.9	139.3	-2.0	6.2	5.4
이익률(%)					
매출총이익률	23.1	26.8	27.5	27.2	27.2
영업이익률	10.8	15.4	15.3	15.0	15.0
EBITDA 이익률	16.8	20.2	19.3	19.0	19.0
세전이익률	10.2	21.2	14.8	14.5	14.6
순이익률	8.6	16.7	12.5	12.2	12.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	158	6	164	219	247
당기순이익	77	184	180	191	202
자산상각비	53	52	58	64	67
운전자본증감	32	-127	-74	-37	-22
매출채권 감소(증가)	-22	-49	-58	-30	-18
재고자산 감소(증가)	39	-41	-30	-15	-9
매입채무 증가(감소)	16	12	13	7	4
투자현금흐름	-3	-30	-74	-54	-56
유형자산처분(취득)	-35	-45	-60	-39	-41
무형자산 감소(증가)	-4	1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-12	-71	-5	-5	-5
재무현금흐름	-98	-41	-25	-35	-35
차입금의 증가(감소)	-83	-29	-10	-20	-20
자본의 증가(감소)	-11	-12	-15	-15	-15
배당금의 지급	11	12	15	15	15
총현금흐름	157	147	239	256	269
(-)운전자본증가(감소)	-56	102	74	37	22
(-)설비투자	36	48	60	39	41
(+)자산매각	-3	3	-2	-2	-2
Free Cash Flow	174	1	102	178	204
(-)기타투자	-24	-60	7	8	8
잉여현금	199	61	95	170	196
NOPLAT	81	141	186	197	207
(+) Dep	53	52	58	64	67
(-)운전자본투자	-56	102	74	37	22
(-)Capex	36	48	60	39	41
OpFCF	155	44	110	185	211

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	491	592	751	931	1,120
현금성자산	152	162	231	366	527
매출채권	212	277	336	365	383
재고자산	99	144	174	189	199
비유동자산	630	670	681	665	649
투자자산	143	179	186	194	201
유형자산	479	483	485	460	434
무형자산	8	8	10	12	14
자산총계	1,121	1,262	1,432	1,597	1,769
유동부채	261	253	257	246	232
매입채무	53	61	74	81	85
유동성이자부채	147	150	140	120	100
비유동부채	78	71	71	72	72
비유동이자부채	76	62	62	62	62
부채총계	339	324	329	317	304
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	776	932	1,097	1,273	1,460
자본조정	-37	-37	-37	-37	-37
자기주식	-5	-5	-5	-5	-5
자본총계	782	938	1,103	1,279	1,466

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	8,656	20,679	20,263	21,518	22,680
BPS	88,230	105,795	124,358	144,176	165,156
DPS	1,400	1,700	1,700	1,700	1,700
CFPS	17,665	16,535	26,836	28,767	30,291
ROA(%)	7.0	15.4	13.4	12.6	12.0
ROE(%)	10.3	21.3	17.6	16.0	14.7
ROIC(%)	9.6	16.4	19.4	19.5	20.3
Multiples(x, %)					
PER	5.6	5.2	4.6	4.3	4.1
PBR	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6
PSR	0.5	0.9	0.6	0.5	0.5
PCR	2.7	6.4	3.5	3.2	3.1
EV/EBITDA	3.4	4.5	2.8	2.1	1.5
배당수익률	2.9	1.6	1.8	1.8	1.8
안정성(%)					
부채비율	43.3	34.5	29.8	24.8	20.7
Net debt/Equity	9.1	5.4	-2.7	-14.4	-24.9
Net debt/EBITDA	47.6	22.8	-10.5	-61.8	-116.6
유동비율	188.4	234.3	291.8	379.1	483.9
이자보상배율(배)	11.4	34.3	47.8	55.1	64.6
자산구조(%)					
투하자본	73.1	72.9	70.6	64.5	58.3
현금+투자자산	26.9	27.1	29.4	35.5	41.7
자본구조(%)					
차입금	22.2	18.4	15.5	12.5	10.0
자기자본	77.8	81.6	84.5	87.5	90.0

[Compliance Notice]

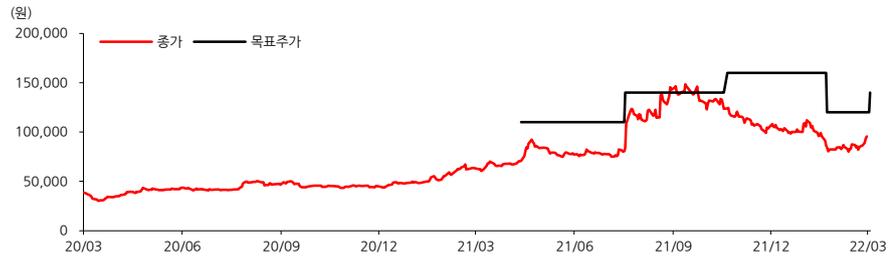
(공표일: 2022년 03월 08일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[유니드 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2021.04.16	2021.04.16	2021.06.08	2021.07.14	2021.07.22	2021.08.12
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	전우제	110,000	110,000	110,000	140,000	140,000
일 시	2021.09.08	2021.09.15	2021.10.14	2021.10.25	2021.11.11	2021.12.10
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	140,000	140,000	140,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2022.01.12	2022.01.26	2022.02.18	2022.03.08		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	160,000	120,000	120,000	140,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.16	Buy	110,000	-27.76	-16.18
2021.07.22	Buy	140,000	-8.30	6.07
2021.10.25	Buy	160,000	-33.65	-22.19
2022.01.26	Buy	120,000	-29.14	-20.50
2022.03.08	Buy	140,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%