



정유/화학

[곡물전쟁(2)] 비료, 곡물, 사료, 축산물 부족을 대비

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

▶ 15년전 Agflation Cycle의 재림?

2006-2008년(수요): 글로벌 수요 강세에 바이오연료 정책 활성화로 곡물 가격이 급등했으며 => 곡물 생산량 확대를 위해 비료가격도 1~2개월 후행하여 상승/하락했다. 2008년초, 중국은 자국 농민 보호를 위해 비료에 100% 관세를 발표하며 수출을 사실상 금지했다.

2021-2023년(공급): 이번 Cycle은: **2H21**, 1) 중국의 석탄/에너지 규제에 따른 비료 수출 제재와 2) 가스/석탄 부족/강세에 따른 글로벌 암모니아/요소 부족, 3) 미국의 곡물 사고(허리케인/한파/화재)로 인한 부족을 시작으로, **1H22**에는 러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 1) 비료 직접 수출 제재(18%)와 2) 비료 중간재(염화칼륨/요소/인/암모니아 등) 수출 중단에 따른 글로벌 비료업체들의 가동률 축소, 3) 러/우 농산물 수출(보리 31%, 밀 28% 등)에 대한 우려가 가세된 영향이다.

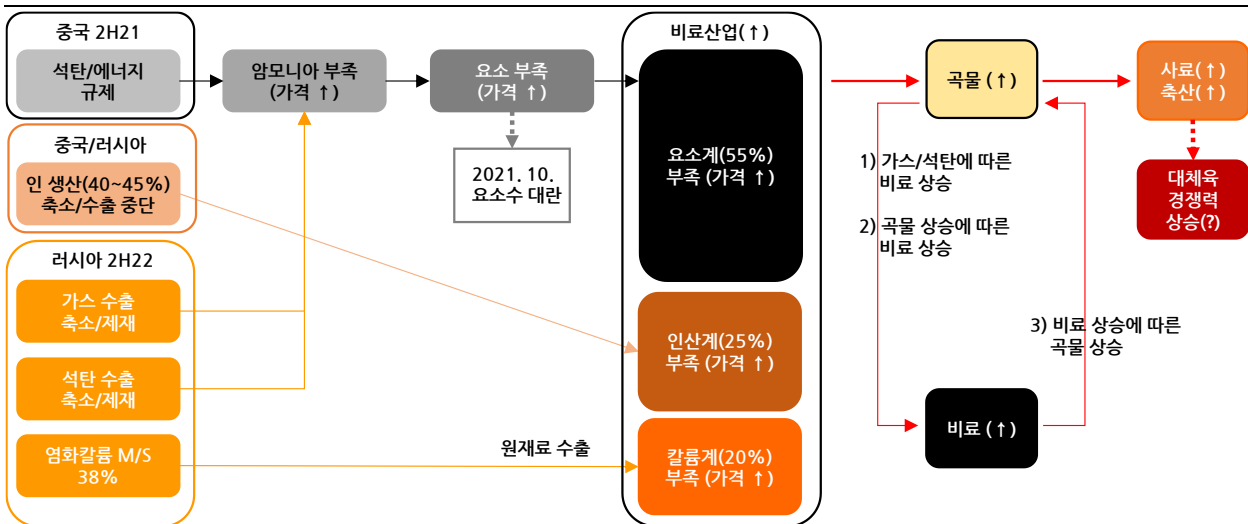
*** Old vs New Agflation:** 표면적인 차이점은 “수요발”과 “공급발” Agflation이나, 이번 공급 감소의 범위(원재료, 중간재, 비료, 곡물)가 전-밸류체인에서 나타나고 있으며, 각 분야의 10~40%에 차질이 발생하고, 현재의 비료 부족이 6~18개월 후 곡물 생산 감소로 이어질 수 있다는 점을 고려하면 더 크고 긴 Agflation이 될 수도 있다.

▶ 수혜 산업/종목군

수혜 종목군은 비료(남해화학 등)/중간재(유니드) > 사료/농기계 업체들로 판단한다. 과거, 비료 개선세가 중간재 대비 높았으나, 러시아/벨라루스발 직접적인 염화칼륨 공급 중단으로, 가성칼륨(유니드) 실적의 추가 강세는 2022년부터 발생할 것으로 전망한다. 과거 Agflation-Cycle 2/3년차 영업이익은 다음과 같다:

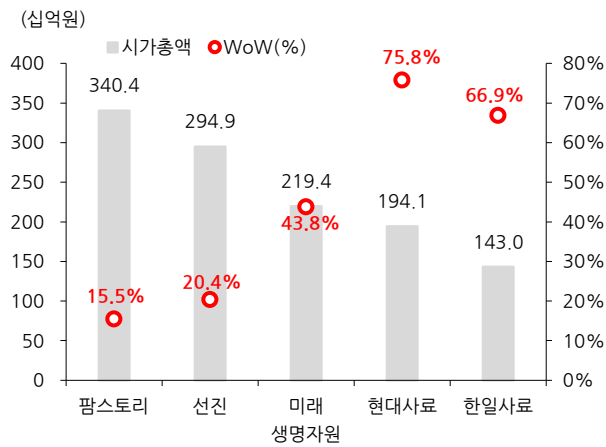
- 남해화학 2007/08년 영업이익은 409억원(YoY + 662%)/2,401억원(YoY + 488%),
- 유니드 2007/08년 영업이익은 228억원(YoY + 8%)/609억원(YoY + 167%)

[그림1] 2021-23년 “New Agflation”



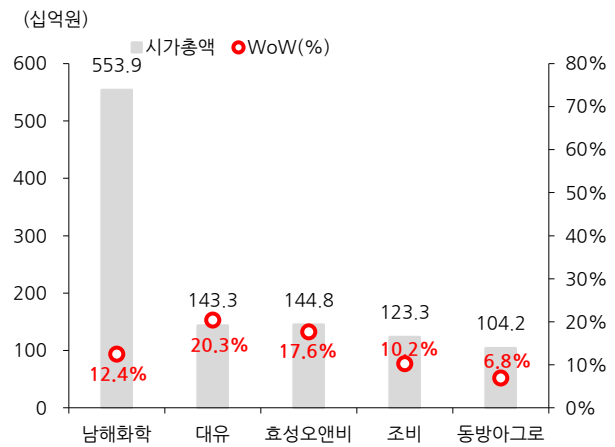
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사료업체 추가 상승폭 (최근 1주)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 비료업체 추가 상승폭 (최근 1주)



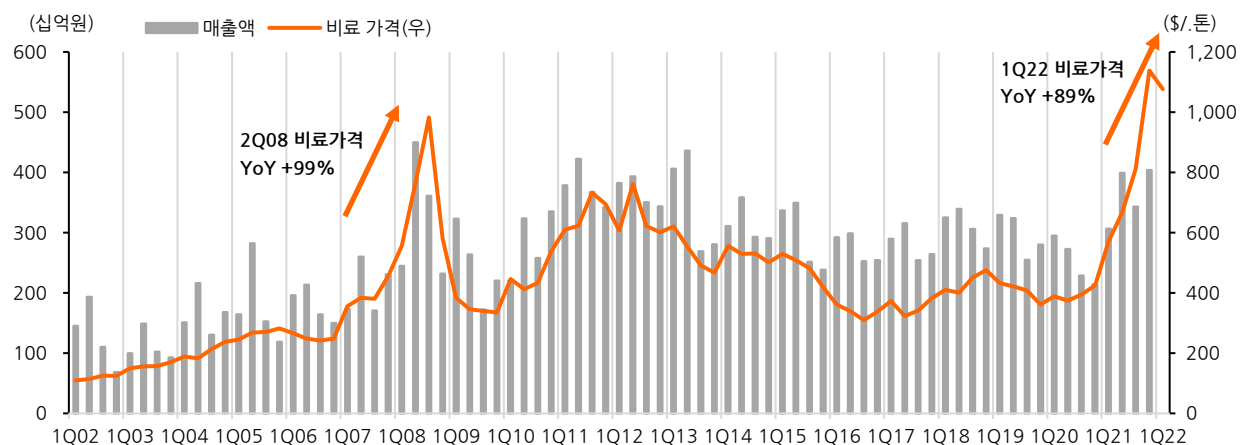
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 비료/사료업체 매출 비중

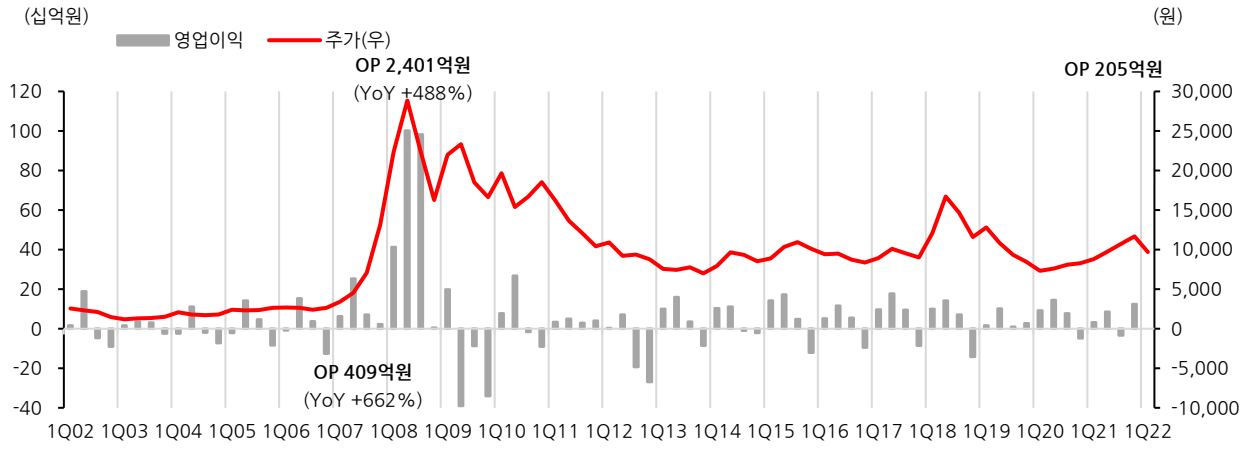
남해화학		현대사료		한일사료	
시가총액	5,539억 원	시가총액	1,940억 원	시가총액	1,430억 원
매출액	1,451.9	매출액	110.3	매출액	355.8
비료소계	545.6	사료 소계	110.2	사료 소계	125.0
요소	73.7	양계사료	81.6	양계사료	29.3
복합비료	432.3	제품	양돈사료 18.7	제품	양돈사료
맞춤형 비료	39.6	기타사료	8.9	제품	축우사료 93.5
화학소계	328.9	상품	양돈사료 0.9	기타사료	1.3
암모니아	279.0	기타	원재료 0.1	상품	조사료 외 1.0
황산/기타	49.9			기타	정육유통/기타 230.8
석유류	577.4				
영업이익	20.5	영업이익	1.2	영업이익	13.6
비료 및 화학사업	13.9				
유류사업	6.6				
반도체용 황산	-0.0				

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 남해화학 매출액 vs. 비료 가격

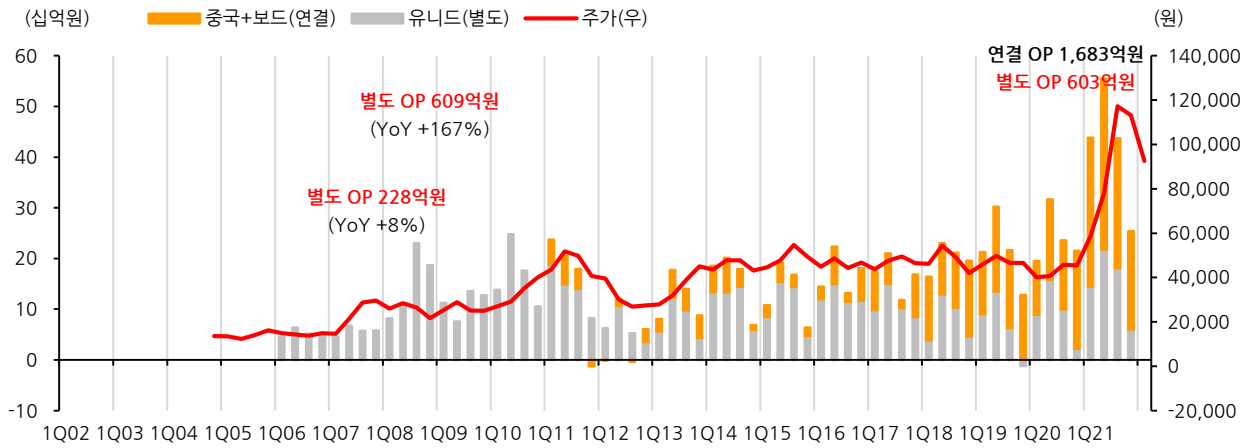


[그림5] 남해화학 영업이익 vs. 주가



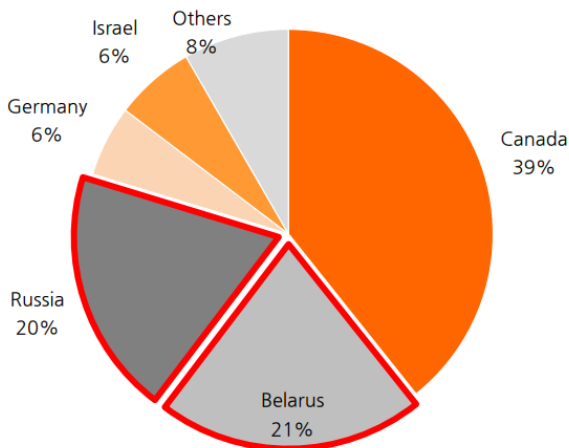
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 유니드 영업이익 vs. 주가



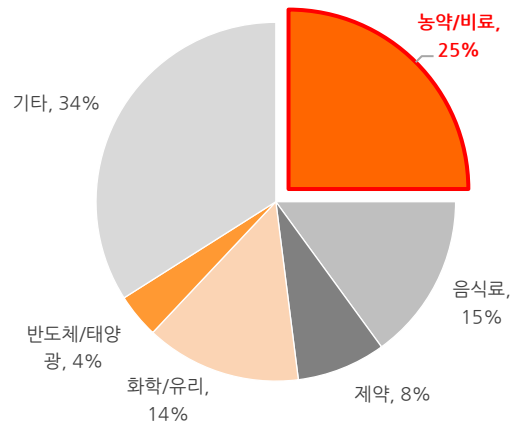
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 염화칼륨 수출국 M/S. 유니드는 100% 캐나다에서 수입하기 때문에, 공급(경쟁사 가동) 감소에 수혜 예상



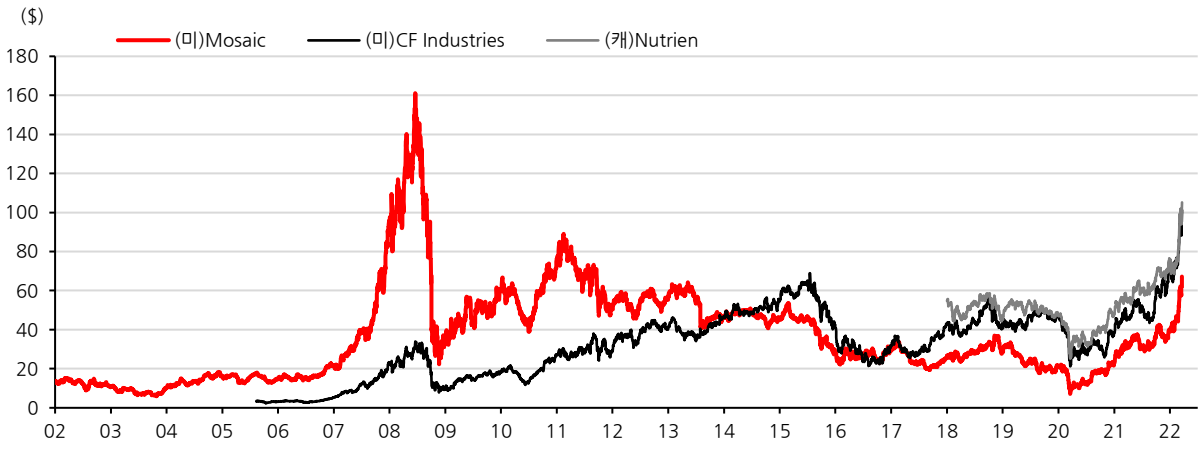
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] (유니드) 가성칼륨 전방: 비료 25%



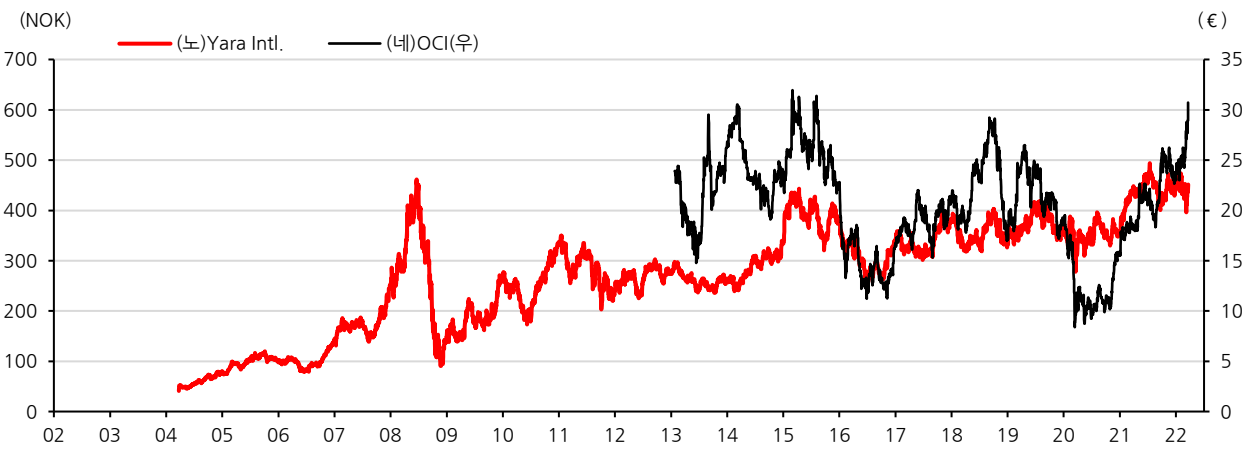
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 비료가격 vs. 비료업체 주가 (북미): 원재료(가스/암모니아/인/칼륨) 복미 조달



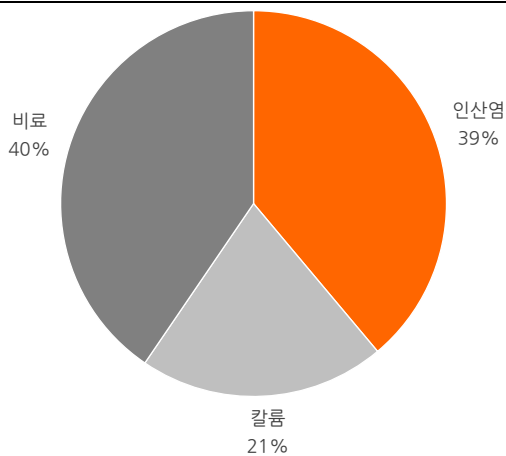
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 비료가격 vs. 비료업체 주가 (유럽): 원재료(가스/암모니아/인/칼륨) 러시아/우크라이나/벨라루스 조달



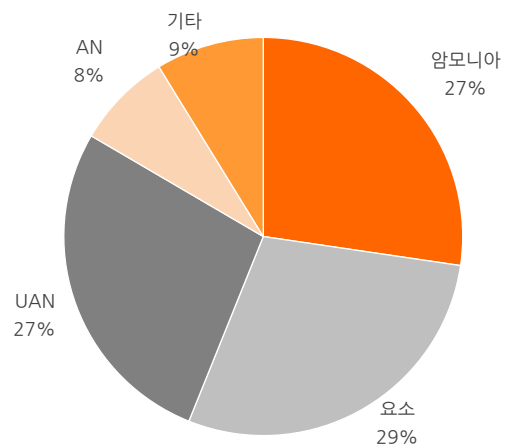
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] Mosaic 매출비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] CF Industries 매출비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

비료/곡물 Insight & Fact-Sheet

러시아/우크라이나 곡물 생산량

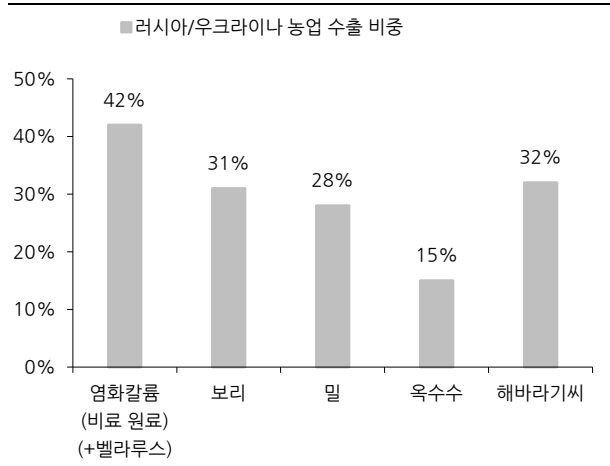
- 1) 리/우 경지 면적: Global M/S 11%
- 2) 리/우 생산량: Global M/S 9%
- 3) 리/우 칼로리 기준: Global M/S 12%
- 4) 리/우 수출량: Global M/S 21%
- 5) 러시아의 비료 생산량은 Global M/S 18%

[표2] 러시아/우크라이나 비중 (경지 기준)

No	국가 명	경지 면적(hectare)	비중(%)
1	United States	157.7	11.3%
2	India	156.4	11.2%
3	Russian Federation	121.6	8.7%
4	China	119.5	8.6%
5	Brazil	55.8	4.0%
6	Argentina	39.2	2.8%
7	Canada	38.7	2.8%
8	Nigeria	34.0	2.4%
9	Ukraine	32.9	2.4%
10	Australia	31.0	2.2%

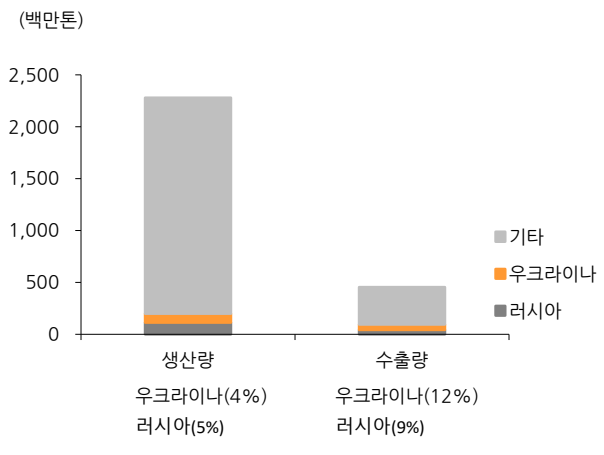
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 러시아+우크라이나 Global 수출 M/S



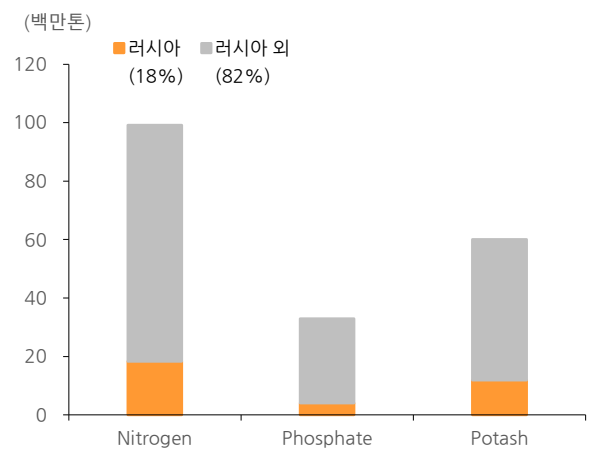
자료: 한화투자증권 리서치센터
주: 밀, 옥수수, 대두 등

[그림14] 러시아/우크라이나 곡물 생산/수출량



자료: 한화투자증권 리서치센터, USDA

[그림15] 비료 생산에서 러시아 비중



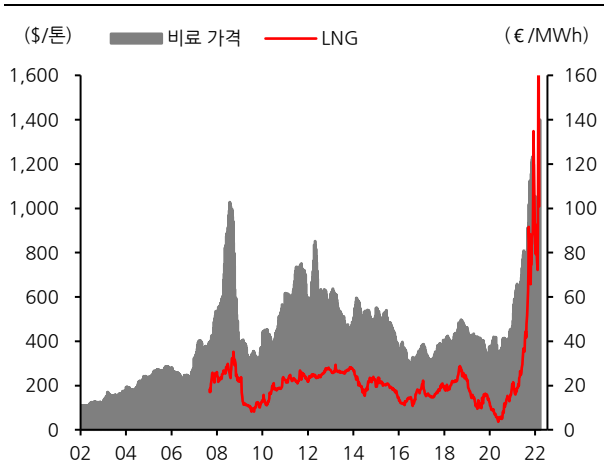
자료: 한화투자증권 리서치센터, USDA

비료/곡물 가격 강세의 원인

비료 강세의 원인은 1) 중국/러시아의 석탄/가스 제재로 인한 => 암모니아 부족 => 요소 부족 => 요소계 비료(비료 중 55%) 부족/상승이다. 2) 또한, 중국을 포함한 비료국들은 자국 농민 보호를 위해 수출을 제재/중단하기 시작했으며, 3) 러시아는 자체적인 수출 중단을 시작했다. 4) 2H21부터 시작된 비료 부족으로 곡물 부족을 대비해 수요가 개선된 부분도 있을 것이다.

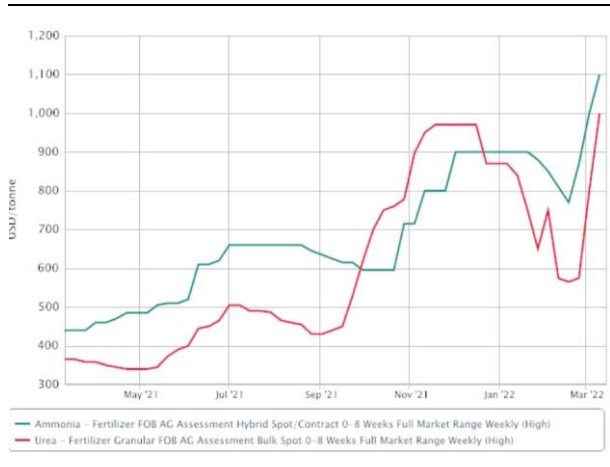
곡물 강세의 원인은: 1) 운임 차질/상승 및 2) 2021년 미국의 천재지변(허리케인/한파/화재 등)으로 인한 곡물 생산 감소가 8.9b\$(11조원)에 달했기 때문이다. 2021년 미국 순수출 목표가 19.5b\$이었기에 공급이 원활하지 않았을 것으로 추측된다. 3) 우크라이나(수출 M/S 12%)의 경우, 4월부터 파종을 시작해야 하는데, 현재 피난 중이며, 디젤 부족 등으로 2022년 하반기 생산차질이 예상된다.

[그림16] LNG 상승에 따른 비료 상승



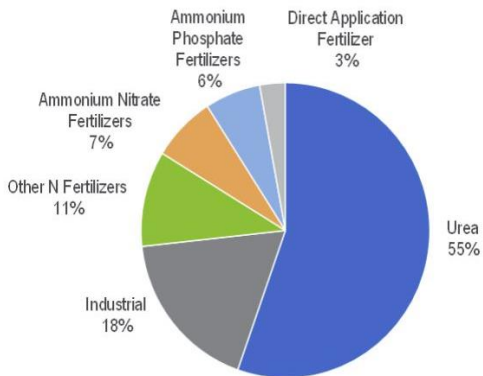
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 가스 => 암모니아 => 요소 => 비료



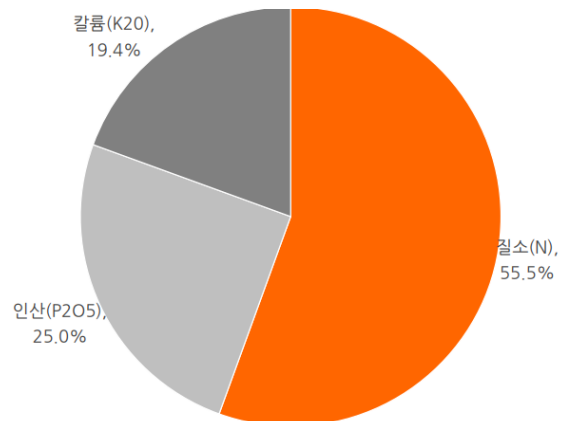
자료: 한화투자증권 리서치센터, ICIS

[그림18] 암모니아 전방: 요소 55%



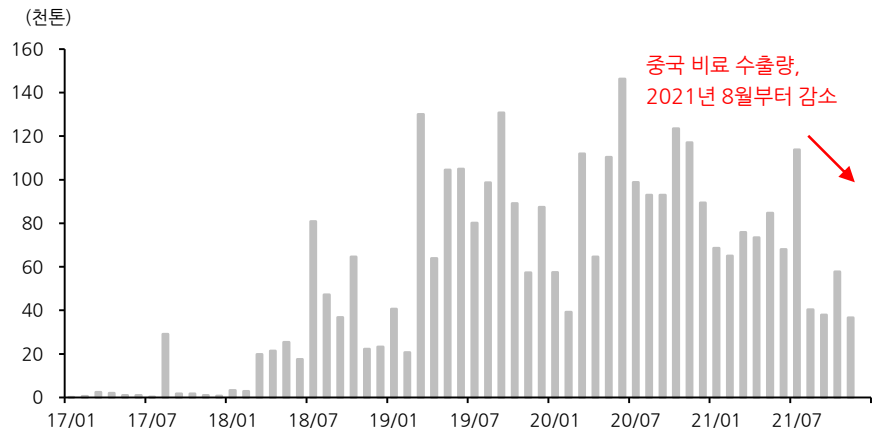
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 비료의 종류: 질소(요소), 인산, 칼륨계



자료: 한화투자증권 리서치센터, ICIS

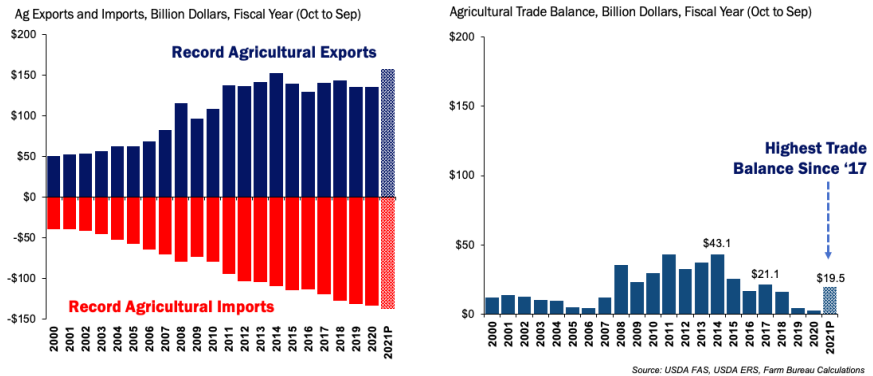
[그림20] 중국 비료 수출량, 2021년 8월부터 감소



자료: 한화투자증권 리서치센터, American Farm Bureau Fed.

[그림21] 미국은 2021년, 곡물 순수출량이 4년래 최대치일(19.5b\$) 것으로 기대했으나, 8.9b\$의 Loss 발생해 목표치 하회했을 것

U.S. TRADE BALANCE EXPECTED TO IMPROVE
Growth in Exports to Outpace Imports, Improving Trade Balance



자료: 한화투자증권 리서치센터, American Farm Bureau Fed.

[그림22] 대부분, 4월 파종 => 7~10월 수확

*전쟁으로 4월 파종시기를 놓치면, 2H22 공급 부족 경험하게 될 것

Ukraine – Crop Calendar

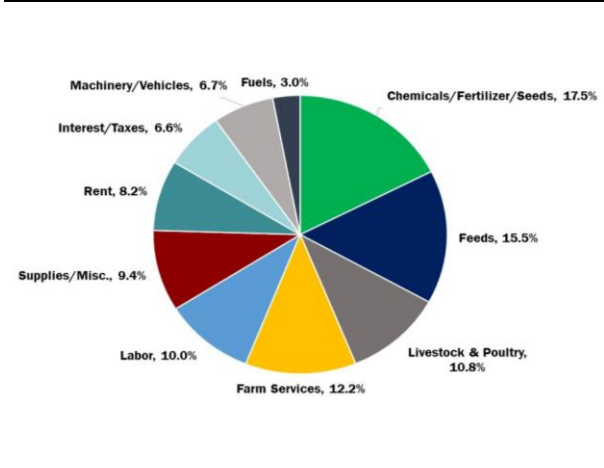


자료: 한화투자증권 리서치센터, American Farm Bureau Fed.

비료 부족 및 러시아/우크라이나 전쟁으로 인한 현상

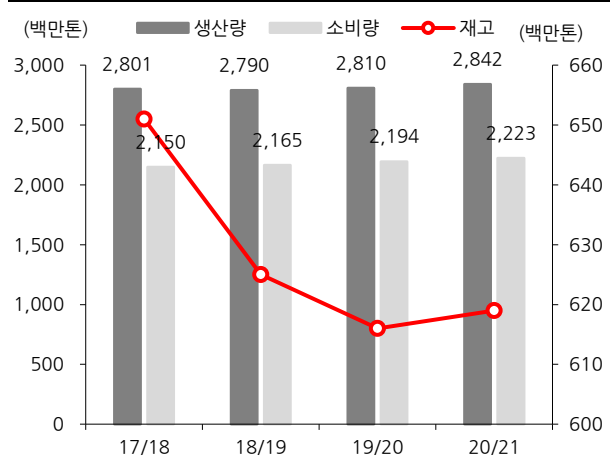
- 1) 미국 농가 기준 비료가 농장 Cash Cost의 15%에 해당
- 2) 2022년 미국 비료가격을 보수적으로 YoY +50% 가정하더라도, "Farm"당 원가는 128,000\$/년 상승을 경험할 것이라 연구 (Texas A&M)
- 3) 가격 상승도 문제지만, 40%의 농부들이 (철도)물류 문제 등으로 비료 구입자체에 어려움을 겪고있음 (Purdue Univ)
- 4) 식량 수출국들은, 자급률 강화를 위해 수출용 곡물 => 내수용 곡물 생산을 확대하는 움직임 나타나고 있으며, 이집트 빵값은 이미 50% 이상 상승

[그림23] 농장 운영 원가 (2020년, 미국)



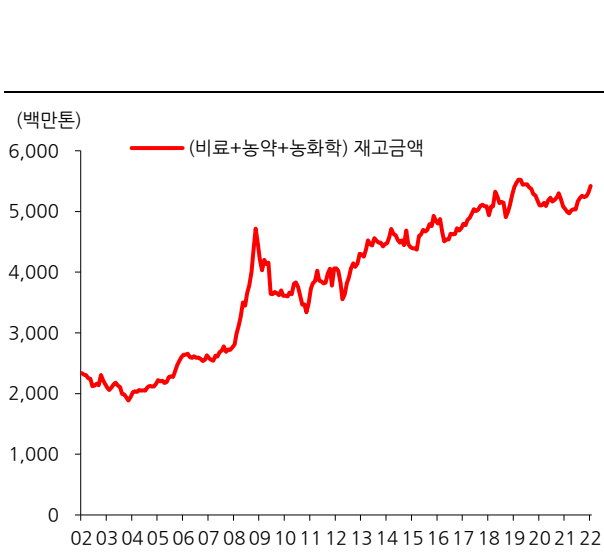
자료: 한화투자증권 리서치센터, American Farm Bureau Fed.

[그림24] (참고 자료) 세계 곡물 수급



자료: 한화투자증권 리서치센터

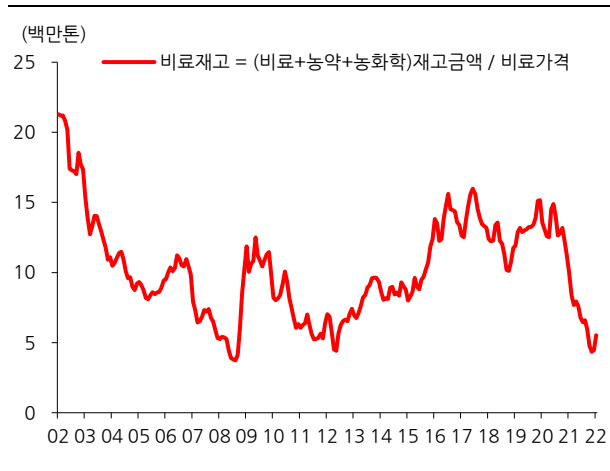
[그림25] 비료 재고(금액)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 비료 재고(중량, 추정)

*재고 재평가 지연, 농약/화학 가격 부재로 실제 재고는 더 높은 수준일 것



자료: 한화투자증권 리서치센터

관심종목 Comment

남해화학 (4Q21 실적 Review)

- 2021년 매출액은 암모니아 유통 및 제품 판매가격 상승에 YoY +44% 상승
- 4Q21 영업이익은 123억원으로, 비수기임에도 불구하고 대폭 개선
- 통상, 연초 계약한 내수 판매가격이 유지되기 때문에, 원재료 상승은 부정적이지만, Global Shortage로 인해, 수출(비중 50%) 가격에 전가한 것으로 분석됨
- 2022년 매출액은 추가 상승할 것. 2021년말 높은 비료/원재료 가격을 감안, 판매가격은 높은 수준으로 계약되었을 것이며, 추가 판가 인상도 가능한 사항이기 때문

유니드 (BUY, TP 14만원)

- 염화칼륨 부족으로 인한 경쟁사들의 가성칼륨 생산차질로, 시황 대폭 개선을 기대. 반면, 유니드는 원재료를 전량 캐나다에서 구입하기 때문에, Full 가동 가능
- 현재 원가 인상분은 모두 가성칼륨 판가로 전가시키고 있으며, 4~6월 가성칼륨이 부족해지며 2008년 Cycle(YoY +167%)을 기대[그림 6 참고]. 현재 3배 가량 늘어난 Capa를 감안, 2022~2023년 연간 실적은 현재 기대중인 2,214~2,342억원(YoY +31%/+6%)를 크게 상회할 가능성도 있어 보임

[표3] 남해화학 실적 추이

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021
매출액	294.7	272.3	228.4	214.4	306.4	398.7	342.9	403.9	1,187.2	1,009.9	1,451.9
비료소계	132.9	142.9	102.8	60.8	137.7	165.3	119.7	122.8	464.6	439.4	545.6
요소	18.7	16.1	10.5	8.0	21.8	18.2	10.6	23.0	62.3	53.3	73.7
복합비료	100.6	111.0	86.4	48.5	102.4	130.8	104.6	94.6	350.2	346.5	432.3
맞춤형 비료	13.6	15.8	5.9	4.3	13.5	16.4	4.5	5.2	52.1	39.6	39.6
화학소계	56.7	41.3	43.1	45.9	54.6	75.2	91.5	107.6	219.9	187.0	328.9
암모니아	47.0	34.3	35.7	38.3	46.2	63.5	79.9	89.4	186.7	155.4	279.0
황산	1.5	1.3	1.4	1.3	2.0	3.5	3.5	8.4	8.0	5.5	17.3
기타	8.1	5.6	6.0	6.3	6.4	8.2	8.1	9.8	25.2	26.0	32.6
석유류	105.1	88.1	82.5	107.7	114.0	158.2	131.6	173.5	502.8	383.5	577.4
영업이익	9.1	14.4	7.8	-4.9	3.1	8.5	-3.5	12.3	15.3	26.4	20.5
비료 및 화학사업	8.3	13.1	7.4	-5.9	1.9	6.2	-4.4	10.2	13.6	22.9	13.9
유류사업	0.8	1.4	0.4	1.0	1.2	2.3	1.0	2.1	1.7	3.5	6.6
반도체용 황산								-0.0			-0.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

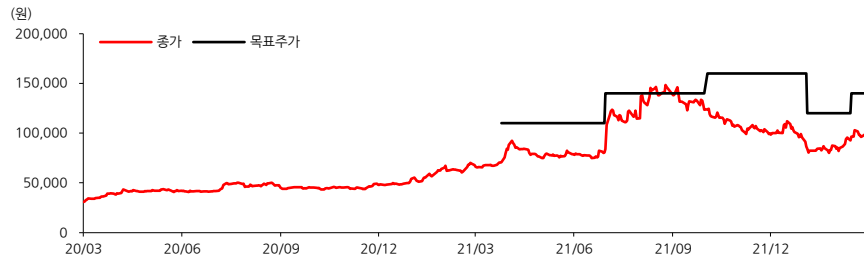
(공표일: 2022년 03월 23일)

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 종목의 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]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2021.04.16	2021.04.16	2021.06.08	2021.07.14	2021.07.22	2021.08.12
투자이견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	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
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	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	2022.03.10	2022.03.23
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	120,000	120,000	140,000	140,000	140,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이견	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	-28.88	-20.50
2022.03.08	Buy	140,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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%