산업브리프

키움증권

2023. 06. 27

곡물가 상승과 비료회사

원재료비 하락이 하반기 마진 개선에 긍정적

Underweight
(Maintain)

정유화학 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

6월 들어 일부 곡물가격이 상승했다. 이에 따라 비료가격 상승 가능성을 기대할 수 있으나, 날씨 예보에 따라 변화가 큰 곡물가격이 지소 상승하기는 가늠하기 어렵다. 오히려 '21~'22년 급등했던 원재료 가격이 현재 하락하고 있어 이미 협의, 조정된 '23년 내수 가격이 유지된다면 하반기 마진 개선 가능성이 있다. 회사별 포트폴리오에 따른 차이가 있겠지만 이러한 상황에서 대체로 내수 비중이 높은 비료 회사들의 수혜를 기대할 수 있다.

>>> 곡물가격 상승

최근 옥수수, 소맥 등 주요 곡물가격이 상승하였다. 6월 대두 14%, 소맥 18%, 옥수수 16%, Oat 25%가 상승하였다. 옥수수의 경우 글로벌 생산 비중 약 42%를 차지하는 미국의 USDA(미 농무부) 주간 작황 보고서에서 우수(GTE) 등급은 18개주 평균 55%(Good 47%, Excellent 8%)로 작년 동기의 70%(Good 57%, Excellent 13%) 대비 15%p 하락한 것으로 나타났으며, 소맥은 러시아 정부가 곡물 협정(7월 17일한) 연장 불확실성 언급으로 급등한 것으로 보인다. 다만 6월 상승을 감안하여도, 코코아, 오렌지 주스 등 일부 품목을 제외하고 대부분 곡물가의 경우 급등했던 전년비 하락한 수준이다.

>>> 원재료가 하락에 주목

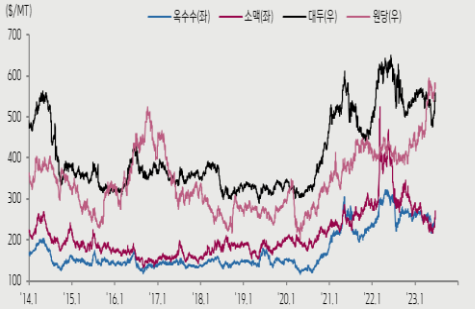
비료 산업 특성상 현지 국가의 농민의 가계소득과 직결되므로, 대체로 현지 정책 영향이 큰 특징을 가진다. 국내 비료 가격 및 매입량은 농협과의 협상으로 해마다 약 1회 결정되는 구조이다. 국내 비료사들의 경우 내수 비중이 높고, 주요 수출시장은 가격 민감도가 높은 동남아지역으로 최근 일부 곡물가격 상승세가 지속적으로 이어지지 않는다면, 수출가격 인상 가능성 및 이에 따른 수혜 역시 높지 않은 상황이다. 국내가는 전년비 하향되어 이미 반영되고 있다.

우리는 곡물가격이 아니라 비료 원재료 가격 하락이 비료사들의 하반기 마진 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상한다. 특히 내수시장의 제품가격이 비탄력적임을 감안할 때 내수 비중이 높은 비료회사들의 수혜가 더 클 수 있을 것으로 예상한다.

>>> 내수 판매 비중이 마진 개선폭에 긍정적일 듯

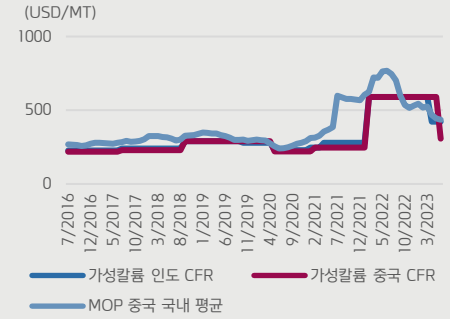
'22년 사업보고서상 국내 비료회사들의 비료부문 수출 비중은 남해화학을 제외하면 미미한 수준으로 나타났다. KG케미칼의 경우 수출비중 증가 노력으로 '23년 약 10%내외의 수출이 진행될 것으로 보이지만, 여전히 내수 판매 중심으로 볼 수 있다. 원재료 가격 추이를 보면 아시아 가성칼륨, 인산, 북미 NPK 지수 등 전체적으로 하락이 감지되고 있다. '23년 추가 내수가 조정이 없다면, 하반기 원재료비 하락 요인에 따른 마진 개선이 기대되는 이유이다. 회사별 사업과 제품 포트폴리오 구성에 따라 영향은 차별화되겠지만 비료 부문은 높은 내수 비중이 하반기 이익 개선 증가폭과 연동될 수 있을 것으로 이해할 수 있다.

4대 곡물가 일별 가격 추이



(출처: DataGuide, 키움증권 리서치센터)

아시아 가성칼륨 가격 추이



(출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터)

Compliance Notice

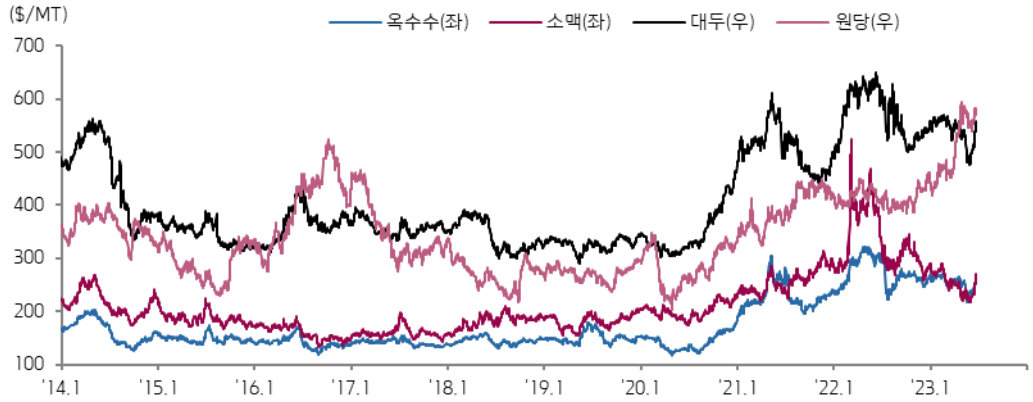
- 당사는 6월 23일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

6월 일부 곡물가 상승

6월 대두 14%, 소맥 18%, 옥수수 16%, Oat 25%가 상승하였다. 옥수수의 경우 글로벌 생산 비중 약 42%를 차지하는 미국의 USDA(미 농무부) 주간 작황 보고서에서 우수(GTE) 등급은 18개주 평균 55%(Good 47%, Excellent 8%)로 작년 동기의 70%(Good 57%, Excellent 13%) 대비 15%p 하락한 것으로 나타났다. 소맥은 러시아 정부가 곡물 협정(7월 17일한) 연장 불확실성 언급으로 급등한 것으로 보인다.

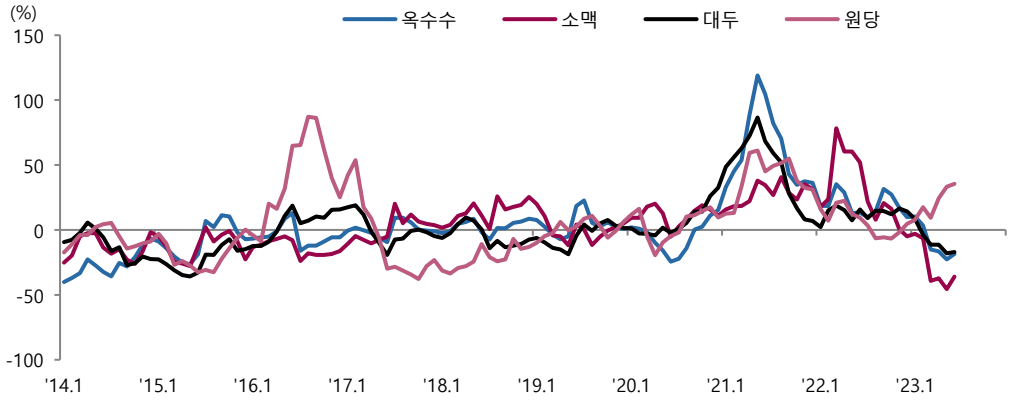
그러나 이번주 들어 일기 예보가 개선되면서 밀, 옥수수, 선물가격이 조정되고 있어 향후 곡물가 상승세가 지속될지는 날씨 예보에 따라 변경가능성이 높을 전망이다.

4대 곡물가격 일간 가격 추이



자료: DataGuide, 키움증권 리서치센터

4대 곡물가격 월평균 YoY 변화 추이



자료: DataGuide, 키움증권 리서치센터

미국 주요 주별 옥수수 생작 추이

State	Very poor (percent)	Poor (percent)	Fair (percent)	Good (percent)	Excellent (percent)
Colorado	-	3	19	62	16
Illinois	4	16	44	30	6
Indiana	3	8	33	51	5
Iowa	1	7	33	50	9
Kansas	2	8	33	50	7
Kentucky	1	7	33	52	7
Michigan	7	21	40	26	6
Minnesota	1	8	24	54	13
Missouri	6	7	44	40	3
Nebraska	8	10	23	43	16
North Carolina	2	6	26	60	6
North Dakota	1	4	32	60	3
Ohio	1	4	34	56	5
Pennsylvania	5	12	45	30	8
South Dakota	3	12	37	46	2
Tennessee	3	8	25	50	14
Texas	-	5	25	50	20
Wisconsin	3	12	35	45	5
18 States	3	9	33	47	8
Previous week	2	6	31	51	10
Previous year	1	5	24	57	13

- Represents zero.

자료: USDA, 키움증권 리서치센터

옥수수 선물가격 추이('23년 7월물)

자료: Trading View, 키움증권 리서치센터

소맥 선물가격 추이('23년 7월물)

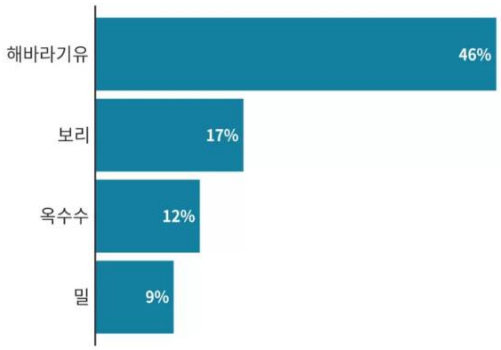
자료: Trading View, 키움증권 리서치센터

주요 곡물 가격 변화(Day, Month, Year)

	Price			Day	Month	Year	Date
Soybeans	1514.00	▼	0.75	-0.05%	14.48%	0.45%	11:04
Wheat	733.71	▼	0.79	-0.11%	18.02%	-22.64%	11:04
Lumber	549.00	▲	10.50	1.95%	9.36%	-10.24%	Jun/21
Cheese	1.67	▼	-0.0130	-0.77%	-3.81%	-28.96%	Jun/22
Palm Oil	3,549.00	▼	-65.00	-1.80%	5.06%	-25.19%	Jun/22
Milk	14.95	▲	0.01	0.07%	-7.77%	-38.50%	Jun/21
Cocoa	3,164.00	▲	22.00	0.70%	4.66%	31.89%	Jun/21
Cotton	79.55	▲	0.24	0.30%	-5.69%	-41.64%	Jun/22
Rubber	132.60	▼	-0.20	-0.15%	-2.79%	-16.24%	Jun/21
Orange Juice	257.55	▼	-10.00	-3.74%	-3.97%	52.04%	Jun/21
Coffee	172.00	▼	-5.45	-3.07%	-9.09%	-27.91%	Jun/21
Oat	403.2686	▲	5.5186	1.39%	25.38%	-26.78%	10:53
Wool	1,136.00	▼	-13.00	-1.13%	-10.06%	-22.93%	Jun/21
Rice	17.3950	▲	0.205	1.19%	5.15%	6.53%	10:53
Canola	741.90	▼	-3.40	-0.46%	5.74%	-15.71%	Jun/22
Sugar	25.88	▼	-0.34	-1.30%	-0.42%	40.27%	Jun/21
Tea	2.56	▲	0	0%	-1.92%	-7.58%	Jun/21
Corn	667.6665	▼	3.3335	-0.50%	15.61%	0.14%	10:53

자료: Trading Ecomonics, 키움증권 리서치센터

'21~'22년 주요 작물의 우크라이나 글로벌 수출 비중



자료: 미국 농무부(USDA)산하 해외농무청(FAS), 키움증권 리서치센터

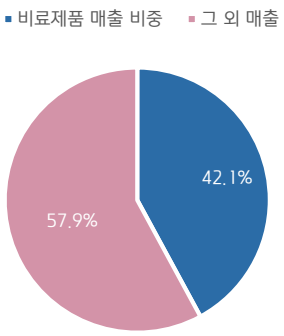
곡물가 상승이 지속되고 수출 비중이 높고, 수출 시장의 가격 탄력도가 낮다면,,,

국내 비료사들의 경우 연 1회 가격이 결정되는 내수 비중이 높고, 주요 수출 비중은 높지 않다. 곡물가 상승이 지속되어 이것이 수출비료 가격에 반영될 경우를 가정하여도 주요 수출시장이 가격 민감도가 높은 동남아지역으로 가격 인상 가능성이 크지 않은 상황이다.

국내 비료회사들의 경우 남해화학을 제외하면 '22년 기준 대부분 회사가 내수 중심의 사업구조를 가지고 있는 것으로 확인되었다. KG케미칼은 '23년 수출비중을 늘리고 있으나, 10% 내외로 높지 않은 수준인 것으로 볼 수 있다.

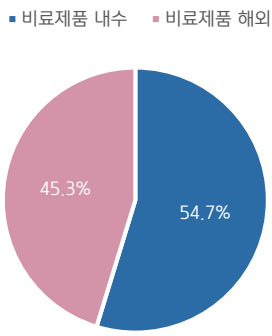
따라서 곡물가격이 6월뿐 아니라 지속적으로 상승하고, 이에 더하여 수출시장의 가격 탄력도가 떨어져 곡물가격 상승에 따라 수출가격도 증가하고, 수출비중이 높은 경우 이에 따른 수혜를 예상할 수 있다. 그러나 그 경우의 수는 현재 낮은 것으로 볼 수 있다. 충족해야 하는 조건이 다수이기 때문이다.

남해화학 비료부문 매출비중



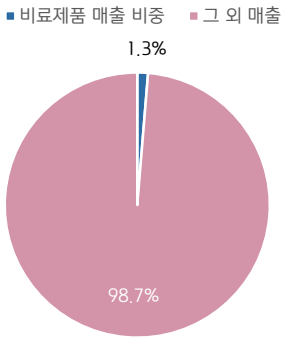
자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준

남해화학 비료부문 수출 및 내수 비중



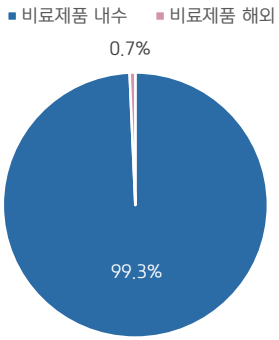
자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준

KG케미칼 비료부문 매출비중



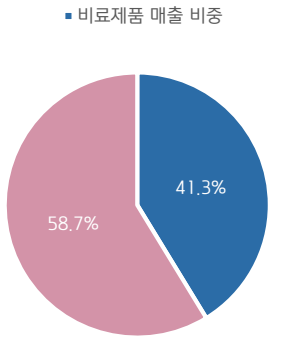
자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준, 영업이익 비중은 매출액 비중보다 높은 것으로 확인

KG케미칼 비료부문 수출 및 내수 비중



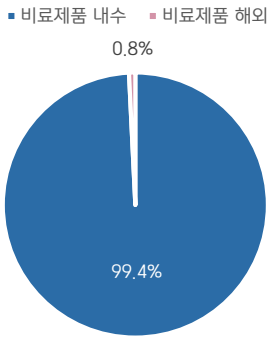
자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준

경농 비료부문 매출비중



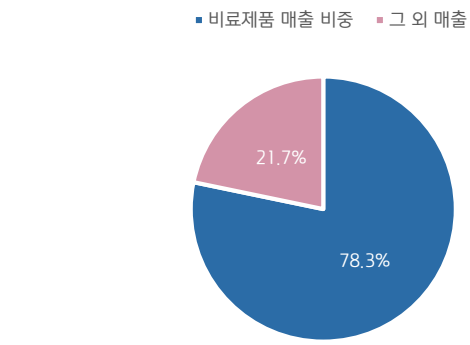
자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준

경농 비료부문 수출 및 내수 비중



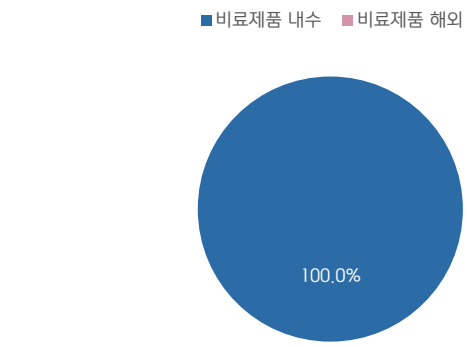
자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준

효성오앤비 비료부문 매출비중



자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준

효성오앤비 비료부문 수출 및 내수 비중



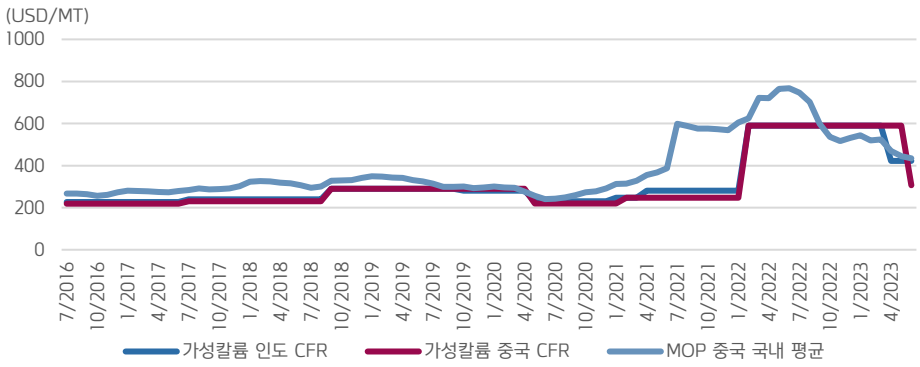
자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주: '22년 사업보고서 기준

원재료가격 하향에 따라 하반기 마진 개선 가능성 증가

비료 산업 특성상 현지 국가의 농민의 가계소득과 직결되므로, 대체로 현지 정책 영향이 큰 특징을 가진다. 국내 비료 가격 및 매입량은 농협과의 협상으로 해마다 약 1회 결정되는 구조이다.

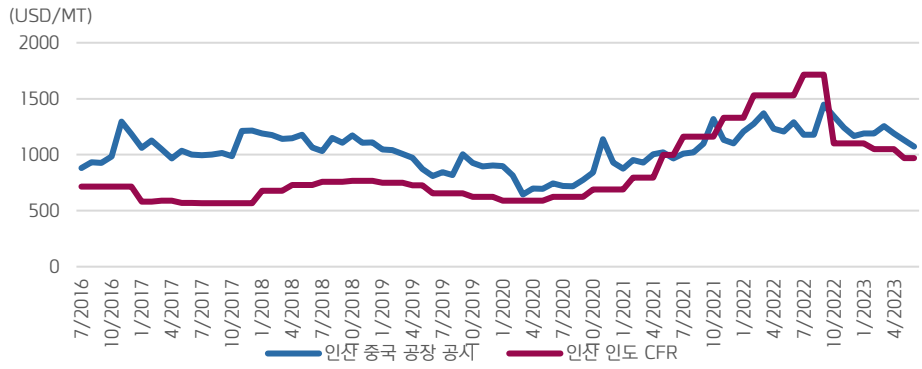
우리는 6월 곡물가격 상승이 아니라 최근 지속되는 원재료 가격 하락이 하반기 마진 개선 가능성을 높이고 있는 것으로 이해한다. 특히 내수 시장의 경우 제품가격이 비탄력적이며 이미 '23년 가격이 책정되었고, 4월에 가격 조정이 1회 있었던 상황임을 감안할 때 내수 비중이 높은 비료회사들의 수혜가 상대적으로 높을 가능성이 있다.

아시아 가성칼륨 국제가격 추이



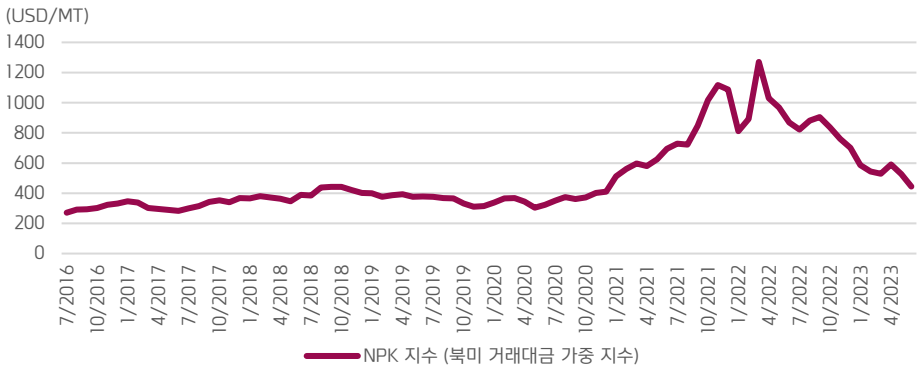
자료: Bloomberg, 그린 마켓, 키움증권 리서치센터

아시아 인산 국제가격 추이



자료: Bloomberg, 그린 마켓, 키움증권 리서치센터

북미 NPK 지수(북미 거래대금 가중 지수)

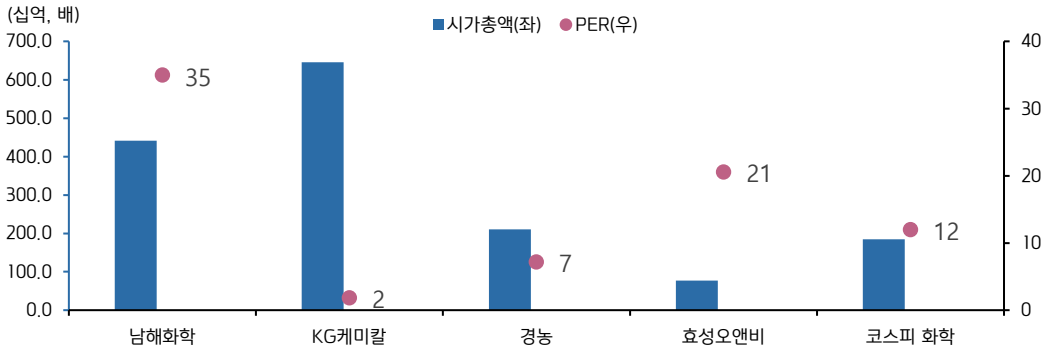


자료: Bloomberg, 그린 마켓, 키움증권 리서치센터

각 사별 포트폴리오 구성에 따라 차별화된 영향

그러나 이는 일괄적으로 적용되는 것이 아니라 각 사별 포트폴리오 구성에 따라 차별적으로 적용될 것이므로, 투자자 입장에서 이에 대한 점검 후 투자를 권고한다. 참고로 주요 국내 비료회사들의 시가총액 및 PER 수준은 아래와 같으며 KG케미칼의 경우 영업이익의 대다수가 요소수에서 창출되는 상황으로 비료 마진 개선 영향이 제한적일 수 있다.

국내 주요 비료사 및 코스피 화학(시가총액 및 PER)



자료: DataGuide, 키움증권 리서치센터
주: 코스피 시가총액은 조단위

Compliance Notice

- 당사는 6월 26일 현재 '남해화학, KG케미칼, 효성오앤비, 경농' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민· 형사상 책임을 지게 됩니다.