

KOSPI | 소재

남해화학 (025860)

'24년 실적 정상화, '25년 사업 다각화

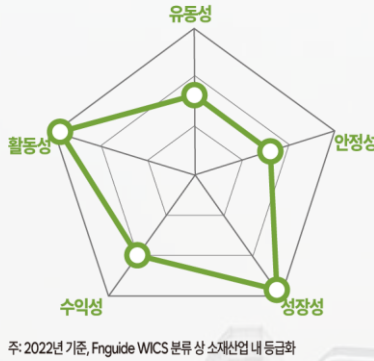
체크포인트

- 동사는 화학비료 제조 및 암모니아 유통 업체임. 2023년 부진한 실적을 기록했지만, 2024년 실적 정상화, 2025년 이후 신사업(반도체용 황산, 청정수소 유통) 본격화가 기대됨. 2024년 예상 실적은 매출액 1조 5,708억원(+2.2% YoY), 영업이익 195억원(+38.0% YoY)임
- 2023년 및 2024년 추정 실적 기준 PBR은 모두 0.7배(ROE 1.6 ~ 1.7%), 과거 밸류에이션(2019 ~ 2022년 평균 PBR 1.0배) 회복을 위해서는 ROE 향상, 추가 성장동력 확보 등이 필요함
- 리스크 요인은 온실가스인 아산화질소의 배출 감축을 위한 질소질 비료 사용량 감축 정책임. 경지면적당 질소질 비료 사용량 감축 규제로 인해 농업용 화학비료 수요 감소가 우려됨. 향후 친환경 비료 기술 개발, 사업 다각화 등의 노력이 필요함

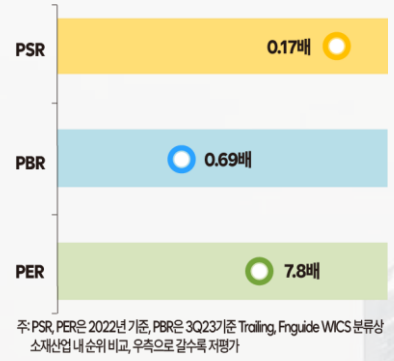
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



Analyst 허민호 mini.h@kirs.or.kr

RA 이희경 hk.lee@kirs.or.kr

소재

화학비료 제조 및 암모니아 유통 업체

남해화학은 비료 제조 및 화학제품 판매, 유류제품 유통 사업을 영위하고 있음. 비료는 화학비료를 생산하고 있으며, 화학제품은 주로 암모니아를 해외에서 구매하여 국내에 유통하고 있음. 또한 2021년부터 자회사 NES머티리얼즈(지분 70%)를 통해 반도체용 고순도 황산 제조 사업도 진행하고 있음. 3Q23 누계 기준 사업부문별 매출비중은 비료 46%, 화학 25%, 유류 29%임

중장기 청정 암모니아 수요 확대 → 암모니아 가격의 변동성 확대, 우상향

국내 화학비료 시장은 경지면적 감소와 함께 친환경 및 지속가능 농업을 위한 유기질 비료로의 수요 전환 등에 따른 농업용 수요 감소로 판매량 증가는 어려운 상황임. 화학비료 업체 실적은 주요 원재료인 암모니아 가격 변동의 화학비료 판매가격 전가력에 달려있음. 글로벌 암모니아 수요의 92%는 비료인 점을 감안시 시장 성장을 기대하기 어려운 상황이었으나, 최근 청정 암모니아가 수소캐리어 역할 및 탄소중립 에너지원으로 부각됨에 따라 중장기적으로 수요 확대가 예상됨. 이에 따라 암모니아 가격은 중장기적으로 변동성이 확대되는 가운데 우상향할 가능성이 높음

'24년 이후 비료/화학 실적 정상화 + '25년 신사업 본격화

동사는 2022년 큰 폭의 실적 개선에 따른 반대급부로 2023년에는 판매량 감소 및 판매 가격 하락, 판매가격과 원재료 가격간 역래깅효과 등이 발생하며 실적이 크게 부진했음. 그러나 1) 2024년 이후 제품가격과 원재료간 스프레드 정상화로 실적 개선이 예상됨. 2) 2025년에는 반도체 세정공정용 고순도 황산의 본격적인 매출 증가와 수익성 개선이 기대됨. 또한 3) 암모니아 터미널의 저장능력을 기존 5.4만톤에서 2025년까지 7.9만톤으로 증설하는 등 청정에너지 유통시장 진출을 준비중인 점도 긍정적임

Forecast earnings & Valuation

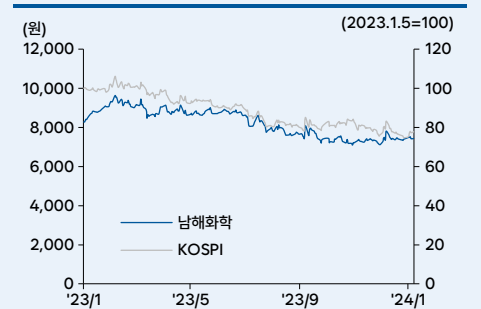
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(억원)	14,519	21,696	15,372	15,708	16,258
YoY(%)	N/A	49.4	-29.1	2.2	3.5
영업이익(억원)	205	626	141	195	273
OP 마진(%)	1.4	2.9	0.9	1.2	1.7
지배주주순이익(억원)	217	473	86	80	132
EPS(원)	436	951	172	161	265
YoY(%)	N/A	118.1	-81.9	-6.4	64.3
PER(배)	24.1	8.9	42.9	46.6	28.4
PSR(배)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBIDA(배)	14.6	7.4	13.9	11.8	10.3
PBR(배)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	4.6	9.7	1.7	1.6	2.5
배당수익률(%)	0.6	1.2	1.4	1.3	1.3

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/11)	7,560원
52주 최고가	9,630원
52주 최저가	7,090원
KOSPI (1/11)	2,540.27p
자본금	497억원
시가총액	3,756억원
액면가	1,000원
발행주식수	50백만주
일평균 거래량 (60일)	31만주
일평균 거래액 (60일)	24억원
외국인지분율	3.80%
주요주주	농협경제지주 58.02%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.7	-6.3	-13.5
상대주가	-1.2	-5.5	-19.7

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업이익의 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

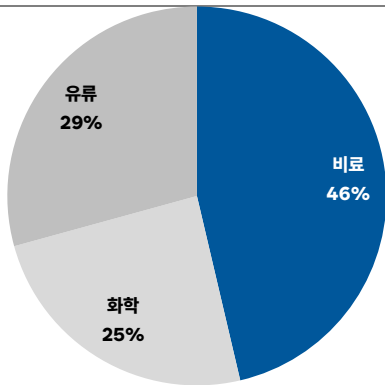
1 비료 제조 및 암모니아 유통 업체

3Q23년 누계 기준
 사업부문별 매출 비중은
 비료 사업 46%,
 화학 사업 25%,
 유류 사업 29%

남해화학은 비료 제조 및 화학제품 판매, 유류제품 유통 사업을 영위하고 있다. 비료는 화학비료를 생산하고 있으며, 화학제품은 주로 암모니아를 해외에서 구매하여 국내에 유통하고 있다. 또한 2021년부터 자회사 NES머티리얼즈(지분 70%)를 통해 반도체용 고순도 황산 제조 사업도 진행하고 있다.

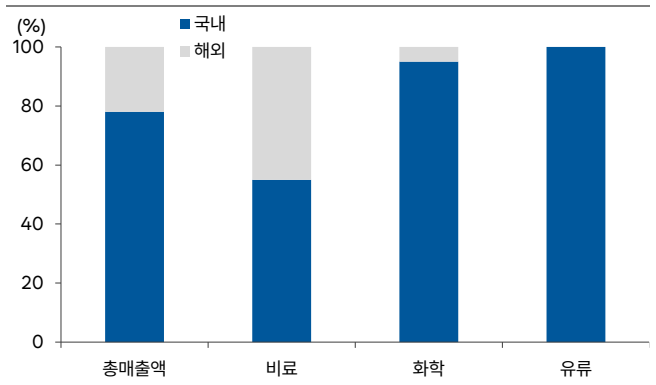
2023년 3분기 누계 기준 사업부문별 매출비중은 비료 사업 46%, 화학 사업 25%, 유류 사업 29%이다. 동사의 주력 사업은 비료 및 화학 사업이다. 2023년 3분기 누계 기준 국내 매출 비중은 78%, 해외 매출 비중은 22%이다. 사업부문별로 국내 및 해외 매출 비중을 살펴보면, 비료 사업은 국내 55%, 해외 45%이며, 화학 사업은 국내 95%, 해외 5%, 유류사업은 국내 100%로 전체 해외 매출의 대부분은 비료사업에서 발생하고 있다.

남해화학의 사업부문별 매출 비중 (3Q23 누계 기준)



자료: 회사 자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

남해화학의 국내/해외 매출 비중 (3Q23 누계 기준)



자료: 회사 자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

2 사업 및 제품 현황

국내 농업용 비료 시장
 (농협경제지주의 비료 구입금액)
 점유율은 3Q23 기준 41.5%

동사는 비료 사업으로 요소비료, 복합비료, 맞춤형 비료를 생산하고 있다. 비료는 성분에 따라 크게 화학비료(무기질비료)와 유기질비료로 나뉘는데, 동사는 주로 화학비료를 제조 및 판매한다. 화학비료의 주성분은 질소(N), 인산(P), 칼륨(K)이다. 요소비료는 질소를 기반으로 한 비료이며, 복합비료는 질소 이외에 인, 칼륨 등을 추가한 비료이다. 맞춤형 비료는 ¹수용성 비료, ²완효성 비료, 토양개량제 등 토양 특성, 작물의 발육 특성 등에 맞춘 기능성 비료이다.

복합비료가 비료 매출의 83%를 차지하고 있다. 비료의 국내 매출은 모두 농협경제지주를 통해 발생된다. 농협경제지주의 비료 구입금액 중 동사 점유율은 3Q23 기준 41.5%이다. 수출은 주로 동남아시아(베트남, 태국 등), 호주, 뉴질랜드 등으로 판매된다.

¹ 수용성 비료: 물에 녹아 음이온과 양이온 형태로 나누는 비료

² 완효성 비료: 비료 사비 후 식물의 영양분 흡수 이용 속도를 지연시키는 형태의 식물 영양분을 함유한 비료

화학사업은 암모니아, 황산, 인산 등을 판매하는 사업이다. 동사는 암모니아, 인광석, 유황 등을 수입하여 화학비료의 원재료로 이용하고, 남은 원료는 상품 또는 가공하여 산업용 화학제품으로 판매하고 있다. 주력 제품은 암모니아 (3Q23 기준 화학제품 중 매출비중 88%)으로 TKG휴켄스 등 화학회사에 상품으로 판매하고 있다. 또한 인광석, 유황 등을 황산, 인산 등으로 가공하여 판매하고 있다.

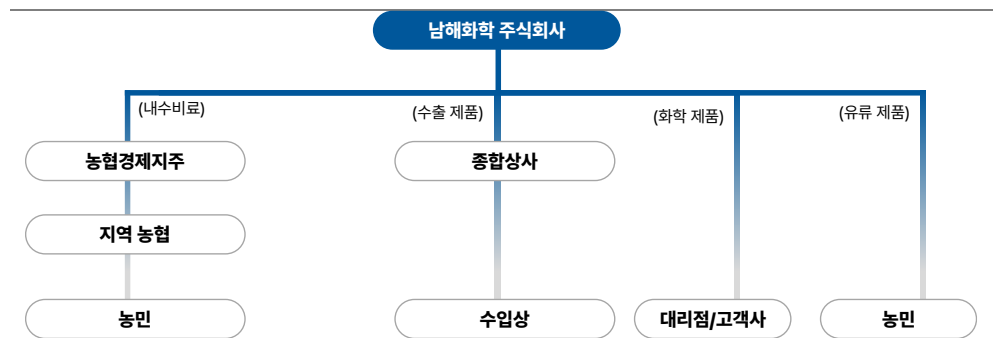
유류사업은 국내 정유사에서 석유제품을 매입하여 농협 주유소 및 일반 주유소에 판매하는 사업이다. 참고로 3Q23 기준 전체 매출액 중 농협경제지주항 매출비중은 비료, 유류사업을 합쳐서 총 49.3%이다.

비료의 성분별 종류

	종류	종류
화학 비료	질소비료(N) 인산비료(P) 칼륨비료(K) 복합비료(N,P,K 중 2개 성분 이상을 복합시킨 비료) 석회질비료 기타 비료	유기성 비료
		동물(생산)비료 식물비료(유채콩 기름) 유기폐기물비료 퇴비

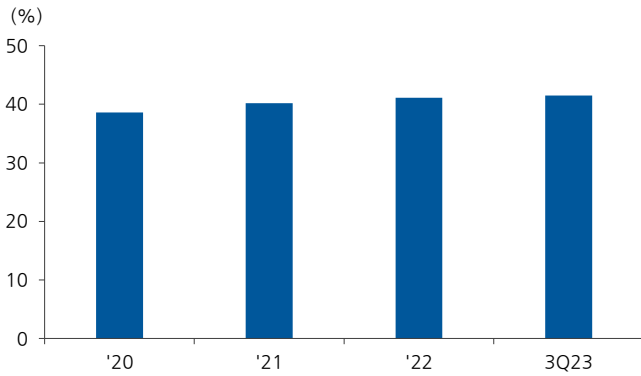
자료: 농림수산성, 한국R협의회 기업리서치센터

남해화학의 제품 및 상품 판매 경로



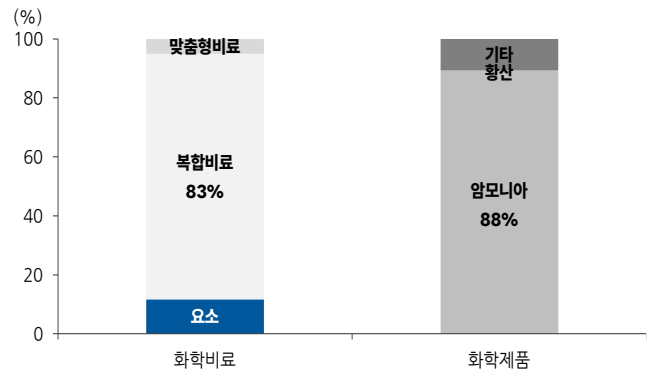
자료: 회사 자료, 한국R협의회 기업리서치센터

농협경제지주의 비료구매액 중 남해화학의 점유율 추이



자료: 회사 자료, 한국R협의회 기업리서치센터

남해화학의 비료 및 화학사업의 제품별 매출 비중 (3Q23 기준)



자료: 회사 자료, 한국R협의회 기업리서치센터

3 회사 연혁 및 계열사 현황

주요 계열사: NES머티리얼즈

(지분율 70%),

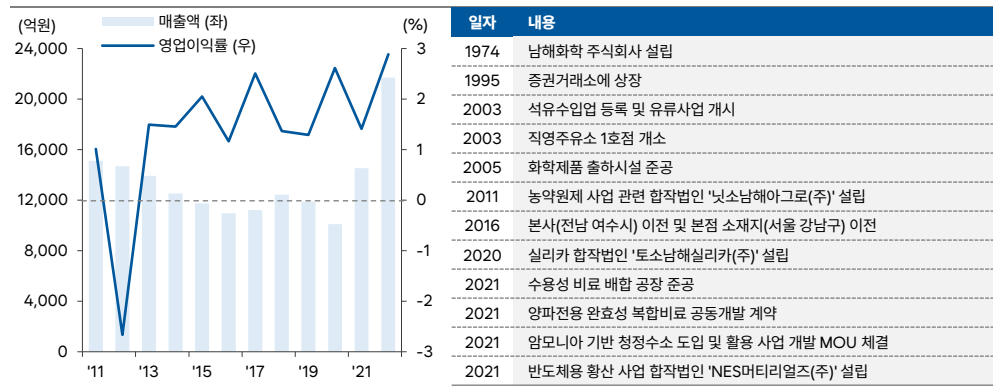
닛소해아그리로(지분율 25%),

토소남해실리카(지분율 33%)

동사는 1974년 5월에 설립되어 비료 제품 및 화학제품의 제조·판매를 영위하고 있다. 2003년부터 유류 유통 사업을 시작하였고, 2021년부터는 자회사를 통해 반도체용 황산 제조 사업도 영위하고 있다.

종속기업으로는 NES머티리얼즈(지분율 70%, 반도체 세정공정용 고순도 황산 생산)가 있으며, 공동 및 관계기업으로는 닛소해아그리로(지분율 25%, 농약원재료 생산), 토소남해실리카(지분율 33%, 실리카 생산)가 있다. 참고로 NES머티리얼즈(주)는 남해화학 70%, 이엔에프테크놀로지 20%, 삼성물산 10%가 합작투자하여 2021년 7월에 설립되었다.

남해화학의 영업실적 추이 및 주요 연혁



자료: 회사 자료, 한국R협의회 기업리서치센터

남해화학의 계열사 현황

	기업명	소재지	주요영업활동	설립 및 지분취득	지분율(%)	3Q23 누계 매출액 (억원)	3Q23 누계 순이익 (억원)
종속기업	엔이에스머티리얼즈(주)	한국	반도체용 황산 제조 및 판매	1905년 07월 13일	70.0	na	-50
	닛소남해아그로(주)	한국	농약원재료 제조 및 판매	2011.06	25.0	397	22
공동/관계기업	토소남해실리카(주)	한국	실리카 제조 및 판매	2010.03	33.0	na	-41

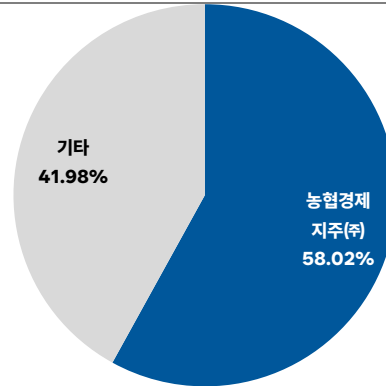
자료: 회사 자료, 한국R협의회 기업리서치센터

주주 현황

최대 주주는 농협경제지주
(지분율 58.02%)

최대 주주는 농협경제지주(지분율 58.02%)이다. 그 외 지분 5% 이상을 보유한 주요 주주는 없다.

남해화학의 주주 현황 (3Q23 기준)



자료: 회사 자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

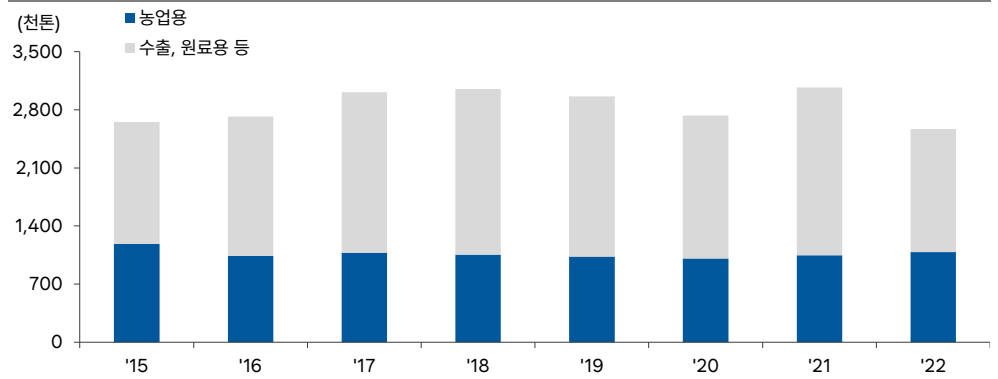
산업 현황

1 국내 화학비료 시장 현황

2022년 국내 화학비료 출하량은 257만톤, 2015년 이후 7년간 연평균 0.5% 감소

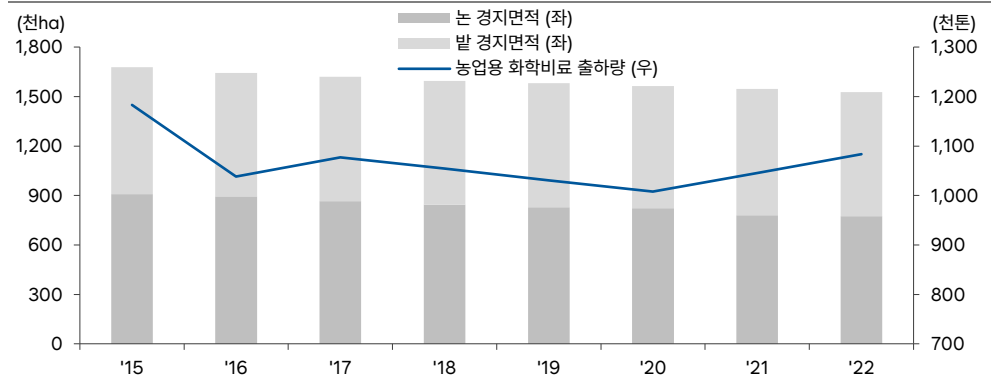
2022년 국내 화학비료 출하량은 257만톤으로 2015년 이후 7년간 연평균 0.5%의 감소세를 보이고 있다. 연간 출하량은 기후 변화에 따른 작황 변동 등으로 변동되기는 하지만, 장기적으로는 완연한 감소세를 보이고 있다. 경지면적 감소, 친환경 및 지속가능 농업을 위한 유기질 비료로 수요 전환 등으로 인해 국내 농업용 수요는 감소가 지속되고 있다. 수출도 중국 화학비료 업체와의 경쟁 심화 등으로 성장세를 보이기는 어려운 상황이다. 참고로 2022년 국내 농업용 화학비료 출하량은 108만톤으로 2015년 이후 연평균 1.3% 감소했다.

국내 화학(무기질) 비료 출하량 추이



자료: 한국비료협회, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 논/밭 경지면적 및 농업용 화학비료 출하량 추이



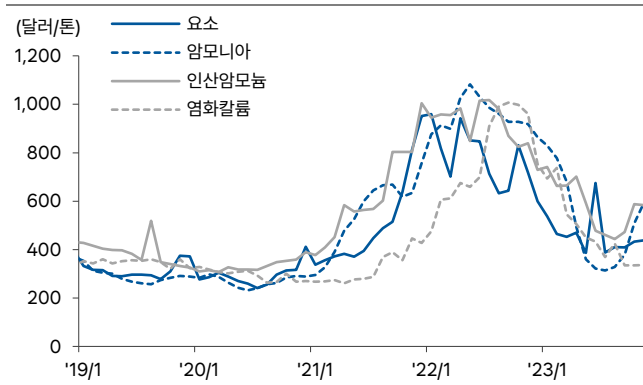
자료: 통계청, 한국비료협회, 한국R협회의 기업리서치센터

화학비료의 주요 원재료는 암모니아, 화학비료 업체의 실적은 원재료 가격 변동의 화학비료 판매가격 전가력에 따라 달라짐

화학비료의 원재료는 암모니아, 요소, 인광석, 염화칼륨 등이며, 이 중 가장 주요한 원재료는 질소 성분을 가지고 있는 암모니아이다. 이에 따라 국내 화학비료의 주요 품목인 복합비료 가격은 주로 암모니아 수입가격에 연동된다. 화학비료 업체의 실적은 판매량 확대가 쉽지 않은 만큼, 원재료 가격의 변동을 화학비료 판매가격에 얼마나 전가할 수 있느냐에 따라 달라질 수밖에 없다.

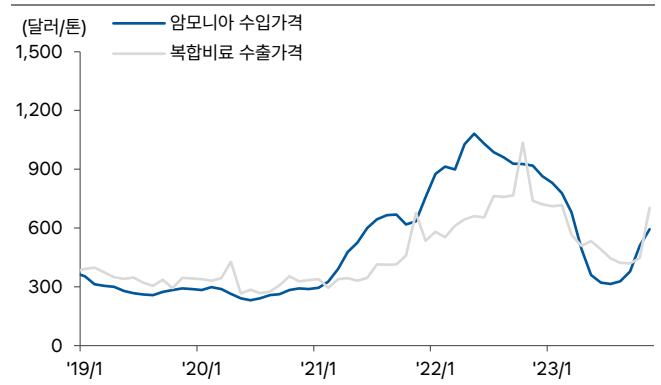
국내 농업용 화학비료는 모두 농협경제지주를 통해 농가로 유통되는 데, 화학비료 업체는 매년 1월말에서 2월초 입찰을 통해 농협경제지주에 공급한다. 내수용 화학비료 공급가격은 원재료 변동분 등을 반영하여 입찰시 1회 결정된다. 국내 화학비료의 매수 주체는 농협경제지주가 유일하지만, 화학비료 공급업체는 동사를 포함해 8개 업체이므로 Buyer's Market 구조이다. 또한 비료는 농가 재정의 보조적 성격을 지니고 있어 원재료 가격 변동이 충분히 반영되기 쉽지 않다. 이에 따라 내수용 화학비료 판매를 통해서는 제대로 된 마진이 발생하기는 쉽지 않다. 다만, 화학비료 수출가격은 세계 비료시황과 원재료 가격 변동 등이 충분히 반영된다. 화학비료업체는 비료 수출과 비료 원재료의 국내 산업용으로 판매를 통해 수익을 발생시키고 있다.

국내 비료 원재료 수입가격 추이



자료: 한국무역협회, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 복합비료 수출가격 및 암모니아 수입가격 추이



자료: 한국무역협회, 한국R협회의 기업리서치센터

2 글로벌 암모니아 시장 현황

2021년 글로벌 암모니아 생산량은 1억 8,480만톤, 해외 교역량은 1,930만톤 (생산량 중 10.4%)

암모니아(NH₃)는 하버-보쉬 공정법을 통해 수소(H₂)와 공기중의 질소(N)를 결합하여 생산된다. 현재 수소는 대부분 천연가스(CH₄)를 통해 추출되고 있다(중국 암모니아 생산 설비는 석탄에서 수소를 추출함). 2021년 글로벌 암모니아 생산량은 1억 8,480만톤이며, 이 중 해외 교역량은 1,930만톤으로 생산량 중 10.4%만이 무역으로 거래된다. 주요 수출 지역은 천연가스 생산국가인 중동(24%, 이하 수출비중), 중남미(21%), 서아시아(인도네시아 등, 14%) 등이다.

글로벌 암모니아 생산 및 수출 현황 (2021년 기준)

(단위: 백만톤)

	서유럽	중앙유럽	동유럽/중동	북미	중남미	아프리카	서아시아	남아시아	동아시아	호주	총계
생산능력	12.1	7.1	32.4	22.6	11.4	12.8	20.5	23.4	81.3	2.3	225.7
생산량	9.8	4.9	27.4	20.3	6.6	10.5	17.8	20.6	64.8	2.1	184.8
수출량	1.2	0.2	4.5	1.6	4.1	2.1	2.8	0.1	2.3	0.3	19.3
가동률	81%	70%	85%	90%	58%	82%	87%	88%	80%	95%	82%
생산비중	5%	3%	15%	11%	4%	6%	10%	11%	35%	1%	100%
수출비중	6%	1%	24%	8%	21%	11%	14%	1%	12%	2%	100%

자료: IFA, 한국R협회의 기업리서치센터

글로벌 암모니아 소비 및 수입 현황 (2021년 기준)

(단위: 백만톤)

	서유럽	중앙유럽	동유럽/중동	북미	중남미	아프리카	서아시아	동남아시아	동아시아	호주	총계
소비량	13.3	5.2	23.2	21.3	4.1	10.6	16.2	22.8	66.3	1.8	184.8
수입량	4.7	0.5	0.4	2.6	1.5	2.2	1.2	2.3	3.8	0.0	19.3
소비비중	7%	3%	13%	12%	2%	6%	9%	12%	36%	1%	100%
수입비중	24%	3%	2%	14%	8%	11%	6%	12%	20%	0%	100%

자료: IFA, 한국R협회의 기업리서치센터

중장기 청정 암모니아 수요 확대 예상, 암모니아 가격은 변동성 확대 속 우상향할 가능성 높음

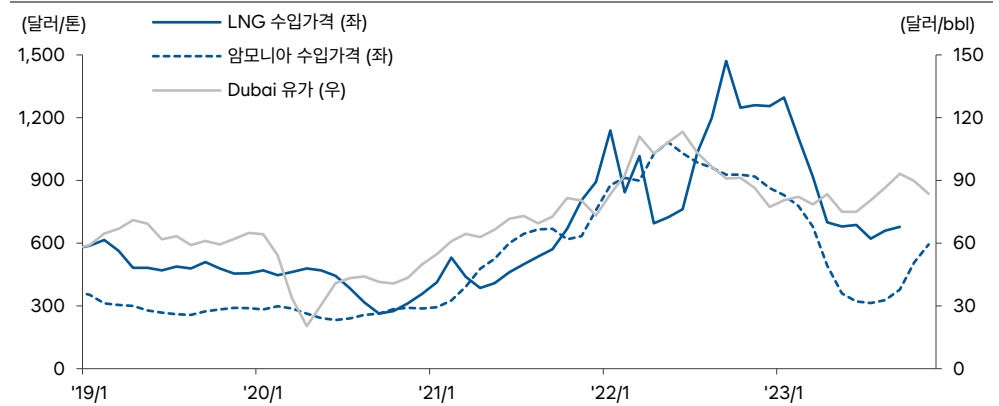
암모니아 가격은 기본적으로 천연가스 가격(일반적으로 중동 및 서아시아산 LNG 가격은 유가에 3~5개월 후행)와 유가에 연동된다. 다만, 글로벌 수출입 물동량의 규모가 작은 만큼 암모니아 설비의 증설 또는 주요 설비의 트러블 발생 등이 발생할 경우 가격 변동이 커질 수밖에 없다.

국내 암모니아 수입가격은 러시아와 우크라이나 전쟁 이후 천연가스 및 곡물 공급 부족 우려, 관련 원자재 가격 급등 등으로 인해 2020년 6월 232달러/톤을 바닥으로 2022년 5월까지 1,083달러/톤으로 367% 상승한 바 있다. 이후 러시아와 우크라이나 전쟁이 완화되면서 2023년 7월 314달러/톤까지 지속적인 하락세를 보였으나, 최근 들어 유가 상승 등으로 인해 2023년 11월 현재 593달러/톤으로 재상승했다. 최근 ³청정 암모니아가 수소캐리어 역할 및 탄소중립 에너지 원으로 부각됨에 따라 중장기 수요 확대가 예상된다. 이에 따라 암모니아 가격은 변동성이 확대되는 가운데 우상향할 가능성이 높다.

S&P Global Commodity Insights에 따르면, 2035년 글로벌 암모니아 수요는 3억 3,760만톤으로 2020년 대비 72% 증가할 전망이다. 이는 2020년 암모니아 수요의 92%를 차지하고 있는 화학비료용 수요가 안정적으로 발생하는 가운데, 2025년 이후 선박연료용, 청정발전 및 수소캐리어용 청정 암모니아 수요가 신규 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 2035년 청정 암모니아 수요 비중은 31%로 확대될 것으로 기대된다. 이와 같은 청정 암모니아의 수요 급증과 청정 암모니아와 기존 그레이 암모니아의 가격 차이는 기존 그레이 암모니아의 청정 암모니아로 공급 전환을 불러일으킬 수 있다. 이는 중장기적으로 그레이 암모니아의 가격 상승으로 이어질 수 있다.

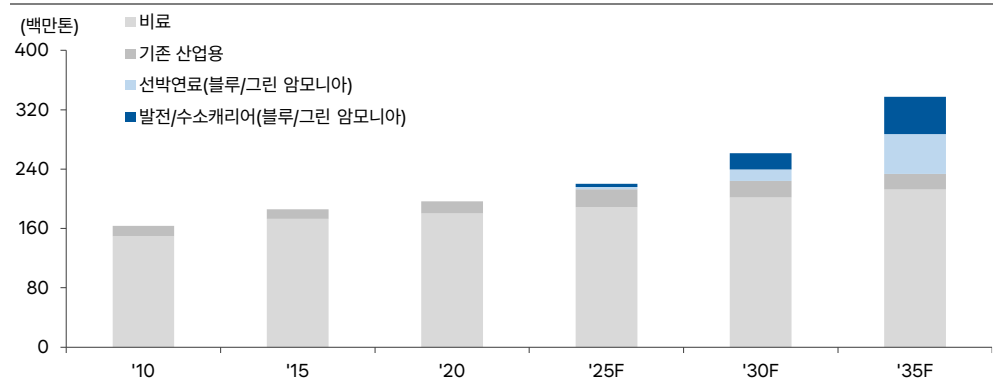
³ 청정 암모니아: 이산화탄소(CO₂) 발생량이 미미한 블루수소, 그린수소를 기반으로 생산된 블루 암모니아, 그린 암모니아로 통칭함. 블루수소는 천연가스에서 수소를 추출 후 발생하는 이산화탄소를 탄소저장장치를 통해 포집하는 것으로 대기중에 이산화탄소가 배출되지 않음. 그린수소는 재생에너지를 기반으로 수전해를 통해 생산된 수소를 의미함

국내 암모니아/LNG 수입가격 및 Dubai 유가 추이



자료: 한국무역협회, 한국석유공사, 에너지경제연구원, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 암모니아 수요 추이 및 전망



자료: S&P Global Commodity Insights, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌적 탄소중립 정책 확대로 인해, 청정암모니아는 수소의 운반체 역할 및 자체 친환경 에너지원으로 부각

최근 전세계적으로 탄소중립 정책이 확대됨에 따라 암모니아가 청정수소의 운반체로 부각받고 있다. 암모니아는 대기압에서 -33°C에 액화가 될 정도로 액화가 쉽게 된다. 이에 따라 액체수소(수소는 -253°C에서 액화) 대비 동일 부피에서 1.7배 많은 수소를 저장할 수 있으며, 기존 암모니아 및 프로판(LPG) 인프라를 이용하여 생산 및 운반, 저장이 가능하다. 장거리일수록 액화수소 대비 운송비 절감효과도 커진다.

또한 청정 암모니아 자체를 선택용 연료 및 석탄/가스발전 혼소, 보일러, 엔진, 연료전지 등의 에너지원으로 사용하는 기술도 빠른 속도로 개발되고 있다. 이는 암모니아를 에너지로 사용할 경우 완전연소시 수소처럼 이산화탄소가 거의 발생하지 않기 때문이다. 다만, 암모니아는 단위 질량당 열량이 18.6MJ/kg로 타 연료(천연가스 50, 프로판 46.4, 수소 120 MJ/kg)에 비해 낮으며, 최소 자연발화 온도는 650°C로 타 연료(천연가스 630, 프로판 450, 수소 520°C)에 비해 높은 편이다. 이에 따라 청정암모니아를 이용한 에너지의 경제성은 기존 화석연료 대비 비쌀 수밖에 없지만, 장기적으로 탄소배출 규제 강화 및 탄소배출권 가격 상승 등이 이를 상쇄할 것으로 기대된다.

수소의 저장형태 및 운송방법

구분	고압수소	액화수소	LOHC(액상유기수소운반체)	암모니아
밀도(kg/m ³)	39	70.8	769	682(1bar)
수소함량(wt%)	100	100	6.16	17.8
수소 추출온도(°C)	-	-	200~400	350~900
부피에너지밀도	일반 수소의 463 배	일반 수소의 865 배	일반 수소의 574 배	일반 수소의 1467 배
필요 인프라	-	시설투자 필요	휘발유 인프라 사용	기존 인프라 사용
장점	<ul style="list-style-type: none"> 저렴한 구축비용 저장손실 미미 	<ul style="list-style-type: none"> 저장용기의 안전성 기화만으로 사용 	<ul style="list-style-type: none"> 기존 인프라 사용 장기보관 가능 	<ul style="list-style-type: none"> 프로판 인프라 사용 높은 에너지밀도
단점	<ul style="list-style-type: none"> 낮은 에너지밀도 비싼 저장용기 	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 시설비용 액화시 많은 에너지 	<ul style="list-style-type: none"> 수소추출시 에너지 필요 상업화까지 연구필요 	<ul style="list-style-type: none"> 냉새·독성 취급주의 상업화 연구 필요

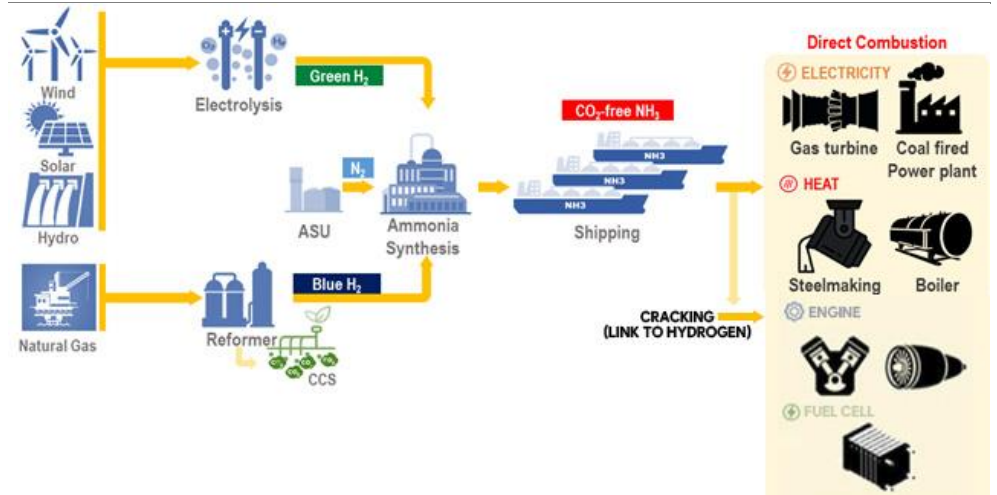
자료: 산업 자료, 한국에너지기술연구원, 한국R협회의 기업리서치센터

암모니아와 다른 연료의 열적 및 연소 특성

	암모니아	수소	천연가스	프로판
대기압(1atm)에서 끓는점(°C)	-33.4	-253	-161	-42.1
25°C에서 응축되는 압력(atm)	9.9	해당 없음	해당 없음	9.4
발열량(MJ/kg)	18.6	120	50	46.4
가연성 한계(공기비)	0.63~1.4	0.1~0.7	0.5~1.7	0.51~2.5
단열불꽃온도(°C)	1800	2110	1950	2000
최대 연소속도(m/s)	0.07	2.91	0.37	0.43
최소 자연발화 온도(°C)	650	520	630	450

자료: 산업 자료, 한국에너지기술연구원, 한국R협회의 기업리서치센터

청정(블루/그린) 암모니아 가치사슬



자료: 산업 자료, 한국산업기계연구원, 한국R협회의 기업리서치센터

투자포인트

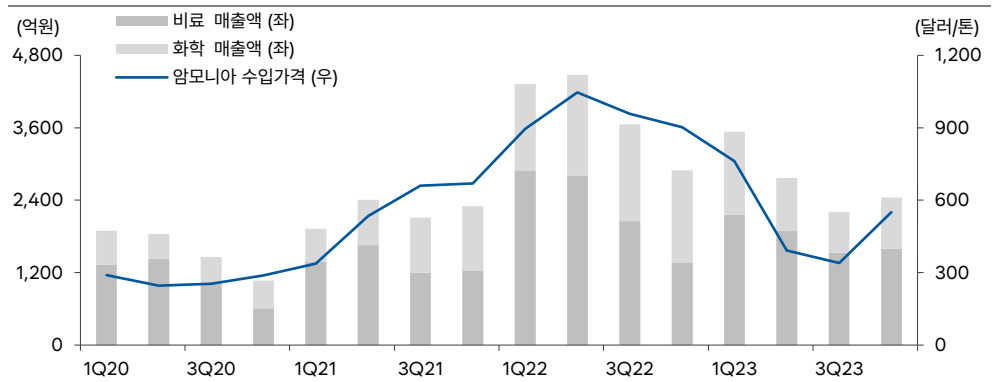
1 기존 비료/화학 사업: 2024년 이후 실적 정상화 기대

**2024 ~ 2025년
매출액 1.12 ~ 1.15조원,
영업이익 200 ~ 255억원으로
회복 기대**

동사의 비료/화학 부문 실적은 비료 및 암모니아 시황, 암모니아 가격 변동 등에 따라 좌우된다. 2022년에는 비료/화학 부문 실적은 매출액 1.54조원(+75.6%, 이하 YoY), 영업이익 617억원(+343.5%), 영업이익률 4.0%(+2.4%p)로 호실적을 기록했다. 이는 러시아와 우크라이나 전쟁 이후 천연가스 및 곡물 공급 부족 우려, 암모니아 가격 급등 등으로 인해 비료와 암모니아에 대한 수요가 발생했기 때문이다. 2023년에는 이러한 수요가 반대급부로 작용하며 큰 폭의 실적 부진을 기록했다. 2024년 이후에는 정상 수준으로 회복될 것으로 기대된다. 2023년 비료/화학 부문의 매출액은 1.09조원(-28.7%), 영업이익은 170억원(-72.5%)으로 예상된다. 그러나 2024 ~ 2025년에는 매출액 1.12 ~ 1.15조원, 영업이익 200 ~ 255억원으로 회복될 것으로 기대된다.

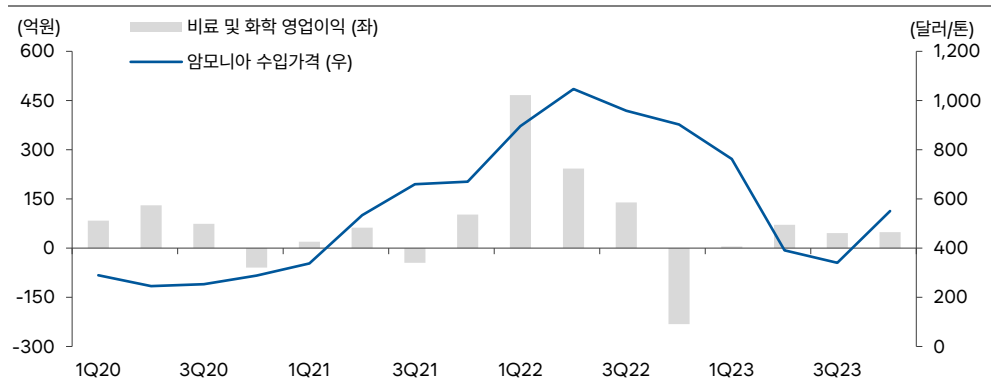
중장기적으로 암모니아 가격은 변동성이 확대되는 가운데 우상향할 가능성이 높다. 동사의 비료/화학사업 실적도 암모니아 가격 변동에 맞추어 우상향할 것으로 기대된다. 다만 분기별 실적은 계절적 판매량 변동, 원재료가격 변동의 제품 판매가격 전가력 및 전가시점 차이, 재고평가손익 등에 따라 실적이 일시적으로 추세를 이탈할 수 있다.

남해화학의 비료/화학사업 매출액 및 암모니아 수입가격 추이 (분기별)



자료: 회사자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

남해화학의 비료/화학사업 영업이익 및 암모니아 수입가격 추이 (분기별)



자료: 회사자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 중장기 성장동력

2H24 이후

반도체용 고순도 황산 양산 기대

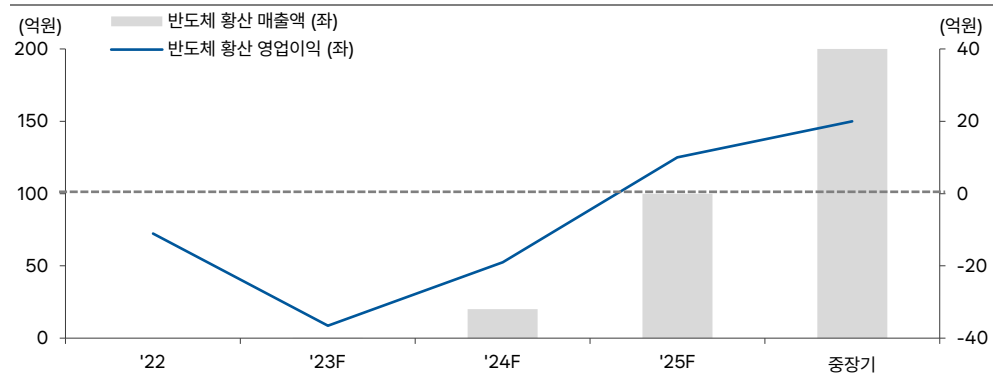
1) 반도체 세정공정용 고순도 황산 사업 진출

동사는 2021년 NES머티리얼즈(남해화학 70%, 이엔에프테크놀로지 20%, 삼성물산 10%) 설립을 통해 반도체용 고순도 황산 시장 진출을 준비하고 있다. 반도체용 고순도 황산은 세정 공정용 화학약품으로, 반도체의 웨이퍼를 생산하는 과정에서 발생하는 오염물질을 제거하기 위해 사용된다. 동사는 비료의 생산 과정 중에 발생하는 부산물인 삼산화황(SO₃)을 기반으로 10ppt 이하 고순도 황산(H₂SO₄)을 생산할 계획이다.

동사에 따르면, 현재 공장 완공 후 상업 생산을 위한 성능 테스트가 진행중이며, 2024년 하반기부터 매출이 본격적으로 발생하기 시작할 것으로 예상하고 있다. 동 생산설비 가동이 정상화될 경우, 매출액은 200억원, 영업이익률은 10%가 발생할 수 있을 것으로 기대된다. 다만, 반도체용 소재시장은 높은 수준의 품질 및 신뢰도를 요구하는 만큼, 보수적인 접근을 위해 반도체 황산사업의 매출액은 2024년 20억원, 2025년 100억원으로 추정했다. 2023 ~ 2024년 영업이익은 고객사 테스트 대응 비용, 수율 개선, 고정비 부담 등으로 20 ~ 40억원의 적자가 불가피할 것으로 예상된다. 그러나 2025년에는 양산 매출 증가 본격화 등으로 흑자전환(영업이익률 10% 수준)하는 것으로 가정했다.

참고로 국내 반도체용 고순도 황산 수요량은 35 ~ 40만톤(1,000톤/일 내외)인 것으로 알려져 있다. 현재 국내 생산 기업은 고려아연(20만톤), LS MnM(생산능력 18만톤), 동우화인켐(일본 스미토모화학의 100% 자회사)이며, 동사의 자회사인 NES머티리얼즈 이외에 동진세미켐이 삼성물산, 일본 미쓰비시와 조인트벤처(동진세미켐 60%, 삼성물산 30%, 미쓰비시 관계사 마틴 등 10%)를 설립하여 반도체용 고순도 황산 시장 진출을 준비 중이다.

남해화학의 반도체용 황산 사업 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

2) 암모니아 터미널 증설 및 청정에너지 유통시장 진출

**암모니아 터미널의 저장능력을
기존 5.4만톤에서 2025년까지
7.9만톤을 증설**

동사는 암모니아 터미널의 저장능력을 기존 5.4만톤에서 2025년까지 7.9만톤을 증설할 계획이다. 언론보도에 따르면, 증설 설비가 완공될 경우 총 암모니아 처리가능량은 80만톤이다. 2022년 외부에 판매된 암모니아 처리량(비료의 원재료 사용량 제외)은 44만톤(저장능력 5.4만톤 기준)이었다. 증설되는 저장능력 2.5만톤이 모두 외부에 판매될 가능성이 높으므로, 증설 설비가 완공될 경우 암모니아 외부 판매량은 68~69만톤 수준으로 기존 대비 55% 내외 증가될 수 있다. 또한 동사는 2021년 삼성물산, 한국남부발전, 2022년에는 삼성물산, 두산에너지빌리티, LG화학과 청정암모니아 공급망 구축 관련 MOU를 체결하는 등 청정암모니아 유통시장에 진출할 계획이다.

**2036년 국내 암모니아 수요는
1,600만톤 수준으로 성장
가능(2020년 130만톤 대비
1,131% 성장)**

참고로 2020년 글로벌 암모니아 해상 물동량 1,890만톤 중 한국의 수입량은 130만톤 수준이었으며, 주요 수입처는 사우디아라비아, 인도네시아, 트리니다드 토바고(남미) 등이다. 산업통상자원부는 2027년부터 청정수소-가스 및 청정 암모니아-석탄 혼소 발전(이하 청정수소/암모니아 발전)을 본격화할 계획이다. 청정수소-가스 혼소 발전은 기존 가스발전소에 청정수소를 50% 이상 혼소하는 것이며, 청정암모니아-석탄 혼소 발전은 기존 석탄발전소에 청정암모니아를 20% 이상 혼소하는 것이다. 정부는 기술 개발을 통해 혼소비율을 점진적으로 상향할 계획이다. 정부 계획에 따르면, 청정수소/암모니아 발전량은 2027년 3.5TWh에서 2030년 13.0TWh, 2036년 47.4TWh(청정수소-가스 혼소 26.5TWh, 청정암모니아-석탄 혼소 20.9TWh)로 증가될 전망이다.

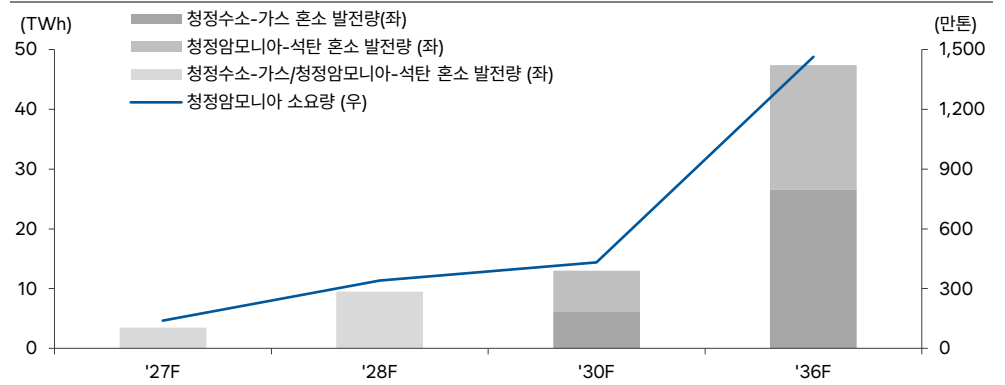
청정암모니아-석탄 혼소 발전 이외에도 청정수소-가스 혼소 발전에 필요한 수소도 암모니아로 운반한다고 가정할 경우 국내 청정암모니아 수요는 2036년 1,463만톤으로 증가할 것으로 추정된다. 2020년 국내 암모니아 수입량 대비 10배에 해당되는 규모이다. 기존 비료 및 산업용 그레이 암모니아 수요도 유지된다고 가정하면, 2036년 총 암모니아 수요는 1,600만톤(2020년 대비 1,131% 성장) 내외로 성장 가능하다. 물론 발전용 청정수소가 모두 암모니아 형태로 수입되지 않을 수 있다. 그러나, 향후 선박연료용 청정암모니아, 수소환원제철용 청정수소의 일부 암모니아 형태로 수입 등의 수요도 발생할 수 있는 점을 감안하면, 2036년 국내 암모니아 수요 규모는 1,600만톤에 이를 가능성이 높다.

글로벌 암모니아 해상 물동량 흐름 (2020년 1,890만톤 기준)



자료: 롯데정밀화학, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 청정수소/암모니아 발전량 계획, 청정암모니아 소요량 전망



주 1) 정부는 청정수소-가스, 청정암모니아-석탄 혼소의 발전량 구분은 2030년, 2036년만 밝히고 있음

2) 청정암모니아-석탄발전의 혼소비율은 청정암모니아 20%, 발전량당 청정암모니아 소요량은 45만톤/TWh

3) 청정수소-가스발전의 혼소비율은 청정수소 50%, 발전량당 청정수소 소요량은 7만톤/TWh

4) 수소 1톤 생산을 위한 암모니아 소요량은 5.6톤

자료: 산업통상자원부, 롯데정밀화학, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **실적 추이 및 전망**

1 2023년 3분기 누계 영업 실적

3Q23 누계 매출액
1조 2,034억원(-29.8% YoY),
영업이익 114억원
(-86.8% YoY) 기록

2023년 3분기 누계 매출액은 1조 2,034억원으로 전년동기 대비 29.8% 감소, 영업이익은 114억원으로 전년동기 대비 86.8% 감소했다. 영업이익률은 0.9%로 전년동기 대비 4.1%p 하락했다. 2022년 비료와 암모니아에 대한 가수요 발생으로 높은 실적 개선에 성공했던 것에 대한 반대급부가 발생했다. 이에 따라 2022년 4분기부터 판매량 감소 및 판매 가격 하락, 판매가격과 원재료 가격의 역래강효과(판매가격은 원재료가격 대비 2~3개월 래깅) 등이 발생하며 실적이 크게 부진해졌다.

사업부문별로 살펴보면 다음과 같다. 비료/화학 부문의 매출액은 8,511억원(비료 5,575억원, 화학 2,936억원, -31.7% 이하 YoY), 영업이익은 121억원(-85.7%)을 기록했으며, 유류 부문 매출액은 3,531억원(-24.7%), 영업이익은 17억원(-19.8%)을 기록했다. 현재 고객사의 테스트 대응 수준에 머물러 있는 반도체 황산 부문은 매출이 거의 발생하지 않았지만, 영업이익은 테스트 비용, 고정비 등의 발생으로 -24억원(적자확대, -18억원)을 기록했다.

남해화학의 1Q22 ~ 2Q23 영업실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	3Q22 누계	3Q23 누계	YoY
매출액	6,013	6,186	4,955	4,542	4,884	3,834	3,316	17,154	12,034	-29.8
비료	2,897	2,811	2,055	1,369	2,160	1,888	1,527	7,763	5,575	-28.2
화학	1,429	1,669	1,601	1,528	1,377	881	678	4,700	2,936	-37.5
유류	1,686	1,706	1,299	1,645	1,347	1,065	1,118	4,692	3,531	-24.7
반도체 황산	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-
영업이익	479	236	149	-237	19	74	21	863	114	-86.8
비료 및 화학	467	243	139	-232	5	71	46	849	121	-85.7
유류	14	-5	12	0	18	7	-9	21	17	-19.8
반도체 황산	-2	-2	-2	-5	-4	-4	-15	-6	-24	적지
법인세차감전이익	485	308	150	-292	25	40	19	944	84	-91.1
순이익	133	106	26	29	66	-5	41	264	102	-61.3
순이익(지배지분)	363	231	111	-231	19	34	17	704	70	-90.0
영업이익률	8.0	3.8	3.0	-5.2	0.4	1.9	0.6	5.0	0.9	-
비료 및 화학	16.1	8.6	6.8	-17.0	0.2	3.7	3.0	10.9	2.2	-
유류	1.0	-0.3	0.8	0.0	1.3	0.8	-1.3	0.4	0.6	-
반도체 황산	-0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-1.4	-0.1	-0.7	-

자료: 회사자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년/2024년 실적 전망

2023년 매출액
1조 5,372억원(-29.1% YoY),
영업이익 141억원
(-77.5% YoY) 전망

2023년 연간 매출액은 1조 5,372억원으로 전년 대비 29.1% 감소, 영업이익은 141억원으로 77.5% 감소할 전망이다. 영업이익률은 0.9%로 전년 대비 2.0%p 하락이 예상된다. 3Q23까지의 실적부진세가 4분기에도 이어진 것으로 판단되기 때문이다.

사업부문별 예상 실적은 다음과 같다. 비료/화학 부문의 매출액은 1조 956억원(-0.3%, 이하 YoY), 영업이익은 170억원(-72.5%)으로 기대된다. 유류 부문의 매출액은 4,425억원(-30.2%), 영업이익은 8억원(-62.3%), 반도체 황산 부문의 영업이익은 -37억원(적자확대, -16억원)으로 추정된다.

**2024년 매출액
1조 5,708억원(+2.2% YoY),
영업이익 195억원
(+38.0% YoY) 전망**

2024년에는 매출액 1조 5,708억원(+2.2%, 이하 YoY), 영업이익 195억원(+38.0%), 영업이익률 1.2%(+0.3%p)을 전망한다. 비료/화학 부문의 제품가격과 원재료간 스프레드가 정상화되며 실적 개선을 이끌 것으로 예상된다. 반도체 황산 부문도 하반기부터 양산이 시작되며 점진적인 매출 증가와 함께 수익성 개선에 성공할 것으로 기대된다.

사업부문별 예상 실적은 다음과 같다. 비료/화학 부문의 매출액은 1조 1,175억원(+0.02%, 이하 YoY), 영업이익은 204억원(+20.4%)을 전망한다. 유류 부문의 매출액은 4,513억원(+2.0%), 영업이익은 9억원(+2.0%), 반도체 황산 부문의 매출액은 20억원, 영업이익은 -19억원(적자축소, +18억원)으로 기대된다.

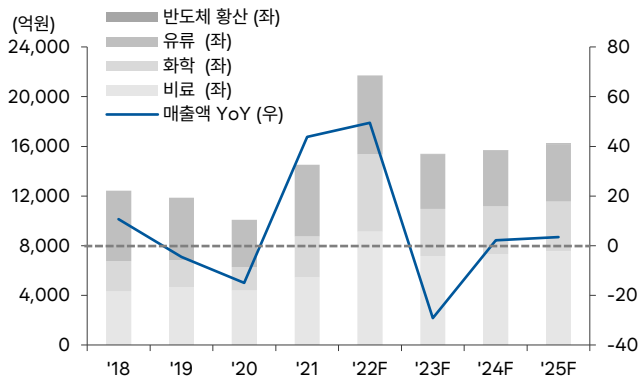
남해화학의 연간 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F	YoY		
						2023F	2024F	2025F
매출액	14,519	21,696	15,372	15,708	16,258	-29.1	2.2	3.5
비료	5,456	9,131	7,175	7,319	7,567	-21.4	2.0	3.4
화학	3,289	6,228	3,781	3,856	3,987	-39.3	2.0	3.4
유류	5,774	6,337	4,425	4,513	4,603	-30.2	2.0	2.0
반도체 황산	0	0	0	20	100	-	-	-
영업이익	205	626	141	195	273	-77.5	38.0	40.6
비료 및 화학	139	617	170	204	254	-72.5	20.4	24.3
유류	66	20	8	9	9	-62.3	17.8	2.0
반도체 황산	0	-11	-37	-19	10	-	적지	적지
법인세차감전이익	245	652	110	104	175	-83.2	-5.0	67.6
순이익	217	471	84	80	134	-82.1	-5.0	67.6
순이익(지배지분)	217	473	86	80	132	-81.9	-6.4	64.3
영업이익률	1.4	2.9	0.9	1.2	1.7	-	-	-
비료 및 화학	2.5	6.8	2.4	2.8	3.4	-	-	-
유류	2.0	0.3	0.2	0.2	0.2	-	-	-
반도체 황산	-	-	-36,581.9	-95.0	10.0	-	-	-

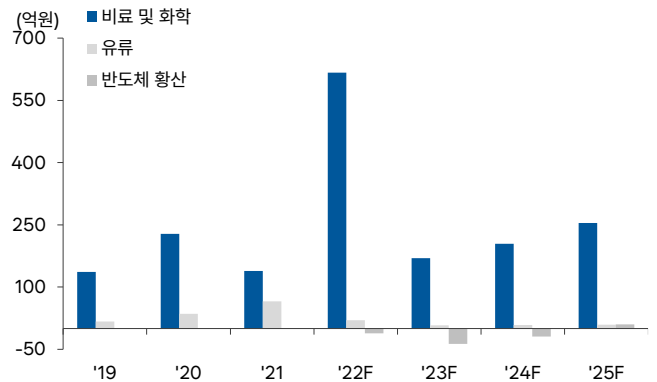
자료: 회사자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

남해화학의 사업부문별 매출액, 전사업 매출액 증가율 추이 (연간)



자료: 회사자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

남해화학의 사업부문별 영업이익, 영업이익률 추이 (연간)



자료: 회사자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

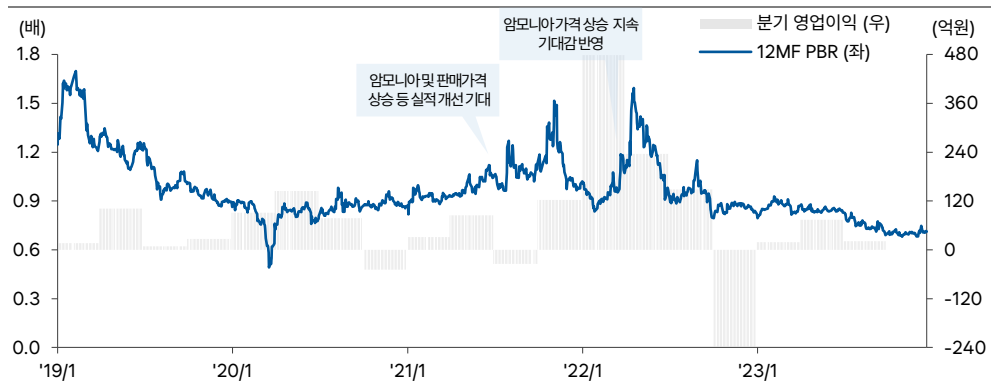
Valuation

1 히스토리컬 밸류에이션 비교

‘23년 및 ‘24년 추정 실적 기준 PBR은 모두 0.7배(ROE 1.6 ~ 1.7%), 과거 밸류에이션 회복을 위해서는 ROE 향상, 신사업의 가시화 등이 필요

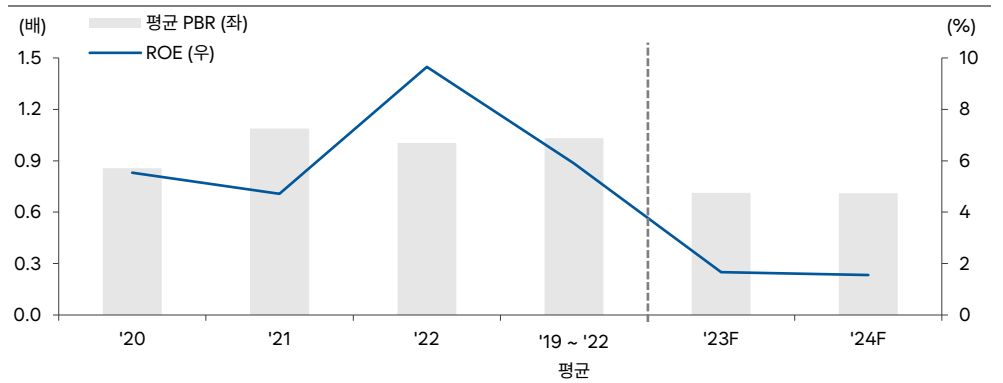
현재 동사 주가는 2023년 및 2024년 추정 실적 기준 PBR은 모두 0.7배이다. 2023년 및 2024년 예상 ROE는 각각 1.7%, 1.6%이다. PBR은 2019 ~ 2022년 기간 평균 PBR 1.0배 대비 31% 할인되어 있지만, ROE는 과거 동기간 ROE 5.9% 대비 낮아진 상황이다. 향후 밸류에이션 회복을 위해서는 비료/화학 부문의 실적 개선과 함께 신사업인 반도체 황산 부문의 양산 본격화 등을 통한 ROE 향상이 필요하며, 청정암모니아 유통사업에서도 공급계약 체결, 해외 청정아모니아 조달 등 사업내용이 구체화되어야 할 필요가 있다.

남해화학의 PBR(12MF) 및 분기 영업이익 추이



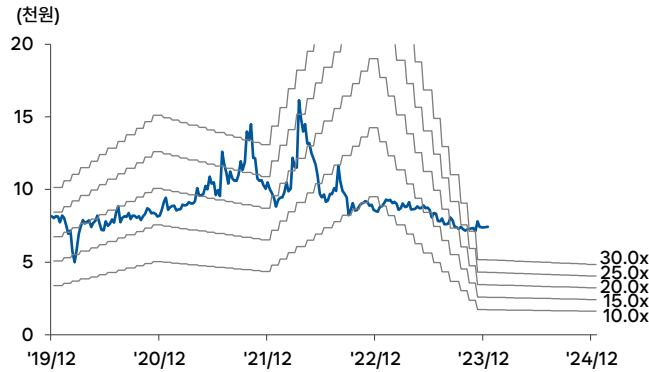
자료: 회사자료, Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

남해화학의 평균 PBR 및 ROE 추이



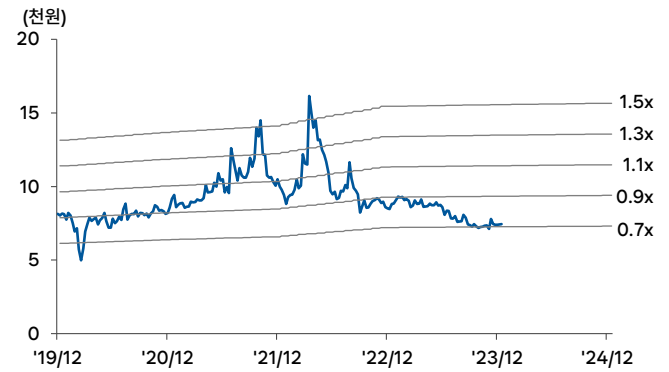
자료: 회사자료, Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

남해화학의 PER 밴드



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

남해화학의 PBR 밴드



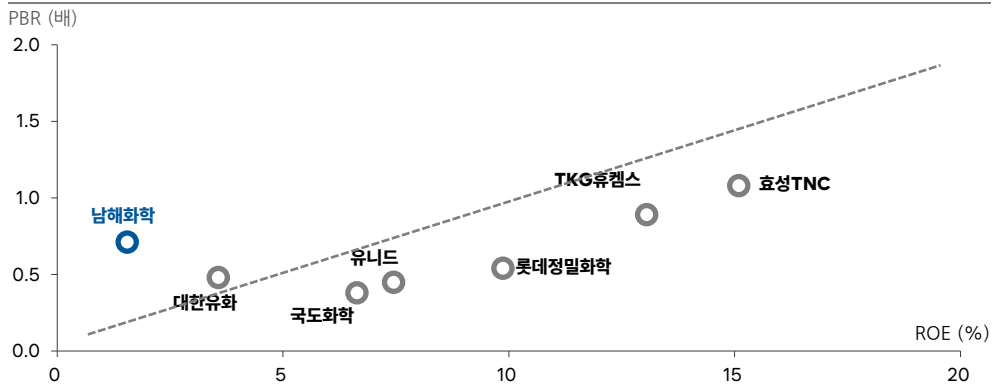
자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 중소 화학업종 Peer의 밸류에이션 비교

국내 Peer의 2024년 예상 실적 기준 평균 PBR은 0.6배 (평균 ROE 9.3%)

국내 중소 화학업종 Peer의 2024년 예상 실적 기준 평균 PBR은 0.6배이며, 평균 ROE는 9.3%이다. 동사의 2024년 추정 실적 기준 PBR은 0.7배, ROE는 1.6%로 현재 Peer와 정량적 수치만으로 밸류에이션을 비교해보면, 저평가되어 있다고 말하기 어렵다. 향후 우리의 전망치 이상의 어닝 서프라이즈와 함께 추가적인 성장동력이 필요하다.

국내 중소 화학업종 Peer와 PBR - ROE 비교 (2024F 기준)



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 중소 화학업종 Peer의 밸류에이션 비교

(단위: 억원, 배, %)

		남해화학	롯데정밀화학	TKG 휴켄스	유니드	효성 TNC	국도화학	대한유화
시가총액		3,736	13,261	8,421	4,440	14,801	3,559	9,282
매출액	2022	21,696	24,638	12,358	14,049	88,827	16,018	22,221
	2023F	15,372	17,925	10,754	11,548	76,819	13,401	24,737
	2024F	15,708	18,430	11,645	12,102	79,533	14,777	26,743
	2025F	16,258	19,578	11,175	13,381	81,024	16,812	29,217
영업이익	2022	626	4,043	1,171	1,479	1,236	969	-2,146
	2023F	141	1,854	1,431	263	2,460	314	-539
	2024F	195	2,111	1,385	1,038	3,550	751	687
	2025F	273	2,428	1,565	1,304	4,376	966	1,121
영업이익률	2022	2.9	16.4	9.5	10.5	1.4	6.1	-9.7
	2023F	0.9	10.3	13.3	2.3	3.2	2.3	-2.2
	2024F	1.2	11.5	11.9	8.6	4.5	5.1	2.6
	2025F	1.7	12.4	14.0	9.8	5.4	5.8	3.8
당기순이익(지배)	2022	473	1,462	818	1,243	116	743	-1,491
	2023F	86	2,435	1,311	121	1,045	237	-261
	2024F	80	2,511	1,122	698	2,058	573	668
	2025F	132	2,765	1,259	891	2,503	690	1,060
PER	2022	8.9	10.0	10.0	5.6	130.7	5.2	-7.5
	2023F	42.9	6.0	6.5	36.8	14.9	15.3	-37.0
	2024F	46.0	5.8	7.6	6.4	7.6	6.3	14.4
	2025F	28.0	5.3	6.7	5.0	6.2	5.2	9.1
PBR	2022	0.8	0.6	1.0	0.6	1.2	0.4	0.6
	2023F	0.7	0.6	1.0	0.5	1.2	0.4	0.5
	2024F	0.7	0.5	0.9	0.5	1.1	0.4	0.5
	2025F	0.7	0.5	0.8	0.4	1.0	0.4	0.5
ROE	2022	9.7	6.5	11.4	13.1	0.9	9.0	-7.7
	2023F	1.7	10.3	na	1.3	8.3	2.8	-1.4
	2024F	1.6	9.9	13.1	7.5	15.1	6.6	3.6
	2025F	2.5	10.1	13.5	8.9	16.6	7.6	5.4
현금배당수익률	2022	1.2	6.2	5.0	2.5	2.9	3.3	0.6
	2023F	1.4	5.0	5.7	2.0	2.7	3.5	0.6
	2024F	1.3	5.3	6.0	2.5	3.0	3.5	1.0
	2025F	1.3	5.4	6.2	3.0	2.9	3.5	1.3

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: Peer의 실적 추정치는 Fnguide 컨센서스 기준

리스크 요인

탄소배출 감축을 위한 질소질 비료 사용량 감축 정책 → 친환경 비료 기술 개발 등 필요

한국 정부는 온실가스 감축을 위해 질소질 비료 사용량을 2017년 ha당 149kg에서 2030년 115kg으로 22.8% 감축 목표

작물 생육을 위해 적절한 질소질 비료 투입은 필수적이다. 그러나, 작물에 흡수되지 않은 질소 성분은 미생물 반응에 의해 아산화질소로 배출된다. 아산화질소(N₂O)는 이산화탄소(CO₂)와 메탄(CH₄) 다음의 주요 온실가스로 꼽힌다. 아산화질소는 전체 배출량은 적지만, 단위당 온실가스 효과는 이산화탄소보다 310배나 높다. 이에 따라 선진국을 중심으로 농축산업 분야에서 아산화질소를 줄이기 위한 규제가 마련되고 있다. 한국 정부는 온실가스 감축을 위해 질소질 비료 사용량을 2017년 헥타르(ha)당 149kg에서 2030년 115kg으로 22.8% 감축을 목표로 하고 있다. 신기술 적용 없이 등 규제에 부합하기 위해서는 국내 농업용 화학비료 출하량을 2030년 86.7만톤으로 2021년 대비 17% 축소해야 하는 것으로 알려져 있다.

농업분야에서 아산화질소 배출량을 줄이기 위한 대책으로 완효성 화학비료 및 유기질 비료 사용 확대, 아산화질소를 무해한 질소(N₂)로 변환하여 생육하는 미생물을 토양에 첨가 등이 떠오르고 있다. 이 중 남해화학 등 화학비료 업체가 현재 진행중인 사업은 완효성 화학비료 생산 확대이다. 완효성 화학비료는 작물의 비료 흡수 이용 속도 지연을 통해 일반 속효성 대비 약 23%의 질소비료 사용량 절감이 가능한 것으로 알려져 있다. 향후 완효성 화학비료 생산 증대 이외 친환경 비료 기술 개발, 사업 다각화 등의 노력이 필요하다.

국내 화학비료의 질소질 사용량 변화 추이 및 전망

	2015	2017	2020	2021	2025F	2030F
농업용 화학비료 출하 실적 (천톤)	1,184	1,105	1,025	1,045 (요소 134, 복합 870)	956 (요소 124, 복합 795)	867 (요소 111, 복합 720)
출하된 화학비료의 총 질소질 성분량 (천톤)	265	242	229	224	205	186
ha 당 질소질 사용량 (kg)	152	149	150	139	127	115

자료: 영농자재신문, 한국R협의회 기업리서치센터

주: 경지면적 변화는 가정하지 않음

포괄손익계산서

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	14,519	21,696	15,372	15,708	16,258
증가율(%)	N/A	49.4	-29.1	2.2	3.5
매출원가	13,310	19,954	14,233	14,530	14,990
매출원가율(%)	91.7	92.0	92.6	92.5	92.2
매출총이익	1,209	1,742	1,139	1,178	1,268
매출이익률(%)	8.3	8.0	7.4	7.5	7.8
판매관리비	1,004	1,116	998	984	995
판매비율(%)	6.9	5.1	6.5	6.3	6.1
EBITDA	363	791	334	426	515
EBITDA 이익률(%)	2.5	3.6	2.2	2.7	3.2
증가율(%)	N/A	118.0	-57.8	27.4	20.9
영업이익	205	626	141	195	273
영업이익률(%)	1.4	2.9	0.9	1.2	1.7
증가율(%)	N/A	205.6	-77.5	38.0	40.6
영업외손익	40	33	-39	-100	-109
금융수익	219	569	348	359	349
금융비용	184	487	429	462	462
기타영업외손익	5	-49	42	3	4
중속/관계기업관련손익	0	-7	8	10	10
세전계속사업이익	245	652	110	104	175
증가율(%)	N/A	166.6	-83.2	-5.0	67.6
법인세비용	28	181	25	24	40
계속사업이익	217	471	84	80	134
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	217	471	84	80	134
당기순이익률(%)	1.5	2.2	0.5	0.5	0.8
증가율(%)	N/A	117.4	-82.1	-5.0	67.6
지배주주지분 순이익	217	473	86	80	132

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-1,181	-961	1,553	483	289
당기순이익	217	471	84	80	134
유형자산 상각비	157	164	183	222	231
무형자산 상각비	1	1	10	10	11
외환손익	0	5	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-1,518	-2,145	1,275	172	-87
기타	-38	543	1	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	757	-251	-815	-740	-508
투자자산의 감소(증가)	878	344	2	2	2
유형자산의 감소	4	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-169	-549	-799	-722	-490
기타	44	-48	-18	-20	-20
재무활동으로인한현금흐름	477	972	1,501	-48	-47
차입금의 증가(감소)	531	954	1,549	0	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-38	-29	-48	-48	-48
기타	-16	47	0	0	0
기타현금흐름	0	-5	-0	0	0
현금의증가(감소)	54	-245	2,239	-304	-267
기초현금	442	496	251	2,489	2,185
기말현금	496	251	2,489	2,185	1,918

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,033	6,184	6,423	5,974	5,838
현금성자산	496	251	2,489	2,185	1,918
단기투자자산	407	52	49	50	50
매출채권	1,103	1,806	1,537	1,571	1,626
재고자산	2,718	3,862	2,196	2,014	2,084
기타유동자산	309	214	151	155	160
비유동자산	2,158	2,845	3,469	3,977	4,244
유형자산	1,652	2,198	2,814	3,314	3,574
무형자산	7	58	68	79	88
투자자산	112	112	110	108	106
기타비유동자산	387	477	477	476	476
자산총계	7,191	9,029	9,892	9,951	10,082
유동부채	2,321	3,615	4,167	4,192	4,234
단기차입금	905	1,756	3,006	3,006	3,006
매입채무	812	819	635	649	672
기타유동부채	604	1,040	526	537	556
비유동부채	154	194	469	471	473
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	57	364	364	364
기타비유동부채	154	137	105	107	109
부채총계	2,475	3,809	4,636	4,663	4,707
지배주주지분	4,674	5,116	5,154	5,186	5,270
자본금	497	497	497	497	497
자본잉여금	452	452	452	452	452
자본조정 등	-76	-76	-76	-76	-76
기타포괄이익누계액	7	8	8	8	8
이익잉여금	3,795	4,236	4,273	4,306	4,389
자본총계	4,716	5,220	5,256	5,289	5,375

주요투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
P/E(배)	24.1	8.9	42.9	46.6	28.4
P/B(배)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7
P/S(배)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	14.6	7.4	13.9	11.8	10.3
배당수익률(%)	0.6	1.2	1.4	1.3	1.3
EPS(원)	436	951	172	161	265
BPS(원)	9,408	10,299	10,375	10,439	10,608
SPS(원)	29,225	43,672	30,943	31,619	32,726
DPS(원)	60	100	100	100	100
수익성(%)					
ROE	4.6	9.7	1.7	1.6	2.5
ROA	3.0	5.8	0.9	0.8	1.3
ROIC	N/A	7.4	1.8	2.6	3.4
안정성(%)					
유동비율	216.8	171.1	154.2	142.5	137.9
부채비율	52.5	73.0	88.2	88.2	87.6
순차입금비율	1.0	30.0	16.7	22.3	27.0
이자보상배율	36.1	6.8	1.3	1.3	1.9
활동성(%)					
총자산회전율	2.0	2.7	1.6	1.6	1.6
매출채권회전율	13.2	14.9	9.2	10.1	10.2
재고자산회전율	5.3	6.6	5.1	7.5	7.9

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
남해화학	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.