

# CF 인더스트리스 홀딩스 (CF.US)

3Q25 부진에도 중장기 방향성은 지속

- 3Q25 성수기 효과 제거로 감익 예상. 평가 역시 고점대비 하락 중
- 7월 신규 CCS 프로젝트 가동. 블루 암모니아 M/S 확대 지속 예상
- 자사주 매입 및 중장기 성장성 고려할 때 조정 시 매수 관점으로 접근 추천

## 3Q25 성수기 효과 제거 영향

3Q25 영업이익은 4,898 억달러(-24.4% QoQ, +35.3% YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 2Q25 성수기 효과 제거에 따른 판매량 감소 및 평가하락 영향 때문이다. 2Q25 Urea 가동률의 경우 98.5%로 1Q25 대비 6%p 가동률 상승이 발생했다. 성수기 수요 유입에 따른 판매량 상승과 낮은 재고레벨이 지속되며タイト한 수급이 지속됐기 때문이다. 특히, 이란-이스라엘 전쟁 등 지정학적 이슈 발생에 따라 북미 재고 영향이 지속됐으며, 관세 불확실성 역시 공급 불안정성을 강화, 평가 상승이 지속됐다. 한편, 3Q25의 경우 성수기 효과는 제거되고, 판매량은 감소할 것으로 예상돼 매출 및 영업이익의 감소가 예상된다. 참고로 미국 Urea 가격의 경우 8월 \$461.5/톤을 고점으로 \$383.0/톤까지 하향 조정됐다.

## 중장기 성장은 지속

2025년 7월 CF Industries는 Donaldsonville CCS 프로젝트 상업가동을 시작했다. 이를 통한, IRA 세액 공제 혜택은 연간 1억달러 규모로 추산된다. 또한, Blue point 프로젝트 등 향후 블루 암모니아 생산량은 지속 확대될 것으로 예상되며, 시장 선점효과 역시 예상된다. 최근 중국의 수출 증가, 농작물 수익성 부진에 따른 수요 감소 및 Capex 확대 등 실적 부진 요인이 지배적으로 작용하고 있으나, 중장기적 성장동력은 지속될 수 있다는 판단이다.

## 조정 시 매수관점으로 접근

CF Industries의 12MF P/E는 10.8 배 수준이다. 이는 Peer 업체인 Nutrien의 13.1 배, Peer 평균인 24.3 배 대비 현저히 낮은 상황이다. CF Industries는 2023~2025년 총 30억 달러의 자사주 매입을 집행 중이다. 총 26억 달러가 집행됐으며, 올해 목표치를 달성 가능할 것으로 예상된다. 2025년 이후 4년간 20억 달러의 주주환원이 계획돼 있으며, 향후 ROE 개선 요인으로 작용할 전망이다. 중장기 성장성과 현재 밸류에이션을 고려할 때 조정시 매수관점 접근 유효하다는 판단이다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.10.09): \$88.61

목표주가 컨센서스: \$95.07

## ▶ 투자의견 컨센서스

매수	보유	매도
33%	57%	10%

## Stock Data

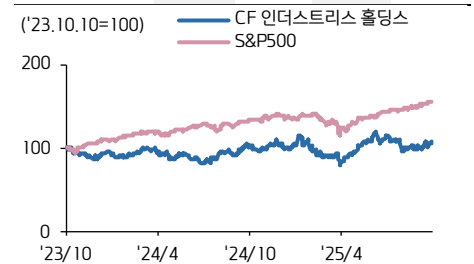
산업분류	화학
S&P 500(10/09)	6,753.72
현재주가/목표주가	88.61 / 95.07
52주 최고/최저(\$)	104.45 / 67.34
시가총액(백만\$)	14,352
유통주식 수(백만)	161
일평균거래량(3M)	2,588,207

## Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY 23	FY 24	FY 25E	FY 26E
매출액	6,631	5,936	6,815	6,457
영업이익	2,230	1,699	2,018	1,658
OPM(%)	33.6	28.6	29.6	25.7
순이익	1,564	1,143	1,387	1,085
EPS	8.1	6.3	8.4	6.8
증가율(%)	-50.8	-21.6	32.2	-18.2
PER(배)	9.5	12.7	10.7	13.1
PBR(배)	2.6	2.9	2.7	2.5
ROE(%)	29.1	21.4	25.3	20.5
배당수익률(%)	2.0	2.3	2.2	2.3

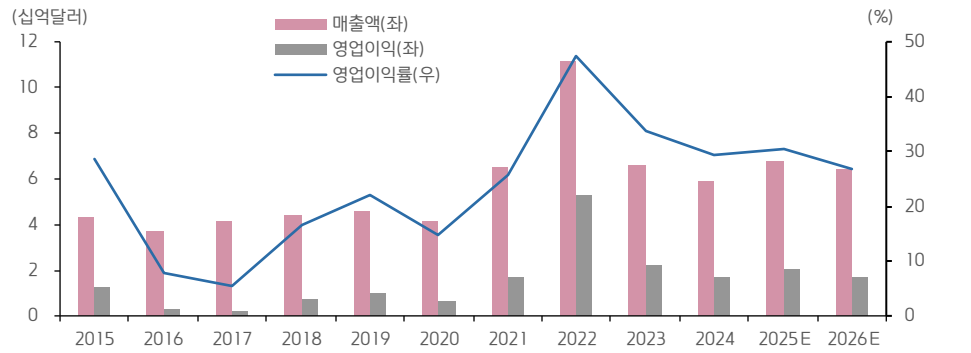
## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	5.1	3.5	15.9	4.5
S&P Index	13.7	3.5	19.8	16.1



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

CF Industries 실적 추이 및 전망



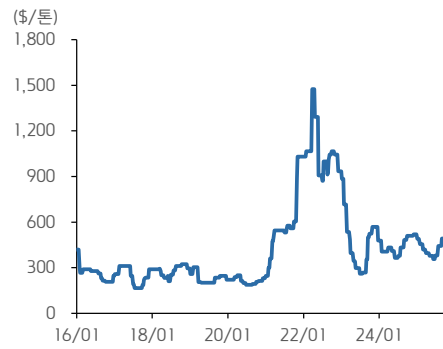
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, GAAP 기준

CF Industries 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025P
<b>매출액 (백만달러)</b>	<b>1,470.0</b>	<b>1,572.0</b>	<b>1,370.0</b>	<b>1,524.0</b>	<b>1,663.0</b>	<b>1,890.0</b>	<b>1,600.1</b>	<b>1,649.6</b>	<b>5,936.0</b>	<b>6,802.8</b>
Ammonia	402.0	409.0	353.0	572.0	520.0	491.0	354.8	485.4	1,736.0	1,851.2
Granular Urea	407.0	457.0	388.0	348.0	439.0	547.0	464.2	417.7	1,600.0	1,867.9
UAN	425.0	475.0	406.0	372.0	470.0	610.0	526.0	476.0	1,678.0	2,082.1
Others	236.0	231.0	223.0	232.0	234.0	242.0	255.1	270.5	922.0	1,001.6
YoY (%)	-26.9	-11.4	7.6	-3.0	13.1	20.2	16.8	8.2	-10.5	14.6
QoQ (%)	-6.4	6.9	-12.8	11.2	9.1	13.7	-15.3	3.1	-	-
<b>US Price (\$/톤)</b>										
Ammonia	423.8	398.9	441.1	513.5	448.7	378.5	-	-	444.3	-
Urea	353.6	301.8	308.5	321.0	377.1	423.2	-	-	321.2	-
<b>영업이익</b>	<b>303.0</b>	<b>638.0</b>	<b>362.0</b>	<b>438.0</b>	<b>455.0</b>	<b>648.0</b>	<b>489.8</b>	<b>480.9</b>	<b>1,741.0</b>	<b>2,073.7</b>
YoY (%)	-62.5	-12.2	29.3	3.8	50.2	1.6	35.3	9.8	-22.2	19.1
QoQ (%)	-28.2	110.6	-43.3	21.0	3.9	42.4	-24.4	-1.8	-	-
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>20.6</b>	<b>40.6</b>	<b>26.4</b>	<b>28.7</b>	<b>27.4</b>	<b>34.3</b>	<b>30.6</b>	<b>29.2</b>	<b>29.3</b>	<b>30.5</b>
<b>US Spread</b>										
Ammonia	361.4	326.1	375.4	428.7	325.6	259.6	-	-	372.9	-
Urea	353.6	301.8	308.5	321.0	377.1	423.2	-	-	321.2	-
<b>순이익 (백만달러)</b>	<b>194.0</b>	<b>420.0</b>	<b>276.0</b>	<b>328.0</b>	<b>312.0</b>	<b>386.0</b>	<b>316.9</b>	<b>320.6</b>	<b>1,218.0</b>	<b>1,335.5</b>
YoY (%)	-65.4	-20.3	68.3	19.7	60.8	-8.1	14.8	-2.2	-20.1	9.6
QoQ (%)	-29.2	116.5	-34.3	18.8	-4.9	23.7	-17.9	1.2	-	-
<b>순이익률 (%)</b>	<b>13.2</b>	<b>26.7</b>	<b>20.1</b>	<b>21.5</b>	<b>18.8</b>	<b>20.4</b>	<b>19.8</b>	<b>19.4</b>	<b>20.5</b>	<b>19.6</b>

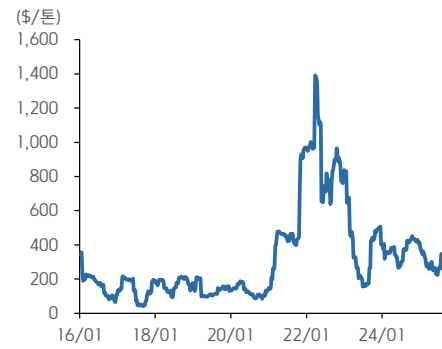
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, GAAP 기준

미국 암모니아 가격 추이



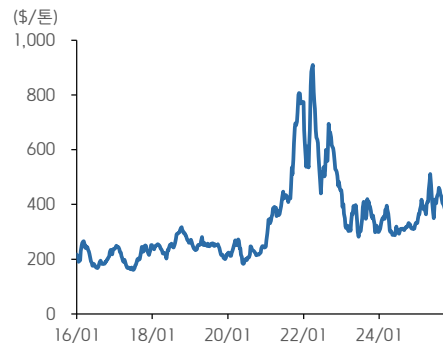
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 암모니아 Spread 추이



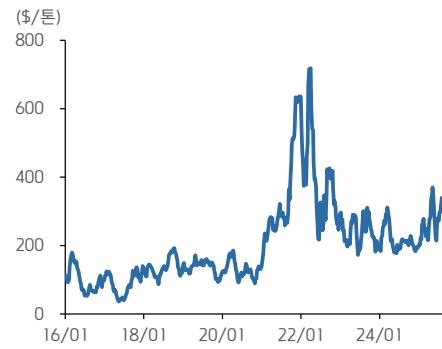
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: Henry Hub LNG 가격 기준 원단위 환산 적용

미국 Urea 가격 추이



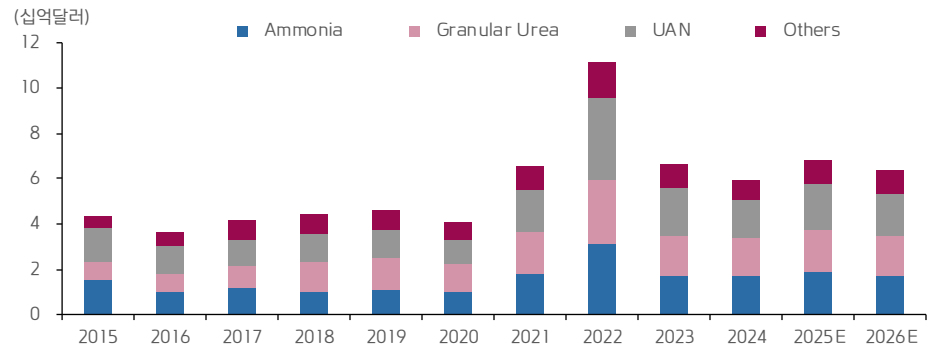
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 Urea Spread 추이



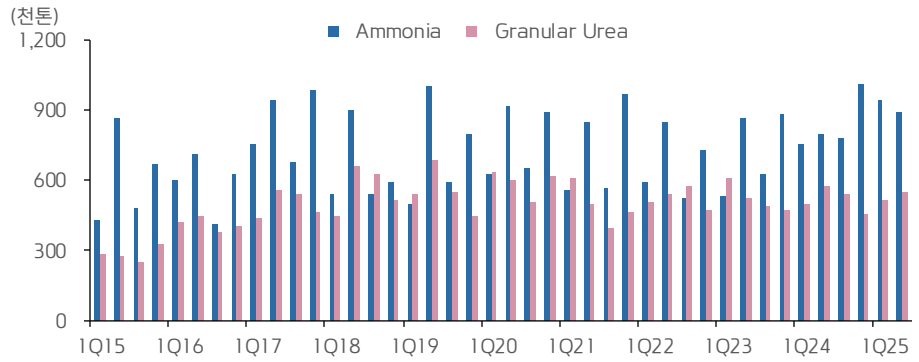
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: Henry Hub LNG 가격 기준 원단위 환산 적용

### CF Industries 부문별 매출 추이



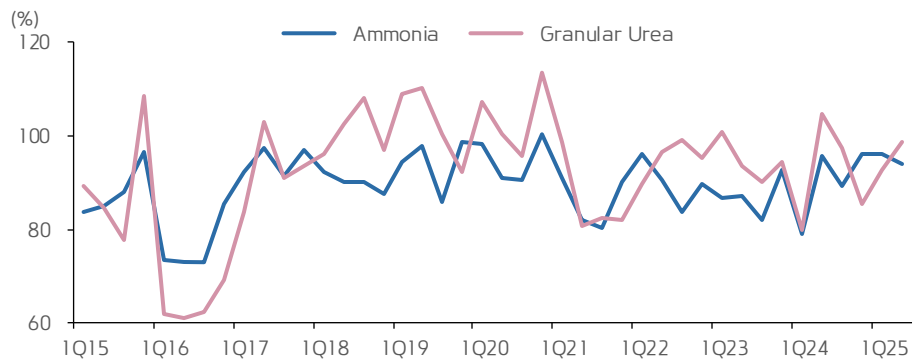
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, GAAP 기준

### CF Industries 판매량 추이



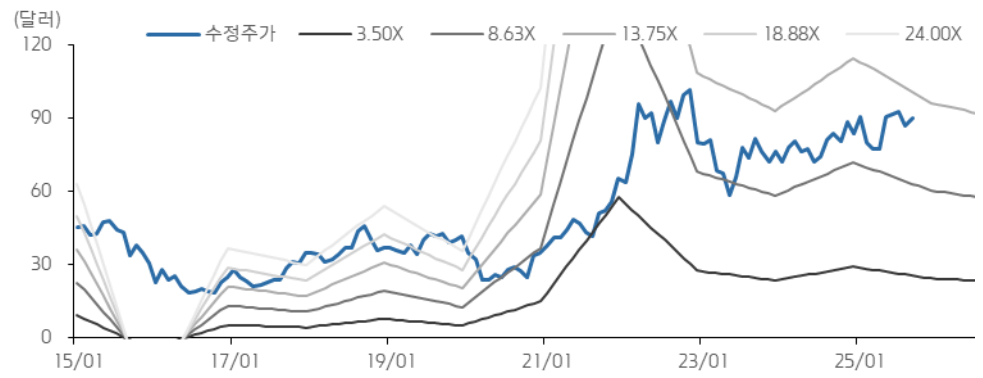
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, GAAP 기준

### CF Industries 가동률 추이



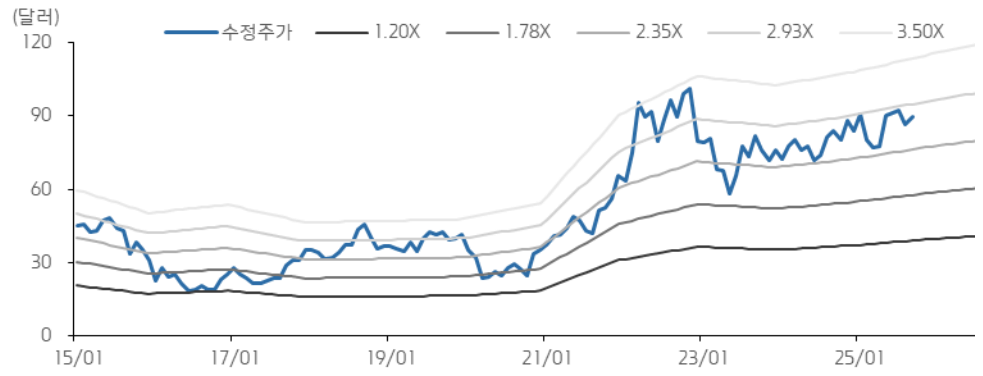
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, GAAP 기준

CF Industries P/E Band Chart



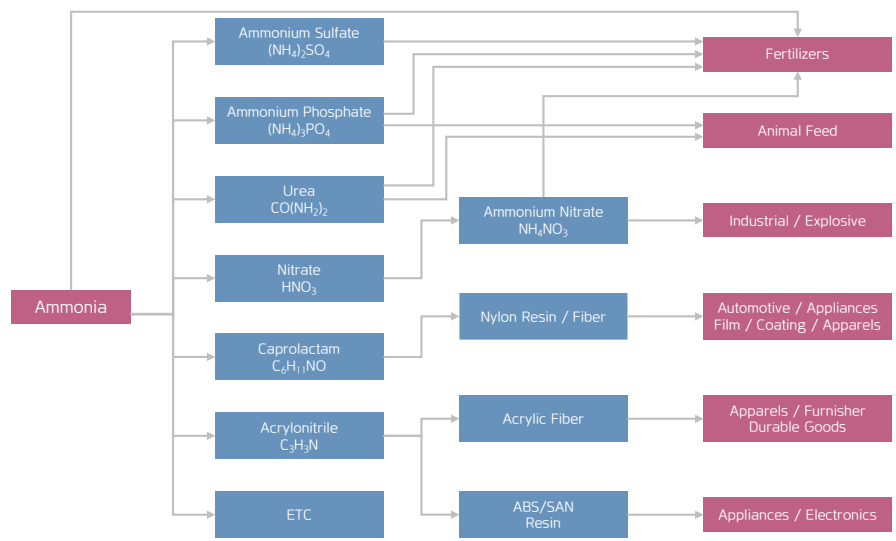
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, GAAP 기준

CF Industries P/B Band Chart



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준, GAAP 기준

암모니아 밸류체인 개요



자료: American Chemistry Council, 키움증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 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.