2026. 01. 06

금융으로 만나는 새로운세상

IBKS 에너지/소재 In-Depth

여수와 울산의 반등 기회

에너지/소재 **이동욱**
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

RA **장성호**
02) 6915-5661
cpszoo9080@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

Executive Summary 3

Ⅰ. 구조조정이 발생한 본질적 이유 6

1. 과거와 달리 국내 업체들이 구조조정을 수용할 수밖에 없는 원인 6
2. 중국의 공급 확대가 사이클을 붕괴시키는 메커니즘은 세 가지로 정리된다 8

Ⅱ. 구조조정 시기, 시장이 마주할 고민들 11

1. 에틸렌뿐만 아니라 부산물의 동반 감축 효과도 고려할 필요가 있다 11
2. 다운스트림 설비, 폐쇄보다 배급화가 먼저 온다 14
3. 고정비 절감, 손익분기 가동률이 바뀐다 18
4. 감산, 박스업, 영구 폐쇄, 자산 이전/JV, 고정비 절감의 강도는 불가역성으로 결정된다 20
5. 전력비는 구조조정의 후반 승부처 22
6. 정부 지원은 조건부 선행조건을 통과한 기업에 수혜가 집중될 것이다 24
7. 러시아-우크라이나 종전 시나리오, 재건 수요 vs 원료 조달은 서로 다른 속도로 움직인다 27
8. 국내 구조조정만으로 업황이 개선될 수 있을까? 29
9. 나프타 싸움에서 다양한 원재료의 출구 싸움으로 변화 중 33
10. 프로젝트 준공이 곧 정상 가동은 아니다 36

Ⅲ. 투자전략 37

1. 투자 프레임 결론 37
2. 시장 구조를 바꾸는 4개의 변곡점 37
3. 2026~2028년 투자전략: 3단계로 나눠라 39
4. Top-Picks: 금호석유화학, 롯데케미칼 40

첨부. 구조조정 전이 점검 지표/논리 41

Company Analysis 51

금호석유화학(011780)_첫 파도는 부타디엔이 될 것이다 52
롯데케미칼(011170)_사이클 대응에서 클러스터 재설계로 변화 55

Executive Summary

사이클 패턴 변동으로 국내 업체들은 구조조정을 수용하고 있다

지금 한국 석유화학을 읽는 핵심 질문은 "언제 바닥을 치고 반등하나"가 아니다. 산업이 어떤 형태로 재구성되고, 재구성 이후 누가 가격 규율과 스프레드의 중심에 서는 것이 본질이다. 전통적 사이클의 복원(불황 → 증설 중단 → 공급 조정 → 반등)을 전제로 한 투자 프레임은 더 이상 충분하지 않다. 중국이 석유화학을 경기 산업이 아니라 전략 산업(에너지 안보/제조업 자립/고용 안정)으로 재정의하면서, 불황에도 증설/가동이 멈추지 않는 구조가 형성됐다. 그 결과 사이클은 "진폭이 줄어든 것"이 아니라 고점은 흐려지고 저점은 길어지는 형태로 변형됐다. 깊은 바닥은 시간이 지나면 반등하지만, 긴 바닥은 기다림 자체가 현금과 체력을 소진시킨다. 국내 업체들이 구조조정을 수용할 수밖에 없는 이유가 여기에 있다.

중국 공급 확대가 사이클을 붕괴시키는 메커니즘

중국 공급 확대가 사이클을 붕괴시키는 메커니즘은 세 가지로 정리된다. 첫째, 하방 조정 기능의 약화다. 국가 지원/낮은 금융비용/정책 목표 하에서 중국 설비는 마진 급락 국면에도 가동을 유지할 유인이 크고, 공급이 줄지 않으면 가격은 반등의 계기를 찾기 어렵다. 둘째, 증설의 질적 전환이다. 범용(PE/PP/MEG/TPA)에서 시작된 증설이 EVA/POE/ABS/엔지니어링 플라스틱, 더 나아가 배터리/전자/자동차 소재로 확장되며 중국=범용, 한국/일본=고부가의 역할 분담이 약화되고 있다. 셋째, 내수 흡수력의 역설이다. 중국은 최대 수요국이지만, 동시에 잉여 물량의 상시적 수출 압력을 만들어 저수익 구조를 고착화시킨다. 결국 투자자 평가 기준은 타이밍에서 구조적 경쟁력(원가 우위, 통합도, 포트폴리오 전환, 승인/장기계약 기반 수요 락인, 중국과의 제품 정의 차별화)으로 이동한다.

에틸렌 감축 시 부산물의 동반 감소로 체인 균형 충격 예상

구조조정이 본격화될 때 시장이 마주할 첫 번째 고민은 "에틸렌만 줄어드는가"가 아니라 제품 슬레이트 전체가 동시에 줄어드는가다. 나프타 크래커 감축은 에틸렌과 함께 프로필렌/C4(부타디엔)/PyGas(BTX)의 동반 축소를 야기한다. 단순 수율 가정만으로도 에틸렌 감축(연 270~370만톤)에 연동해 프로필렌(연 130~170만톤), C4(연 80~110만톤), PyGas(연 200~270만톤)의 감소가 계산된다. 이때 체인별 반응은 비대칭적이다. 프로필렌은 FCC/PDH/OCU 등 대체 공급이 있어 조건부로 타이트해지는 반면, 부타디엔은 대체 생산의 경제성이 낮아 나프타 기반 부산물 의존도가 압도적이어서 가장 먼저 타이트 신호가 발생할 가능성이 높다. 즉 구조조정의 첫 가격 반응은 에틸렌보다 부산물(특히 부타디엔)에서 선행될 수 있다.

다운스트림은 폐쇄가 아니라 원료 배정권 경쟁으로 재편된다

두 번째 고민은 "어느 다운스트림을 닫을까"가 아니라 원료 시장이 가격에서 배정으로 바뀌는가다. 감축이 18~25% 구간으로 들어가면 크래커는 외부 판매를 먼저 줄이고 내부/장기계약/파이프라인 물량을 우선 보호할 가능성이 높다. 이때 유도체의 생존 조건은 스프레드가 아니라 원료 접근권이며, 원료를 배정받기 위한 기준은 대체로 에틸렌 1톤당 공헌이익, 승인/장기계약 기반 수요의 고정성, 통합도(인접/파이프/유틸리티 공유), 정책/고용 마찰의 크기로 수렴한다. 따라서 다운스트림 구조조정은 폐쇄로 직행하기보다 계약 조건 변경 → 상시 저가동(정기보수 연장 포함) → 범용 그레이드 축소 → JV/통합으로 배정권 고정 → 최종 영구화의 순서로 진행될 공산이 크다. 구조조정 이후 승자는 가동률이 아니라 배정권(원료 접근권)으로 결정된다.

손익의 바닥은 감산량이 아니라 불가역적 고정비 절감이 결정한다

세 번째 고민은 손익의 바닥을 무엇이 결정하느냐다. 다운사이클에서 진짜 고통은 변동비가 아니라 가동률 하락 시 급격히 상승하는 톤당 고정비다. 구조조정의 경제성은 "얼마나 감산했냐"가 아니라 비용 구조를 얼마나 되돌릴 수 없게 바꿨는가(불가역성)로 결정된다. 감산은 변동비만 줄고 고정비는 남는다. 박스업은 옵션을 유지하는 대신 관리비용이 새로 생기며, 공용비/기본요금 계약이 남아 체감 절감이 제한될 수 있다. 영구 폐쇄부터 정기보수 사이클에서 이탈하며 고정비가 구조적으로 낮아지고, 자산 이전/JV는 콤플렉스 단위로 중복 조직/정비/공용 인프라를 재설계해 가장 큰 절감 강도를 만들어낸다. 시장은 감산 뉴스에 반응하더라도, 밸류에이션은 결국 불가역성의 증거(허가/계통/조직/공용비/정기보수의 재설계)에만 프리미엄을 붙일 가능성이 높다.

구조조정 속도는 전력 조달 실행력과 정책 패키지가 좌우한다

정책 변수는 구조조정의 속도를 좌우한다. 전력비는 후반 승부처다. 산업용 요금의 일괄 인하보다 직접구매/요금제 개편/분산형 전력 기반의 조건부 감면 형태로 현실화될 가능성이 높고, 실제 체감 원가 절감은 정책 자체보다 기업의 조달 구조 변경 실행력에 의해 갈릴 전망이다. 정부 지원 또한 "있다/없다"보다 기업활력법 승인/세제/거래비용 감면 범위 확정/인허가 패스트트랙/정책금융 리파이낸싱 조건이 어디까지 확정되느냐에 따라 수혜가 집중될 것이다. 구조조정은 결심이 아니라 시간과 현금의 싸움이며, 정책금융은 그 시간을 사는 방식이다.

중국/유럽 동반 폐쇄 시 국내 구조조정 효과 발생 전망

글로벌 변수는 국내 구조조정의 효과 크기를 결정한다. 한국 단독 감축만으로 아시아 가격을 바꾸긴 어렵다. 게임 체인저는 총량이 아니라 한계 설비의 퇴장이며, 특히 유럽의 영구 폐쇄 확대는 글로벌 가격 바닥을 들어올리는 레버가 될 수 있다. 여기에 중국의 수출 압력이 완화되거나 합리화가 동반될 때, 한국의 구조조정은 가격을 올리는 힘이라기보다 바닥이 올라온 구간에서 이익 탄력을 증폭시키는 레버리지 장치로 작동한다. 러시아-우크라이나 종전은 재건 수요(범용 → 특수 순차)와 원료 조달(제재 프레임에 따른 속도 차)이라는 두 경로가 서로 다른 속도로 움직일 가능성이 높아, "종전=즉시 원가 개선"으로 단순화하기보다 시나리오별 접근이 필요하다. 또한 대형 신규 프로젝트(예: 샤힌)의 경우 준공 자체보다 램프업 곡선(가동률 상승 속도)이 실적을 좌우한다.

3단계 투자전략:
1) 2026H1, 배급화의 시작
2) 2026H2~2027, 불가역성의 확정
3) 2027~2028, 후반 승부

투자전략은 2026~2028년을 3단계로 나누는 것이 합리적이다. 1) 2026H1 배급화의 시작: 스프레드보다 원료 접근권(통합/승인/장기계약)이 프리미엄이 되는 구간, 2) 2026H2~2027 불가역성의 확정: 영구 폐쇄, JV/자산 통합이 밸류에이션을 결정하는 구간, 3) 2027~2028 후반 승부: 전력비/원료 믹스(MFC/HPC/에탄) 재설계가 원가곡선을 다시 정의하는 구간이다. 이 3단계 위에서 시장 구조를 바꾸는 변곡점은 네 가지로 압축된다. 1) 감산이 아닌 불가역성의 경쟁, 2) 에틸렌 감축의 진짜 효과는 부산물에서 선행, 3) 다운스트림은 폐쇄보다 배급화가 먼저, 4) 유럽 영구 폐쇄 + 중국 수출 압력 완화가 글로벌 레버다.

Top-Picks: 금호석유화학, 롯데케미칼

Top-Picks는 금호석유화학과 롯데케미칼이다. 1) 금호석유화학은 구조조정의 1차 가격 반응이 부산물(특히 부타디엔)에서 선행될 가능성이 높은 환경에서 C4 체인의 수혜가 구조적으로 기대되며, 합성고무는 현장에서 승인/품질/공급 안정성이 강한 진입장벽으로 작동해 다운사이클에서도 수요 안정성이 상대적으로 높다. 2) 롯데케미칼은 사이클 베타만으로 보면 매력이 약하지만, 지금 게임의 본질이 고정비/공용비/정기보수/전력비의 재설계라는 점에서 대형 통합 플레이어의 옵션 가치가 부각된다. 구조조정은 업황이 좋아지면 좋아지는 이벤트가 아니라, 업황이 부진할수록 집행 확률이 높아지고, 집행이 시작되면 밸류에이션이 먼저 리레이팅될 수 있는 이벤트다. 투자자가 확인해야 할 촉매는 발표가 아니라 완결이며, JV/자산 통합의 범위, 공용비 계약 재편, 조직/교대조 재산정, 정기보수 사이클 변화가 실체를 드러내는 순간부터 시장의 평가축이 바뀔 가능성이 높다.

결론: 사이클 타이밍이 아니라 구조적 경쟁력과 불가역성 집행력이 승자를 가른다

결론적으로, 한국 석유화학은 사이클이 끝난 것이 아니라 투자자가 이용하기 어려운 형태로 변형됐다. 따라서 투자 프레임은 타이밍이 아니라 구조적 경쟁력과 불가역성의 집행력에 맞춰야 한다. "스프레드가 회복되면 산다"가 아니라, "배정권을 방어할 수 있는 통합/스페셜티를 보유하고, 불가역적 비용 절감(정기보수/공용비/전력비)을 구현할 수 있는 기업에 프리미엄을 부여한다"가 정답에 가깝다. 지금 필요한 것은 반등을 맞추는 능력이 아니라, 재편 이후의 새로운 균형에서 누가 중심에 설지를 선점하는 능력이다.

I. 구조조정이 발생한 본질적 이유

1. 과거와 달리 국내 업체들이 구조조정을 수용할 수밖에 없는 원인

사이클이 아니라 재편의 승자 싸움

한국 석유화학을 바라보는 전통적 관점은 사이클의 바닥 타이밍에 초점을 맞춰 왔다. 그러나 지금은 질문의 출발점부터 바뀌어야 한다. 현재 벌어지는 일은 바닥에서 반등의 반복이 아니라, 산업이 어떤 형태로 재구성될지에 관한 문제이며, 재구성 이후 누가 새로운 균형의 중심을 차지할지에 대한 싸움이기 때문이다.

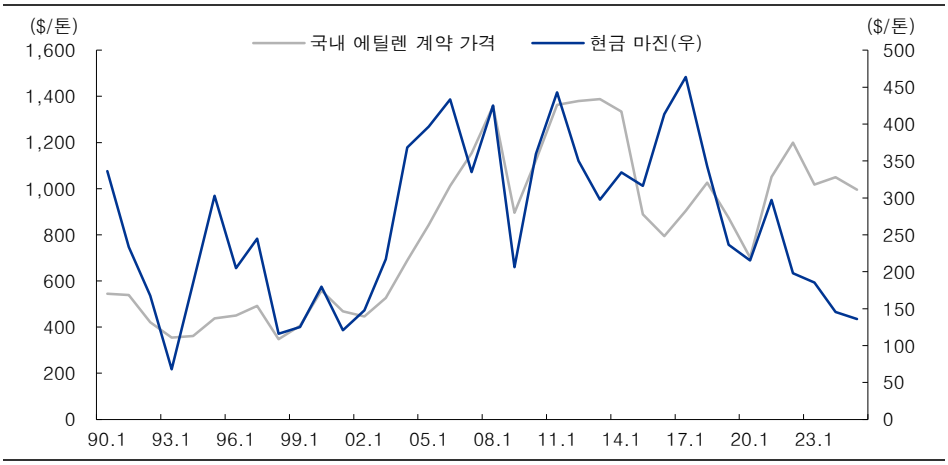
불황에도 증설이 멈추지 않아, 사이클 공식이 붕괴했다

석유화학은 오랜 기간 대표적 사이클 산업이었다. 수요 증가 → 스프레드 개선 → 증설 → 공급 과잉 → 가격 하락이라는 패턴이 비교적 명확하였고, 한국 기업들은 높은 공정 운영 역량, 안정적 품질, 공격적 Capex를 기반으로 그 사이클 속에서 경쟁력을 유지해 왔다. 하지만 이 공식은 더 이상 동일하게 작동하지 않는다. 핵심은 한 가지다. 불황이면 증설이 멈춘다는 사이클의 전제가 무너졌기 때문이다.

중국 석유화학 전략 산업화로 세계 사이클 가정 약화

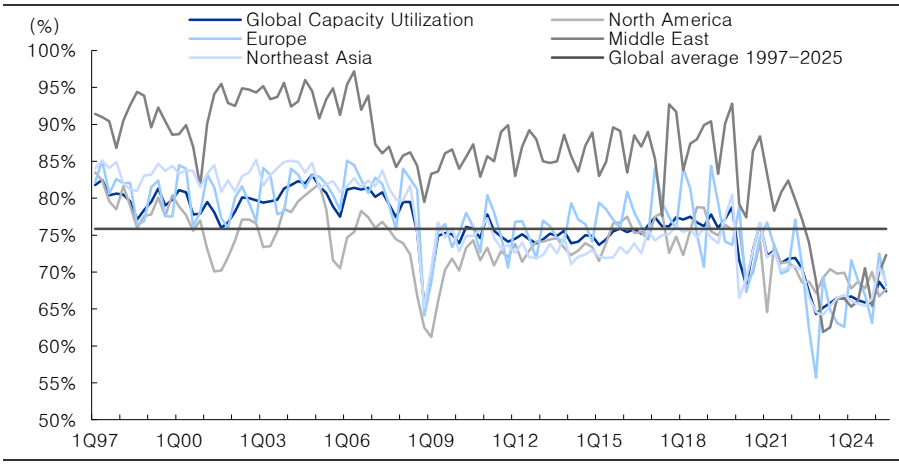
변화의 출발점은 중국이 석유화학을 경기 산업이 아니라 전략 산업으로 재정의한 데 있다. 중국에게 석유화학은 단순 수익 사업이 아니라 에너지 안보, 제조업 자립, 고용 및 지역 경제 안정이라는 국가 목표에 깊게 결박되어 있다. 이런 구조에서는 증설 의사 결정이 세계 수요 전망이나 단기 수익성에 의해 좌우되기 어렵다. 오히려 수입 대체/자급률 제고라는 정책 우선순위가 결정 변수로 작동한다. 이에 세계 석유화학 사이클의 핵심 가정(불황 시 증설이 중단되고 공급이 조정되며 균형이 회복된다는 논리)이 구조적으로 약화되고 있다.

그림 1. 국내 에틸렌 가격/마진(부산물 차감 포함) 추이



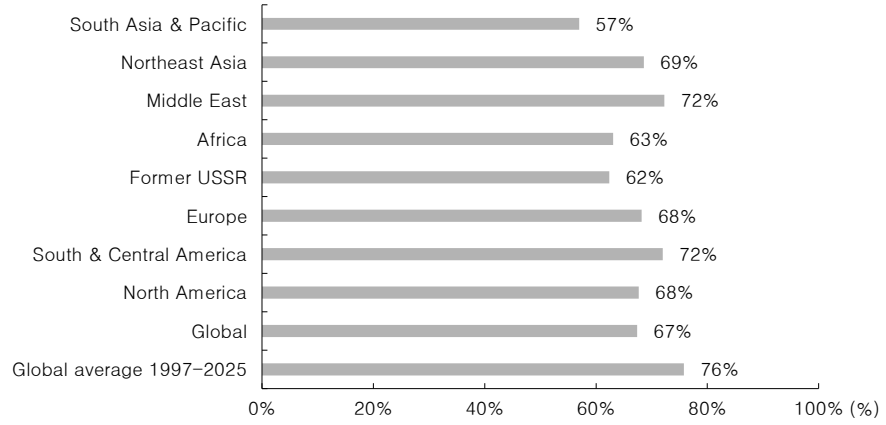
자료: 씨스켐, Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 지역별 화학 생산능력 가동률 추이



자료: ICIS, IBK투자증권

그림 3. 세계 화학 생산능력 가동률 현황(2025년 2분기 기준)



자료: ICIS, IBK투자증권

2. 중국의 공급 확대가 사이클을 붕괴시키는 메커니즘은 세 가지로 정리된다

하방 조정 기능의 약화

첫째, 하방 조정 기능의 약화이다. 과거에는 가격이 급락하면 일부 설비가 멈추거나 증설이 연기되며 균형 복원의 경로가 존재했다. 그러나 중국의 대규모 설비는 국가 지원, 상대적으로 낮은 금융비용, 정책적 목표를 바탕으로 마진 급락 시에도 가동을 유지할 유인이 크다. 설비가 멈추지 않으면 공급이 줄지 않는다. 공급이 줄지 않으면 가격은 반등의 계기를 찾기 어렵다. 이 변화는 바닥이 더 깊어졌다기보다 바닥이 더 길어졌다에 가깝다. 업계와 투자자에게 치명적인 이유는 간단하다. 깊은 바닥은 시간이 지나면 반등하지만, 긴 바닥은 기다림 자체가 손익과 체력을 소진시키기 때문이다.

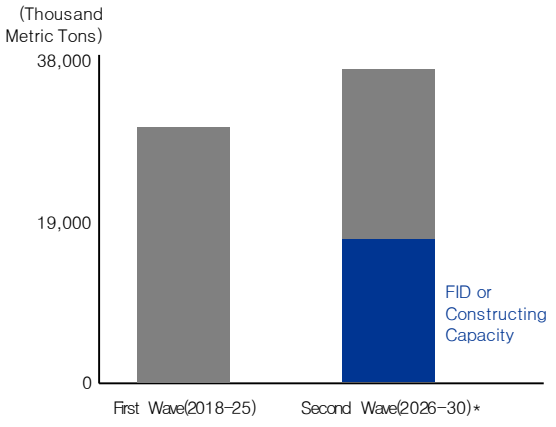
증설의 질적 전환

둘째, 증설의 질적 전환이다. 중국의 증설은 초기 PE/PP/TPA/MEG 등 범용 중심에서 출발했지만, 시간이 지나며 EVA/POE/ABS/엔지니어링 플라스틱으로 확장됐고, 최근에는 배터리/전자/자동차 소재 영역까지 침투하고 있다. 과거의 역할 분담(범용은 중국, 고부가는 한국/일본)이 약화되는 구간에서, 사이클이 회복돼도 스프레드 확장이 과거만큼 나타나기 어렵다. 한편 2026~2030년 구간 중국 에틸렌 생산능력이 추가로 4,000만톤 확대되어 총 1억톤 내외로 커질 수 있다는 전망은, 과잉 공급이 단기간에 해소되기 어려운 구조임을 시사하고 있다.

중국의 내수 흡수력의 역설

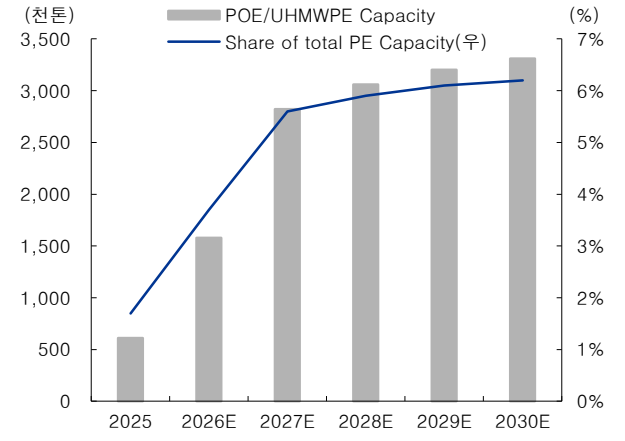
셋째, 중국의 내수 흡수력의 역설이다. 중국은 세계 최대 석유화학 수요국이기도 하다. 이 점은 단기 충격을 완화할 수 있지만, 동시에 세계 시장에는 항상 남는 물량(수출 압력)을 상시적으로 생성한다. 결과적으로 가격 급락은 과거 대비 완만해질 수 있으나, 반대로 가격은 충분히 오르지 못해 박스권 저수익 구조가 고착화되기 쉽다. 사이클이 사라졌다는 말의 본질은 진폭 감소가 아니라, 고점이 희미해지고 저점만 장기화되는 형태로의 변형이다.

그림 4. 중국 1차/2차 에틸렌 증설 파동



자료: CMA, IBK투자증권

그림 5. 중국 POE/UHMWPE 생산능력 추이/전망



자료: ICIS, IBK투자증권

표 1. 중국 PE 증설 계획(업체별)

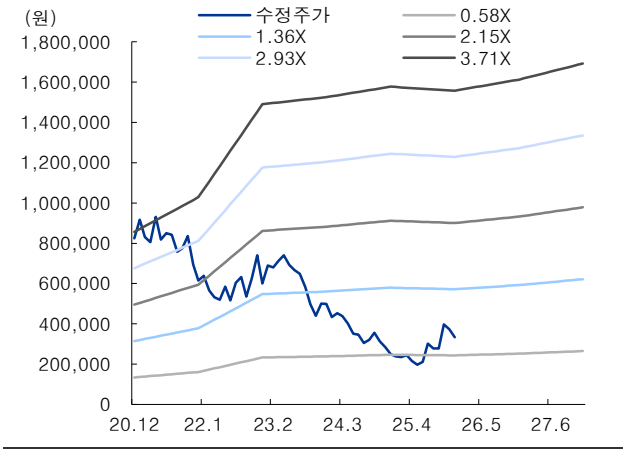
Producer	Location	Start-up	Products	Capacity(천톤)
Shandong Yulong PC	Longkou, China	Q2 2025	LLDPE No 2 (UHMWPE)	100
Jiangsu Hongjing New Material	Xuwei, China	Sep-25	LLDPE (POE)	100
Liaoning Dingjide Petrochemical	Yingkou, China	Q4 2025	LLDPE (POE)	200
Puxijing New Energy Materials(Shanghai)	Shanghai, China	Q3 2025	LLDPE (POE)	140
Sinopec Maoming PC	Maoming, China	Apr-25	LLDPE No 2 (POE)	50
Levima Wison(Jiangsu) New Materials	Taizhou, China	Q1 2026	LLDPE (POE)	100
Sinopec Ineos(Tianjin) Petrochemical	Tianjin, China	Q2 2026	LLDPE No 3 (POE)	100
Sinopec Ineos(Tianjin) Petrochemical	Tianjin, China	Q2 2026	LLDPE No 4 (UHMWPE)	100
Nanjing Chengzhi Clean Energy	Qingdao, China	Q2 2026	LLDPE (UHMWPE)	40
CNCEC Western New Materials	Yulin, China	Q2 2026	LLDPE No 1 (UHMWPE)	20
CNCEC Western New Materials	Yulin, China	Q2 2026	LLDPE No 2 (UHMWPE)	30
Wanhua Chemical Group	Penglai, China	Q2 2026	LLDPE No 1 (POE)	400
Pucheng Clean Energy Chemical	Weinan, China	Q2 2026	LLDPE No 2 (UHMWPE)	40
Petrochina Daqing PC	Daqing, China	Q3 2026	LLDPE No 4 (POE)	30
Blue Sea New Materials(Tongzhou Bay)	Nantong, China	Q4 2026	LLDPE No 2 (POE)	100

자료: ICIS, IBK투자증권

중국 구조적 공급 확대가 사이클을 변형시켜 투자 기준이 구조적 경쟁력으로 이동

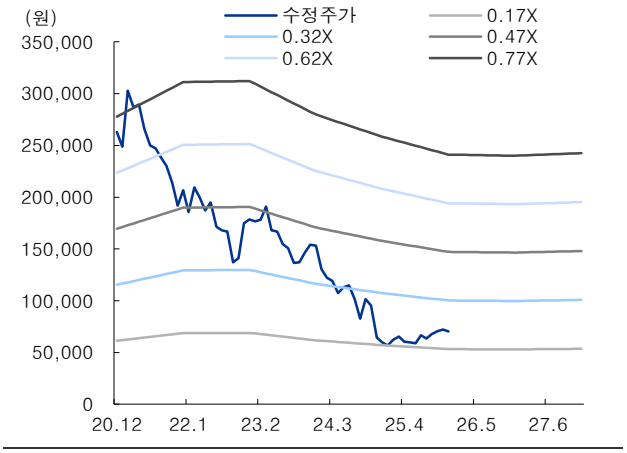
이 변화는 투자자 행동을 바꾸며, 최근 국내 화학 업체들의 낮은 밸류에이션에 영향을 주고 있다. 이에 평가 기준은 사이클 타이밍에서 구조적 경쟁력으로 이동하였다. 원가 우위, 통합 구조, 포트폴리오 전환 능력, 승인/장기계약 기반의 고객 락인, 중국과 차별화 가능한 기술/제품 정의 능력이 핵심 변수가 된다. 결론적으로, 석유화학 사이클은 끝난 것이 아니라 투자자가 활용하기 어려운 형태로 변형됐다. 그 중심에는 중국의 구조적 공급 확대가 있으며, 이것이 국내 업체들이 미뤄왔던 구조조정을 수용할 수밖에 없는 근본 원인으로 작용하고 있다.

그림 6. LG화학 PBR Band



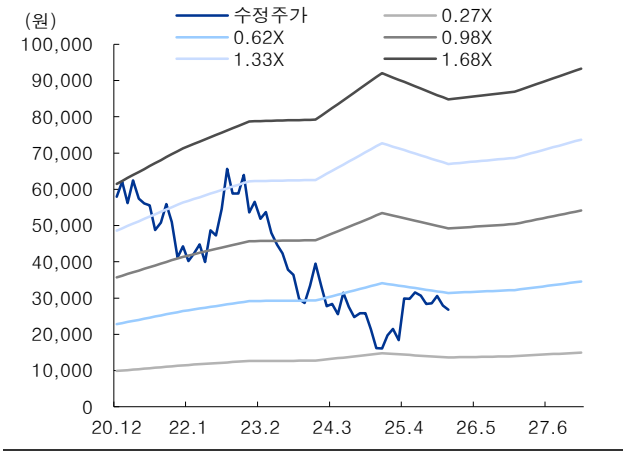
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 7. 롯데케미칼 PBR Band



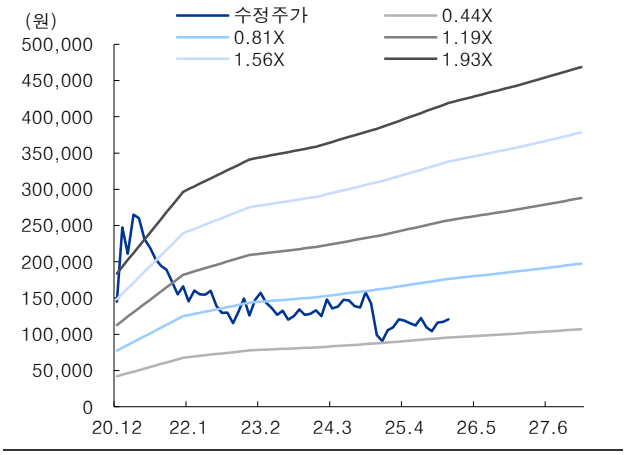
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 8. 한화솔루션 PBR Band



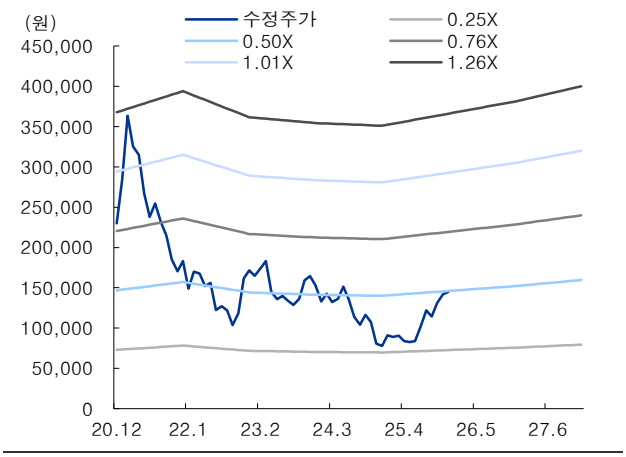
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 9. 금호석유화학 PBR Band



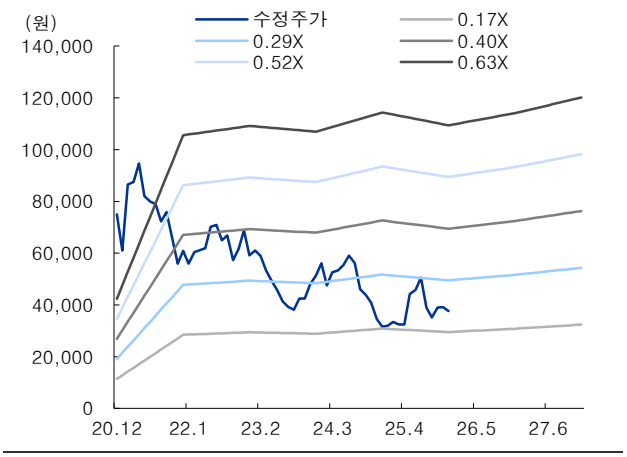
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 10. 대한유화 PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 11. DL PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

II. 구조조정 시기, 시장이 마주할 고민들

1. 에틸렌뿐만 아니라 부산물의 동반 감축 효과도 고려할 필요가 있다

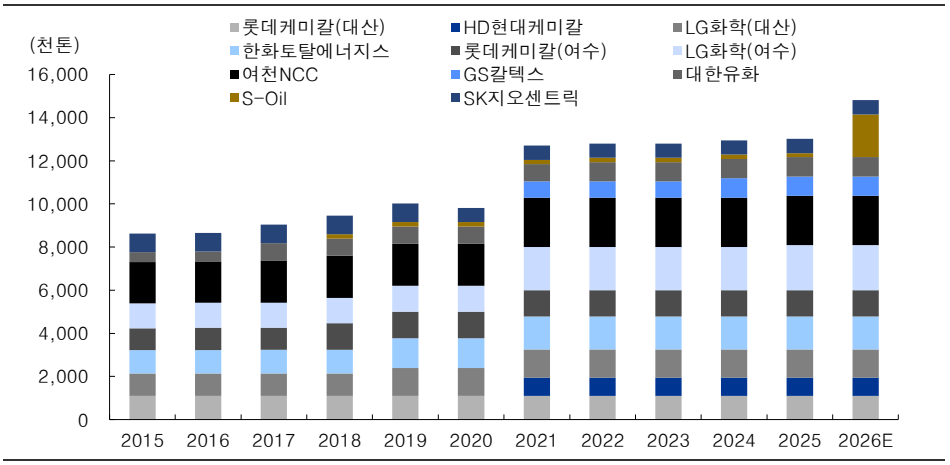
에틸렌 감축 시 부산물 동반 축소

한국 석유화학의 에틸렌 감축은 단순 에틸렌만 줄이는 이벤트가 아니다. 나프타 크래커의 생산이 줄어들면 에틸렌과 동반 생산되는 프로필렌, C4(부타디엔), PyGas(BTX)가 함께 흔들리는 제품 슬레이트 축소가 동시에 발생한다. 특히 한국은 에틸렌 생산에서 나프타 의존도가 매우 높아 구조조정의 실질 타깃이 나프타 크래커가 되어, 부산물 감소의 체감이 더 크게 나타날 가능성이 높다.

부산물의 동반 감축으로 체인 균형 충격 예상

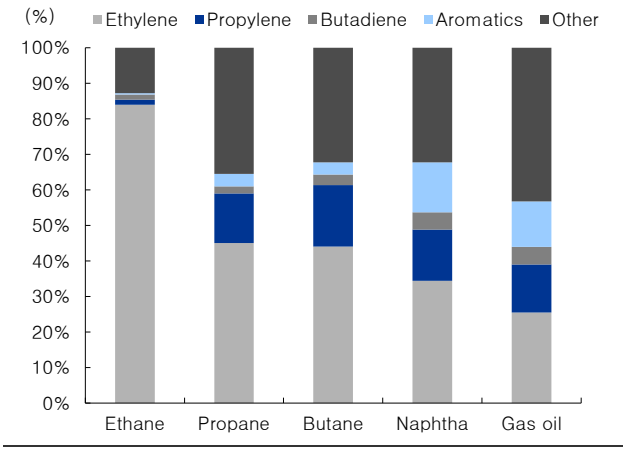
정부와 업계가 제시한 에틸렌 감축 목표(연 270~370만톤)가 나프타 크래킹 기준으로 적용된다고 가정하고, 수율을 에틸렌 29%, 프로필렌 13.5%, C4 8.7%, PyGas 21.2%로 단순 환산하면 프로필렌은 연간 130~170만톤, C4는 80~110만톤, PyGas는 200~270만톤 동반 감소한다. 실제 수율은 원료/운전 조건에 따라 달라지지만, 이 정도 감축 규모는 체인별 균형에 의미 있는 충격을 줄 수 있다.

그림 12. 국내 업체별 에틸렌 생산능력 추이/전망(폐쇄 미고려 기준)



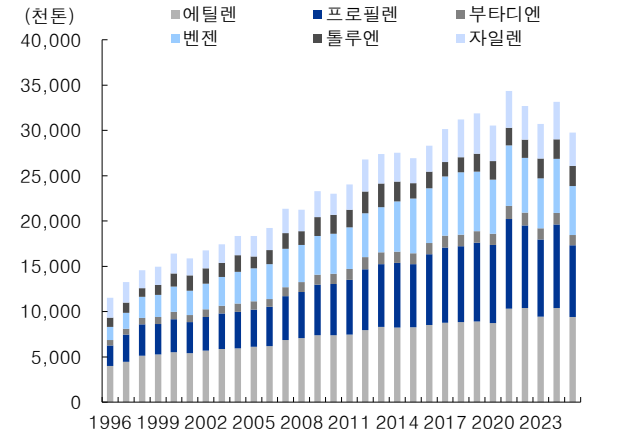
자료: 각사, IBK투자증권

그림 13. 스팀 크래커 원료별 기초유분 수율(추정치)



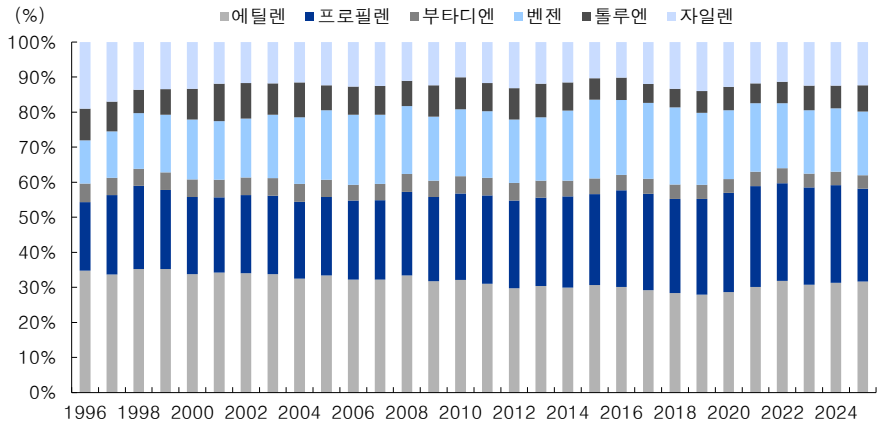
자료: IDC, IBK투자증권

그림 14. 국내 석유화학 기초유분 생산 추이



자료: KPIA, IBK투자증권

그림 15. 국내 기초유분별 생산 비중 추이



자료: KPIA, IBK투자증권

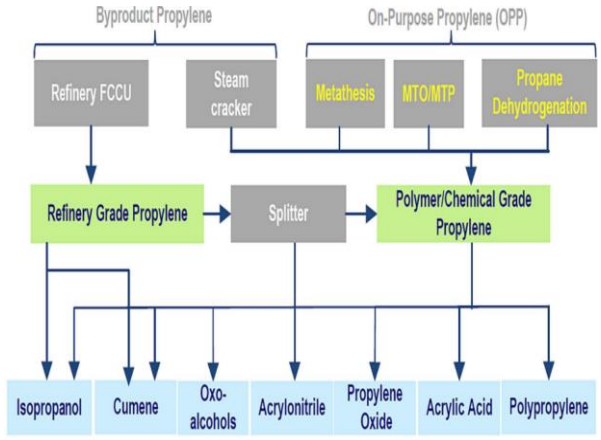
프로필렌 타이트화는 구조조정 조건에 따라 조건부 발생 예상

프로필렌은 나프타 크래커 부산물 외에도 FCC, PDH, 메타세시스(OCU), CTO/MTO 등 대체 공급원이 다층적으로 존재한다. 또한 구조조정이 진행되는 와중에도 신규 설비(예: 정유-석화 통합 프로젝트)가 순감 효과를 일부 상쇄할 수 있다. 반면 구조조정이 영구 셧다운으로 귀결되고, 동시에 FCC/PDH 가동이 원료/정유 마진/정책 환경에 의해 제한될 경우, 프로필렌은 단기간에 타이트해질 수 있다. 즉 프로필렌은 구조조정 효과가 항상 나타나는 것이 아니라, 조건부로 나타날 것으로 보인다.

부타디엔 C4 수율/추출 설비 가동 직격 타격 받아 가장 먼저 가격 급등 예상

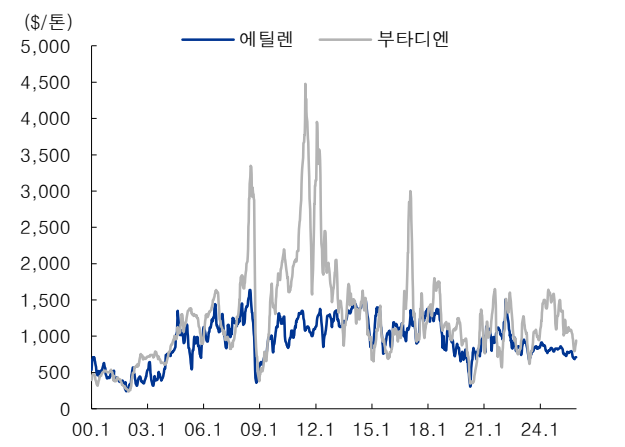
부타디엔은 대체 생산 방식의 경제성 열위로 구조적으로 에틸렌 생산 부산물 의존도가 매우 높다. 특히 나프타 같은 무거운 원료는 에탄 등 가벼운 원료 대비 C4/부타디엔 수율이 압도적으로 높아, 나프타 크래커의 감축은 부타디엔에 더 직접적이다. 더 중요한 것은 2차 효과다. 크래커가 멈추면 부타디엔 추출 설비는 원료 자체가 줄어 가동이 흔들리고, 원료 조성 변화에 따라 실효 처리 능력도 크게 변한다. 따라서 C4가 10% 줄었다는 단순 계산보다, 추출 유닛이 체감하는 부타디엔 공급 감소는 더 크게 나타날 수 있다. 이에 부산물 중에서는 부타디엔이 가장 먼저 타이트 현상과 가격 반응을 보일 가능성이 높다.

그림 16. 프로필렌 생산 루트 현황



자료: SD, IBK투자증권

그림 17. 국내 에틸렌/부타디엔 가격 추이



자료: 씨스켐, IBK투자증권

BTX, 보완 경로 있어 극단적 반응 없을 전망

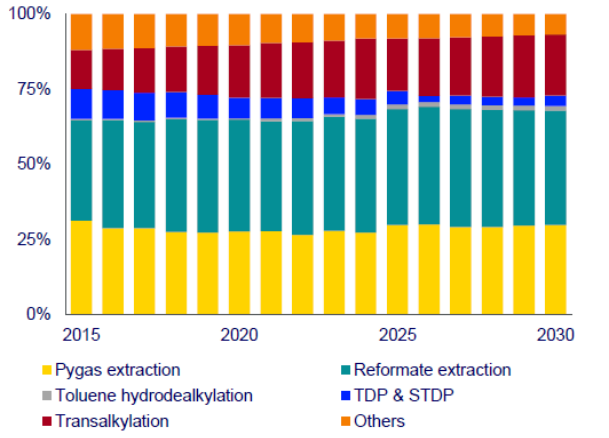
BTX는 벤젠이 핵심이다. PyGas의 감소는 나프타 기반 BTX 공급을 타이트하게 만들 수 있으나, 벤젠은 정유 리포밍/아로마틱스 콤플렉스 등 보완 공급 경로가 존재해 부타디엔처럼 극단적 반응으로 직결되지는 않을 수 있다. 제품별로는 벤젠의 민감도가 PX보다 크고, PX는 상대적으로 둔감할 가능성이 있다. PX의 경우 MX 풀, 운영 조건, 원료 믹스 조정으로 무한정은 아니지만 벤젠 대비 공급을 확대할 여지가 있기 때문이다.

그림 18. 벤젠 생산 루트 현황

Production route	Driving factors and constrains
Pygas extraction	The feedslate and operating rate of ethylene crackers determine pygas output available for extraction units
Reformate extraction	Reformer utilisation depends on octane demand for gasoline and integrated paraxylene needs. However, a minimum operating level is required as reformers are key hydrogen sources in refineries
Conversion routes (transalkylation, TDP, STDP)	On-purpose xylene production economics drive benzene co-production. Producers adjust yields or utilisation rates to optimise output
Toluene hydrodealkylation (HDA)	Production economics drive output, with feedstock toluene availability as the primary constraint.
Coke oven	Coke production drives coke oven light oil output, from which nearly all benzene can be recovered

자료: WMC, IBK투자증권

그림 19. 아시아 벤젠 생산 기술별 비중 추이/전망



자료: WMC, IBK투자증권

2. 다운스트림 설비, 폐쇄보다 배급화가 먼저 온다

다운스트림 생존 조건이 가격이 아닌 원료 접근권으로 전환 예상

에틸렌 감축이 정부/업계가 제시한 수준으로 진행될 경우, 다운스트림 구조조정은 어느 제품 공장을 닫을까보다 먼저 원료(에틸렌)가 시장재에서 배정 중심으로 전환되는 과정으로 시작될 가능성이 높다. 감축이 10% 내외라면 유도체는 스팟 조달이나 수입 원료로 완충할 여지가 있다. 그러나 18~25%의 감축은 다르다. 이 구간부터 크래커는 외부 판매를 먼저 줄이고, 내부/장기계약/파이프라인 물량을 우선 보호할 것이다. 유도체 입장에서는 가격이 아니라 원료 접근권이 생존의 1차 조건이 된다.

유도체에 던지는 질문들

이때 크래커/산단이 유도체에 던지는 질문은 일반적으로 네 가지로 수렴할 것이다.

(1) 에틸렌 1톤당 공헌이익이 충분한가
(2) 승인/장기계약/고객 락인으로 수요가 고정되어 있는가
(3) 통합도/물류(파이프라인/인접/유틸리티 공유)가 경쟁력이 있는가
(4) 원료를 못 줄 경우 정책/고용 마찰이 더 큰가

계약 변경 → 가동률 하향 → 제품군 축소 → JV 배정권 고정 → 최종 폐쇄 순으로 구조조정 진행 전망

따라서 유도체 구조조정은 폐쇄로 직행하기보다, 계약 조건 변경(물량/프리미엄/우선순위) → 가동률 하향(정기보수 연장/상시 저가동) → 제품군 축소(범용 그레이드 정리) → JV/통합을 통한 배정권 고정 → 최종 영구화(폐쇄/철수) 순으로 진행될 가능성이 높다. 결국 중기적으로 배정권을 방어할 수 없는 업체부터 정리되는 구조다. 국내 산단에서 JV 구조가 나타나는 이유이다.

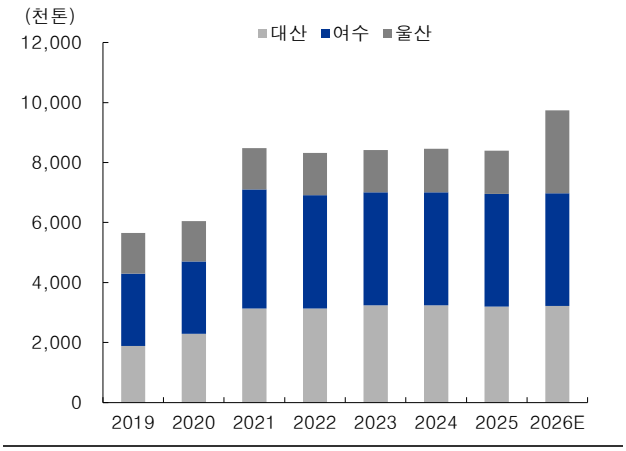
유도체별 비대칭 발생

유도체별로는 다음과 같은 비대칭이 나타날 수 있다.

PE, 범용 그레이드 물량 먼저 증발, 특화 제품 집중화

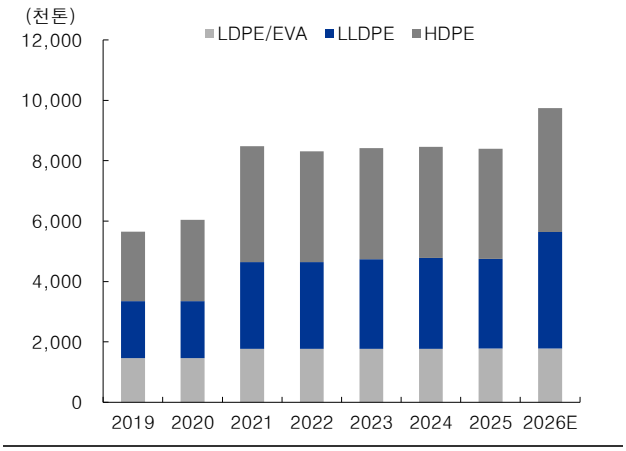
PE: 폐쇄보다 먼저 범용 물량의 사실상 증발이 먼저 올 수 있다. PE는 원단위도 그렇지만 에틸렌 소비가 가장 큰 유도체다. 감축 국면에서는 범용 그레이드를 줄이고 승인 기반의 특화 제품에 에틸렌을 몰아주는 방식이 먼저 발생하기 쉽다. 고용 충격을 상대적으로 낮추면서도 시장에는 공급 축소가 즉시 반영된다. 결과적으로 PE는 스프레드 개선 구간에서 업체 간 차별화(특화 비중)가 확대될 것으로 판단된다.

그림 20. 국내 산단별 PE 생산능력 추이/전망



자료: 각사, KPIA, IBK투자증권

그림 21. 국내 PE 제품별 생산능력 추이/전망

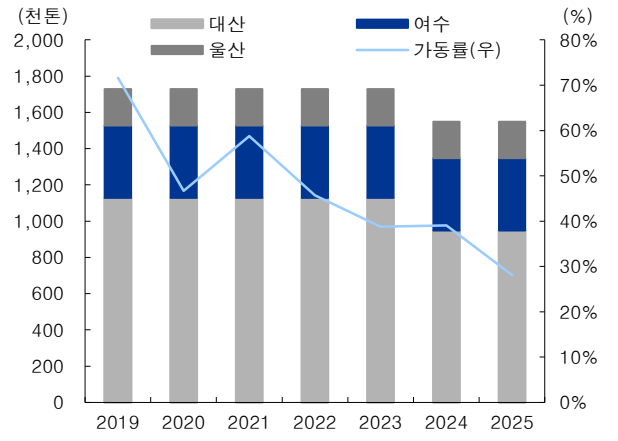


자료: 각사, KPIA, IBK투자증권

EO는 스페셜티 하류로 방어 가능해 MEG 생산이 선행적으로 감소할 전망

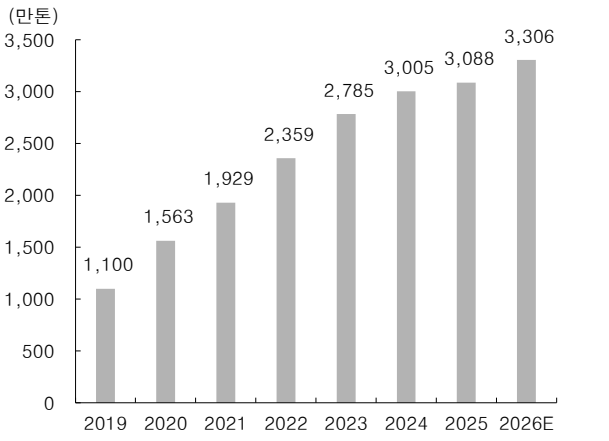
EO/MEG: EO는 하류가 있으면 방어되지만, MEG는 에틸렌 배정 경쟁에서 먼저 밀릴 가능성이 높다. 에틸렌이 희소해지면 희소한 에틸렌을 범용 MEG에 투입하는 것이 합리적인가라는 질문이 내부적으로 가장 먼저 등장할 것이다. 아니오가 되는 순간 MEG는 중단(혹은 외부 조달 전환) 후보 1순위로 올라온다. 반면 EO가 계면활성제/글리콜 에테르 등 하류 스페셜티로 연결되어 있다면 EO는 배정권을 상대적으로 방어할 가능성이 높다. 결국 EO/EG는 동시 축소가 아니라 EG가 먼저 꺾이는 비대칭으로 나타날 수 있다. 참고로 2019년 1,100만톤 수준의 중국 MEG 생산능력은 지속적인 증설로 2026년에 3,306만톤으로 증가할 전망이다.

그림 22. 국내 산단별 MEG 생산능력/가동률 추이



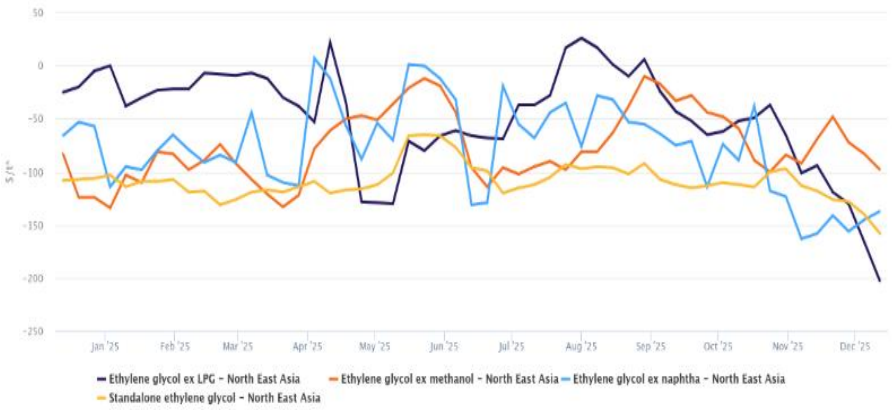
자료: 각사, KPIA, IBK투자증권

그림 23. 중국 MEG 생산능력 추이/전망



자료: ICIS, IBK투자증권

그림 24. 동북아시아 MEG 마진 추이

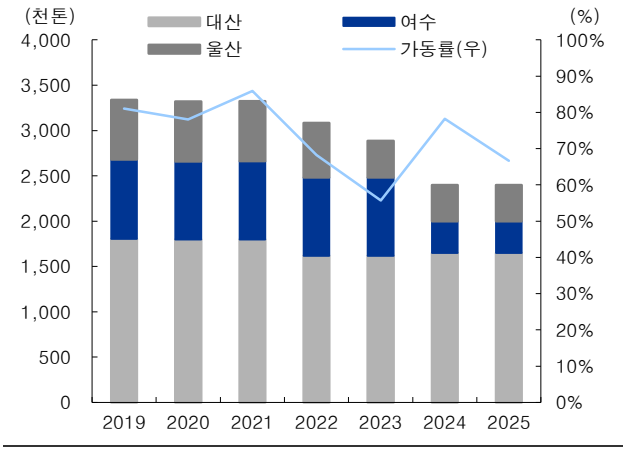


자료: ICIS, IBK투자증권

SM/범용 PS 먼저 축소, 고객 락인 강한 ABS/컴파운딩 방어 가능 전망

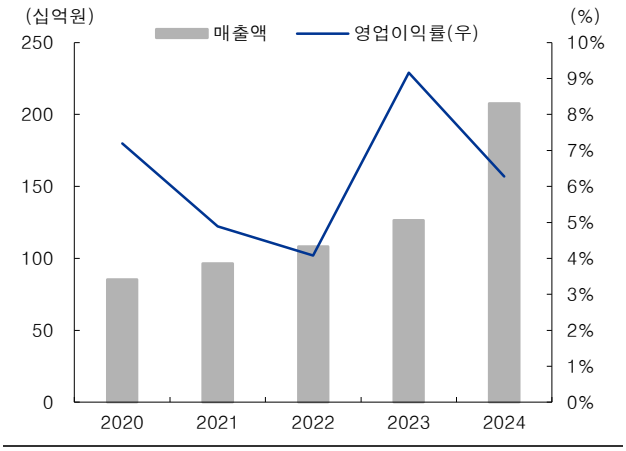
SM: SM과 범용 PS가 먼저 줄고, 하류(ABS/컴파운딩)만 남는 방향으로 수렴할 가능성이 있다. SM은 에틸렌 배정 경쟁에서 PE/EVA/POE/특화 폴리머 대비 불리해질 수 있으며, 특히 범용 PS는 고객 락인이 약해 흔들림이 빠를 전망이다. 반면 ABS/컴파운딩처럼 고객 승인 기반이 강한 제품은 방어 명분이 있다. 이 경우 현실적 해법은 SM까지 내부 생산을 고집하기보다 모노머 조달 구조를 바꿔 하류를 유지하는 방식으로 나타날 수 있다. 참고로 현재 국내 SM 생산능력은 이미 LG화학(여수/대산), SK피아이씨글로벌 등의 설비 구조조정으로 2019년 고점(334만톤) 대비 28% 이상 감소하였다. 또한 세계적으로 시장 점유율이 큰 ABS의 경우 LG화학은 지역 다각화와 프리미엄 제품을 확대하고 있고, 롯데케미칼은 여수 율촌에 국내 최대의 컴파운딩 공장(50만톤)을 상업 가동하며 ABS의 고부가화를 강화하고 있다.

그림 25. 국내 산단별 SM 생산능력/가동률 추이



자료: 각사, KPIA, IBK투자증권

그림 26. 롯데엔지니어링플라스틱(구 삼박LFT) 실적 추이

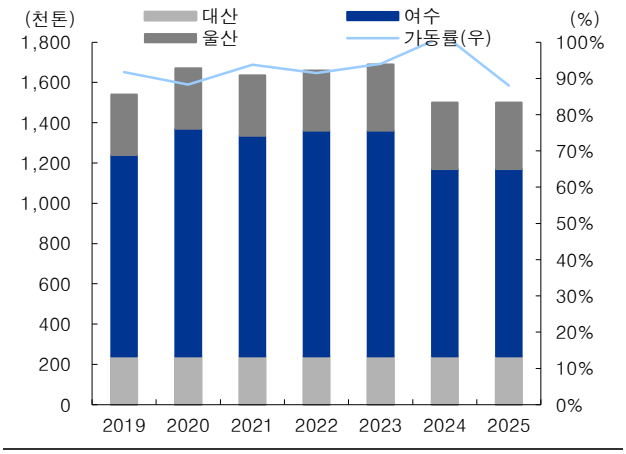


자료: 롯데엔지니어링플라스틱, IBK투자증권

PVC는 염소/가성소다 밸런스를 고려한 산단 통합 재편으로 진행 전망

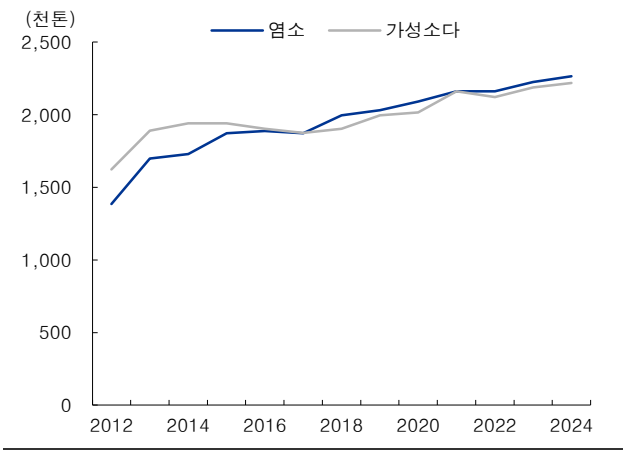
PVC: 단독 폐쇄보다 염소 밸런스를 포함한 통합 재편으로 접근할 가능성이 높다. PVC는 염소-가성소다 밸런스가 얽혀 있어 에틸렌 감축만으로 단순 정리가 어렵다. 따라서 PVC는 공장 하나를 닫는 이벤트보다 산단 단위 밸런스를 맞추기 위한 재편(부분 저가동 + 중간체 조달 변경 + 하류 재배치)으로 나타날 가능성이 크다. 속도는 느려 보일 수 있으나, 방향이 정해지면 되돌리기 어려운 구조 변화로 판단된다. 국내 PVC 업체들의 주력 시장인 인도의 PVC 자급률 상승에도 배터리 등 가성소다의 신규 수요 확대로 PVC는 일부 노후화된 플랜트의 구조조정만이 발생할 것으로 보인다.

그림 27. 국내 산단별 PVC 생산능력/가동률 추이



자료: 각사, KPIA, IBK투자증권

그림 28. 국내 염소/가성소다 생산 추이



자료: KCAIA, IBK투자증권

3. 고정비 절감, 손익분기 가동률이 바뀐다

정상 가동 NCC의 고정 Opex는 총 제조현금원가의 8~15% 범위

정상 가동률(85~95%) 기준 나프타 크래커의 고정 Opex 비중은 대체로 총 제조현금원가의 8~15% 범위에 형성된다. 나프타 크래커는 원료(나프타)와 유틸리티(연료/스팀/전력) 등 변동비 비중이 절대적으로 크고, 고정 Opex는 연간 계획 성격이 강하기 때문이다.

다운사이클 가동률 하락 시 고정비 체감 비중 확대

하지만 다운사이클(특히 가동률이 꺾일 때)에는 고정비 비중이 체감상 15~25%까지 상승한다. 고정비가 가동률에 따라 잘 줄지 않기 때문이다. 100만톤 나프타 크래커 기준으로 가동률이 90%에서 70%로 떨어지면 필요 스프레드가 톤당 $38~64 추가로 필요해지고, 50%까지 내려가면 추가로 $100~180 수준의 스프레드가 더 필요해질 수 있다.

고정비 절감 효과 반영 최적 방식은 스프레드 과도 수정 아닌 손익분기 가동률 하향 모델 재설계

업계가 고정비 절감을 반영하는 가장 좋은 방식은 스프레드 전망을 과도하게 수정하는 것이 아니라, 손익분기 가동률을 낮추는 방향으로 모델을 재설계하는 것이다. 개념적으로 EBITDA = (스프레드 × 판매량) − 현금 고정비, 판매량 = 생산능력 × 가동률 × 수율이다. 고정비가 줄면 동일 스프레드에서도 손익이 개선되고, 동일 손익을 내기 위한 필요 가동률이 하락한다.

구조조정, 고정비 절감으로 다운사이클 딜레마 완화

이 변화가 중요한 이유는 다운사이클에서의 딜레마 때문이다. 가동률을 올리면 가격이 깨지고, 내리면 고정비가 아픈 구조가 반복된다. 고정비가 낮아지면 이 딜레마가 완화되어 기업은 가격(스프레드)을 방어하는 쪽으로 운영 의사결정을 할 수 있다. 결과적으로 구조조정은 기업 비용 절감을 넘어 산업의 가격 규율을 강화하는 방향으로 작동할 수 있다.

교대조/정비/지원부서의 콤플렉스 단위 재편이 인력/간접비 절감의 성공 요인

인력/간접비는 눈에 보이는 고정비지만 본체는 아닐 수 있다. 핵심은 인력 숫자보다 운영체계(교대조, 중앙제어, 정비조직, 물류/구매/품질/안전/환경)다. 구조조정이 성공하려면 단순 희망퇴직이 아니라 라인 통합으로 교대조 산정 기준이 바뀌고, 정비 조직이 공정 묶음 단위로 스케일 다운되며, 지원 부서가 사업장 단위에서 콤플렉스/그룹 단위로 재편되는 체계 변화가 동반돼야 할 것으로 보인다.

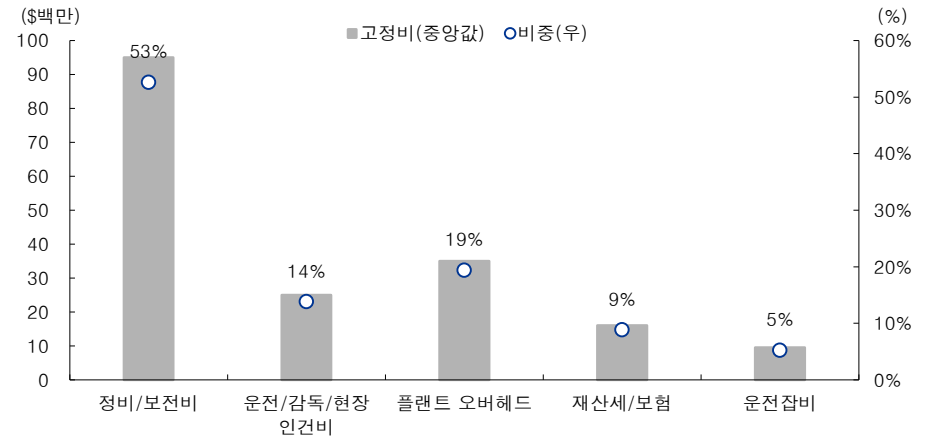
정기보수 비용, 고정비 절감의 알파

한편 정기보수는 현금 관점에서 주기적으로 반복되는 고정비다. 설비가 살아있는 한 정기보수는 반복되고, 업황이 2~3년 눌리는 국면에서는 정기보수 비용/Capex가 현금흐름을 갉아먹는 핵심 요인이 된다. 구조조정이 영구 폐쇄로 이어질 경우, 반복되는 대형 정기보수를 미래에서 제거할 수 있고 이것이 고정비 절감의 알파가 된다.

고정비 절감에 대한 3가지 메시지

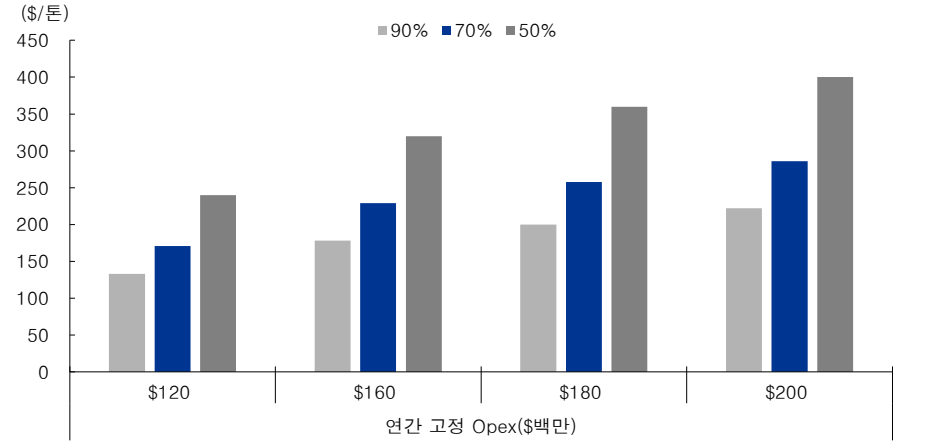
결국 투자자에게 고정비 절감에 대한 중요한 메시지는 세 가지다. 실적 하방이 단단해져 바닥 신호의 질이 바뀐다. 업사이클에서 흑자전환이 빨라지고 레버리지의 질이 좋아진다. 선언이 아니라 집행이 핵심이며, 폐쇄 이후 복구 불가 수준(허가/계통/조직/공용비)이 빠르게 진행되는 기업이 중기적으로 밸류에이션을 선점할 가능성이 높다.

그림 29. 국내 NCC 고정비 비중(100만톤 기준 추정치, 감가상각비 제외)



자료: 업계, IBK투자증권

그림 30. 국내 NCC 가동률별 톤당 고정비 변동 Case(100만톤 기준 추정치)



자료: 업계, IBK투자증권

4. 감산, 박스업, 영구 폐쇄, 자산 이전/JV, 고정비 절감의 강도는 불가역성으로 결정된다

고정비 절감 효과 크기는 불가역성에 따라 결정

구조조정의 고정비 절감 효과는 얼마나 생산을 줄였는가 아니라, 비용 구조를 얼마나 되돌릴 수 없게 바꿨는가(불가역성)에 의해 결정된다. 석유화학의 고정비는 설비 라인 하나에만 붙어 있는 것이 아니라, 공용 유틸리티 계약, 정비/보전 체계, 규제 대응 의무, 조직과 교대조, 부두/탱크/폐수 처리 등 콤플렉스 인프라에 결합되어 있다. 따라서 구조조정 방식이 감산 → 박스업 → 영구 폐쇄 → 자산 이전/JV로 고도화될수록 고정비는 일시적으로 덜 쓰는 비용에서 구조적으로 사라지는 비용으로 성격이 바뀐다.

감산은 제한적 방어 조치

먼저 감산은 가장 흔하지만 고정비 절감 관점에서는 가장 약하다. 원료 투입과 일부 유틸리티 사용량 등 변동비는 즉각 줄지만, 고정비는 거의 그대로 남는다. 오히려 생산량 감소로 톤당 고정비가 상승해 수익성이 더 악화돼 보이는 역설도 생긴다. 산단형 콤플렉스에서는 스팀/전력/폐수 처리/부두/탱크 비용이 기본요금 또는 용량 계약으로 남아 덜 생산했는데도 비용이 크게 줄지 않는 구간이 발생한다. 감산은 손실을 줄여 현금 유출 속도를 늦추는 방어 조치에 가깝고, 구조적으로 손익분기점을 낮추는 힘은 제한적이다.

박스업은 다음 단계 브리지 역할 예상

다음 단계인 박스업(질소 포장/유휴화)은 감산보다 강해 보이지만, 고정비 절감이 본격화됐다고 단정하기는 어렵다. 박스업은 변동비를 더 크게 줄이고 최소 운전 인력도 일부 축소할 수 있으나, 본질은 언젠가 다시 돌릴 옵션을 유지하는 것이다. 이에 옵션 유지 비용(부식 방지, 최소 계통 유지, 점검, 안전/환경 모니터링, 유휴 설비 관리 인력)이 새로 생긴다. 공용 유틸리티/인프라 비용도 계약 구조상 남는 경우가 많아, 손익계산서상 체감 절감이 기대보다 작을 수 있다. 그럼에도 박스업은 다음 결정을 위한 브리지로서 의미가 있다. 즉각 출혈을 멈추면서 영구 폐쇄/매각/JV 통합 등 다음 단계로 넘어갈 시간을 벌기 때문이다.

영구 폐쇄부터 고정비 절감 본격화

고정비 절감이 구조적으로 나타나기 시작하는 지점은 영구 폐쇄다. 영구 폐쇄는 설비를 멈추는 것이 아니라, 설비를 다시 살리기 어려운 수준으로 정리하면서 비용 발생 조건 자체를 제거한다. 핵심 변화는 정기보수 사이클에서의 이탈이다. 설비가 살아있는 한 정기보수는 반복되고 다운사이클에서 현금흐름을 가장 크게 잠식하는 항목 중 하나다. 영구 폐쇄가 현실화되면 반복되는 대형 정비 비용과 인력/외주/부품비가 구조적으로 줄어든다. 동시에 안전/환경 규제 대응의 최소 의무가 축소되거나 성격이 바뀌고, 유틸리티 최소 부하 및 용량 계약 재조정의 명분이 생긴다. 다만 단기적으로 손상차손, 철거/정화 비용, 위약금, 인력 구조조정 비용 등이 일시적으로 발생해 비용이 더 커 보일 수 있다. 따라서 투자자들은 영구 폐쇄는 발표 직후 손익보다, 폐쇄가 허가/계약/계통/조직 차원에서 완결되어 현금 고정비가 실제로 떨어지는지를 확인할 필요가 있다.

자산 이전/JV는 실행 난이도가 제일 높지만, 고정비 절감 강도가 가장 높다

마지막으로 자산 이전/JV는 고정비 절감 강도가 가장 높을 것이다. 설비 몇 개를 닫는 수준이 아니라 콤플렉스 단위에서 비용 구조를 재설계할 수 있기 때문이다. 석유화학 고정비의 상당 부분은 중복에서 발생한다. 서로 다른 회사가 비슷한 라인을 운영하며 각각 교대조, 정비 조직, 구매/품질/안전/환경 체계를 갖추고, 공용 인프라도 최적이 아닌 형태로 사용한다. JV/자산 통합이 이뤄지면 강한 라인에 생산을 집중하고 약한 라인을 정리할 수 있으며, 조직과 정비/보전 체계 통합으로 중복 고정비를 제거할 수 있다. 구매/물류/부두/탱크/폐수 처리/유틸리티 운영에서도 규모의 경제가 생기고, 무엇보다 공용비를 줄일 수 있는 협상력이 생긴다. 감산/박스업이 비용을 덜 쓰는 것이라면, JV/자산 이전은 비용이 생기는 구조 자체를 바꾼다. 다만 이해관계 조정, 공정위/환경 인허가, 자산가치 산정과 지배구조 설계 등 실행 난이도가 높고 시간이 걸린다는 점이 최대 리스크다. 시장은 검토나 MOU보다, 자산 이전 범위/공용비 구조 재편/조직 통합의 실질 진척이 확인되는 순간부터 프리미엄을 부여하는 경향이 강할 전망이다.

고정비 절감 강도는 감산 〈 박스업 〈 영구 폐쇄 〈 자산 이전/JV

정리하면, 감산은 운영 조정, 박스업은 옵션 유지, 영구 폐쇄는 불가역적 절감의 시작, 자산 이전/JV는 콤플렉스 단위의 재설계다. 고정비 절감 강도는 감산 〈 박스업 〈 영구 폐쇄 〈 자산 이전/JV 순으로 커지며, 투자자들이 봐야 할 핵심은 생산이 얼마나 감소한 것이 아니고, 계약/규제/조직/공용비가 실제로 얼마나 재설계되는가 하는 점이다.

5. 전력비는 구조조정의 후반 승부처

정부 전력비 완화는 일괄 인하 아닌 다른 방식으로 적용될 것으로 전망

전력비(산업용 전기요금)는 국내 석유화학 구조조정에서 원가의 바닥을 어디까지 낮출 수 있는지에 큰 영향을 준다. 결론부터 말하면, 정부가 전력비 부담을 완화하는 인센티브를 제공할 가능성은 존재한다. 다만 산업용 요금표의 일괄 인하보다는 지역/시간대/조달 경로를 바꾸게 만드는 구조(요금제 개편), 분산형 전력 기반의 조건부 감면, 대용량 사용자의 조달 경로 다변화(직접구매/직접거래) 방식으로 전력비 인하가 현실화될 공산이 커 보인다.

일괄 인하가 어려운 이유

일괄 인하가 어려운 이유는 한국전력의 재무구조, 요금정책의 지속가능성, 현 정부의 탄소중립 및 재생 확대 정책과의 긴장 때문이다. 반면 조건부 인하는 정책적으로 설계 가능한 여지가 있다. 당 리서치센터가 추정하는 현실적 인센티브는 다음과 같다.

분산에너지 특화지역 기반 감면

첫째, 분산에너지 특화지역(분산특구) 기반 감면이다. 송배전 손실, 기후/환경 비용, 망이용/정산 비용 등 요금 구성요소를 조건부로 완화하는 방식이 검토될 수 있다(2025년 말 기준 일부 지역 지정 및 확대 검토가 진행되는 흐름). 이 경우 kWh당 한 자릿수 원 수준의 절감 가능성이 충분히 논의될 수 있으며, 대규모 수요 산업이 밀집한 권역은 제도 실험의 우선순위가 될 가능성이 있다.

전력 직접구매 확대

둘째, 전력 직접구매(소매요금 → 도매 + 망비용 조합) 확대다. 수전 설비 규모가 큰 사용자 중심으로 가능하며, 도매가격과 망비용의 조합이 소매요금 대비 유리해질 수 있다. 다만 도매가격 변동성 리스크를 기업이 부담한다는 점에서 항상 저렴하다고 단정하면 위험하다. 보수적으로 10~25원, 중립적으로 20~45원, 공격적으로 45~60원/kWh 절감 가능성은 시나리오로 제시할 수 있으나, 변동성/계약 구조에 따라 편차가 크다.

시간대별 요금 재편

셋째, 시간대별 요금 재편은 업종별로 희비가 갈릴 수 있다. 연속 공정 비중이 큰 석유화학은 부하를 마음대로 이동시키기 어렵다. 이에 ESS, 공정 유연화, 자체발전, 스팀-전력 최적화 등이 동반되지 않으면 순수혜가 제한될 수 있다.

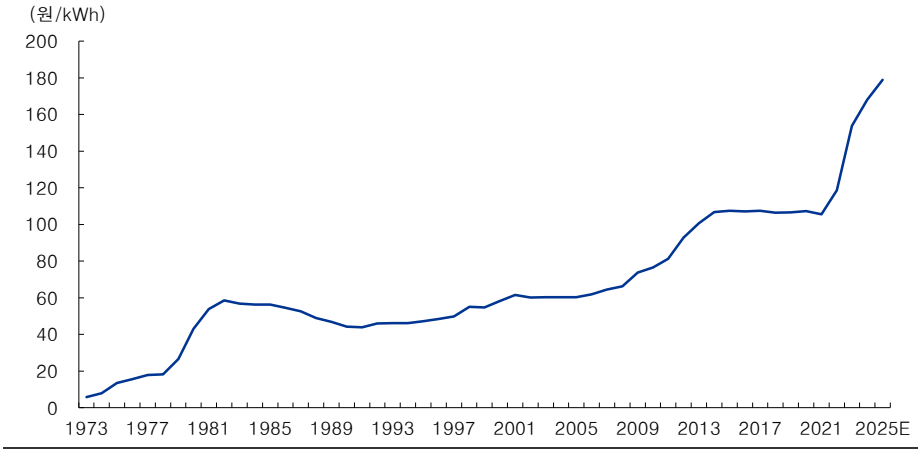
가산요소 조정

넷째, 연료비 조정단가/기후환경요금 등 가산요소 조정이다. 정책 방향 전환만으로 단기 체감 효과가 가능하지만, 탄소중립 정책과의 긴장이 커 전면 감면은 난이도가 높다. 업종/지역/조건부 감면 형태가 현실적으로 보인다.

전력비는 구조조정의 후반 승부처로 작동할 가능성이 높음

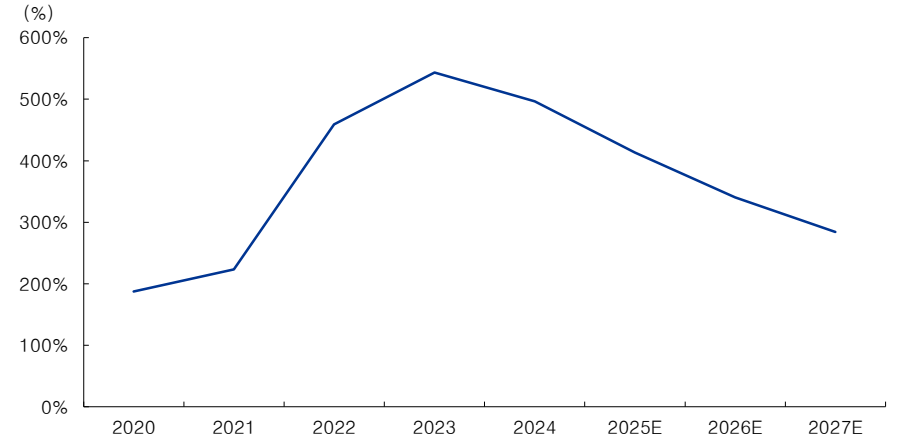
석유화학 업계 전력 소비는 국가 전체에서 의미 있는 비중을 차지하며, 나프타 크래커 등 주요 업체 기준 전기료 비중이 매출원가 대비 3%대에서 최근 5~6%로 확대되었다. kWh당 5~15원 변동만으로도 공장 단위에서 생존성 판단이 갈릴 수 있다. 특히 구조조정은 설비를 줄여도 유틸리티 고정비가 즉시 내려가지 않는 구간이 길기 때문에, 전력비는 구조조정의 후반 승부처로 작동할 가능성이 높다.

그림 31. 국내 산업용 전기 판매단가 추이/전망



자료: EPSIS, IBK투자증권

그림 32. 한국전력 부채비율 추이/전망(컨센서스 기준)



자료: 한국전력, Fnguide, IBK투자증권

6. 정부 지원은 조건부 선행조건을 통과한 기업에 수혜가 집중될 것이다

정부 구조조정 지원의 실질 수혜는 조건부 선행조건 확정 정도에 좌우 예상

정부는 석유화학 구조조정 과정에서 세제, 자금, R&D 및 규정 완화 지원을 언급해 왔고, 기업활력법(사업재편계획) 트랙에 대해서는 절차 간소화, 일부 규제 특례, 세제/자금 지원 가능성을 공표한 바 있다. 따라서 실질 수혜는 지원이 있다/없다가 아니라, 조건부 선행조건이 어디까지 확정되는가에 의해 갈릴 전망이다.

기업활력법 승인 여부

첫째, 기업활력법 승인이다. 승인 기업은 유휴 자산/비핵심 설비 매각 과정에서 발생하는 양도차익에 대해 일정 요건 하에 과세이연(유예/분할납부 구조 등)이 가능해질 수 있다. 예컨대 양도차익 2,000억원이 발생하고 유효세율 26.4%를 적용할 경우 명목 세액은 528억원이다. 이를 4년 유예 + 3년 분할 납부(가정), 할인율 6%로 평가하면, 과세이연으로 인한 세금 납부 현재가치 절감 효과는 약 133억원으로 추정된다. 이는 세금이 사라지는 것이 아니라 지출 시점이 뒤로 이동한다는 것이 핵심이며, 그 사이 현금을 부채 상환/운전자금으로 돌리면 이자 절감 효과까지 동반될 수 있다. 무엇보다 승인 자체는 정부가 재편 필요성을 공식화하는 신호로 작용해 대주단/정책금융/인허가 협상에서 협상력을 제공할 수도 있다.

세제/법적 지원 적용 범위 확정

둘째, 세제/법적 지원 적용 범위 확정이다. 거래 구조(자산딜/주식딜/현물출자/적격 합병/분할)에 따라 취득세/등록면허세 등 거래비용이 그대로 비용이 될 수도, 요건 충족 시 상당 부분 완화될 수도 있다. 비주거용 부동산 유상 취득은 통상 취득세 4%에 지방교육세/농특세 등이 더해져 실무상으로는 약 4.6% 수준 부담으로 계산되는 경우가 많다. 등록면허세(등기 비용)도 자산 규모가 클수록 현금 비용이 크게 발생한다. 사업재편 트랙에서는 일정 요건 하에 등록면허세 등 감면/경감(예: 50% 수준)이 적용될 수 있어, 이 범위가 확정되는 순간부터 업체의 경제적 수혜가 숫자로 확인될 것이다.

공정거래/환경 인허가 패스트트랙 범위 확정

셋째, 공정거래/환경 인허가 패스트트랙의 범위 확정이다. 기업결합 심사 기간이 120일 케이스에서 30일 케이스로 3개월 단축된다고 가정하면, 차입금 5조원/평균 금리 5% 가정에서는 단순 이자비용만으로도 약 625억원의 시간가치가 발생한다. 환경 인허가 또한 구조조정/공정 전환/방지시설 변경이 겹치기 쉬워 지연 리스크가 큰데, 패스트트랙 범위를 명확히 못 박으면 타이밍 가치가 이익으로 전환될 수 있다.

정책금융 리파이낸싱 조건 확정

넷째, 정책금융 리파이낸싱 조건 확정이다. 정책금융의 효용은 금리 절감, 만기 연장, 유동성 버퍼로 요약된다. 금리 자체의 절감도 크지만, 더 중요한 것은 유동성 버퍼가 구조조정의 완결까지 버틸 시간을 확보한다는 점이다. 구조조정은 결심이 아니라 시간과 현금의 싸움이며, 정책금융은 그 시간을 사는 방식이다.

표 2. 기업활력법 주요 내용(상법 및 자본시장법 관련)

분류		기존 법령	기업활력법
조직개편 간소화	소규모 분할제도 도입	없음	분할하는 회사의 총자산 기준 10% 미만 법인은 '소규모분할제도'로 이사회 결의만으로 분할 가능
	소규모합병 · 소규모주식 교환범위 확대	발행 신주 및 이전하는 자기주식의 총수가 그 회사의 발행주식총수 10% 이하일 경우 주총 대신 이사회 결의	발행 신주 및 이전하는 자기주식의 총수가 그 회사의 발행주식총수 20% 이상일 경우 주총 대신 이사회 결의
	간이합병 범위 확대	합병 시 피합병회사의 발행주식 총수의 90% 이상을 보유 시 주총 대신 이사회 결의	합병 시 피합병회사의 발행주식 총수의 3분의2 이상 보유 시에 주총 대신 이사회 결의
자금부담 완화	주식매수청구액 지급기간 연장	주식매수청구를 받은 회사는 청구 받은 날부터 2개월 이내(상장법인 1개월 이내)에 그 주식을 매수해야 함	주식매수청구를 받은 회사는 청구 받은 날부터 6개월 이내(상장법인 3개월 이내)에 그 주식을 매수해야 함
주총절차 간소화	기준일 설정 및 주주명부 폐쇄기간 공시 시기 단축	기준일 및 주주명부 폐쇄기간을 정한 뒤 2주전에 공고 의무	기준일 및 주주명부 폐쇄기간을 정한 뒤 7영업일 전에 공고
	주주총회 개최 공고 및 서류비치 시기 단축	주주총회를 개최하는 경우 회일의 2주전에 공고 의무	주주총회를 개최하는 경우 회일의 7영업일 전에 공고 의무
	채권자 이의제출기간 단축	채권자보호절차 진행 시 이의제출기간 1개월 이상 의무	채권자보호절차 진행 시 이의제출기간 10영업일 이상 혹은 은행 지급보증/보험증권 등 제출 시 절차 생략 가능
	주식매수청구권 신청기간 단축	합병 등에 반대하는 주주는 청구권 인정될 경우 주주총회 결의일부터 20일 이내 주식 매수 청구 가능	합병 등에 반대하는 주주는 청구권 인정될 경우 주주총회 결의일부터 10일 이내 주식 매수 청구 가능

자료: 삼일PWC경영연구원, IBK투자증권

표 3. 기업활력법 주요 내용(공정거래법 관련)

분류		기존 법령	기업활력법
사업재편계획 제출과 기업결합신고 창구 단일화	기업결합신고 간소화	기업결합 시 기업결합신고 의무요건에 해당될 경우, 공정거래위원회에 신고 필요	사업재편계획 제출 시 기업결합신고도 함께 된 것으로 간주
지주회사규제에 관한 특례 (승인기업이 지주회사일 경우)	부채비율 제한 완화	지주회사 부채비율은 자본총액 200% 내로 제한	3~5년간 적용 유예
	자회사주식보유기준 적용 유예	지주회사는 자회사의 발행주식총수 50% 이상(자회사가 상장법인, 국외상장법인, 공동출자법인인 경우 30% 이상, 벤처지주회사의 자회사인 경우는 20% 이상)을 소유해야 함	3~5년간 적용 유예
	비계열사 및 자회사외 계열사 출자규제 적용 유예	지주회사는 ①비계열회사의 지분을 당해 지주회사의 발행주식총수의 5%를 초과하여 소유하거나 ②자회사가 아닌 국내계열회사의 주식 소유 불가	사업재편승인을 받은 지주회사에게는 비계열사 및 자회사와 계열사에 대한 출자규제를 적용하지 않음
지주회사규제에 관한 특례 (승인기업이 지주회사의 자회사일 경우)	손자회사 보유주식 기준 적용 유예	지주회사 자회사는 손자회사의 발행주식총수의 50% 이상(상장회사인 경우에는 30% 이상)을 소유 의무	3~5년간 적용 유예
	지주회사 자회사의 공동출자 규제 완화	지주회사 자회사가 손자회사를 설립, 보유하기 위해서는 단독출자만 가능/자회사가 손자회사에 공동출자 금지	사업재편계획을 승인받은 승인기업(지주회사 자회사, 2개 이하)은 손자회사에 공동출자 가능
지주회사규제에 관한 특례 (승인기업이 지주회사의 손자회사일 경우)	증손회사 지분보유 규제 완화	손자회사는 100% 소유를 통해서만 증손회사를 보유할 수 있으며, 요건을 충족하지 못할 시 매각 필요	사업재편계획을 승인받은 손자회사는 증손회사에 50% 이상 출자가 가능해지고, 2개 이하의 손자회사가 승인을 받아 증손회사에 50%씩 공동출자가 가능
상호출자제한기업집단 및 채무보증제한기업집단 규제 완화	승인기업이 「공정거래법」 상 상호출자제한기업 집단에 속할 경우	상호출자나 신규 순환출자 시 원칙적으로 금지하나, 일부에 한해 당해 주식을 출자한 날로부터 6개월 내 주식 처분 필요	사업재편을 하는 과정에서 발생한 순환출자 · 상호출자는 해소유예기간을 1년으로 연장함
	승인기업이 「공정거래법」 상 채무보증제한기업 집단에 속할 경우	채무보증제한기업집단에 속하는 회사는 국내계열회사 채무보증 불가하며, 신규 지정 또는 계열 편입시 2년간 적용 유예	채무제한기업집단에 속하는 승인기업이 국내계열사로부터 채무보증을 받는 경우 채무보증금지 유예기간 3년으로 연장(채무보증 제한기업집단으로 새로이 지정되거나 승인기업의 부채액이 자본 총액의 2배를 초과하는 경우 제외)

자료: 삼일PWC경영연구원, IBK투자증권

표 4. 기업활력법 주요 내용(조세특례제한법 및 기타 법령 관련)

분류		세제지원
양도차익 과세 이연	금융채무상환 및 투자 목적 자산 매각 시 양도차익 과세 이연	자산양도차익에 대한 법인세 과세를 해당 사업연도와 이후 3년간 이연 후 3년 분할 납부
	기업 간 주식교환 시 양도차익 과세 이연 및 증권거래세 면제	– 양도소득세 또는 법인세: 양수주식 등 처분 시까지 과세 이연 – 증권거래세: 면제 – 법인세법에 따른 물적분할, 현물출자로 취득한 주식 등 전부를 특례로 교환: 취득 당시 과세 이연 받은 금액 재이연
	합병에 따른 중복자산 양도 차익 과세 이연	중복자산 처분 시 양도대금 중 신규자산 취득 비율만큼 중복자산 양도차익 대상 법인세를 3년 이연 후 3년 분할납부
채무면제이익 과세 이연	모회사의 자회사 금융채무 인수 · 변제 시 과세 이연	(자회사) 채무면제이익에 대한 법인세 과세를 3년 이연 후 3년 분할납부, 자회사의 다른 주주에 대한 증여세 비과세 (모회사) 자회사 채무변제액 손금 산입하여 모회사 법인세 감면
	주주 등의 자산 무상양도 과세 이연	(수증법인) 자산수증이익 법인세 과세 3년 이연 후 3년 분할납부 (주주 등) 증여재산가액을 손금에 산입하여 법인세 감면
	금융기관에 의한 채무면제 시 과세 이연	(면제법인) 채무면제이익에 대한 법인세 과세 3년 이연 후 3년 분할납부 (금융기관) 면제한 채무금액을 손금 산입하여 법인세 감면
추가 세제지원 (조세특례 제한법 외 법인세법 등)	계열사 주식교환 시 특례	본래 지배주주가 소유한 주식 전부를 '특수관계인 아닌 법인의 주식'과 교환 시 발생하는 양도차익에 대해 과세 이연하나, 계열사를 특수관계인에서 제외하도록 명문화하여 계열사가 특수관계인에 포함되더라도 양도차익 과세 이연
	등록면허세 감면	설립등기 · 합병 · 증자 등으로 자본금 증가 시 부과되는 등록면허세(자본금증가분의 0.4%)를 50% 감면
	관세 납기연장 · 분납 지원	사업재편 기업의 전년 관세 납세액의 50% 범위에서 6개월 이내 납부기한 연장(무담보) 및 3회까지 분할하여 납부
	이월결손금 공제한도 확대	사업재편계획을 이행중인 법인에 대해 기업 규모와 무관하게 이월결손금 공제한도 해당 사업년도 소득의 기존 80%에서→100% 확대

자료: 삼일PWC경영연구원, IBK투자증권

7. 러시아-우크라이나 종전 시나리오, 재건 수요 vs 원료 조달은 서로 다른 속도로 움직인다

종전 시 우크라이나 재건 수요와 러시아산 원료 할인 동시 작동 예상

현재 러시아-우크라이나 전쟁은 지속 중이며 평화 협상은 난항을 겪는 것으로 전해진다. 종전은 여전히 가정적 시나리오지만, 만약 종전이 현실화될 경우 한국 석유화학에는 크게 두 경로가 동시에 작동할 수 있다. 하나는 우크라이나 재건 수요, 다른 하나는 러시아산 원료 할인과 지정학 프리미엄 변화다.

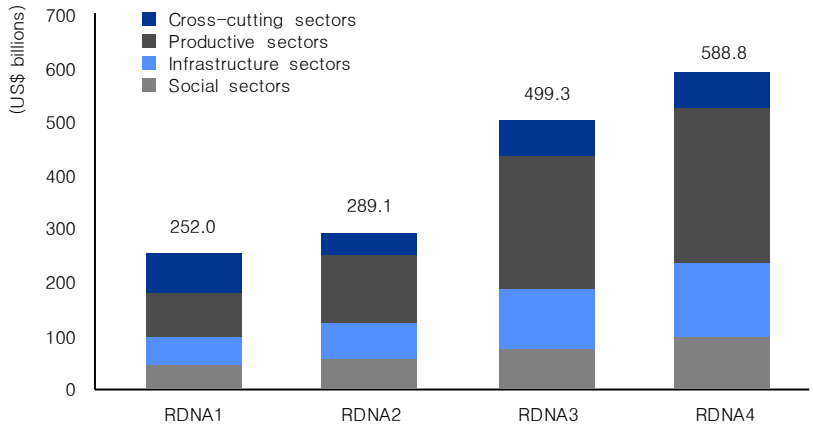
재건 시 범용/특수 화학 소재 수요 자급 예상되나, 실적은 발주 시점/공급 계약에 좌우

우크라이나 재건 비용은 공동평가(RDNA4) 기준, 2024년 말 시점 피해를 반영해 향후 10년 복구/재건 필요액이 5,240억달러로 추정됐다. 재건 비용은 인프라 복구(도로/교량/항만 등: PVC 파이프, 아스팔트/콘크리트 첨가제/셀룰로스 에테르 등), 산업 설비 재건(화학/철강/제약/배터리 등), 주거/상업 건물 재건(건축용 폴리머, 단열재, 도료/접착제 등)으로 분해될 수 있으며, 결과적으로 범용과 특수 화학 소재 수요를 동시에 자극할 가능성이 있다. 다만 재건 수요의 핵심은 총액보다 발주가 실제로 시작되는 시점이며, 기대감은 주가에 먼저 반영될 수 있으나 실제 실적은 공급 계약과 물량 배정에서 결정된다는 점이 중요하다.

범용 수요 먼저 증가 후 특수 소재 뒤따를 전망

제품별로는 범용(PE/PP/PVC)의 물량 수요 증가가 먼저 나타날 수 있고, 이후 접착제/코팅/도료 등 특수 소재의 수요가 뒤따를 수 있다. 이 과정에서 한국 업체의 수혜는 단순 물량 증가뿐 아니라 제품 믹스 개선(고부가 비중 확대)으로도 연결될 여지가 있다.

그림 33. 우크라이나 재건 비용



자료: UN, IBK투자증권

러시아산 저가 나프타 수혜는 종전 즉시 원가 절감이 아닌 제재/보험/결제 등에 따라 결정 전망

반면 러시아산 저가 나프타 도입 효과는 종전=즉시 원가 절감으로 단순화하기 어렵다. 과거 러시아 나프타가 아시아에서 중동산 대비 톤당 10달러대 중반 할인으로 거래된 사례가 있었으나, 실제 조달은 보험, 금융 결제, 제재 준수 프레임에 의해 결정된다. 또한 러시아산 원료가 산업 전반에 확산될수록 제품 가격으로 전이되어 순수혜가 희석될 수 있다. 따라서 수혜는 모두가 싸게 산다가 아니라, 누가 먼저/제한적으로/합법적 구조로 접근해 마진으로 남기는가에 의해 갈릴 가능성이 높다.

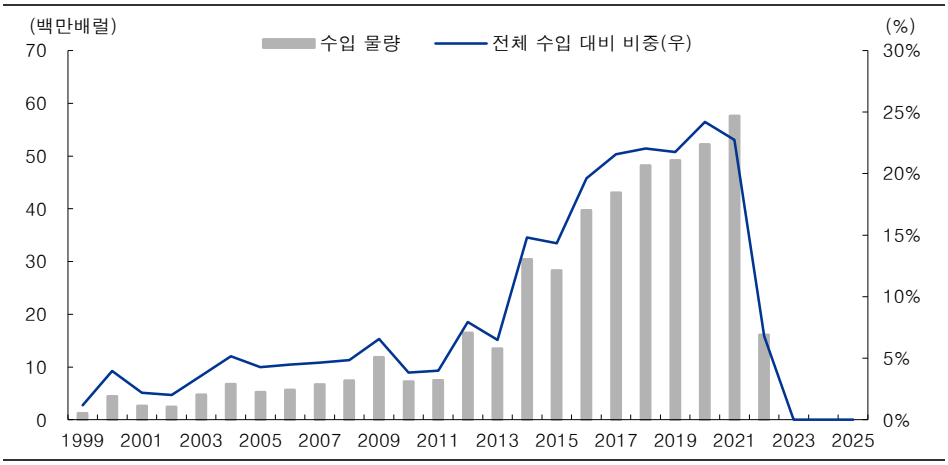
종전 후 제재 시나리오별 수혜

시나리오를 나누면 1) 종전은 되었으나 제재 집행이 유지되는 구간: 직수입은 제한적이고 지정학 프리미엄 완화 정도가 핵심, 2) 부분 완화 구간(가장 수혜가 클 수 있는 구간): 종전 후 6~18개월 사이 현물 테스트부터 제한적으로 가능, 3) 광범위 정상화 구간: 종전 후 12~24개월 이후 할인폭이 축소되어 원가 절감보다 조달 다변화/협상력이 중요해질 수 있다.

종전 형태는 평화협정 아닌 정전/동결, 안보 보장 메커니즘에 따라 차별화 예상

현재 종전의 형태는 평화협정보다 정전/동결이 베이스 케이스로 거론되는 경우가 많다. 표면상 쟁점은 영토선이지만, 협상을 깨는 진짜 변수는 안보 보장의 집행 메커니즘(자동 개입 트리거)에 가깝다. 따라서 끝이라기보다 멈춤의 형태가 현실적이며, 멈춤의 설계(억지력의 실효성)에 따라 원료/물류/보험 프리미엄의 경로가 달라질 수 있다.

그림 34. 국내 러시아 나프타 수입 및 전체 수입 대비 비중 추이



자료: 페트로넷, IBK투자증권

8. 국내 구조조정만으로 업황이 개선될 수 있을까?

한국 단독 구조조정으로 세계 수급 밸런스를 바꾸기 어렵다

국내 구조조정만으로 세계 석유화학 업황이 바뀌기 어렵다는 판단은 합리적이다. 한국은 올레핀/유도체 가격을 결정하는 중국에 대해 상대적으로 작은 공급자이며, 아시아 현물 가격은 중국의 증설 속도와 수출 압력에 크게 좌우된다. 중국이 2026~2030년 사이 에틸렌 생산능력을 약 4,000만톤 확대해 1억톤 내외로 커질 수 있다는 전망은, 한국 단독 감축만으로 세계 석유화학 수급 밸런스를 바꾸기 어려운 이유를 직관적으로 설명한다.

중국/유럽 동반 폐쇄 시 국내 구조조정 효과 발생 전망

그럼에도 중국과 유럽의 폐쇄 확대가 동반될 때 국내 구조조정이 긍정적이라는 관점은 충분히 설득력이 있다. 구조조정의 효과는 몇 톤 줄였다는 산술이 아니라, 가격을 결정하던 한계 설비가 실제로 퇴장했는가의 문제이기 때문이다.

한국 단독 감산 한계

왜 국내만으로는 어렵나. 한국의 나프타 크래커/유도체는 수출 비중이 높고, 그 수출의 최종 흡수처는 직/간접적으로 중국 및 주변 아시아다. 한국이 감산/폐쇄를 해도 중국의 증설/수출이 강하면 아시아 현물 가격은 다시 눌린다(현재 범용 PE/PP, 일부 MEG/SM 등에서 반복되는 현상). 중국은 정유-화학 일체화, CTO/MTO, PDH 등 다양한 경로로 공급이 이어져 총량이 쉽게 줄지 않는 구조도 갖는다. 한국의 에틸렌 생산능력이 1,300만톤 내외라는 점을 감안해도, 중국이 같은 기간 수천만톤 단위로 늘리는 그림 앞에서는 단독 처방의 한계가 명확하다.

유럽 영구 폐쇄 시 고비용 설비 구조적 퇴장으로 가격 바닥 상승

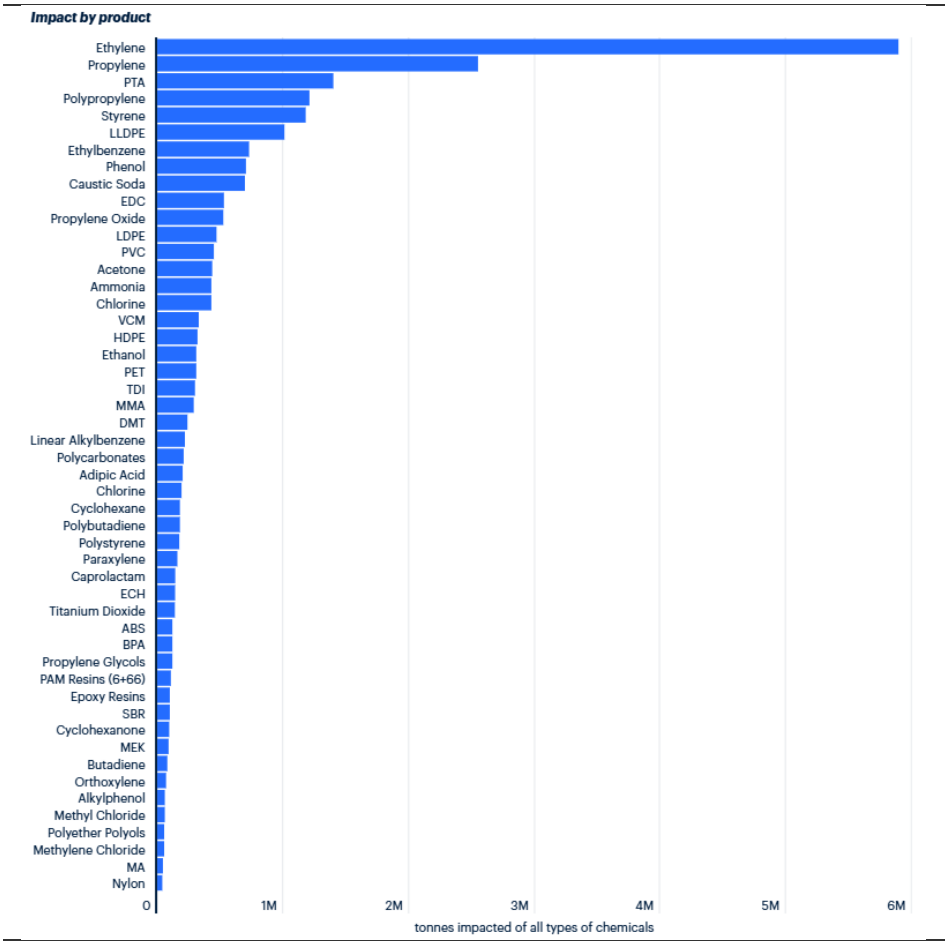
반대로 왜 유럽의 영구 폐쇄가 붙으면 게임이 달라지나. 유럽은 세계 비용 곡선 상단이자 마진 톤의 핵심이다. 유럽의 석유화학 경쟁력 약화는 단순 경기 부진이 아니라 구조적 고비용(에너지/탄소/인건비/규제)에서 비롯되며, 이 때문에 잠깐 가동 정지가 아니라 영구 폐쇄가 실제 의사결정으로 나오기 시작했다. 2025년에도 유럽에서 크래커/유도체 설비의 단계적 셧다운 및 영구 폐쇄 사례가 이어졌고, 이런 흐름은 세계 가격의 하단을 결정하던 고비용 설비들이 시장에서 구조적으로 퇴장함을 의미한다. 이때

부터 가격의 바닥은 유럽 손익분기점이 아니라, 남아 있는 공급자들의 한계비용 구조 위에서 재형성될 수 있다. 한국은 국내 구조조정으로 가격을 올린다가 아니라, 유럽 퇴장으로 바닥이 올라온 구간에서 국내 구조조정이 수익 탄력을 극대화하는 형태가 된다.

유럽 수입국 전환 시 아시아 물량 흡수처 확대 및 유럽향 프리미엄 발생

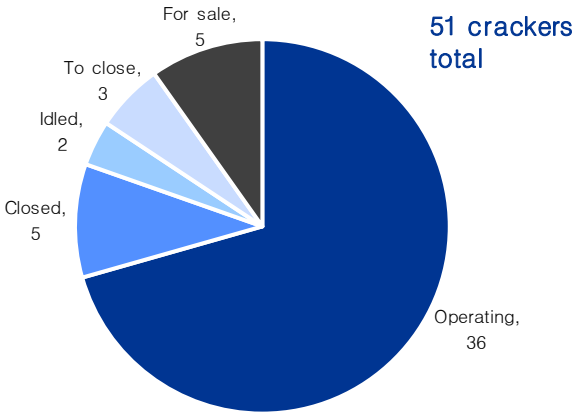
또한 유럽이 점차 수입국으로 이동하면 아시아 물량의 흡수처가 늘어나고, 일부 제품은 유럽향 프리미엄이 생길 수 있다. 한국은 지리적으로 멀지만 품질/공급 안정성/대형 고객 대응에서 강점이 있어 계약 중심의 구조에서 의미 있는 기회가 생길 수 있다.

그림 35. 2022년 이후 유럽 석유화학 제품 폐쇄 현황/전망



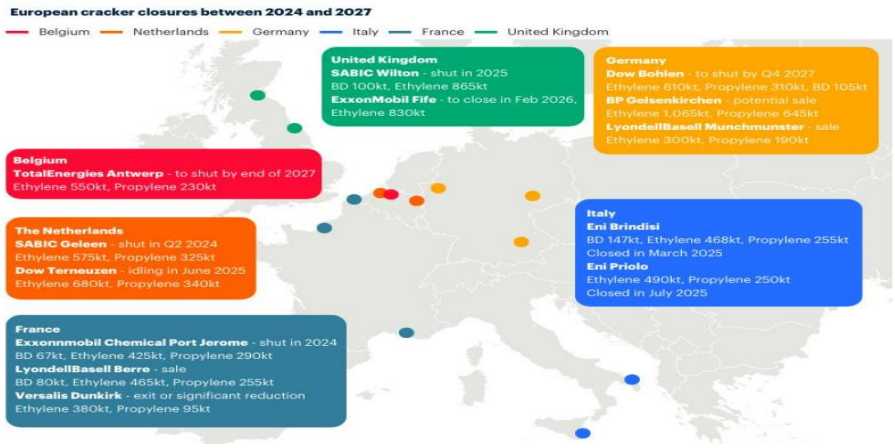
자료: ICIS, IBK투자증권

그림 36. 유럽 크래커 가동 현황



자료: ICIS, IBK투자증권

그림 37. 2024~2027년 유럽 크래커 폐쇄 현황/전망



자료: ICIS, IBK투자증권

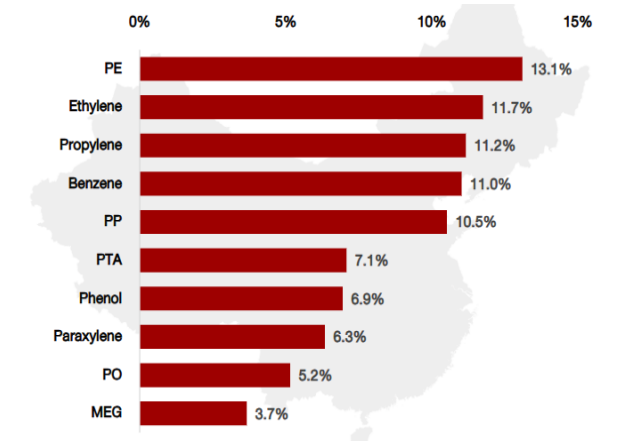
중국 노후 설비 정리 시 수출 압력 완화가 핵심

중국은 현재 증설의 진앙이지만 동시에 합리화의 열쇠다. 중국 내부에서도 과잉과 저수익이 장기화되면 정리/규율 강화가 정책화될 수 있다. 다만 여기에는 함정이 있다. 중국은 노후 설비를 정리하면서도 동시에 대형 일체화 설비를 신규로 가동하는 방식으로 총량 감소가 아니라 구조 업그레이드를 추진할 수 있다. 따라서 한국에 의미 있는 것은 중국의 총 능력 감소보다, 업황이 나쁠 때 시장을 누르던 수출 압력(덤핑성 물량)이 완화되는지 여부다. 중국이 노후/저효율 설비를 정리하고 과잉 경쟁을 제어하려는 순간, 아시아 가격을 훼손하던 물량의 성격이 변하고 그때 한국 구조조정의 효과가 커질 전망이다.

유럽 폐쇄로 가격 바닥 상승, 중국 합리화로 상단 확대, 한국 구조조정은 스프레드 레버리지 증폭 예상

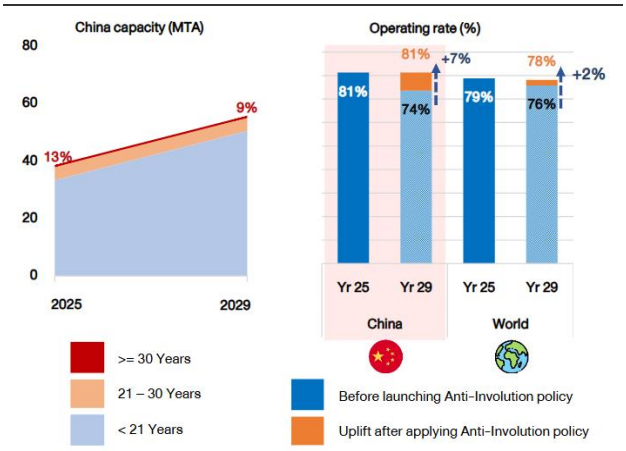
결국 논리는 세 단으로 정리된다. 유럽의 영구 폐쇄는 세계 가격 바닥을 들어올린다. 중국의 합리화(또는 증설 속도 둔화/수출 압력 완화)는 아시아 가격 상단을 연다. 그 위에서 한국 구조조정은 가격을 올리는 행위가 아니라, 남는 설비의 고정비/전력비 부담을 낮춰 스프레드 민감도(레버리지)를 키우는 증폭기가 된다. 국내만으로는 어렵다는 것이 정답이고, 그래서 세계 합리화가 동반될 때 국내 구조조정이 중요해진다는 조건부 정답으로 보인다.

그림 38. 중국 2005년 이전 제품별 생산능력 비중 현황



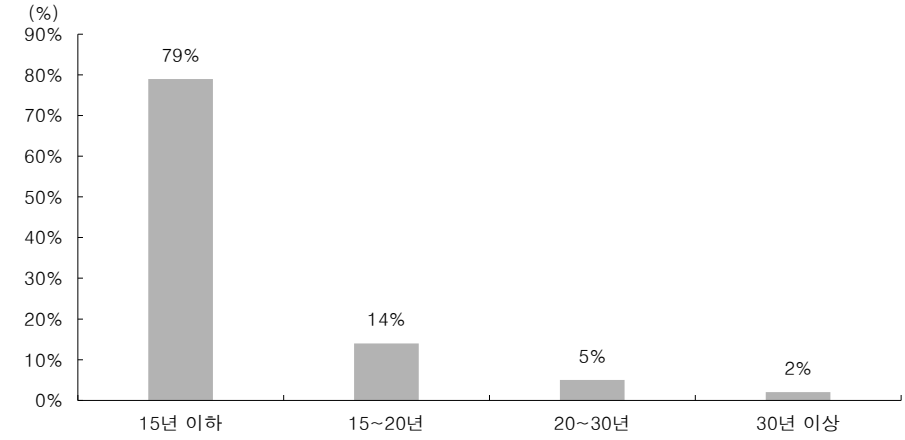
자료: PTTGC, IBK투자증권

그림 39. 중국 노후 PE 생산능력 추이/전망



자료: PTTGC, IBK투자증권

그림 40. 중국 연령별 PX 생산능력 Breakdown



자료: CCFG, IBK투자증권

9. 나프타 싸움에서 다양한 원재료의 출구 싸움으로 변화 중

석유화학 경쟁력, 나프타 저가 확보에서 정유 부산물 투입 등으로 이동

국내 석유화학 산업의 본질 변화는 명확하다. 과거에는 나프타를 얼마나 싸게 확보하느냐가 핵심이었다면, 2020년대에는 정유 공정에서 필연적으로 발생하는 부산물(정제가스, LPG, 잔사/중질유) 사용 등을 통해 얼마나 싸고 안정적으로 석화 원료로 전환하느냐가 경쟁력의 중심으로 이동했다.

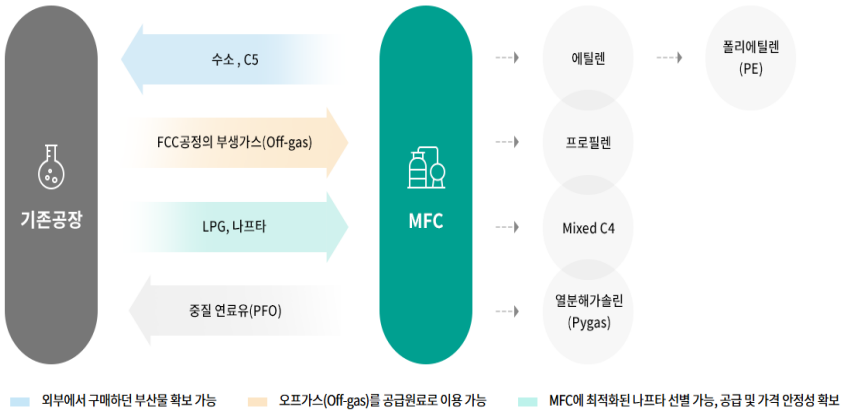
정유사 포트폴리오 석유화학 이동, 국내 해법 MFC/HPC 등장

전기차 확산과 연비 개선은 정유 수요 성장률을 낮추고 정유사는 유가/정제마진 변동성에 더 노출됐다. 그 결과 정유사는 정유만으로는 밸류에이션이 깎인다는 사실을 학습했고, 정유 → 석유화학으로 포트폴리오를 이동시키기 시작하였다. 이 흐름에서 국내에서 등장한 해법이 MFC(혼합원료 크래커)와 HPC(중질 원료 기반 석화 콤플렉스)다.

MFC 핵심 자산은 설비 아닌 원료 믹스 변경 선택권

MFC는 스팀 크래커의 본체는 유지하되, 나프타만 투입하지 않고 정유 공정에서 나오는 LPG/정제가스 등 다양한 원료를 혼합 투입할 수 있게 설계한 모델이다. 즉 MFC의 자산은 설비 그 자체보다 원료 믹스를 바꿀 수 있는 선택권이다. 업황이 흔들릴수록 이 옵션 가치가 커진다.

그림 41. GS칼텍스 올레핀(MFC) 생산공정 경쟁력

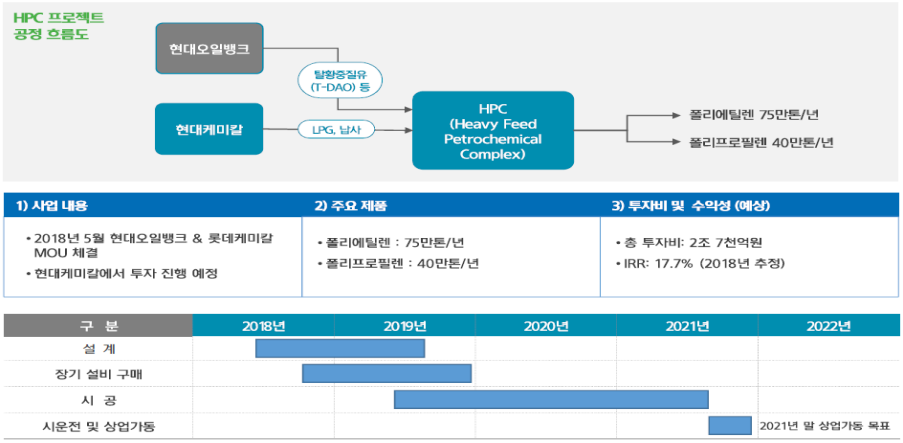


자료: GS칼텍스, IBK투자증권

HPC, 원가곡선 재정의, 회복기 초과이익 레버리지 확대 예상

HPC는 한 단계 더 깊다. 단순히 경질 원료를 섞는 수준이 아니라, 정유 잔사유를 전처리(SDA 등)해 피드를 만들고 이를 올레핀 생산 체계에 연결함으로써 잔사유 할인을 석유화학 원가 우위로 구조화한다. HPC는 운영으로 이기는 구조라기보다 원가곡선을 재정의하는 모델에 가깝다. 이 그룹을 보유한 업체는 구조조정이 성공할수록 원가곡선 하단이 더 명확해지고, 회복기에 초과이익 레버리지가 크게 붙을 수 있다.

그림 42. HD현대케미칼 HPC 프로젝트 개요(2018년 기준)



자료: HD현대케미칼, IBK투자증권

PDH, 구조조정의 우선순위가 될 가능성이 높다

한편 PDH는 구조조정의 우선순위가 될 가능성이 높다. PDH는 본질적으로 프로필렌-프로판 스프레드에 대한 단일 베팅 사업이며, 마진이 꺾이면 조금 덜 돌려서는 해결이 어려워 가동을 멈추는 것이 최적화가 되기 쉽다. 또한 신규 프로필렌 공급(예: 대형 프로젝트의 신규 설비)이 예정된 구간을 앞두면, 취약 PDH를 살려둘 유인이 더욱 약해진다. 향후 PDH는 소프트 감산 → 정기보수로 감산 합리화 → 6~12개월 이상 장기 정지로 넘어갈 경우, 시장은 이를 단순 감산이 아니라 자산 경쟁력 상실로 해석할 가능성이 크다. 비통합/소형 설비는 영구 폐쇄로, 통합형(Cavern)은 PP/유도체 라인의 조달 옵션으로 낮춰 필요할 때만 선택 가동하는 형태로 수렴할 전망이다.

표 5. 중국 프로필렌 신증설 계획(2025년 말~2026년)

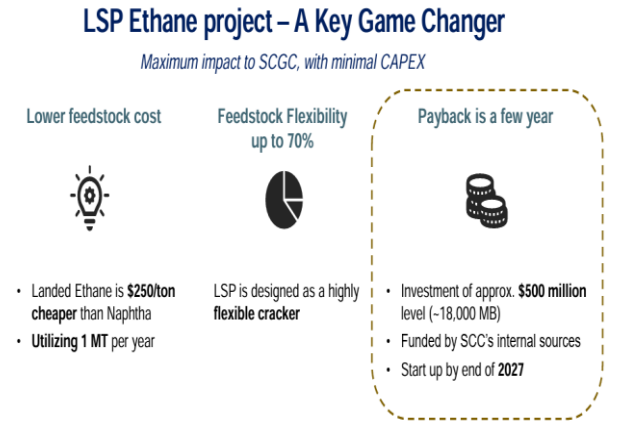
Company	Process route	Location	Capacity(천톤)	Start-up schedule
Levima Gerun New Material	MTO	Tengzhou, Shandong	240	End-2025
BASF(Zhanjiang)	Steam-cracking	Zhanjiang, Guangdong	400	End-2025/Early 2026
Sinopec Zhenhai Refining and Chemical	PDH	Ningbo Zhejiang	600	Q1 2026
China Coal Shaanxi Yulin Energy & Chemical	CTO	Yulin, Shaanxi	350	Q2 2026
Guangxi Huayi Energy Chemical	MTO	Qinzhou, Guangxi	500	Q2 2026
Zhejiang Yuanjin New Material	PDH	Shaoxing, Zhejiang	750	Q3 2026
PetroChina Dushanzi Petrochemical	Steam-cracking	Korla, Xinjiang	450	Q3 2026
Huajin Aramco	FCC	Panjin, Liaoning	550	Q3 2026
Huajin Aramco	Steam-cracking	Panjin, Liaoning	700	Q3 2026
SABIC Gulei Petrochemicals	Steam-cracking	Gulei, Fujian	1,020	Q4 2026
Qingyang Tongxin Petroleum Technology	Light-hydrocarbon processing	Qingyang, Gansu	100	2026

자료: ICIS, IBK투자증권

국내 에탄 크래커 도입이 검토되고 있으나……

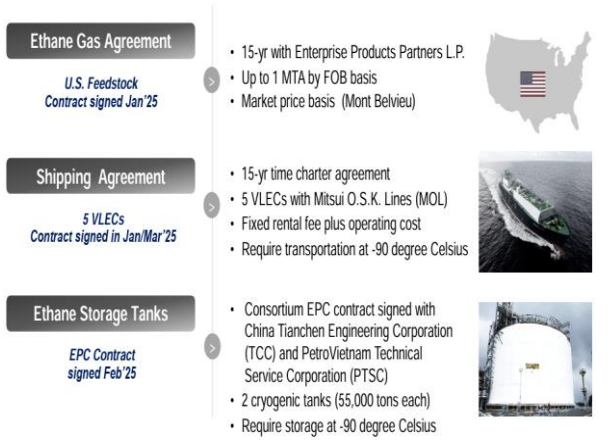
태국/중국에 이어 국내에서도 에탄 크래커/에탄 도입 논의가 확대되고 있다. 에탄은 나프타 대비 구조적으로 낮은 원가를 제공할 수 있으며, 미국 셰일 기반 에탄을 도입할 경우 운송비를 감안하더라도 원료 변동 민감도를 낮추고 EBITDA 레버리지를 강화할 여지가 있다. 동시에 탄소 규제 강화 국면에서 에탄 기반은 에너지 소비를 낮출 잠재력으로 장기 비용 경쟁력에서 유리하다. 다만 현실적으로 기존 나프타 크래커를 완전 에탄 전용으로 바꾸는 프로젝트는 기술 난이도/비용/리스크가 커 실제 사례가 제한적이다. 따라서 국내 나프타 크래커의 에탄 전환은 초기에는 부분 개조(혼합 피드 대응, 효율 개선) 중심의 단계적 접근이 현실적이고, 중기적으로 인프라가 구축된 후 에탄 투입 비중을 확대하는 방식으로 활성화될 것으로 보인다. 또한 에탄 도입은 원가경쟁력으로 단순화하지만, 에탄은 부산물 수율이 상대적으로 작아, 에탄 전환 시 유도체 전체 포트폴리오를 다시 짜는 리디자인이 필요하다. 결론적으로 에탄 크래커 도입은 버티기 카드가 아니라, 구조조정이 어느 정도 진행된 뒤 남는 핵심 체인을 더 강하게 만드는 중장기 수단에 가까울 전망이다.

그림 43. SCC 에탄 프로젝트 Overview 1



자료: SCC, IBK투자증권

그림 44. SCC 에탄 프로젝트 Overview 2



자료: SCC, IBK투자증권

10. 프로젝트 준공이 곧 정상 가동은 아니다

S-Oil RUC/ODC 프로젝트 교훈

S-Oil의 RUC/ODC 프로젝트가 남긴 교훈은 명확하다. 기계적 완공과 함께 상업 선언은 가능하지만, 특히 세계 최초(FOAK)급 공정에서는 설계 수율/스펙/가동 안정까지 도달하는 데 추가 시간이 필요할 수 있다는 점이다. 과거 사례에서도 시장에서는 상업 가동 이후 점검을 위한 중단, 시운전 기간의 적정성 논쟁, 초기 가동률과 트러블에 대한 상반된 시각이 존재했다. 중요한 것은 한 가지다. 준공률이 아니라 램프업 곡선(가동률 상승의 기울기)이 실적을 결정한다는 것이다.

샤힌 프로젝트는 구조의 복잡도로 시운전/램프업 단계에서 더 민감 예상

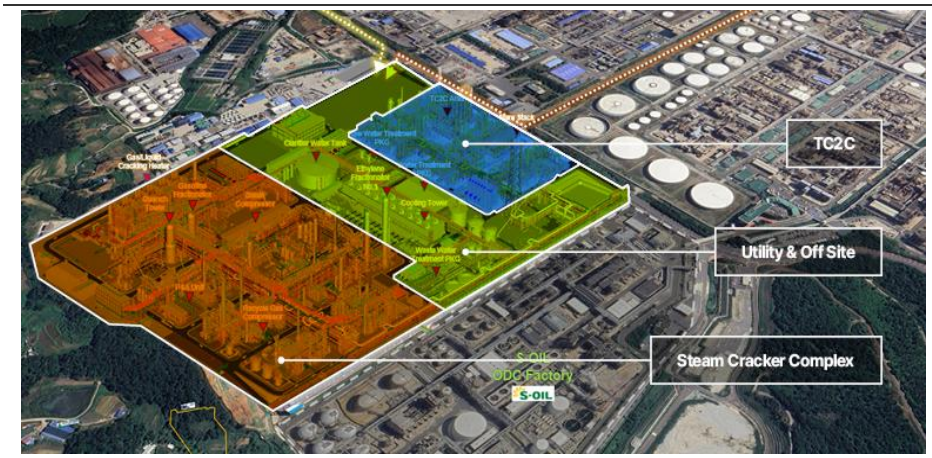
샤힌 프로젝트가 더 민감한 이유는 그 구조의 복잡도 때문이다. 프로젝트는 단순 스팀 크래커 1기가 아니라, 세계 최대급 스팀 크래커(에틸렌 180만톤), 세계 최초 TC2C 상업화, 다운스트림 통합까지 포함하는 대형 프로젝트다. 초대형 크래커 시운전 난이도, TC2C의 FOAK 리스크, 업스트림-다운스트림 통합의 복잡도가 겹치며, 지연의 리스크는 건설 준공 자체보다 시운전/램프업 측면에서 더 크게 존재할 전망이다.

샤힌 프로젝트 투자 마일스톤, TC2C 스펙/크래커 안정성/다운스트림 현금창출/램프업 속도

2025년 11월 기준 샤힌 프로젝트 공정률은 약 85.6% 수준으로 언급되며, S-Oil은 내년 중순 기계적 준공 이후 테스트 운전을 최소 6개월 계획하는 것으로 알려져 있다. 따라서 투자자는 준공률보다 다음과 같은 마일스톤을 봐야 한다. TC2C가 생산하는 LPG/나프타의 스펙 안정성이 얼마나 빠르게 잡히는지, 크래커 퍼니스(히터) 안정성이 확인되는지, 다운스트림이 실제 현금창출로 연결되는 형태로 정상 가동하는지, 첫 생산이 아니라 가동률이 설계치로 수렴하는 속도(램프업 곡선)가 어떠한지다.

당 리서치센터는 램프업이 3개월 지연될 경우 약 2,000억원 수준의 EBITDA가 감소할 것으로 추정한다.

그림 45. 샤힌 프로젝트 조감도



자료: S-Oil, IBK투자증권

III. 투자전략

1. 투자 프레임 결론

핵심은 누가 새로운 균형의 가격 중심이 되는가이다

지금 석유화학 투자의 핵심 질문은 언제 바닥을 치고 반등하나가 아니라, 누가 구조조정 이후의 새로운 균형에서 가격 규율과 스프레드의 중심에 서는가다. 중국의 증설은 불황이 오면 멈춘다는 사이클의 전제를 무너뜨렸고, 그 결과 석유화학은 진폭이 줄어든 산업이 아니라 고점은 흐려지고 저점은 길어지는 산업으로 변형되었다. 특히 중국의 에틸렌 생산능력이 2030년까지 지속적으로 확대된다는 전망은 이번 불황이 깊어서 위험한 것이 아니라, 길어서 위험하다는 메시지를 숫자로 못 박고 있다.

불가역적 구조조정 → 원료 접근권 통합 여부 → 비용/보수 재설계 업체

따라서 투자전략은 단순하다. 구조조정이 실제로 불가역적으로 집행되는지를 확인하면서, 원료 접근권 국면에서 살아남는 통합/특화 업체를 보유하고, 고정비/전력비/정기보수 사이클을 재설계할 수 있는 업체에 프리미엄을 부여해야 한다. 이 전략 위에서 Top-Pick은 금호석유화학(재무구조 건전, 스페셜티 보유, C4 수혜)과 롯데케미칼(레버리지/옵션 가치)로 포트폴리오를 구성하는 접근이 가장 합리적이라고 판단된다.

2. 시장 구조를 바꾸는 4개의 변곡점

단순 감산을 넘어 계통의 재설계 필요

1) 구조조정의 본질: 감산이 아니라 불가역성의 경쟁

시장은 감산 뉴스에 반응하지만, 밸류에이션은 불가역성에만 붙을 전망이다. 감산/박스업은 비용을 덜 쓰는 행위에 가깝지만, 영구 폐쇄/자산이전/JV는 비용이 발생하는 구조 자체를 바꾸기 때문이다. 석유화학의 고정비는 라인에만 붙어 있지 않다. 유틸리티 계약(기본요금/용량), 정비/보전 체계, 규제 대응, 공용 인프라(부두/탱크/폐수)와 조직(교대조)이 콤플렉스 단위로 결박돼 있다. 따라서 톤 감축 여부가 아니라, 계약/계통/조직/공용비가 실제로 재설계됐는가가 진짜 구조조정의 증거가 될 것이다.

에틸렌 감축은 부산물의 공급 비대칭 발생

2) 에틸렌 감축의 진짜 효과: 부산물이 먼저 터진다

에틸렌 감축은 에틸렌 단독 이벤트가 아니다. 나프타 크래커 생산이 줄어들면 에틸렌과 동반 생산되는 C4(부타디엔), PyGas(BTX)가 함께 축소되며, 이는 제품별 수급과 스프레드에 비대칭적 영향을 준다. 프로필렌은 대체 공급이 많아 정유 마진, 원료 정책, 신규 가동 등에 따라 조건부 타이트 현상이 나타날 전망이다. 반면 부타디엔은 대체 생산이 약하고, 추출 유닛은 원료 조성 변화로 체감 감소 폭이 단순 계산보다 커질 가능성이 높다. 따라서 구조조정의 첫 번째 가격 반응은 부타디엔에서 먼저 나타날 가능성이 크며, 이는 합성고무/라텍스 체인에 선행 프리미엄을 만들어낼 전망이다.

다운스트림, 배급제가 먼저 올 것이다

3) 다운스트림은 폐쇄보다 배급화가 먼저 온다

구조조정이 본격화되면, 다운스트림 공장이 문을 닫기 전에 원료 시장이 가격 시장에서 배정 시장으로 이동한다. 이때 생존 조건은 원가가 아니라 원료 접근권이다. 크래커는 외부 판매를 먼저 줄이고 내부/장기계약/파이프라인 물량을 보호할 것이다. 결국 유도체는 스프레드가 좋아지면 산다는 논리가 아니라, 톤당 공헌이익, 승인/장기계약/고객 락인, 통합도(인접/물류/유틸리티 공유), 정책/고용 마찰 등을 종합해 배정권을 확보하게 된다. 투자전략 관점에서 중요한 해석은 이것이다. 구조조정 이후의 승자는 가동률이 아니라 배정권으로 결정되고, 배정권은 결국 통합(파이프/인접/공용비) + 스페셜티(승인/락인)의 결합에서 나온다. 따라서 JV/자산 통합은 단순한 재무 이벤트가 아니라 배정권을 고정시키는 구조적 무기가 될 수 있다.

유럽/중국 구조조정이 바닥을 들어올리고, 한국의 구조조정은 비용 구조 효율화로 이익 탄력 확대

4) 세계 합리화의 진짜 레버: 유럽의 영구 폐쇄 + 중국의 수출 압력 완화

한국의 구조조정만으로 업황이 바뀌긴 어렵다. 다만 시장을 바꾸는 열쇠는 총량이 아니라 한계설비의 퇴장이다. 여기서 유럽의 구조조정이 결정적이다. 유럽은 비용 곡선 상단이자 가격 하단을 결정하던 설비이며, 실제로 유럽 내 크래커 및 범용 석유화학 자산의 셧다운/폐쇄/매각이 구조적으로 진행되는 흐름이 확인되고 있다. 또한 중국의 20년 이상 노후 설비 폐쇄가 동시에 진행된다면, 한국 구조조정은 가격을 올리는 힘이라기보다 바닥이 올라온 구간에서 레버리지를 극대화하는 증폭기가 될 전망이다. 즉, 세계 합리화가 바닥을 들어올리고, 그 위에서 한국의 고정비/전력비/정기보수 비용 절감이 이익 탄력을 키우는 순서가 될 것이다.

3. 2026~2028년 투자전략: 3단계로 나눠라

2026년 상반기 투자전략

1) 2026년 상반기: 배급화의 시작, 원료 접근권이 프리미엄이 되는 구간

이 국면의 키워드는 누가 배정권을 갖는가이다. 투자자는 스프레드보다, 크래커의 외부 판매 축소가 실제 계약 변화로 이어지는지, 유도체의 승인/장기계약 비중이 방어막으로 작동하는지, 인접 통합(파이프라인/유틸리티 공유)이 원가가 아니라 생존권으로 전환되는지, 폐쇄가 아니라 상시 저가동 형태로 다운스트림이 먼저 정리되는지를 먼저 봐야 한다. 이 구간에서 주가는 실적보다 먼저 움직일 가능성이 높다. 배급화가 시작되면 시장은 이익의 평균이 아니라 기업 간 격차 확대를 먼저 가격에 반영하기 때문이다.

2026년 하반기~2027년 투자전략

2) 2026년 하반기~2027년: 불가역성의 확정, 영구 폐쇄/JV가 밸류에이션을 결정

이 국면의 핵심은 감산했느냐가 아니라 정기보수 사이클에서 이탈했느냐다. 설비가 살아 있으면 다운사이클에서도 정기보수/유지비가 반복되며 현금흐름을 갉아먹는다. 반대로 영구 폐쇄로 귀결되면 향후 대형 정비가 사라지고, 고정비의 성격 자체가 바뀐다. 특히 이 구간에서 시장이 가장 강하게 반응하는 이벤트는 JV/자산 이전이 될 것이다. JV는 몇 개를 닫았다가 아니라 콤플렉스 단위로 중복 고정비를 제거하고, 경쟁력 있는 생산라인에 물량을 집중시키며, 공용비(유틸리티/부두/폐수) 협상력을 키워 원가곡선을 재정의하기 때문이다.

2027년~2028년 투자전략

3) 2027년~2028년: 전력비/원료믹스의 재설계, 진짜 승부처는 후반에 온다

전력비는 구조조정의 후반 승부처다. 구조조정으로 설비를 줄여도 유틸리티 고정비는 즉시 내려가지 않는 기간이 길고, kWh당 몇 원의 변화가 생존성을 가르는 산업이기 때문이다. 정책은 일괄 인하가 아니라 직접구매, 요금제 개편, 분산특구, 조달 다변화 형태로 나타날 가능성이 높고, 그 과정에서 실제로 전력 조달 구조를 바꿀 수 있는 업체만이 체감 원가를 실제로 낮출 것이다. 중요한 해석은 이것이다. 전력비는 정부가 내려주면 끝나는 문제가 아니라, 기업이 조달 구조를 바꾸는 실행력의 문제다. 실행력 있는 기업, 그리고 기존에 유틸리티/스팀 설비를 보유한 업체가 밸류에이션을 선도할 전망이다.

4. Top-Picks: 금호석유화학, 롯데케미칼

1) 금호석유화학

국내 구조조정의 수혜 발생

국내 구조조정의 1차 가격 반응이 부산물 중 부타디엔에서 먼저 나타날 수 있다는 점은 금호석유화학에 구조적으로 유리하다. 특히 SBR/BR 등 범용고무의 증설이 제한적인 점과 역내 경쟁 NB Latex 업체들의 설비 폐쇄 등은 동사와 같은 부타디엔 유도체 생산능력이 큰 업체에 긍정적으로 작용할 전망이다.

합성고무, 수요 안정성 유지

한편 합성고무는 흔히 범용화학 제품으로 분류되지만, 산업 현장에서는 전혀 다르게 취급된다. 타이어, 자동차, 산업용 벨트, 의료/전기/전자부품에 사용되는 고무는 단순한 원가 절감 대상이 아니라 제품 성능과 안정성을 좌우하는 핵심 요소다. 특히 고성능 타이어, 전기차용 저구름저항 타이어, 고내구 산업재 영역에서는 오랜 기간 검증된 품질과 고객 인증이 진입 장벽으로 작용한다. 이 구조에서는 고객사가 공급사를 쉽게 바꾸지 않으며, 이는 동사가 사이클 저점에서도 일정 수준의 수요 안정성을 유지할 수 있는 근본적 이유다.

유틸리티 사업 보유 강점

또한 동사처럼 유틸리티/스팀 보유 및 통합 운영 역량이 있는 업체는 구조조정 국면에서 더 높은 평가를 받을 수 있다. 핵심 논리는 제품 스프레드가 좋아서가 아니라, 산업이 흔들릴 때도 가동을 유지할 유인이 더 크고, 유틸리티 사업이 화학 시황 변동성을 일부 상쇄하는 현금흐름 완충재가 될 수 있기 때문이다.

2) 롯데케미칼

구조조정 집행 시 EBITDA 민감도 비선형적으로 커질 전망

롯데케미칼은 전형적인 사이클 베타로만 보면 현재 매력이 떨어진다. 그러나 지금 게임은 사이클이 아니라 구조조정이며, 구조조정은 고정비/공용비/정기보수/전력비의 재설계다. 대형 통합 플레이어의 강점은 여기서 나온다. 규모가 큰 기업일수록 고정비 절대액이 크며, 따라서 불가역적 구조조정이 집행될 때 EBITDA 민감도가 비선형적으로 커질 전망이다. 즉, 동사의 핵심 가치는 업황이 좋아지면 좋아진다가 아니라, 업황 부진이 길어질수록 집행 확률이 올라가고, 집행이 시작되면 밸류에이션이 먼저 리레이팅될 수 있다는 점이다.

구조조정 실행 시 가치 확대 전망

투자자가 확인해야 할 촉매는 단순 발표가 아니라 완결이다. JV/자산 통합의 범위, 유틸리티 계약 구조 재편, 조직 통합 및 교대조 재산정, 정기보수 사이클의 실질 변화 등이 확인되는 순간부터 시장은 단기 손상차손보다 미래 현금 고정비 감소의 현재가치를 더 크게 평가할 가능성이 높다.

정부 지원 패키지가 구체화될 경우 가장 먼저 반응 전망

한편 정부 개입은 종종 불확실성으로 인식되지만, 구조조정 국면에서는 다르게 해석될 수 있다. 정부는 산업의 완전한 붕괴를 허용하지 않으며, 이는 주주에게 항상 좋은 소식은 아니더라도 제로가 되는 리스크를 제거한다는 점에서 투자 바닥을 만든다. 또한 동사는 여수/대산 등 콤플렉스 전환을 통해 영업단에서 석유화학 노출도를 낮출 전망이며, 현재 흐름상 동사-HD현대케미칼 JV가 정책 성과의 1번 타자로 가장 앞서 있는 것으로 추정된다. 정부 지원 패키지가 구체화되면 시장은 동사의 파산/유동성 리스크를 가장 먼저 깎을 것으로 보인다.

첨부. 구조조정 전이 점검 지표/논리

구조조정 전이 점검 지표/논리

석유화학 업황은 전통적으로 수요 사이클로 설명되어 왔다. 그러나 현재 국면에서 시장이 진짜로 가격에 반영하기 시작하는 것은 반등의 크기가 아니라 반등의 성격이다. 동일한 실적 회복이라도 그 회복이 수요의 일시적 회복에서 비롯된 것인지, 혹은 공급의 구조적 소거와 규율 회복에서 비롯된 것인지에 따라 주가 상승의 지속성과 밸류에이션의 천장이 완전히 달라진다.

당 리서치센터는 구조조정 국면이 운영(현장) → 재무(현금/레버리지) → 밸류에이션(자본비용/PBR)으로 실제 전이되었는지를 판별하기 위해 아래 10개 지표/논리를 설계하였다. 핵심 원칙은 네 가지다.

(1) 비가역성: 되돌릴 수 없는 변화인가(감산이 아닌 소거)
(2) 동행성: 한 지표가 아니라 연쇄적으로 연결되는가(운영 → 현금 → 신용 → 밸류)
(3) 지속성: 단기 반등이 아니라 저점의 구조가 바뀌는가(덜 무너진다)
(4) 착시 배제: 유가/환율/재고평가/정책금융 등 외생 변수를 걷어낸 뒤에도 성립하는가

이 프레임에서 구조조정 전이의 정답은 단독 신호가 아니다. 비가역적 공급 축소 → 스프레드 저점 상승 → 가격 규율 회복 → BEP 하향 → 현금/레버리지/신용 개선 → PBR 정상화라는 연쇄적 증거가 관측될 때, 시장은 사이클이 아니라 구조 전환으로 해석하기 시작한다.

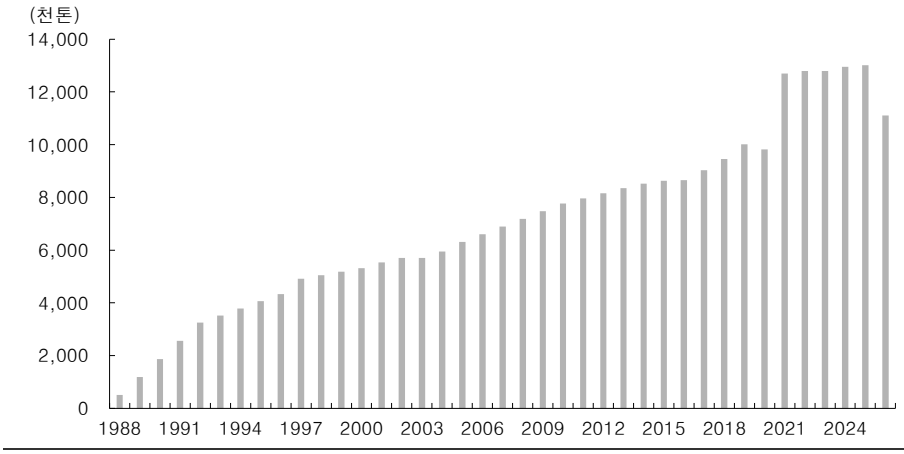
1. 비가역적 공급 축소 누적

되돌릴 수 없는 소거인가?

구조조정의 본체는 가동률 하락이 아니라 되돌릴 수 없는 공급의 소거다. 감산이나 박스업은 업황이 반등하는 순간 다시 공급으로 복귀할 수 있어, 가격이 단기 반등하더라도 구조적 초과 공급의 프레임을 바꾸지 못한다. 반면 해체, 부지 매각, 용도 전환, 인허가 말소와 같은 영구 폐쇄는 공급곡선을 물리적으로 이동시키며, 시장이 체감하는 변화는 가격이 오른다가 아니라 가격의 저점이 덜 무너진다로 나타난다. 구조조정이 진짜로 구조를 바꾸는 순간은 피크가 아니라 바닥에서 온다.

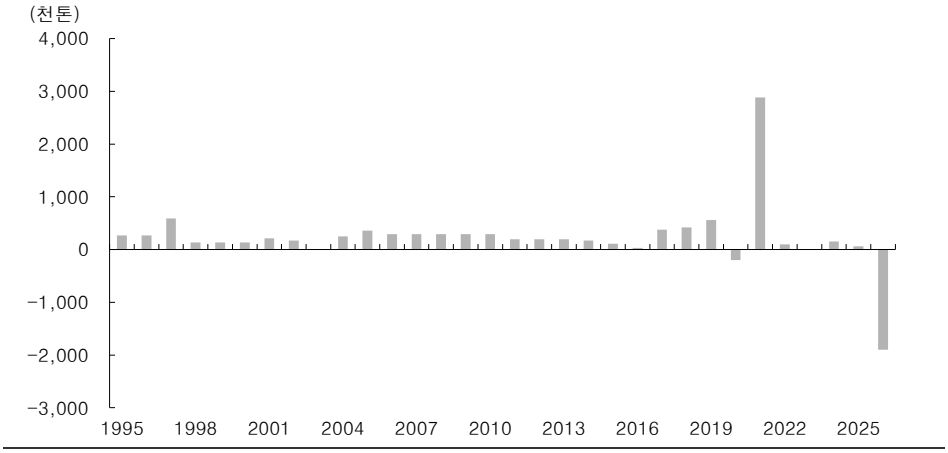
중요한 것은 발표가 아니라 복구 불가능성의 증거다. 자산손상차손은 단서일 수 있으나, 손상 인식만으로는 진짜 폐쇄가 아니라 장부 정리(혹은 회계적 정리)에 불과할 수 있다. 따라서 구조조정의 실재는 운영 체계의 변화에서 확인해야 한다. 정기보수 계획에서 특정 라인이 영구적으로 제외되는지, 환경/안전 인허가가 종료되는지, 다운스트림이 해당 원료를 내부 조달에서 외부 조달로 전환하는지, 물류/조달/계약 구조가 영구적으로 재편되는지 등이 동반될 때 비로소 소거로 인정된다. 이 지점부터 시장은 감산을 이벤트가 아니라 공급 규율의 체제 변화로 평가하기 시작한다.

그림 46. 국내 에틸렌 생산능력 추이/전망



자료: 각사, IBK투자증권

그림 47. 국내 에틸렌 생산능력 순증 추이/전망



자료: 각사, IBK투자증권

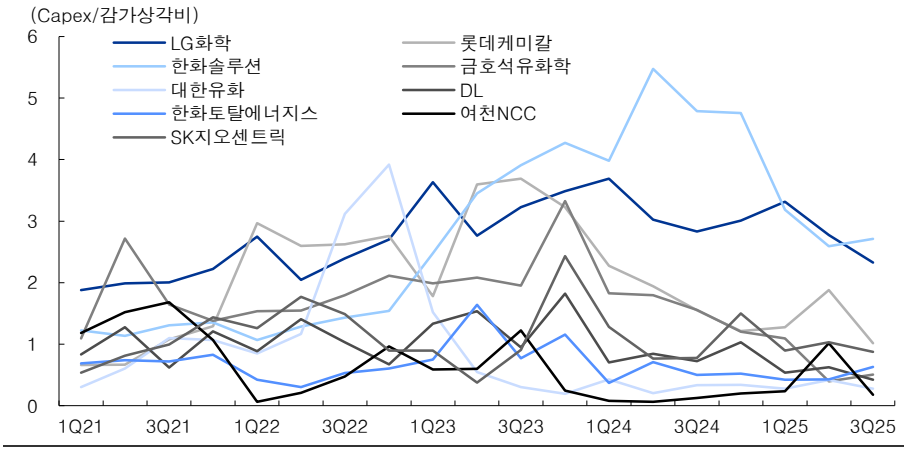
2. Capex/감가상각비 하락과 1배 이하 수렴

비용 절감보다 자본 배분 전환으로 먼저 나타나는가?

설비 산업에서 구조조정은 비용 절감보다 먼저 자본 배분의 전환으로 나타난다. Capex가 감가상각비를 지속적으로 상회하는 환경에서는 업황이 악화되어도 설비는 유지/개선되고, 병목 해소와 효율 투자만으로도 공급 능력은 언제든 복원된다. 반대로 Capex/감가상각비 비율이 구조적으로 하락해 1배 이하로 수렴하면, 신규 증설뿐 아니라 기존 설비의 업그레이드 속도도 둔화되며 공급 탄성 자체가 약화된다. 이는 단순한 투자 축소가 아니라 초과 공급의 재생산 메커니즘을 끊는 변화이며, 통상 12~24개월의 시차를 두고 산업 마진 구조에 반영된다.

다만 이 지표는 반드시 하락의 질을 구분해야 한다. 성장 Capex 축소는 공급 규율 신호가 될 수 있으나, 유지보수 Capex까지 과도하게 줄어들면 단기 FCF는 좋아 보이되 중기적으로 돌발 정지, 안전/환경 리스크가 누적되어 더 큰 비용으로 되돌아온다. 따라서 Capex 총액보다 유지보수 Capex의 절대 수준(안전/환경 포함), 정기보수 주기, 계획 외 셧다운 빈도, 공정 안정성 지표를 함께 봐야 한다. 진정한 구조조정은 투자를 끊는 것이 아니라 설비 체력은 유지하면서 공급의 복원을 늦추는 것이다.

그림 48. 국내 주요 석유화학 업체 Capex/감가상각비 추이



자료: 각사, IBK투자증권

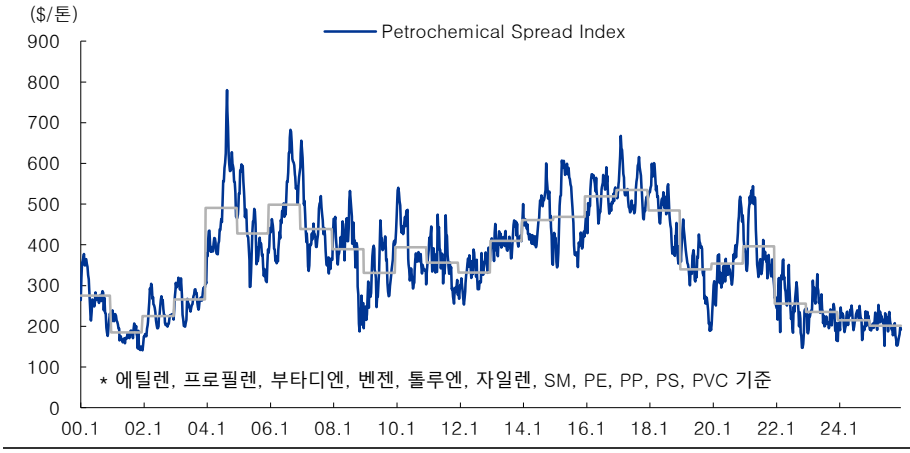
3. NCC 통합 스프레드의 저점 상승

핵심은 스프레드 상승이 아니라 저점이 재현될 때 덜 빠지는지 여부

구조조정이 규칙으로 전이되면 스프레드의 단기 반등보다 먼저 저점이 한 단계 격상되는 현상이 관측된다. 반등은 수요 회복/원료 급락/환율 등으로도 설명 가능하다. 그러나 저점의 상승은 초과 공급 국면에서도 가격 붕괴가 과거만큼 재현되지 않는다는 의미이며, 영구 폐쇄 누적/감산 동조화/증설 지연/취소 확산이 임계치를 넘었을 가능성을 강하게 시사한다. 시장이 구조조정을 믿는 순간은 대개 피크가 아니라 바닥의 성격이 바뀔 때다.

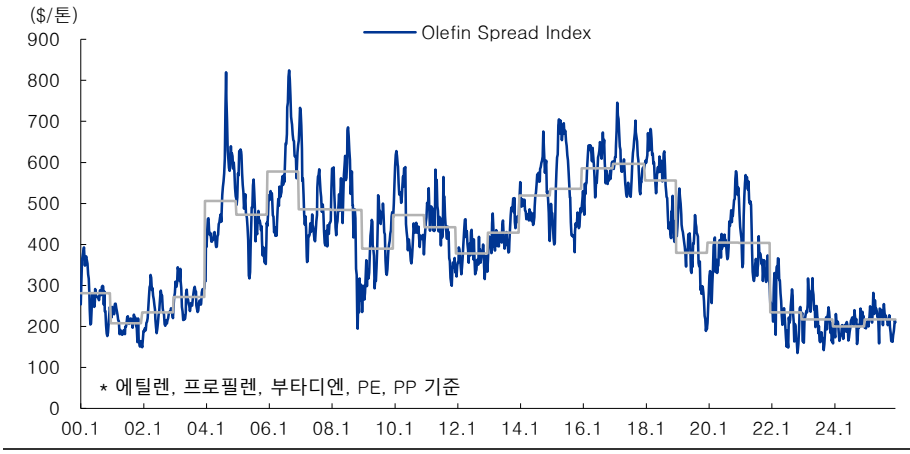
검증은 단기 수치가 아니라 구조로 해야 한다. 통합 스프레드는 전가 시차, 벤치마크 정의, 환율, 제품 믹스에 의해 흔들리므로 특정 주/월 수치로 결론을 내리면 착시가 발생한다. 따라서 3~6개월 이동평균 기준 저점의 상향 추세, 유가/환율 중립화(또는 전가 시차 보정) 여부, 제품군별(PE/PP/MEG/BD 등) 동행성이 함께 나타나는지를 확인해야 한다. 결론은 간단하다. 스프레드가 올랐느냐가 아니라 저점이 재현될 때 덜 나빠지는가가 구조조정 전이의 핵심이다.

그림 49. IBKS Petrochemical Spread Index 추이(수율 추정치)



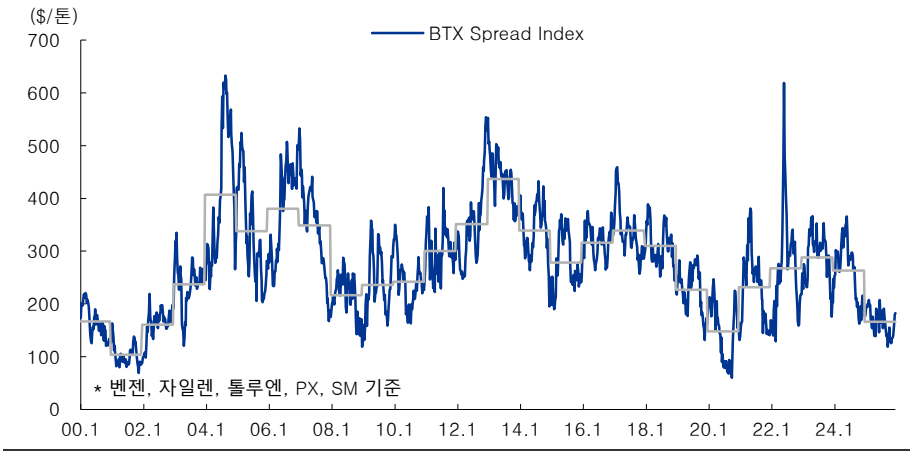
자료: 씨스켐, IBK투자증권

그림 50. IBKS Olefin Spread Index 추이(수율 추정치)



자료: 씨스켐, IBK투자증권

그림 51. IBKS BTX Spread Index 추이(수율 추정치)



자료: 씨스켐, IBK투자증권

4. 가격 규율 회복

본질은 가격 상승이 아니라 가격 결정 메커니즘 변화이다

구조조정의 실질은 가격 상승이 아니라 가격 결정 메커니즘의 변화다. 초과 공급 국면에서는 물량 방어를 위해 디스카운트가 확대되고, 원료 가격 하락분이 즉시 판매가에 전가되며, 스팟 가격이 계약 가격을 끌어내리는 악순환이 강화된다. 반대로 구조조정이 진전되면 할인 경쟁이 약화되고, 원료 변동에 대한 제품 가격의 반응 함수가 마진 방어 방향으로 재정렬되며, 스팟 변동성이 축소된다. 이는 업계가 소모적 물량 경쟁에서 이탈하고 있다는 가장 직접적인 신호다.

착시는 절대 수준에서 발생한다. 유가 급변기에는 전가 시차가 왜곡되고, 환율/지역 수급이 할인을 흔든다. 따라서 동일 벤치마크 대비 지역 할인의 추세, 원료 변동 대비 제품 가격의 지연/탄력성, 가격 변동성(분산) 축소를 함께 봐야 한다. 진짜 가격 규율은 상승장에서 더 오르는 것이 아니라 하락장에서 덜 깎이는 것이며, 그 결과 이익의 저점이 바뀌도록 가격 체계가 작동한다.

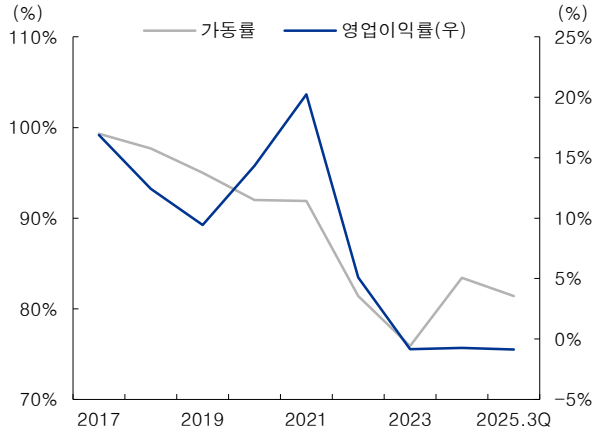
5. 가동률 하락에도 손익 악화 제한

가동률 하락에도 손익 악화 제한되는 현상 발생 필요

석유화학은 고정비 레버리지가 큰 산업이므로 가동률이 내려가면 손익이 비선형적으로 악화된다. 그런데 구조조정 국면에서 가동률 하락에도 손익 악화가 제한되는 현상이 나타난다면, 이는 구조조정이 재무 숫자를 넘어 운영 현장까지 전이되었다는 신호다. 고정비 절감(인력/정비/외주/유틸리티)이 선반영되거나, 적자 제품을 과감히 줄이고 수익 제품 중심으로 믹스를 재편하거나, 할인 경쟁이 완화되어 물량을 위해 마진을 포기하는 행동이 줄어들면서 손익의 기울기 자체가 완만해질 수 있다. 이는 산업이 물량 경쟁에서 현금/마진 중심의 규율로 이동하는 과정이다.

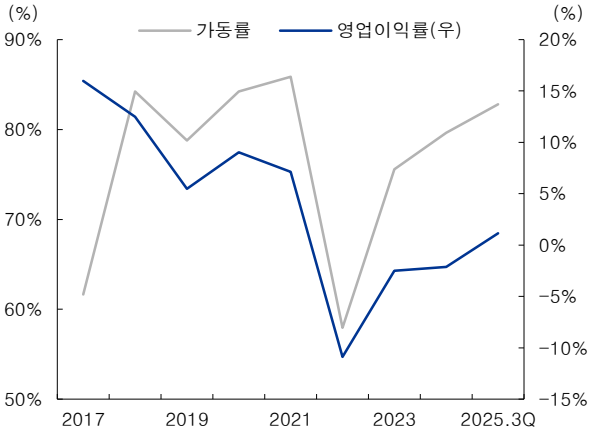
다만 이 지표는 착시가 잦다. 유가 하락, 환율, 재고 평가, 전력/스팀 단가 변화가 단기 손익을 지지할 수 있기 때문이다. 따라서 검증은 톤당 고정비 추정치의 하향, 변동비 절감이 단가가 아니라 원단위(사용량/효율) 개선에서 기인하는지, 판가-원가 스프레드 유지 여부를 통해 이루어져야 한다. 구조조정이 진짜라면 덜 나빠진다를 넘어 BEP 자체가 내려간다.

그림 52. LG화학(석유화학부문) 가동률과 영업이익률 추이



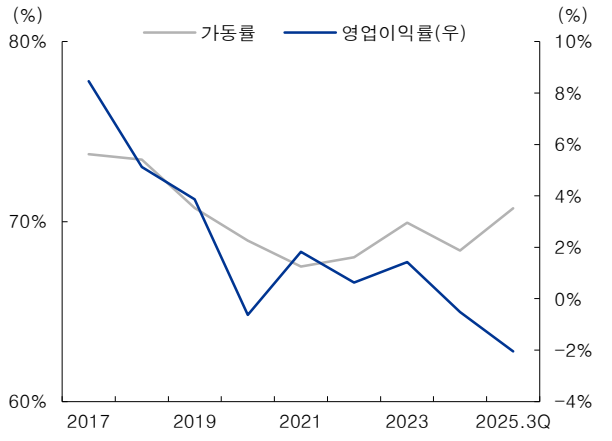
자료: LG화학, IBK투자증권

그림 53. 대한유화 가동률과 영업이익률 추이



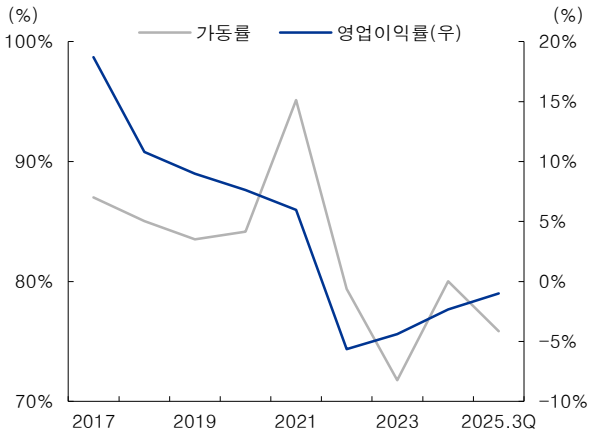
자료: 대한유화, IBK투자증권

그림 54. SK지오센트릭 가동률과 영업이익률 추이



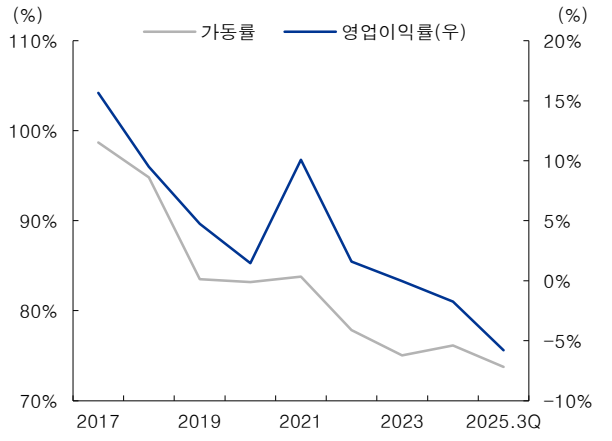
자료: SK지오센트릭, IBK투자증권

그림 55. 여천NCC 가동률과 영업이익률 추이



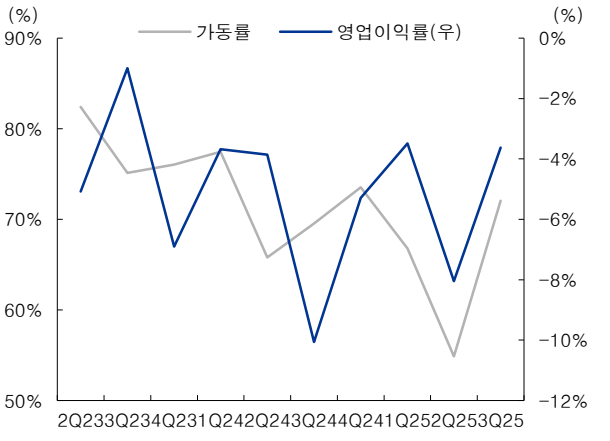
자료: 여천NCC, IBK투자증권

그림 56. 한화토탈에너지스 가동률과 영업이익률 추이



자료: 한화토탈에너지스, IBK투자증권

그림 57. 롯데케미칼(기초화학부문) 가동률과 영업이익률 추이



자료: 롯데케미칼, IBK투자증권

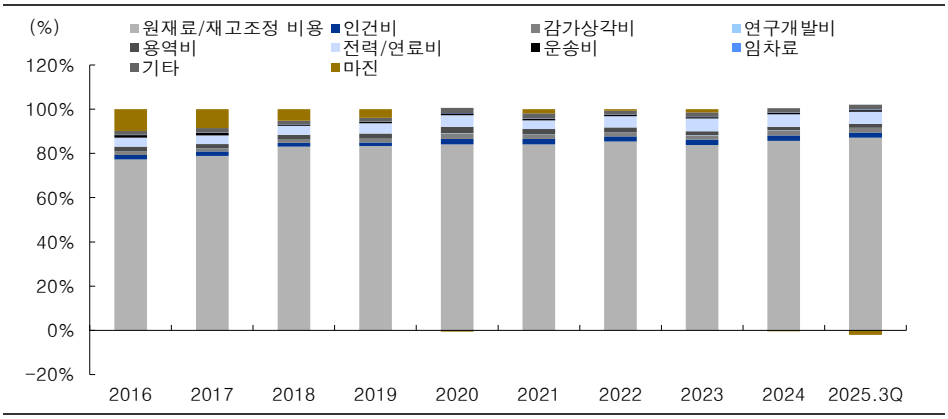
6. 손익분기점 하향

고정비용의 감소 필요

구조조정의 최종 목적은 일시적 흑자전환이 아니라 이익과 현금의 바닥을 구조적으로 바꾸는 것이다. 동일 스프레드 환경에서도 기업별 성과가 갈리는 이유는 원가 곡선에서의 위치가 다르기 때문이다. 설비 통폐합, 인력/정비/외주 재편, 유틸리티 최적화(스팀/전력/연료 효율)가 실현되면 톤당 고정비가 내려가고 에너지 원단위가 개선되며, 현금원가 기준 손익분기 스프레드가 하향 이동한다. 이는 장기 ROE의 바닥을 끌어올려 밸류에이션 정상화의 근거가 된다.

핵심은 비용을 뒤로 미루는가가 아니라 체질을 재설계하는가다. 유지보수 이연이나 일회성 절감은 단기 손익을 지지할 수 있으나 중기적으로 설비 리스크와 비용의 재폭발을 초래한다. 따라서 톤당 고정비의 추세적 하향(인건비/정비비/기본료 포함), 에너지 비용이 단가가 아닌 원단위 기반으로 개선되는지, 믹스 조정 이후에도 유지되는 단위당 마진을 점검해야 한다. 구조조정이 성공할수록 비용 절감은 캠페인이 아니라 하나의 구조가 된다.

그림 58. SK지오센트릭 Cost/Margin Breakdown 추이



자료: SK지오센트릭, IBK투자증권

7. FCF 플러스 전환

단순 영업이익 흑자보다 FCF의 안정화가 신뢰도가 더 높다

FCF는 구조조정 전이의 최종 실증에 가장 가깝다. 석유화학은 회복 구간에서 출하가 늘면 재고/채권이 함께 증가해 현금이 먼저 빠져나가는 산업이므로, 단순한 영업이익 흑자보다 FCF 안정화가 더 높은 신뢰도를 갖는다. 특히 정상화된 운전자본을 반영한 FCF가 플러스로 전환되면, Capex 규율화와 비용 구조 개선이 실제 현금 창출력으로 전환되고 있음을 의미한다. 이때부터 부채 축소, 주주 환원, 선별적 투자라는 선택지는 가능성이 아니라 집행 가능한 자본 정책이 된다.

그러나 FCF는 가장 쉽게 착시가 만들어지는 무대이기도 하다. 재고 축소/매입 축소로 단기 현금흐름이 좋아 보일 수 있으나 회복 국면에서 운전자본이 재확대되면 FCF는 역전된다. 따라서 운전자본 정상화 가정 하의 FCF(재고일수/채권회수의 구조적 개선 여부), 유지보수 Capex를 충분히 반영한 FCF, 주주 환원이 차입이 아니라 현금 창출에서 나오고 있는지를 검증해야 한다. 진짜 구조조정의 FCF는 한두 분기 이벤트가 아니라 사이클 중립 환경에서도 유지되는 체력으로 나타난다.

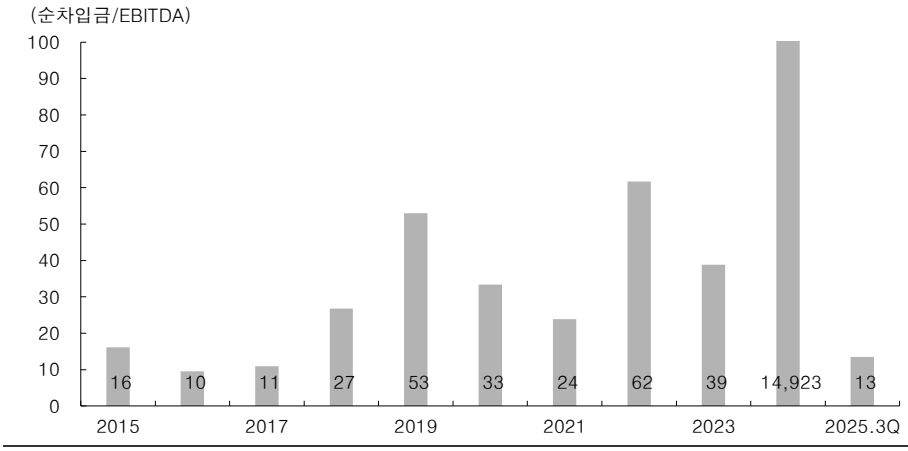
8. 순차입금/EBITDA 정점 통과

순차입금/EBITDA 정점 통과

구조조정의 전이는 종종 주가보다 먼저 자금의 가격에서 확인된다. 순차입금/EBITDA의 정점 통과는 EBITDA의 질적 개선과 순차입금 증가 둔화(또는 축소)가 결합되었음을 의미하며, 이후 금융비용이 완화되어 실적 회복의 과실이 이자 비용에 잠식되지 않는 구조로 전환된다. 레버리지 하락이 확인되는 순간 경영의 초점은 유동성 방어에서 자본 배분 최적화로 이동하고, 시장은 업황의 바닥보다 생존 확률의 개선을 먼저 가격에 반영한다.

다만 레버리지 지표는 분모/분자 모두에서 착시가 가능하다. EBITDA가 재고 평가/환율/일회성 요인으로 부풀려지면 피크아웃은 허상이 되고, 순차입금 감소가 운전자본의 일시적 축소라면 회복 국면에서 재상승한다. 따라서 신뢰도는 영업현금흐름 기반 EBITDA의 개선 여부, 순차입금 감소가 구조적 FCF로 설명되는지, 단기차입 비중 축소 및 만기 장기화, 유동성 버퍼 확대가 동행하는지로 판정해야 한다. 진짜 구조조정은 레버리지 숫자만 낮추는 것이 아니라 리파이낸싱 리스크 자체를 제거한다.

그림 59. 주요 석유화학 업체(9개사) 순차입금/EBITDA 추이



자료: 각사, IBK투자증권

9. 신용시장 신호 개선

신용 개선이 동반되어야 한다

신용시장은 구조조정 전이를 가장 냉정하게 평가한다. 업황 부진이 장기화될 때 기업 가치를 훼손하는 것은 낮은 마진 그 자체보다 만기 집중과 리파이낸싱 이벤트가 만드는 유동성 리스크다. 구조조정이 실체화되면 회사채 스프레드/CP 금리 하락, 은행 가산금리 완화, 신용등급 전망의 부정적 → 안정적 전환이 나타난다. 이는 단순히 실적이 좋아졌다가 아니라, 최악의 시나리오(희석/유동성 위기) 확률이 낮아졌음을 의미하는 가격화이며, 밸류에이션에서 자본비용을 낮추는 가장 직접적인 경로다.

다만 신용 지표도 정책금융/시장 유동성/기준금리 레벨에 의해 왜곡될 수 있다. 따라서 절대 스프레드보다 동일 등급/동일 만기 대비 상대 스프레드를 보아야 하고, 특히 단기물 스프레드가 먼저 꺾이는지가 중요하다. 발행 조건(담보/보증/약정)의 완화와 실제 만기 장기화 가능성(조달 구조 개선)이 동반될 때 신뢰도가 올라간다. 신용 개선이 FCF/레버리지 피크아웃의 결과로 연결될 때, 기업은 버티기에서 선택하기로 이동한다.

10. PBR 할인 축소

PBR 정상화는 구조조정 전이의 최후행적 결과물

PBR 정상화는 구조조정 전이의 최후행적 결과물이다. 석유화학에서 PBR은 단기 실적보다 자산의 유효성, 구조적 ROE, 생존 확률을 반영한다. 구조조정이 현금/신용/마진 레짐으로 완전히 전이될수록 시장은 장기 ROE의 바닥을 상향 조정하고 자본비용을 재산정한다. 그 결과 PBR 할인 축소는 기대감이 아니라 요구수익률 하락 + 정상이익 체력 상향이 결합된 리레이팅으로 나타난다. 이 구간에서는 실적 발표보다 자본정책(부채 축소, 주주 환원, 선별 투자)이 신뢰를 강화하며 밸류에이션 정상화를 가속한다.

그러나 PBR 개선에는 좋은 개선과 나쁜 개선이 공존한다. 주가가 오른 것이 아니라 손상차손/자산 감액으로 장부가액이 줄어 PBR이 기계적으로 상승하는 경우가 있고, 구조조정이 지연되면 낮은 PBR은 가치 함정으로 장기화된다. 따라서 리레이팅의 질은 ROE 개선의 질(스프레드 기반 vs 일회성), 손상차손 이후에도 잔존하는 정상 수익성, 신용/FCF/스프레드 저점 상승과의 동행 여부로 검증해야 한다. 결론적으로, 진짜 구조조정에서는 PBR이 먼저 움직이지 않는다. 운영과 현금, 신용이 바뀐 뒤 마지막에 자연스럽게 따라온다. 이 단순한 규칙이 판단 오류를 가장 강력하게 줄일 수 있다.



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
금호석유화학	매수(유지)	160,000원
롯데케미칼	매수(유지)	107,000원

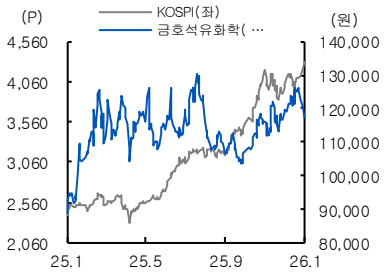
매수 (유지)

목표주가 (유지)	160,000원
현재가 (1/2)	117,200원
KOSPI (1/2)	4,309.63pt
시가총액	3,232십억원
발행주식수	29,055천주
액면가	5,000원
52주 최고가	130,300원
최저가	89,000원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	20.6%
배당수익률 (2025F)	2.4%
주주구성	
박철완 외 14 인	29.20%
국민연금공단	9.93%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-9%	-29%	-27%
절대기준	-2%	-1%	32%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	160,000	160,000	-
EPS(25)	12,315	12,400	▼
EPS(26)	15,060	14,267	▲

금호석유화학 상대주가 (%)



금호석유화학 (011780)

첫 파도는 부타디엔이 될 것이다

국내 구조조정으로 인한 수혜 발생

국내 구조조정의 1차 가격 반응이 부산물 중 부타디엔에서 먼저 나타날 수 있다는 점은 금호석유화학에 구조적으로 유리하다. 특히 SBR/BR 등 범용고무의 증설이 제한적인 점과 역내 경쟁 NB Latex 업체들(Synthomer, Zeon 등)의 설비 폐쇄 등은 동사와 같은 부타디엔 유도체 생산능력이 큰 업체에 긍정적으로 작용할 전망이다.

합성고무, 수요 안정성 유지

합성고무는 흔히 범용화학 제품으로 분류되지만, 산업 현장에서는 전혀 다르게 취급된다. 타이어, 자동차, 산업용 벨트, 의료/전기/전자부품에 사용되는 고무는 단순한 원가 절감 대상이 아니라 제품 성능과 안정성을 좌우하는 핵심 요소다. 특히 고성능 타이어, 전기차용 저구름저항 타이어, 고내구 산업재 영역에서는 오랜 기간 검증된 품질과 고객 인증이 진입장벽으로 작용한다. 이 구조에서는 고객사가 공급사를 쉽게 바꾸지 않으며, 이는 동사가 사이클 저점에서도 일정 수준의 수요 안정성을 유지할 수 있는 근본적 이유다.

유틸리티 사업 보유 강점

동사처럼 유틸리티/스팀 보유 및 통합 운영 역량이 있는 업체는 구조조정 국면에서 더 높은 평가를 받을 수 있다. 핵심 논리는 제품 스프레드가 좋아서가 아니라, 산업이 흔들릴 때도 가동을 유지할 유인이 더 크고, 유틸리티 사업이 화학 시황 변동성을 일부 상쇄하는 현금흐름 완충재가 될 수 있기 때문이다.

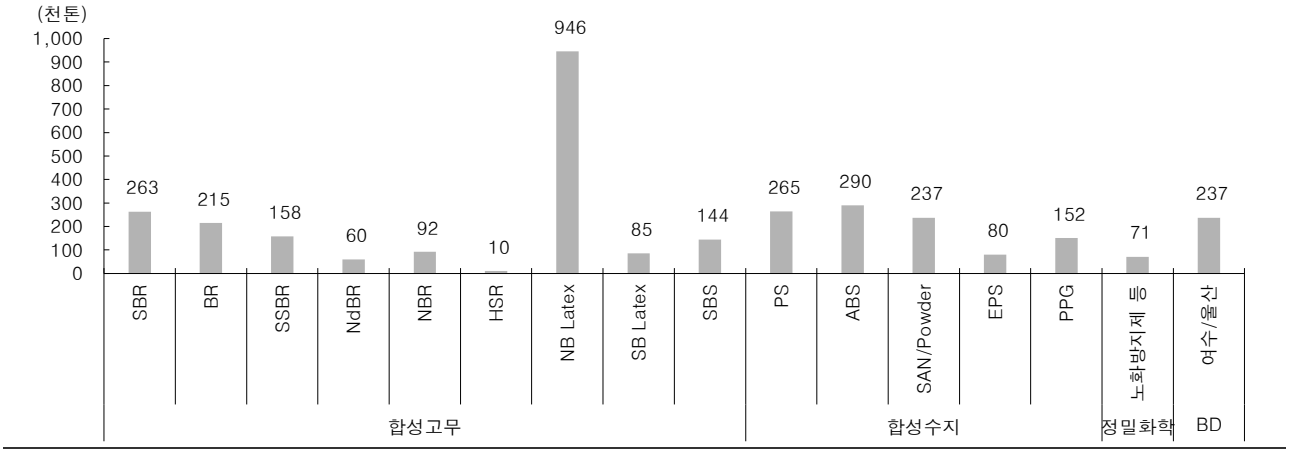
조용히 복리로 작용하는 자산

동사는 산업에 반드시 필요한 소재를 만들고, 선별적 투자로 무리하지 않는 재무구조를 유지하며, 다음 사이클을 버틸 수 있는 업체로 평가된다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,323	7,155	7,100	7,439	7,956
영업이익	359	273	328	387	435
세전이익	485	408	449	561	623
당기순이익	447	349	364	438	486
EPS(원)	13,880	11,321	12,315	15,060	16,710
증가율(%)	-55.0	-18.4	8.8	22.3	11.0
영업이익률(%)	5.7	3.8	4.6	5.2	5.5
순이익률(%)	7.1	4.9	5.1	5.9	6.1
ROE(%)	7.8	5.9	5.9	6.7	7.1
PER	9.6	8.0	9.8	7.8	7.0
PBR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.3	5.1	4.9	4.0	3.3

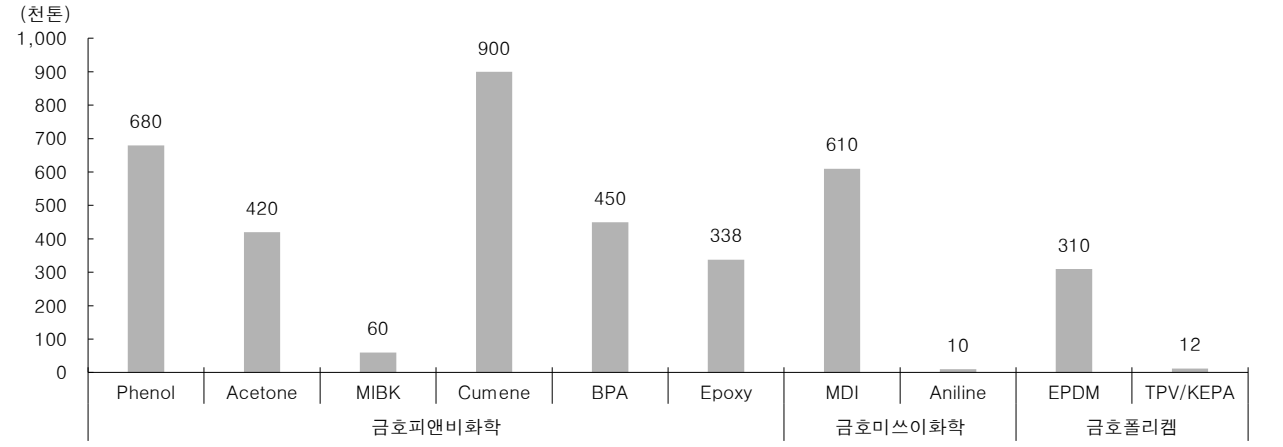
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 60. 금호석유화학 주요 제품 생산능력 현황(2025년 기준)



자료: 금호석유화학, IBK투자증권

그림 61. 금호석유화학 화학계열사 주요 제품 생산능력 현황(2025년 기준)



자료: 금호석유화학, IBK투자증권

표 6. 금호석유화학 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**1,667**	**1,852**	**1,828**	**1,807**	**1,908**	**1,773**	**1,644**	**1,775**	**6,323**	**7,155**	**7,100**	**7,439**
합성고무	596	708	733	758	757	675	632	742	2,162	2,795	2,806	2,698
합성수지	322	332	313	316	336	298	273	267	1,250	1,283	1,174	1,438
페놀유도체	413	460	417	376	441	444	379	380	1,514	1,665	1,644	1,702
EPDM 등	336	353	365	357	374	356	360	386	1,397	1,411	1,477	1,601
영업이익	**79**	**119**	**65**	**10**	**121**	**65**	**84**	**57**	**359**	**273**	**328**	**387**
%OP	4.7	6.4	3.6	0.6	6.3	3.7	5.1	3.2	5.7	3.8	4.6	5.2
합성고무	25	47	11	18	46	9	31	23	97	101	108	174
합성수지	-1	1	-9	-10	5	5	4	9	-6	-18	24	19
페놀유도체	-3	6	1	-22	2	-2	-14	-14	3	-18	-29	60
EPDM 등	57	66	62	23	68	54	63	40	265	208	224	255

자료: 금호석유화학, IBK투자증권

금호석유화학 (011780)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	6,323	7,155	7,100	7,439	7,956
증가율(%)	-20.7	13.2	-0.8	4.8	7.0
매출원가	5,677	6,569	6,470	6,735	7,183
매출총이익	646	586	630	703	773
매출총이익률 (%)	10.2	8.2	8.9	9.5	9.7
판관비	287	313	303	316	338
판관비율(%)	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
영업이익	359	273	328	387	435
증가율(%)	-68.7	-24.0	20.1	18.2	12.4
영업이익률(%)	5.7	3.8	4.6	5.2	5.5
순금융손익	14	8	-19	29	40
이자손익	12	0	-16	-5	5
기타	2	8	-3	34	35
기타영업외손익	1	33	7	11	12
종속/관계기업손익	111	93	134	133	136
세전이익	485	408	449	561	623
법인세	38	59	85	123	137
법인세율	7.8	14.5	18.9	21.9	22.0
계속사업이익	447	349	364	438	486
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	447	349	364	438	486
증가율(%)	-56.2	-22.0	4.4	20.2	11.0
당기순이익률 (%)	7.1	4.9	5.1	5.9	6.1
지배주주당기순이익	447	349	364	438	486
기타포괄이익	-49	-14	13	0	0
총포괄이익	398	335	377	438	486
EBITDA	610	548	638	686	739
증가율(%)	-56.1	-10.2	16.4	7.6	7.6
EBITDA마진율(%)	9.6	7.7	9.0	9.2	9.3

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,571	2,711	3,083	3,483	3,955
현금및현금성자산	452	429	866	1,134	1,444
유가증권	537	351	384	406	434
매출채권	742	869	839	888	949
재고자산	746	958	891	944	1,008
비유동자산	5,408	5,629	5,543	5,605	5,666
유형자산	3,965	4,102	4,032	4,089	4,140
무형자산	37	38	42	37	32
투자자산	1,139	1,213	1,291	1,292	1,293
자산총계	7,980	8,340	8,626	9,088	9,621
유동부채	1,530	1,534	1,480	1,630	1,798
매입채무및기타채무	494	544	416	441	471
단기차입금	346	346	386	408	436
유동성장기부채	181	109	129	199	269
비유동부채	616	764	838	786	739
사채	0	100	154	154	154
장기차입금	295	328	308	238	168
부채총계	2,146	2,298	2,317	2,416	2,537
지배주주지분	5,829	6,038	6,307	6,671	7,082
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	404	404	403	403	403
자본조정등	-38	-32	-26	-26	-26
기타포괄이익누계액	-95	-73	-57	-57	-57
이익잉여금	5,392	5,571	5,820	6,183	6,594
비지배주주지분	5	4	1	1	2
자본총계	5,834	6,042	6,309	6,672	7,083
비이자부채	1273	1363	1281	1357	1450
총차입금	873	935	1,036	1,059	1,087
순차입금	-116	154	-213	-481	-791

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	13,880	11,321	12,315	15,060	16,710
BPS	184,646	198,885	217,083	229,587	243,741
DPS	2,900	2,200	2,900	2,900	2,900
밸류에이션(배)					
PER	9.6	8.0	9.8	7.8	7.0
PBR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.3	5.1	4.9	4.0	3.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-20.7	13.2	-0.8	4.8	7.0
EPS증가율	-55.0	-18.4	8.8	22.3	11.0
수익성지표(%)					
배당수익률	2.2	2.4	2.4	2.5	2.5
ROE	7.8	5.9	5.9	6.7	7.1
ROA	5.7	4.3	4.3	4.9	5.2
ROIC	10.1	7.3	7.3	8.8	9.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	36.8	38.0	36.7	36.2	35.8
순차입금 비율(%)	-2.0	2.5	-3.4	-7.2	-11.2
이자보상배율(배)	11.8	8.2	7.2	7.7	8.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.9	8.9	8.3	8.6	8.7
재고자산회전율	8.1	8.4	7.7	8.1	8.2
총자산회전율	0.8	0.9	0.8	0.8	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	631	322	556	482	513
당기순이익	447	349	364	438	486
비현금성 비용 및 수익	195	251	263	125	116
유형자산감가상각비	244	267	301	293	299
무형자산상각비	8	9	9	6	4
운전자본변동	101	-297	-54	-77	-94
매출채권등의 감소	-66	-110	34	-50	-61
재고자산의 감소	78	-213	67	-53	-65
매입채무등의 증가	147	41	-129	25	30
기타 영업현금흐름	-112	19	-17	-4	5
투자활동 현금흐름	-592	-259	-196	-370	-379
유형자산의 증가(CAPEX)	-590	-436	-242	-350	-350
유형자산의 감소	2	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-8	-16	103	-1	-1
기타	4	191	-57	-19	-28
재무활동 현금흐름	-153	-91	76	156	176
차입금의 증가(감소)	200	113	36	-70	-70
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-353	-204	40	226	246
기타 및 조정	-1	5	0	0	0
현금의 증가	-115	-23	436	268	310
기초현금	567	452	429	866	1,134
기말현금	452	429	866	1,134	1,444

롯데케미칼 (011170)

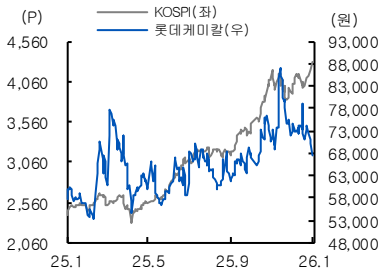
매수 (유지)

목표주가 (유지)	107,000원
현재가 (1/2)	67,500원
KOSPI (1/2)	4,309.63pt
시가총액	2,887십억원
발행주식수	42,775천주
액면가	5,000원
52주 최고가	87,000원
최저가	53,400원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	21.3%
배당수익률 (2025F)	4.3%
주주구성	
롯데지주 외 41 인	54.58%
국민연금공단	7.39%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-16%	-26%	-35%
절대기준	-9%	4%	17%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	107,000	107,000	-
EPS(25)	-20,898	-18,756	▼
EPS(26)	2,392	3,069	▼

롯데케미칼 상대주가 (%)



사이클 대응에서 클러스터 재설계로 변화 중

포트폴리오 전환을 위한 자본 재배치 중

정부가 국내 NCC 생산 감축을 압박하는 환경에서, 롯데케미칼의 선택은 단순 감산이 아니라 클러스터 단위의 구조 재설계로 요약된다. 즉, 중복 크래커 축소, 유틸리티/원료/인력/정기보수의 통합 운영, 잔존 다운스트림의 고부가 중심 재배치라는 3가지 축으로 단기에는 손익 하방을 방어하고, 중장기에는 기초 올레핀의 변동성과 저수익성을 JV/통합 운영이라는 완충 장치로 흡수하고, 그 결과 확보되는 현금흐름/자본여력을 고부가/특화 소재로 재배치하려는 의도가 더 크다. 이에 최근 동사의 자산/지분 유동화는 포트폴리오 전환을 위한 자본 재배치로 평가된다.

대산, JV 전환으로 중복 제거하고, 원가/안정성 집중

대산은 법적/재무적 구조를 먼저 고정한 케이스다. 동사는 대산 사업을 물적분할해 신설법인을 만든 뒤 HD현대케미칼과 합병 이후 5:5 JV로 재편하는 그림이 핵심이다. 본질은 지배구조가 아니라 운영이다. 동일 산단 내 롯데+HD현대의 중복 크래커를 사실상 하나의 운영계로 통합해, 한 축은 구조적으로 축소/중단하고 다른 축에 원가 우위/운영 안정성/투자 우선순위를 집중하는 방식이다.

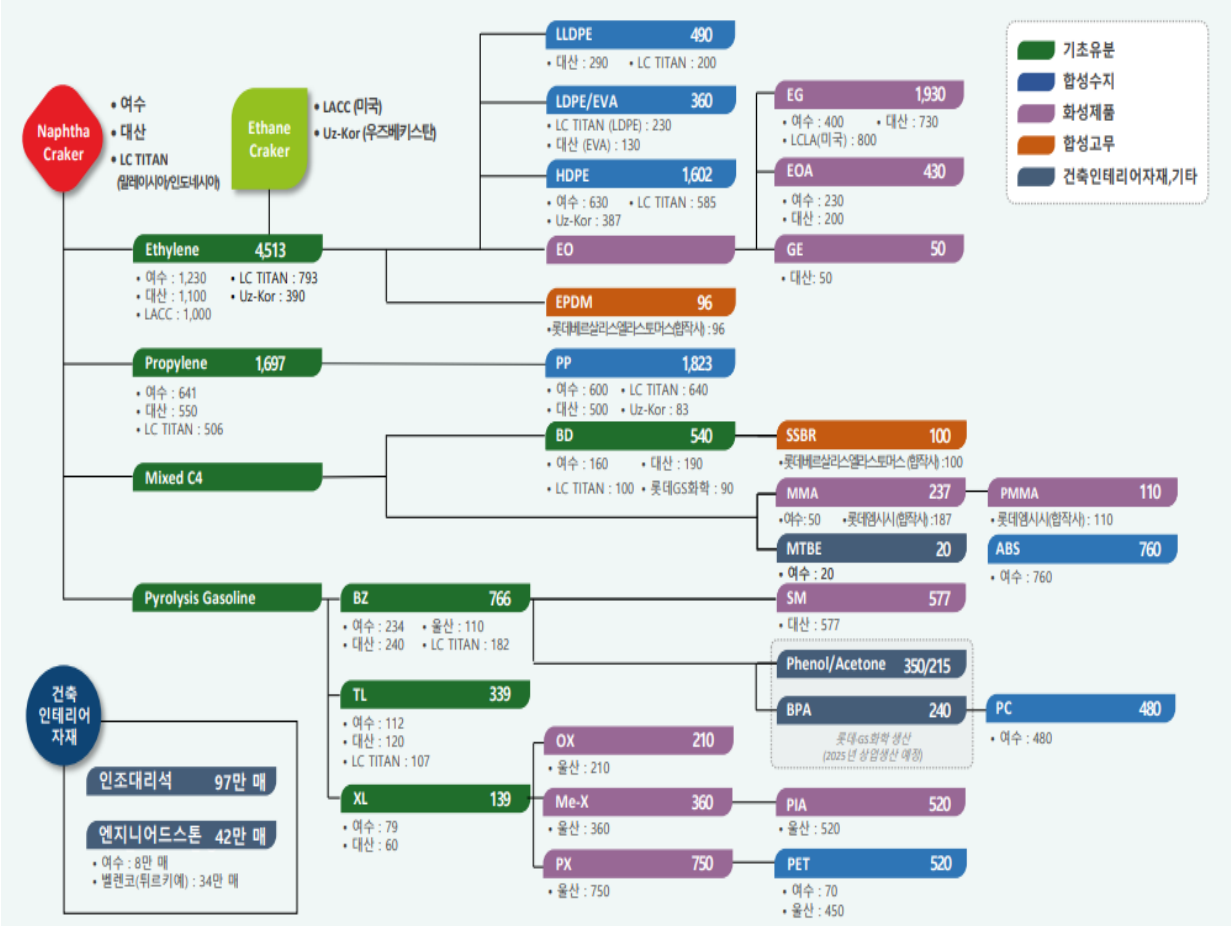
여수, 롯데-여천NCC 통합 운영으로 산단 최적해를 찾는다

여수는 이해관계가 더 복잡하다. 그래서 단순히 어느 공장을 닫는다보다 통합 운영을 통해 산단 전체의 최적 설비 조합을 도출하는 접근이 전면에 나온다. 논의되는 자구안의 큰 방향은 여천NCC-롯데 여수공장 통합 운영이며, 여천NCC 3공장 영구 셧다운이 언급되는 가운데, 추가로 여천NCC 1/2공장 또는 롯데 여수 크래커 중 추가 감축까지 패키지로 거론된다. 이는 여천NCC 단독 정리에서 끝나는 것이 아니라, 여수 산단 전체를 대상으로 남길 축과 줄일 축을 재배열하는 구조조정으로 확장되고 있음을 의미한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	19,946	20,430	19,098	21,654	22,160
영업이익	-348	-894	-720	-23	328
세전이익	-452	-2,258	-1,243	141	530
당기순이익	-50	-1,711	-894	102	384
EPS(원)	-1,194	-39,988	-20,898	2,392	8,984
증가율(%)	-169.8	3,249.7	-47.7	-111.4	275.6
영업이익률(%)	-1.7	-4.4	-3.8	-0.1	1.5
순이익률(%)	-0.2	-8.9	-5.6	0.5	1.9
ROE(%)	-0.3	-11.4	-6.5	0.8	2.9
PER	-128.3	-1.5	-3.4	28.2	7.5
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	21.1	38.9	30.1	12.7	9.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 62. 롯데케미칼 제품 포트폴리오 현황(2025년 기준, 천톤)



자료: 롯데케미칼, IBK투자증권

표 7. 롯데케미칼 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**5,086**	**4,936**	**5,080**	**5,328**	**4,902**	**4,085**	**4,786**	**5,325**	**19,946**	**20,430**	**19,098**	**21,654**
기초화학	3,549	3,607	3,628	3,308	3,246	2,687	2,687	3,092	13,923	14,092	11,713	12,402
첨단소재	1,032	1,134	1,122	1,094	1,108	1,046	1,022	1,127	4,184	4,382	4,303	4,432
정밀화학	399	422	420	429	446	425	443	452	1,769	1,671	1,766	1,979
전지소재	242	263	211	186	158	205	144	230	645	902	737	1,150
영업이익	**-135**	**-128**	**-147**	**-213**	**-127**	**-250**	**-133**	**-211**	**-348**	**-894**	**-720**	**-23**
%OP	-2.7	-2.6	-8.2	-4.0	-2.6	-6.1	-2.8	-4.0	-1.7	-4.4	-3.8	-0.1
기초화학	-130	-139	-365	-175	-113	-216	-123	-183	-501	-810	-635	-50
첨단소재	44	76	38	30	73	56	58	45	233	188	231	199
정밀화학	11	17	10	12	19	9	28	26	155	50	81	130
전지소재	4	3	-32	-40	-46	-31	-34	-30	6	-65	-141	-30

자료: 롯데케미칼, IBK투자증권, 연결 조정 생략

롯데케미칼 (011170)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	19,946	20,430	19,098	21,654	22,160
증가율(%)	-10.5	2.4	-6.5	13.4	2.3
매출원가	19,165	20,101	18,603	20,270	20,385
매출총이익	781	330	495	1,384	1,775
매출총이익률 (%)	3.9	1.6	2.6	6.4	8.0
판관비	1,129	1,224	1,215	1,406	1,447
판관비율(%)	5.7	6.0	6.4	6.5	6.5
영업이익	-348	-894	-720	-23	328
증가율(%)	-54.4	157.1	-19.4	-96.8	-1,542.4
영업이익률(%)	-1.7	-4.4	-3.8	-0.1	1.5
순금융손익	-225	-357	-403	-177	-159
이자손익	-173	-241	-227	-212	-195
기타	-52	-116	-176	35	36
기타영업외손익	100	-886	-36	241	241
종속/관계기업손익	20	-121	-84	100	120
세전이익	-452	-2,258	-1,243	141	530
법인세	-413	-433	-162	31	117
법인세율	91.4	19.2	13.0	22.0	22.1
계속사업이익	-39	-1,826	-1,081	110	413
중단사업손익	0	0	6	0	0
당기순이익	-39	-1,826	-1,075	110	413
증가율(%)	-241.1	4,551.9	-41.1	-110.2	275.6
당기순이익률 (%)	-0.2	-8.9	-5.6	0.5	1.9
지배주주당기순이익	-50	-1,711	-894	102	384
기타포괄이익	42	1,309	-401	0	0
총포괄이익	3	-517	-1,477	110	413
EBITDA	825	397	483	1,111	1,414
증가율(%)	345.1	-51.9	21.8	129.9	27.3
EBITDA마진율(%)	4.1	1.9	2.5	5.1	6.4

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,814	8,983	11,117	12,353	13,820
현금및현금성자산	2,702	2,112	4,598	5,656	6,966
유가증권	1,101	1,320	600	617	631
매출채권	2,267	2,088	2,023	2,079	2,128
재고자산	2,802	2,818	3,182	3,269	3,346
비유동자산	23,662	25,569	24,873	24,493	24,155
유형자산	14,273	16,085	16,114	15,839	15,595
무형자산	3,732	3,314	3,110	2,951	2,810
투자자산	4,494	4,656	4,065	4,075	4,084
자산총계	33,476	34,552	35,990	36,846	37,974
유동부채	6,524	8,502	10,397	10,639	10,853
매입채무및기타채무	1,354	1,276	1,720	1,767	1,808
단기차입금	3,444	2,788	3,520	3,616	3,701
유동성장기부채	676	2,548	1,547	1,547	1,547
비유동부채	6,720	6,062	6,624	7,276	7,925
사채	2,291	469	634	634	634
장기차입금	3,416	4,662	5,039	5,669	6,299
부채총계	13,244	14,564	17,021	17,915	18,778
지배주주지분	15,543	14,352	13,282	13,237	13,473
자본금	214	214	214	214	214
자본잉여금	1,943	1,730	1,860	1,860	1,860
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	422	1,346	1,021	1,021	1,021
이익잉여금	12,965	11,062	10,187	10,142	10,379
비지배주주지분	4,689	5,636	5,687	5,694	5,723
자본총계	20,233	19,988	18,968	18,931	19,196
비이자부채	3280	3900	5955	6123	6270
총차입금	9,964	10,664	11,066	11,792	12,508
순차입금	6,161	7,233	5,697	5,348	4,739

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-1,194	-39,988	-20,898	2,392	8,984
BPS	363,366	335,527	310,503	309,445	314,979
DPS	3,500	2,000	3,000	3,000	3,000
밸류에이션(배)					
PER	-128.3	-1.5	-3.4	28.2	7.5
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	21.1	38.9	30.1	12.7	9.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-10.5	2.4	-6.5	13.4	2.3
EPS증가율	-169.8	3,249.7	-47.7	-111.4	275.6
수익성지표(%)					
배당수익률	2.3	3.3	4.3	4.4	4.4
ROE	-0.3	-11.4	-6.5	0.8	2.9
ROA	-0.1	-5.4	-3.0	0.3	1.1
ROIC	-0.2	-8.5	-5.2	0.6	2.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	65.5	72.9	89.7	94.6	97.8
순차입금 비율(%)	30.5	36.2	30.0	28.2	24.7
이자보상배율(배)	-0.9	-2.1	-2.0	-0.1	0.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.2	9.4	9.3	10.6	10.5
재고자산회전율	7.5	7.3	6.4	6.7	6.7
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	790	1,542	-18	777	1,022
당기순이익	-39	-1,826	-1,075	110	413
비현금성 비용 및 수익	909	2,392	1,596	970	884
유형자산감가상각비	987	1,079	1,014	975	944
무형자산상각비	185	211	190	159	142
운전자본변동	110	1,029	-500	-91	-81
매출채권등의 감소	-92	304	-1,991	-55	-49
재고자산의 감소	216	105	-420	-87	-77
매입채무등의 증가	-203	1,495	1,793	47	42
기타 영업현금흐름	-190	-53	-39	-212	-194
투자활동 현금흐름	-5,075	-1,948	1,288	-713	-703
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,640	-2,238	-1,569	-700	-700
유형자산의 감소	92	14	28	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-17	-9	0	0
투자자산의 감소(증가)	-13	-91	-75	-10	-9
기타	-1508	384	2913	-3	6
재무활동 현금흐름	4,196	-188	928	995	990
차입금의 증가(감소)	3,047	464	1,029	630	630
자본의 증가	1,216	0	0	0	0
기타	-67	-652	-101	365	360
기타 및 조정	-19	4	288	-1	1
현금의 증가	-108	-590	2,486	1,058	1,310
기초현금	2,810	2,702	2,112	4,598	5,656
기말현금	2,702	2,112	4,598	5,656	6,966

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

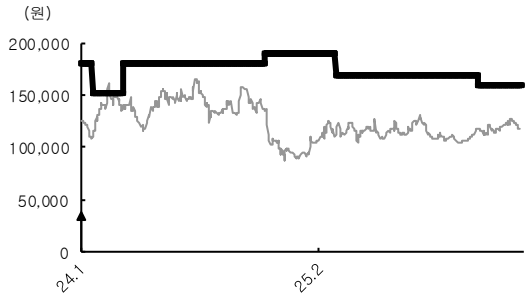
투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

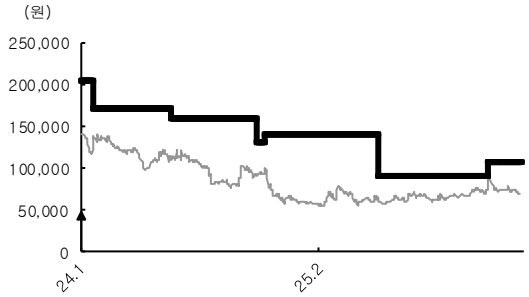
(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

금호석유화학



추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.08.07	매수	180,000	-29.52	-19.89
2024.01.23	매수	153,000	-9.07	5.56
2024.03.14	매수	180,000	-21.22	-8.22
2024.11.06	매수	190,000	-45.31	-28.26
2025.03.04	매수	170,000	-32.74	-23.35
2025.10.27	매수	160,000	-25.65	-21.00
2026.01.06	매수	160,000		

롯데케미칼



추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.10.20	매수	205,000	-27.91	-20.68
2024.01.24	매수	170,000	-29.70	-17.59
2024.06.03	매수	160,000	-39.29	-24.69
2024.10.23	매수	130,000	-28.09	-24.85
2024.11.06	매수	140,000	-54.27	-30.50
2025.05.14	매수	90,000	-27.25	-5.78
2025.11.13	매수	107,000	-30.11	-20.37
2026.01.06	매수	107,000		

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com
투자분석부				
변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com
기간산업분석부				
이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com
혁신기업분석부				
이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

"국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권"

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.