2025.07.03

화학 (Overweight)

최근 석유화학 주가 강세, 그 배경에 대한 짧은 소고

Issue Comment

[화학/정유/에너지] 전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com, [RA] 장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

최근 석유화학 업체 주가 강세, 그리고 그 배경에 대한 몇 가지 소고

이번주(6/30, 월요일) 들어 석유화학 업체 전반적으로 오랜만에 주가 큰 폭으로 상승. 지난주 금요일(6/27) 대비 금일(7/2) 종가 기준 LG화학 +23.0%, 롯데케미칼 +16.4%, 대한유화 +12.2%, 금호석유 +7.1%, SK이노베이션 +20.3% 등의 상승. 최근 들어 펀더멘털 측면에서 뭔가 뚜렷한 변화가 있었다고 보기는 어려움. 이란-이스라엘 충돌이 일단락되며 유가가 60달러 중반으로 하향 안정화되었고, 2분기 납사 하락으로 주요 제품 스팟 스프레드가 1분기 대비 개선되긴 했지만(PE +11.2%, PP +29.8%, ABS +22.0%, PVC +9.9% 등), 지난 4일간 대략 10~20%에 달하는 주가 급등을 설명하기에는 충분하지 않음

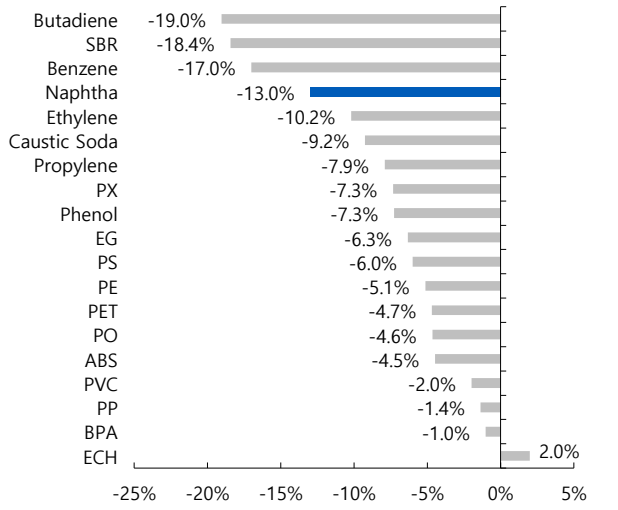
그래도 최근 주가 급등을 설명할 수 있는 배경들을 찾아보고자 고민한 끝에 당사는 이를 1)신정부 출범 이후에 본격화되고 있는 국내 석유화학 산업 구조조정 움직임, 2)미국-중국 관세협상 진전 기대, 3)미국-베트남 상호관세 합의로 인한 불확실성 해소 등이 센티멘털 측면에서 긍정적으로 작용한 것이라 판단. 수급적인 측면에서도 4)코스피가 3,100pt 수준까지 올라오는 와중에도 석유화학은 계속 소외되어 있었던 만큼 일종의 순환매 효과도 같이 있었을 것으로 추정. 그 외 당사가 미처 고려하지 못한 주가 상승을 견인한 또 다른 요인들이 파악되면 추가로 업데이트할 예정

중소형 스페셜티 대비 NCC 업체들 선호도가 우선할 수 있는 3가지 조건

한편, 펀더멘털 측면에서 유의미한 변화는 아직 없고, 일주일 동안 주가가 큰 폭으로 오른 만큼 현 레벨에서 추가 강세 및 추세적인 상승을 논하기에는 조심스러움. 그러나 **최근 석유화학 구조조정 이슈와 베트남 상호관세는 중장기적으로 국내 화학업체들 영업여건에 긍정적 변화를 야기할 만한 이벤트인 만큼 하반기는 석유화학 업종에 대한 관심을 조금씩 가질 필요**가 있음. 현 시점에서 업종 의견은 2025년 하반기 전망 자료와 동일하게 **'화학 > 정유'** 선호, 업체는 **SK가스, 유니드, 롯데정밀, 금호석유 선호 유지**

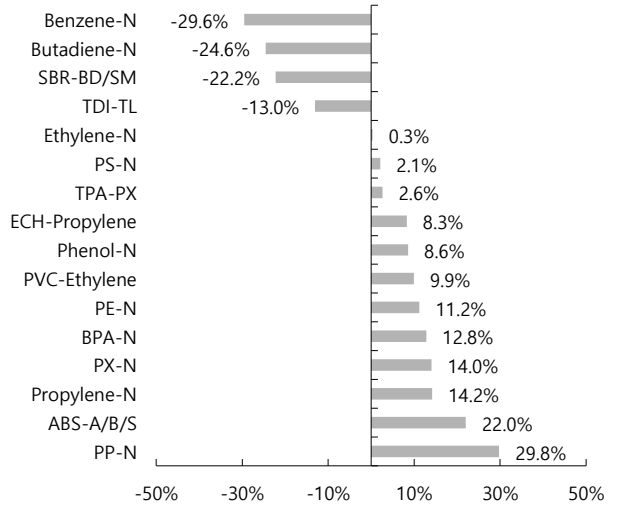
중소형 스페셜티 업체 대비 NCC 업체들의 선호도가 구조적으로 더 높아질 수 있는 몇 가지 전제조건은 1)현재 기대감만 형성되어 있는 석유화학 산업 구조조정 움직임이 보다 구체화되거나 2)미-중 상호관세 불확실성의 완전한 해소, 3)유가가 60달러 밑으로 추가 조정되는 등의 이슈가 출현할 때로 판단. 최근까지의 뉴스 플로우로는 그 시기가 그리 멀지 않았을 것으로 예상되는데, 상기 3가지 중 하나라도 유의미하게 변화되면 석유화학 업종 내 선호도를 재차 고민해 의견 업데이트할 예정

그림1. 2분기 납사 및 주요 화학제품 가격 QoQ 변동율



자료: 시스켐, iM증권 리서치본부

그림2. 2분기 주요 화학제품 스팟 스프레드 QoQ 변동율



자료: 시스켐, iM증권 리서치본부

Issue 1. 석유화학 산업 구조조정 논의 본격화

중국의 대규모 증설로 수급밸런스가 완전히 무너지며 국내 석유화학 업체들 NCC 부문에서는 약 4년째 대규모 적자가 이어지고 있고, 2027년부터는 중동 증설도 한차례 더 예정되어 있음. 특히 화학 업황 부진 장기화로 주요 업체들 재무구조가 악화되며 롯데케미칼은 AA(부정적)에서 AA-(안정적)으로 조정되었고, LG화학도 신용등급 전망이 '안정적'에서 '부정적'으로 하향되는 등 국내 석유화학 산업의 구조조정은 그 어느때보다도 절실한 때임. 이재명 대통령도 대선 기간 석유화학 산업 경쟁력 회복 지원과 <특별법> 제정을 통한 정부 주도 구조개편을 언급한 바 있는 만큼 **2025년 기점으로 국내 화학산업 구조조정 움직임 출현을 기대해볼 수 있을 듯**

마침 7/2(수) 국회에서 <석유화학 구조조정을 통한 산업재편> 주제로 개최된 미래산업포럼은 그 신호탄이 되고 있음. 국회미래연구원 김기식 원장 주최로 진행된 전일 포럼에는 산업통상자원부와 여/야당 의원 등 정부관계자, LG화학/롯데케미칼 등 화학산업의 실무진, 한국화학산업협회 등 이해관계자 전반이 참석해 석유화학 산업 구조조정 필요성과 그 대략적인 방안에 대한 논의가 이뤄졌음. 이처럼 지금까지와는 달리 **정부가 적극적 개입을 시사하고 있는 만큼 화학업체들의 자발적/비자발적 구조개편이 좀 더 활발해질 것으로 예상**

과거 일본 구조조정 사례에서 복기해보는 한국 석유화학 구조조정 방향

과거 일본은 1980년대부터 석유화학 구조조정을 시작한 바 있음. 당시 일본은 내수 침체와 1985년 플라자합의 이후 급격한 엔고로 인한 수출경쟁력 약화, 1990년대 후반 아시아 및 중동 지역에서의 증설 러쉬로 화학산업 경쟁력이 상당히 크게 훼손되었음. 현재 국내 화학산업이 처한 환경 또한 1990년대 일본이 처했던 것과 크게 다르지 않음. 오히려 지금은 중국/중동 업체들의 증설 규모가 커진 것 뿐만 아니라 정유-화학설비 통합 형태로 들어오고 있어 국내 NCC 업체들이 원가 우위를 확보하는 것이 사실상 불가능해졌음. 여기에 산업용 전기요금 인상 지속으로 2022년 기준 약 70% 이상 높아진 유틸리티 비용도 국내 업체들의 원가 부담을 더 가중시키고 있음

과거 1980년대부터 시작된 일본 석유화학 구조조정 사례를 복기해보면, 정유/화학 모두 범용부문에서는 소규모 설비 통합 이뤄진 후 상대적으로 더 최신이거나 규모가 커서 조금이나마 효율성 높은 설비로 생산 이전, 공동투자/판매사 설립 등의 형태로 진행되었음. 이와 동시에 R&D 보조금 지원 및 세제혜택 등을 통해 스페셜티 부문 확대를 장려하는 two-track 전략이 구사되었음. 국내 석유화학 구조개편도 이와 크게 다르지 않은 방향으로 추진될 가능성 높음. 그러나 현재는 NCC, 특히 범용 부문의 개편이 가장 절실한 만큼 업스트림에서 구조조정 먼저 진행될 듯. **중국/중동 증설 안에서 조금이나마 경쟁력 확보하려면 CDU-NCC 협력 통한 feedstock 절감 필요한 만큼 GS-LG화학, HD현대-롯데케미칼 등의 설비 통합이 가장 유력한 시나리오로 예상**. 그 외 업체들의 경우 S-Oil은 2026년 하반기 샤힌프로젝트 가동 등 독자 행보를 보이고 있고, SK이노베이션은 이미 정유-화학 설비를 함께 운영 중이기도 하지만, SK-On 수익성 개선 및 그룹사 전체적인 차입금 축소 등이 더 시급한 과제이기 때문에 석유화학 구조조정 논의까지 하기에는 여력이 없을 듯

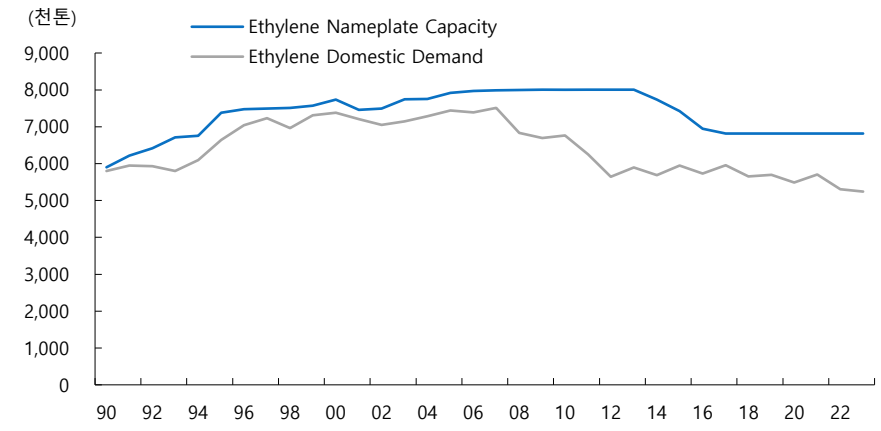
실제로 최근 언론보도된 내용에 따르면, 롯데케미칼-HD현대 대산설비 통폐합이 논의 중에 있는 것으로 파악. 구체적 형태는 미정이나, 양사 합작사 현대케미칼(HD현대오일뱅크 60%-롯데케미칼 40% 지분, 에틸렌 CAPC 85만톤)에 롯데케미칼 설비(110만톤) 이전해서 공동생산 및 판매하는 한편, 중장기적으로는 일부 설비를 폐쇄하는 방안이 가장 유력하게 검토 중에 있음. LG화학도 전일 포럼에서 정유사와의 수직통합은 5% 이상의 원가 절감과 운영 효율성을 누릴 수 있다고 언급하며 정유사와의 협력 가능성을 시사하였음. 물론, **이 같은 석유화학 구조조정 진행에도 단기 내 국내 업체들 경쟁력 향상 또는 업황 회복을 기대하긴 어렵겠지만, 국내 석유화학산업 그 자체와 각 업체들의 지속성에는 확실히 힘 실어줄 수 있을 것. 유가 하향 안정화와 오랜 숙제인 산업 구조개편으로 2025년 상반기가 업황 측면에서도, 주가 측면에서도 바닥일 것으로 예상. 하반기는 확실히 좀 더 숨통이 트이는 시기가 될 전망**

표1. 주요 화학 업체 신용등급 조정 현황 및 최근 논의되고 있는 구조조정 내용

주요 이슈	업체	평가기관	날짜	기존	변경
신용등급 하향	롯데케미칼	한신평, NICE신평, 한기평	2025-06-30	AA/부정적	AA-/안정적
	효성화학	NICE신용평가	2025-06-30	BBB+/부정적	BBB/부정적
		한국신용평가	2025-06-27	BBB+/부정적	BBB/안정적
	LG화학	한국기업평가	2025-06-19	AA+/안정적	AA+/부정적
		무디스	2024-12-12	A3/부정적	Baa1/부정적
	SK이노베이션	무디스	2025-03-14	Baa3/부정적	Ba1/부정적
주요 이슈	업체	구조조정 논의 세부사항(언론보도 기준)			
최근 구조조정 논의 내용	롯데케미칼-HD현대	대산설비 통폐합: 현대케미칼로 설비 이전해서 공동생산하고 중장기적으로 경쟁력 열위한 일부 설비 폐쇄			
	LG화학	정유사와 협력 필요성 언급: 원가 5% 이상 절감 가능 및 운영 효율성 개선 가능 (7/2 국회포럼)			

자료: 한국신용평가, NICE신용평가, 한국기업평가, 언론 종합, iM증권 리서치본부

그림3. 일본 에틸렌 생산설비 및 내수 수요 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

표2. 일본 합성수지 업계의 통폐합 현황

분류	PE		PP		PS		PVC	
	1994년	2006년	1994년	2006년	1994년	2006년	1994년	2006년
생산기업 수	14개	8개	14개	4개	9개	4개	16개	7개
평균 생산능력(천톤)	253	429	184	697	150	261	165	335
상위 2사 점유율	34%	56%	27%	69%	43%	70%	30%	47%

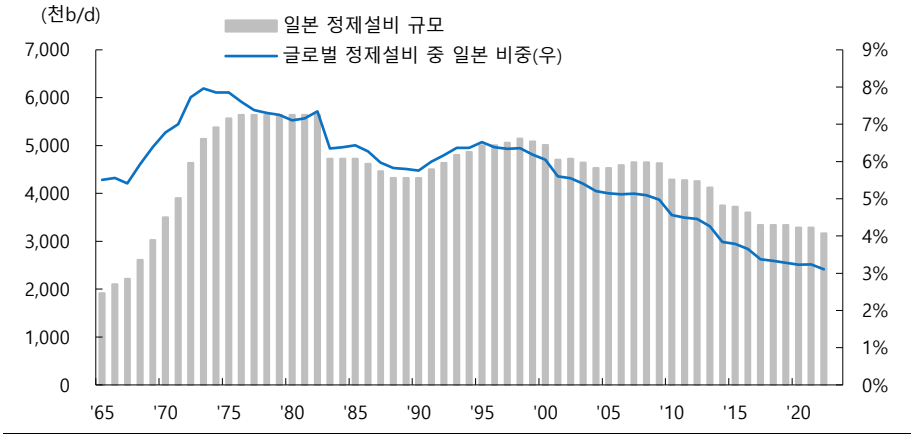
자료: 한국산업연구원, 하이투자증권

표3. 1990~2000년대 일본 석유화학산업의 구조조정 움직임

형태	통합 대상 기업명	통합 후 출범 회사	시기
기업합병	미쓰비시화성 - 미쓰비시석유화학	미쓰비시화학	1994.10
	미쓰이도아쓰 - 미쓰이석유화학	미쓰이화학	1997.10
합성수지 부문 사업 통합	폴리올레핀		
	쇼와전공(65%) - 닛폰석유화학(35%)	닛폰폴리올레핀 설립	1995.06
	미쓰비시화학(50%) - 도넨화학(50%)	닛폰폴리켐 설립	1995.06
	미쓰이화학(50%) - 스미토모화학(50%)	미쓰이스미토모 폴리올레핀 설립	2002.04
	폴리에틸렌(PE)		
	마루젠폴리머(50%) - 칫소(50%)	HDPE 공동판매사 '게이요폴리에틸렌' 설립	1997.08
	닛폰폴리켐(50%) - 닛폰폴리올레핀(42%) -미쓰비시상사 플라스틱(8%)	닛폰폴리에틸렌 설립	2003.09
	폴리프로필렌(PP)		
	미쓰이석유화학(50%) - 우베흥산(50%)	그랜드폴리머 설립	1995.07
	미쓰이도아쓰화학	PP사업을 그랜드폴리머에 통합	1997.07
	몬텔그룹(50%) - 쇼와전공(32.5%) - 닛폰석유화학(17.5%)	몬텔SDK선라이즈 발족	1999.06
	이데미쓰(50%) - 도쿠야마(50%)	제조합작회사 '도쿠야마폴리프로' 설립	2001.04
	미쓰이화학	그랜드폴리머 흡수합병	2002.04
	닛폰폴리켐(65%), 칫소(35%)	닛폰폴리프로 설립	2003.10
	염화비닐수지(PVC)		
	닛폰제온(40%) - 스미토모화학(30%) - 도쿠야마(30%)	신제일염비 설립	1995.07
	토소(37%) - 미쓰이도아쓰(37%) - 전기화학(26%)	다이요염비 설립	1996.01
	미쓰비시화학(60%) - 도아합성(40%)	비텍 설립	2000.04

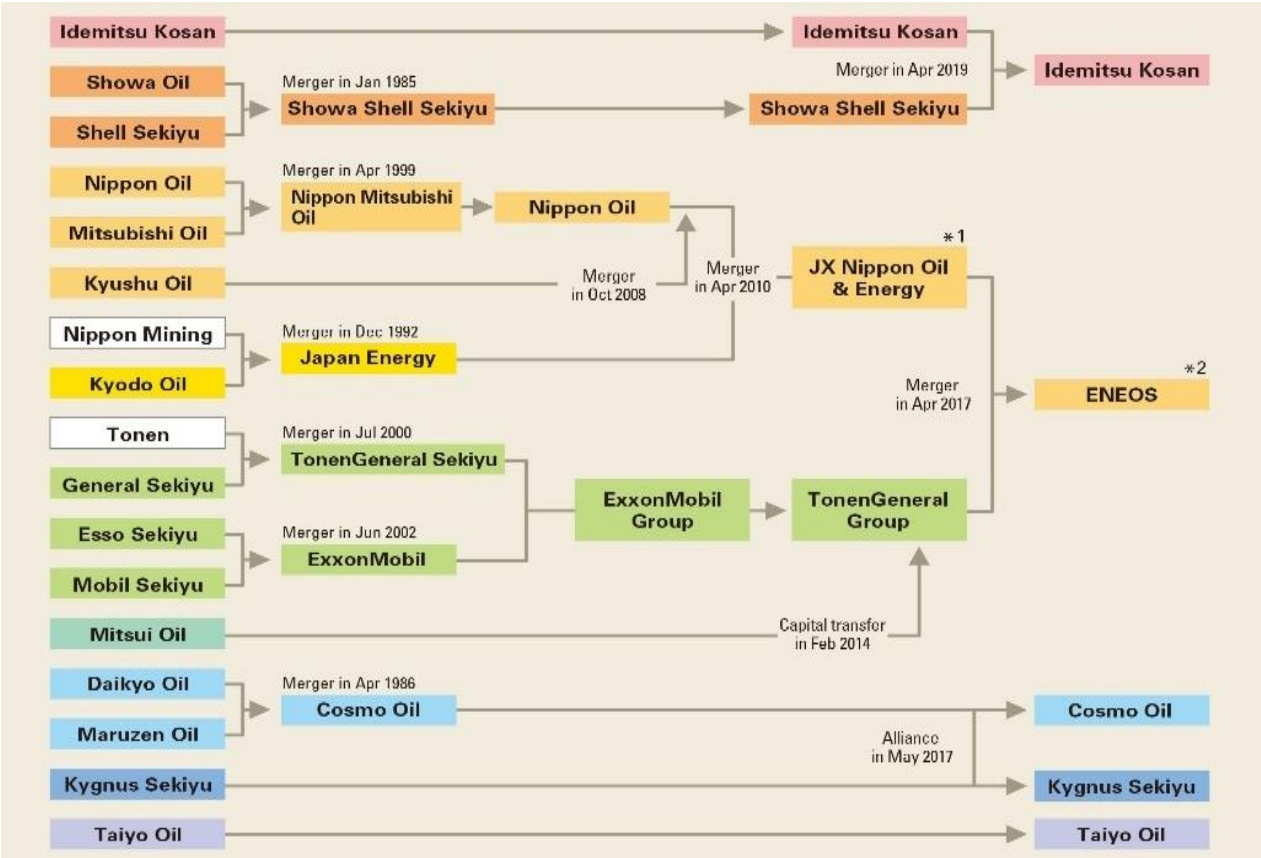
자료: 한국산업연구원, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 일본 정제설비 규모 및 글로벌 시장 내 비중 추이



자료: BP, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 일본 정유업체 구조조정 과정



자료: PAOJ, 하이투자증권 리서치본부

Issue 2. 베트남 상호관세 20% 합의, 국내 화학업체들도 최악의 상황은 피했다

관세협상 종료를 약 일주일 남겨 두고 7/2(수) 미국은 베트남과 상호관세 20% 부과에 합의했다고 공식 발표. 이번에 합의된 20% 세율이 절대적으로 낮은 숫자라고 볼 수는 없지만, 최초에 미국이 베트남에 책정했던 46% 대비로는 대폭 인하된 수준이고 당장 다음주부터 예정되었던 고율관세 부과의 불확실성이 소멸되었다는 점에서는 긍정적이라고 볼 수 있음. 이는 **금일 화학업체들 주가 전반을 끌어올리는 주요 요인으로 작용했던 것으로 해석**

국내 석유화학 제품 중에서 미국으로 수출되는 비중은 대부분 2~5% 남짓에 그치고, 많아야 2024년 기준 ABS 8.9%, PC 19.4% 등이라 화학업체들이 미국의 한국산 상호관세로 받을 직접적인 충격은 그리 크지 않음. 오히려 한국산에 대한 상호관세보다는 가전 및 전자제품, 자동차 등 화학제품 전방산업들의 공장이 주로 운영되고 있는 베트남/중국에 대한 상호관세율이 더 중요한 요인임. 베트남/중국산에 고율관세가 부과될 경우 전방에서의 비용 인상이 이루어질 수밖에 없고, 이는 화학업체들에게도 그 부담이 일부 전가되면서 부정적인 영향이 불가피했음. 그러나 **금일 미국과 베트남의 상호관세 하향 합의로 국내 석유화학 업체들 역시 최악의 상황은 피한 것으로 판단. NCC 업체들 뿐만 아니라 베트남에 설비 집중도가 높은 효성첨단소재, 효성티앤씨 등에게도 긍정적**

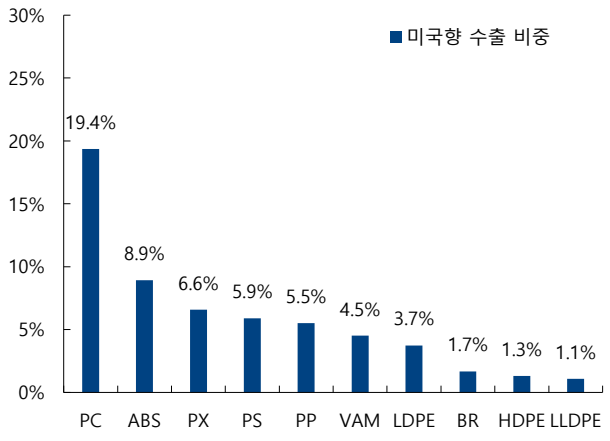
한편, 중국과의 상호관세 협상은 아직 최종적으로 해결되지 않았고 90일 간의 유예 고려하면 8월 중순까지 협상이 이뤄져야 하는 만큼 여전히 불확실성으로 남아 있음. 그러나 6/12 중국은 희토류를, 미국은 중국 유학생에 대한 제재 완화하는 등 양국 합의가 일부 제한적으로 이뤄져 아직까지는 그렇게 나쁘진 않은 분위기. 늘 극단까지 으름장을 놓았다가 결국은 제자리로 돌아오거나 대폭 양보하는 트럼프의 TACO 기조까지 감안하면 **8월 예정된 중국과의 상호관세 협상도 현 수준에서 더 악화될 가능성은 제한적이고, 오히려 조금이나마 개선되는 시나리오도 기대해볼 수 있을 듯**. 베트남에 이어 중국 상호관세 해소도 국내 화학업체들에게는 긍정적

중소형 스페셜티 대비 NCC 업체들 선호도가 우선할 수 있는 3가지 조건

여전히 펀더멘털 측면에서의 유의미한 개선이 부재함에도 불구하고, 이번주 **화학업체들 주가가 급등한 배경은 1)신정부 출범 이후 본격화되고 있는 국내 석유화학 산업 구조조정 움직임, 2)미-중 관세협상 진전 기대, 3)미국-베트남 상호관세 합의로 인한 불확실성 해소 등이 센티멘털 측면에서 긍정적으로 작용한 것이라 판단. 수급 측면에서도 4)코스피가 3,100pt 수준까지 올라오는 와중에도 석유화학 업종은 계속 소외되어 있었던 만큼 일종의 순환매 효과도 같이 있었던 것으로 추정**

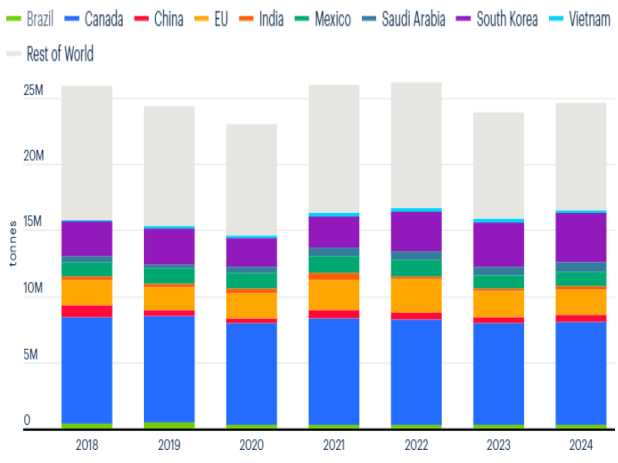
앞서 언급한 것처럼 펀더멘털 측면에서 아직 의미있는 변화가 없고, 일주일 동안 주가도 큰 폭으로 오른 만큼 현 레벨에서 추가 강세 및 추세적인 상승을 논하기는 조심스러움. 그러나 석유화학 구조조정과 베트남 상호관세 합의는 중장기적으로 국내 화학업체 영업여건에 긍정적으로 작용할 수 있어 하반기 석유화학 업종에 대한 관심은 가질 필요. 현 시점에서는 '화학 > 정유' 선호, 업체는 SK가스, 유니드, 롯데정밀, 금호석유 선호도 유지. **중소형 스페셜티 대비 NCC 선호도가 구조적으로 더 높아질 수 있는 몇 가지 전제조건은 1)현재 기대감만 형성되어 있는 석유화학 산업 구조조정 움직임이 보다 구체화되거나 2)미-중 상호관세 불확실성의 완전한 해소, 3)유가가 60달러 밑으로 추가 조정되는 등의 이슈가 출현할 때**로 판단. 최근까지의 뉴스 플로우로는 그 시기가 그리 멀지 않았을 것으로 예상되는데, 상기 3가지 중 하나라도 유의미하게 변화되면 화학업종 내 선호도 재차 업데이트할 예정

그림6. 한국의 주요 화학제품별 미국 수출 비중 (2024년 기준)



자료: ICIS, iM증권 리서치본부

그림7. 2018년 이후 미국 석유화학 제품 수입국별 규모 추이



자료: ICIS, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준)

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%