정유/화학
(Overweight)

롯데케미칼 대산 구조조정 코멘트

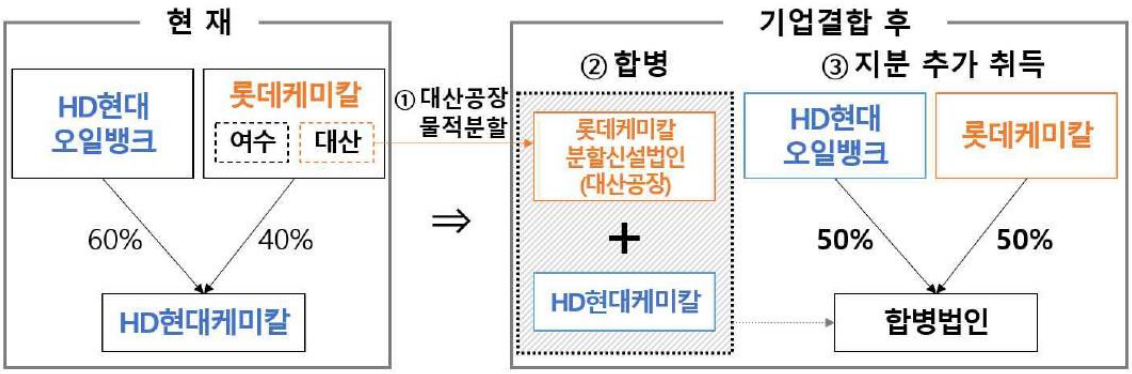
화학 산업 포인트

국내 화학 기업들은 석유제품 나프타를 분해해 화학 제품 기초원료인 에틸렌을 생산하는 NCC(나프타분해설비)를 운영 중이다. NCC 의 수익성에 가장 큰 영향을 미치는 변수는 수요이며, 그 다음으로 공급, 원재료 가격(국제유가)을 꼽을 수 있다.

에너지/인프라/배터리 황성현_ 02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

- 11/26, 롯데케미칼은 HD현대케미칼과 공동 사업재편계획 승인 심사를 신청하고 관련 내용으로 컨퍼런스콜을 진행. 향후 일정으로는 산업부 승인 후 공정위 기업결합 심사 절차를 밟아 통합 추진이 예상됨. 산업부 승인 이후 즉시 설비가 가동 중단되는 것은 아니며, 통합법인 설립 이후 단계적으로 포트폴리오 리밸런싱이 진행될 예정. 통합법인의 구조는 롯데케미칼 대산공장을 물적분할해 HD현대케미칼과 합병하고 지분 50:50의 통합법인을 설립하는 형태이며, 단기적으로는 효율화(고정비 절감), 중장기적으로는 고부가 중심 포트폴리오 추진이 기대됨
- 대산 공장의 업스트림(에틸렌) 생산능력은 롯데 110만톤, HD현대케미칼 85만톤. 다운스트림은 롯데가 LDPE/LLDPE 35/30만톤, PP 49만톤, EG 73만톤, BD 19만톤, 벤젠 24만톤, SM 58만톤이며, HD현대는 LDPE 30만톤, HDPE 55만톤, PP 50만톤, BD 16만톤, 벤젠 41만톤, 자일렌 135만톤 등으로 구성되어 있음. 언론에서 언급된 것처럼 크래커 한 기를 장기간 정지할 경우, 기초유분을 하나의 크래커에서 재배분해, 저마진 제품을 먼저 줄이고 수익성이 우위에 있는 라인에 물량을 몰아주는 운영을 하겠다는 뜻으로 해석됨. 또한 크래커 영구 폐쇄보다는 장기 가동 중단(3년)을 통해 시황에 따라 유동적으로 운영을 할 것으로 예상
- 통상적으로 불황기에 다운스트림 가동률이 떨어질수록 고정비가 증가하므로 남길 크래커가 단지 전체 다운스트림의 고정비를 최대한 분산시킬 수 있어야 하고, 유틸리티 비용 절감 등 최적화 효과가 커야 함. 롯데의 다운스트림 규모가 더 커서 롯데 NCC를 메인으로 남길 수도 있지만, 최근 언론에 공개된 바에 의하면 HD현대의 NCC를 유지해 공급과잉 정도가 큰 화섬 밸류체인보다 PE, PP 중심의 가동도 예상되고 있음
- 동사는 통합만으로 1,000억원 이상의 손익 개선을 전망. 이는 2022~2024년 지속된 불황 시나리오를 가정해 에틸렌-납사 변동비 스프레드를 200달러/톤 수준으로 산출한 수치. 또한 추가로 물량 감소에 따른 물류비, 판관비 등 비용 감소까지 고려하면 유의미한 수익성 개선을 기대할 수 있다는 취지로 언급. 당사 추정에 의하면 통합 법인 출범 후 마진 개선 규모는 50달러/톤 수준으로 기대되며, 중국/유럽의 구조조정이 진행되며 시황 반등 시 흑자 전환도 가능하다고 판단. 현재의 낮은 주가 레벨(PBR 0.27배)에서는 주가에 충분히 긍정적인 이슈라고 판단함. 기존 투자의견 BUY와 목표주가 115,000원을 유지함

도표 1. 롯데케미칼-HD 현대케미칼 기업결합 구조



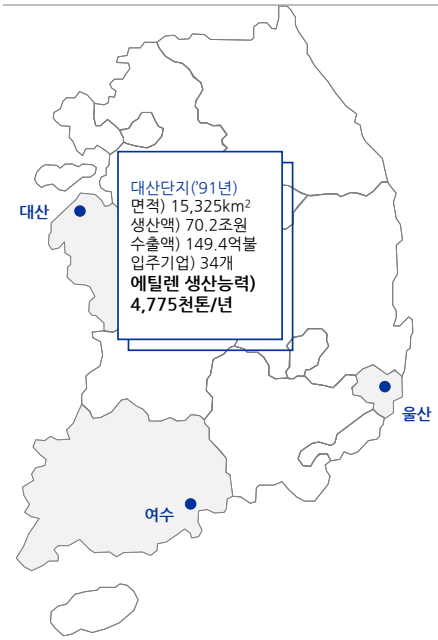
자료: 공정거래위원회, 유진투자증권

도표 2. 국내 3 대 석유화학단지 현황 비교

구분		울산	여수	대산
단지 구분		국가 산업단지	국가 산업단지	민간 산업단지
단지 내 주요업종		화학, 정유, 조선, 자동차	화학, 정유	화학, 정유
석유화학단지 가동시기(년)		1972	1979	1991
면적(만평)		2,248	1,545	463
입주 기업수 (개)	제조업 전체	1,013	255	115
	정유, 화학	318	137	34
	비중(%)	31.4	53.7	29.6
종사자수 (천명)	제조업 전체	109	24	8
	정유, 화학	20	22	5
	비중(%)	18.6	93.2	66.7
생산액 (조원)	제조업 전체	240	88	81
	정유, 화학	116	86	70
	비중(%)	48.2	98.4	86.3
수출액 (억달러)	제조업 전체	809	319	170
	정유, 화학	353	314	150
	비중(%)	43.7	98.3	88.1
정유공장	개수	2	1	1
	업체명	S-OIL, SK에너지	GS칼텍스	HD현대오일뱅크
원유처리능력	CAPA(천b/d)	1,884	800	520
	국내 비중(%)	58.8	25.0	16.2
NCC 공장	개수	2	4	4
	업체명	대한유화, SK지오센트릭	롯데케미칼, LG화학, YNCC, GS칼텍스	롯데케미칼, LG화학, 한화토탈, HD현대케미칼
에틸렌	CAPA(천톤/년)	1,760	6,415	4,775
	국내 비중(%)	13.6	49.5	36.9
유도품	개수	89	92	56
3개 부문 생산능력	CAPA(천톤/년)	10,160	10,314	7,831
	합성수지	5,655	8,139	5,963
	합섬원료	4,242	1,900	1,648
	합성고무	263	275	220
	단지내 비중(%)	100	100	100
	합성수지	55.7	78.9	76.1
	합섬원료	41.8	18.4	21.0
	합성고무	2.5	2.7	2.9

자료: 유진투자증권

도표 3. 대산 석유화학단지 노후화 설비 리스트 및 산업 전환 전략

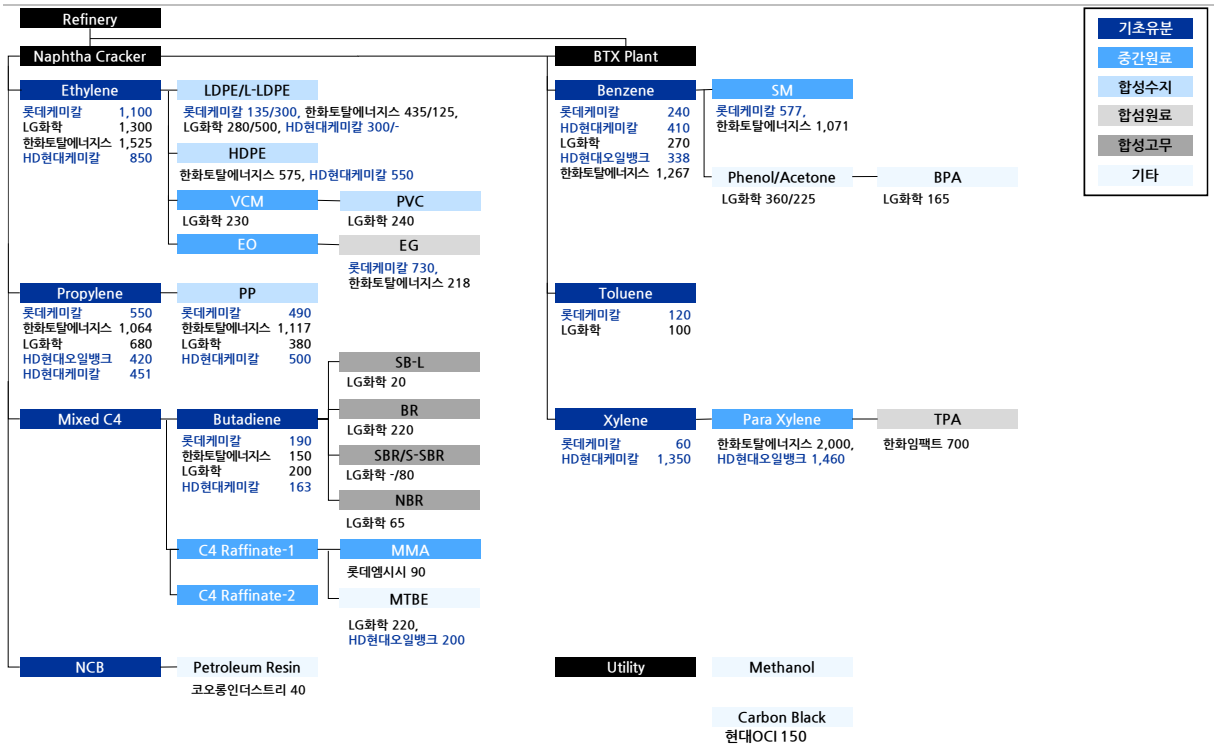


제품명	회사명	위치	가동년도 (년)	2025년 용량 (천톤/년)	국내 용량 (천톤/년)	비중 (%)
EPS	SH에너지화학	군산	1973	100	435	23.0
에폭시	국도화학	서울, 부산, 익산	1973	530	-	-

전략	주요 내용	기대 효과	현재 상태	전환 기간	예상 투자액
이차전지 소재 생산	배터리 전해질 유기용매 생산	고부가가치 사업 확대	롯데케미칼 전해질 유기용매 공장 완공	2022~2024	3,500억원
열분해유 생산	폐플라스틱으로부터 열분해유 생산	원료 대체, 순환경제 구축	LG화학 당진 열분해유 공장 완공	2023~2025	3,100억원
HVO 생산	차세대 바이오 오일 생산 (SAF, 바이오디젤, 바이오 납사)	원료 대체	LG화학-ENI 합작	2024~2027	7,140억원
CCU 메가 프로젝트	CO_2 직접 수소화 → SAF·납사 생산	원료 다변화, 저탄소 인증제품 기반	한화토탈 추진	2026~2030	약 1,800억원
에탄 터미널 및 ECC	나프타 일부를 에탄으로 대체	원료 다변화	LG화학·현대오일뱅크·한화토탈 MOU	2026~2028	미공개

자료: 유진투자증권

도표 4. 대산 석유화학단지 계통도



자료: 유진투자증권

도표 5. **롯데케미칼 실적 추이**

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	**5,086**	**5,248**	**5,200**	**4,896**	**4,902**	**4,197**	**4,786**	**5,563**	**19,946**	**20,430**	**19,336**
기초소재	2,872	2,950	2,897	2,432	2,715	2,107	2,291	2,809	11,188	11,151	9,922
타이탄	541	515	587	573	487	466	806	893	2,196	2,216	2,653
LC USA	135	142	144	168	155	114	154	165	540	590	588
첨단소재	1,032	1,134	1,122	1,094	1,108	1,046	1,022	1,153	4,184	4,382	4,329
정밀화학	399	422	420	429	446	425	443	445	1,769	1,671	1,759
롯데에너지	242	263	211	186	158	205	144	173	809	902	680
영업이익	**(135)**	**(111)**	**(414)**	**(234)**	**(127)**	**(245)**	**(133)**	**(96)**	**(348)**	**(894)**	**(606)**
기초소재	(72)	(46)	(195)	(129)	(62)	(126)	(49)	(35)	(202)	(441)	(272)
타이탄	(53)	(81)	(63)	(64)	(41)	(52)	(51)	(46)	(254)	(262)	(189)
LC USA	(6)	(12)	(107)	18	(5)	(38)	(7)	(4)	(45)	(107)	(54)
첨단소재	44	76	38	30	73	56	58	75	233	188	261
정밀화학	11	17	10	12	19	9	28	20	155	50	75
롯데에너지	4	3	(32)	(40)	(46)	(31)	(34)	(30)	12	(65)	(141)
OPM(%)	**(2.7)**	**(2.1)**	**(8.0)**	**(4.8)**	**(2.6)**	**(5.8)**	**(2.8)**	**(1.7)**	**(1.7)**	**(4.4)**	**(3.1)**
올레핀	(2.5)	(1.6)	(6.7)	(5.3)	(2.3)	(6.0)	(2.2)	(1.2)	(1.8)	(4.0)	(2.7)
타이탄	(9.8)	(15.8)	(10.7)	(11.2)	(8.4)	(11.2)	(6.3)	(5.1)	(11.6)	(11.8)	(7.1)
LC USA	(4.2)	(8.6)	(74.2)	10.9	(3.1)	(33.7)	(4.5)	(2.2)	(8.4)	(18.1)	(9.1)
첨단소재	4.3	6.7	3.4	2.7	6.6	5.4	5.6	6.5	5.6	4.3	6.0
정밀화학	2.7	4.1	2.5	2.8	4.2	2.0	6.2	4.4	8.7	3.0	4.2
롯데에너지	1.8	1.1	(15.0)	(21.5)	(29.1)	(15.2)	(23.9)	(17.3)	1.5	(7.1)	(20.8)

자료: 롯데케미칼, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)