



Credit

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



Analyst 김성만 credinal@hanafn.com
RA 김기범 kbkim1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 7월 22일 | Global Asset Research

CrediVille

석유화학산업 구조개편 현황과 신용 점검

뭉쳐있으면 죽고 흩어지면 산다

국내 1·2호 석유화학업계 구조개편안이 각각 공정거래위원회와 정부의 승인을 앞둔 가운데 중등 사태로 인해 지지부진했던 사업재편에 속도가 붙을지 주목되고 있다. 대산산단 롯데케미칼/롯데대산석화/HD현대오일뱅크/HD현대케미칼의 ‘국내 1호’ 구조개편안이 최근 공정위의 기업결합 심사 절차에 들어갔으며 ‘제2호’ 여천NCC/롯데케미칼/한화솔루션/DL케미칼 4개사가 제출한 여수산단 석유화학산업 재편안은 이르면 이번 주 정부의 승인을 받을 것으로 전망된다.

정부주도로 ‘25년 이후 추진된 화학산업 개편작업은 중국발 공급과잉 심화 등에 따른 산업 내 구조적인 사업성 저하 문제가 개별기업 차원의 자구노력 등을 통해 해소되기 어려운 성격이라는 문제의식하에 진행되고 있다. 석유화학기업들의 최근 영업실적을 보면 중등전쟁이라는 특수한 상황 발생으로 수익성이 반짝 개선되기도 하였으나 그 같은 긍정 효과는 지속성이 없었던 것으로 나타나고 있다. 6월 말 마무리된 신용평가사들의 상반기 정기평정 결과에서도 석유화학업종 기업들의 등급/전망 하향빈도는 비금융 기업 중 가장 높은 결과를 보이면서 그 같은 점을 확인해주고 있다.

그렇다면 향후에도 석유화학업종 및 관련 기업들의 신용도 전망은 최근 몇 년 동안 그랬던 것처럼 하향일변도의 추세를 지속하게 될 것인가? 아니면 정부주도의 구조개편 및 체질개선을 통해 회복의 실마리를 잡아나갈 수 있을 것인가?

우선 신용평가사들의 구조개편 시나리오 분석 결과에 따르면 개별기업 간 이합집산을 통한 설비감축(NCC에 집중되겠지만 일부 다운스트림도 포함)으로 인해 일정 부분 가동을 제고를 통한 사업성개선의 효과는 기대할 수 있는 것으로 보인다. 다만, 중국을 중심으로 한 글로벌 설비 증설 부담이 상존하는 가운데 국내적으로도 신규 저원이 설비 진입이라는 이중 부담이 상존할 가능성이 높다. 즉, 이번 구조개편은 손실 규모를 줄이는 데에는 의미가 있으나, 근본적으로 원가구조 자체를 바꾸거나 구조적 경쟁열위를 해소할 수 없는 한계를 지닌다고 볼 수 있다.

그렇다면 구조개편의 실효성 자체가 무의미한 것일까? 결론적으로 말하면 “그렇지 않다”이다. 구조개편과정에서의 사업조정 및 공동기업 설립(또는 사업양수도를 통한 지분구조조정)을 통해 참여기업들은 회계상으로는 기존 주주사의 연결 범위에서 손실과 차입금 일부를 제외하는 효과를 기대해 볼 수 있다. 물론 (시장성 차입금을 포함한) 궁극적인 재무부담은 주주사에 귀속되겠지만 구조개편 지원패키지에 포함되어 있는 자본/부채구조개편 효과는 사업적인 측면의 제한적인 시너지효과를 충분히 만회하고도 남을 정도의 효과를 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

결론적으로 현재의 영업실적 전망 측면에서 석유화학기업들의 상황이 개선될 여지는 커보이지 않지만 구조개편 과정에서 재무적인 개선효과를 누릴 수 있게 됨으로써 그간 하향일변도였던 신용도 추이를 방어할 수 있을 것으로 전망된다. 구조개편은 자기부담금도 일부 발생하지만 이른바 보조금 지원을 통해 진행되는 성격이라 보아야 할 것이기 때문이다.

석유화학기업 등급(전망) 하향조정 지속

LG화학, 롯데케미칼, 여천NCC(업스트림 기업)와 SK어드밴스드 신용등급 조정

상반기 신용평가사 정기평정 결과
석유화학업종 여전히 취약업종으로
평가되면서 등급(전망)하향 빈도수
또한 가장 높음

6월 말 신용평가사들의 정기평정이 마무리되었다. 올해 정기평정 결과를 요약하자면 ‘신용 등급 상향 우위 전환 속, 취약업종 신용위험 부각’이라고 볼 수 있다. 그중 석유화학업종은 가장 많은 기업(4개)의 등급(전망)이 하향되었고 금번 등급조정을 피해한 기업들 또한 상당 부분 부정적 등급전망 꼬리표를 달고 있는 상황이다.

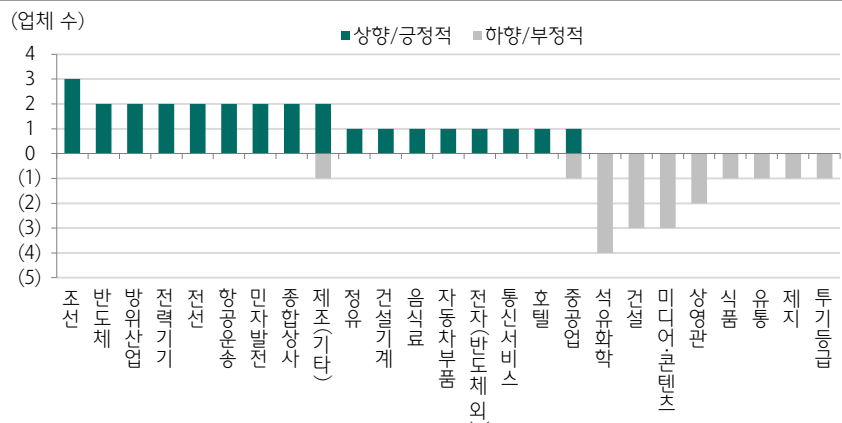
LG화학(AA+/부정적 → AA0/안정적), 여천NCC(A-/부정적 → BBB+/안정적) 및 SK어드밴스드(BBB+/부정적 → BBB/안정적)는 신용등급이 하향 조정되었다. LG화학은 석유화학 및 2차전지 부문의 수익성 저하와 대규모 투자에 따른 재무부담 확대가 부담요인으로 작용하였다. 그 외 기업은 기초유분 범용제품 위주의 포트폴리오로 인해 석유화학 업황 부진 장기화가 실적 저하로 직결되며 손실이 누적된 결과, 재무구조가 저하되고 주주사 자금 지원에 대한 의존도가 증가하는 등 자체적인 채무상환 능력이 저하된 점이 감안되었다.

롯데케미칼은 등급전망이 ‘부정적’으로 변경되었다. 롯데케미칼은 2025년까지 4년 연속 영업손실을 기록하는 등 실적부진이 장기화된 가운데, 높은 범용 올레핀 비중과 중장기 수급 부진 전망 등을 감안하면 2026년 상반기 개선된 수익성이 지속될 가능성이 낮고, 비핵심 자산 매각에도 재무구조 개선 효과가 충분치 않은 점 등이 신용도 하향압력 요인으로 작용하고 있다.

업종 전체적으로는 등급(전망)이
유지된 사례가 더 많음

다만, 석유화학업종 전체적으로는 등급조정 기업보다는 현 등급(전망)이 유지되는 사례가 더욱 많은 점은 그나마 위안을 삼을 수 있는 포인트라고 할 수 있겠다. 등급(전망)이 유지된 기업들의 경우 정유 관련 사업을 병행하거나 정밀화학 등 다운스트림 사업 비중이 상대적으로 높은 경우라고 볼 수 있다.

도표 1. 기업부문 산업별 등급 및 전망 상·하향분포 (한국신용평가 기준)



자료: 한국신용평가, 하나증권

주: 기업 장단기등급(Bond, Issuer, IFSR, CP/STB)의 등급, Outlook, Watchlist 변동 기준

전체적으로는 상향기업수가 많은
가운데 하향조정 기업 수는
석유화학/건설/미디어
업종이 많음

도표 2. 2026년 상반기 신용평가 3사 석유화학 기업 등급 조정

업체명	구분	한국신용평가		NICE신용평가		한국기업평가		유효등급	
		2025년 말	2026년 반기	2025년 말	2026년 반기	2025년 말	2026년 반기	2025년 말	2026년 반기
LG화학	U/S	AA+/S	AA+/N	AA+/N	AA+/N	AA+/N	AA/S	AA+/N	AA/S
롯데케미칼	U/S	AA-/S	AA-/N	AA-/S	AA-/N	AA-/S	AA-/N	AA-/S	AA-/N
한화토탈에너지스	U/S	-	-	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N
SK지오센트릭	U/S	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N
한화솔루션	D/S	-	-	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N	AA-/N
금호석유화학	D/S	A+/S	A+/S	A+/P	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S
SK케미칼	D/S	-	-	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S
국도화학	D/S	A+/S	A+/S	A+/S	A+/S	-	-	A+/S	A+/S
SKC	D/S	A/S	A/S	A/S	A/S	-	A/S	A/S	A/S
금호피앤비화학	D/S	A/S	A/S	A/S	A/S	-	-	A/S	A/S
HD현대케미칼	U/S	A/N	A/N	A/N	A/N	A/N	A/N	A/N	A/N
에스케이피아이씨글로벌	D/S	A-/N	A-/N	A-/N	A-/N	-	-	A-/N	A-/N
여천NCC	U/S	A-/N	BBB+/S	-	-	A-/N	BBB+/S	A-/N	BBB+/S
SK어드밴스드	D/S	BBB+/N	BBB/S	BBB+/N	BBB+/N	-	-	BBB+/N	BBB/S

자료: 신용평가 3사, 하나증권

주. U/S(업스트림), D/S(다운스트림)

주. 음영은 유효등급(전망)의 변화가 있는 기업

중동사태로 1분기 반짝 실적 회복
세를 기록하기도 하였으나 불리한
수급환경에 근본적인 변화는 감지
되지 않고 있는 상황

업종 내부적으로는 정유사업을
병행하는 기업들의 실적 방어력이
상대적으로 높은 상황

이처럼 석유화학산업에 대한 비관적인 평가의 주요 배경은 불리한 수급구조이다.

중동 지역의 가동 차질과 일부 증설 지연 가능성, 종전 이후 재건 수요 증가 등의 긍정적
요인이 존재하나, 글로벌 기준으로 2026~2028년 중 여전히 에틸렌 약 2,800만톤, 프로필
렌 약 1,800만톤의 대규모 신규 증설이 예정되어 있다. 특히 글로벌 공급과잉의 핵심 원인
인 중국의 대규모 증설 기조에 뚜렷한 변화가 확인되지 않고 있으며, 중국 부동산 경기 부
진과 글로벌 성장을 둔화로 수요 회복 여력도 제한적이다.

다만, 2026년 1분기 실적은 중동사태로 인한 3월 래깅효과를 토대로 반등하였다. 화학제품
가격이 급등한 가운데 전쟁 이전 낮은 가격으로 구매한 나프타가 생산에 투입되면서 긍정
적 래깅효과가 발생한 것이다. 다만 제품가격이 이내 제자리로 회귀하면서 이 같은 긍정적
래깅효과는 단기에 그칠 가능성이 높아졌다. 소강상태에 접어들었던 중동사태가 7월에 접
어들면서 재차 점화되는 양상을 띄고 있지만 업계가 이미 전쟁상황에 적응함에 따라 3월과
같은 제품가격 급등 및 래깅효과를 기대하기는 어려워 보인다.

한편, 정제설비 피해와 재고확충 수요 등에 힘입어 석유제품 수급은 양호한 수준을 유지하
고 있어, 정유사업을 병행하거나 이와 연계성이 높은 방향족이 주력인 업체들의 실적 방어
력은 상대적으로 높을 것으로 예상된다.

채권시장에서 보는 평가는?

전반적으로 동일등급 대비 높은 금리대 형성

채권시장의 평가도 대체로
박(薄)한 편

이처럼 신용평가사들의 평가가 박(薄)한 가운데 채권시장(채권가격)에서의 평가는 어떠한 상황일까? 유효신용등급을 보유한 14개 화학기업 가운데 총 6개 기업의 내재등급(채권가격/스프레드가 암시하는 신용등급)이 기업신용등급보다 1~2Notch 낮은 것으로 나타나고 있다. 그리고, 내재등급이 기업신용등급보다 낮은 사례는 등급전망 여부(안정/부정)와는 별개로 나타나고 있다.

한편, BIR과 별개로 기업신용등급과 독자신용등급 간 차이가 있는(기업신용등급 > 독자신용등급) 기업은 4개사였는데 모두 SK그룹 계열사였다.

도표 3. 석유화학산업 내 기업신용등급(ICR) 보유 기업 BIR/SAR 비교

회사명	기업 신용등급 (ICR)	채권 내재 등급 (BIR)	BIR-ICR 차이	독자 신용 등급 (SAR)	ICR-SAR 차이	민평 3Y 스프레드 (bp) (동일등급 민평대비)
LG 화학	AA/S	AA	-	AA	-	-3.9
롯데케미칼	AA-/N	A	-2 NOTCH	AA-	-	35.1
한화토탈에너지스	AA-/N	AA-	-	AA-	-	13.8
SK 지오센트릭	AA-/N	A+	-1 NOTCH	A+	+1 NOTCH	22.7
한화솔루션	AA-/N	A+	-1 NOTCH	AA-	-	23.2
금호석유화학	A+/S	A+	-	A+	-	-18.6
SK 케미칼	A+/S	A+	-	A+	-	-15.1
국도화학	A+/S	A0	-1 NOTCH	A+	-	12.4
SKC	A/S	A-	-1 NOTCH	A-	+1 NOTCH	27.5
금호피앤비화학	A/S	-	-	A	-	-
HD 현대케미칼	A/N	A-	-1 NOTCH	A	-	8.4
SK PIC 글로벌	A-/N	-	-	BBB+	+1 NOTCH	-
여천 NCC	BBB+/S	BBB+	-	BBB+	-	13.3
SK 어드밴스드	BBB0/S	BBB0	-	BBB-	+1 NOTCH	70.8

자료: 신용평가 3사, KIS자산평가(KIS-NET), NICE P&I (NICE C&I), 인포맥스, 하나증권

주: 기준일: 2026년 7월 13일, BIR 등급에 대해 평가사에 따른 차이가 있는 경우 낮은 등급 기재

석유화학산업 영업환경 점검

중국 공급과잉, 원가경쟁력 저하 등 난제 산적

간단하게 국내 석유화학산업을 둘러싸고 있는 거시적인 여건을 한번 점검해보기로 하자
(이 부분은 구색을 갖추기 위해 들어간 내용이니 바쁘신 분들은 스킵해도 무방할 듯 싶다)

글로벌 경쟁국(기업)들에 비해
상대적인 원가경쟁력에서
불리한 구조

우선 원가 경쟁력과 관련하여 국내 석유화학산업은 제조원가의 70% 이상을 차지하는 국제 유가의 불안정 속에서 원가 우위 강점을 지닌 미국, 중국 및 중동의 메이저 업체들에 비해 상대적으로 불리한 입장에 처해 있다.

미국의 경우 셰일가스를 이용한 ECC 신·증설 프로젝트 완공을 2017~2018년에 집중적으로 마무리한 바 있으며 중국은 자국의 풍부한 석탄자원을 활용해 석탄크래커(CTO, Coal to Olefins) 증설에 나서고 있다. 유가가 배럴당 90달러 이상일 경우 석탄크래커는 납사크래커 대비 10% 이상 원가 경쟁력을 가질 수 있어 유가가 급등하여 석탄크래커의 경제성이 확보 될 경우 원유 기반의 국내 석유화학산업의 위험요소로 작용할 수 있다.

중국발 공급과잉은 내수 뿐만
아니라 수출에도 부담요인

둘째, 중국의 자급화 진전과 대규모 설비 증설로 한국 석유화학 범용제품 최대 수출국이었던 중국 시장기반이 잠식되고 있다. 더더욱 문제가 되는 점은 이 같은 중국의 증설이 수출 수요 둔화를 넘어 역내 잉여 물량 증가로 인한 공급부담으로까지 확대되고 있다는 것이다.

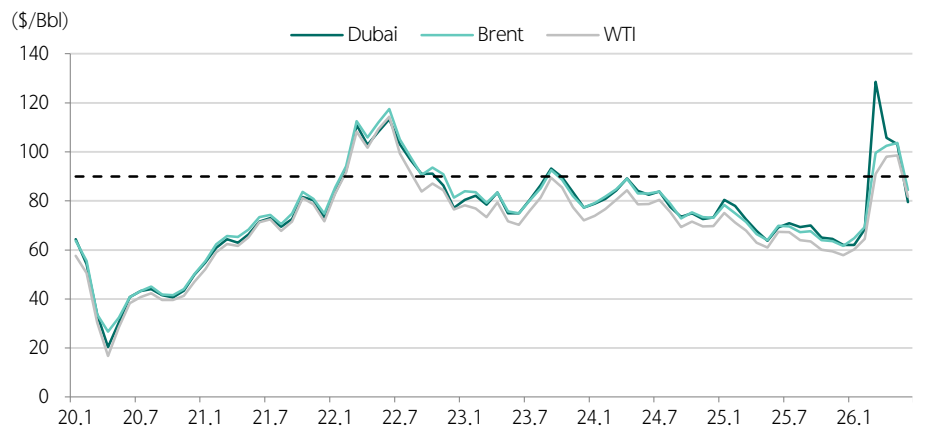
셋째, 탈탄소 규범 강화 및 ESG 경영 요구 증대가 동시에 밀려오면서 산업 전체의 수익성과 경쟁력이 저하되었다. 이는 비단 국내기업들만의 문제는 아닐 수 있으나 상대적인 원가 경쟁력이 약한 상태에서 받게 되는 부담은 증폭되어 나타날 수밖에 없다.

개별기업차원에서 해결하기에는
한계점 존재

그에 따라 국내 주요 석유화학기업들(특히 NCC와 같은 업스트림 비중이 높은 기업)은 가동률 조정 등의 자구노력을 시도해왔으나 제품 간 계통연계성이 높은 장치산업의 특성상 무 자르듯이 설비 폐쇄 등을 하기도 어려운 노릇이라 개별기업 차원에서의 자구노력에는 한계점이 존재한다. 이에 정부는 산업통상부를 중심으로 기업과 대주주의 자구노력이 사업재편 계획에 포함될 수 있도록 긴밀히 소통하면서 경쟁력 강화를 위한 R&D 지원, 규제 완화, 금융 및 세제 등 종합대책을 마련 중이다. (이와 관련해서는 이하에서 자세하게 다루기로 한다)

배럴당 90달러 이상일 경우
CTO는 NCC 대비 10% 이상
원가 경쟁력을 가짐

도표 4. 국제 유가 추이

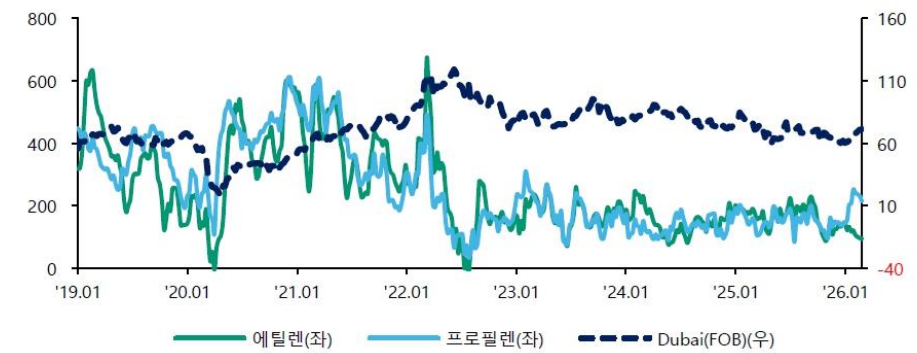


자료: 한국석유공사 페트로넷, 하나증권

유가에 의한 나프타 가격
변동과 수급에 따른 에틸렌 및
프로필렌의 가격 변동이 중요사항

핵심 지표는
에틸렌 가격에서 원료인
나프타의 가격을 뺀 금액인
'에틸렌 스프레드'

도표 5. 주요 석유화학 제품(기초유분) 스프레드 추이



자료: Cischem, 한국신용평가, 하나증권

석유화학산업의
상류 부문은
원유, 가스, 석탄에 대해
크래킹(Cracking) 과정을 거쳐
기초화학물질을
생산하는 단계

도표 6. 석유화학산업의 공정단계별 특징

구분	공정단계	주요 제품	시장 구조	특징
상류 (Up Stream) (이하 U/S)	정유, NCC, COTC	올레핀계 에틸렌 프로필렌 부타디엔 방향족계 벤젠 톨루엔 자일렌	대기업 중심 과점적 경쟁	대규모 설비 범용제품
하류 (Down Stream) (이하 D/S)	고분자화, 가공	3대유도품 합성수지 합성원료 합성고무	대·중소기업 혼재	기술 집약적 맞춤형 생산

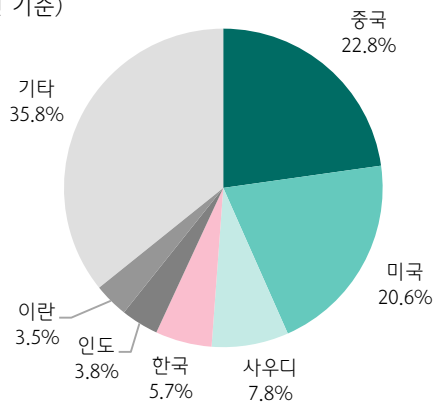
자료: 한국고용정보원(산업전환에 따른 석유화학산업 동향 및 고용 현황 분석), 하나증권

한국은
2024년 에틸렌 생산능력 기준
전세계 4위의
생산규모를 갖추고 있음

12,950천톤/년의 생산능력으로
5.7%의 점유율

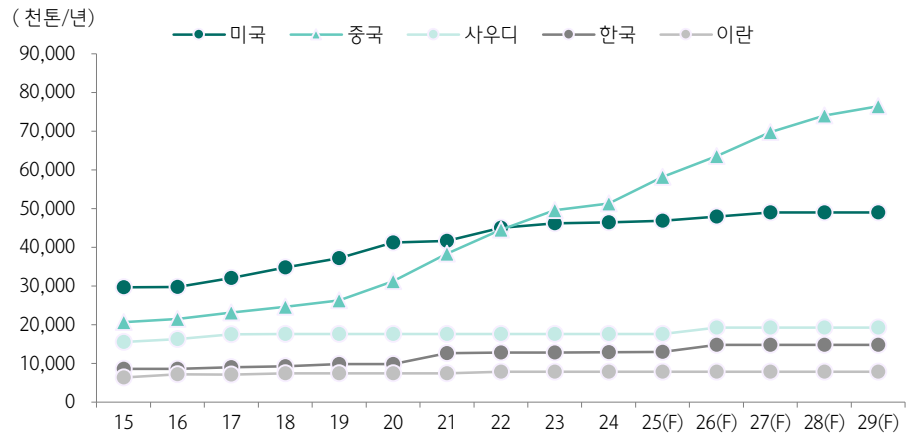
도표 7. 2024년 전세계 에틸렌 생산능력 순위

에틸렌 생산능력(2024년 기준)



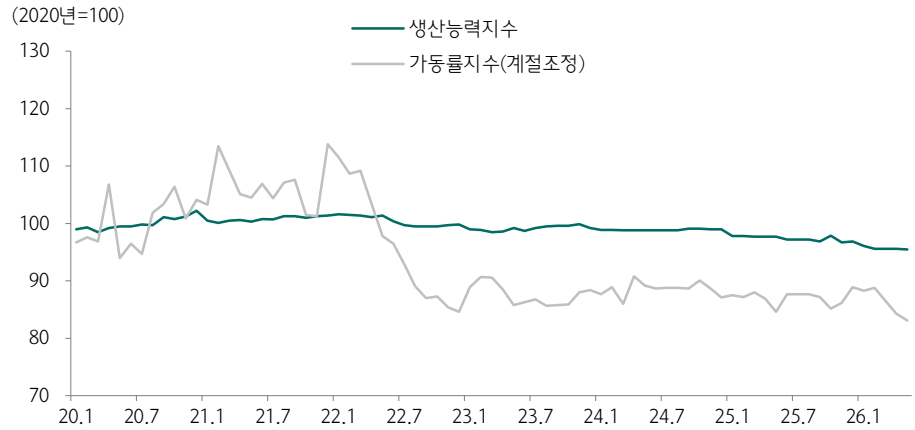
자료: 한국화학산업협회, 하나증권

도표 8. 2015~2029년 주요국 에틸렌 생산능력 추이 및 전망



자료: 한국화학산업협회(석유화학편람 2025), 하나증권

도표 9. 화학물질 및 화학제품 제조업(의약품 제외) 생산능력 및 가동률 지수



자료: 통계청 (광업제조업동향조사), 하나증권

세일가스를 이용한 ECC 신·증설
프로젝트 완공이 2017~2018년에
집중

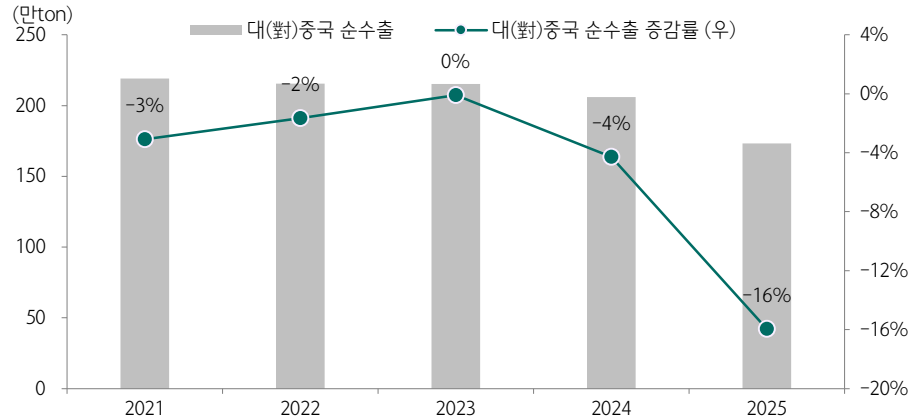
세일가스 개발 본격화 등에 따른
중동 및 북미 지역의 에탄크래커
(ECC)는 국내 석유화학 업체의
납사크래커(NCC) 대비 가격
경쟁력을 확보하고 있어, 국내
석유화학산업에 부담으로 작용

시간이 갈수록 떨어지지만 하는
가동률

중국의 자급화 진전과
대규모 설비 증설의 영향에 더욱
민감했던 원인은

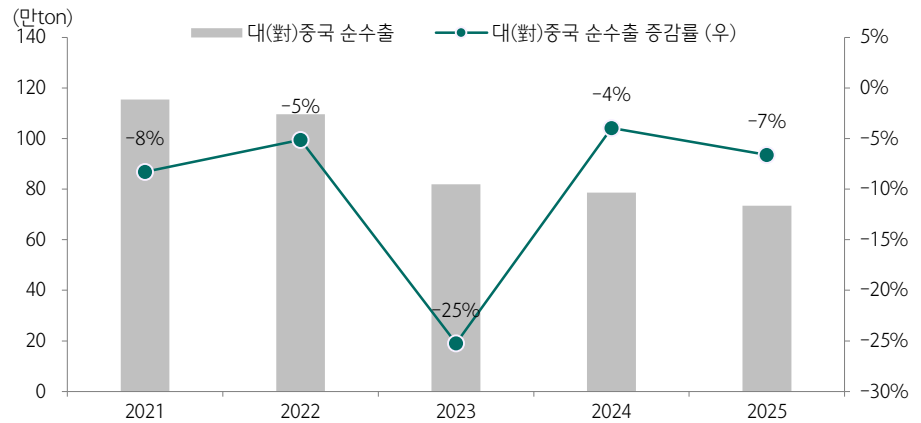
우리나라 석유화학 산업에서
범용 제품(PE, PP) 생산
비중이 높기 때문

도표 10. 폴리에틸렌(PE) 등 에틸렌 중합체 대(對)중국 순수출 추이



자료: 한국무역협회, 하나증권

도표 11. 폴리프로필렌(PP) 등 프로필렌 중합체 대(對)중국 순수출 추이



자료: 한국무역협회, 하나증권

석유화학기업 영업/재무실적 추이 및 현황

업스트림 기업: 영업적자 지속 및 차입상환능력 저하 추세

주요 석유화학기업들은 '23년을
전후로 대부분 영업적자로 전환된

이후 적자 지속 중

차입금도 증가하면서 상환능력

지표 저하

석유화학기업 16개사(현재 유효등급 없는 대한유화, 효성화학 포함)의 주요 재무실적을
업스트림 7개사와 다운스트림 9개사로 구분하여 정리해보았다.

우선 업스트림 기업들의 경우 빠르면 '22년부터, 늦은 경우라도 '24년 이후 영업이익이 적
자로 전환되었고 '25년에는 적자 폭이 더더욱 확대되는 성과를 기록하였다. 7개사 합산 기
준으로는 '23년부터 영업적자를 기록한 이후 적자 폭이 확대되고 있다. 영업적자 기록에 따
른 현금흐름 저하로 인해 합산 순차입금은 '23년 이후 증가 속도가 빨라졌으며 수익 창출
력 대비 차입금 상환능력을 나타내는 순차입금/EBITDA배수(합산)는 '24년 이후 빠르게 상
승(상환능력 저하)하고 있는 상황이다.

도표 12. 석유화학산업 업스트림 기업 재무지표_추이(억원, %)

회사명	연도	매출액	영업 이익	EBITDA	당기 순이익	이자 비용	자산총계	총차입금	순차입금	FCF	영업 이익률	부채 비율	차입금 의존도
LG화학	2021	201,755*	40,815 *	78,683	39,539	2,110	511,353	147,657	110,049	(26,937)	11.80	120.32	28.88
	2022	211,514*	10,745 *	62,202	21,955	2,983	679,738	159,645	74,666	(86,499)	5.84	81.36	23.49
	2023	172,088*	(1,435) *	67,860	20,534	6,472	774,667	219,281	128,432	(52,514)	3.35	89.23	28.31
	2024	186,380*	(1,042) *	49,713	5,150	9,492	938,578	283,763	205,214	(92,815)	(1.24)	95.56	30.23
	2025	175,683*	(3,564) *	43,666	(9,771)	12,175	1,010,617	362,177	263,178	(94,260)	(1.01)	114.54	35.84
롯데 케미칼	2021	181,205	15,356	27,738	14,136	852	228,552	36,658	20,629	5,560	8.48	48.03	16.04
	2022	222,761	(7,626)	6,300	278	1,499	267,846	63,247	35,150	(27,447)	(3.42)	55.15	23.61
	2023	195,644	(3,916)	8,934	(392)	3,789	334,763	100,141	73,126	(23,377)	(1.74)	65.46	29.91
	2024	198,948	(9,145)	(7,435)	(18,256)	4,197	345,523	106,642	85,524	(10,649)	(4.60)	72.87	30.86
	2025	184,830	(9,431)	(11,935)	(24,762)	4,084	311,173	96,145	77,441	(12,293)	(5.10)	76.52	30.90
한화토탈 에너지스	2021	98,461	9,905	13,741	6,460	503	74,180	23,143	21,428	4,775	10.06	93.68	31.20
	2022	139,587	2,206	6,233	685	663	75,104	26,064	25,145	1,832	1.58	116.04	34.70
	2023	114,381	(58)	4,436	(823)	818	77,882	24,412	23,064	93	(0.05)	109.95	31.35
	2024	117,450	(2,086)	2,380	(2,707)	1,025	74,562	25,823	20,800	(786)	(1.78)	118.10	34.63
	2025	107,243	(5,340)	(425)	(4,903)	1,092	72,968	19,974	14,525	187	(4.98)	111.61	27.37
SK 지오 센트릭	2021	117,041	2,132	6,224	3,284	454	71,417	22,109	19,234	(64)	1.82	94.30	30.96
	2022	139,169	879	2,484	(304)	593	80,069	27,657	22,068	(1,469)	0.63	119.53	34.54
	2023	135,484	1,937	4,262	86	1,052	80,155	26,591	18,190	3,033	1.43	116.76	33.18
	2024	127,462	(275)	(134)	(3,886)	905	83,270	29,252	18,421	(140)	(0.22)	133.46	35.13
	2025	115,014	(1,484)	(1,200)	(8,707)	931	76,084	26,307	14,468	2,238	(1.29)	179.13	34.58
HD 현대 케미칼	2021	39,000	1,512	1,824	971	26	57,303	31,906	31,280	(16,866)	3.88	208.22	55.68
	2022	81,112	3,328	4,643	2,020	883	62,686	36,169	35,828	(3,531)	4.10	203.86	57.70
	2023	57,700	16	2,148	(1,562)	1,817	61,204	37,174	36,943	950	0.03	221.77	60.74
	2024	73,229	(1,502)	350	(2,837)	2,073	59,465	37,216	37,050	2,230	(2.05)	268.99	62.59
	2025	72,201	(4,303)	(2,073)	(4,831)	1,926	61,358	41,163	41,042	2,752	(5.96)	399.23	67.09
여천 NCC	2021	64,720	3,871	5,655	2,700	256	35,198	15,508	15,507	(2,551)	5.98	181.34	44.06
	2022	68,569	(3,867)	(2,270)	(3,477)	430	33,455	18,528	17,761	(1,004)	(5.64)	200.08	55.38
	2023	54,348	(2,388)	(309)	(2,402)	758	32,910	18,737	18,736	(560)	(4.39)	276.92	56.94
	2024	64,489	(1,503)	538	(2,360)	876	31,046	18,368	18,367	1,719	(2.33)	331.43	59.16
	2025	55,766	(2,514)	(1,707)	(3,587)	866	29,395	17,391	17,089	(3,488)	(4.51)	241.36	59.16
대한유화	2021	24,933	1,775	3,353	1,409		23,169	156	(2,248)	1,423	7.12	19.20	0.68
	2022	22,046	(2,123)	(531)	(1,476)		20,312	335	(4,269)	(9.63)	(9.63)	14.29	1.65
	2023	24,786	(666)	1,140	(385)	27	20,246	1,020	686	20	(2.69)	16.89	5.04
	2024	27,795	(651)	1,216	(398)	48	20,362	1,545	455	556	(2.34)	21.08	7.59
	2025	28,287	(213)	858	(450)	59	20,031	2,060	609	486	(0.75)	22.73	10.28

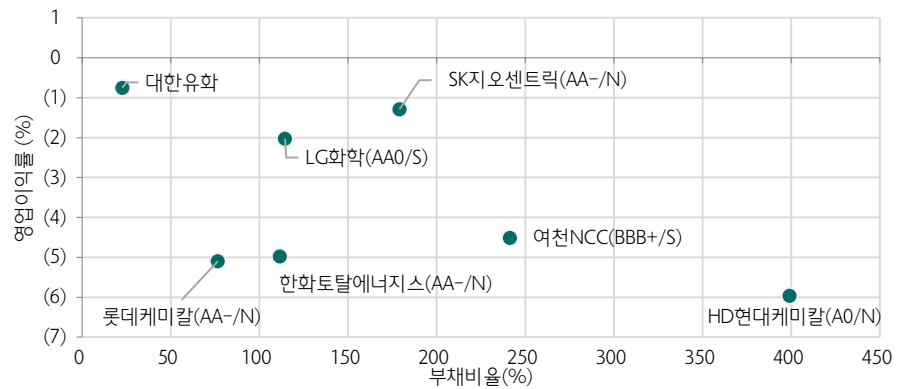
자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

주: LG화학(연결, 석유화학 부문), 롯데케미칼(연결), 여천NCC(별도), 한화토탈에너지스(별도), 대한유화(별도), HD현대케미칼(별도), SK지오센트릭(연결)

*LG화학은 매출액, 영업이익은 석유화학 부문 실적 기준 (Bloomberg 사업부문 세분화 데이터 활용)

도표 13. 2025년 결산 기준 재무 MATRIX (U/S)

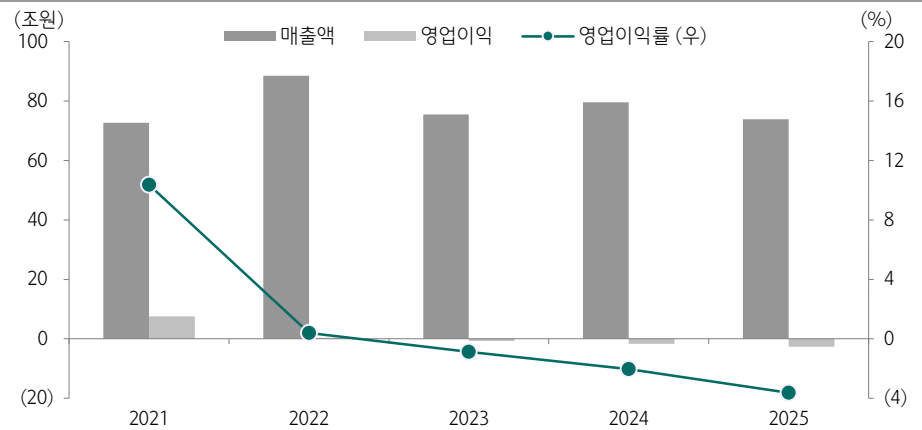
‘25년 기준 업스트림 모든 기업이
영업적자를 기록한 가운데
부채비율은 상이한 분포



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 하나증권

도표 14. NCC 보유 업스트림 7개사 합산 영업실적 추이

합산 기준으로 ‘23년부터 영업적
자 전환

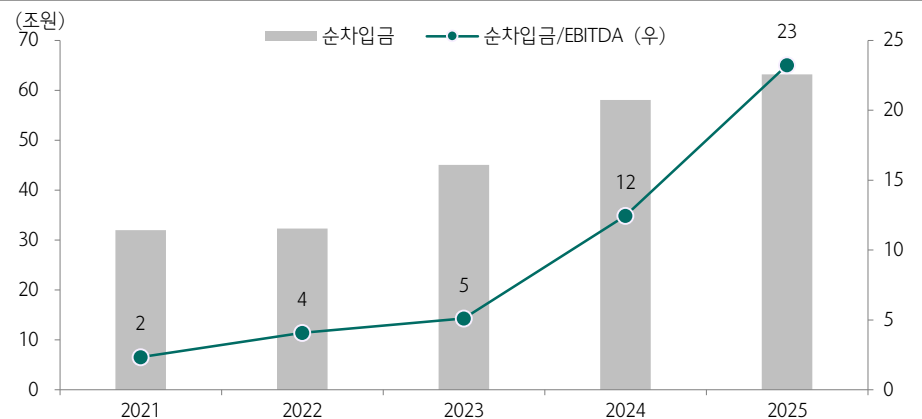


자료: 에프앤가이드 Quantivise, Bloomberg, 하나증권

주: LG화학(연결·석유화학), 롯데케미칼(연결), 여천NCC(별도), 한화토탈에너지스(별도), 대한유화(별도), HD현대케미칼(별도), SK지오센트릭(연결)

도표 15. NCC 보유 업스트림 7개사 재무부담 추이

순차입/EBITDA지표는 ‘24년 이
후 급등



자료: 에프앤가이드 Quantivise, 하나증권

주: LG화학(연결), 롯데케미칼(연결), 여천NCC(별도), 한화토탈에너지스(별도), 대한유화(별도), HD현대케미칼(별도), SK지오센트릭(연결)

다운스트림 기업: 사업구성에 따른 실적편차가 큰 편

다운스트림은 영위 사업이

다양하여 실적편차가 큰 편

다운스트림 기업의 경우 업스트림 기업과 달리 영업실적의 편차가 큰 편이다.

SKC, 효성화학, SK피아이씨글로벌, SK어드밴스드의 경우 업스트림과 유사한 실적 추이를 보여주고 있으나 제품 구성상 스페셜티를 보유하고 있는 기업들(금호석유화학, 금호피앤비화학, 국도화학)의 경우에는 견조한 이익창출력을 유지함으로써 차별화된 성과를 보이고 있다. 한편, 한화솔루션(태양광), SK케미칼(제약)의 경우 비전통적인 화학사업이 혼재되어 있어 일반화하여 분류하기 어렵다.

도표 16. 석유화학산업 다운스트림 기업 재무지표_추이 (억원, %)

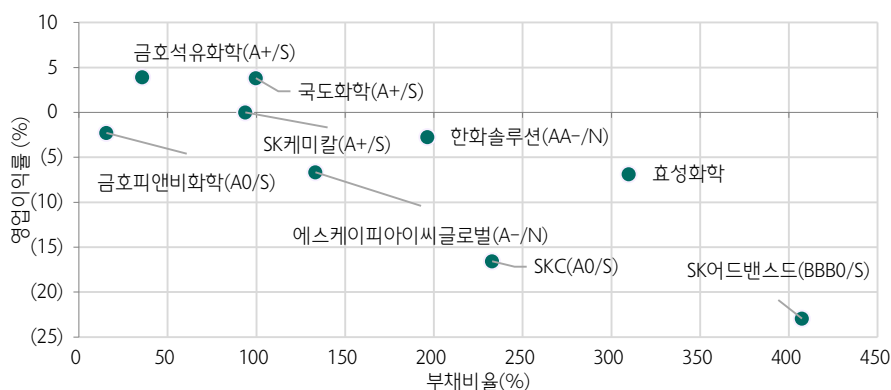
회사명	연도	매출액	영업 이익	EBITDA	당기 순이익	이자 비용	자산총계	총차입금	순차입금	FCF	영업 이익률	부채 비율	차입금 의존도
한화 솔루션	2021	107,252	7,383	16,331	6,163	1,475	200,076	63,938	48,267	1,106	6.88	143.96	31.96
	2022	131,308	9,237	13,973	3,660	2,009	238,319	77,234	51,750	(15,039)	7.04	140.80	32.41
	2023	130,785	5,792	11,308	(882)	4,114	247,904	95,604	76,023	(18,055)	4.43	167.13	38.57
	2024	123,940	(3,002)	(2,632)	(13,690)	5,484	300,368	130,025	108,181	(29,793)	(2.42)	183.18	43.29
	2025	133,331	(3,648)	3,897	(6,153)	5,394	331,440	152,917	128,212	(29,137)	(2.74)	196.33	46.14
금호 석유화학	2021	84,618	24,068	28,445	19,656	272	81,157	10,334	4,105	14,768	28.44	59.67	12.73
	2022	79,756	11,473	14,955	10,201	270	77,174	7,968	2,295	3,989	14.39	35.89	10.32
	2023	63,225	3,590	7,245	4,470	303	79,797	8,829	4,304	713	5.68	36.78	11.06
	2024	71,550	2,728	6,826	3,486	334	83,402	9,452	5,159	(1,916)	3.81	38.03	11.33
	2025	69,151	2,718	6,807	2,909	435	84,745	10,080	3,576	3,693	3.93	35.67	11.90
SK 케미칼	2021	20,896	5,552	6,398	2,687	106	39,556	4,867	2,311	3,648	26.57	54.11	12.31
	2022	18,292	2,305	3,364	2,315	155	39,457	7,269	3,269	(4,479)	12.60	45.66	18.42
	2023	17,488	833	1,779	478	320	41,588	11,099	7,139	(2,843)	4.76	55.42	26.69
	2024	17,368	(452)	1,316	(44)	414	53,670	16,582	11,159	(3,597)	(2.60)	76.96	30.90
	2025	23,652	(2)	2,305	273	504	60,876	21,624	15,949	(1,420)	(0.01)	93.85	35.52
국도화학	2021	15,771	2,047	2,412	1,571	57	14,164	3,287	2,878	(2,411)	12.98	73.80	23.21
	2022	16,018	969	1,369	735	107	14,991	3,945	3,651	1,055	6.05	74.68	26.32
	2023	13,118	192	594	75	186	15,096	4,621	4,174	213	1.46	78.22	30.61
	2024	13,058	253	780	89	266	15,933	5,196	4,606	(484)	1.94	86.61	32.61
	2025	13,956	532	1,114	219	249	17,495	5,762	4,686	(236)	3.81	99.64	32.93
SKC	2021	22,642	4,015	6,591	3,423	599	61,801	28,901	21,679	(3)	17.73	170.78	46.76
	2022	23,867	1,862	5,267	(246)	1,052	63,931	33,114	22,130	(6,269)	7.80	185.17	51.80
	2023	14,935	(2,137)	(1,000)	(3,264)	1,537	70,323	34,422	29,111	(11,341)	(14.31)	178.57	48.95
	2024	17,179	(2,758)	(3,419)	(4,551)	1,732	67,487	35,840	31,804	(7,192)	(16.05)	194.35	53.11
	2025	18,400	(3,050)	(5,757)	(7,194)	1,670	67,405	37,380	29,547	(7,185)	(16.58)	232.74	55.46
효성화학	2021	25,200	1,366	3,290	584	342	30,440	20,313	19,965	(3,245)	5.42	522.12	66.73
	2022	28,786	(3,367)	(608)	(4,089)	1,011	31,311	25,612	24,548	(3,163)	(11.70)	2631.81	81.80
	2023	26,233	(2,137)	184	(3,469)	1,730	31,156	24,823	24,295	1,355	(8.15)	4934.63	79.67
	2024	24,522	(1,748)	472	(3,257)	1,776	32,720	27,313	26,942	(769)	(7.13)	자본잠식 (4912.33)	83.47
	2025	23,407	(1,605)	(478)	3,260	1,081	25,941	16,066	15,514	709	(6.86)	309.76	61.93
금호 피앤비 화학	2021	26,887	10,087	10,570	7,340	21	21,094	1,336	1,074	4,775	37.52	41.29	6.34
	2022	22,025	3,062	3,505	2,314	10	19,668	961	(3)	1,832	13.90	16.92	4.88
	2023	15,135	28	564	354	23	18,971	738	405	93	0.18	14.48	3.89
	2024	16,653	(179)	436	87	17	18,407	424	101	(786)	(1.07)	14.10	2.30
	2025	16,414	(371)	(39)	(450)	24	18,130	662	106	187	(2.26)	15.43	3.65
SK 피아이씨 글로벌	2021	11,053	3,322	3,683	2,415	53	7,661	1,910	(141)	1,945	30.06	98.41	24.93
	2022	12,377	1,179	1,602	865	73	7,451	2,335	1,476	596	9.53	126.90	31.34
	2023	8,170	(728)	(260)	(624)	147	6,346	3,129	2,941	(1,124)	(8.91)	184.46	49.31
	2024	11,909	(526)	(124)	(418)	190	6,661	2,992	2,935	55	(4.42)	272.67	44.92
	2025	10,912	(725)	1,049	418	178	7,213	2,497	2,382	(792)	(6.65)	133.30	34.62
SK어드 밴스드	2021	8,967	317	748	118	53	10,556	2,034	1,905	1,200	3.53	64.73	19.27
	2022	7,267	(1,290)	(953)	(1,280)	99	10,083	3,367	3,270	(1,419)	(17.76)	97.56	33.40
	2023	5,991	(825)	(628)	(1,124)	188	9,730	4,534	3,835	(719)	(13.78)	145.13	46.60
	2024	6,881	(1,161)	(839)	(1,657)	288	10,488	6,312	4,678	(654)	(16.88)	351.73	60.19
	2025	6,101	(1,400)	(1,428)	(2,448)	340	9,393	5,665	4,343	(1,292)	(22.96)	407.38	60.32

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

주: 한화솔루션(연결), 금호석유화학(연결), SK케미칼(연결), 국도화학(연결), SKC(연결), 효성화학(연결), 금호피앤비화학(별도), 에스케이피아이씨글로벌(별도), SK어드밴스드(별도)

도표 17. 2025년 결산 기준 재무 MATRIX (D/S)

다운스트림 또한 '25년 기준으로
는 대부분 기업이 영업적자 기록



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

등급은 성적(재무실적)순이 아니지 않다!

대마유리(大馬有利)?

개별기업들의 영업/재무성과를 더 이상 구체적으로 논하는 것은 CrediVille의 사업위험이 커질 위험성이 있기에 이 정도로 하기로 하자.

다만 재무지표와 신용등급 간의 상관성에 대해서만 한번 짚고 넘어가기로 하자.

(석유화학기업) 신용등급과
상관관계가 높은 재무지표는
부채비율 이외에도 총자산규모

통상 재무안정성을 논할 때 가장 많이 사용하는 지표는 부채비율(총부채÷총자기자본)이다. 영업성과 또한 중요하지만 수익성은 플로우(flow)개념이기 때문에 신용평가 관점에서는 스톡(stock)개념인 자산/부채/자본구조가 더더욱 유의성이 높다고 볼 수 있기 때문이다.

그런데 금번 작업을 하는 과정에서 발견하게 된 또 다른 의미 있는 지표가 있었으니 이는 다름아닌 총자산규모이다. 기업들의 신용도(신용등급)는 부채비율이 낮으면 낮을수록, 자산 규모가 크면 클수록 더더욱 높은 것으로 나타났다. 그리고 그 통계적인 유의성(표본이 적은 한계가 있기는 하지만)은 자산규모가 부채비율의 그것에 비해 더 높은 결과를 나타냈다.

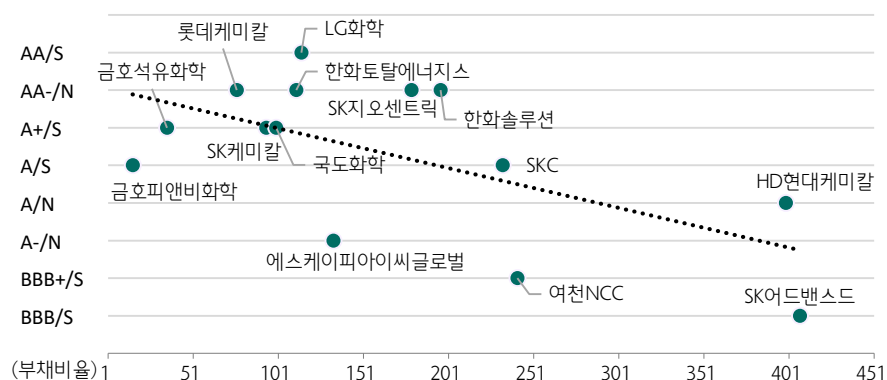
(도표 18,19 참고)

(물론 이 같은 유의성은 석유화학업종 기업에 국한된 현상일 수 있기 때문에 현 단계에서 일반화시켜 적용할 필요는 없어 보인다. 나중에 기회가 되면 다루어 볼 예정)

물론 이처럼 특정 단일 지표(자산규모)를 단순히 대입시켜 신용도를 결정하는 것은 지나친 단순화의 오류 가능성이 있기는 하다. 다만, 다음에 논의하게 될 개별기업들의 재무적 융통성을 검토하는 과정에서 이 같은 (계열관계에 기반한) 외형효과가 단순히 외형효과에 그치는 것만은 아니라는 점을 확인할 수 있을 것이다. 따라서 필요에 따라 모니터링 변수로 활용점이 있다는 점은 지적하고 싶다.

도표 18. 상관계수 분석 (부채비율)

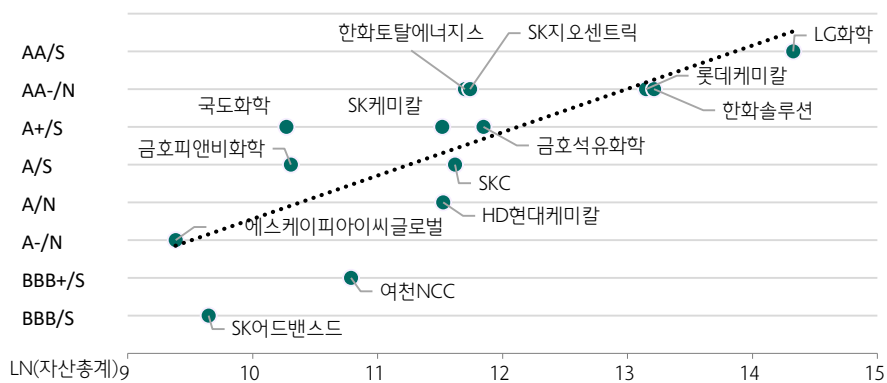
상관계수: -0.61
결정계수(R^2): 0.37



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

도표 19. 상관계수 분석 (자산총계)

상관계수: 0.58
결정계수(R^2): 0.76



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

과거 계열지원(능력)을 통한 재무적 융통성 검토

생각보다 등급조정 폭(횟수)이 크지 않은 배경에는 계열지원이?

한편, 이 같은 업황부진에 따라 최근 짧게는 2년, 길게는 4년간 연속 영업적자를 기록하는 부진한 영업성과를 기록해 온 석유화학기업들은 그간 어떤 식으로 경영 위기 상황을 헤쳐 나올 수 있었을까?

체감 실적 흐름과 신용등급 조정
간에는 다소 괴리가 존재

사실 재무실적 수치로 느낄 수 있는 체감적인 실적 흐름은 신용등급의 변화 흐름과 다소 괴리된 양상을 보이는 것이 현실이다. 과거 5년간 주요 석유화학기업 6개사의 평균 신용등급 조정 횟수(전망조정은 제외)는 1.16회에 그치고 있다. 그렇다면 이 같은 현상은 단지 신용평가사들이 실적 하향 추이를 등급에 적절히 반영하지 않음으로써 나타나는 현상일까?

그 배경에는 그간 내·외부적인
자구노력이 있어왔기 때문

그렇지는 않을 것이다. 그 과정에서 해당 기업들은 나름대로 자본 확충이나 유동성 확보를 위한 자구노력을 해왔기에 그나마 신용등급을 방어해 온 측면이 있다는 점을 간과해서는 안될 것이다. 물론 그 자구노력은 계열사(주주사)의 지원을 포함하는 것이다.

몇 개 사례를 통해 살펴보자.

도표 20. 지난 5개년 신용평가 3사 주요 석유화학기업 등급 조정 추이

	2021	2022	2023	2024	2025	2026.6	5년간 등급 조정횟수	대주주(지분율)
LG화학	AA+(S)	AA+(S)	AA+(S)	AA+(S)	AA+(S)	AA(S)	1	LG(31.52%)
롯데케미칼	AA+(S)	AA+(N)	AA(S)	AA(N)	AA-(S)	AA-(N)	2	롯데지주 (25.31%)
한화 토탈에너지스	AA(N)	AA(S)	AA(N)	AA-(S)	AA-(N)	AA-(N)	1	한화임팩트 (50%), 토탈에너지 (50%)
SK지오센트릭	AA-(S)	AA-(S)	AA-(S)	AA-(S)	AA-(N)	AA-(N)	0	SK이노베이션 (100%)
HD 현대케미칼	A(S)	A(S)	A(S)	A(N)	A(N)	A(N)	0	현대오일뱅크 (60%), 롯데케미칼 (40%)
여천NCC	A+(S)	A+(N)	A(S)	A-(N)	A-(N)	BBB+/(S)	3	한화솔루션 (50%) DL케미칼 (50%)

자료: 신용평가 3사, 하나증권

주. 등급조정횟수는 등급전망 조정은 미포함

롯데케미칼의 계열사 지급보증(담보제공) 사례

재무비율 준수 약정을 위반하여
기한이익상실 ‘원인사유’ 발생

롯데케미칼(이하 ‘회사’)은 2024년 11월 주요채권 발행 조건(사채관리계약)에 달려있는 재무약정 준수사항을 위반함에 따라 기한이익상실 ‘원인사유’가 발생한 바 있다. 그에 따라 그 해 12월 사채권자집회를 개최하여 관련 사채관리계약을 변경한 바 있다. 사채권자집회 결의에 따라, EBITDA/이자비용 5배 이상 유지 의무 미준수에 따라 발생한 기한이익상실 원인사유는 발생하지 않은 것으로 간주되었고 해당 특약이 삭제됨에 따라 회사는 향후 동 재무비율 유지와 관련한 의무에서 면제될 수 있었다.

계열사 담보제공을 통한
은행 지급보증을 통해 해결

회사가 사채권자들의 사채관리계약의 변경을 이끌어낼 수 있었던 배경에는 회사의 특수관계인인 롯데물산이 보유한 롯데월드타워를 채권은행에 담보로 제공하고, 이를 바탕으로 발행 사채 대부분에 대해 은행 지급보증을 제공함으로써 가능할 수 있었다. .

은행 지급보증을 제공받는 사채는 사채관리계약서 상 특약사항 위반으로 기한이익상실 사유가 발생한 14개 회차이며, 원금과 잔여 이자 전부에 대해 지급보증이 실시되었다. 한편, 해당 회차 채권들의 경우 은행들의 지급보증으로 인해 보증 제공자(4대 시중은행)의 신용등급(AAA)과 동일한 수준으로 조정되었다.

도표 21. 롯데케미칼 회사채 재무특약 미준수 및 대응 경과

단계	시점	관련내용	금액 (억원)	비고
① 트리거	2024.11	'EBITDA/이자비용 5배 이상 유지' 특약 미준수 (24.3Q 기준 4.3배)	20,450 (총 회사채 22,920 중 89%)	기한이익상실 '원인사유' 발생. 즉시 EOD-조기상환으로 이어지지 않았으며, 사채권자집회 결의 사항
② 대응 (신용보강)	2024.12	롯데월드타워·롯데월드몰 담보 (담보제공주체: 롯데물산) 4대 시중은행과 신용보강 계약 체결	24,818	은행의 원리금 지급보증 + 문제 발생 시 채권 매입 약정한도
	2024.12	사채권자집회 개최, 대상 회사채의 재무특약 삭제 결의	20,450	기한이익상실 리스크 해소 대상채권
③ 계약변경 및 후속 조달	2026.04.09	담보계약(한도) 변경	16,386	부동산 담보제공 계약 변경
	2026.04.28	보증사채 발행 (4대 은행 보증)	4,000	52-4회·57-2회 회사채(아래 2,600억원) 및 브릿지 CP 상환 목적

자료: 롯데케미칼·롯데물산 공시자료, 언론보도, 하나증권

도표 22. 보증 대상에 포함되는 롯데케미칼 발행 회사채 (2024년 11월 기준)

구분	회차	발행일	만기일	발행금액(억원)	발행금리(%)
1	58-1	2022-02-28	2025-02-28	3,100	3.028
2	60-1	2023-03-03	2025-03-03	700	4.780
3	56-2	2020-07-28	2025-07-28	1,000	1.535
4	59-2	2022-08-30	2025-08-29	2,750	4.699
5	60-2	2023-03-03	2026-03-03	3,950	5.088
6	52-4	2016-04-28	2026-04-28	600	2.597
7	57-2	2021-04-28	2026-04-28	2,000	1.910
8	58-2	2022-02-28	2027-02-26	1,100	3.176
9	59-3	2022-08-30	2027-08-30	900	4.849
10	60-3	2023-03-03	2028-03-03	350	5.011
11	54-2	2018-09-12	2028-09-12	1,200	2.682
12	55-3	2019-04-29	2029-04-27	1,100	2.105
13	57-3	2021-04-28	2031-04-28	900	2.420
14	58-3	2022-02-28	2032-02-27	800	3.329
합계				20,450	

자료: NICE신용평가, 하나증권

여천NCC의 주주사 지원사례

손실 지속으로 인한 재무구조 저하
를 치유하기 위해 주주사 유상증자
및 신용보강 지원 실시

여천NCC는 1999년 12월 한화케미칼(現 한화솔루션)과 대림산업(現 DL케미칼)의 공동 현물출자 방식으로 설립되어 양 주주사가 각각 50%의 지분을 보유하면서 공동경영 중이다. 동사는 관계사와의 장기공급계약, 여수 산업단지 내 구축된 파이프라인 등을 통해 안정적인 영업기반을 확보하고 있다. 전체 매출 가운데 한화 계열사(한화솔루션, 한화)와 DL 계열사(DL케미칼, 대림, 폴리미래)에 대한 매출 비중은 평균 60%를 상회하고 있다.

동사는 2022년부터 글로벌 경기 둔화, 중국의 자급률 상승 및 대규모 설비증설 등의 영향으로 영업 및 당기 순손실 기조가 지속되고 있다. 특히 동사는 업스트림 범용 제품군에 집중된 제품 포트폴리오로 인해 석유화학 업황 부진의 부정적 영향이 더 크게 나타나는 모습이다. 게다가 자체적인 구조조정을 통해 2025년 8월부터 3공장(에틸렌 47만톤)을 가동 중단 하면서 고정비 부담이 확대된 것도 부담 요인으로 작용하고 있다.

아무튼 동사의 사업부진에 따른 재무구조 저하 상황을 타개하기 위하여 양대 주주사들은 2025년 두차례에 걸쳐 총 5천억원의 유상증자를 단행하였다. 또한 2026년에는 3월에 만기 도래하는 회사채 차환을 위해 주주사들이 신용보강을 제공하는 등 아낌없는(?) 지원을 지속하고 있다.

도표 23. 여천NCC 계열지원 및 시장성 차입금 상환 내역

FROM	TO	시점	관련내용	금액(억원)	비고
한화솔루션 · DL케미칼 (각 지분 50%)	여천NCC	2025.3	유상증자 참여	2,000 (각 1,000)	
		2025.8	자금대여	3,000 (각 1,500)	대여재원 마련 위해 DL(DL케미칼 대주주)은 DL케미칼에 2,000억원 유상증자 단행
		2025.11	대여금 출자전환		
		2026.3	회사채 차환 신용보강	2,100	양사 신용보강 기반 유동화 대출(ABL)로 3월 만기 회사채 차환 완료
시장성 차입금이 비시장성 부채로 차환		2026.6.22	신용등급 하락에 따른 사모 회사채 EOD 발생 및 대응	400 (79회 300) (80회 100)	금융기관과 체결한 미사용 여신한도를 활용하여 2026년 6월 22일 해당 채무 조기상환 기존 만기: 2027-03-15 2027-08-28
		2026.10 (예정)	잔여 회사채 차환 추진	700	10월 만기 700억원

자료: 여천NCC 공시자료, 언론보도, 하나증권

효성화학의 계열사 지원사례

마지막으로 현재는 유효등급이 존재하지 않지만 효성화학의 사례를 살펴보자.

실적 저하 지속으로 ‘24년 말
완전자본잠식 상태에 빠짐

주주사의 자본 확충/자금 지원 및
계열사의 사업부 양수 등을 통해
자본잠식 해소

효성화학의 주력제품인 폴리프로필렌(PP)은 중국의 물량 공세로 수익성이 크게 떨어진 상태이다. 이 같은 영업환경이 지속됨에 따라 효성화학의 재무실적은 점차 악화되었고 2023년 말 연결 기준 부채비율은 4,935%까지 상승하였고 2024년 말에는 완전자본잠식 상태에 돌입했다. 회사는 그 과정에서 재무개선을 위해 자산재평가(2023년 5월, 1,500억원 자본확충), 유상증자 (23년 10월, 500억원)등을 실시하였지만 역부족이었다.

동사의 대주주인 효성 및 계열사 효성티앤씨는 유상증자, 신종자본증권 인수 및 자금보충약정(효성)을 통한 재무적 지원을 실시하였고 동사의 우량 사업부(탱크터미널/특수가스)를 인수(효성/효성티앤씨)해 줌으로써 수익성 개선 및 자본 확충을 실시하였다.

그 결과 효성화학은 2025년 흑자전환과 자본잠식 해소에 성공할 수 있었다.

도표 24. 2024년 당시 효성화학 회사채 수요예측 미매각

종목명	발행일	만기일	결정 이자율	공모 희망금리		금액 (억원)	참여 수량	단순 경쟁 률 (:1)	신용 등급
				하단	상단				
효성화학12	2024-04-17	2025-10-17	7.5	6.5	7.5	500	0	0.00	BBB+/부정적
효성화학13	2024-07-02	2026-01-02	7.8	6.8	7.8	500	0	0.00	BBB+/부정적
효성화학15	2024-12-04	2025-12-04	7.7	6.7	7.7	300	0	0.00	BBB+/부정적

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 25. 효성화학에 대한 계열사 재무적 지원 이력

From	To	시점	관련내용	금액(억원)	비고
효성	효성화학	2023	지분 추가 출자	500	제 3자배정 유상증자 참여
		2024	신종자본증권 매입	2,000	제 3회, 제 4회 각각 1천억원
		2025	사업부 양수도	1,500	온산 탱크터미널 사업 영업 양수도 계약
			자금보충 계약	3,000	브릿지론(3개월 단기)
				3,800+α	Vina Chemicals 지분 49% 매도 관련 PRS 계약 체결, 양수인은 SPC(효성비나제일차주식회사). 관련 PRS(회계상 처분, 실질은 담보부차입) 계약의 채무적 성격 고려 시 향후 실질적 재무부담 발생 가능. 차후 계약에서 발생할 수 있는 효성화학의 정산금 지급에 대한 지주사 효성의 자금 보충 약정 (계약 체결일로부터 최대 3년)
					채권자는 효성케미제일차 주식회사 (효성화학의 신종자본증권을 인수하는 증권사 설립 SPC) 자금보충 약정 체결된 이후 지주사(효성)의 효성화학(주) 채무보증잔액: 9,379억원
효성티앤씨	효성화학	2024	특수가스 사업부 영업 양수도	9,200	2024년 12월 계약체결
					2025년 2월 잔금지급 완료

자료: 한국신용평가, 공시자료, 하나증권

석유화학산업 구조개편 진행 현황

업계 자체적인 노력에는 한계 존재하여 정부주도의 구조개편 진행중

업계 자체적인 노력에는 한계 존재
하여 정부 주도하에 구조개편안이
‘25년 중에 마련되어 진행 중

이렇듯 주주사 및 계열사들이 물심양면(?)으로 재무적 지원을 단행하였지만 사례로 든 기업들을 포함하여 주요 석유화학기업들은 신용등급 하향 악순환의 고리를 벗어날 수 없었다. (효성화학의 경우 25년 말 공모채를 상환한 이후 신규 공모발행을 멈추면서 공모시장에서 자진 퇴장하였다)

급기야 정부 주도하에 구조개편방안이 2025년에 발표되었고 여러 가지 우여곡절 끝에 구조개편 1, 2호가 그 결실을 앞두고 있다.

현재까지는 대산 1건, 여수 1건의
빅딜이 구체화 단계에 들어가 있는
상태

현재 구조개편은 대산, 여수, 울산의 3대 석유화학단지를 중심으로 진행되고 있다. 가장 진도가 빠른 대산은 롯데케미칼과 HD현대케미칼의 사업재편안이 이미 정부 승인을 받은 상태이고 최근 공정위의 기업결합 심사 절차에 들어갔다. 여수는 여천NCC(와 주주사인 한화솔루션/DL케미칼) 및 롯데케미칼이 제출한 사업재편안이 이르면 이번 주중 정부의 승인을 받을 전망이다. 울산은 아직 구체화된 내용이 별로 없기에 본 검토에서는 생략하기로 한다.

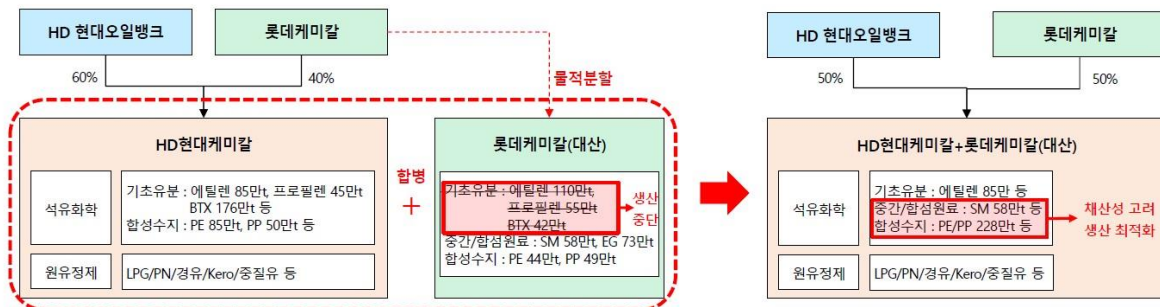
구조개편 모범사례인 대산산업 구조조정 진행상황

대산산업에서는 롯데케미칼과
현대케미칼(현대오일뱅크) 간
사업 재편이 진행

가장 진도가 빨리, 많이 나간 산업단지 및 대상기업은 대산산업단지의 롯데케미칼과 HD현대케미칼(이하 현대케미칼)이다. 사업재편의 골자는 롯데케미칼의 NCC사업부를 분할하여 HD현대케미칼에 붙인 다음에 해당 NCC설비를 끄는 것이다. 일부 다운스트림 사업도 팔려간 이후 끄게 되지만 큰 틀은 업스트림인 NCC설비를 감축하는데 있다. 그 과정에서 기존 HD현대오일뱅크: 롯데케미칼 간 60:40의 합작법인 형태의 현대케미칼은 양 주주사 간 50:50의 공동경영 기업으로 바뀐다. 분할 후 통합되는 사업부는 이미 기업분할이 완료된 상태(롯데대산석화)이고 26년 9월 1일 현대케미칼에 흡수합병 될 예정이다.

도표 26. 대산 1호 사업재편 프로젝트 구조도

롯데케미칼(대산)+HD현대케미칼

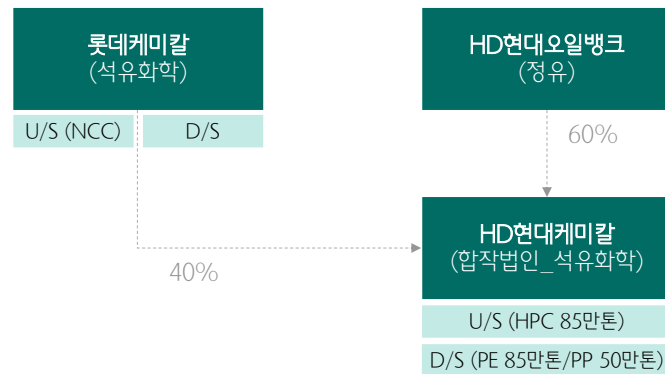


자료: 롯데케미칼, 하나증권

도표 27. 대산 1호 사업재편 흐름도 1단계(기존 구조)

편의상 이해를 돕기 위해 구조조정
단계별로 구분하여 설명

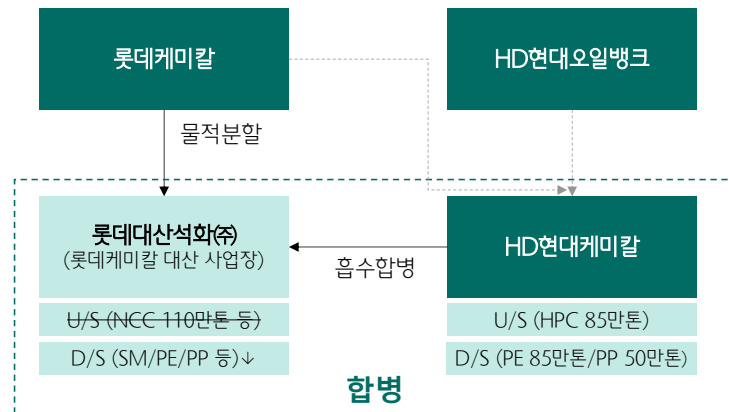
HD현대케미칼은 롯데케미칼과
HD현대오일뱅크 간 합작회사



자료: 금융위원회, 각 사 공시자료, 하나증권

도표 28. 대산 1호 사업재편 흐름도 2단계(롯데케미칼 사업분할 및 현대케미칼 다운스트림 일부 감축)

롯데케미칼의 NCC(기초유분)사업
및 일부 다운스트림 사업을
분할하여

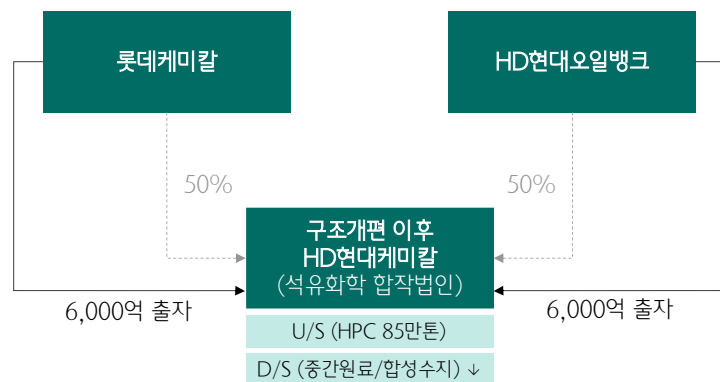


자료: 금융위원회, 각 사 공시자료, 하나증권

도표 29. 대산 1호 사업재편 흐름도 3단계(현대케미칼이 분할법인 흡수합병)

HD현대케미칼에 흡수합병시키는
것이 골자
(분할/합병된 NCC설비는
가동중단)

NCC설비 가동중단 뿐만 아니라
중간/합성원료(SM 등),
합성수지(PE/PP)에 대해
채산성 고려하여
생산 최적화 진행될 예정



자료: 금융위원회, 각 사 공시자료, 하나증권

늦었지만 진도는 나가고 있는 여수산업단지 사업재편 프로젝트

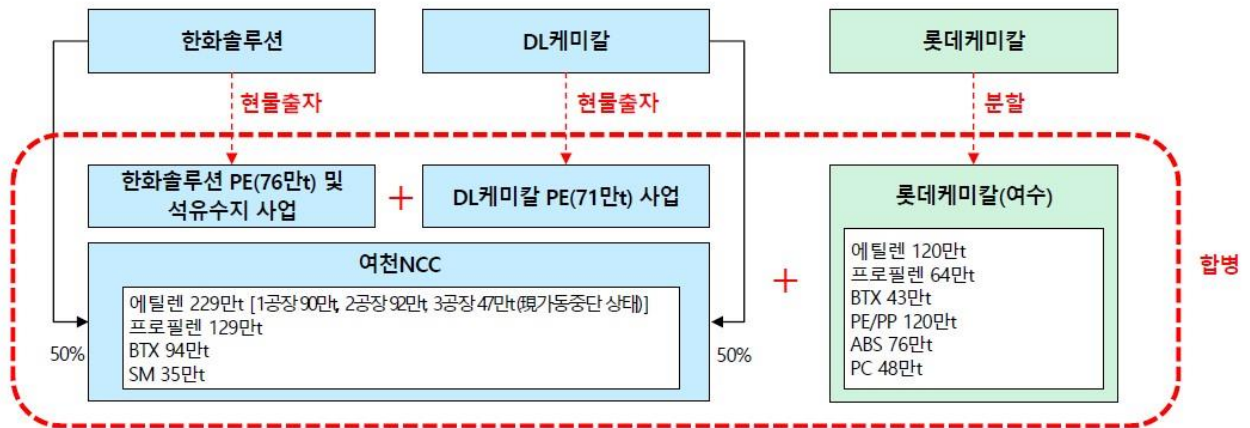
여수는 롯데케미칼이 여천NCC에
현물출자를 통해 기존 양사
공동경영에서 3자 공동경영 체제로
변환하는 구조

여수산업 사업재편방안 또한 기본적인 구도는 롯데케미칼이 주도하는 구조이다. 롯데케미칼의 기존 사업장(여수 NCC 및 일부 다운스트림 설비)을 분할하여 여천NCC에 붙인 다음에 (이번에는 롯데케미칼 이관 NCC가 아닌) 여천NCC의 일부 NCC설비(비중으로는 전체 229만톤의 60%인 139만톤, 공장 기준으로는 3개 공장 중 2,3공장 2개)를 끄는 것(3공장은 이미 꺼진 상태)이다. 롯데케미칼에서 이관되는 NCC설비(123만톤)보다 더 많이 설비를 끄으로써 가동률 제고를 노리고 있다.

대산과 마찬가지로 일부 다운스트림도 이관되고 여천NCC 주주사들(한화솔루션, DL케미칼)의 일부 다운스트림도 이관되지만 포인트는 역시 NCC감축이다. 이 같은 사업재편 과정을 거쳐 여천NCC는 기존 양대주주사 간 50:50 공동경영구조에서 3대 주주사들의 공동경영 구조로 바뀔 예정이다(아직 구체적인 지분구조 등은 알려진 바가 없다).

도표 30. 여수 1호 사업재편 프로젝트 구조도

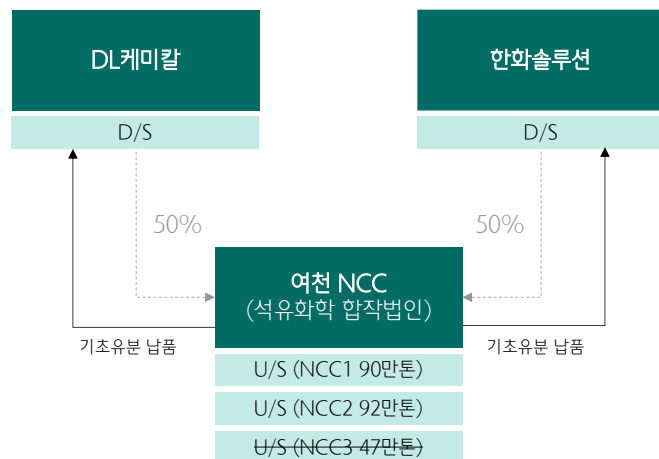
여천NCC+한화솔루션(PE등)+DL케미칼(PE)+롯데케미칼(여수)



자료: 롯데케미칼, 하나증권

도표 31. 여수 1호 사업재편(안) 흐름도 1(현 상태)

여천NCC는 DL케미칼과
한화솔루션 간 공동경영기업



자료: 산업통상부, 각 사 공시자료, 하나증권

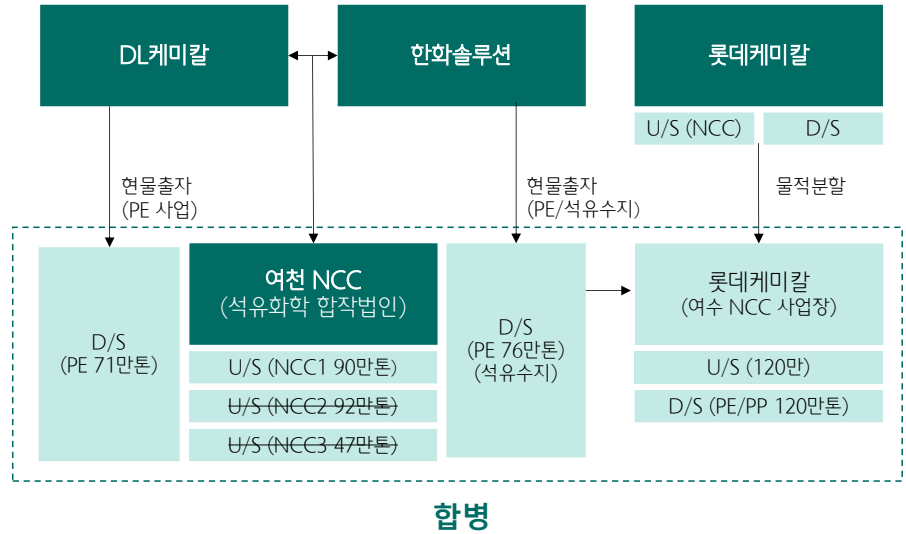
주. 여수 1호 사업재편안은 현재 밀그램만 나온 상태. 언론보도 등을 정리하여 대산 1호와 유사하게 정리

도표 32. 여수 1호 사업재편(안) 흐름도 2
(DL케미칼/한화솔루션 일부 다운스트림 분할 및 롯데케미칼 NCC & 일부 다운스트림 분할)

롯데케미칼 여수사업(NCC & 일부
다운스트림)을 분할하여 여천NCC
에 합병시키고

DL케미칼과 한화솔루션은 일부
다운스트림 사업을 여천NCC에
현물출자

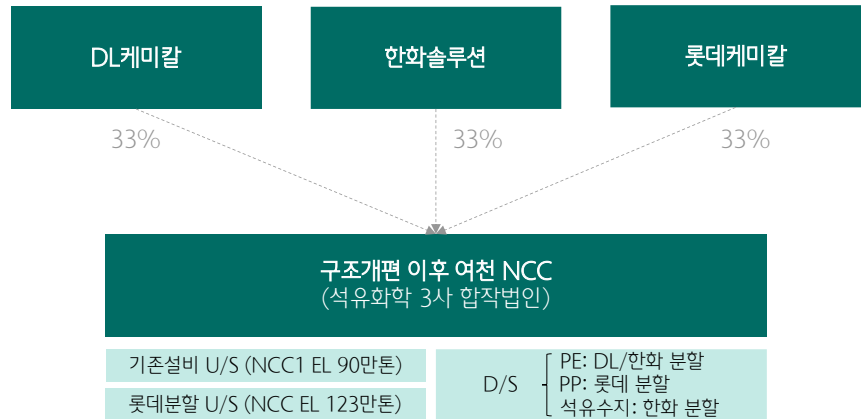
여천NCC의 NCC설비는 이미 가동
중단된 3공장 외에
2공장도 가동중단



자료: 산업통상부, 각 사 공시자료, 하나증권

도표 33. 여수 1호 사업재편(안) 흐름도 3
(분할사업을 여천NCC로 통합 및 여천NCC 기존설비 일부 가동중단)

구조개편 후 사업내용 및
지분구조(안)



자료: 산업통상부, 각 사 공시자료, 하나증권

주. 통합법인의 지분구조는 확정 공시된 사항 없어 언론보도 등을 통해 정리

산업재편 추진에 따른 정책적 지원사항

정책지원이 수반되어야 사업재편의
실효성 및 유인이 발생

당초 개별기업 간 자발적인 산업재편 및 구조조정이 어려운 이유는 비용이 수반되기 때문이다. 그렇지 않아도 적자 상태에서 신용등급도 계속 하락하는 와중에 있는 석유화학기업들은 구조조정 진행에 따른 추가적인 비용 부담 및 재무여력의 저하 상황을 감내하기가 어려운 형편이다. 그래서 정책적인 지원이 필요한 것이고 지원이 가능한 항목(내지 내역)들은 대산산업단지 사례를 통해 확인할 수 있다. 사례별로 조금씩 차이는 있을 수 있지만 기본 골자는 유사한 형태를 띠게 될 것이기 때문이다.

정책지원의 핵심은 금융지원. 금융
지원패키지는
1)(기존)차입금 상환유예
2) (기존) 일부차입금 영구채 전환
3)신규자금 지원 등으로 구성

정책지원은 크게 금융지원과 세제지원 및 여타지원으로 구분할 수 있겠는데 실제로 의미가 있고 중요한 부분은 금융지원이다. 금융지원은 다시 기존 차입금에 대한 상환유예, 기존 차입금 일부의 영구채 전환 및 신규자금 지원으로 구분할 수 있다. 대산산업의 경우 구조조정 참가사인 롯데케미칼, 현대케미칼 양사의 기존 협약 채무(약 7.9조원, 쉽게 말해 은행 대출금)는 사업재편 기간(3년)동안 상환이 유예되고 금리 조건과 같은 기존 금융 조건도 유지된다. 또한 기존 대출 중 일부를 영구채로 전환(최대 1조원)하여 재무구조를 안정화시키고 설비투자/운전자금 또한 최대 1조원 규모로 신규자금도 지원이 된다.

물론 일방적으로 지원만 해주는 것이 아니라 주주사들도 각각 6천억씩 출자 부담을 감당해 자기책임을 지우는 구조로 진행된다.

결론적으로 말해 정부지원 패키지 주요 구조는 보조금 지원을 통해 구조조정을 원활하게 진행할 수 있는 유인을 제공하는 것이다.

도표 34. 대산 1호 프로젝트 사업재편 정부 지원 패키지

1. 투자자금 소요 및 재무여력 확보를 위한 금융지원 (산업은행 등) : 최대 2조원		
①	상환유예 (대상: 현대케미칼, 롯데케미칼)	사업재편기간(3년) 동안 협약채무(약 7.9조원)에 대한 상환유예, 기존 금융조건 유지
②	신규자금 (대상: 현대케미칼)	설비통합 및 고부가·친환경 전환을 위한 투자자금, 운영자금 등 신규자금 지원 (최대 1조원)
③	영구채 전환 (대상: 현대케미칼)	시장에서 자체 자금조달이 가능한 부채비율 달성을 위해 기존 대출의 영구채 전환 (최대 1조원)
2. 사업재편 과정의 유동성 부담 완화를 위한 세제 지원		
①	적격합병 요건 완화	사업재편 기업이 중복자산을 가동중단한 경우 적격합병 과세이연이 적용될 수 있음을 명확화
②	지방세 부담 경감	등록면허세·취득세 감면 확대
③	법인세 납부 부담 경감	이월결손금 공제한도 확대 등
④	투자·배당 및 상생협력 촉진세제 부담 경감	사업재편기업에 대해 사업재편 종료 후 2년까지 투자·배당 및 상생협력 촉진세제*에 따른 세액 50% 감면
3.	원활한 사업재편 이행을 지원하기 위한 인·허가 합리화 : 20억원	
4.	글로벌 경쟁력 제고를 위한 원가구조 개선 : 690~1,150억원 +α	
5.	산업·고용위기 대응을 위한 지역경제·고용 지원	
6.	고부가·친환경 사업구조 전환을 위한 기술개발 지원 : 260억원 + α	

자료: 금융위원회, 하나증권

구조조정 기대효과는?

영업적인 개선효과는 제한적일 전망

현재 추진중인 구조개편을 통해 획기적인 가동을 제고는 어려울 전망

그렇다면 이와 같이 산업단지별로 구조개편을 실시하면 그 효과가 있는 것일까?

영업적인 측면과 재무적인 측면 두 가지 방향에서 생각해볼 수 있다.

먼저 영업적인 측면이다. 산업계와 연구 기관들의 중론은 구조개편을 통해 설비감축을 단행하면 잔존 설비 가동률이 제고되면서 수익성이 현재 대비 개선될 것이라는 데 있다. 문제는 그 개선 폭이 어느 정도일 것인지가 될 것인데 아쉽게도 그에 대한 전망은 그다지 낙관적이지 못하다. 그 원인은 크게 두 가지로 구분하여 생각해 볼 수 있다.

공급 과잉 구조가 여전할 것이고

첫째 업스트림(NCC) 설비감축 규모가 현재 확정된 기준으로는 수급 구조를 크게 개선시키는데 한계가 있기 때문이다. 역내 중국발 증설 압력이 지속될 것이고 국내적으로도 신규 공장이 새롭게 가동될 예정에 있기 때문이다.

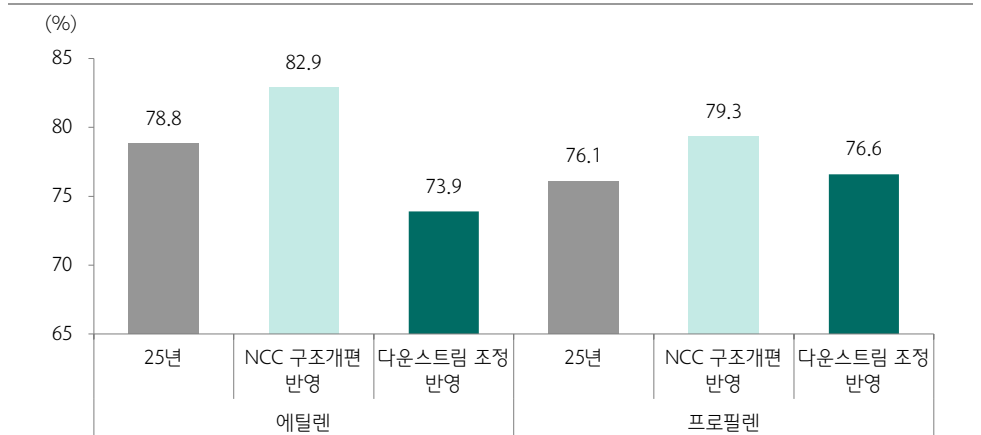
다운스트림 감축 병행으로 가동률 제고 효과가 경감될 것이기 때문

둘째, 금번 NCC 설비감축은 연계 다운스트림의 생산 조정과 동시에 진행되고 있기 때문이다. 다운스트림 또한 범용제품의 경우 업스트림과 유사하게 사업성이 어려운 상태이기 때문에 이참에 같이 조정할 필요가 있다. 문제는 다운스트림 구조개편(설비감축)은 개별 유제품 생산 조정에 그치지 않고, NCC 가동률에도 추가적인 하방 압력으로 작용하게 된다는 점이다. 물론 다운스트림 구조개편이 병행된다면 수익성 개선 효과는 좀 더 기대해볼 수 있겠지만 말이다.

다만 수익성 개선 효과는 유효할 전망

정리하자면 이번 구조개편은 업스트림의 공급능력 축소를 통해 구조적 공급과잉을 완화하고 다운스트림의 선별 조정을 통해 저수익 범용 제품 비중을 낮춘다는 점에서 산업 안정화와 수익성 개선에 일정 부분 기여할 것은 맞지만 현재 논의되고 있는 감축 규모만으로는 중장기적인 수급 균형 확보와 수익성 개선에 한계가 있다는 것이다.

도표 35. 구조조정 기대효과(가동률)



자료: NICE신용평가, 하나증권

NCC 가동 설비 중단은 가동률 제고에 도움이 되지만 다운스트림 조정이 수반되기에 (가동률이) 이전 대비 오히려 낮아지거나 유사한 수준이 지속될 수도 있음

재무적인 기대효과는 유의미

구조개편효과의 실효성은 재무구조 개선효과로 나타날 전망

재무적인 개선효과는 영업적인 측면보다는 보다 실효성이 있는 것으로 판단된다.

재무적인 효과는 두 단계로 나누어 생각해볼 수 있다.

첫번째 단계에서는 설비가동 중단에 따른 자산손상차손 발생 및 제반 구조개편 관련 비용의 발생이다. 이 지점에서 참여주체들은 1차적으로 손실인식/비용발생으로 재무구조가 저

하되는 상황이 발생한다. 그리고 정책당국은 이 같은 부담을 줄여주기 위해 차입금의 영구 채 전환, 세제혜택 등의 지원을 실시하게 된다. 따라서 첫번째 단계에서의 재무적인 영향은 중립적이다.

(물론 대산사례의 경우 분할이후에 통합된 법인이 손상차손을 인식하는 방식이지만 편의상 이렇게 정리했다)

두번째 단계에서는 분할 및 통합법인의 자본재구조화 과정과 관련된다.

분할을 통해 존속법인은 일정부분의 자산과 부채를 분할법인으로 이관시키게 된다. 이 과정에서 존속법인의 부채 및 차입금이 감소하게 되면서 재무비율이 개선되는 효과가 발생한다. 존속법인이 통합법인을 공동경영하는 형태이기 때문에 연결 기준으로도 통합법인의 실적과 자산이 분리되는 효과가 있을 것이다. 물론 이관 차입금에 대해 존속법인이 지급보증을 제공하기 때문에 궁극적으로는 명목적인 차입금 상환부담이 구조개편 전후에 달라지지는 않는다. 하지만 그렇다고 해도 실질적인 재무개선 효과가 없지는 않다.

우선 기존 차입금(존속, 분할법인 포함)에 대한 만기 연장이 이루어짐으로 인해서 차입금의 차환리스크를 경감시킬 수 있다. 다음으로 자기 부담 및 정책지원을 포함한 자본 확충으로 인해 재무안정성이 개선되는 효과가 있는 것이다.

보다 구체적인 사례를 통해 재무개선 효과를 확인해보기로 하자. 현재 대산과 여수 구조개편 프로젝트에 동시에 참여하고 있는 롯데케미칼의 경우 해당 프로젝트의 완결 시 주요 화학업체 중 가장 의미있는 재무개선 효과를 볼 수 있을 것으로 전망된다. 이미 분할이 완료된 롯데대산석화의 개시 재무상태표를 보면 분할법인은 분할 시 약 1.9조원의 자산과 부채를 들고 나간 것으로 확인된다. 차입금은 약 1.6조원을 들고 나갔다. 여수 프로젝트의 세부 사항이 아직 공개가 안된 상태이지만 분할되는 NCC Capa가 유사한 규모(대산 110만톤, 여수 123만톤)임을 감안해볼 때 여수프로젝트에서 떨어져 나갈 자산/부채도 유사한 수준으로 가정해도 큰 무리는 없을 듯하다. 그런 가정하에서 양대 프로젝트 완료 이후 롯데케미칼의 재무구조는 이전에 비해 개선되는 것으로 산출된다. 물론 전술한 바와 같이 분할되는 차입금에 대해 동사가 지급보증 의무를 계속 부담해야 하는 것은 맞지만 분할/통합 과정에서 정책적인 지원이 수반된다는 점(실제로 New Money가 신설법인에 투입된다)을 참작해볼 때 채무부담과 관련하여 경제적 실질이 변하지 않는다고 보기는 어렵다.

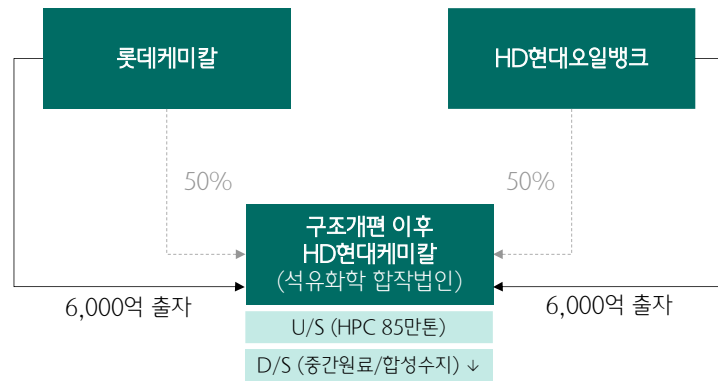
도표 36. 물적분할법인(롯데대산석화) 개시 요약 재무상태표

		(단위: 억 원)	
신설법인으로 이관되는 차입금		자산	부채
약 1.6조원 중		19,391	19,363
단기 비중은 90% 이상			
HD현대케미칼과의		유동자산	유동부채
합병기일은 2026년 9월 1일 예정		6,499	17,855
		매출채권	매입채무
		2,648	3,084
		재고자산	유동차입금
		3,540	14,639
		기타	기타
		310	131
		비유동자산	비유동부채
		12,893	1,508
		유형자산	차입금
		11,533	1,360
		기타	기타
		1,359	148
			자본
			29
			자본금
			10
			기타불입자본
			19

자료: 롯데케미칼 공시자료, 하나증권

도표 37. 대산 1호 프로젝트 정책지원구조

분할/통합 법인에 대해 최대 2조
원의 금융지원(영구채 인수, 신규
대출)이 이루어지고
기존 주주사들도 추가 출자를 통해
자본확충 실시



금융지원: 최대 2조원	산업은행, 수출입은행 등
금융지원 외: 최대 1,400억원 + α	정부

자료: 금융위원회, 각 사 공시자료, 하나증권

도표 38. 롯데케미칼 구조재편 전/후 재무상태표 비교 (단위: 십억원)

구조개편 전 롯데케미칼 연결 재무상태표 (26.1Q)				구조개편 후 롯데케미칼 추정 연결 재무상태표			
자산	31,897	부채	13,776	자산	28,657	부채	9,904
유동자산	8,123	유동부채	7,878	유동자산	5,623	유동부채	4,307
현금및현금성자산	1,293	매입채무	1,459	현금및현금성자산	93	매입채무	842
매출채권	2,264	차입금및사채	5,154	매출채권	1,731	차입금및사채	2,221
재고자산	3,044	기타	1,266	재고자산	2,336	기타	1,244
기타	1,522			기타	1,463		
		비유동부채	5,898			비유동부채	5,596
비유동자산	23,774	차입금및사채	5,193	비유동자산	23,034	차입금및사채	4,917
관계기업투자	1,619	기타	705	관계기업투자	1,186	기타	679
공동기업투자	2,236			공동기업투자	4,506		
유형자산	14,976			유형자산	12,670		
기타	4,943			기타	4,672		
		자본	18,121			자본	18,753
		지배주주지분	12,947			지배주주지분	13,579
		비지배지분	5,174			비지배지분	5,174

자료: 롯데케미칼 공시자료, 하나증권

주. 여수 사업장 물적분할 규모를 대산사업장과 동일하게 가정. 합병 이후 여천NCC 보유지분 공정가치 또한 대산 사업장 교부신주 공정가치 적용

도표 39. 구조재편 이후 롯데케미칼 주요재무지표 추정

(단위: 십억원, %)	개편 전	개편 후
자산총계	31,897	28,657
부채총계	13,776	9,904
총 차입금(리스 포함)	10,347	7,138
부채비율	76.0%	52.8%
차입금 의존도	32.4%	24.9%

자료: 롯데케미칼 공시자료, 하나증권

주. 개편전은 '26년 1분기말 기준(연결)

결론

구조개편은 석유화학기업들의 신용도에 긍정적으로 작용할 전망

산업구조개편과 관련된 영향 중심으로 결론을 맺어보자.

본문에서 언급한 바처럼 석유산업 구조개편과 관련된 영업실적 개선 효과는 아직 낙관하기에는 조심스러운 측면이 있다. 글로벌 차원에서 공급과잉이 심한 상태이기에 국내적으로 설비를 감축한다고 해도 국제시장의 영향에서 자유로울 수 없기 때문이다. 다만, 설비중단/감축대상이 되는 사업부에 업스트림(NCC)뿐만 아니라 일부 범용 다운스트림 사업부까지 포함되는 점은 고무적이다. 금번 구조개편으로 가동을 자체는 크게 높이기 어려울 수 있지만 전반적인 사업구조조정을 통한 체질/수익구조 개선효과는 기대할 수 있을 것으로 전망된다.

반면, 재무적인 구조개편효과는 보다 실질적이고 유의미하다는 판단이다. 수년간 지속된 실적 저하로 인해 재무적인 여력이 갈수록 소진되고 있는 석유화학기업들에 있어 구조개편 시에 단행되는 금융패키지는 적어도 몇 년간 재무적인 부담을 경감시켜 줄 수 있는 시간을 벌어줄 수 있을 것으로 전망되기 때문이다. 개별기업 차원에서는 구조개편에 적극적으로 참여하는 기업일수록 수혜의 폭은 더더욱 클 수 있을 것으로 판단된다.

석유화학업종 신용도(등급)와 관련해서는 현 상태 대비 구조개편이 완료된 시점에서의 신용도 여건은 개선될 수 있을 것으로 전망된다. 업황이 현재보다 추가적으로 더 크게 악화되지만 않는다면 그럴 가능성이 크다는 판단이다. 개별기업 차원에서도 신용도 전망은 참여도에 따라 현재 대비 개선될 수 있는 여지가 열려있다는 판단이다. 보수적으로 보더라도 (참여도에 따라) 현재와 같은 하향 추세는 당분간 멈출 가능성이 크다.

크레딧스프레드 동향 및 전략

국고채금리 상승, 신용스프레드 혼조세

국고채금리 상승

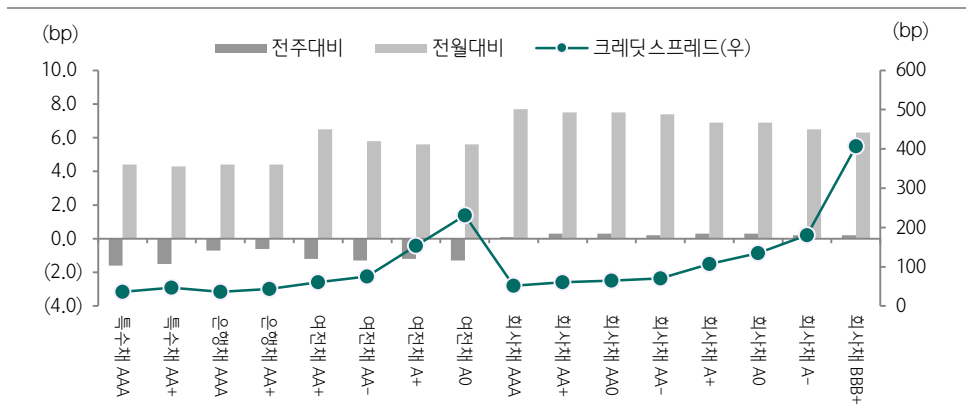
지난주 국내 채권시장은 중기물 중심으로 약세를 보였다. 장단기 채권에 비해 5년물이 상대적으로 약세를 보이며 수익률 곡선은 평탄해졌다. 주요 원인은 지난 16일 열린 금통위였다. 한국은행이 만장일치로 기준금리를 25bp 인상하고, 통방문에서 연내 추가 인상을 시사하면서 최종금리 컨센서스가 상향되었다. 여기에 미국의 대이란 공습과 호르무즈 해협 봉쇄 우려로 국제유가가 급등하며 에너지발 물가 경계가 커진 점과 19일 발간된 한은(BOK) 이슈노트에서 교역조건 개선(반도체 수출가격 상승)의 파급효과가 상당할 것으로 분석한 점이 8월 연속 기준금리 인상 우려를 키우며 채권시장 약세 압력을 더했다.

신용스프레드

혼조세

지난주 신용스프레드는 섹터별로 혼조세를 보였다. 은행채·공사채·여전채가 강보합세로 전환되었으나 회사채 약세는 지속되었다. 7월 금통위에서 예상대로 만장일치로 기준금리가 25bp 인상되었다. 그에 따라 단기 신용채권 절대금리 또한 4%에 근접(1년물 기준)하는 등 금리메리트는 발생했지만 최종 기준금리 전망이 지속 상향 조정됨에 따라 적극적인 매수 관심은 지연될 가능성이 커 보인다. 다만 신용스프레드의 확대 추세가 진정됨에 따라 점차 회사채 발행물 등에 대한 관심은 이전 대비 커질 가능성이 열려 있다는 판단이다.

도표 1. 주요 크레딧 채권 스프레드 주간/월간 변동 (3년물 기준)



주: 2026.7.17 기준 / 자료: 인포맥스, 하나증권

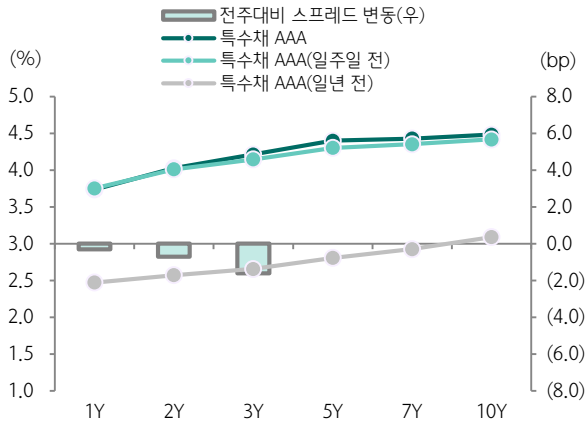
도표 2. 크레딧채권 금리 및 스프레드 변동

(단위: %, bp)

구분	금리					스프레드					스프레드 변동(WoW)					스프레드 변동(MoM)				
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
국채	3.36	3.70	3.85	4.11	4.30	-	-	-	-	-	2.0	5.1	8.2	9.7	6.4	6.6	12.2	13.7	20.0	17.0
특수채 AAA	3.74	4.03	4.21	4.40	4.48	46.1	29.3	36.0	29.4	18.1	-0.3	-0.7	-1.6	0.0	0.0	-13.9	-0.2	4.4	3.8	0.2
AA+	3.80	4.13	4.32	4.52	4.68	52.1	39.8	47.1	41.7	37.8	-0.3	-0.6	-1.5	0.0	-0.1	-13.5	0.1	4.3	3.4	0.1
은행채 AAA	3.74	4.02	4.21	4.43	4.72	46.1	28.6	36.1	32.5	41.8	-1.7	-1.8	-0.7	-0.2	-0.3	-15.3	0.4	4.4	1.2	1.4
AA+	3.79	4.10	4.28	4.51	4.80	51.1	36.6	43.2	40.0	49.9	-1.7	-1.8	-0.6	-0.3	-0.3	-15.1	0.4	4.4	1.2	1.4
여전채 AA+	3.98	4.36	4.46	4.53	5.66	70.4	62.6	60.4	42.3	135.7	-0.6	-0.5	-1.2	-0.2	-0.1	-7.7	4.7	6.5	1.8	-0.5
AA-	4.07	4.47	4.61	4.79	6.06	79.1	73.6	75.4	68.9	175.5	0.3	-0.7	-1.3	-0.1	0.0	-7.1	4.5	5.8	1.8	-0.3
A+	4.42	4.95	5.39	5.93	6.76	114.2	121.4	153.7	182.3	245.6	0.6	-1.0	-1.2	-0.2	0.0	-6.9	3.7	5.6	1.6	-0.4
A0	5.09	5.70	6.16	6.59	7.18	181.0	196.8	230.9	248.4	287.6	0.6	-1.0	-1.3	-0.1	-0.1	-7.0	3.7	5.6	1.7	-0.4
회사채 AAA	3.83	4.27	4.37	4.48	4.79	55.3	53.8	51.7	37.8	49.2	0.6	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	-7.8	4.3	7.7	2.5	1.5
AA+	3.92	4.35	4.46	4.57	5.08	64.6	61.3	61.0	46.7	77.6	0.7	0.0	0.3	0.0	-0.1	-7.8	4.7	7.5	2.2	1.4
AA0	3.96	4.38	4.50	4.64	5.42	68.3	64.4	65.0	53.4	111.7	0.7	0.0	0.3	0.0	0.0	-7.6	4.8	7.5	2.2	1.5
AA-	4.00	4.43	4.55	4.74	5.78	71.9	69.3	70.1	63.7	147.9	0.7	0.0	0.2	0.0	0.0	-7.4	4.7	7.4	2.2	1.4
A+	4.13	4.70	4.93	5.40	6.36	85.6	96.2	107.3	129.8	205.7	0.5	-0.3	0.3	0.0	-0.1	-8.1	3.9	6.9	1.5	1.0
A0	4.29	4.88	5.20	5.85	6.82	101.4	114.9	134.5	174.8	251.9	0.6	-0.2	0.3	0.0	-0.1	-8.2	4.0	6.9	1.4	1.0
A-	4.56	5.24	5.66	6.44	7.33	128.3	150.3	180.4	233.8	303.0	0.5	-0.1	0.2	0.0	0.0	-8.4	4.0	6.5	1.4	1.0
BBB+	5.62	7.28	7.92	8.32	8.83	234.1	354.2	406.8	421.7	453.3	0.6	-0.2	0.2	0.0	0.0	-8.2	4.0	6.3	1.4	0.9

주: 1) 2026.7.17 기준, 2) 1Y, 2Y는 통안채(이표) 동월물 대비. 이외 3Y 이상은 국고채 동월물 대비 / 자료: 인포맥스, 하나증권

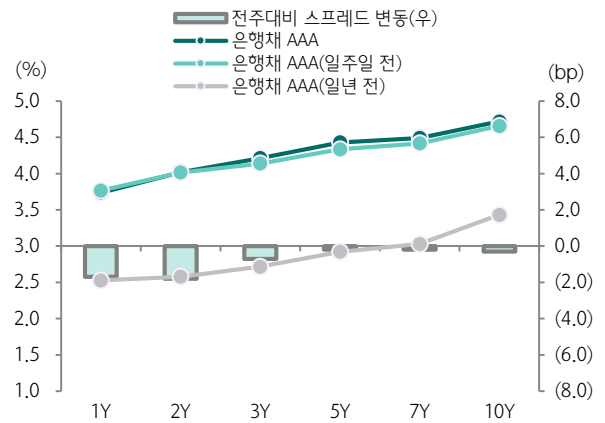
도표 3. 특수채 AAA 금리커브와 스프레드 변동



주: 2026.7.17 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

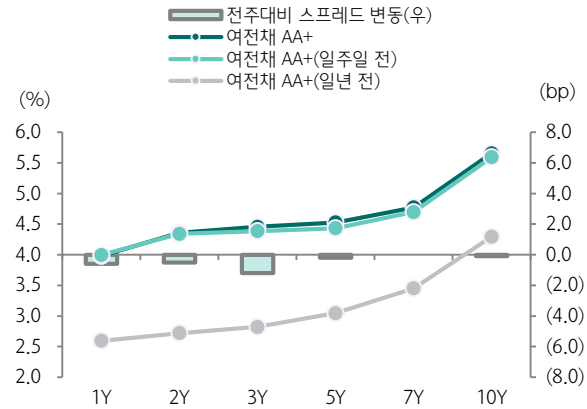
도표 4. 은행채 AAA 금리커브와 스프레드 변동



주: 2026.7.17 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

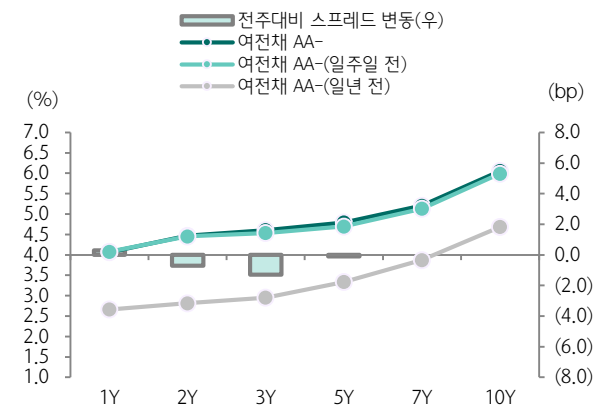
도표 5. 여전채 AA+ 금리커브와 스프레드 변동



주: 2026.7.17 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

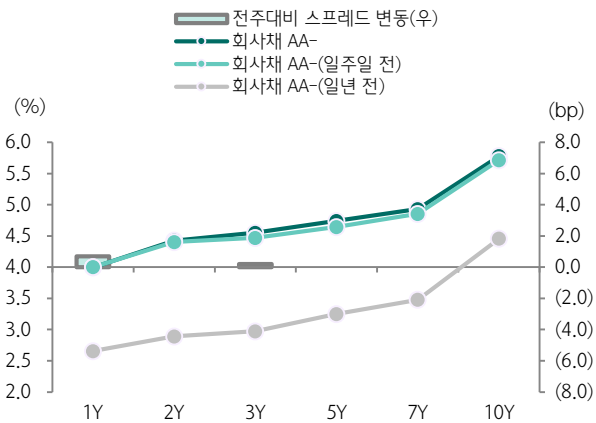
도표 6. 여전채 AA- 금리커브와 스프레드 변동



주: 2026.7.17 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

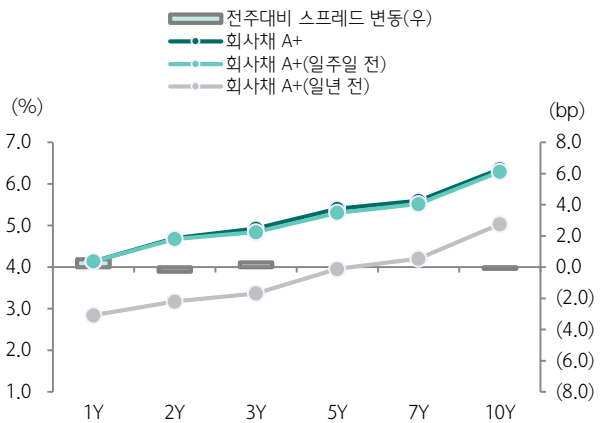
도표 7. 회사채 AA- 금리커브와 스프레드 변동



주: 2026.7.17 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 8. 회사채 A+ 금리커브와 스프레드 변동

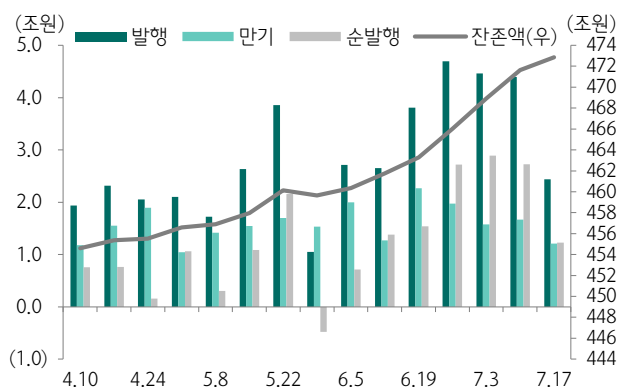


주: 2026.7.17 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

발행시장

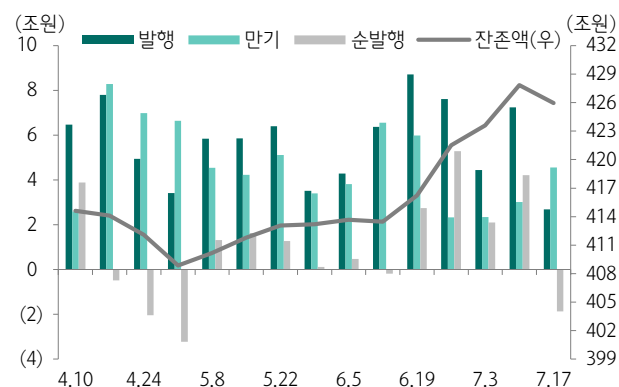
도표 9. 특수채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

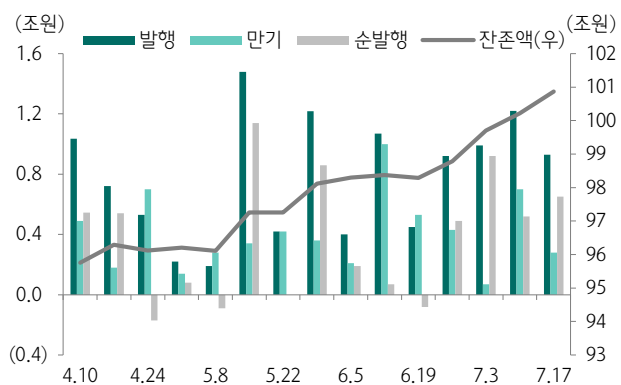
도표 10. 은행채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

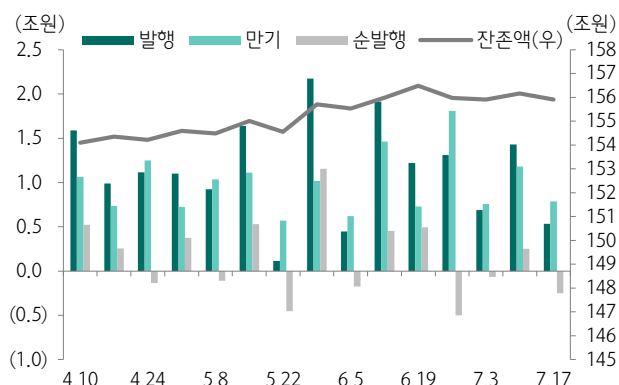
도표 11. 카드채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

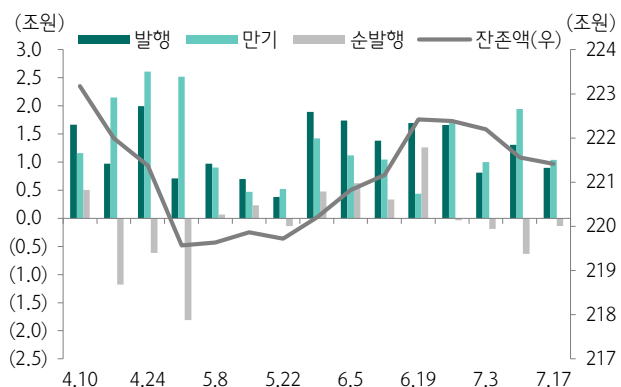
도표 12. 캐피탈채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

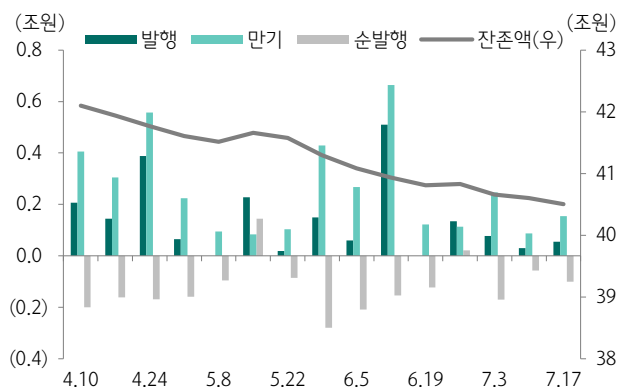
도표 13. AA등급 이상 회사채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 14. A등급 이하 회사채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준

자료: 인포맥스, 하나증권

도표 15. 회사채 수요예측 결과

(단위: 억원, bp, %)

수요예측일	종목명	신용 등급	발행일	발행 만기	금액		참여 금액	수요예측 경쟁률(:1)	금리밴드			결정 스프 레드	사용목적
					발행	예측			기준금리	하단	상단		
2026-07-13	키움증권22-1	AA0	2026-07-21	2Y	2,100	700	4,700	6.71	개별민평	-30.0	+30.0	0.0	채무상환
2026-07-13	키움증권22-2	AA0	2026-07-21	3Y	1,900	1,300	4,750	3.65	개별민평	-30.0	+30.0	0.0	채무상환
2026-07-14	한진127-1	BBB+	2026-07-23	1Y	200	200	190	0.95	개별민평	-50.0	+50.0	50.0	채무상환
2026-07-14	한진127-2	BBB+	2026-07-23	1.5Y	200	200	250	1.25	개별민평	-40.0	+40.0	0.0	채무상환

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 하나증권

주: 공란은 수요예측 결과 공시 전 / 수요예측 경쟁률은 유효수요 기준

도표 16. 이번 주 회사채 수요예측 대상 기업

(단위: 억원, bp, %)

수요예측일	발행사	회차	신용 등급	발행일	발행만기	예측금액	금리밴드			사용목적
							기준금리	하단	상단	
2026-07-22	SK에코플랜트	186-1	A-	2026-07-30	1Y	500	개별민평	-30	30	채무상환
2026-07-22	SK에코플랜트	186-2	A-	2026-07-30	1.5Y	300	개별민평	-30	30	채무상환
2026-07-22	SK에코플랜트	186-3	A-	2026-07-30	2Y	200	개별민평	-30	30	채무상환
2026-07-23	KCC	81-1	AA-	2026-07-30	2Y	800	개별민평	-30	30	채무상환
2026-07-23	KCC	81-2	AA-	2026-07-30	3Y	1200	개별민평	-30	30	채무상환

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 하나증권

유통시장

도표 17. 주간 회사채 유통시장 상위거래

(단위: 억원, %, bp)

종목명	신용등급	거래금액	거래일	만기일	잔존기간	민평금리	평균거래금리	평균-민평
KT199-3	AAA	1,600	2026-07-16	2028-07-12	2년	4.254	4.213	-4.1
SK297-2	AA+	1,200	2026-07-14	2026-09-13	3월	3.270	3.233	-3.8
메리츠증권2506-1	AA0	1,000	2026-07-14	2027-06-11	1년	3.931	3.950	1.9
케이씨씨76-2	AA-	800	2026-07-14	2027-01-15	1년	3.587	3.724	13.7
대신에프앤아이43-2	A+	700	2026-07-15	2028-08-11	2년6월	4.926	4.907	-1.9
하나금융지주43-2	AAA	700	2026-07-14	2029-08-29	5년	4.290	4.329	3.9
연합자산관리37-1	AA0	600	2026-07-16	2027-10-29	1년6월	4.108	4.086	-2.2
농협금융지주48-2	AAA	600	2026-07-15	2029-12-13	5년	4.382	4.358	-2.4
대신에프앤아이43-2	A+	600	2026-07-14	2028-08-11	2년6월	4.858	4.918	6.0
케이씨씨글라스3-2	AA-	600	2026-07-14	2027-06-25	1년	4.041	4.141	10.0

주: 1) 2026.7.13~2026.7.17, 2) 발행물, 유통화증권 제외. 선순위, 무보증, 공모채기준 100억원 이상 거래
자료: 본드웹, 하나증권

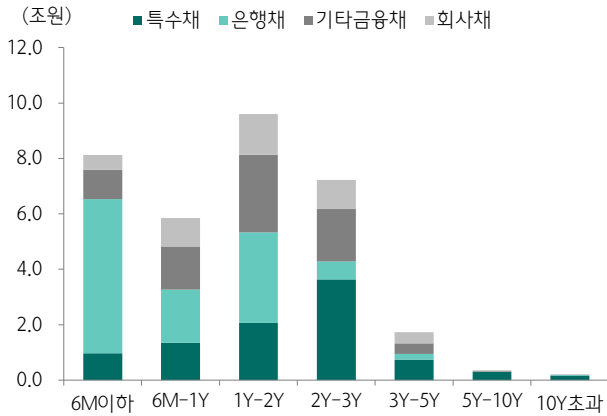
도표 18. 주간 회사채 강/약세거래 현황

(단위: 억원, bp)

강세				약세			
종목명(잔존기간)	신용등급	거래량	평균-민평	종목명(잔존기간)	신용등급	거래량	평균-민평
SK가스35-2(3월)	AA-	200	-13.0	케이씨씨76-2(1년)	AA-	200	16.6
삼성증권17-2(6월)	AA+	200	-10.8	코웨이5-2(1년)	AA-	200	14.5
엔에이치투자65-2(6월)	AA+	300	-10.3	한화에어로스페이스127-2(6월)	AA0	200	14.4
현대백화점33-2(3년)	AA+	300	-10.1	케이씨씨76-2(1년)	AA-	800	13.7
에스케이하이닉스224-2(2년)	AA+	200	-8.8	한화에어로스페이스129-1(1년)	AA0	300	13.6
엔에이치투자68-2(3월)	AA+	200	-8.3	코웨이5-2(1년)	AA-	200	13.0
씨제이제일제당27-2(3월)	AA0	200	-6.1	신한투자증권2402-2(1년)	AA0	200	11.8
KB금융지주38-2(3년)	AAA	501	-6.0	미래에셋증권70(1년)	AA0	300	11.7
키움증권12(2년)	AA0	200	-6.0	신한금융지주184-1(1년)	AAA	300	11.7
S-Oil59-1(2년)	AA+	400	-5.1	미래에셋증권74-1(1년)	AA0	300	11.2

주: 1) 2026.7.13~2026.7.17, 2) 발행물, 유통화증권 제외. 선순위, 무보증, 공모채기준 100억원 이상 거래
자료: 본드웹, 하나증권

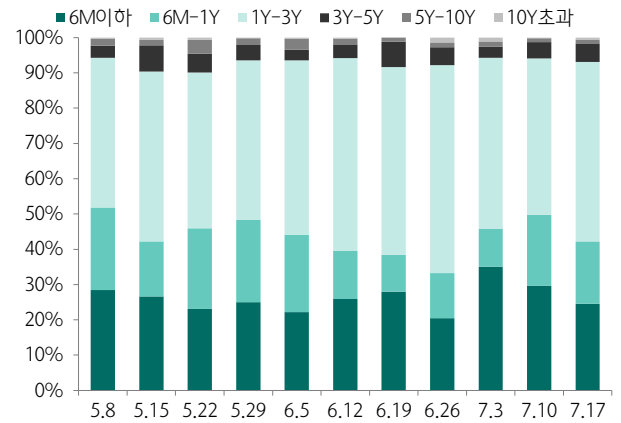
도표 19. 주간 잔존기간별 거래대금



주: 2026.7.13~2026.7.17

자료: 금융투자협회, 하나증권

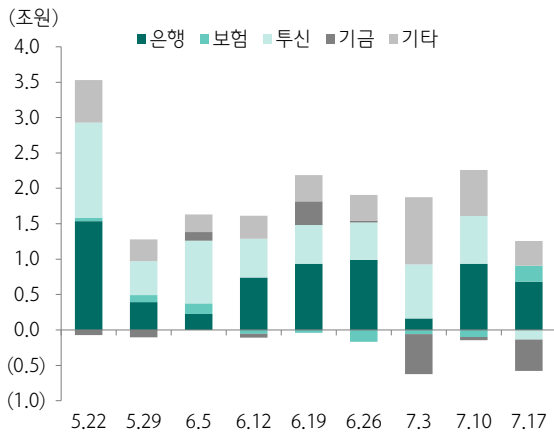
도표 20. 주간 잔존기간별 거래대금비중 추이



주: 주간단위(월~금) 작성

자료: 금융투자협회, 하나증권

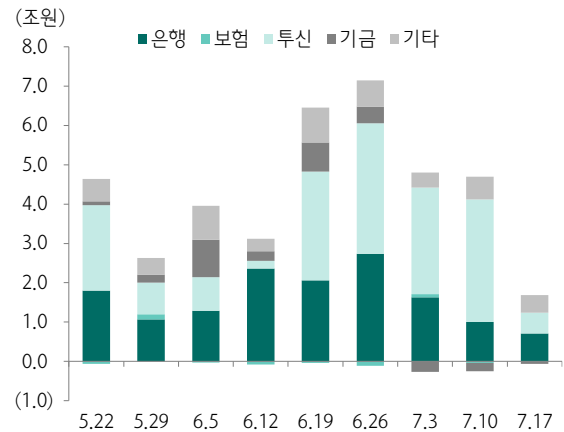
도표 21. 투자자별 특수채 순매수 추이



주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함

자료: 금융투자협회, 하나증권

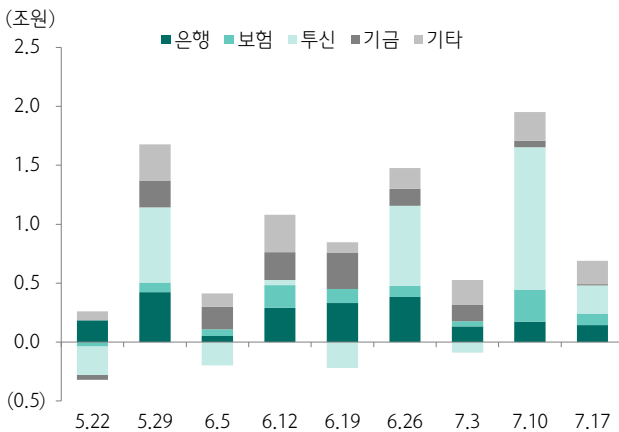
도표 22. 투자자별 은행채 순매수 추이



주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함

자료: 금융투자협회, 하나증권

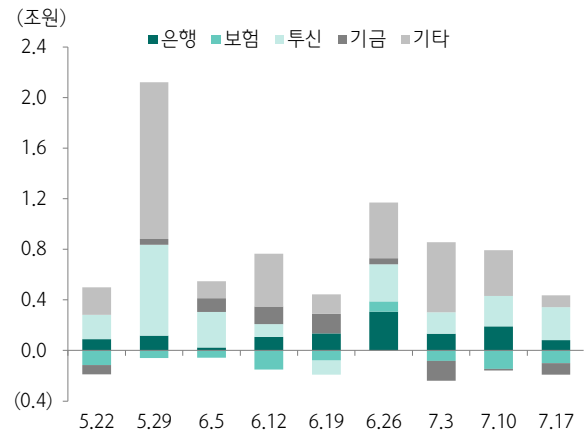
도표 23. 투자자별 여전채 순매수 추이



주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함

자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 24. 투자자별 회사채 순매수 추이



주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함

자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 25. 발행사 긍정적 등급전망 현황 (BBB- 등급 이상, 무보증 선순위채, 보험지급능력평가 / 7.17 기준)

구분	한신평	나신평	한기평
상향 검토	애크온캐피탈(A0/캐피탈)		
긍정적	LG전자(AA0/종합가전) 엘에스일렉트릭(AA-/전기장비) 포스코인터내셔널(AA-/종합상사) 한국항공우주산업(AA-/방산) 파르나스호텔(A+/호텔) 동원에프앤비(A+/식품제조) 통영에코파워(A+/민자발전) LS(A+/지주) 엘에스전선(A+/전력 및 통신 케이블) 대한항공(A0/항공) 에이치디건설기계(A0/건설기계) 한진칼(A-/지주) 코스맥스(BBB+/화장품) 한진(BBB+/물류) 두산(BBB+/지주) 가나안(BBB/제조업)	엘에스일렉트릭(AA-/전기장비) 한국항공우주산업(AA-/방산) 포스코인터내셔널(AA-/종합상사) 금호석유화학(A+/석유화학) 통영에코파워(A+/화력발전) LS(A+/지주) 엘에스전선(A+/전력 및 통신 케이블) 금호타이어(A0/타이어) 대한항공(A0/항공) 에이치디건설기계(A0/건설기계) 한진칼(A-/지주) 삼성중공업(A-/조선) 한화오션(A-/조선) 한진(BBB+/물류) 두산(BBB+/지주)	포스코인터내셔널(AA-/종합상사) 엘에스일렉트릭(AA-/ 전기장비) 풍산(A+/비철금속) 통영에코파워(A+/화력발전) 엘에스전선(A+/전력 및 통신 케이블) LS(A+/지주) 현대코퍼레이션(A0/종합상사) 대한항공(A0/항공) 에이치디건설기계(A0/건설기계) 금호타이어(A0/타이어) 현대코퍼레이션홀딩스(A-/지주) 한진칼(A-/지주) 삼성중공업(A-/조선) 한화오션(A-/조선) 한진(BBB+/물류) 한신공영(BBB0/건설) 티와이엠(BBB-/농기계) 화승코퍼레이션(BBB-/자동차부품)

자료: 신용평가 3사, 하나증권

도표 26. 발행사 부정적 등급전망 현황 (BBB- 등급 이상, 무보증 선순위채, 보험지급능력평가 / 7.17 기준)

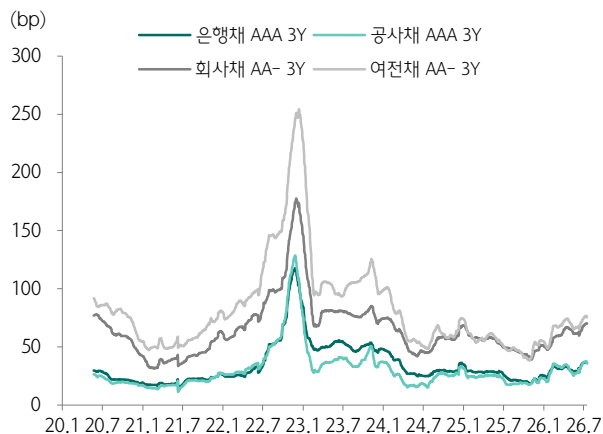
구분	한신평	나신평	한기평
하향 검토	에스케이실트론(A+/반도체)		에스케이실트론(A+/반도체)
부정적	엘지화학(AA+/석유화학) SK지오센트릭(AA-/석유화학) 롯데케미칼(AA-/석유화학) 포스코이앤씨(A+/건설) HD현대케미칼(A0/석유화학) 코리아세븐(A0/유통) 무림페이퍼(A-/제지) 두산퓨얼셀(BBB0/연료전지)	엘지화학(AA+/석유화학) 한화솔루션(AA-/석유화학) 한화토탈에너지스(AA-/석유화학) SK지오센트릭(AA-/석유화학) 케이씨씨글라스(AA-/건축자재) 동아에스티(A+/제약) 포스코이앤씨(A+/건설) HD현대케미칼(A0/석유화학) 신한자산신탁(A-/신탁) 에스케이어드밴스드(BBB+/석유화학) 신원(BBB-/의류제조)	한화솔루션(AA-/석유화학) 한화토탈에너지스(AA-/석유화학) SK지오센트릭(AA-/석유화학) 호텔신라(AA-/면세) 케이씨씨글라스(AA-/건축자재) 현대엘리베이터(A+/승강기) 포스코이앤씨(A+/건설) 동아에스티(A+/제약) HD현대케미칼(A0/석유화학) 대우건설(A0/건설) 코리아세븐(A0/유통) 무림페이퍼(A-/제지) 에스케이아이이테크놀로지(A-/이차전지소재) 에스케이디앤디(BBB-/부동산 개발)

자료: 신용평가 3사, 하나증권

Key Chart

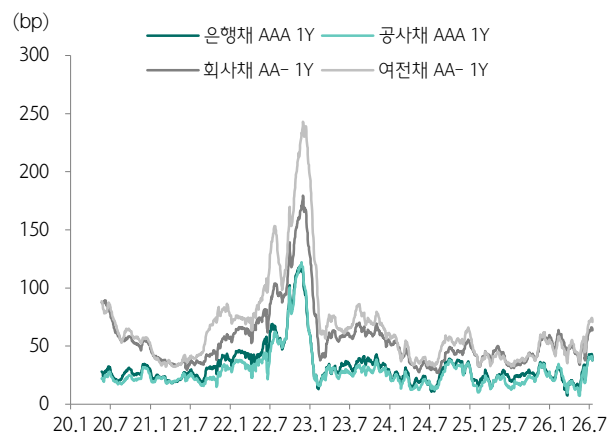
주요금리차(1)

주요 크레딧채권 신용스프레드(3Y)



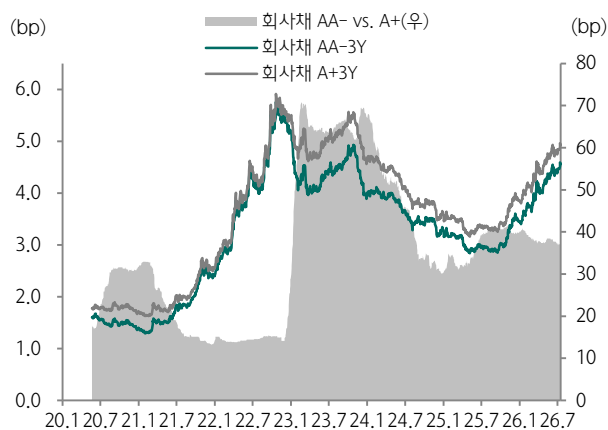
자료: 인포맥스, 하나증권

주요 크레딧채권 신용스프레드(1Y)



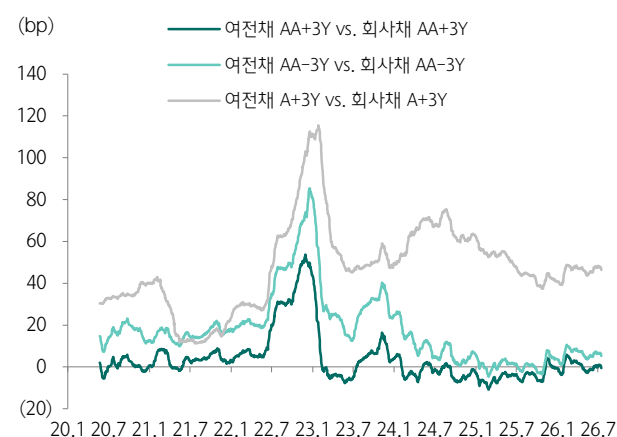
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 AA-/A+ 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

여전채3Y/회사채3Y 스프레드 (AA+/AA-/A+)



자료: 인포맥스, 하나증권

여전채/회사채 스프레드(1Y/3Y/5Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

국채 장단기 스프레드 및 회사채 AA- 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

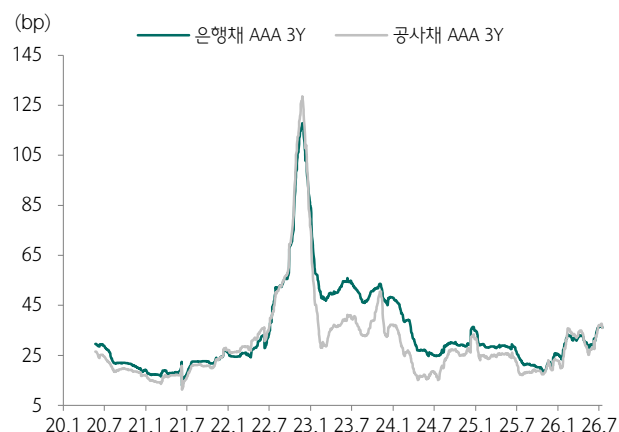
주요금리차(2)

특수채3Y/은행채3Y 스프레드



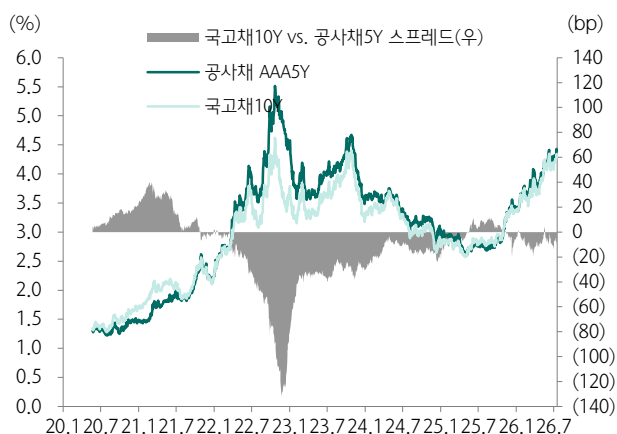
자료: 인포맥스, 하나증권

특수채AAA/은행채AAA 국고대비 Spread(3Y)



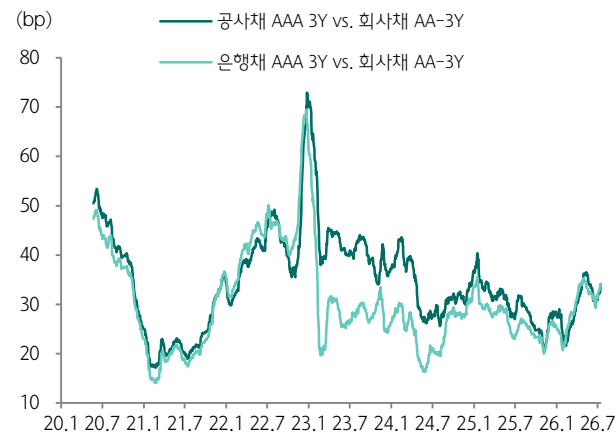
자료: 인포맥스, 하나증권

국고채10Y/특수채5Y 스프레드



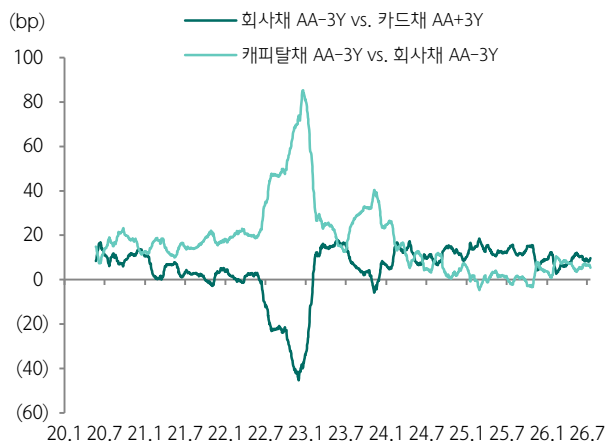
자료: 인포맥스, 하나증권

특수채AAA/은행채AAA 회사채(AA-)대비 스프레드



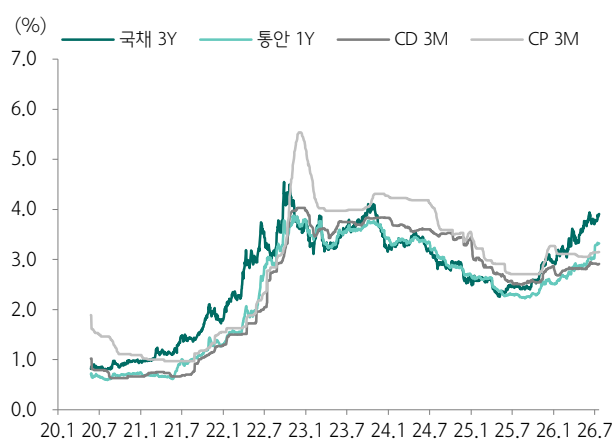
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채AA+/캐피탈채AA- 회사채(AA-)대비 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

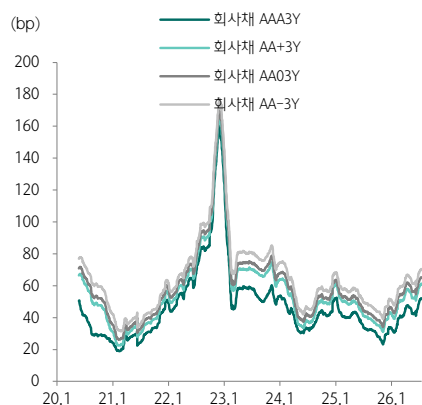
CP 3M/CD 3M/통안채1Y/국채3Y 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

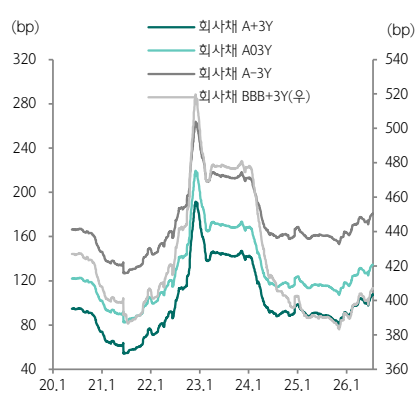
주요금리차(3)

AA등급 이상 회사채 스프레드 추이(3Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

A등급 이하 회사채 스프레드 추이(3Y)



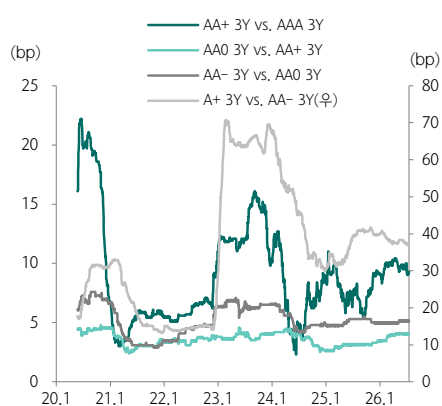
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 AA- 장단기 스프레드(3Y/5Y/7Y)



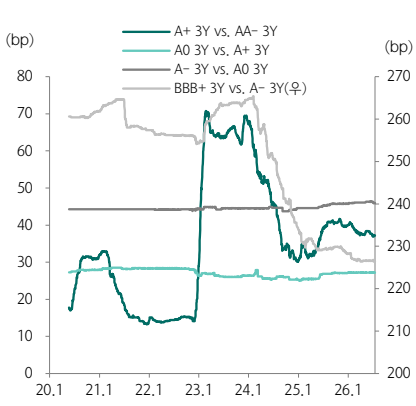
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 등급 간 스프레드(1)



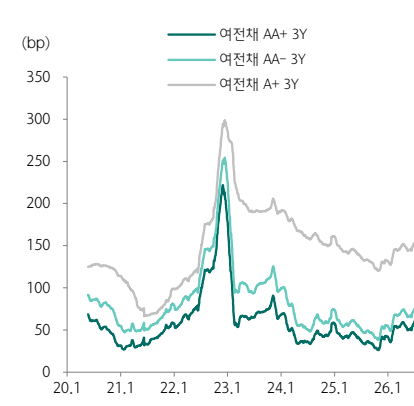
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 등급 간 스프레드(2)



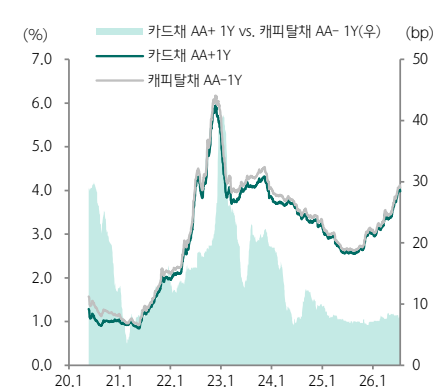
자료: 인포맥스, 하나증권

여전채 3Y 스프레드 추이(AA+/AA-/A+)



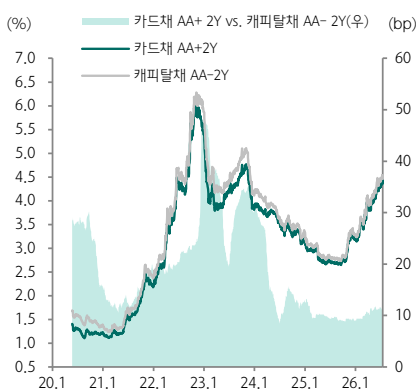
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(1Y)



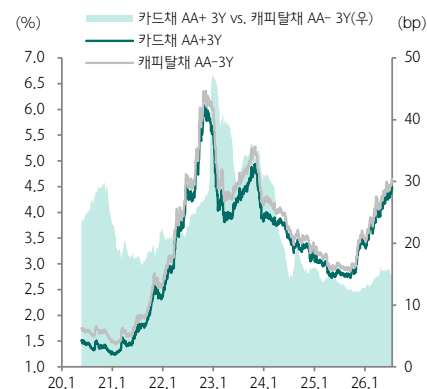
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(2Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(3Y)



자료: 인포맥스, 하나증권