

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[에너지/소재]

국내 NCC 구조조정의 다음 80만톤은 공장 밖에서 결정된다

여수 2호, 업황보다 거래구조가 먼저다

여수 석유화학 사업재편에서 앞으로 봐야 할 변수는 업황보다 지배구조와 공정거래법이다. 롯데케미칼/여천NCC를 중심으로 한 여수 1호는 지난 7월 정부 승인을 받았지만, LG화학과 GS칼텍스가 논의 중인 여수 2호는 아직 구체적인 합의에 이르지 못했다. 폐쇄 대상 설비와 자산가치, 원료 공급 조건을 둘러싼 이해관계도 문제지만 거래구조 자체에도 제약이 있다. GS의 100% 자회사인 GS에너지는 GS칼텍스 지분 50%를 보유하고 있으며, GS칼텍스는 지주회사 체제상 손자회사에 해당한다. 현행 공정거래법상 손자회사는 국내 계열회사 지분을 원칙적으로 보유할 수 없고, 증손회사를 두는 경우에는 원칙적으로 발행주식 전부를 보유해야 한다. 따라서 GS칼텍스가 LG화학과 50%씩 직접 출자하고 해당 합작법인이 GS 계열회사로 편입되는 구조라면 현행 지주회사 규제와 충돌할 수 있다. 결국 여수 2호는 어느 NCC(나프타 분해 설비)를 멈출 것인가 못지않게, 누가 어떤 방식으로 통합 자산을 보유할 것인가를 먼저 풀어야 하는 사업재편이다.

한편 여수 2호의 의미가 큰 것은 LG화학이 국내 NCC 구조조정의 마지막 대형 물량을 보유하고 있기 때문이다. LG화학은 여수에서 약 200만톤, 대산에서 약 130만톤의 에틸렌 생산능력을 보유해 국내 전체로는 약 330만톤 수준이다. 현재 정부가 승인한 사업재편 계획상 감축 물량은 대산 롯데케미칼 NCC 110만톤과 여수 여천NCC 139만톤을 합친 249만톤이다. 정부가 제시한 270~370만톤 감축 목표와 비교하면 아직 추가 조정이 필요하다. 여수 2공장 80만톤이 추가 재편된다고 가정하면 감축 규모는 329만톤으로 올라가 정부 목표 범위에 들어간다. 물론 어느 설비가 최종 대상이 될지는 아직 확정되지 않았고, 80만톤 역시 추정이다. 그럼에도 중요한 것은 여수 2호 한 건이 국내 감축 규모를 249만톤에서 정부 목표권으로 단숨에 끌어올릴 수 있다는 점이다. 국내 NCC 공급곡선이 실제로 한 단계 내려가는 시점은 에틸렌 스프레드의 회복보다 LG화학과 GS칼텍스가 거래구조의 제약을 언제 풀어내느냐에 더 크게 좌우될 수 있다.

해법을 단순히 법 개정 하나로 볼 필요는 없다. 현행 기업활력법에는 사업재편 과정에서 손자회사 규제를 완화하는 특례가 존재하지만 적용 요건이 제한적이어서 현재 논의되는 LG화학/GS칼텍스 구조에 그대로 적용할 수 있다고 단정하기 어렵다. 석유화학 특별법 역시 기업결합 심사기간 단축과 공동행위/정보교환 등에 대한 특례를 제공하지만, 공정거래법상 손자회사의 국내 계열회사 지분 보유 규제를 직접 해소하는 제도는 아니다. 결국 실제 해법은 출자주체와 자산 보유 방식을 다시 설계하는 과정에서 나올 가능성이 높다. GS는 이미 롯데GS화학과 H&G Chemical에서 GS에너지가 합작법인에 직접 출자하고 GS칼텍스가 원료 공급자로 참여하는 구조를 활용한 전례가 있다.

다만 이를 여수 2호에 그대로 적용할 수 있다는 의미는 아니다. NCC/MFC(Mixed Feed Cracker) 자산 이전 여부, GS칼텍스의 다른 주주와의 협의, 세금과 자산가치 평가 등 추가 변수가 남아 있기 때문이다. 투자자가 확인해야 할 선행지표는 그래서 제품 가격만이 아니다. 여수 2호가 풀리는 순간 국내 석유화학 구조조정은 계획에서 실제 공급능력 축소로 한 단계 넘어간다. 향후 국내 화학주의 구조조정 모멘텀은 에틸렌 가격보다 여수 2호의 거래구조가 먼저 만들 가능성이 있다.

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 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.