



한국 화학 Underweight (Maintain)



화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

Compliance Notice

- 당사는 10월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

화학

화학 뇌피셜: 우리는 SPECIALTY로 가고 있는가



대다수 화학사는 Specialty 지향 계획을 발표하곤 했다. 그렇다면 Commodity와 Specialty의 정의는 무엇이며, 무엇이 Specialty로 이끌까? 우리는 최근 마진율로 글로벌과 한국 화학사들의 Specialty 진행상황을, 대표기업들의 R&D비율을 점검했다. 요약하면 한국 화학사들은 상대적으로 글로벌 대비 Specialty 진행상황이 뒤쳐진 것으로 볼 수 있으며, R&D투자도 저조하여 단기내 간극을 좁힐 것으로 낙관하기 어렵다.

>>> Commodity와 Specialty 구분은?

Commodity 비중을 줄이고 Specialty를 늘리겠다는 발표는 시장에서 긍정적으로 받아들이는 내용 중 하나이다. 우리는 흔히 Commodity(범용제품)를 진입 장벽이 낮은 저마진 제품으로, Specialty를 그 반대로 간주한다. 이것이 Specialty를 지향하는 회사들의 발표를 긍정적으로 해석하게 하는 점일 것이다. 그러나 가만히 살펴보면 같은 제품도 시기에 따라, 혹은 같은 시점에서도 회사에 따라 Commodity로, 혹은 Specialty로 분류되기도 한다. 즉 기준이 모호한 것이다.

이에 한국 화학사들이 그간 지향한 Specialty로 얼마나 진화했는지, 보다 객관적인 점검을 위해 양적 기준을 설정하고 글로벌 경쟁사들과 비교, 점검했다.

>>> EBITDA 마진율과 그 변동성에서 나타난 한국 화학 특징

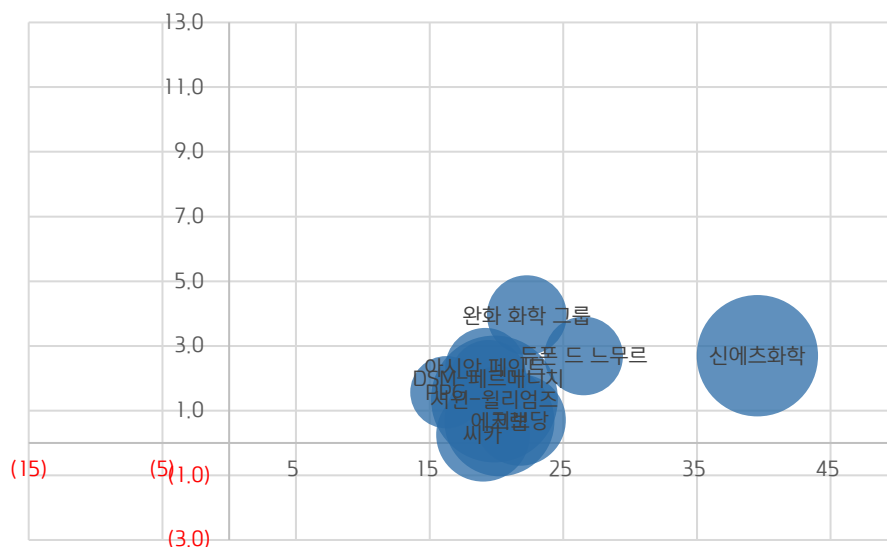
BICS 분류상 화학섹터 하위 섹터들인 복합화학, 범용화학, 및 다각화 화학에 속하는 시가총액 상위 10위에 해당하는 글로벌 회사들의 조정 EBITDA 마진율 평균('20년~'23년, X축) 및 그 변동성(표준편차, Y축)을 원(원크기 시가총액)으로 비교했다. 마진율이 높을수록, 그 변동성이 낮을수록 긍정적이므로 아래 마지막 차트에서 오른쪽 아래가 상대적으로 우수한 회사들이 속한 영역이다. 글로벌 복합화학 상위 10위사의 지난 4개년 EBITDA 마진율 평균 22.4%, 마진율 변동성은 1.8, 범용화학의 경우 마진율 17.4%, 변동성 4.4, 다각화학 마진율 17.9%, 변동성 2.5로 산출되었다. 각 섹터의 특성에 맞는 결과가 도출된 것으로 판단한다. 한국화학은 14.3%, 4.7로 글로벌 경쟁사들 대비 이익률은 다소 낮고 이익률 변동성은 다소 높은 수준으로 나타났다.

R&D 비율(연구개발비/매출액)에서 5개년 평균 듀폰 4.3%, Shin-Etsu 2.9%, LG화학 0.8%, 롯데케미칼 0.6%, 금호석유 0.9%로 차이가 나타났다.

>>> 길은 늘 있다. 취하지 않을 뿐

위 내용은 샘플 수가 적으며 과거 특정기간 값이므로 미래를 예측하기는 어렵다. 다만 SPECIALTY를 지향해 왔지만, 글로벌 화학사들 대비 수익성과 변동성에서 열위라는 점은 아쉬운 부분이다. 또한 R&D 비율 간극이 있어 단기내 수익성 차이가 좁혀질지 의문이다. 최근 저조한 수익성으로 구조조정 소식들이 들린다. 저수익과 연동된 주가 약세는 간혹 IR이나 직원들에 대한 비판으로 이어지기도 한다. 그러나 지난 20여년간 한국 화학의 운용 효율성은 사고나 정기보수기간 등에서 글로벌 Peer대비 뒤쳐지지 않은 것으로 해석하며, 이는 곧 직원들의 생산성에 기인할 것이다. 다만 투자 의사결정에서 장기 R&D보다 손쉬운 Commodity 설비 증설에 집중한 것에 원인이 있지 않은지는 의문이다.

글로벌 특수화학 상위 10개사 EBITDA 마진율(X축), 마진율 변동성(Y축), 및 시가총액(원크기)

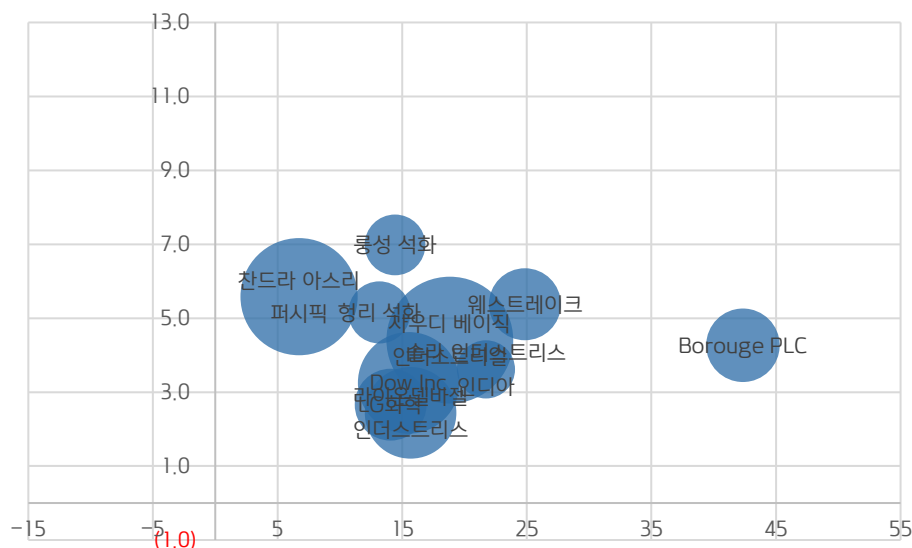


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: EBITDA 마진율은 '20SUS~'23년 연간 마진율의 평균치, 마진율 변동성은 4개년도 표준편차 차용

원 크기는 시가총액을 의미하며, 동일 차트 안에서만 상대적인 규모 차이를 뜻함, 다른 차트상 원크기와의 비교는 유의미하지 않음

글로벌 범용화학 상위 10개사 EBITDA 마진율(X축), 마진율 변동성(Y축), 및 시가총액(원크기)

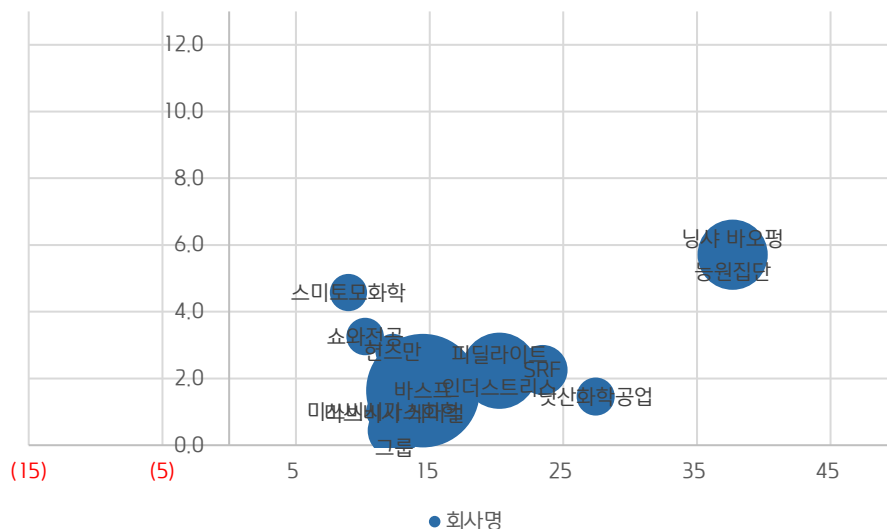


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: EBITDA 마진율은 '20SUS~'23년 연간 마진율의 평균치, 마진율 변동성은 4개년도 표준편차 차용

원 크기는 시가총액을 의미하며, 동일 차트 안에서만 상대적인 규모 차이를 뜻함, 다른 차트상 원크기와의 비교는 유의미하지 않음

글로벌 다각화 화학(Diversified Chem) 상위 10개사 EBITDA 마진율(X축), 마진율 변동성(Y축), 및 시가총액(원크기)

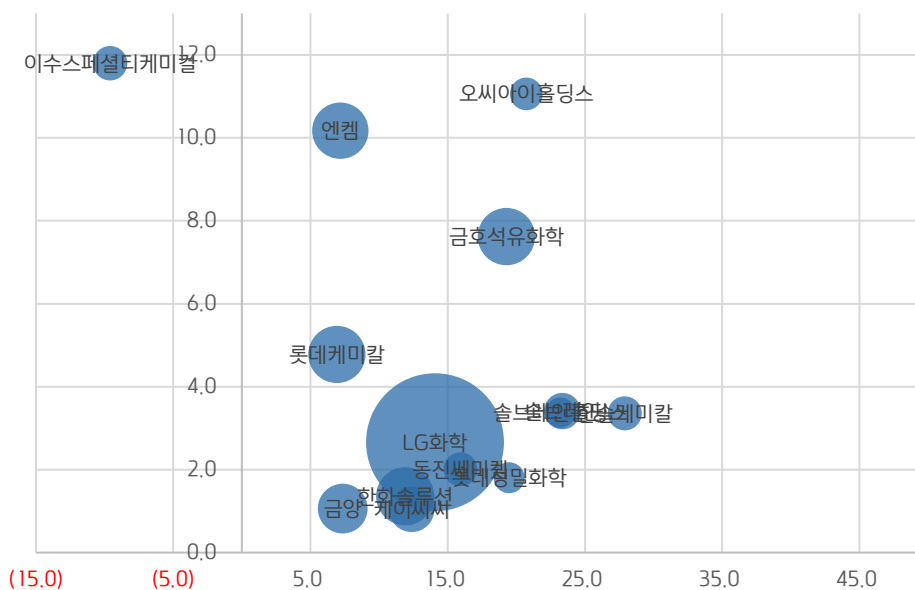


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: EBITDA 마진율은 '20SUS~'23년 연간 마진율의 평균치, 마진율 변동성은 4개년도 표준편차 차용

원 크기는 시가총액을 의미하며, 동일 차트 안에서만 상대적인 규모 차이를 뜻함, 다른 차트상 원크기와의 비교는 유의미하지 않음

한국 화학사 EBITDA 마진율(X축), 마진율 변동성(Y축), 및 시가총액(원크기): 전체적으로 낮은 마진율, 큰 변동성

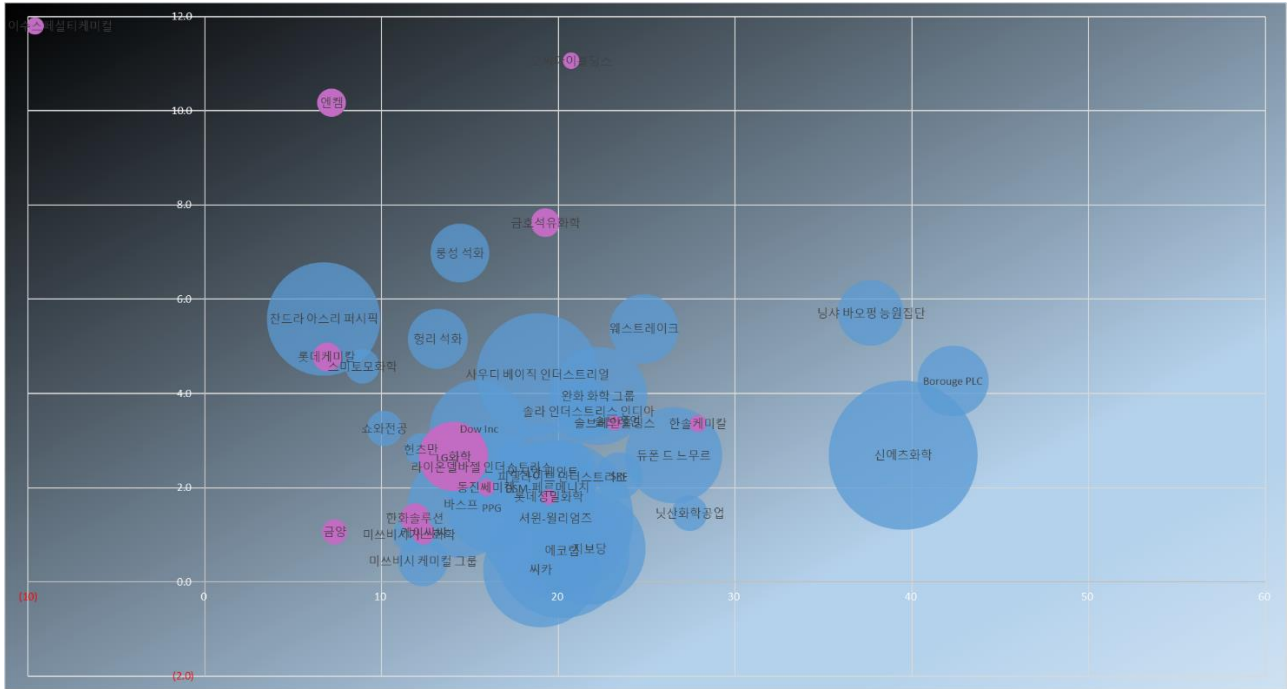


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: EBITDA 마진율은 '20SUS~'23년 연간 마진율의 평균치, 마진율 변동성은 4개년도 표준편차 차용

원 크기는 시가총액을 의미하며, 동일 차트 안에서만 상대적인 규모 차이를 뜻함, 다른 차트상 원크기와의 비교는 유의미하지 않음

GICS 화학섹터 내 복합, 범용, 다각화 화학 상위 10개사를 대비 한국 14개사 EBITDA 마진을 평균 및 마진을 변동성 비교 : 글로벌 범용 대비 낮은 이익률과 높은 이익 변동성..



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

GICS 복합, 범용, 다각화 화학 서브섹터에 포함된 화학사들 중 한국 회사들로 한국 회사기준 시가총액 기준 상위 12개사 포함 오른쪽에 있을수록, 그리고 아래에 위치할수록 이익률이 높고 이익률의 변동성이 낮은, 따라서, 상대적으로 우수한 특성을 의미함

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%