

## S-Oil 010950

## 마침내 사힌 프로젝트 투자 최종 확정

## 이차전지/석유화학

Analyst 노우호  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이지호  
02. 6454-4885  
jiholee@meritz.co.kr

## [Event] S-Oil의 석유화학 프로젝트 투자 확정

전일 S-Oil은 총 투자금액 9.2조원(설계/구매/건설 등 7.6조원 포함)으로 석유화학(사힌 프로젝트)에 투자를 확정. 2023년 착공으로 26년 기계적 완공 및 27년 정상가동을 예정함. 울산광역시 온산국가산업단지 내 위치한 해당설비의 생산규모는 에틸렌 180만톤으로 국내 단일 NCC 규모 대비 최대, 주요 제품별 생산Capa는 에틸렌 58만톤, 프로필렌 77만톤, 부타디엔 20만톤, 벤젠 28만톤, LLDPE 88만톤, HDPE 44만톤으로 구성

## [Implication] S-Oil의 적시성을 갖춘 석유화학 진출 및 유/무형의 장점 부각

당사의 석유화학 전망은 2023년 신증설 규모 축소/점진적 반등을 통한 추세적 업황 반등 의견. 화학산업은 원가와 전/후방 제품들의 수급구조와 연동되어 가동률이 고려되는 경기민감한 산업. 2020년 전후 북미 ECC와 중국 석유화학 자급화 움직임에 아시아 역내 석유화학의 공급 과잉이 가시화. 석유화학 생존 경쟁력은 투입원재료 절감, 수직계열화, 제품Mix 개선 등으로 확보 가능

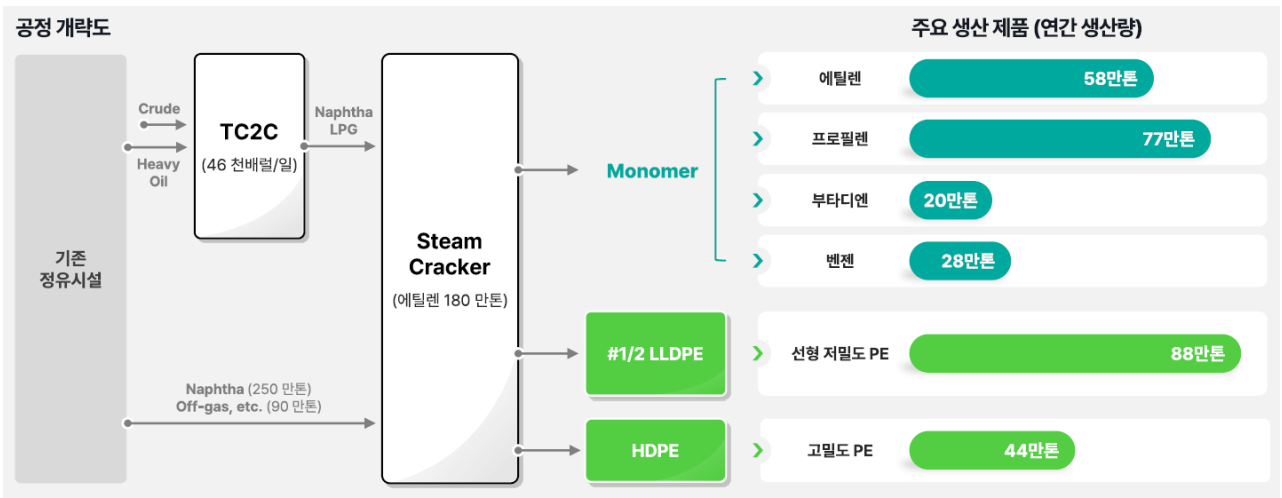
S-Oil의 신규 프로젝트에 긍정적 판단은 (1) 투자/가동 적시성: 2027년의 석유화학 전망은 신규 공급규모가 미미한 긍정적 업황. 2022년 기준 연간 글로벌 에틸렌 생산규모는 23년 +4% YoY, 24년 +2% YoY, 25년 +2% YoY, 26년 +2% YoY로 증가량 둔화 중. 특히 최근 2년간 석유화학 산업 Risk 요인이던 중국의 증설은 마무리 단계로 석유화학 반등 최적의 시점에 신규 설비를 가동 (2) 유/무형의 장점: 석유화학 사업은 "(a) 부지 확보→ (b) 원재료 및 제품 이동을 위한 인프라 구축→ (c) 유틸리티 설비 구매→ (d) 크래커 건설→ (e) 설비 운영 Know-how와 영업망 구축" 단계. 해당 프로젝트는 S-Oil의 기존 부지에 건설, 동사의 정제설비/대주주 Aramco의 양산능력을 전수받아 (a)~(c) 단계의 시간/금전적 비용을 단축, 대주주의 양산능력/글로벌 네트워크를 활용 가능한 무형자산 확보

## [Implication] 수직계열화: 정유와 석유화학 융합의 시대

정유사의 석유화학 사업 확장은 성장성(석유화학은 정유 대비 높은 산업 성장률 시현)과 수익성(수직계열화로 원가 경쟁력)을 담보했다는 점이 긍정적. 사힌 프로젝트는 정제설비→ 석유화학 크래커의 원재료 시너지 창출을 예상. 신기술 TC2C 도입으로 기존 NCC 대비 생산수율 개선/운영비용 감소 가능

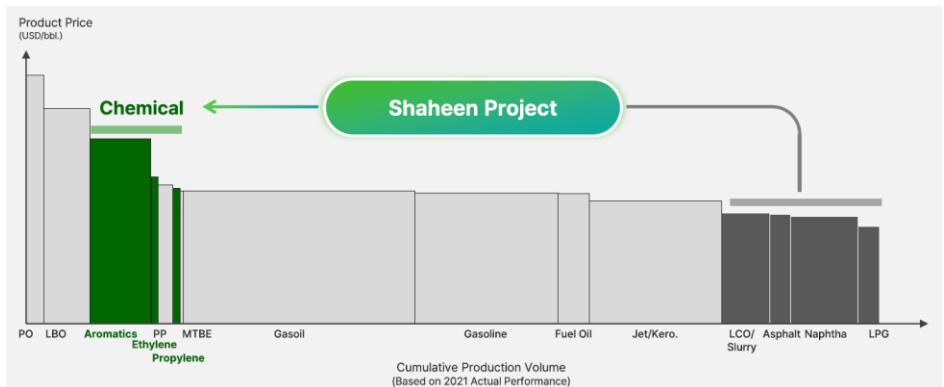
[결론] S-Oil의 신규 사업 투자로 기존 배당정책에 훼손여지 또한 없어 긍정적

그림1 사힌 프로젝트 공정 개략도



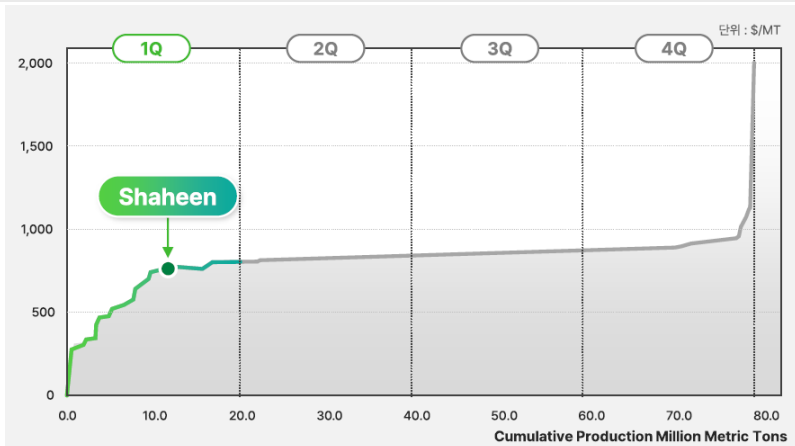
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 사힌 프로젝트를 통한 고부가 제품군 생산량 증가 효과



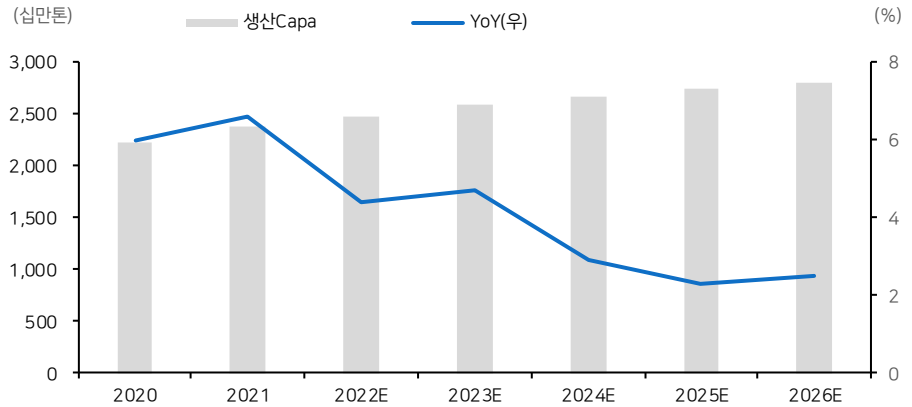
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2026년 아시아 역내 석유화학 생산설비별 생산원가 수준 점검



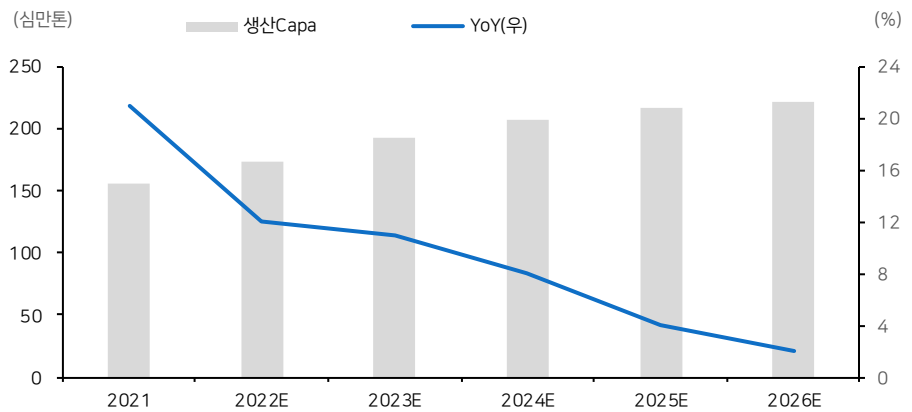
자료: S-Oil, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 에틸렌 생산Capa 추이



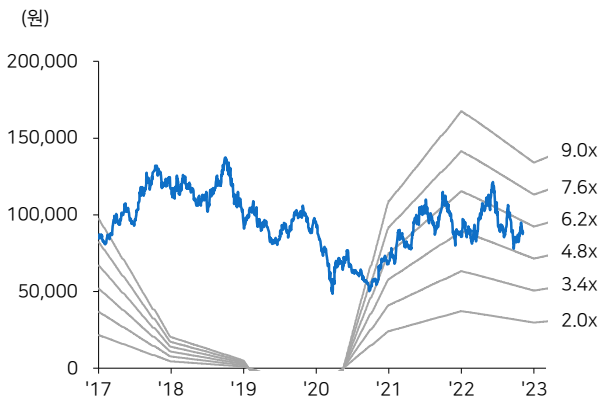
자료: 2022 Global IHS, 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국의 에틸렌 생산Capa 추이



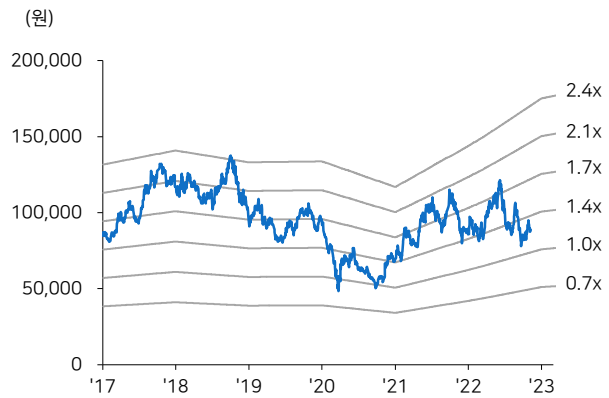
자료: 2022 Global IHS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 S-Oil의 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 S-Oil의 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.