

정유/화학 (Overweight)

S-Oil 사한 프로젝트 수익성 점검

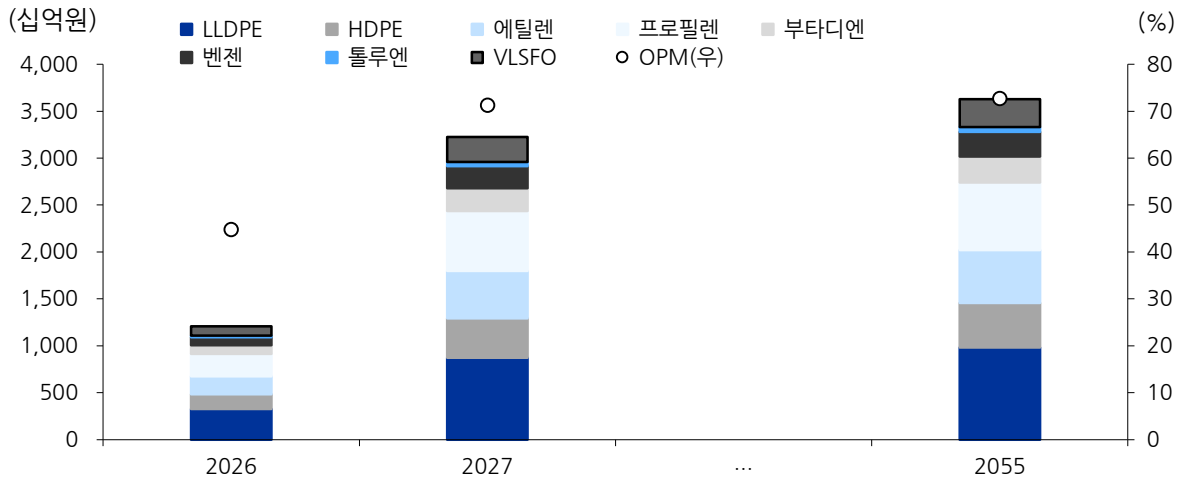
화학 산업 포인트

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

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_ tjdgus2009@eugenefn.com

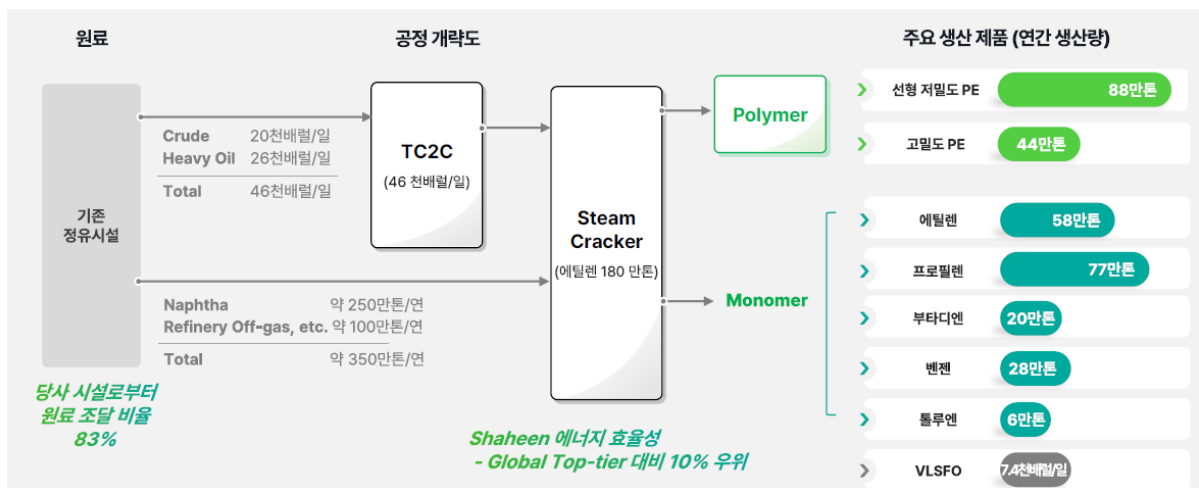
- 시장에서는 2027년 상업운전 예정인 사한 프로젝트의 수익성 전망에 대해 의구심이 많은 상황
- 사한 프로젝트는 에틸렌 기준 180만톤으로 국내 설비의 13%를 차지하는 대규모 설비이며, 프로젝트 가동 시 동사 수익성에 긍정적인 효과가 예상되는 바 수익성을 점검할 필요
- 사한 프로젝트는 2022년 11월 FID 발표, 2026년 하반기 완공 및 시운전후 2027년 상업운전 계획인 정유/화학 통합 설비. 현재 공정률은 77%이며, 총 투자비는 9.3조원(외부차입 3조원)임
- 프로젝트 추진 이유는 2030년 이후 발생할 원유 수요 피크아웃에 선제적으로 대비하기 위함이며, 공정은 크게 1) TC2C(Thermal Crude oil to Chemical), 2) 스팀크래커, 3) 폴리머 공정으로 구성
- TC2C는 기존 국내에 없던 설비이며 아람코가 독자적으로 개발한 공정. 기존 석유화학사들은 대부분 LPG, 납사를 활용해서 에틸렌, 프로필렌을 생산 중. 정유사는 화학사에 원재료 납사를 공급 중이며, 기존 설비를 활용해 두바이 유를 분해할 경우 납사 수율이 15%에 불과. 그러나 TC2C는 고온고압을 활용해 Heavy oil(BC, 아스팔트) + 원유로 납사 수율을 70%까지 생산 가능. 동사는 이를 활용해 스팀크래커를 가동하고 에틸렌을 180만톤/년 생산할 계획
- 신규 설비 특성상 사한 프로젝트의 에너지 효율은 글로벌 탑티어 대비 10% 이상 뛰어날 것으로 전망됨. EBITDA 기준 에틸렌 스프레드 100달러/톤에서도 손익분기점 달성이 가능할 것으로 예상되며, 에틸렌 180만톤 중 58만톤은 외부 판매 계획. 상황에 따라 유동적으로 다운스트림 확장도 가능할 것이라 판단되나 아직은 계획 없음
- 당사가 추정한 사한 프로젝트의 수익성은 IRR 18%(차입금리 4%, 감가상각비 3,100억원/년, 2027년 이후 가동률 80% 이상, 압도적인 수익성으로 외부판매 모두 가능 가정)이며, 2027년 풀가동 시 상황에 따라 달라질 수 있으나 현재 업황 반영 기준 연간 영업이익은 최대 2조원(기존 Heavy oil 및 납사 매출, 영업이익 고려하지 않은 설비 자체 수익성)에 육박할 것이라 판단
- 현재 화학 시장이 최저점이라는 점, 중국과 유럽을 중심으로 노후화 된 화학 설비가 구조조정 될 것이라는 점, 원재료로 활용될 Heavy oil 가격 강세를 가정했다는 점을 감안하면 사측의 내부수익률(IRR) 달성에는 무리가 없을 것이라 판단

도표 1. 샤힌 프로젝트 수익성 전망(현재 시황 동일하게 유지된다고 반영, 외부 판매 모두 가능 가정)



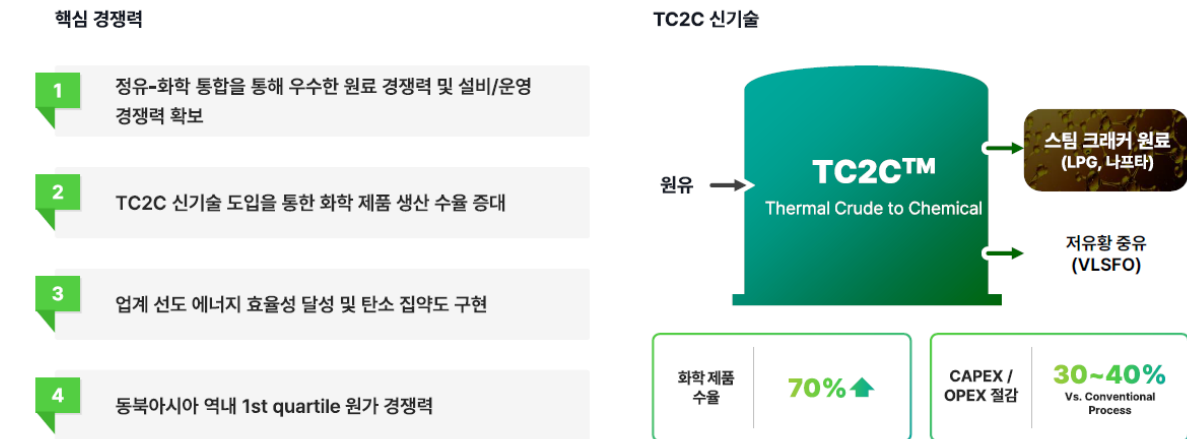
자료: S-Oil, 유진투자증권

도표 2. 샤힌 프로젝트 개요



자료: S-Oil, 유진투자증권

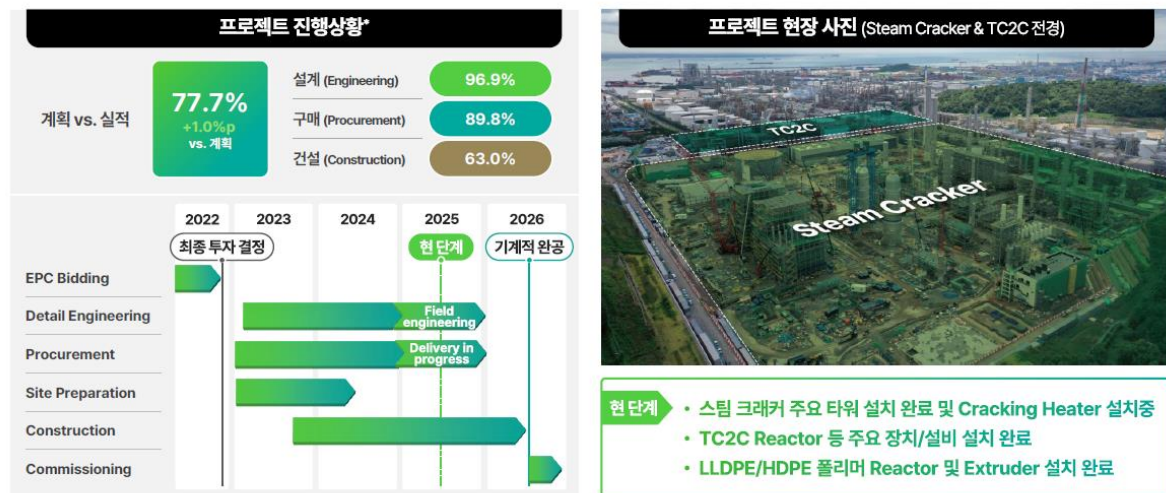
도표 3. 사힌 프로젝트 핵심 경쟁력



자료: S-Oil, 유진투자증권

도표 4. 사힌 프로젝트 진행 상황

▶ 2026년 상반기 기계적 완공 목표로 순조롭게 EPC 진행 중



* '25년 7월 16일 기준

자료: S-Oil, 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 저작물로서 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	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)