

S-Oil (010950)

샤힌프로젝트 경제성은 어느 정도일까?

2025년 3분기 유가상승으로 흑자전환

2025년 실적은 국제유가에 크게 받고 있는 가운데, 3분기 반등이 예상된다. 3분기 예상 실적은 '매출액 8.2조원, 영업이익 1,660억원(영업이익률 2.0%), 지배주주 순이익 81억원' 등이다. 영업손익은 전분기 △3,440억원에서 회복되는 것이다. 정제마진은 4.6\$(전분기 4.4\$, S-Oil(주) 기준)로 견조한 가운데, 전분기에 발생한 비용 △3,573억원(=재고손실 △1,833억원+환율하락 △1,740억원)이 소멸된다. 부문별 예상 이익은 '정유 460억원(유가 67\$ → 69\$ 상승에 따른 재고이익 900억원), 석화 △343억원, 윤활유 1,543억원' 등이다.

샤힌 프로젝트 손익분기점 171\$로 경쟁사 대비 낮아

2026년 상반기 샤힌프로젝트(원유/나프타/부산물 원료로부터 에틸렌 생산) 완공을 앞두고 있다. 생산 제품은 '에틸렌 180만톤(PE 132만톤), 프로필렌 77만톤, 부타디엔 20만톤, 벤젠 28만톤, 초저유황연료유 37만톤' 등이다. 에틸렌 1톤당 손익분기점 171\$(원료비 제외)으로 추정되는데, NCC업체 250\$ 대비 유리할 것으로 보인다. ① 나프타 대비 낮은 원료 투입, ② LNG발전소 투자로 전력비 절감, ③ 규모의 경제로 인건비 절감 등이 가능하기 때문이다. 2025년 9월 업황 바닥에서 추정실적은 매출액 3.6조원, 영업손실 △643억원(OPM △1.8%) 이지만, 평균 업황으로 회귀하면 영업이익은 4,405억원(OPM 10.6%)으로 높아진다.

샤힌 완공으로 주가 1.7 ~ 4.7만원 높아질 수 있어...

2026년 샤힌 프로젝트 완공은 분명 기업가치를 높이는 계기가 될 것이다. 2025년과 같은 석화 불황이 이어진다고 가정할 경우 기업가치 상승 규모는 2.1조원(주당 1.8만원) 이다. 그런데, 2025년 하반기부터 글로벌 NCC 폐쇄 사이클에 접어들었다. 글로벌 에틸렌 캐파 2.4억톤 가운데 5 ~ 6% 설비가 문단을 계획이다. 설비 폐쇄 효과로 2026 ~ 2027년 평균 업황으로 복귀할 경우, 5.3조원(주당 4.7만원) 로 높아진다. 이제 필요한 것은 '시간과 인내' 뿐이다!

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	81,745	-7.5	1.6	81,237	0.6
영업이익	1,660	흑전	흑전	2,585	-35.8
세전계속사업이익	107	흑전	흑전	1,694	-93.7
지배순이익	81	흑전	흑전	1,352	-94.0
영업이익률 (%)	2.0	흑전	흑전	3.2	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	0.1	흑전	흑전	1.7	-1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	357,267	366,370	329,044	269,934
영업이익	13,546	4,222	-3,851	2,400
지배순이익	9,488	-1,930	-2,627	599
PER	9.0	-38.6	-25.6	116.2
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	6.0	11.6	33.0	13.6
ROE	10.8	-2.2	-3.1	0.7

자료: 유안타증권



황규원 정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant

seokjun.seo@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 80,000원 (M)

직전 목표주가 **80,000원**

현재주가 (09/24) **59,800원**

상승여력 **34%**

시가총액	67,325억원
총발행주식수	116,604,719주
60일 평균 거래대금	121억원
60일 평균 거래량	198,882주
52주 고/저	65,300원 / 50,400원
외인지분율	74.47%
배당수익률	0.23%
주요주주	Aramco Overseas Company BV 외 5인
주가수익률 (%)	1개월 3개월 12개월
절대	(0.0) 2.0 (3.5)
상대	(8.7) (8.8) (26.9)
절대 (달러환산)	(0.3) (0.7) (7.9)

표 1. S-Oil(주)의 실적 추정치 : 2024년 영업이익 0.4조원 → 2025년 2분기 △3,440억원 → 3분기 1,660억원(e) → 2025년 연간 △0.4조원(e) → 2026년 0.2조원(e)

		(국제유가)								미린원유수출 확대로 억제				미린수출 재증가		Covid 수요 급락		정유설비 재해 사이클		우크라이나 전쟁 유가 강세		OPEC 증산	
		[정유업]								글로벌 수요회복 및 정유업황 강세 시기				Covid로 수요 급락		정유설비 재해 사이클		타이트한 공급측에 정유사이클 포함					
		[S-Oil 증산]								고도화 설비 투자시기				중립 유지기				10조원 사원프로젝트 투자시기					
		2024				2025				연간실적													
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E		
생산 Capa																							
상업정제설비	(만배럴/일)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9		
고도화정제설비(FCC+HOU)	(만배럴/일)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	14.9	14.9	14.9	20.6	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5		
Ethylene	(만톤)																				180.0		
HDPE/LDPE	(만톤)																				132.0		
부타디엔	(만톤)																				20.0		
PX	(만톤)	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0	160.0		
벤젠	(만톤)	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	82.0		
프로필렌	(만톤)	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	20.7	22.6	22.6	22.6	67.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	82.6	159.6		
PP	(만톤)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0				20.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0		
PO	(만톤)	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5				15.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0		
윤활기유	(만배럴/일)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1		
		321.0	332.7	262.0	262.0	191.3	228.0	247.0	247.0														
2025년 상반기 사원프로젝트 완공																							
휘발유(95RON)	\$/bbl	94.6	94.0	85.4	80.3	83.0	76.8	78.4	73.0	69.5	56.3	68.0	77.8	69.5	44.9	78.5	111.2	93.9	88.6	77.8	62.0		
경유(5ppm)	\$/bbl	102.9	99.1	91.8	88.3	90.2	81.9	87.7	80.0	64.8	52.4	66.2	62.9	77.1	48.4	76.3	131.0	104.0	95.5	85.0	70.0		
등유	\$/bbl	102.4	98.6	91.4	88.4	90.2	81.1	85.9	80.5	64.8	52.7	64.9	65.0	77.1	44.7	75.1	126.8	104.6	95.2	84.4	69.5		
B/C유	\$/bbl	71.6	80.2	73.3	71.4	75.1	68.7	64.6	60.0	45.3	35.5	49.6	65.2	57.5	39.2	64.5	82.5	71.9	74.1	67.1	50.0		
나프타	\$/bbl	73.4	72.9	72.0	70.7	71.4	62.4	63.1	61.0	45.3	35.5	53.7	67.3	56.9	40.4	70.8	83.1	69.1	72.2	64.5	49.0		
두바이유(원재료)	\$/bbl	81.5	85.1	78.3	73.7	76.1	66.7	69.0	65.0	51.9	40.3	52.9	69.2	63.0	42.2	68.9	97.1	81.9	79.7	69.2	55.0		
에틸렌	\$/MT																				731		
HDPE	\$/MT																				861		
부타디엔	\$/MT																				1,176		
프로필렌	\$/MT	828	842	844	817	830	762	755	786	788	713	679	1,038	883	801	1,013	1,002	846	833	783	701		
벤젠	\$/MT	1,013	1,074	1,015	915	889	747	736	746	679	646	824	822	640	487	917	1,038	916	1,004	779	751		
PX	\$/MT	1,020	1,030	938	836	854	806	836	816	823	778	832	1,053	881	560	844	1,098	1,033	956	828	721		
PO (프로필렌+5508)	\$/MT	1,386	1,378	1,392	1,394	1,367	1,380	1,312	1,305				1,638	1,466	1,331	1,542	1,587	1,404	1,388	1,341	1,333		
PP(병용)	\$/MT	924	951	942	929	936	953	952	936				1,149	1,030	914	1,147	1,076	930	937	944	851		
나프타(원재료)	\$/MT	699	697	676	660	663	578	599	566	497	406	500	617	526	383	651	789	654	683	599	451		
윤활기유	\$/bbl	139	135	130	120	120	123	125	114	84	82	97	111	98	79	134	166	154	131	120	105		
환율	원/달러	1,329	1,370	1,358	1,399	1,452	1,403	1,385	1,370	1,134	1,161	1,131	1,100	1,166	1,180	1,144	1,292	1,306	1,364	1,403	1,350		
사업부문별 스프레드																							
상기정제마진(S-Oil(주)기준)	\$/bbl	5.0	0.0	0.4	2.5	1.4	4.4	4.6	3.6	5.4	3.9	4.7	2.4	1.3	-1.4	-0.7	10.3	5.1	2.0	3.5	3.5		
사우디OSP(50%경질유+50%중질유)	\$/bbl	1.9	1.8	1.8	1.3	1.8	1.9	1.8	1.5	-1.5	-1.1	-0.4	0.8	1.4	-0.6	1.3	5.3	2.5	1.7	1.7	1.5		
OSP반영후 상기정제마진	\$/bbl	3.1	-1.8	-1.4	1.2	-0.4	2.5	2.8	2.1	6.9	5.0	5.1	1.6	-0.1	-0.8	-2.0	5.0	2.6	0.3	1.8	2.0		
석화마진	\$/MT	296	317	290	239	242	272	266	286	289	336	335	428	384	323	332	316	339	286	266	335		
윤활기유 마진	\$/bbl	52	45	47	41	37	48	49	44	29	38	39	47	40	35	63	59	66	46	44	45		
매출액																							
정유부문	억원	93,085	95,708	88,406	89,171	89,905	80,485	81,745	76,909	178,903	163,218	208,914	254,633	243,942	166,297	274,639	424,460	357,267	366,370	329,044	269,934		
정유부문	억원	74,448	74,514	68,944	70,138	70,720	62,599	64,476	60,107	140,542	124,642	164,124	201,265	190,030	126,351	201,907	340,049	282,570	288,044	257,902	202,578		
석화부문	억원	10,968	13,085	12,016	10,960	11,280	10,337	9,314	9,169	24,963	25,440	28,641	37,014	38,752	28,621	46,573	50,255	43,848	47,029	40,100	39,315		
윤활기유부문	억원	7,669	8,109	7,446	8,073	7,904	7,549	7,955	7,633	13,398	13,136	16,149	16,354	15,160	13,325	26,158	34,155	30,849	31,297	31,041	28,041		
영업이익																							
정유정제마진	억원	4,541	1,606	-4,149	2,224	-215	-3,440	1,660	-1,856	8,176	16,169	13,733	6,396	4,201	-10,991	21,409	34,062	13,546	4,222	-3,851	2,400		
정유정제마진(정제비 제외)	억원	4,747	795	-1,468	1,544	-337	-1,607	760	544	11,478	14,666	13,183	8,196	2,291	-4,071	15,441	30,791	14,552	5,818	-640	8,300		
정유부문	억원	2,540	-950	-5,737	1,449	-563	-4,411	460	-3,072	2,278	6,991	6,273	224	-474	-17,042	9,082	23,443	3,535	-2,698	-7,591	-4,131		
석화부문	억원	480	1,099	50	-356	-745	-349	-343	-108	2,783	5,059	3,258	3,580	2,517	1,796	2,438	-498	1,906	1,273	-1,545	1,761		
윤활기유부문	억원	1,557	1,457	1,538	1,130	1,097	1,318	1,543	1,323	3,111	4,120	4,203	2,991	2,158	4,253	9,890	11,107	8,105	5,682	5,281	4,772		
4분기 성과급 384억원																							
영업이익률	%	4.9%	1.7%	-4.7%	2.5%	-0.2%	-4.3%	2.0%	-2.4%	4.6%	9.9%	6.6%	2.5%	1.7%	-6.5%	7.8%	8.0%	3.8%	1.2%	-1.2%	0.9%		
원유정제과평가율 영업이익(E)	%	5.1%	0.8%	-1.7%	1.7%	-0.4%	-2.0%	0.9%	0.7%	6.4%	9.0%	6.3%	3.2%	0.9%	-2.4%	5.6%	7.3%	4.1%	1.5%	-0.2%	3.1%		
정유부문	%	3.4%	-1.3%	-8.3%	2.1%	-0.8%	-7.0%	0.7%	-5.1%	1.6%	5.6%	3.8%	0.1%	-0.2%	-13.5%	4.5%	6.9%	1.3%	-0.9%	-2.9%	-2.0%		
석화부문	%	4.4%	8.4%	0.4%	-3.2%	-6.6%	-3.4%	-3.7%	-1.2%	11.1%	19.9%	11.4%	9.7%	6.5%	6.3%	5.2%	-1.0%	4.3%	2.7%	-3.9%	4.5%		
윤활기유부문	%	20.3%	18.0%	20.7%	14.0%	13.9%	17.5%	19.4%	17.3%	23.2%	31.4%	26.0%	15.8%	14.2%	31.9%	37.8%	32.5%	26.3%	18.2%	17.0%	17.0%		
외환손익																							
정유정제마진	억원	-1,755	-1,522	2,021	-4,157	117	3,071	-807	516	-1,476	-492	2,747	-1,779	-1,220	619	-2,633	-965	-965	-5,413	2,897	1,761		
지배주주 손이익																							
주당순이익	원/주	1,662	-213	-2,062	-1,317	-446	-668	81	-1,594	18,700	12,548	8,463	2,580	654	-7,961	13,785	21,044	9,488	-1,930	-2,627	599		
주당순자산	원/주									46,297	54,901	58,775	55,561	55,823	48,810	60,024	72,869	77,629	74,692	72,683	73,197		
주당EBITDA	원/주									9,355	16,326	14,300	8,344	8,683	-4,013	23,951	34,776	17,784	10,069	3,690	9,465		
주당배당	원/주		125	0		0				2,400	6,200	5,900	750	200	0	3,800	5,500	1,700	125	0	500		
자기자본이익률	%									11.9%	19.3%	18.5%	4.1%	1.0%	-14.5%	20.2%	25.4%	10.8%	-2.3%	-3.2%	0.7%		

표2. S-Oil(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E
매출액	74,392	315,749	260,645	81,745	329,044	269,934	9.9%	4.2%	3.6%
영업이익	1,293	33	8,557	1,660	△3,851	2,400	28.4%	△11769.7%	△72.0%
OPM	1.7%	0.0%	3.3%	2.0%	△1.2%	0.9%	0.3%	△1.2%	△2.4%
세전이익	393	558	9,516	107	△3,736	789	△72.8%	△771.3%	△91.7%
지배순이익	299	491	7,218	81	△2,627	599	△72.9%	△635.0%	△91.7%

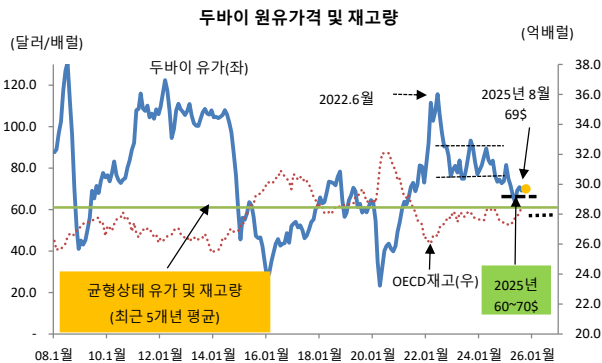
자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 글로벌 원유 수급 특징 및 전망 : OPEC+의 과잉공급으로, 2026년 상반기까지 유가 하락압력 지속 될 것

구분	2023년 (단위)	2024년 연평균	2025년								주요 변수	2025년				연평균	2026년				연평균
			1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월		1분기	2분기	3분기	4분기		1분기	2분기	3분기	4분기	
글로벌 수요량 (만배럴/일)	10,185	10,291	10,158	10,314	10,190	10,316	10,301	10,515	10,452	10,457	%yoy	10,221	10,377	10,461	10,465	10,381	10,366	10,510	10,593	10,566	10,509
수요증감	190	106	81	26	10	111	2	139	70	120	1.2%	※ 총 수요량 변화(전분기 대비)				90	98	144	83	27	
미국	2,027	2,046	2,074	2,023	1,995	2,021	2,032	2,101	2,044	2,083	-0.8%	※ 전년동기 대비 증감				128	145	133	132	101	128
EU	1,345	1,347	1,248	1,325	1,305	1,373	1,323	1,365	1,395	1,383	-0.1%	[상반기 수요 강세]									
중국	1,619	1,631	1,621	1,661	1,636	1,672	1,660	1,662	1,638	1,590	1.3%										
인도	527	547	553	568	561	561	581	572	550	542	8.7%										
글로벌 공급량 (만배럴/일)	10,220	10,319	10,280	10,330	10,475	10,449	10,485	10,574	10,617	10,669		10,361	10,503	10,652	10,623	10,535	10,575	10,598	10,584	10,581	10,575
공급증감	222	98	131	53	119	102	174	264	297	311		23	141	149	29	216	48	23	14	3	
OPEC	2,690	2,709	2,704	2,713	2,737	2,723	2,765	2,818	2,796	2,784	[OPEC 8월 취지]	101	180	343	239	216	214	96	68	42	41
사우디아라비아	954	902	885	885	910	890	905	970	920	920	976	[세부 항목]									
이라크	433	440	430	427	435	430	431	432	430	435	404	0	8	12	4	6	-	-	-	-	11
UAE	295	328	317	313	312	315	324	327	344	346	326	0	51	36	30	6	-	-	-	-	11
이란	287	331	340	345	335	340	345	325	340	325		1	3	13	56	14	38	-	-	-	88
쿠웨이트	259	246	242	243	245	246	249	250	248	245	249	6	3	2	1	11	-	-	-	-	2
나이지리아	124	128	133	138	140	138	142	145	142	150	150	18	22	1	3	21	7	5	20	3	14
리비아	115	109	123	127	124	128	131	129	131	121		[참고] 트림프1기 증산 규모 : 2017년 52만b/d, 2018년 158만b/d, 2019년 126만b/d									
알제리	117	116	106	109	108	107	103	93	108	106		12	61	114	10	147	40	66	6	0	76
앙골라	97	91	91	92	91	92	92	92	93	94	95										
알제리	74	83	90	91	92	93	94	95	95	97	95										
베네수엘라	26	24	24	24	23	23	22	23	24	22	28										
콩고	20	22	24	22	24	23	24	25	23	24	18										
가봉	6	6	5	6	6	5	6	5	6	5	7										
적도기니																					
미국	1,293	1,323	1,314	1,324	1,345	1,347	1,345	1,358	1,352	1,353		12	61	114	10	147	40	66	6	0	76
러시아	958	916	897	897	897	905	905	905	915	915	926										
캐나다	576	600	634	608	639	616	566	584	614	620											
수요량-공급량 (만배럴/일)	35	28	121	15	285	133	184	59	166	212		140	125	191	158	154	209	88	9	15	67
OECD재고량 (억배럴)	27.9	27.9	27.4	27.3	27.4	27.4	27.8	27.8	28.1	28.4		27.4	27.7	28.4	29.1	28.1	29.7	30.1	30.2	30.3	30.1
두바이유가 (달러/배럴)	82	80	82	75	72	67	64	69	71	69		76	66	69	63	68	58	54	54	53	55

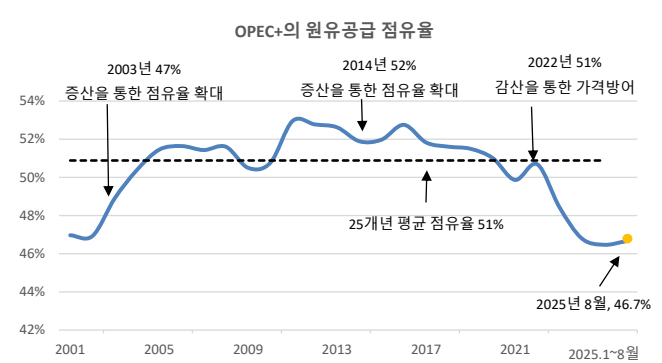
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

그림 1. 두바이 유가 흐름 : 2026년 55\$ 전후로 하락 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 2. OPEC+의 시장 점유율 추이 : 2025년 8월 46.7% vs 과거 평균 51%



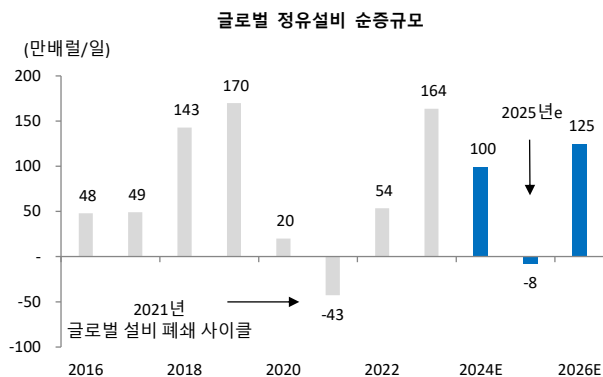
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

표 4. 글로벌 정유설비 증설 계획 및 특징 : 순증설 2025년 △7만 b/d에서 2026년 125만 b/d로 증가

지역 구분	2024년 (만b/d)	2025년 (만b/d)	2026년 (만b/d)	2027년 (만b/d)	2028년 (만b/d)	2029년 (만b/d)	2030년 (만b/d)
아메리카	Phillips66(미국, Rodeo) - 12.5 Phillips66(미국, Rodeo, 베이오정유) 5.0	LyondellBasell(Houston, 미국, 1Q) - 26.4 Phillips66(미국, California, 4Q) - 13.9 Olinex(멕시코) 34.0	Valero(미국, California, 경화) - 23.6			Petrobras(브라질) 11.5	
소 계	- 7.5	- 6.3	- 23.6	-	-	11.5	-
유럽	Eni(이탈리아, Livorno) - 12.0	Shell(독일, Rheinland) - 14.7 Gelsenkirchen(독일) - 8.0 Grangemouth(영국) - 13.1					
소 계	- 12.0	- 35.8					
동유럽	Yasky(러시아) 3.0		Novosibirsk(러시아) 5.0 Seydi 투르크메니스탄) 2.0 Ordabasy(카자흐스탄) 4.0 Danghara(타지스탄) 1.0				
소 계	3.0	-	12.0	-	-		
아프리카	Dangote Oil Refinery(나이지리아) 65.0				Sonatrach-Hassi Messoud(알제리) 10.0		
소 계	65.0	-	-	-	10.0		
아시아	중국	Nanshan Group(Yulong project) 40.0 Sinopec Zhenhai(중국) 25.8 CNOOC Daxie 12.0 Petrochina Dalian(중국, 3분기) - 41.0 Dalian2 - 8.0	Huain Aramco Petrochemical 30.0 CNP(Karamay) 10.0 Changling Petchem(합병) - 23.0	Qilu petchem 7.0		Asamco/Sinopec Gulet 32.0	
중국 소계	- 8.0	24.8	17.0	-	7.0		32.0
일본	Idemitsu(yamaguchi, 1Q) - 12.0						
한국			S-Oil 6.0				
인도	Visakhapatnam2 7.0		Hindustan Petroleum(Rajasthan) 18.0 Numaligarh Refinery 10.0 Indian Oil(Panipat) 20.0 Indian Oil-Koyali 8.1	Chennai Petroleum 16.9 Indian Oil-Barauni 7.1 Indian Oil-Barauni 13.1			10.0
태국				Thai Oil 12.5			
인도네시아			Petamina-balikpapan 10.0				
동글리아		MEIL 3.0					
호주							
아시아 소계	-13.0	27.8	89.1	35.4	7.0	0.0	42.0
중동	이란		NIOC-Siraf 6.0 Persian Gulf Star(스틀리타) 12.0		Dhi Qar 10.0		- 23.5
쿠웨이트	KNPC-AI-Zhour 61.5						
이라크	Karbala Refinery(3Q) 14.0	Basra refinery 6.5	Maysan Refinery 7.0		Diwaniya refinery 7.0		10.0
바레인	Bahrain Petroleum-sitra -11.3		Bahrain Petroleum-sitra 22.5				
소 계	64.2	6.5	47.5	-	17.0	-	- 13.5
글로벌 신규증설 합계	99.7	- 7.8	125.0	35.4	34.0	11.5	28.5
[글로벌 수급]							
글로벌 상압정제 capa(영국)	10,454	10,446	10,571	10,606	10,640	10,652	10,680
Capa 증감	100	8	125	35	34	12	29
글로벌 상압정제 capa(유류)	10,454	10,446	10,571	10,606			
글로벌 정제량	8,652	8,742	8,832	8,912	8,982	9,037	9,067
수요 증감	106	90	90	80	70	55	30
글로벌 설비 가동률(유류)	82.8%	83.7%	83.5%	84.0%	84.4%	84.8%	84.9%

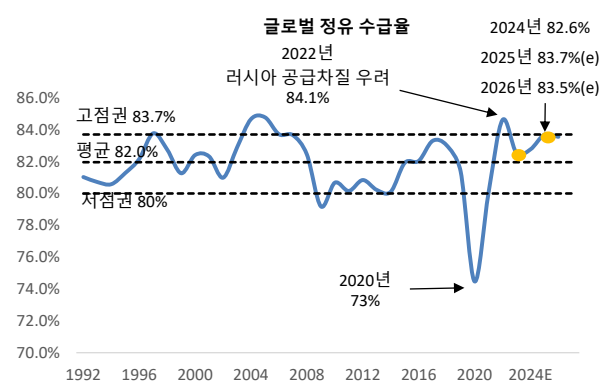
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 정유설비 증설 규모 : 2026년 증가



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 정유 업황 (수급율) : 2025 ~ 2026년 고점권 회복

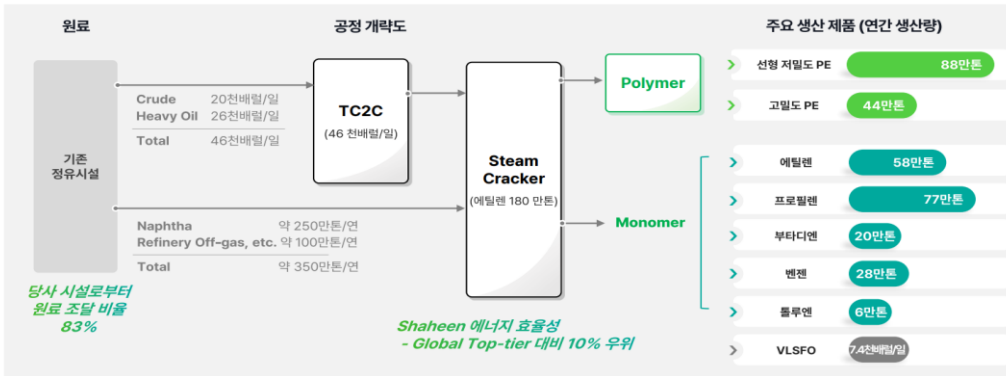


자료: 유안타증권 리서치센터

그림 5. 한국 사힌 프로젝트 개요 : 원유/나프타/기타 원료로 에틸렌 연간 180 만톤(석화제품 480 만톤)을 만드는 설비로, 2026 년 6 월 완공 -> 2027 년 1 월 양산

사힌 프로젝트 경쟁력

- > Naphtha, Heavy Oil, Off-gas 등 Feedstock의 83%를 기존 정유시설 등 내부에서 조달하여 경쟁력 확보
- > 세계 최고 수준의 에너지 효율성을 통해 경쟁력 있는 설비 가동 예정



자료: S-Oil

표 5. 사힌 프로젝트 경제성 분석 및 주가 상승 여력 점검 : 주당 기업가치 상승 여력 18,000 원 ~ 47,000 원

	개파	외부판매량	국제 평가(A)	원료비(나프타, B)			스프레드	원료비 이외 비용(C)				소계	톤당 손익	설비가동률	환율	매출액		영업이익	
				2025.9월	기존 NCC C&F Japan	S-Oil 내부거래 절감		감가비	에너지비용	인건비	기타비용					억원	억원	영업이익률	
	만톤/년	만톤/년		\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	\$/톤	%	원/달러	억원	억원	%	
에틸렌	180	48	810	602	-20	582	228	59	47	15	50	171	57	95%	1,350	4,986	312	6.3%	
프로필렌	77	77	763	602	-20	582	181	※ 톤당 감가비 = (0.5조원/상각기간 25년=3,800억원)/총생산 개파 480만톤				171	10	95%	1,350	7,535	36	0.5%	
부타디엔	20	20	1,120	602	-20	582	538	※ 톤당 에너지비용 =				271	267	95%	1,350	2,873	669	23.3%	
BTX	34	34	723	602	-20	582	141	2003년 20\$/2025년 전기요금 180원/2003년 요금 60원(자가발전 절감				171	30	95%	1,350	3,153	159	-5.0%	
LSFO	37	37	465	602	-20	582	117	※ 톤당 인건비 = 인력 1000명*1억원/총개파 480만톤				171	288	95%	1,350	2,196	1,392	-63.4%	
HD/LLDPE	132	132	903	602	-20	582	321	참고로, 여전NCC 560만톤에 1020명				321	0	95%	1,350	15,287	108	-0.7%	
합계	480	348														36,030	643	-1.8%	

[과거 10개년 평균 스프레드 기준]

사힌프로젝트 생산제품	외부판매량	평균 가격	평균 나프타	평균 스프레드	톤당 고정비(D) 나프타 절감		톤당 손익(E)	설비가동률	환율	평균 매출액	평균 영업이익	영업이익률
		(10개년 평균)	C&F Japan (10개년 평균)	(평가-나프타)	(B+C)	(평가-원가)	억원			억원	%	
	만톤/년	\$/톤	\$/톤	만톤/년	\$/톤	\$/톤	\$/톤	%	원/달러	억원	억원	%
에틸렌	48	980	570	410	171	20	219	95%	1,350	6,033	1,311	21.7%
프로필렌	77	880	570	310	171	20	119	95%	1,350	8,690	1,115	12.8%
부타디엔	20	1,130	570	560	271	20	269	95%	1,350	2,898	674	23.3%
BTX	34	800	570	230	171	20	39	95%	1,350	3,488	144	4.1%
LSFO	37	429	570	141	171	20	332	95%	1,350	2,027	1,598	-78.8%
HD/LLDPE	132	1,080	570	510	321	20	169	95%	1,350	18,283	2,758	15.1%
합계	348									41,421	4,405	10.6%

[Valuation]

시황 시나리오	영업이익	감가비	EBITDA	FV/EBITDA 배율	사업가치	발행주식수	주당가치	현재주가 (2025.9월)	사힌프로젝트 주가 상승 잠재력
	억원	억원	억원	배	억원	주	원/주	원/주	%
[현재시황, opm △2.9%]	643	3,800	3,157	6.5	20,524	112,582,792	18,000	58,000	31%
[평균업황, opm 8.1%]	4,405	3,800	8,205	6.5	53,332	112,582,792	47,000	58,000	81%

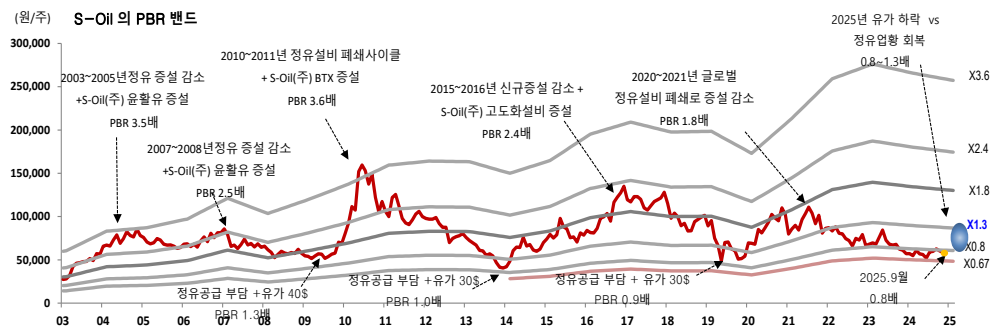
자료: 유안타증권 리서치센터

표 6. Sum-of-parts 로 계산된 S-Oil(주) 적정주가 : 2025년 8만원

구분	기준일 (2025.9월)	주요 내역					
(+) 영업자산가치	20조 4,788억원	사업 부문	영업이익(억원)	감가상각비(억원)	평균 EBITDA(억원)	적정배율(배)	적정사업가치(억원)
		▶정유부문	8,553	3,868	1조 2,421	*6.5x	8조 737
		▶화학부문	5,225	1,743	6,968	*4.5x	3조 1,356
		▶윤활유부문	5,458	103	5,561	*11.5x	6조 3,952
		▶사립프로젝트	2,588	3,800	6,388	*4.5x	2조 8,744
		합 계	2조 1,824	9,514	3조 1,338	6.53x	20조 4,788
		*사업부문 EBITDA = 2022 ~2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함					
		*정유부문 EV/EBITDA 배율은 평균 이하(7.5배)에서 평균(6.5배)으로 변경했음(바닥 4.5배, 평균 7.0배, 호황 9.0배)					
(+) 투자자산가치	9,241억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고
		S-Oil/토탈윤활유	50%+1주	316	**0.5x	158	윤활유 제품 생산
		대한송유관공사	8.87%	436	**0.5x	218	국내 원유수송
		잉여부동산	서산시 89만㎡ 온산 30만㎡	1,400 2,000	1.0x 1.0x	1,400 2,000	
		전략비축유		569만배럴	배럴당 70\$	5,377	환율 1,350원 적용
		기타		175	**0.5x	88	
		합 계		9,235	0.95x	9,241	
		*사업부문 EBITDA = 2022 ~2024년 예상 매출액 X 과거 10개년 평균 EBITDA 이익률로 계산해서, 사이클을 배제한 평균적인 이익을 산출함					
(-) 순차입금	12조 2,218억원						
(+) 총차입금	10조 1,200억원	2024년 말 차입금 7.6조원 + 2025~2026년 차입금 증가액 2.5조원(사립프로젝트 투자비)					
(-) 현금성자산	1조 8,630억원						
(+) 탄소배출 부담	3조 9,648억원	연간 탄소배출량 9,541,000톤 X 25\$/톤 X 환율 1,250원 = 2,982억원 (연간 탄소배출액 시회적 비용) 연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 2,982억원 / WACC(7.5%) = 3조 9,648억원					
보통주 주주가치(A)	9조 1,810억원						
발행주식수(B)	112,582,792주						
보통주 1주당 가치	80,000원/주						
(직전 가치)	(80,000원/주)						

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 6. S-Oil(주)의 PBR 밴드 (과거 0.8~1.8배 등락, 평균 1.3배) : 2025년 9월 0.8배 바닥에서 등락 중



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil (010950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	357,267	366,370	329,044	269,934	308,763
매출원가	336,209	354,112	325,792	257,338	281,230
매출총이익	21,057	12,259	3,252	12,596	27,533
판매비	7,512	8,037	7,103	10,197	11,663
영업이익	13,546	4,222	-3,851	2,400	15,870
EBITDA	20,737	11,741	4,302	11,037	28,209
영업외손익	-2,229	-7,547	115	-1,611	-2,102
외환관련손익	-597	-5,930	-291	1,761	1,682
이자손익	-1,805	-2,292	-1,544	-3,408	-3,825
관계기업관련손익	23	59	54	36	41
기타	150	616	1,896	0	0
법인세비용차감전순이익	11,317	-3,325	-3,736	789	13,768
법인세비용	1,829	-1,395	-1,109	189	3,328
계속사업순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
지배지분순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
포괄순이익	9,267	-1,526	-2,660	599	10,440
지배지분포괄이익	9,267	-1,526	-2,660	599	10,440

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	25,257	14,676	14,249	5,372	17,009
당기순이익	9,488	-1,930	-2,627	599	10,440
감가상각비	7,115	7,410	8,006	8,496	12,211
외환손익	-901	3,967	-3,112	-1,761	-1,682
중속, 관계기업관련손익	-23	-59	-54	-36	-41
자산부채의 증감	14,731	8,289	13,461	976	-588
기타현금흐름	-5,152	-3,001	-1,423	-2,901	-3,332
투자활동 현금흐름	-20,661	-30,270	-37,643	-14,463	-6,666
투자자산	1,366	32	85	63	-48
유형자산 증가 (CAPEX)	-21,856	-30,419	-37,003	-16,417	-8,300
유형자산 감소	203	35	0	0	0
기타현금흐름	-375	82	-726	1,892	1,682
재무활동 현금흐름	1,932	15,388	7,087	5,537	-11,355
단기차입금	1,887	12,037	-5,119	-1,462	-1,418
사채 및 장기차입금	4,298	9,635	8,747	7,000	-8,791
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,727	-1,893	-1	-1	-1,146
기타현금흐름	-526	-4,391	3,459	0	0
연결범위변동 등 기타	2	32	7,133	1,745	4,505
현금의 증감	6,530	-174	-9,175	-1,808	3,493
기초 현금	13,103	19,633	19,458	10,284	8,476
기말 현금	19,633	19,458	10,284	8,476	11,968
NOPLAT	13,546	4,222	-3,851	2,400	15,870
FCF	3,401	-15,743	-22,754	-11,045	8,709

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	96,478	100,480	74,064	65,472	74,328
현금및현금성자산	19,633	19,458	10,284	8,476	11,968
매출채권 및 기타채권	29,899	34,792	23,870	21,931	23,628
재고자산	46,392	44,931	39,327	34,482	38,149
비유동자산	119,284	144,034	174,840	182,557	178,567
유형자산	111,520	135,818	165,771	173,692	169,781
관계기업 등 지분관련 자산	409	427	395	395	395
기타투자자산	1,268	1,603	530	468	516
자산총계	215,761	244,514	248,904	248,029	252,895
유동부채	92,545	116,567	109,178	102,928	115,296
매입채무 및 기타채무	60,740	74,105	69,203	62,318	68,001
단기차입금	21,425	33,549	28,508	27,104	25,641
유동성장기부채	6,398	6,599	3,856	5,954	14,057
비유동부채	32,840	40,991	55,108	59,884	43,087
장기차입금	6,997	13,157	14,114	14,114	10,615
사채	21,370	24,755	36,543	41,446	28,050
부채총계	125,386	157,558	164,286	162,812	158,383
지배지분	90,376	86,956	84,618	85,217	94,511
자본금	2,915	2,915	2,915	2,915	2,915
자본잉여금	13,315	13,315	13,315	13,315	13,315
이익잉여금	73,796	70,305	67,676	68,275	77,569
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	90,376	86,956	84,618	85,217	94,511
순차입금	38,389	60,007	73,267	80,744	67,042
총차입금	58,381	80,053	83,681	89,220	79,010

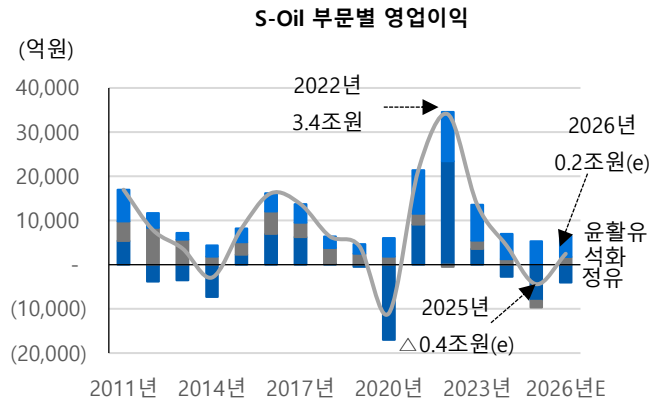
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,369	-1,720	-2,334	515	9,170
BPS	77,629	74,692	72,683	73,197	81,181
EBITDAPS	17,784	10,069	3,690	9,465	24,192
SPS	306,391	314,199	282,188	231,495	264,795
DPS	1,700	125	0	500	3,500
PER	9.0	-38.6	-25.6	116.2	6.5
PBR	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.0	11.6	33.0	13.6	4.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-15.8	2.5	-10.2	-18.0	14.4
영업이익 증가율 (%)	-60.2	-68.8	적전	흑전	561.3
지배순이익 증가율 (%)	-54.9	적전	적지	흑전	1,641.7
매출총이익률 (%)	5.9	3.3	1.0	4.7	8.9
영업이익률 (%)	3.8	1.2	-1.2	0.9	5.1
지배순이익률 (%)	2.7	-0.5	-0.8	0.2	3.4
EBITDA 마진 (%)	5.8	3.2	1.3	4.1	9.1
ROIC	9.3	1.8	-1.9	1.1	7.6
ROA	4.6	-0.8	-1.1	0.2	4.2
ROE	10.8	-2.2	-3.1	0.7	11.6
부채비율 (%)	138.7	181.2	194.1	191.1	167.6
순차입금/자기자본 (%)	42.5	69.0	86.6	94.8	70.9
영업이익/금융비용 (배)	5.7	1.5	-2.5	0.7	4.1

Key Chart

연간 영업이익의 전망 :

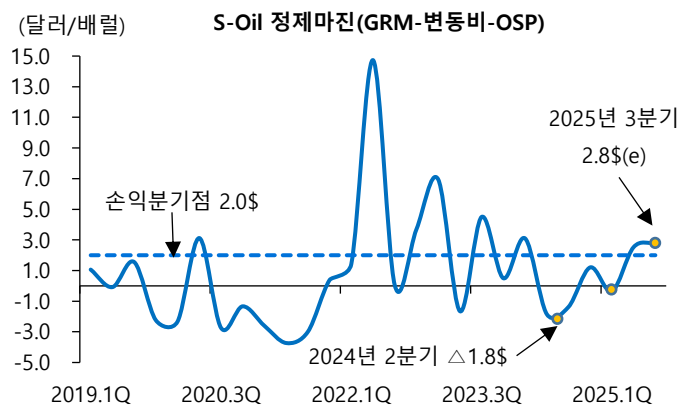
2022년 3.4조원,
 2023년 1.4조원,
 2024년 0.4조원,
 2025년 $\Delta 0.4$ 조원(↓)
 2026년 0.2조원(↓)



자료: 유안타증권 리서치센터

S-Oil(주)의 정제마진(GRM-변동비-OSP)

2024년 0.3\$
 2025년 1분기 $\Delta 0.4$ \$
 2분기 2.5\$
 3분기 2.8\$



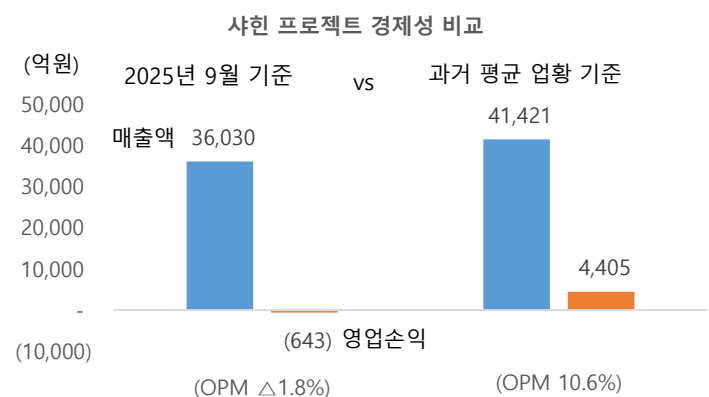
자료: 유안타증권 리서치센터

샤힌 프로젝트 영업손익 비교

2025년 9월 기준 $\Delta 643$ 억원

vs

과거 평균 사항 기준 4,405억원



자료: 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	23위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+3점
E (Environment)	-3점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+4점

ESG 평가 기업	S-Oil
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	010950 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
S-Oil	-3	1	1	-1
8 SK 이노베이션		2	3	1
9 LG 화학		2	1	-1
12 SK 아이이테크놀로지		4	3	-1
18 롯데케미칼		2	1	-1
18 SKC		-4	3	3
33 한화솔루션		2	-1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 S-Oil 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

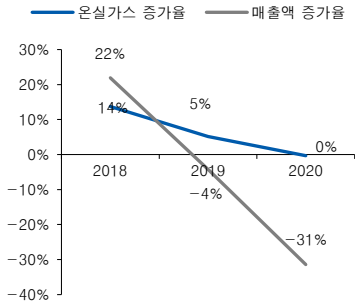
+4	ESG 외부평가기관 수상 내역
+2	S&P DJSI Korea 신규 편입, Asia Pacific, World 12년 연속 편입, 한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A+
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인증권(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+0	수소 및 암모니아 기업에 대한 M&A 등 지속적인 투자 계획을 고려하고 있음 한덕수 국무총리 지명자가 사외이사로 재직했음 연공서열 중심의 인사 적체 문제는 해결해야 할 사안임

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

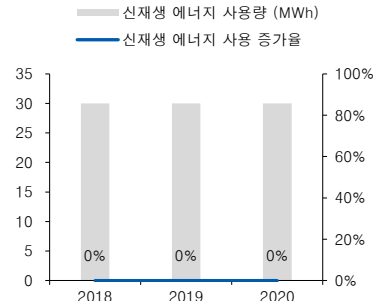
Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



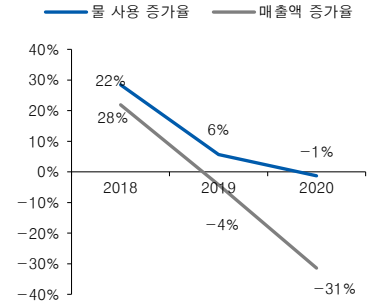
주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 2년 연속 온실가스 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

신재생 에너지 사용량 & 증가율



주: 전기(재생) 에너지 기준
 ▶ 신재생 에너지 사용 = +1점

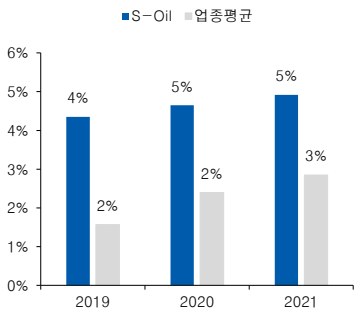
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 2년 연속 물 사용 증가율 > 매출액 증가율 = -2점

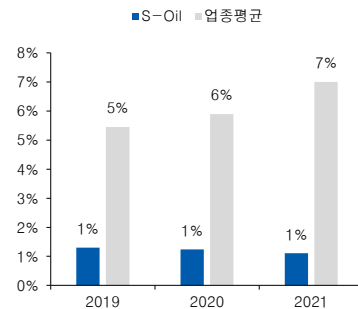
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



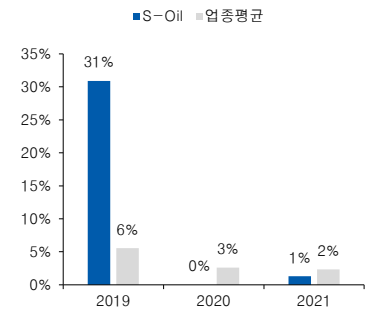
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

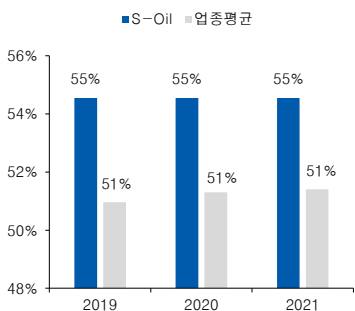
기부금 및 당기순이익의 추이



주: 2020 년 당기순손실 발생
 ▶ 기부금/당기순손실 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

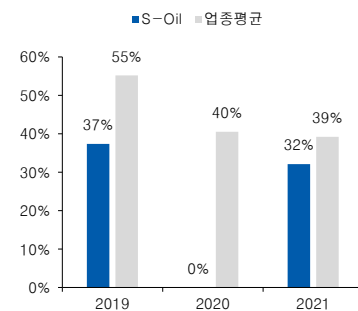
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



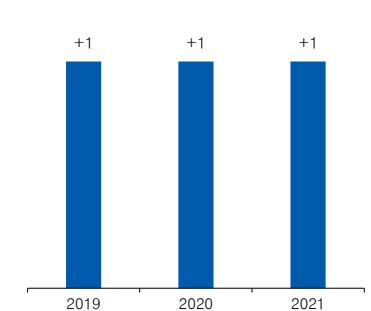
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당액 및 당기순이익의 추이



주: 2020 년 당기순손실 발생
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부

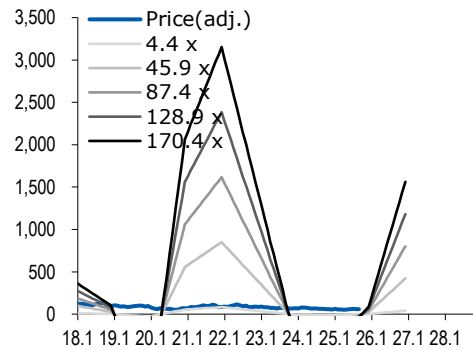


주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

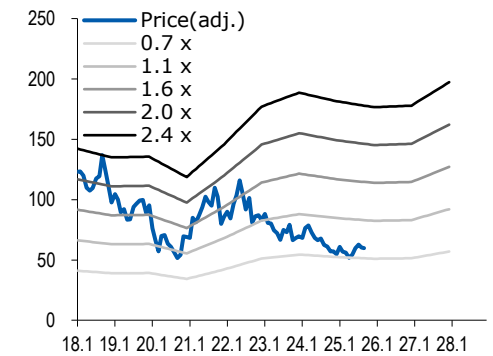
P/E band chart

(천원)



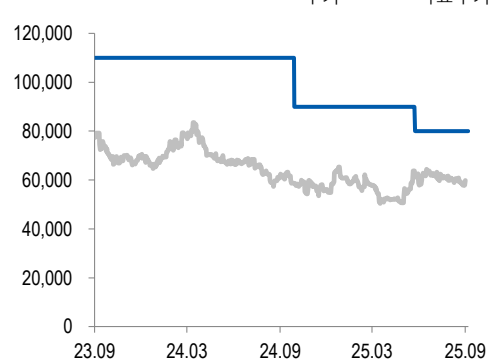
P/B band chart

(천원)



S-Oil (010950) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-09-25	BUY	80,000	1년		
2025-06-17	BUY	80,000	1년		
2024-10-22	BUY	90,000	1년	-36.71	-27.44
2024-06-09	1년 경과 이후		1년	-41.52	-37.45
2023-06-09	BUY	110,000	1년	-34.57	-24.09

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.1
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-09-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **황규원**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.