2025년 12월 02일 | 산업분석_Update

에너지

캐나다의 원유 수출 확대, OSP 대세 하락 요인

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 12월 01일

S-Oil(010950)
BUY I TP 100,000원 I CP 77,900원

SK이노베이션(096770)
Neutral I TP 150,000원 I CP 114,600원

캐나다의 에너지 수출 다변화 의지: TMX 파이프라인 확대

캐나다는 TMX(Trans Mountain Expansion)를 통해 기존 Trans Mountain 파이프라인(앨버타 에드먼턴~벤쿠버 버나비)을 따라 두 번째 파이프라인을 확장했다. TMX는 2024년 5월 가동되었고, 이로 인해 원유 수송 능력은 기존 30만b/d에서 89만b/d로 약 3배 가량 늘어났다. TMX PJ의 추진 배경은 캐나다 원유가 대부분 미국 중서부/텍사스만으로 주로 수출되면서 겪는 Max 40$/bbl에 달하는 할인 판매 및 관세 위협으로부터 벗어나 아시아 시장에 더 높은 가격에 판매하면서 수출의 안정성을 기할 수 있기 때문이다. 특히, 벤쿠버와 아시아는 태평양을 직접 마주하고 있어, 텍사스에서 파나마 운하를 거치는 것보다 20~30일 가량의 운송시간과 비용 절감이 가능하다. 2025년 상반기 일부 아시아 정유업체는 캐나다산 원유를 WTI 대비 5$/bbl 할인된 가격으로 조달한 것으로 파악된다. 즉, 아시아 정유업체 입장에서는 캐나다 초중질유를 사용하면서 겪는 운영상의 어려움을 충분히 감내해 볼 만한 선택이기에 상호 간 Win-Win 전략이 될 수 있다. 참고로, 2024년 5월부터 1년 간 벤쿠버 항을 통한 캐나다 원유 수출의 48%는 중국/한국을 비롯한 아시아로 향했다.

11/27일 캐나다의 추가 파이프라인 증설 계획 발표

11/27일 캐나다 연방 정부와 앨버타 주 정부는 에너지 협력 및 원유 수출을 위한 포괄적 MOU를 체결했다. 양 측은 이 협약을 통해 캐나다를 에너지 초강대국(Energy Superpower)로 만들고, 미국 의존도를 축소할 계획을 밝혔다. 특히, 앨버타의 원유를 태평양 연안 항구를 통해 아시아로 수출하기 위한 신규 파이프라인 건설 계획을 밝혔다. 이는 TM+TMX 89만b/d와 별개의 프로젝트로 100만b/d 원유 수송이 목표로 완공 시 규모는 현재 대비 2배 늘어나는 셈이다. 신규 파이프라인 프로젝트는 2026년 7/1일까지 신청 절차가 확정되고, 2030년 이후 완공과 가동이 가능할 전망이다.

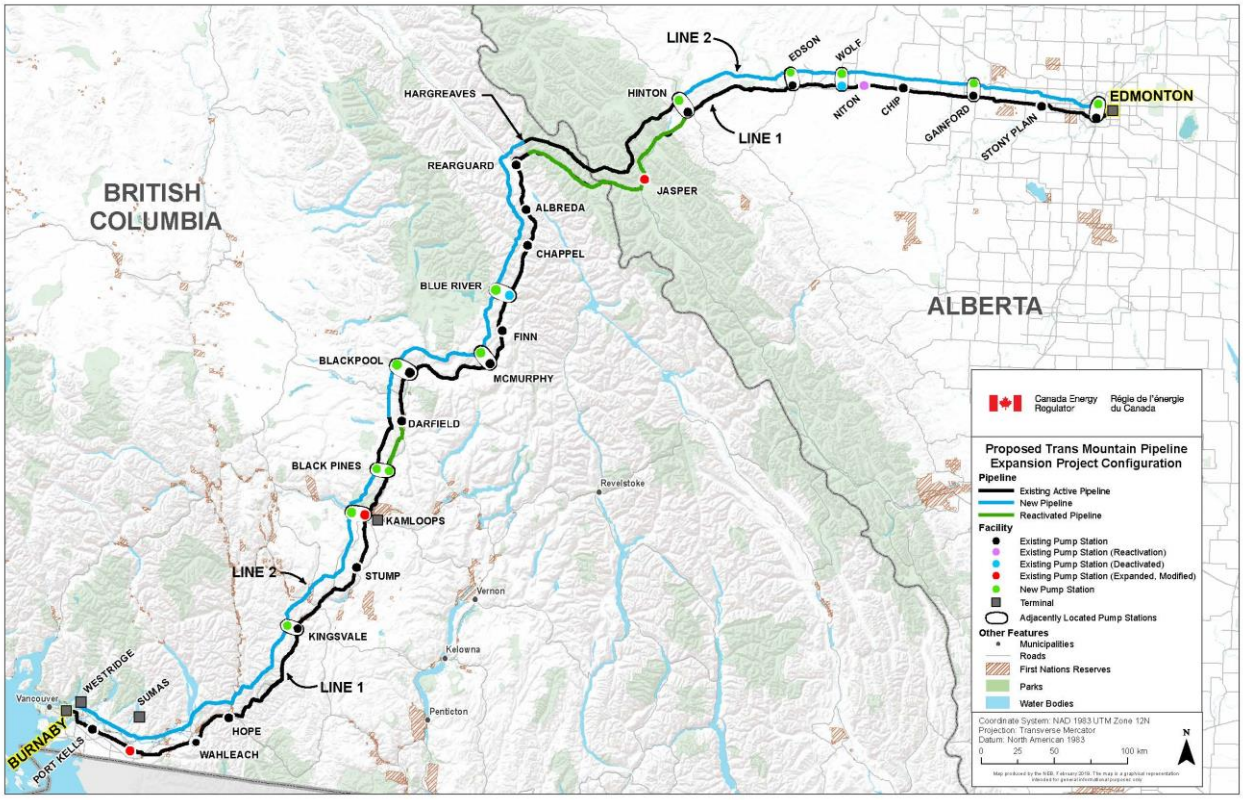
아시아 OSP 대세 하락 사이클 진입 예상. 한국 정유사의 원가 절감 요인

2022년 러-우 전쟁 이후 사우디의 아시아향 OSP는 Arab Light 기준 2023~25년 2~3$/bbl 수준이었다. 이는 과거 2011~13년 WTI 100$/bbl 이상에서 형성된 프리미엄과 유사한 수준으로 현재 WTI 60$/bbl 대비 과도하다. 이는 사상 유례없는 OPEC+의 대규모 감산 영향이며, 그간 한국 정유업체의 과도한 원가 부담과 부진한 실적의 원인이 된 바 있다. 하지만, OPEC+도 이제 감산 완화를 통한 M/S 확대로 스탠스가 변화되었다. 게다가, 캐나다 원유의 아시아향 유입이 2030년 이후까지 지속적으로 확대되며 경쟁이 불가피해졌다. M/S 확대를 위해서는 사우디는 향후 아시아향 OSP를 지속적으로 하향할 수 밖에 없는 것이다. 참고로, 2026년 1월 OSP(Arab Light)는 MoM -0.3~-0.4$/bbl 인하된 0.6~0.7$/bbl로 5년 래 최저치를 기록할 것으로 전망된다. 한국 정유사의 원가 절감 스토리는 이제 시작에 불과하다. Top Pick으로 S-Oil을 지속 강조한다.

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

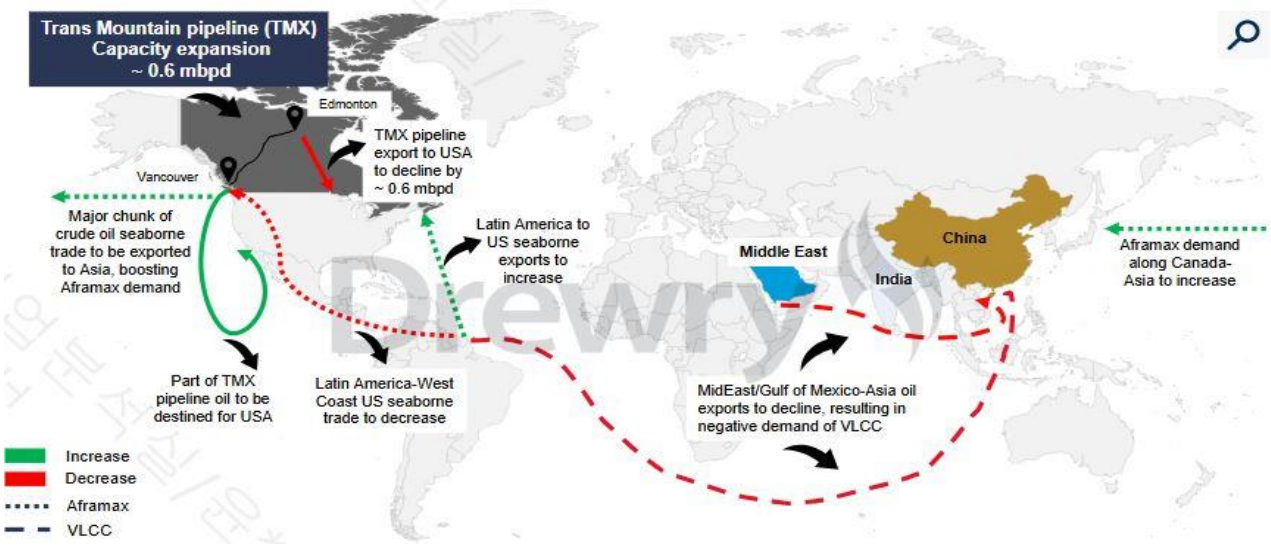
하나증권 리서치센터

도표 1. 앨버타에서 벤쿠버 항(버나비)까지 연결되는 TM과 TMX 파이프라인 개요



자료: 하나증권

도표 2. 벤쿠버에서 아시아까지 원유 운송시간은 텍사스에서 파나마 운하를 거치는 것보다 20~30일 가량 절약

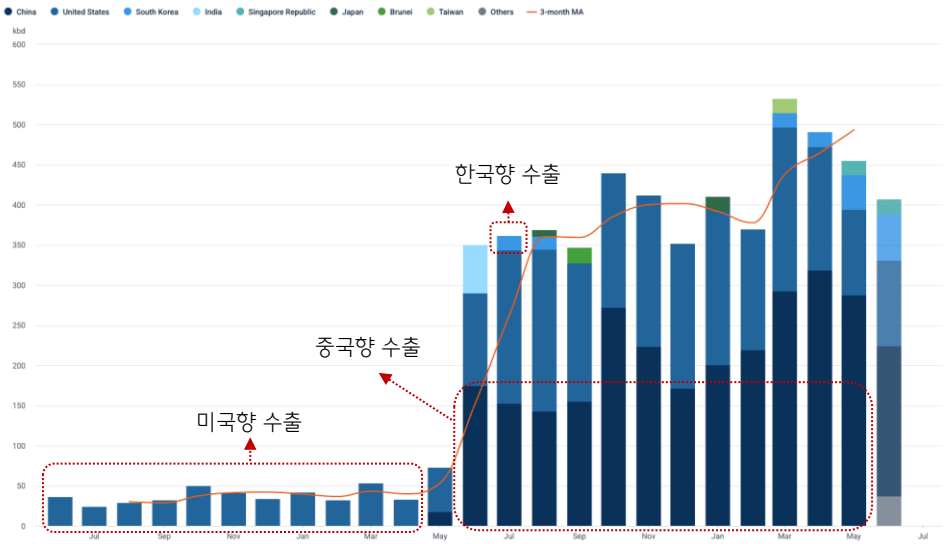


자료: Drewry, 하나증권

도표 3. 캐나다 연방 정부와 앨버타 주 정부는 에너지 협력 및 원유 수출을 위한 포괄적 MOU를 체결

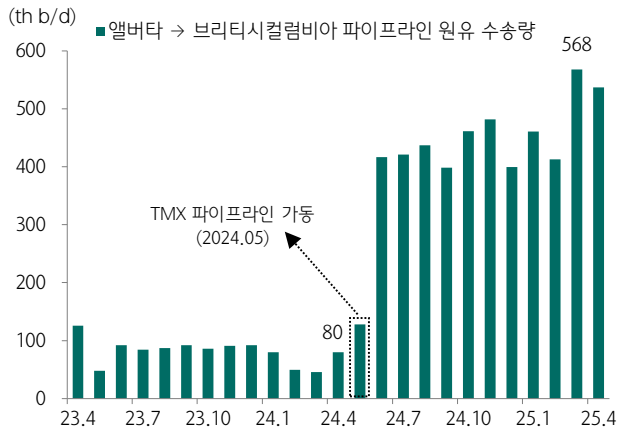
자료: AP, 하나증권

도표 4. 캐나다의 해상 원유 수출량 급증



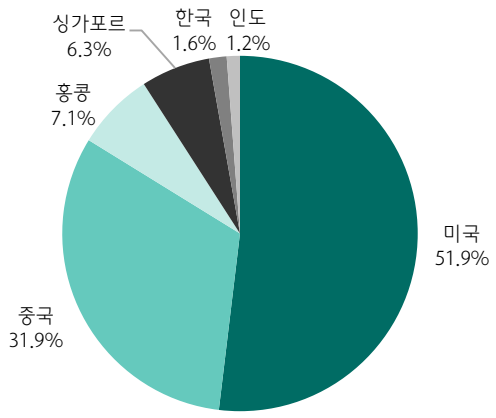
자료: Kpler, 하나증권

도표 5. TMX 파이프라인 개통으로 원유 수송량 대폭 증가



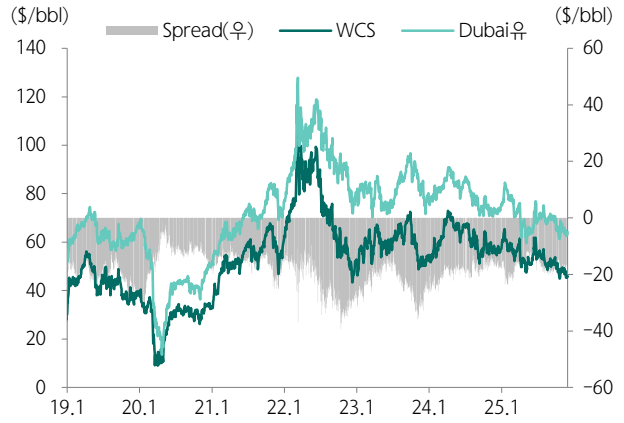
자료: Statistics Canada, 하나증권

도표 6. 벤쿠버 항(버나비)에서의 원유 국가별 수출 비중



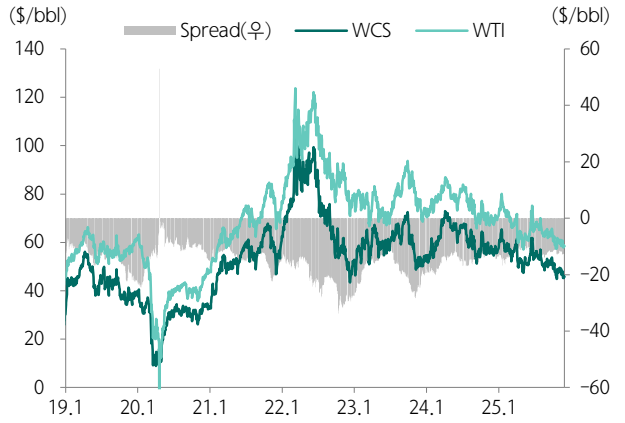
자료: Statistics Canada, 하나증권
주: 2024년 5월 ~ 2025년 4월 기준

도표 7. Dubai유와 WCS 가격 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, Petronet, 하나증권

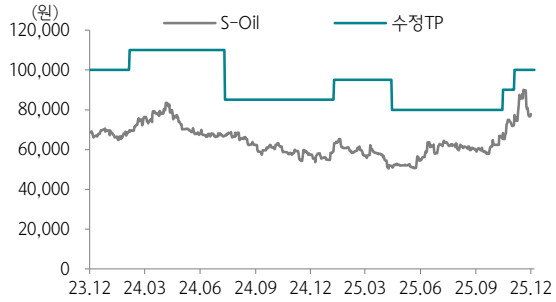
도표 8. WTI와 WCS 가격 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, Petronet, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

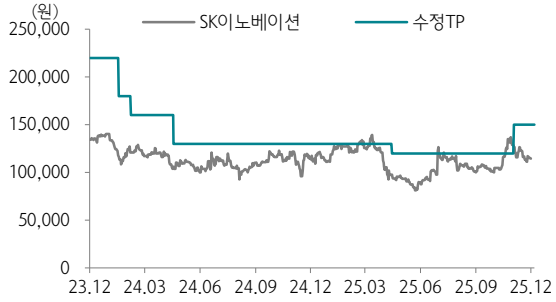
S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.4	BUY	100,000		
25.10.16	BUY	90,000	-20.35%	-16.78%
25.4.15	BUY	80,000	-26.34%	-16.50%
25.1.9	BUY	95,000	-38.35%	-31.26%
24.7.12	BUY	85,000	-28.78%	-19.06%
24.2.5	BUY	110,000	-34.12%	-24.09%
23.7.17	BUY	100,000	-28.65%	-19.30%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK이노베이션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.3	Neutral	150,000		
25.4.15	Neutral	120,000	-13.04%	14.17%
25.1.16	Neutral	130,000	-5.91%	7.08%
24.4.18	BUY	130,000	-14.46%	-1.92%
24.2.7	BUY	160,000	-25.60%	-19.44%
24.1.18	BUY	180,000	-35.07%	-29.39%
23.11.3	BUY	220,000	-38.12%	-29.32%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 12월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 12월 2일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.73%	4.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 29일