



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 01월 07일

S-Oil(010950)

BUY | TP 110,000원 | CP 80,900원

SK이노베이션(096770)

Neutral | TP 150,000원 | CP 102,000원



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

하나증권 리서치센터

2026년 01월 08일 | 산업분석_Update

에너지

베네수엘라 원유의 Trade Flow 변화와 그 영향

베네수엘라 원유의 Trade Flow가 바뀐다

1/7일 새벽 미국 정부 관계자 등은 베네수엘라 원유를 미국으로 수출하는 방안을 논의 중이라고 밝혔다. 양 측은 이번 주 내로 구매자들이 참여할 수 있는 경매 방식의 판매 구조 혹은 PDVSA의 사업 파트너들에게 미국 정부가 라이선스를 발급해 공급계약으로 이어지는 방안 등 다양한 판매 매커니즘을 구상 중인 것으로 알려졌다. Bloomberg는 베네수엘라로 향하던 Dark Fleet 최소 12척이 미국 정부의 제재로 인해 회항했다고 보도했다. 이에 베네수엘라 내 미국 원유 생산업체인 Chevron는 최소 11척의 유조선을 예약했고, 선적된 모든 원유는 Valero(VLO), Phillips 66(PSX), Marathon Petroleum(MPC) 등을 포함한 미국 내 정유 설비로 수송될 예정이라고 언급했다. 즉, 베네수엘라 원유 수출 약 60만b/d 중 약 63%가 중국을 향하고 있으나, 이 물량들이 향후 미국으로 행선지를 변경하게 되는 것이다.

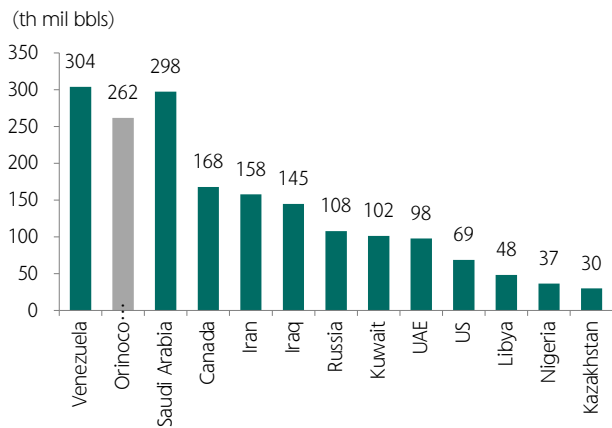
중국 정유업체 부정적. 미국 정유업체 긍정적

2024년과 25년 3월 누적 기준 중국이 수입한 베네수엘라산 원유 단가는 각각 65\$/bbl, 57\$/bbl로 사우디산 대비 각각 22%, 29% 저렴했다. 중국의 베네수엘라산 원유 도입 비중은 5%에 불과하나, 해당 원유 수입이 어려워짐에 따라 절대적 원가 우위는 소멸될 수 밖에 없다. 반면, 미국 정유업체는 저렴한 중질 원유 수입 옵션이 늘어나 원유 수입량의 63%를 차지하는 상대국인 캐나다와의 협상력에 있어서도 우위를 점할 수 있게 된다.

아시아 정유사 수혜. 넘쳐나는 중질 원유가 OSP 대세 하락 사이클을 견인할 것

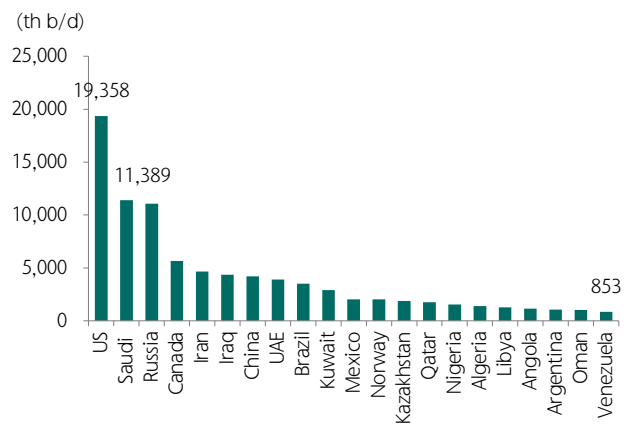
2025년 10월 누적 기준 미국의 원유 수입량 약 630만 b/d의 상위를 차지하는 국가는 캐나다(63%), 멕시코(7%), 사우디(4%)이며, 베네수엘라는 9위(2%)를 차지한다. 단기적으로 베네수엘라의 중국향 수출 40만b/d 가량이 미국을 향하게 된다면 미국의 베네수엘라산 원유 수입 비중은 현재 2%에서 9%까지 급증하게 된다. 이 경우, 멕시코와 사우디는 일정 부분 미국 내 M/S를 빼앗길 수 밖에 없고 이를 아시아로 뿌릴 수 밖에 없다. 중장기적으로도 트럼프가 본격적인 지원을 통해 베네수엘라산 원유 생산을 확대하면 멕시코/사우디/브라질/콜롬비아 등은 미국 내에서 M/S를 잃고 중질 원유를 받아 줄 아시아를 향하게 될 것이다. 캐나다 또한 아시아향 수출을 늘릴 정치적 명분을 얻게 된다. 즉, 단기는 물론 중장기적으로 아시아에는 캐나다, 멕시코, 사우디, 브라질 등 중질 원유가 넘쳐나는 상황이 펼쳐지는 것이다. 2015~18년 미국의 Shale Boom으로 M/S를 잃을 뻔했던 중동은 OSP를 (-)로 내렸고 이는 동 기간 이어진 한국 정유사의 3년 Up-Cycle의 근거가 되었다. 지금과 유사하지 않은가? 중동은 이제 아시아에서 다양한 원유와 경쟁하게 되었다. 2026년부터 OSP의 대세 하락 사이클을 전망하며 특히, 2026년 중 OSP의 (-)를 다시 한 번 경험할 것이라 판단한다. 단기 유가 하락 요인보다 구조적인 원가 절감과 마진 확대에 초점을 두어야 할 시점이라는 점을 강조한다. 유가 하락 시 마다 정유업체에 대한 적극 매수를 권한다. Top Picks는 S-Oil이다.

도표 1. 베네수엘라 원유 매장량 글로벌 No.1(3억bbl). 사우디가 No.2



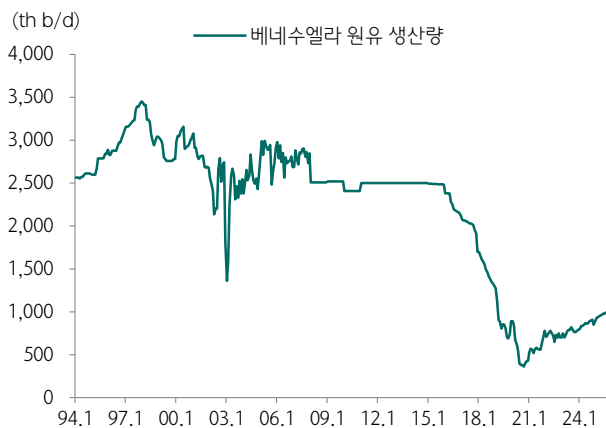
자료: ESR, 하나증권

도표 2. 베네수엘라 원유 생산량 글로벌 No.21위에 불과



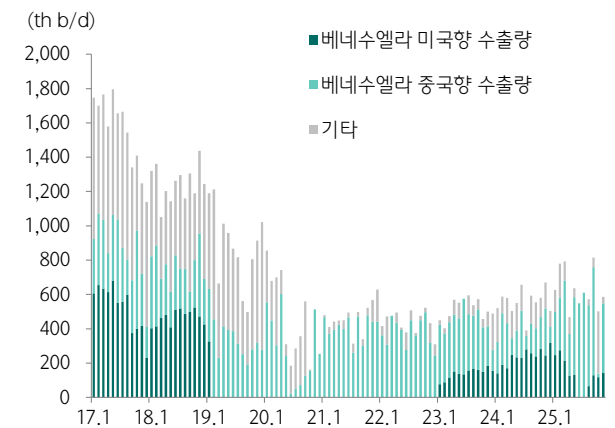
자료: ESR, 하나증권

도표 3. 베네수엘라 원유 생산량 추이. 현재 100만b/d 내외 생산 중



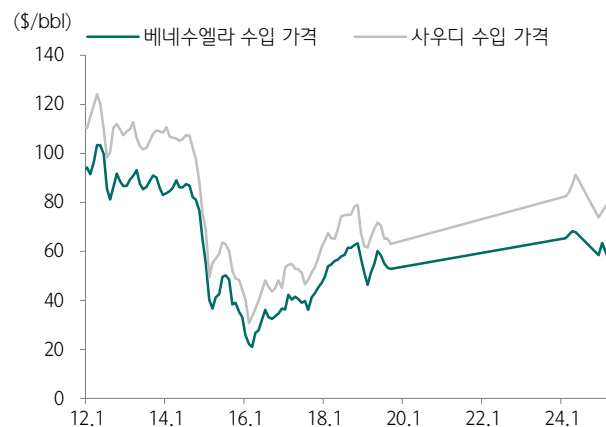
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 베네수엘라 원유 수출량은 60만b/d(60%)로 대부분 중국향



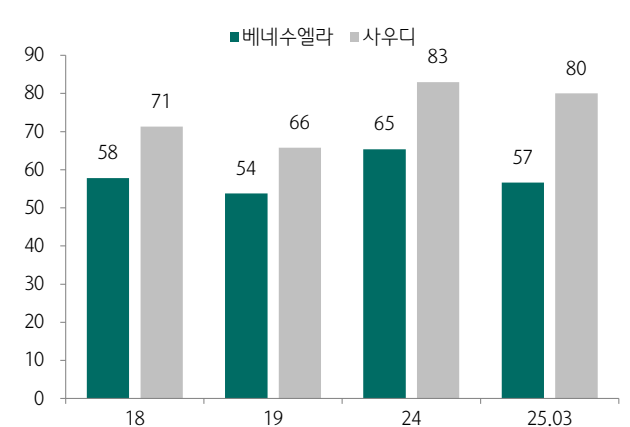
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 중국의 지역별 원유 도입가격 비교



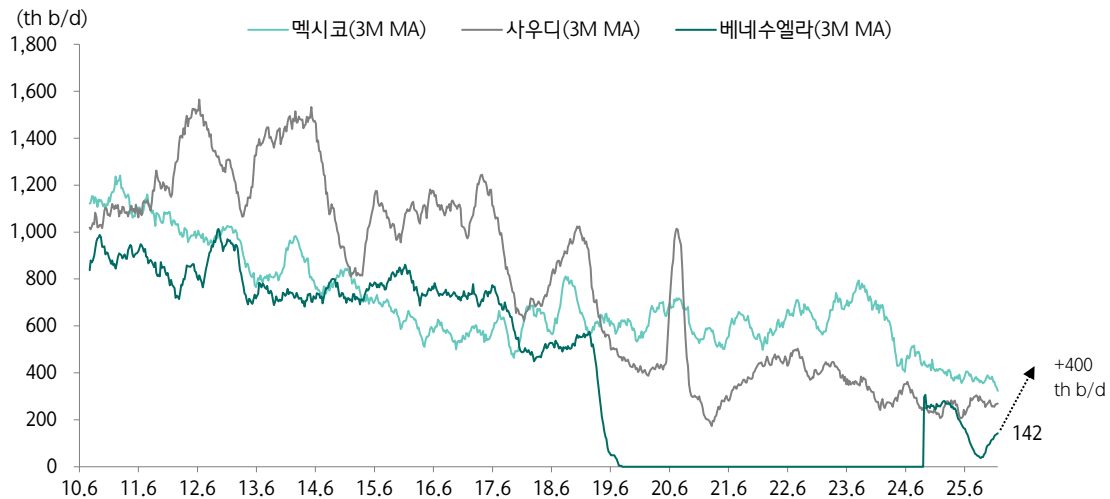
자료: CEIC, 하나증권

도표 6. 베네수엘라 원유 도입가격은 10~20\$/bbl 가량 저렴



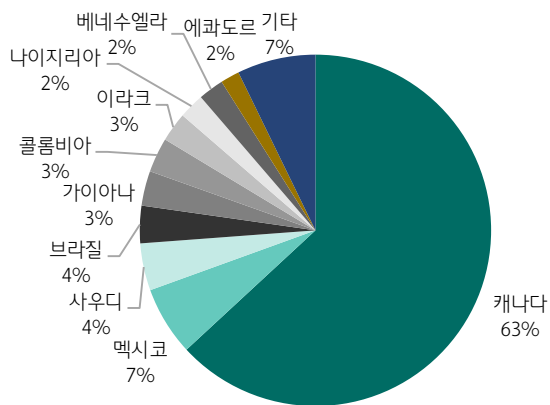
자료: CEIC, 하나증권

도표 7. 미국 베네수엘라산, 사우디산, 멕시코산 원유 수입량 추이(주간 기준). 중장기적으로 베네수엘라산 원유 수입량 증가할 것



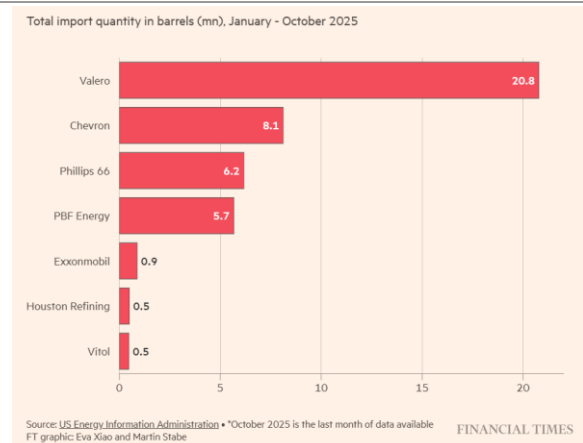
자료: EIA, 하나증권

도표 8. 미국의 국가별 원유 수입 비중(2025년 10월 누적 기준)



자료: EIA, 하나증권

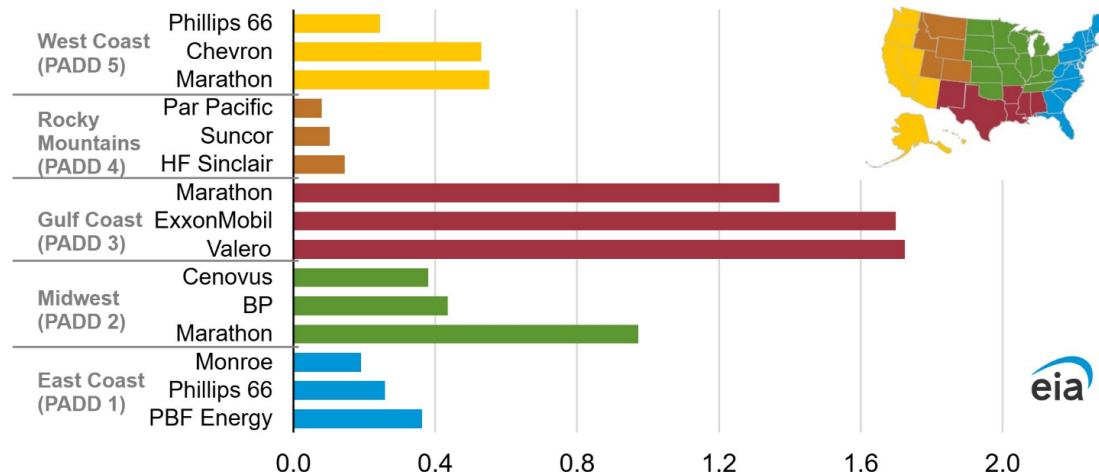
도표 9. 미국 내 베네수엘라산 원유 수입 업체 비교



자료: FT, EIA, 하나증권

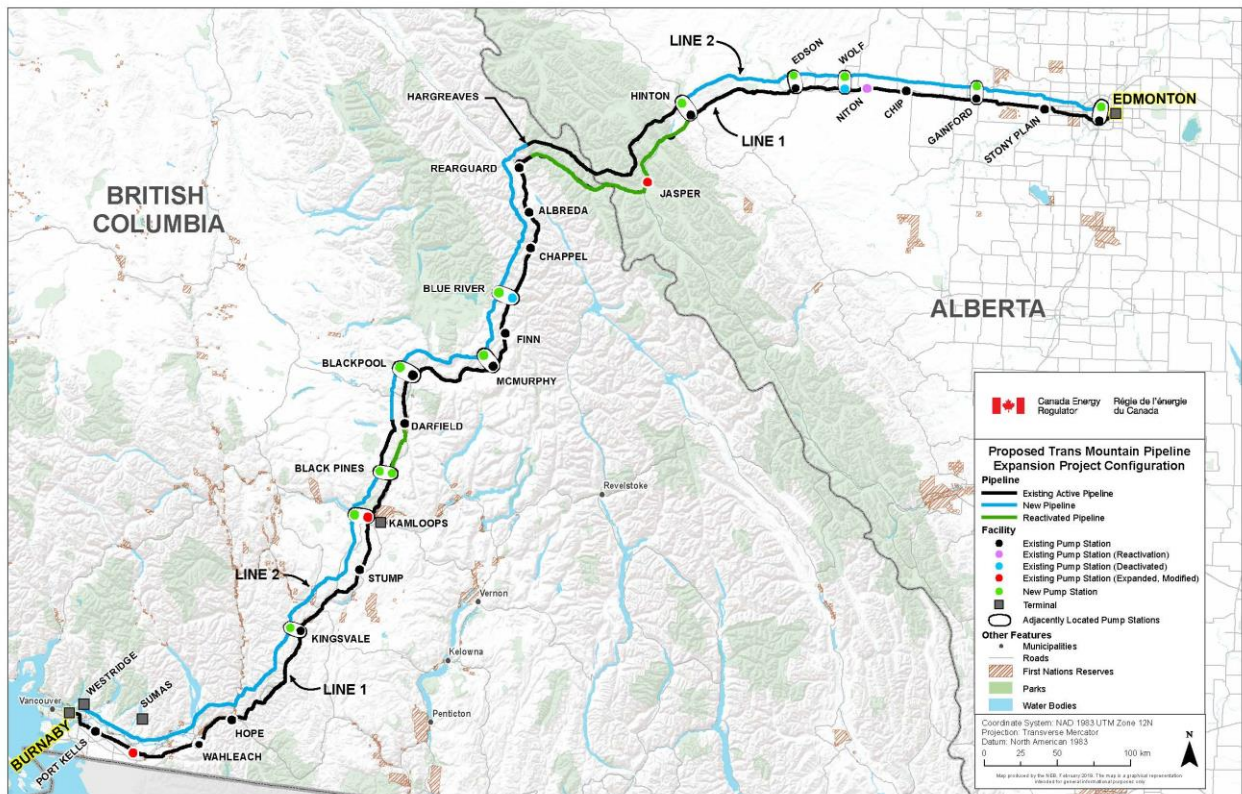
도표 10. 미국 정유업체 지역별 Capa 비교(2025.01 기준)

Largest refiners per PADD region by portfolio capacity (as of Jan 1, 2025)
million barrels per calendar day



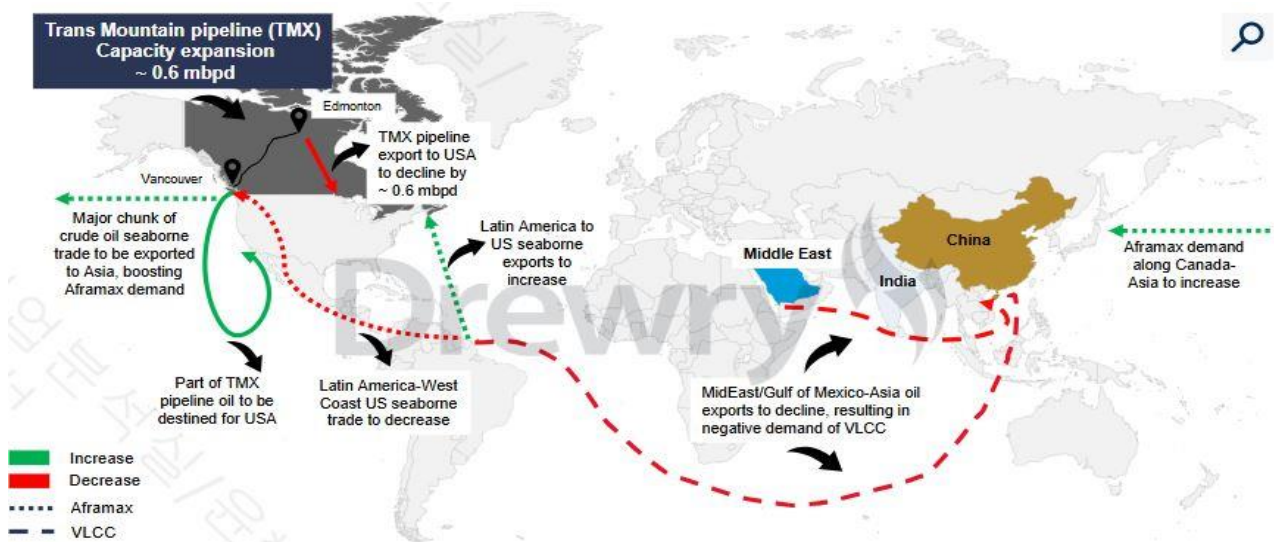
자료: EIA, 하나증권

도표 11. 앨버타에서 밴쿠버 항(버나비)까지 연결되는 TM과 TMX 파이프라인 개요



자료: 하나증권

도표 12. 밴쿠버에서 아시아까지 원유 운송시간은 텍사스에서 파나마 운하를 거치는 것보다 20~30일 가량 절약



자료: Drewry, 하나증권

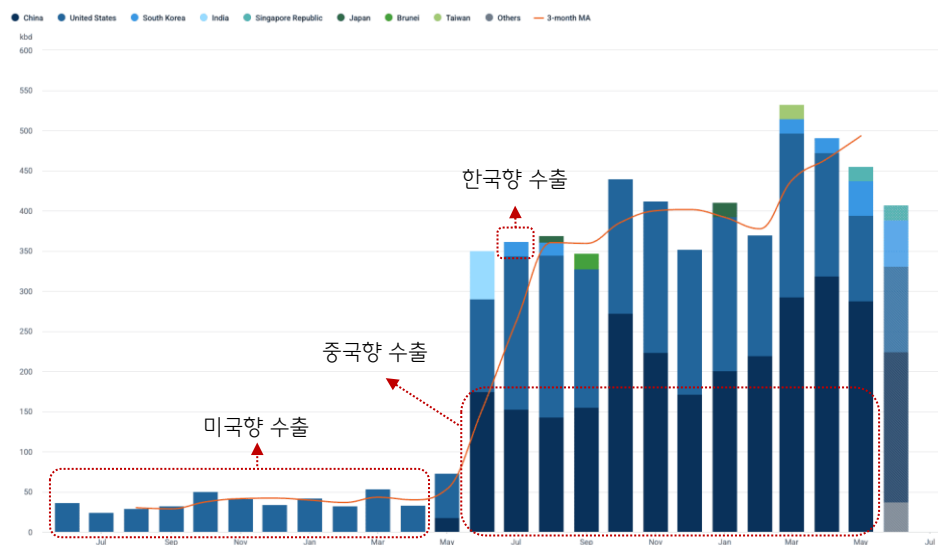
도표 13. 캐나다 연방 정부와 앨버타 주 정부는 에너지 협력 및 원유 수출을 위한 포괄적 MOU를 체결



1 of 2 | Prime Minister Mark Carney, right, signs an MOU with Alberta Premier Danielle Smith in Calgary, Alta., Thursday, Nov. 27, 2025. (Jeff McIntosh /The Canadian Press via AP)

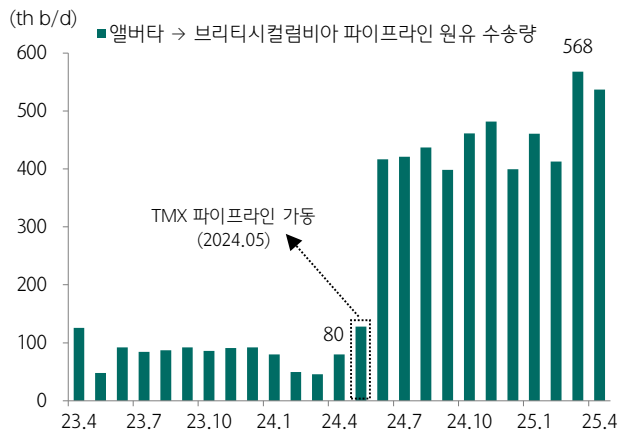
자료: AP, 하나증권

도표 14. 캐나다의 해상 원유 수출량 급증



자료: Kpler, 하나증권

도표 15. TMX 파이프라인 개통으로 원유 수송량 대폭 증가



자료: Statistics Canada, 하나증권

도표 16. 밴쿠버 항(버나비)에서의 원유 국가별 수출 비중

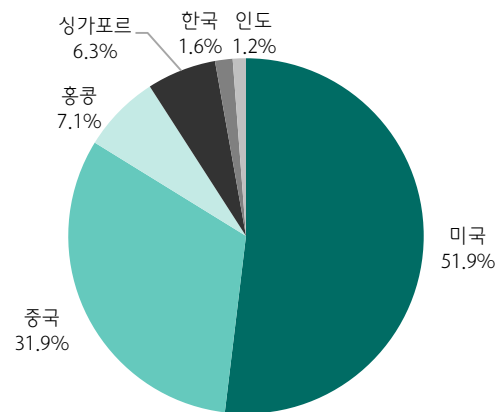
자료: Statistics Canada, 하나증권
주: 2024년 5월 ~ 2025년 4월 기준

도표 17. 앨버타 주 총리, 베네수엘라의 정권 교체 움직임이 아시아향 원유 수출을 위한 신규 파이프라인 건설의 시급성을 부각시킨다고 강조



Danielle Smith

1일 · 🌐

Recent events surrounding Venezuelan dictator Nicolas Maduro emphasize the importance that we expedite the development of pipelines to diversify our oil export markets, including a new Indigenous co-owned bitumen pipeline to BC's northwest coast to reach Asian markets.

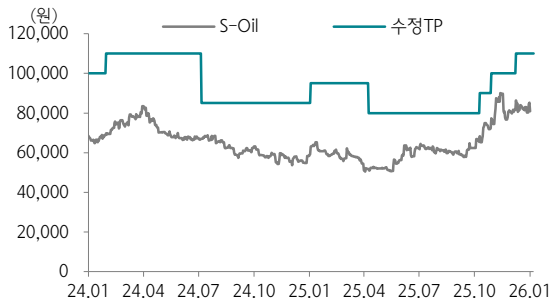
Alberta's government is continuing its work to submit an application to the major project office and expects the federal government to move forward with urgency.

The work doesn't stop there - Alberta supports building pipelines in all directions to get our product to market and we look forward to continuing to work with provincial and federal partners to advance these projects.

자료: Facebook, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

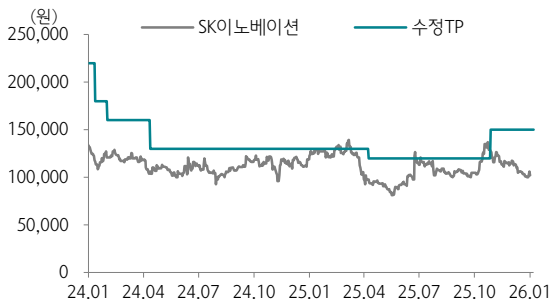
S-Oil



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.12.15	BUY	110,000		
25.11.4	BUY	100,000	-18.14%	-10.00%
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 2026년 1월 8일 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 1월 8일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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: 2026년 01월 05일