Valero Energy (US: VLO)

Company Report | Company Analysis | 정유 | 2025. 10. 29

지피지기: 3Q25 미국 정유 실적 시사점

Analyst 정경희
khchung@ls-sec.co.kr

Not Rated

목표주가	-
현재주가	USD 169.34
블룸버그 컨센서스 목표주가	USD 179.55
투자의견	매수 60% / 보유 36% / 매도 4%

3분기 영업이익 YoY +197.6%, 마진과 미주 수요 주효

미국 대형 정유사인 Valero Energy는 3분기 매출액 $32.2bn(YoY -2.2%), 영업이익 $1.5bn(YoY 197.6%), 세전이익 $1.5bn(YoY 197.8%) 발표. 이는 주로 정유부문 실적 개선에서 비롯, 높은 가동률 97%로 3분기 일평균 3.1mnb 처리. 상대적으로 글로벌 마진이 개선되었고, 내부적으로 중질유 할인이 축소된 데 반해 남미 지역 가솔린 및 경유 수요 견조

주요 사업은 Refining(정유), Renewable Diesel(재생 디젤) 및 Ethanol(에탄올)로 구성된다.

(1) Refining(정유부문) 3분기 매출액 $30.4bn(YoY -2.9%), 영업이익 $1.6bn(YoY 185.0%) 발표, 상대적으로 글로벌 마진이 개선되었고, 중질유 할인폭이 축소된 데 반해 이란산 원유 도입 증가, 남미 지역 가솔린 및 경유 수요 견조한 것도 이익 개선에 도움

(2) Renewable Diesel: 동사는 대표적인 대규모 바이오 연료(에탄올, 재생 디젤 등) 생산자로 재생 디젤에서 3분기 매출액 $1.2bn(YoY -1.8%), 영업손실 $28mn(YoY 적자전환) 기록. 현재 미국내 RVO(renewable Volume Obligation: 미국 신재생 연료 기준 RFS 프로그램에 따라 정유사 또는 연료 수입업자에게 할당되는 최소 신재생 연료 혼합 의무량) 동 부문의 수익성 개선에 대한 불확실성 증가

(3) Ethanol(에탄올): 3분기 매출액 $1.3bn(YoY 12.8%), 영업이익 $183mn(YoY 19.6%) 발표. 옥수수 수확량이 사상 최고치를 기록하고 미국 내수 뿐 아니라 글로벌 시장에서 에탄올 수요 강세 지속

시사점

1) Valero는 '26년 경질 수요에 대해 긍정적 전망 제시: 총 460kbd 수요 증가, Capa 증분 415kbd로 수급이 소폭 개선될 것으로 예상. 러시아 원유 설비정상 가동화에 시일이 더 걸릴 것으로 예측함

2) 트럼프2기 신재생에너지 고전: Renewable Diesel 선도 주자중 하나인 동사 재생 디젤부문 적자

3) YTD 배당금 및 자사주 매입을 통한 배당성향 68%, 3분기 78% 기록: 글로벌 정유 산업에서 주주환원이 높은 미국 정유사에 대한 선호 지속될 듯

4) OBBBA로 인한 미국 SAF 시장 진입 장벽 증가, RVO 변화 가능성 등 신재생 에너지 중 미국 시장 기회 국내 정유사에게 감소할 듯

Stock Data

거래소		뉴욕 거래소
SPX (10/28)		6,890.89 pt
거래소		517 억달러
발행주식수		305,010 천주
52 주 최고가/최저가		178.4/99.0 달러
90 일 일평균거래대금		41,222 만달러
기관투자가 유통주식		91.26 %
배당수익률(24.12)		3.6 %
SPX 대비 상대수익률	1 개월	-7.0 %
	6 개월	18.4 %
	12 개월	8.2 %
주주구성	Vanguard Group	12.6 %
	블랙록	9.0 %
	State Street Corp.	6.1 %

Stock Price

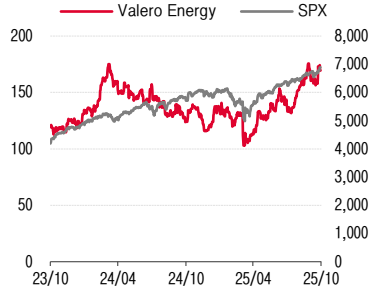


표 1 분기 및 연간 매출액, 영업이익 및 세전이익(Bloomberg)

(USD mn, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	**3Q25P**	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	31,759	34,490	32,876	30,756	30,258	29,889	**32,168**	28,280	144,766	129,881	118,426
YoY(%)	-12.8	-0.1	-14.4	-13.2	-4.7	-13.3	**-2.2**	-8.0	-17.9	-10.3	-8.8
QoQ(%)	-10.3	8.6	-4.7	-6.4	-1.6	-0.6	**0.4**	1.4			
영업이익	1,708	1,221	507	348	231	997	**1,559**	1,136	11,858	3,755	3,010
OPM	5.4	3.5	1.5	1.1	0.8	3.3	**4.8**	4.0	8.2	2.9	2.5
YoY(%)	-57.8	-55.7	-85.5	-77.6	-86.5	-18.3	**207.5**	226.4	-24.4	-64.7	-12.1
QoQ(%)	10.0	-28.5	-58.5	-31.4	-33.6	331.6	**56.4**	-27.1			
세전이익	1,712	1,203	489	323	214	942	**1,506**	1,075	11,757	3,698	3,028
YoY(%)	-57.4	-55.7	-85.9	-79.1	-87.5	-21.7	**208.0**	232.7	-23.1	-68.5	-18.1
QoQ(%)	10.5	-29.7	-59.4	-33.9	-33.7	340.2	**59.9**	-28.6			

주: 향후 추정치 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표 2 부문별 매출액 및 주요 재무지표

(USD mn, %)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	176,383	144,766	129,881	121,340	112,416	116,134
Refining	168,154	136,470	123,853	115,685	105,801	109,311
Ethanol	4,746	4,473	3,618	3,532	3,748	3,748
Renewable Diesel	3,483	3,823	2,410	2,124	2,867	3,075
영업이익	15,688	11,858	3,755	3,010	4,878	5,164
순이익	11,576	8,826	2,770	2,742	3,474	3,483
EPS	29.2	25.0	8.6	7.3	11.5	12.3
증감율(%)	1,185.7	-14.2	-65.7	-14.5	56.7	6.6
영업이익률(%)	8.9	8.2	2.9	2.5	4.3	4.4
EBITDA 마진(%)	10.5	10.3	5.4	2.3	3.1	2.9
ROE(%)	54.9	35.4	10.9	10.8	13.1	12.9

주: 향후 추정치 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

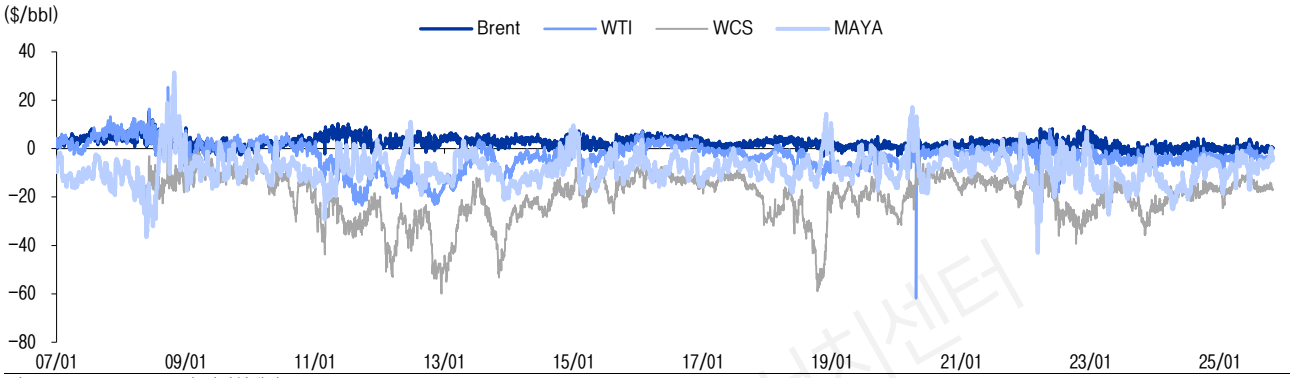
표 3 사업부문별 3 개월 실적

	Refining	Renewable Diesel	Ethanol	Corporate and Eliminations	Total
Three months ended September 30, 2025					
Revenues:					
Revenues from external customers	$ 30,414	$ 719	$ 1,035	$ —	$ 32,168
Intersegment revenues	1	484	259	(744)	—
Total revenues	30,415	1,203	1,294	(744)	32,168
Cost of sales:					
Cost of materials and other	26,684	1,077	942	(745)	27,958
Operating expenses (excluding depreciation and amortization expense reflected below) (a)	1,388	78	148	—	1,614
Depreciation and amortization expense	728	76	21	(1)	824
Total cost of sales	28,800	1,231	1,111	(746)	30,396
Other operating expenses	5	—	—	—	5
General and administrative expenses (excluding depreciation and amortization expense reflected below)	—	—	—	246	246
Depreciation and amortization expense	—	—	—	12	12
Operating income (loss) by segment	$ 1,610	$ (28)	$ 183	$ (256)	$ 1,509
Three months ended September 30, 2024					
Revenues:					
Revenues from external customers	$ 31,332	$ 632	$ 912	$ —	$ 32,876
Intersegment revenues	3	593	235	(831)	—
Total revenues	31,335	1,225	1,147	(831)	32,876
Cost of sales:					
Cost of materials and other	28,922	1,029	842	(828)	29,965
Operating expenses (excluding depreciation and amortization expense reflected below)	1,256	92	133	1	1,482
Depreciation and amortization expense	589	69	19	(2)	675
Total cost of sales	30,767	1,190	994	(829)	32,122
Other operating expenses	3	—	—	—	3
General and administrative expenses (excluding depreciation and amortization expense reflected below)	—	—	—	234	234
Depreciation and amortization expense	—	—	—	10	10
Operating income by segment	$ 565	$ 35	$ 153	$ (246)	$ 507

자료: 회사, LS증권 리서치센터

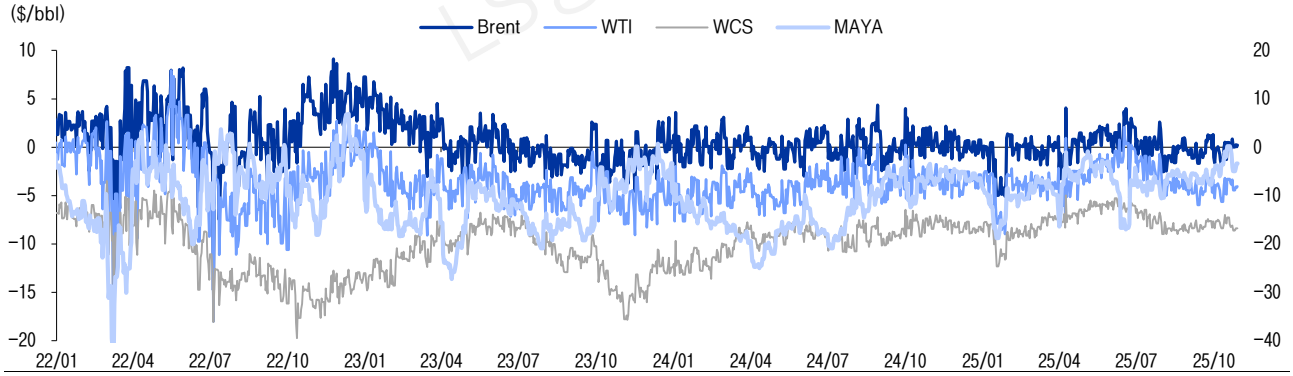
LS증권 리서치센터

그림 1 주요 원유 가격 추이(Dubai 대비, '07 년~)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림 2 주요 원유 가격 추이(Dubai 대비, '22 년~)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

VALERO ENERGY (US: VLO)

재무상태표

(USD mn)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	15,844	21,165	24,133	26,221	23,737
현금 및 현금성자산	3,313	4,122	4,862	5,424	4,657
매출채권 및 기타채권	6,109	10,378	11,919	12,525	10,708
재고자산	6,038	6,265	6,752	7,583	7,761
기타유동자산	371	395	596	689	609
비유동자산	35,930	36,723	36,849	36,835	36,406
관계기업투자 등	-	-	-	-	-
유형자산	31,593	32,102	32,065	31,345	30,412
무형자산 및 기타	4,337	4,621	4,784	5,490	5,994
자산총계	**51,774**	**57,888**	**60,982**	**63,056**	**60,143**
유동부채	9,283	16,851	17,461	16,802	15,495
매입채무 및 기타재무	6,673	13,488	14,211	13,441	13,070
단기금융부채	1,008	1,579	1,109	1,406	743
기타유동부채	1,602	1,784	2,141	1,955	1,682
비유동부채	22,849	21,220	18,053	17,730	17,127
장기금융부채	14,839	13,546	10,526	10,118	9,720
기타비유동부채	8,010	7,674	7,527	7,612	7,407
부채총계	**32,132**	**38,071**	**35,514**	**34,532**	**32,622**
지배주주지분	18,801	18,430	23,561	26,346	24,512
자본금 및 주식발행초과금	6,821	6,834	6,870	6,908	6,946
이익잉여금	28,953	28,281	38,247	45,630	47,016
비지배주주지분(연결)	841	1,387	1,907	2,178	3,009
자본총계	**19,642**	**19,817**	**25,468**	**28,524**	**27,521**

손익계산서

(USD mn)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**64,912**	**113,977**	**176,383**	**144,766**	**129,881**
매출원가	58,933	102,71	150,77	123,08	116,51
매출총이익	5,979	11,263	25,613	21,679	13,365
판매비 및 관리비	756	865	934	998	961
영업이익	**-1,579**	**2,130**	**15,690**	**11,858**	**3,755**
(EBITDA)	1,194	4,909	18,513	14,946	7,002
세전계속사업이익	**-2,010**	**1,543**	**15,307**	**11,768**	**3,698**
당기순이익	**-1,421**	**930**	**11,528**	**8,835**	**2,770**
매출총이익률 (%)	9.2	9.9	14.5	15.0	10.3
영업이익률 (%)	-2.4	1.9	8.9	8.2	2.9
EBITDA마진률 (%)	1.8	4.3	10.5	10.3	5.4
당기순이익률 (%)	-2.2	1.0	6.6	6.1	2.1
ROA (%)	-2.7	1.7	19.4	14.2	4.5
ROE (%)	-7.0	5.0	54.9	35.4	10.9

현금흐름표

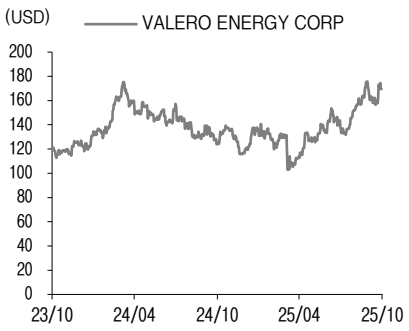
(USD mn)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	**948**	**5,859**	**12,574**	**9,229**	**6,683**
당기순이익(손실)	-1,421	930	11,528	8,835	2,770
감가상각&무형자산상각	2,351	2,405	2,473	2,701	2,774
기타비현금항목조정	363	299	199	19	344
운전자본 변동	-345	2,225	-1,626	-2,326	795
투자활동 현금	**-2,425**	**-2,159**	**-2,805**	**-1,865**	**-1,981**
고정&무형자산 변동	-2,436	-2,458	-2,737	-1,916	-2,057
장기투자순변동	0	0	0	0	0
인수 등으로 인한 순현금	-54	-9	-1	0	0
기타투자활동	65	308	-67	51	76
재무활동 현금	**2,077**	**-2,846**	**-8,849**	**-6,941**	**-5,049**
배당금의 지급	-1,600	-1,602	-1,562	-1,452	-1,384
차입금의 증가(감소)	4,075	-1,207	-2,810	-262	-648
자본의 증가(감소)	-156	-27	-4,577	-5,136	-2,875
기타재무활동	-242	-10	100	-91	-142
중단사업 현금흐름	0	0	0	0	0

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024
투자지표 (x)					
P/E	n/a	27.6	4.3	5.2	14.3
P/B	1.2	1.7	2.0	1.6	1.6
EV/EBITDA	45.7	9.2	3.0	3.5	7.1
배당수익률 (%)	8.3	5.9	3.4	3.3	3.6
성장성 (%)					
매출액	-40.1	75.6	54.8	-17.9	-10.3
영업이익	n/a	n/a	636.6	-24.4	-68.3
세전이익	n/a	n/a	892.0	-23.1	-68.6
당기순이익	n/a	n/a	938.2	-23.8	-68.6
EPS	n/a	n/a	1,185.7	-14.2	-65.7
주당지표 (USD)					
EPS	-3.5	2.3	29.2	25.0	8.6
BPS	46.0	45.0	63.3	79.0	77.8
DPS	3.9	3.9	3.9	4.1	4.3

Valero Energy 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2025.10.29	변경	정경희			
2025.10.29	NR	NR			

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정경희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024.10.1 ~ 2025.9.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)