

Valero Energy

(VLO-US)

정제마진 강세 속 Gulf Coast 최대 정유사로 고마진 향유

미국 정제설비의 15% 차지하는 대표적인 순수 정유사

동사는 업스트림과 석유화학 등의 사업을 영위하지 않는 대표적인 순수 정유사이다. 현재 미국에 운영 중인 정제설비는 250만b/d 규모로 미국 전체 설비의 약 15%를 차지한다.

최근 정제마진 강세는 러-우 전쟁과 마-이란 전쟁으로 글로벌 에너지 수급이 완전히 꼬인 결과이다. 러시아와 중동에서 타격을 입은 정제설비 비중도 글로벌 전체의 6.2% 달하는 만큼 이들의 생산이 단기에 정상화되긴 어렵다. 최대 에너지 순수출국이자 인프라 타격이 없던 미국이 러시아와 중동의 대체 공급자로 부상하고 있는 현 국면에서 동사는 원유 조달 강점까지 활용해 상대적으로 더 높은 마진을 장기간 향유할 수 있을 전망이다.

Gulf Coast 지역에 집중된 정유업체로서 누리는 원유 도입의 강점

동사 미국 정제설비의 61%는 Gulf Coast 지역에 밀집되어 있는데 이는 주요 경쟁사들이 20~40% 내외 그치는 것과 비교하면 매우 높은 수준이다(Marathon 42%, Phillips 27%, PBF Energy 18% 등). Gulf Coast는 주요 파이프라인과 터미널이 집적돼 있어 내수 운송 뿐만 아니라 원유 수입, 정제품/석유화학 수출 등이 용이한 곳이다.

이 같은 지리적 이점은 동사 원유 조달 경쟁력의 근거가 된다. 대표적 중질유인 캐나다산 원유는 Keystone 파이프라인을 통해 Port Arthur까지 연결되고, 베네수엘라와 중남미산 또한 멕시코만을 거쳐 단기에 도입될 수 있다. 들어오는 유종이 다양하다는 것은 단순히 여유로운 물량과 운송비 절감 등의 이점을 넘어, 각 유종별 가격 레벨에 따라 선택적으로 원유를 구매해 마진을 극대화시킬 수 있다는 점에서 그 이점이 가장 두드러진다.

동사는 다양한 성상의 유종을 투입하기 위해 고도화설비 투자를 꾸준히 확대해왔고, 이에 현재 Heavy Sour 17~34%, Medium/Light Sour 6~34%, Sweet 17~54% 등 매우 넓은 범위에서 유연하게 유종을 투입할 수 있다. 1분기에는 WTI 대비 평균 26달러까지 할인된 캐나다산 투입 확대와 베네수엘라산 원유 도입 재개를 통해 마진 개선을 누렸는데, 이는 정유부문 이익 증가에 약 30% 기여하며 Gulf Coast의 지리적 이점을 확실히 입증했다.

연초 트럼프 정부가 베네수엘라 장악한 이후 원유 산업에 대규모 투자를 추진하고 있고, 최근 일부 물량을 BEP 가격에 수입할 권리도 확보했다. 향후 베네수엘라산 도입 증가는 동사의 유종 선택지 확대에 이어지고, 이에 따른 추가적인 원가 절감 가능성을 시사한다.

호시황에 두둑이 쌓아둔 현금 26~27년 추가 주주환원 가능성을 시사

동사는 중장기 주주환원 정책으로 EBITDA 50% 이상을 목표로 하고, 배당과 자사주 매입 모두 적극적으로 활용하고 있다. 2012년 이후 배당은 한번도 줄이지 않으며 점진적으로 인상했고 자사주도 매년 일정 물량씩 매입함으로써 실질적인 EPS 개선 효과를 이끌었다. 참고로 정유업황이 황금기에 진입했던 COVID 이후에는 자사주매입 규모를 평년보다 더 늘려 2025년 기준 동사 유통주식수는 2021년 대비 27% 감소했다.

정제마진 강세로 동사는 1H26에만 당기순이익 54억달러 달성하며 2025년 22억달러의 2배를 훌쩍 넘어섰고, 현금성자산도 78억달러로 평년 수준이자 동사가 적정 레벨로 삼는 40~50억달러를 크게 상회하고 있다. 절대 이익이 급증하면서 배당과 자사주매입 규모가 늘어나는 효과도 있지만, 동사는 2분기 컨콜에서 유가 변동성이 완화되면 현재 적정수준 초과하는 현금을 주주환원에 적극 활용할 수 있다고 언급한 만큼 2026~27년에는 추가 환원도 이뤄질 전망이다. 정제마진 강세 속에 Gulf Coast 지리적 이점을 활용한 고마진 향유와 이에 따른 적극적인 주주환원은 경쟁사 대비 두드러지는 동사의 투자 포인트이다.

Global Company Brief

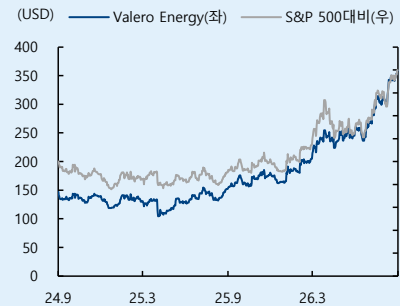
블룸버그 최고 목표가	USD 401.00
블룸버그 최저 목표가	USD 255.00
종가(2026-09-02)	USD 366.09

Stock Indicator

거래소	NYSE
발행주식수	287.9 백만주
시가총액	105.4 십억USD
결산월	12월
52주 최고가(USD)	USD 370.11
52주 최저가(USD)	USD 151.25

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.7	42.1	75.4	136.1
상대수익률	11.8	40.5	57.0	98.5

Price Trend



결산(12월)	FY22	FY23	FY24	FY25
매출액(십억USD)	176.4	144.8	129.9	122.7
영업이익(십억USD)	15.7	11.9	3.8	3.2
순이익(십억USD)	11.5	8.8	2.8	2.3
EPS(USD)	29.2	25.0	8.6	7.6
BPS(USD)	63.3	79.0	77.8	79.4
PER(x)	4.3	5.2	14.3	15.5
PBR(x)	2.0	1.6	1.6	2.1
ROE(%)	54.9	35.4	10.9	9.7
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(x)	3.0	3.5	6.8	8.4

주: Bloomberg

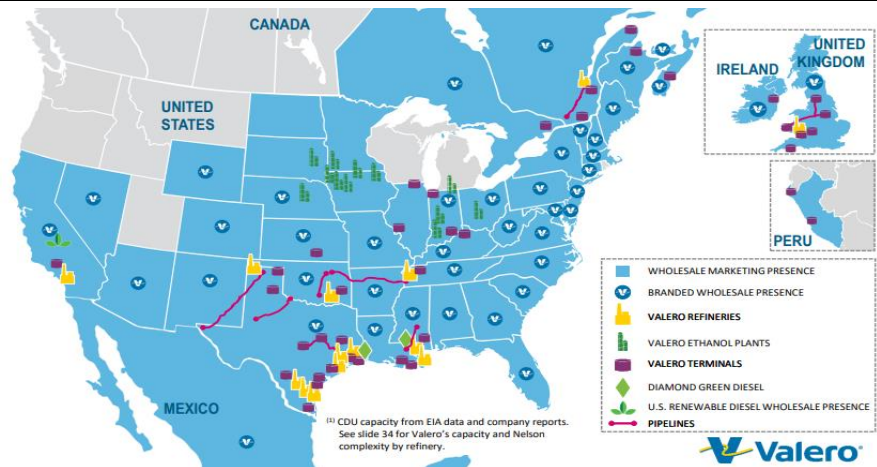
[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjin@imfnsec.com

[RA]

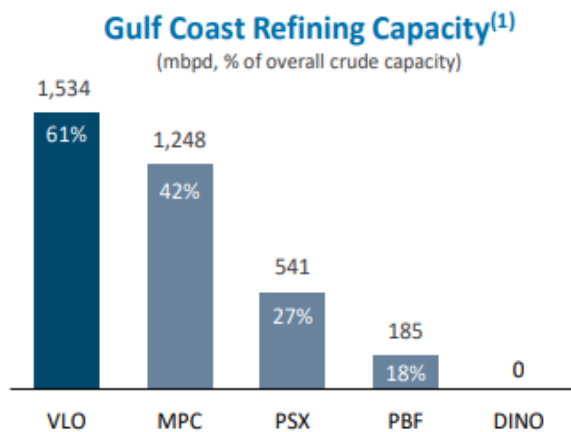
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

그림1. Valero, 미국 내 정제설비 위치: Gulf Coast 지역에 집중



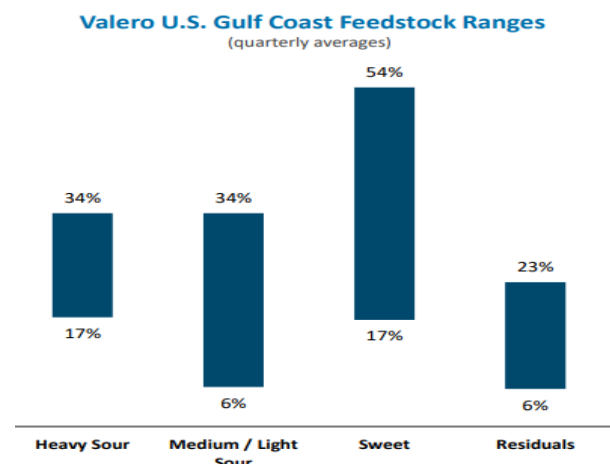
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림2. Valero 및 주요 경쟁사들의 Gulf Coast 정제설비 비중 비교



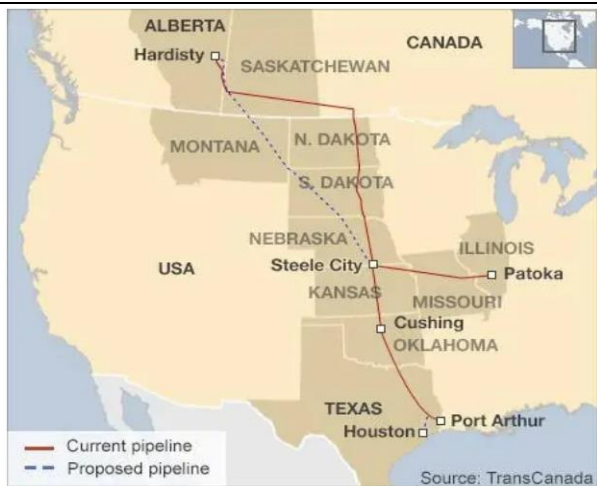
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림3. Valero, 유종 성상별 투입 가능한 비중 범위



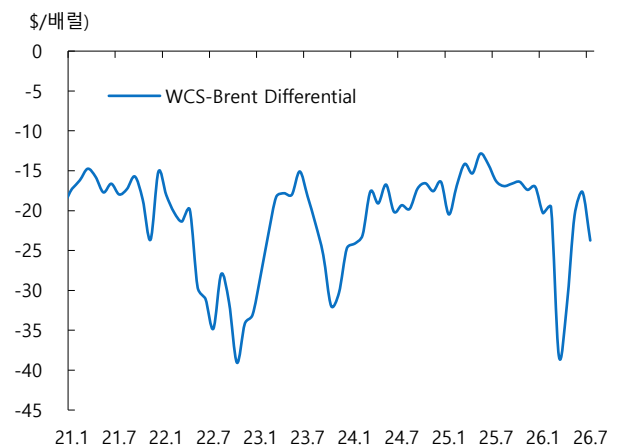
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림4. 캐나다 Keystone Pipeline 위치



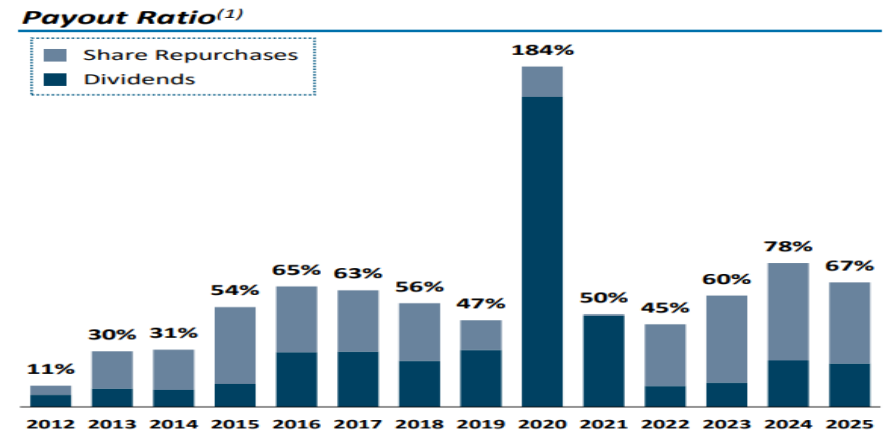
자료: TransCanada, iM증권 리서치본부

그림5. WCS-Brent 가격 차이 추이



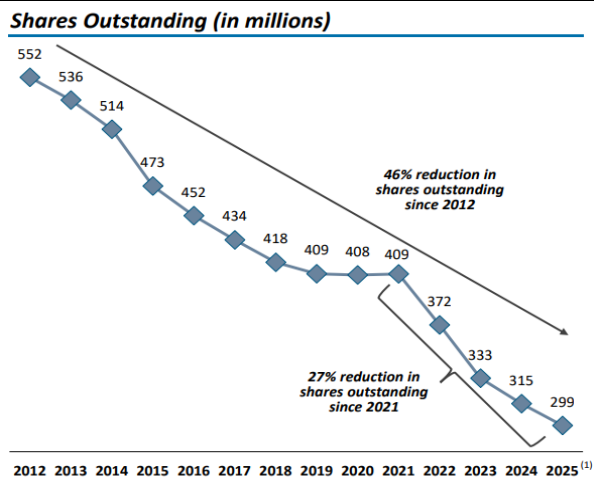
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. Valero, 2012년 이후 배당성향(배당+자사주 매입 합산) 추이



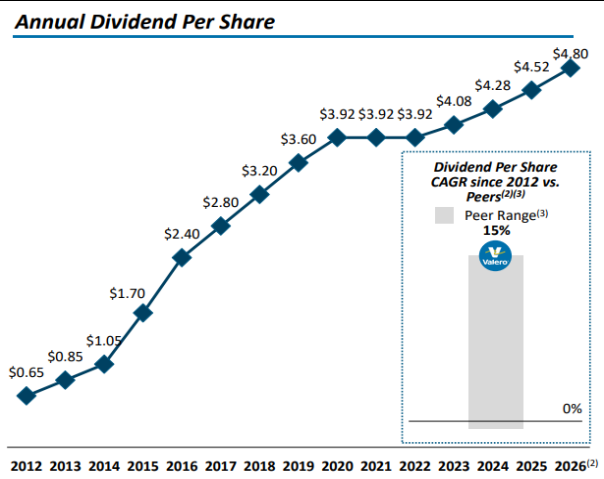
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림7. Valero, 2012년 이후 유통주식수 추이



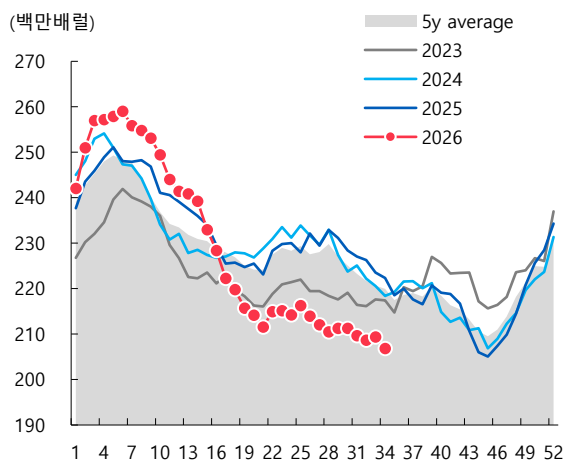
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림8. Valero, 2012년 이후 DPS 추이



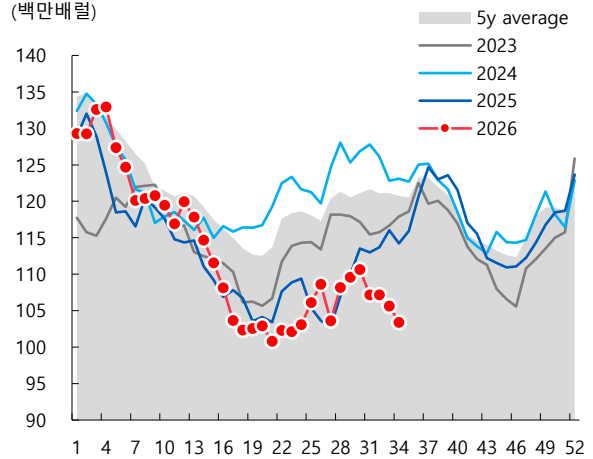
자료: Valero Energy, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 휘발유 재고 추이



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 중간유분 재고 추이



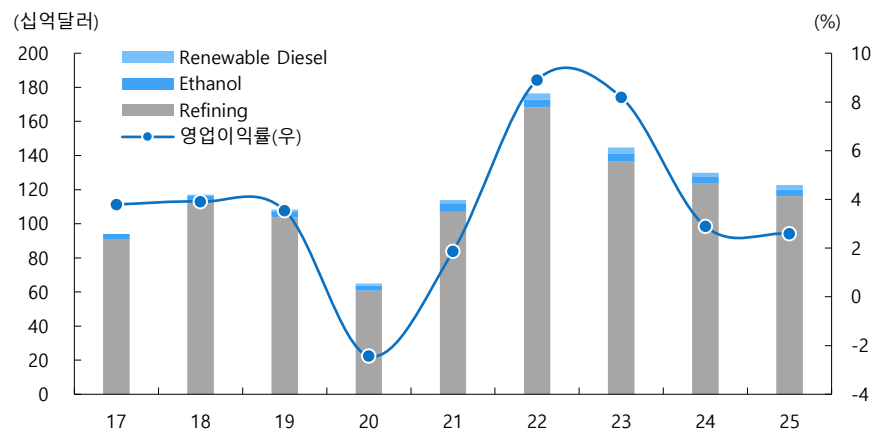
자료: EIA, iM증권 리서치본부

표1. Valero 영업실적 추이

(단위: 백만\$, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26C	4Q26C	2024	2025	2026C
매출액	30.3	29.9	32.2	30.4	32.4	44.5	43.5	36.1	129.9	122.7	150.8
매출총이익	2.7	3.6	4.2	4.4	6.2	9.3	10.0	7.3	13.4	14.9	29.9
GPM(%)	9.0	11.9	13.1	14.5	19.1	21.0	23.1	20.3	10.3	12.1	19.8
EBITDA	-0.2	1.8	2.3	2.4	2.6	5.9	7.3	4.7	7.0	6.8	20.0
EBITDA마진(%)	-0.7	6.1	7.3	7.9	7.9	13.3	16.8	13.1	5.4	5.6	13.3
당기순이익	-0.6	0.7	1.1	1.1	1.3	3.7	4.8	3.0	2.8	2.3	12.7
NPM(%)	-2.0	2.4	3.4	3.7	3.9	8.4	11.1	8.3	2.1	1.9	8.4
OCF	1.0	0.9	1.9	2.1	1.4	5.6	5.7	4.0	6.7	5.8	16.7
CAPEX	-0.7	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.6	-0.5	-2.1	-1.9	-1.9
FCF	0.3	0.5	1.5	1.6	0.9	5.2	5.1	3.4	4.6	3.9	15.0

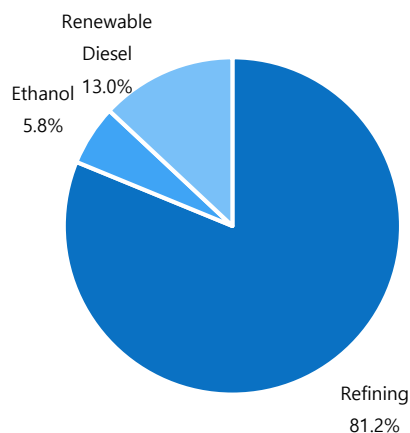
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. Valero 연간 사업부문별 매출액 및 영업이익률 추이



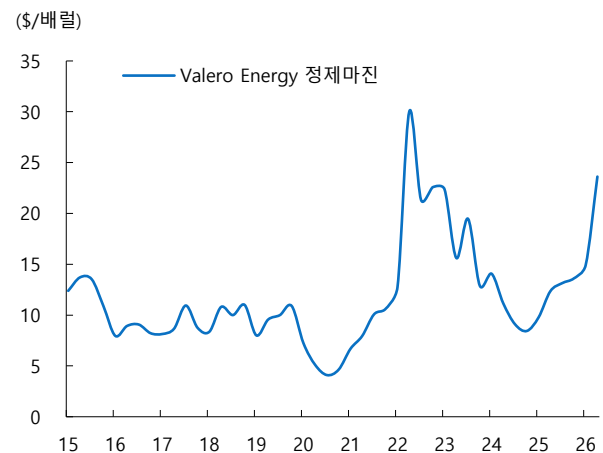
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림12. Valero 사업부문별 영업이익 비중 (2Q26 기준)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

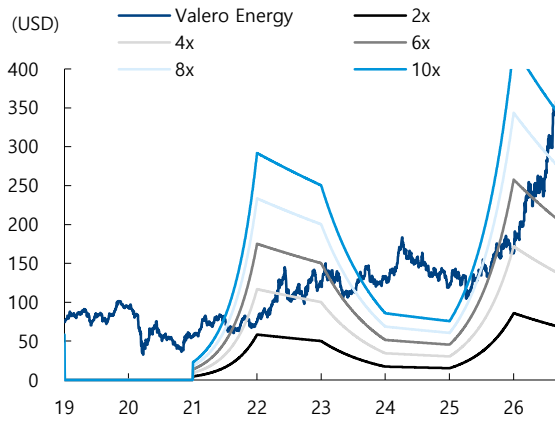
그림13. Valero 정제마진 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

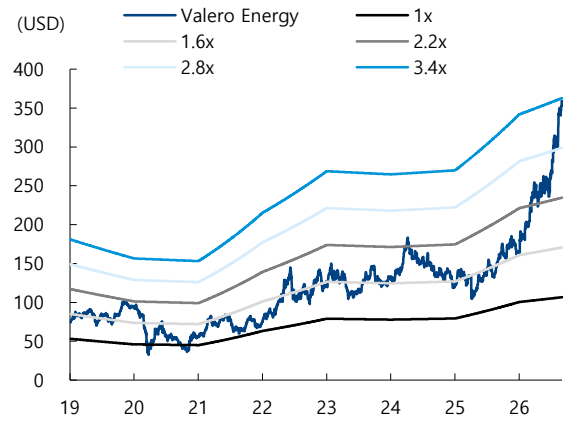
주요 투자 지표

그림14. Valero Energy PER 밴드



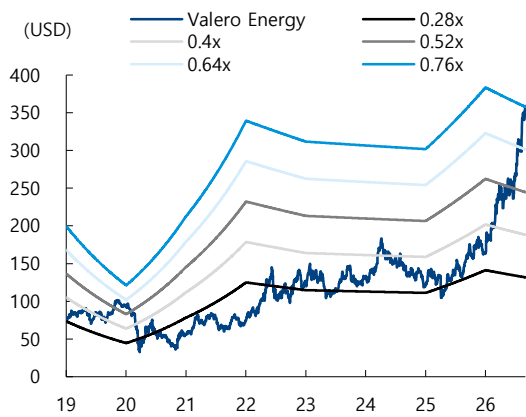
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림15. Valero Energy PBR 밴드



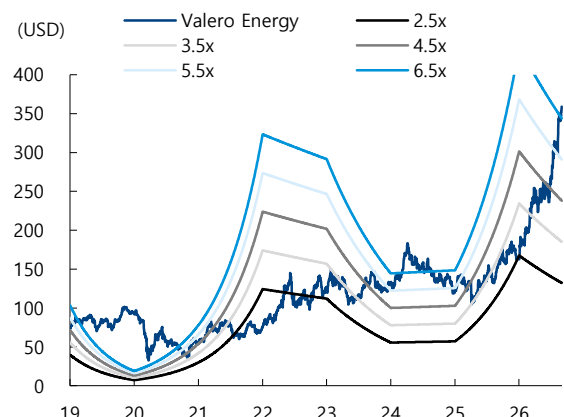
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림16. Valero Energy PSR 밴드



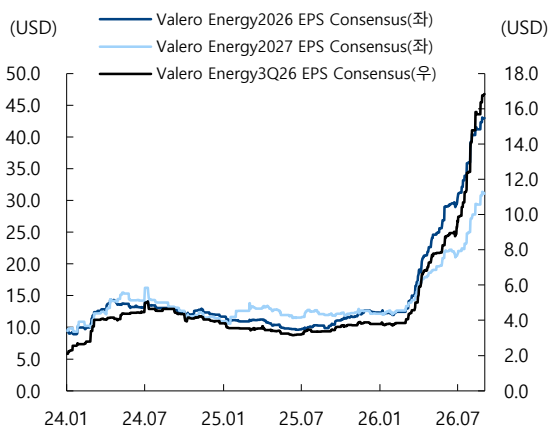
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림17. Valero Energy EV/EBITDA 밴드



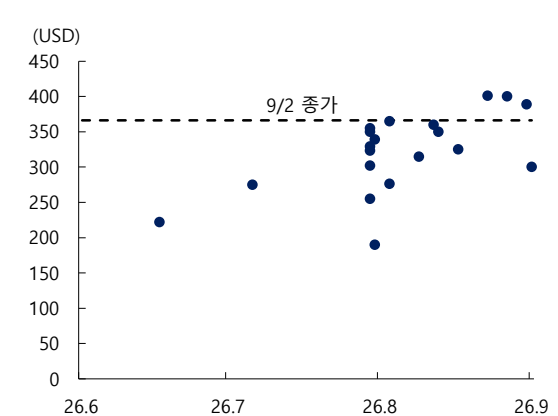
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. Valero Energy EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19. Valero Energy 최근 목표주가 분포



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무제표

재무상태표				
(백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
유동자산	24,133	26,221	23,737	23,210
현금 및 현금성자산	4,862	5,424	4,657	4,688
매출채권	11,919	12,525	10,708	9,877
비유동자산	36,849	36,835	36,406	34,778
유형자산	30,978	30,209	29,314	27,617
무형자산	462	443	411	383
자산총계	60,982	63,056	60,143	57,988
유동부채	17,461	16,802	15,495	14,109
비유동부채	18,053	17,730	17,127	17,274
부채총계	35,514	34,532	32,622	31,383
지배주주지분	23,561	26,346	24,512	23,725
자본금	6,870	6,908	6,946	6,988
이익잉여금	38,247	45,630	47,016	47,959
자본총계	25,468	28,524	27,521	26,605

현금흐름표				
(백만USD)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
영업활동 현금흐름	12,574	9,229	6,683	5,826
당기순이익	11,528	8,835	2,770	2,348
유무형자산감가상각비	2,473	2,701	2,774	3,158
비현금항목	199	19	344	512
투자활동 현금흐름	-2,805	-1,865	-1,981	-1,845
유무형자산의 처분	0	0	0	0
유무형자산의 취득	-2,737	-1,916	-2,057	-1,888
기타투자활동	-67	51	76	43
재무활동 현금흐름	-9,029	-6,802	-5,297	-3,945
부채의 증감	-2,810	-262	-648	-94
자본의 증감	-4,577	-5,136	-2,875	-2,598
배당금 지급	-1,562	-1,452	-1,384	-1,405
기타 재무활동	100	-91	-142	-85
현금및현금성자산의증감	740	562	-767	31
기초현금및현금성자산	4,122	4,862	5,424	4,657
기말현금및현금성자산	4,862	5,424	4,657	4,688
잉여현금흐름	9,837	7,313	4,626	3,938

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서				
(백만USD, %)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
매출액	176,383	144,766	129,881	122,687
매출원가	150,770	123,087	116,516	107,816
매출총이익	25,613	21,679	13,365	14,871
판매비와관리비	934	998	961	1,042
EBITDA	18,513	14,946	7,002	6,831
영업이익	15,690	11,858	3,755	3,181
영업이익률	8.9	8.2	2.9	2.6
세전계속사업이익	15,307	11,768	3,698	3,005
법인세비용	3,428	2,619	692	759
당기순이익	11,528	8,835	2,770	2,348
성장률 (YoY)				
매출액	54.8	-17.9	-10.3	-5.5
영업이익	636.6	-24.4	-68.3	-15.3
순이익	1,139.6	-23.4	-68.6	-15.2

주요투자지표				
	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
주당지표 (USD)				
EPS	29.2	25.0	8.6	7.6
BPS	63.3	79.0	77.8	79.4
CFPS	31.8	26.1	20.8	18.9
DPS	3.9	4.1	4.3	4.5
Valuation(배)				
PER	4.3	5.2	14.3	15.5
PBR	2.0	1.6	1.6	2.1
PCR	4.0	5.0	5.9	8.6
EV/EBITDA	3.0	3.5	6.8	8.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	54.9	35.4	10.9	9.7
EBITDA이익률	10.5	10.3	5.4	5.6
부채비율	139.4	121.1	118.5	118.0
순부채비율	26.6	21.4	21.1	22.3
매출채권회전율(x)	12.5	10.3	9.9	10.1
재고자산회전율(x)	23.2	17.2	15.2	14.0

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-