



# 발레로 에너지 (VLO.US)

2025년 저점으로 개선될 수익성

- 타이트한 등/경유 수급. 미국 3-2-1 Crack Spread 안정적 개선
- 2Q25 GRM 개선에 따른 흑자전환 달성. 2025년 저점으로 점진적 수익성 개선 전망
- 관세 불확실성 이후 주가 상승. Peer 및 수익성 개선 고려시 정당화 가능할 것

## 등/경유 중심의 마진 개선

2025년 9월 미국의 3-2-1 Crack Spread는 \$23.3/bbl까지 회복하며 안정적인 흐름을 지속하고 있다. 9월 고점인 \$24.2/bbl 대비 소폭의 조정이 지속됐으나, 2024년 9월 평균 \$12.5/bbl을 기록했던 점을 고려하면 2배가까운 회복이 나타난 셈이다. 타이트한 등/경유 재고 수준은 지속되고 있다. 미국 정유사 가동률 역시 8월말 94.3%를 가동 중인 상황으로 생산 역시 추가로 늘어나기 어려운 상황이다. 미국의 7월 유럽향 Diesel 수출비중(배럴기준)은 29.1%로 6월 22.7%대비 상승했으며, 2024년 평균 26.1%대비해서도 3%p 상승을 기록했다. 한편, 중/남미 수출 비중 역시 7월 54.5%를 기록하며 2024년 평균 48.4%대비 상승하고 있는 상황이다. 유럽 역시 정제설비 폐쇄가 지속되고 러시아산 Diesel 도입 비중은 낮은 상황이 지속되며 타이트한 수급이 지속되고 있기 때문이다.

## 2H25 실적 개선 지속

2Q25 영업이익은 10억달러를 기록하며 -18.3% YoY 영업이익 감소를 기록했다. 부문별로 정유제품 영업이익은 12.7억달러를 기록했다. 발레로 에너지의 정제마진(조정 전)은 2Q25 \$12.2/bbl을 기록하며 1Q25 대비 +27.5% QoQ를 기록했다. 같은 기간 미국의 3-2-1 Crack Spread 역시 +31.3% QoQ 상승을 기록했는데, 유가는 지속 하향 안정화되고, 관세 이후 수요는 회복이 지속되며 정제마진 회복이 가능했다는 판단이다. 3Q25 영업이익 역시 12.8억달러로 +28.6% QoQ 증익이 가능할 전망이다. 3Q25 QTD 정제마진 역시 2Q25 대비 회복이 지속되고 있는 점을 감안하면 무리 없다는 판단이다.

## 관세이후 주가 랠리 지속

관세 불확실성에 따른 조정 이후 주가는 상승을 지속 중이다. 12MF P/E는 16.1 배로 중상단에 위치해있다. 하지만, Peer Group의 12MF P/E가 20~25 배에 위치한 점, 올해를 저점으로 개선될 EPS를 고려할 때 현재 밸류에이션은 정당화 가능하다는 판단이다.

## ▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.09.11): \$157.59

목표주가 컨센서스: \$161.28

## ▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
65%	30%	5%

## Stock Data

산업분류	석유, 가스 & 소모 연료
S&P 500 (12/12)	6,587.47
현재주가/목표주가	157.59 / 161.28
52주 최고/최저 (\$)	163.02 / 99
시가총액 (백만\$)	48,956
유통주식 수 (백만)	309
일평균거래량 (3M)	2,988,660

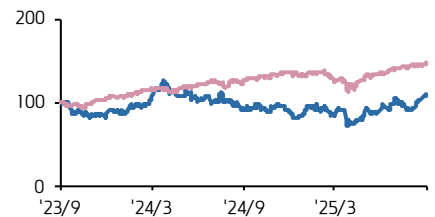
## Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	144,766	129,881	118,747	114,214
영업이익	11,858	3,755	2,274	4,771
OPM(%)	8.2	2.9	1.9	4.2
순이익	8,826	2,739	2,609	3,265
EPS	24.9	8.5	8.3	10.6
증가율(%)	-14.6	-65.9	-2.3	27.5
PER(배)	5.2	14.3	19.0	14.9
PBR(배)	1.6	1.6	2.0	1.9
ROE(%)	35.4	10.8	9.0	12.9
배당수익률(%)	3.1	3.5	2.9	3.0

## Performance & Price Trend

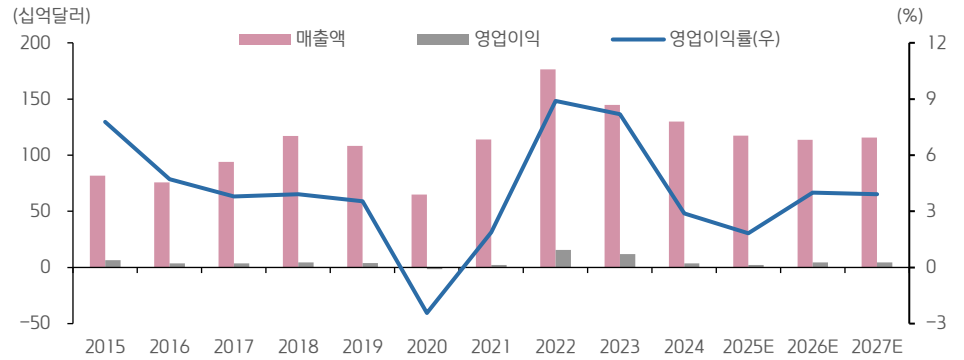
주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	28.6	19.6	28.1	18.6
S&P Index	12.0	3.4	18.2	18.6

('23.9.12=100) 발레로 에너지 S&P500



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

Valero Energy 실적 추이 및 전망



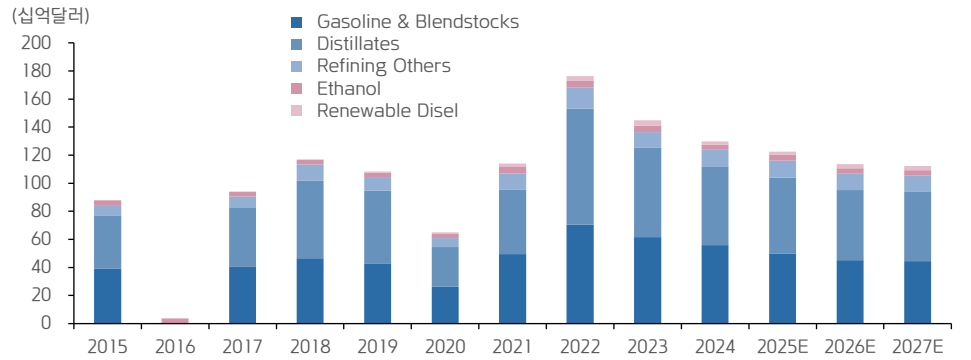
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준

Valero Energy 실적 추이 및 전망

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025P
<b>매출액 (십억달러)</b>	<b>31.8</b>	<b>34.5</b>	<b>32.9</b>	<b>30.8</b>	<b>30.3</b>	<b>29.9</b>	<b>29.6</b>	<b>27.5</b>	<b>129.9</b>	<b>117.3</b>
Gasoline	13.1	15.5	14.4	13.0	12.4	12.7	12.6	12.2	56.0	49.9
Distillates	14.1	14.3	13.9	13.4	13.4	12.8	14.4	13.5	55.6	54.0
Refining Others	2.9	3.2	3.1	3.0	3.0	2.8	3.2	3.1	12.2	12.2
Ethanol	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	0.9	3.6	4.0
Renewable Diesel	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	2.4	2.5
YoY (%)	-12.8	-0.1	-14.4	-13.2	-4.7	-13.3	-10.0	-10.6	-10.3	-9.7
QoQ (%)	-10.3	8.6	-4.7	-6.4	-1.6	-1.2	-1.0	-7.1	-	-
WTI (\$/bbl)	77.0	80.6	75.3	70.3	71.5	63.9	65.3	-	75.8	50.2
Refining ASP (\$/bbl)	119.2	119.4	118.0	106.5	110.9	105.6	110.5	104.5	115.4	107.5
<b>영업이익 (십억달러)</b>	<b>1.7</b>	<b>1.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.8</b>	<b>3.8</b>	<b>2.1</b>
Refining	1.7	1.2	0.6	0.4	-0.5	1.3	1.5	1.0	4.0	3.3
Ethanol	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3
Renewable Diesel	0.2	0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.0	0.5	-0.3
YoY (%)	-58.5	-55.7	-85.5	-77.6	적전	-18.3	152.8	118.2	-68.3	-43.1
QoQ (%)	8.1	-27.3	-58.5	-31.4	적전	흑전	28.6	-40.8	-	-
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>5.3</b>	<b>3.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>-3.0</b>	<b>3.3</b>	<b>4.3</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>	<b>1.8</b>
3-2-1 Crack (\$/bbl)	23.6	21.9	17.4	13.4	17.3	22.7	23.4	-	19.1	15.9
<b>순이익 (지배(조정), 백만달러)</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6</b>	<b>2.8</b>	<b>1.6</b>
YoY (%)	-59.4	-54.7	-86.1	-76.6	적전	-18.9	159.3	96.1	-68.6	-41.7
QoQ (%)	3.6	-29.3	-58.6	-22.8	적전	흑전	32.2	-41.6	-	-
<b>순이익률 (%)</b>	<b>3.9</b>	<b>2.6</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>-2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>

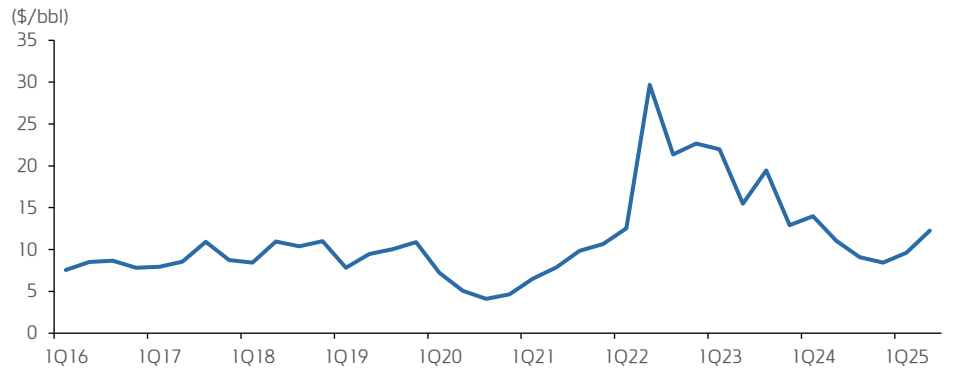
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주: 전망치는 블룸버그 컨센서스 기준

Valero Energy 부문별 매출 추이 및 전망



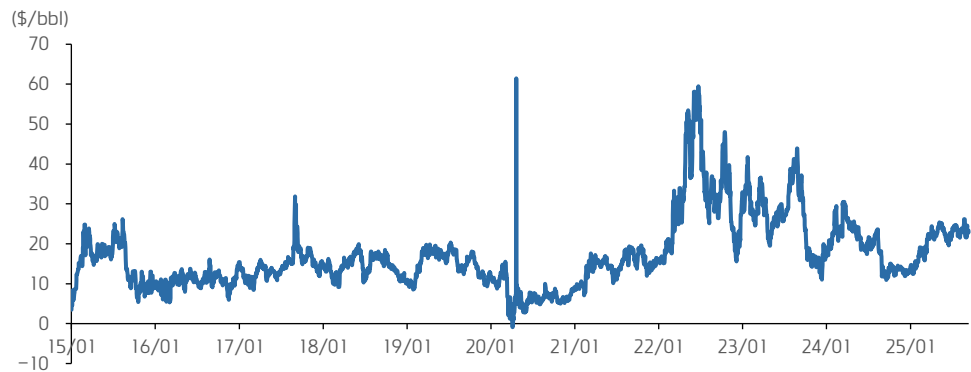
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Valero Energy 정제마진 추이



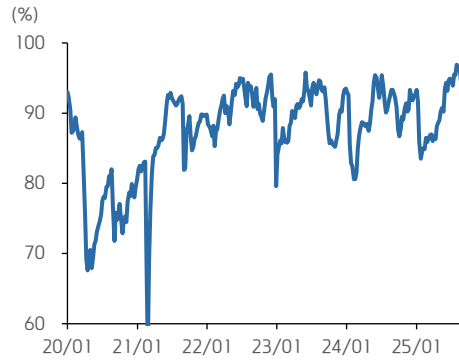
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 3-2-1 Crack Spread 추이



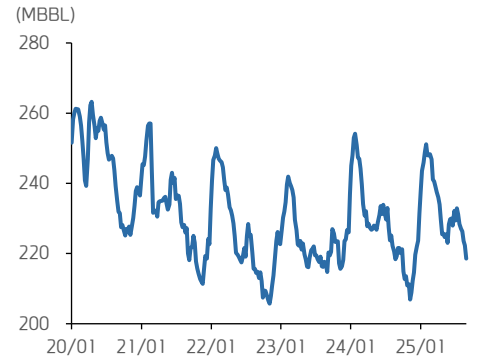
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 정제설비 가동률 추이



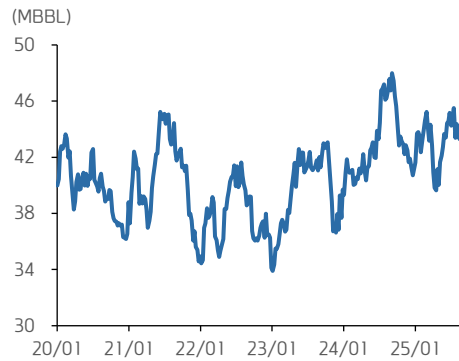
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 휘발유 재고 추이



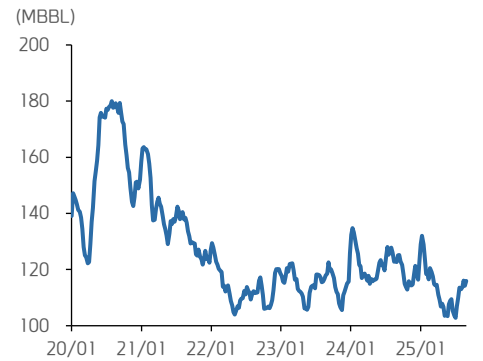
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 등유 재고 추이



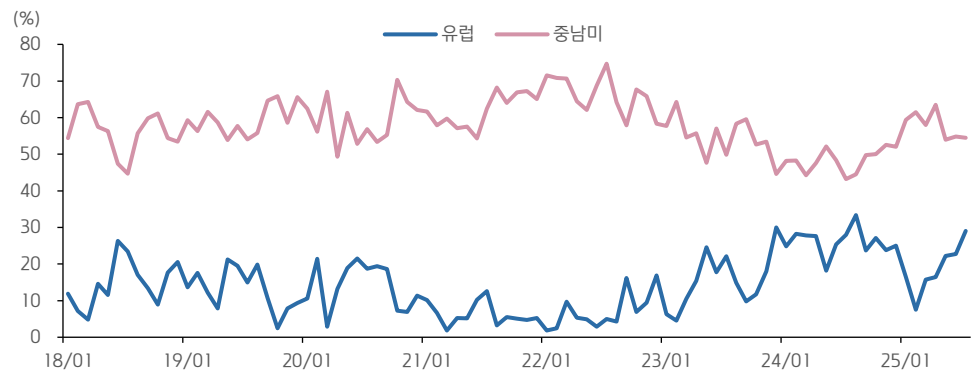
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 중간유분 재고 추이



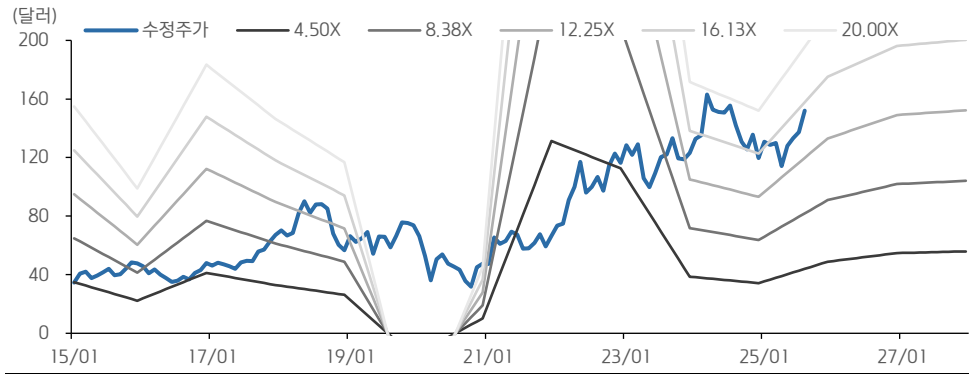
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 유럽/중남미향 Diesel 수출비중 추이



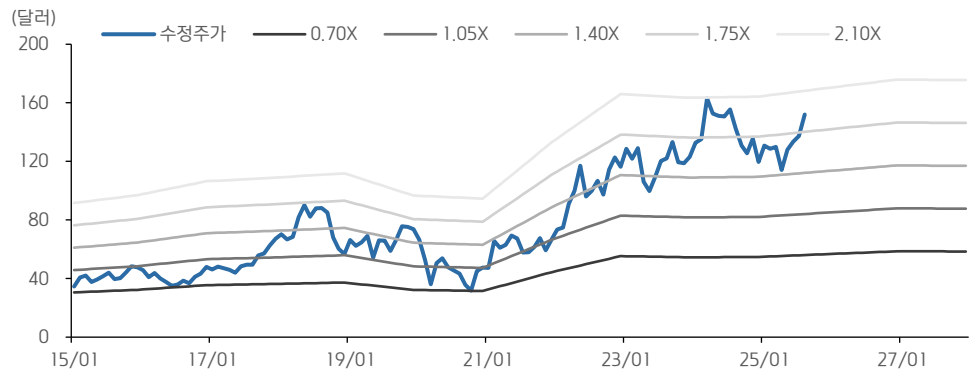
자료: Census, 키움증권 리서치센터

Valero Energy P/E Band Chart



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Valero Energy P/B Band Chart



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.