

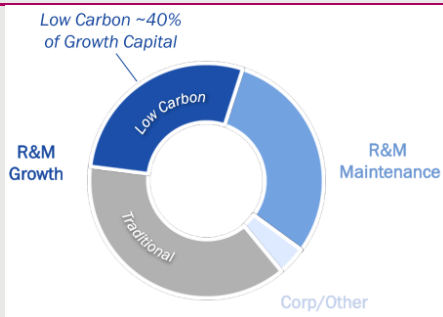


화학 Underweight (Maintain)

정유화학 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

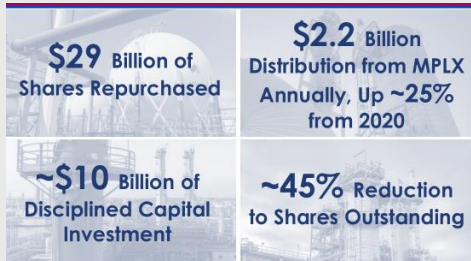
RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

'24년 CAPEX 계획



(출처: Marathon Petroleum, 키움증권 리서치센터)

현금 창출력



(출처: Marathon Petroleum, 키움증권 리서치센터)

Compliance Notice

- 당사는 2월 2일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Marathon Petroleum Corp. (MPC US)

미국 정유사의 구조적 이점과 주주환원

미국 대표 정유사인 MPC(정제 capa 약 2.9mnb/d)가 4분기 실적을 발표했다. 4분기 정유부문 영업손실을 발표하고 있는 국내 정유사와 다른 점은 전기비 38.2% 감소했지만 정유부문에서 Adjusted EBITDA \$2.2bn의 양호한 실적을 거둔 것이다. 또한 Midstream에서 추가적으로 \$1.6bn을 창출한 점도 수익성에 기여하였다. 이는 지역적 특성에 기반한 것으로 아시아 정제산업대비 싼 원유(WTI, Heavy oil), Midstream 발달 등이 주요했다. 다만, '23년 OCF 약 \$14bn 중 \$11.6bn의 자사주 매입은 강력한 주주환원 정책을 확인할 수 있는 부분이라 하겠다.

>>> 4분기 실적, 전기비 감소했지만 여전히 높은 수준

동사 사업은 정제 및 마케팅(Refining & Marketing)과 Midstream으로 구성되어 있다. 전체 정제설비가 약 2.9mnb/d인 동사는 대규모 정제설비를 보유한 미국의 대표적인 정유사이다. 4분기 실적에서 두드러진 점은 휘발유 마진 감소에도 불구하고 저가의 WTI, Heavy crude 접근성과 안정적인 Midstream 사업 영위로 분기 약 \$3.5bn의 견조한 Adjusted EBITDA를 창출한 것이다. 이는 회사 자체적인 운용 효율 및 전략도 주요하겠지만, 그보다 구조적으로 미국 정유사의 지리적 이점인 저가 원료에의 접근성 및 Midstream이라는 산업 구조에 기반한 이점이 큰 것으로 볼 수 있다.

>>> 높은 수익 창출력에 기반한 강력한 주주환원

4분기 총 CFO(Cash Flow from Operations)는 약 \$2.3bn, 분기 자사주 매입은 \$2.5bn에 달했다. 또한 '23년 전체 Adjusted EBITDA는 약 \$19.0bn, CFO 약 \$13.9bn, 자사주 매입 \$11.6bn, 현금 배당 약 \$1.3bn를 기록했다. Capa로 환산하면 설비 1barrel당 연간 Adjusted EBITDA \$65.5, 주주환원 \$51.4의 높은 수준을 실행한 것이다.

>>> 한국 정유 섹터에 대한 시사점

글로벌 정유산업의 구조는 지역별로 상이하다. 지역별 원유부터 제품별 수요까지 상이하기 때문이다. 따라서 글로벌 정유시장에서 가장 유리한 산업 구조를 영위한다고 볼 수 있는 미국 정유사와 아시아 정유사를 apple to apple로 비교하는 것은 유의미하지 않을 수 있다. 다만 MPC의 구조적인 높은 수익성, 수익의 대부분을 주주환원 정책에 사용하는 회사의 의지, 이를 반영하는 상대적으로 높은 Valuation('24년 Bloomberg Consensus 기준 PBR 2.5x, PER 11.3x)은 YTD 추가 상승률 +12.92%(2/1종가 기준), 시가총액 \$63.6bn을 견인하는 요인으로 판단한다.

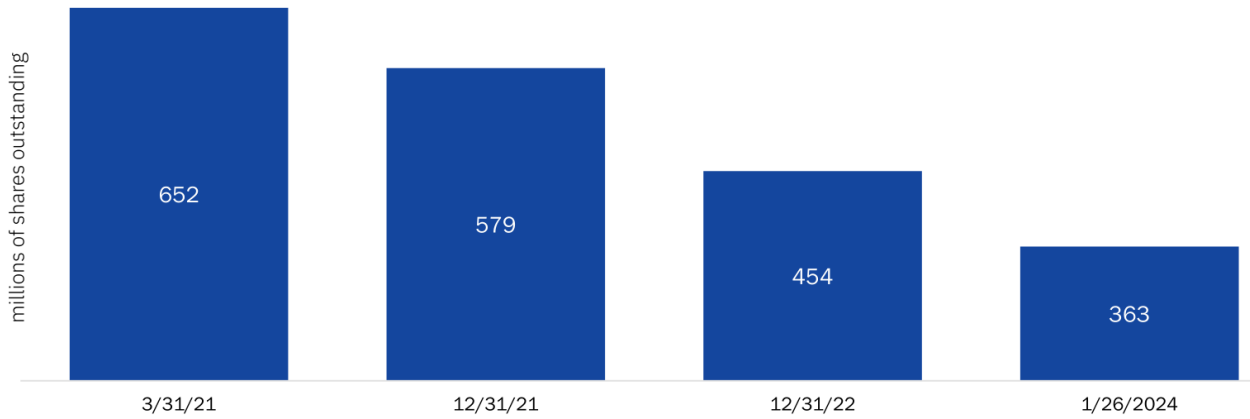
이를 최근 금융당국의 벨류업 프로그램과 관련하여 생각하면, 높은 수익성에 기반한 강력한 주주환원 정책이 상대적으로 높은 PBR로 연결될 것으로 해석할 수 있다. 다만 지역의 정제마진과 수익성은 외부 변수에 가깝고 주주환원 정책이 회사의 OCF와 연결된다고 보면, '24년 대규모 CAPEX가 진행중인 국내 정유사들의 주주환원책 강화 여력은 상대적으로 낮은 것으로 판단한다.

‘23년 Marathon Petroleum 주요 성과



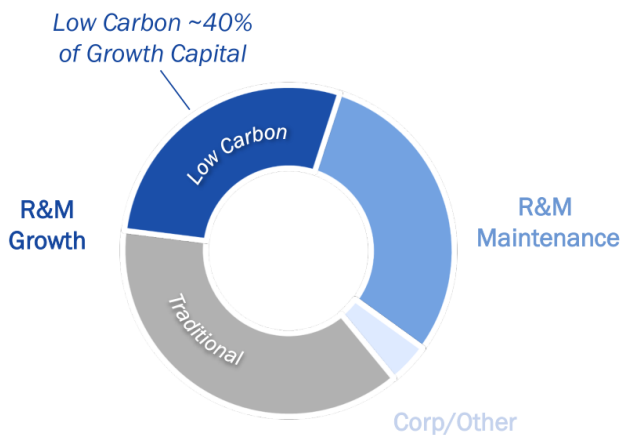
자료: Marathon Petroleum, 키움증권 리서치센터

‘21년 이후 자사주 매입 현황: 300백만주를 약 \$29bn으로 매입, 유동물량 약 45% 감소



자료: Marathon Petroleum, 키움증권 리서치센터

‘24년 CAPEX 계획: Low Carbon에 성장자금의 40% 산정



	2023	2024 Outlook
\$ Millions		
Refining & Marketing	1,311	1,200
Growth - Traditional	506	475
Growth - Low Carbon ^(a)	491	350
Maintenance	314	375
MPC Midstream	2	-
Corporate/Other ^(b)	83	50
MPC Total	1,396	1,250
MPLX Total ^{(c) (d)}	903	1,100

자료: Marathon Petroleum, 키움증권 리서치센터

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

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.