

Valero Energy Corporation

El pure play en refinación a prueba de shocks geopolíticos

Cotización

NYSE VLO USD 231

Nuestra Lectura

- Positiva ●
- Neutra ○
- Cautela ○

nota: ver matriz de convicción del mercado en el apéndice

El sector de refinación en Estados Unidos atraviesa un punto de inflexión histórico, catalizado por dos fuerzas concurrentes de carácter extraordinario: la incorporación parcial del crudo venezolano Merey 16 al sistema refinador del Golfo de México y la disrupción geopolítica en el Estrecho de Ormuz desde el 28 de febrero de 2026, que elevó el WTI por encima de los USD 100 por barril y desencadenó una expansión agresiva en los crack spreads¹ de gasolina y destilados. En este entorno, Valero (VLO) acumula un alza superior al 35% en lo que va del año, alcanzando máximos históricos. A diferencia de las petroleras integradas, la rentabilidad de VLO se ve potenciada por una doble entrada: costos de materia prima más bajos vía crudos agrios que se venden a mayor descuento que el WTI (como el caso del venezolano o el canadiense), y precios de productos refinados (gasolina y diésel) sostenidos por la disrupción de oferta global.

La compañía en contexto

Valero Energy Corporation, referente global en el sector de refinación con sede en San Antonio, Texas, consolidó su liderazgo desde su fundación en 1980 como el mayor refinador independiente del mercado. Con una fuerza laboral de 10.000 empleados, la compañía cerró el ejercicio 2025 con ingresos totales de USD 122.700 millones, un resultado neto de USD 2.348 millones (EPS reportado de USD 7,57) y un EPS ajustado de USD 10,61, este último excluyendo el cargo por deterioro de USD 1.100 millones vinculado al cierre de activos en California. Estos resultados financieros ratifican la

¹ El crack spread es el margen de refinación que mide la diferencia entre el precio del petróleo crudo y el valor de los productos refinados obtenidos (como nafta, diésel o jet fuel), reflejando la rentabilidad del proceso de refinación.

solidez operativa de la compañía y su capacidad de generar caja incluso en trimestres con márgenes de refino comprimidos (previos al inicio del conflicto en medio oriente), habiendo establecido además récords históricos de producción, procesamiento, disponibilidad mecánica y seguridad operativa.

La lógica del margen

Valero se posiciona como el jugador más puro dentro del grupo de refinadoras de gran capitalización, con aproximadamente el 89% de su margen EBITDA proveniente exclusivamente del segmento de refino. Mientras que para empresas como Chevron el crudo es su producto final, para Valero es su principal insumo de manufactura. Esta estructura le otorga una sensibilidad superior para capturar valor cuando los diferenciales de precios entre el crudo y los productos procesados se expanden. En el entorno actual, esa expansión es de magnitud excepcional: los Gulf Coast 2-1-1 crack spreads aumentaron aproximadamente USD 14 por barril respecto al cuarto trimestre de 2025, una variación que se estima equivale a cerca de USD 1.000 millones por mes de flujo de caja incremental para la compañía. Solo a modo de ejemplo, durante la disrupción del 2022 con el conflicto de Rusia-Ucrania, la compañía produjo USD 9.850 en efectivo libre de caja (FCF) cuando durante el 2025 (con precio del petróleo estables en USD 65/barril) generó USD 4.000 millones. VLO opera bajo una lógica industrial que maximiza el free cash flow en entornos donde los precios energéticos están en tensión de oferta, que es exactamente el escenario actual.

Optimización del insumo y catalizadores geopolíticos

La incorporación plena del crudo venezolano al sistema refinador de Valero, combinada con la disrupción de Ormuz, podría configurar el entorno de márgenes más favorable para la compañía desde el superciclo de 2022-2023.

Venezuela - de la escasez a la saturación: Valero fue históricamente el mayor comprador de crudo venezolano pesado en los Estados Unidos, llegando a procesar hasta 240.000 bpd de Merey 16 previo a la instalación del nuevo coker en Port Arthur en 2023. Con esa mejora de infraestructura, la capacidad de procesamiento de crudo pesado es hoy sustancialmente superior. La compañía ya confirmó compras a los tres vendedores autorizados y espera que Venezuela represente una porción significativa de su dieta de crudo pesado en los próximos meses.

Ormuz - disrupción estructural de oferta: El inicio de operaciones militares en Irán el 28 de febrero de 2026 elevó el WTI desde USD 75 hasta niveles superiores a USD 110 por barril en pocos días. El impacto sobre los crack spreads de gasolina y destilados fue inmediato y agresivo. Para una refinadora atlántica como Valero, con 15 plantas concentradas en el Golfo de México y alejadas del foco del conflicto, este escenario es estructuralmente positivo: el crudo libre de Ormuz disponible en el Atlántico se re-valoriza relativamente, mientras que los productos refinados compiten a precio global de escasez. A esto se suma una segunda derivada: los fletes de Very Large Crude Carrier (VLCC) se dispararon durante el conflicto hasta niveles que prácticamente triplican el promedio del cuarto trimestre de 2025, lo que fuerza a los vendedores de crudo agrio de largo recorrido a ofrecer descuentos mayores sobre Brent para que la ecuación le cierre al comprador. Si el flete sube, el precio del crudo tiene que bajar en la misma magnitud para mantener el costo total competitivo frente a alternativas más cercanas. Valero, que compra contra una canasta de orígenes y tiene sus fracturadores diseñados para procesar exactamente ese tipo de crudo pesado y agrio, captura ese diferencial como margen directo sin que el precio de los productos que vende (gasolina y diésel) se muevan en la misma dirección.

Motores de Crecimiento hacia 2028

La tesis de crecimiento de mediano plazo combina la optimización del activo de refino existente con la expansión hacia productos de menor huella de carbono:

- **Proyecto FCC St. Charles:** La optimización de la unidad de craqueo catalítico en la refinería de St. Charles, con inicio esperado en el segundo semestre de 2026, incrementará la capacidad de producción de alquilato y otros productos de alto valor. Este es el proyecto de crecimiento más concreto y próximo en el pipeline de capital.
- **Etanol Sostenible y SAF:** La conversión de activos hacia el Combustible de Aviación Sostenible (SAF) a través de Diamond Green Diesel (DGD, 50% de Valero) permitirá capturar márgenes premium ante los crecientes mandatos regulatorios globales hacia 2028. VLO fue la primera compañía en capturar eficientemente el Production Tax Credit (PTC) en el segundo semestre de 2025, otorgándole una ventaja competitiva frente a operadores que aún esperan claridad regulatoria.

- Proyecciones de Mercado: El mercado pronostica que en promedio VLO ganaría el doble de lo que ganó en el 2025 para este año, USD 21,7 por acción. Aplicando un ratio precio/ganancias promedio de los últimos 3 años de 12 veces, concluimos que podría existir valor adicional desde los precios actuales².

Disciplina financiera y retorno al accionista

Valero mantiene un compromiso estructural con la remuneración al capital, operando con un payout ratio del 67% del flujo de caja operativo ajustado en 2025, con retornos totales al accionista de USD 4.000 millones en el año. La deuda neta a patrimonio neto de 18% se ubica por debajo del rango objetivo de 20-30%, y la posición de caja de USD 4.700 millones al cierre de 2025 elimina cualquier presión de refinanciamiento. La compañía retiró del mercado el 5% de sus acciones en 2025 y ha reducido el share count un 42% desde 2014, generando un efecto compuesto sobre el EPS. El directorio aprobó un incremento del 6% en el dividendo trimestral, llevándolo a USD 1,20 por acción (USD 4,80 anualizados o 2,08% de rendimiento sobre el precio actual).

Conclusión

Valero combina la eficiencia de un refinador puro con una opcionalidad estratégica sobre tres vectores concurrentes: la normalización y profundización del flujo de crudo venezolano y agrío hacia el Golfo de México, la disrupción geopolítica de Ormuz que sostiene a los crack spreads históricamente elevados, y la expansión hacia combustibles renovables y captura de carbono. Con utilización de capacidad en máximos históricos, descuentos en los precios del petróleo agrío en los niveles más favorables desde el superciclo de 2022-2023, y una ejecución financiera disciplinada que retorna más de dos tercios del flujo de caja al accionista, la compañía se posiciona como uno de los vehículos más eficientes para capturar el valor incremental del sector de refinación estadounidense en el ciclo actual.

² Si multiplicamos por 12 las ganancias del 2026 promedio esperadas por el mercado, la acción podría valer USD 270. $270 / 231 = +16\%$ de retorno potencial al cierre del 2026.

Matriz de Convicción de Mercado

Sell Side

Analistas	19	Precio Objetivo	Mínimo	Promedio	Máximo
			USD 178	USD 245	USD 292
		Recomendación	Cautela	Neutral	Positivo
			10	7	2

Buy Side

Tenencias de Institucionales (como % del capital flotante)	Último	1 año	2 años
	87%	89%	83%
Mayores tenedores institucionales ¹	Último	1 año	2 años
Vanguard	37,7 (-3%)	38,8 (22%)	31,7
Blackrock	22,9 (0%)	22,9 (-19%)	28,5
Statestreet	18,1 (-7%)	19,5 (-13%)	22,3

1. En millones de acciones (variación vs año anterior)

Mayores tenedores hedge funds - <i>gurúes financieros</i>	% portafolio	Variación U3M	Año de primera compra
Christopher Bloomstran	3,72%	-0,4%	2020
Lee Ainskue	0,03%	Nueva Posición	2025

Mercado de Opciones

Put-Call ratio promedio ²	0,69
--------------------------------------	------

2. Históricamente, niveles por debajo de 0,70 sugieren que los inversores tienen una expectativa positiva sobre el precio de la acción, apostando a que subirá o, al menos, no ven la necesidad de cubrirse masivamente frente a una caída.

Métricas

Empresa	Valero	Philips 66	Marathon Petroleum
Ticker	VLO	PSX	MPC
Eficiencia			
Producción refinada (2025)	3.000.000	1.750.000	2.800.000
Facturación por empleado (en millones de USD)	12,51	10,50	7,19
Rendimiento Neto por empleado (en millones de USD)	0,23	0,34	0,21
Liquidez			
Current Ratio	1,6x	1,3x	1,3x
Altman Z-Score	4,4	3,3	3,0
Rentabilidad			
EBITDA Margín (U12M)	5,2%	4,2%	8,7%
Margen Neto (U12M)	1,8%	3,4%	4,4%
Margen de Efectivo Libre de Caja (U12M)	3,2%	2,1%	3,6%
Retorno sobre activos (Promedio 5 años)	9,5%	4,3%	9,8%
Retorno sobre Patrimonio Neto (Promedio 5 años)	22,4%	18,6%	26,1%
Solvencia			
Ratio de Deuda a Patrimonio Neto	40%	70%	130%
Ratio de Cobertura de intereses	5,7	2,1	6,5
Ratio de Deuda Neta a EBITDA (U12M)	1,3x	2,7x	6,5x
Valuación			
P/E (P12M)	9,9x	9,3x	9,2x
P/B (U12M)	2,9x	2,2x	3,7x
EV/EBITDA (P12M)	6,6x	6,6x	5,9x
P/FCF (P12M)	8,5x	8,4x	6,9x
Rendimiento del Dividendo	2,08%	3,20%	1,70%
Retorno			
Retorno sobre capital (Prom 5 años)	13,8%	5,80%	13,90%
Crecimiento en Facturación (U12M)	-6,48%	-7,50%	-4,40%
Crecimiento BPA diluido (U12M)	-11,70%	116,1%	31,15%
Mercado			
Capitalización de Mercado (en USD MM)	68.240	63.060	63.660
Beneficio por Acción (en USD)	7,57	10,79	13,20
Dividendos por acción	4,80	5,08	4,00

CRITERIA Research

Gustavo Araujo
Head de Research

Guadalupe Birón
Estratega de Renta Fija

Federico Sibia
Estratega de Renta Fija

Alan Feldman
Estratega de Renta Variable

Fecha de Publicación: 22 de abril de 2026

contacto@criteria.com.ar | CRITERIA© 2026. Todos los derechos reservados.

AVISO LEGAL/DISCLAIMER: Este documento, y la información y estimaciones y alternativas en él expresadas contiene información general correspondiente a la fecha de emisión del informe que está sujeta a cambios sin previo aviso. CRITERIA no se responsabiliza ni se encuentra obligado a notificar tales cambios o actualizar los contenidos del presente. No ha sido emitido para entregar a clientes particulares. No se garantiza que la información que incluye sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. Este documento y sus contenidos no constituyen una oferta, invitación o solicitud para la compra o suscripción de valores u otros instrumentos, ni para decidir o modificar inversiones. En forma alguna este documento o su contenido constituyen la base para un contrato, compromiso o decisión de cualquier tipo. Los contenidos de este documento se basan en información disponible de manera pública y que ha sido obtenida de fuentes consideradas confiables. No obstante, tal información no ha sido verificada en forma independiente por CRITERIA y, en consecuencia, no puede proveerse una garantía, ni expresa ni implícita, respecto de su precisión o integridad. CRITERIA no asume responsabilidad de ningún tipo por cualquier resultado negativo consecuencia del uso de este documento o su contenido.