

BOSTON
KOREA
INVESTMENT
GROUP

BKIG 리서치팀

팀장: 김강민, 김해나
팀원: 김동욱, 김유진, 김준환,
길은재, 이동현

Hold

목표주가:	\$180
현재주가(12/31):	\$152.55
상승여력:	18%

NASDAQ (12/31)

PER	23.4
PBR	1.75
EV/EBITDA	8.97

시가총액 3,300 (Billions
of Dollars)

발행주식수	2.01B
유동비율	1.16%

52주 최고가/최저가
\$168.96/\$132.04

수익률 (1M/3M/6M/1Y)
-4.3% / -10% / +3% / -8%

주요주주	
Vanguard Group	7.8%
BlackRock, Inc	6.8%
State Street Global Advisors	4.1%
Wellington Management	3.7%

CVX

Chevron



기업개요

Chevron Corporation은 1879년 설립된 미국의 글로벌 에너지 기업으로, 세계 최대 규모의 통합 석유·가스 회사 중 하나이다. 탐사·생산(Upstream), 정제·마케팅(Downstream), 화학(Chemicals)을 아우르는 수직계열화된 사업 구조를 갖추고 있으며, 전 세계 180개국 이상에서 사업을 영위하고 있다. 본사는 미국 캘리포니아주 샌라몬에 위치하고, 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장되어 있다. Chevron의 핵심 사업은 원유 및 천연가스의 탐사·개발·생산으로, 퍼미안 분지, 멕시코만, 카자흐스탄, 호주 LNG 프로젝트 등에서 경쟁력 있는 자산 포트폴리오를 보유하고 있다. Upstream 부문은 회사 이익의 핵심 원천으로 유가 및 가스 가격 변동에 높은 민감도를 보이며, Downstream 및 화학 부문은 정제·연료 유통과 화학제품 생산을 통해 수익 구조의 안정성을 보완한다. 주요 경쟁사로는 Exxon Mobil, Shell, BP 등이 있으며, Chevron은 보수적인 CAPEX 운용과 견조한 현금흐름을 바탕으로 높은 배당 성향과 자사주 매입을 지속하고 있다. 또한 탄소 포집(CCS) 등 에너지 전환 관련 투자도 점진적으로 확대 중이다.

가치평가

Chevron은 Hess 인수, 데이터센터 에너지 공급 계약 확대, 재생에너지 R&D 투자 등을 통해 중장기 성장 기반을 강화하고 있다. 동시에 견고한 현금흐름을 바탕으로 한 안정적인 배당 정책은 주가 하방을 지지하는 요소로 작용할 것으로 판단된다. 다만 핵심 수익원인 Upstream 사업의 실적이 원유 가격 변동에 크게 의존하고 있으며, 유가 전망의 불확실성과 지정학적·정책적 리스크가 지속되고 있다는 점에서 단기적인 주가 상승 여력은 제한적이다. 이에 BKIG는 목표주가 \$180을 제시하며, 투자의견은 Hold로 제시한다.

CONTENTS

1. Industry Overview (산업 개요)	3
2. Company Overview (기업 개요)	6
3. Risk Analysis (리스크)	10
4. Valuation (가치 평가)	13
5. Conclusion (결론)	15
6. Financial Statement (재무제표)	17



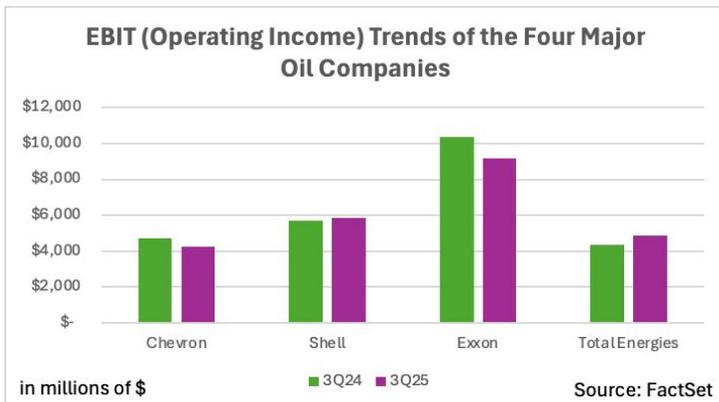
Industry Overview

Industry Overview

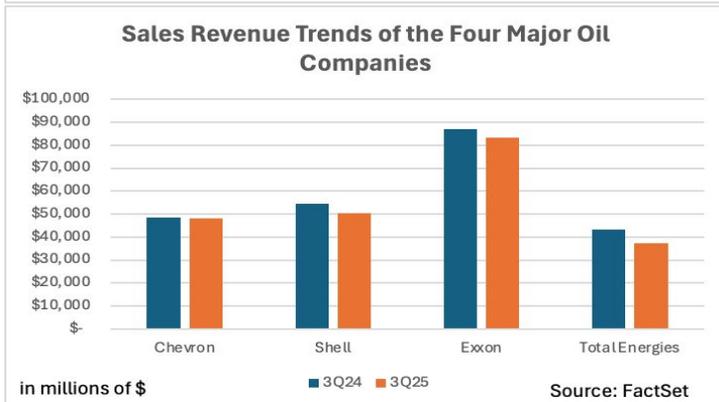
실적 리뷰 (Review)

Chevron은 2025년 3분기 매출액 481.7억 달러로 전년 동기 대비 1.03% 감소했으며, EBIT는 42.3억 달러로 10.2% 감소하였다. 전년 대비 실적은 다소 둔화되었으나, 매출과 영업이익 모두 경쟁사를 상회하며 전반적으로는 시장 기대에 부합하는 수준을 기록했다. 글로벌 유가 및 정제 마진 하락에도 불구하고 매출 감소폭이 제한적이었다는 점은, 이번 실적 둔화가 수요 위축보다는 가격 요인에 기인했음을 시사한다. 경영진은 분기 실적 발표를 통해 역사상 최고 수준의 생산량과 Hess 지분 인수를 통한 안정적인 유전 포트폴리오를 강조하며, 불확실한 업황 속에서도 안정적인 현금흐름 창출이 가능하다고 언급하였다. 이에 따라 연간 100억~200억 달러 규모의 자사주 매입 계획과 지속적인 배당 정책을 유지하고 있다. 시장에서는 트럼프 행정부의 에너지 정책 기조 하에서 업황 둔화를 이미 반영하고 있었던 만큼, 이번 실적은 어닝 쇼크로 인식되지 않았으며, 중·장기적인 사업 포트폴리오 강화에 대한 기대는 유지되고 있다.

Brief Review



(출처: BKIG 리서치 팀)



(출처: BKIG 리서치 팀)

Industry Overview

1. Energy Transfer LP – Lake Charles LNG 프로젝트

Chevron은 Energy Transfer LNG Export, LLC와 20년 장기 LNG 판매·구매 계약(SPA)을 체결하며, Lake Charles LNG 수출 터미널로부터 연간 100만 톤(mtpa)의 LNG를 추가로 확보하였다. 이는 2024년 12월 체결된 200만 톤 계약에 이은 추가 물량으로, Chevron의 총 계약 물량은 300만 톤(mtpa)으로 확대되었다.

1-1. 계약 주요 내용

Chevron은 Energy Transfer LNG Export, LLC와 20년 장기 LNG 판매·구매 계약(SPA)을 체결하며 Lake Charles LNG 수출 터미널로부터 연간 100만 톤의 LNG를 추가로 확보했다. 이는 2024년 12월 체결된 200만 톤 규모의 기존 계약에 이은 추가 물량으로, Chevron의 총 계약 LNG 물량은 연간 300만 톤으로 확대되었다. 해당 계약은 Henry Hub 연동 가격 구조에 고정 액화 수수료가 적용되는 FOB 조건으로 체결되었으며, MMBtu당 3달러 수준의 마진을 가정할 경우 20년간 약 94억 달러 규모의 계약 가치가 예상된다. 이를 통해 Chevron은 글로벌 LNG 포트폴리오를 강화하는 동시에 장기 가스 트레이딩 역량을 확대할 수 있을 것으로 판단된다.

2. Engine No.1 & GE Vernova – 미국 데이터센터 전력 공급 프로젝트

Chevron은 2025년 1월 28일 Engine No. 1 및 GE Vernova와 협력해 미국 내 AI 데이터센터를 대상으로 전력을 공급하기 위한 합작 회사를 설립했다. 본 프로젝트는 미국산 천연가스를 활용해 최대 4GW 규모의 전력을 공급하는 것을 목표로 하며, 이는 약 300만~350만 가구에 전력을 공급할 수 있는 수준이다.

2-1. 프로젝트 주요 내용

해당 프로젝트는 GE의 7HA 가스터빈 7기를 기반으로 구축될 예정이며, 2027년 말 가동을 목표로 하고 있다. 총 투자 규모는 약 80억 달러로 추정된다. 본 사업을 통해 Chevron은 기존 업스트림 중심의 사업 구조에서 벗어나 AI 인프라 기반 전력 시장으로 사업 영역을 확장하는 동시에, 저탄소 천연가스 활용도를 제고하며 사업 포트폴리오 다각화를 추진할 것으로 판단된다.

Industry Overview

3. 이스라엘-이집트 Nitzana 가스 파이프라인 프로젝트

Chevron은 2025년 9월 이스라엘 국영 가스망 운영사 Israel Natural Gas Lines Ltd.와 함께 이스라엘과 이집트를 연결하는 Nitzana 가스 파이프라인 건설을 발표했다. 본 프로젝트는 이스라엘 Leviathan 가스전에서 생산되는 천연가스의 수출을 확대하기 위한 인프라 확장 사업이다.

3-1. 계약 주요 내용

본 프로젝트의 총 사업비는 약 6.1억 달러로, 36인치 직경에 총 연장 67km 규모의 파이프라인이 건설될 예정이다. 이를 통해 연간 최대 60억m³의 추가 가스 수출이 가능할 것으로 예상되며, EPC 계약 규모는 약 2.85억 달러 수준이다. 해당 프로젝트는 Chevron의 동지중해 지역 가스 수출 역량을 강화하는 동시에, 중동 지역 내 에너지 영향력 확대 및 역내 에너지 공급 안정성 제고에 기여할 것으로 전망된다.



Company Overview

분석 포인트

1 - Upstream 위주의 사업 구조로 인한 높은 유가 민감도

Chevron의 사업 구조에서 가장 핵심적인 특징은 Upstream(탐사·생산) 부문에 대한 높은 의존도이다. 동사는 미국 퍼미안 분지를 중심으로 카자흐스탄, 서아프리카, 호주 등 주요 산유 지역에서 대규모 원유·가스 생산을 수행하고 있으며, 이 부문이 전체 영업이익의 상당 부분을 차지한다. 특히 퍼미안 분지는 낮은 생산 원가와 안정적인 매장량을 동시에 확보한 지역으로, Chevron의 수익성을 지탱하는 핵심 자산으로 평가된다.

이러한 구조는 유가 상승 국면에서는 강력한 이익 레버리지로 작용한다. 원유 가격이 상승할 경우 생산량이 증가할 시 매출과 이익이 빠르게 증가하며, 이는 현금흐름 개선과 배당 여력 확대, 자사주 매입으로 이어지는 선순환 구조를 형성한다. 실제로 Chevron은 유가 강세 국면에서 업계 평균을 상회하는 영업현금흐름을 기록하며 재무 안정성을 강화해왔다.

반면, Upstream 비중이 높다는 점은 곧 유가 하락 시 실적 변동성이 확대된다는 의미이기도 하다. 코로나 팬데믹 이후 국제 유가 하락 국면에서는 매출 감소가 직접적으로 이익 감소로 연결되었으며, 감가상각비와 고정비 비중이 높은 구조상 수익성 악화가 불가피하다. 이는 Downstream 비중이 상대적으로 낮은 Chevron이 경쟁사 대비 실적 변동성에 더 민감할 수 있음을 의미한다.

결과적으로 Chevron은 고유가 환경에서는 강한 수익 창출력을 보유한 기업인 반면, 저유가 국면에서는 방어력이 제한적인 구조를 지니고 있다. 이러한 특성은 Chevron이 시장에서 비교적 보수적인 밸류에이션을 받으면서도, 유가 사이클에 따라 주가 변동성이 크게 나타나는 주요 요인으로 작용한다.

2 - Hess 인수의 전략적 의미와 Chevron의 장기 성장성

Chevron은 2023년 약 530억 달러 규모로 Hess Corporation 인수를 발표하며, 장기 성장 전략에서 중요한 전환점을 맞이했다. 본 인수의 핵심은 단순한 외형 확대가 아닌, 고품질 매장량 확보와 장기 현금흐름 안정성 강화에 있다. 특히 Hess가 보유한 가이아나(Guyana) Stabroek 해상 유전 지분(30%)은 이번 인수의 가장 핵심적인 자산으로 평가된다.

가이아나 유전은 세계에서 가장 생산성이 높은 신규 유전 중 하나로, \$25~30의 낮은 손익분기점을 갖춤과 동시에 110억 BOE에 달하는 가채 매장량을 보유 중인 초대형 프로젝트다. 향후 수십 년간 생산량 확대가 예정되어 있어 Chevron 입장에서는 장기적인 생산 기반을 확보하는 효과를 갖는다. 이는 기존 퍼미안 분지 중심 구조에서 벗어나 지역 및 자산 포트폴리오를 다각화한다는 점에서 전략적 의미가 크다.

주요포인트

또한 Hess 인수는 Chevron의 매장량 보강(Reserve Replacement) 측면에서도 중요한 의미를 가진다. 에너지 기업은 생산을 지속할수록 매장량이 감소하는 구조이기 때문에, 장기적인 기업가치를 유지하기 위해서는 신규 매장량 확보가 필수적이다. Chevron은 2024년 말까지 98만 배럴 정도의 매장량을 유지하고 있었으며, 매장량대체율 역시 10년동안 88% 전후를 기록하던 것에서 절반 수준인 45%로 크게 하락하였다. 이는 2015년 이후 가장 낮은 매장량을 보유함과 동시에 10년치 매장량을 확보한 경쟁사들과 비교해 8년치밖에 채굴할 수 없는 양이었다. Hess 인수를 통해 Chevron은 탐사 리스크를 크게 부담하지 않으면서도 즉시 활용 가능한 우량 매장량을 확보하게 되었으며, 이는 향후 생산 감소 우려를 완화하는 요인으로 작용한다.

다만 해당 인수는 단기적으로 재무적 부담 요인으로 작용할 가능성도 존재한다. 대규모 인수에 따른 차입 증가, 통합 비용, 그리고 가이아나 프로젝트를 둘러싼 법적·정치적 리스크(Exxon과의 이해관계 이슈 등)는 단기적인 불확실성으로 작용할 수 있다. 그럼에도 불구하고, 장기적인 관점에서는 Chevron의 자원 포트폴리오 질을 한 단계 끌어올리는 전략적 투자로 평가되며, 향후 현금흐름 확대 및 생산 안정성 강화에 기여할 가능성이 높다.

3 - Downstream을 통한 안정성 확보와 저탄소 전환

Chevron의 Downstream 부문은 정유, 연료 유통, 윤활유 및 석유화학 사업으로 구성되어 있으며, 전 세계 기준 약 180만 배럴/일 수준의 정제 능력을 보유하고 있다. 해당 부문은 Texaco, Caltex 등 글로벌 브랜드를 기반으로 안정적인 판매망을 구축하고 있으며, 유가 하락 국면에서는 정제마진 개선을 통해 Upstream 부문의 실적 변동성을 완화하는 역할을 수행한다. 실제로 Chevron의 전체 영업이익 중 Downstream이 차지하는 비중은 유가 환경에 따라 변화하지만, 평균적으로 20~30% 수준의 안정적인 기여도를 유지해 왔다. 이는 유가 변동에 따른 실적 리스크를 완화시키는 구조적 강점으로 평가된다.

주요포인트

한편 Chevron은 에너지 전환 흐름에 대응하기 위해 저탄소·신에너지 부문에 대한 투자를 확대하고 있다. 회사는 2028년까지 약 100억 달러 규모를 저탄소 사업에 투자할 계획을 밝힌 바 있으며, 주요 투자 분야는 수소, 바이오연료, 탄소포집·저장(CCS), 지열 에너지 등이다. 특히 CCS 분야에서는 연간 수백만 톤 규모의 탄소 저장 프로젝트를 추진 중이며, 바이오연료 부문에서는 재생 디젤 생산 확대를 통해 장기적인 탄소 감축 목표를 달성한다는 전략이다. 다만 현재 저탄소 사업이 전체 매출 및 이익에서 차지하는 비중은 아직 한 자릿수 수준에 불과하며, 단기적인 실적 기여보다는 중장기 환경 규제에 따른 포트폴리오 안정화 성격이 강하다.

종합적으로 Chevron은 Downstream 부문을 통해 단기적인 실적 안정성을 확보하는 동시에, 저탄소 사업을 통해 장기적인 에너지 전환 리스크에 대응하고 있다. 다만 BP나 Shell 대비 재생에너지 전환 속도는 보수적인 편이며, 이는 안정적인 현금흐름을 유지하는 장점인 동시에 ESG 관점에서는 성장성이 제한적으로 평가받는 요인으로 작용할 수 있다.



Risk

Risk

1 - 국제 유가 변동성 확대

Chevron의 실적과 기업가치를 좌우하는 가장 핵심 변수는 국제 유가다. 특히 Chevron은 업스트림 비중이 높아, 유가가 5~10달러만 변동해도 EBIT이 수십억 달러 규모로 변동하는 고레버리지 구조를 가지고 있다. 단기적으로는 중동 분쟁, OPEC+ 감산, 러시아 공급 불안 같은 지정학적 요인이 유가를 지지하지만, 미국 셰일 생산 증가, 글로벌 경기 둔화, 재고 확대 등은 하방 압력으로 작용해 유가 방향성을 예측하기 어렵게 만든다. 이러한 상반된 요인들이 동시에 존재하기 때문에 Chevron은 장기 현금흐름 전망이 특히 어려운 기업군에 속한다.

DCF 관점에서도 유가는 기업가치를 결정하는 절대적 입력값이며, 전제치가 5~10%만 변해도 Valuation이 큰 폭으로 달라진다. 생산 포트폴리오 다각화나 헤지 전략이 일부 존재하지만, 구조적으로 유가 리스크는 제거할 수 없다. 또한 Chevron은 자본집약적 구조로 고정비 비중이 높아 유가 하락 시 이익 감소 이상의 충격이 발생한다. 유가 흐름은 CAPEX 집행 여력, 배당·자사주 매입 정책, 부채 상환 계획에도 직접적인 영향을 주며, 다운스트림 정제마진에도 간접적 영향을 미쳐 전체 사업 포트폴리오의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용한다.

2 - 에너지 전환 및 규제 강화 리스크

글로벌 에너지 산업이 탄소중립 중심으로 재편되면서 Chevron은 기존 석유·가스 중심 사업모델에 구조적 압력을 받고 있다. 미국·유럽의 탄소세 도입, 배출권 비용 증가, 환경 규제 강화는 운영비뿐 아니라 신규 프로젝트의 경제성·승인 가능성까지 제약할 수 있다. Chevron은 CCS, 바이오 연료, 수소 등 저탄소 분야에 투자를 확대하고 있지만, 아직 전체 매출 대비 비중은 미미하고 사업성도 초기 단계에 머물러 있다. 또한 ESG 투자자들의 화석연료 기피 트렌드, 정유·가스 프로젝트에 대한 사회적 반대, 이와 같은 규제 강화는 장기적으로 밸류에이션 디스카운트를 유발할 가능성이 크다. 이러한 구조적 변화는 단기 유가 사이클과 무관하게 Chevron의 장기 경쟁력을 결정짓는 중요한 리스크 요인이다.

전기차(EV) 보급 확산, 재생에너지 단가 하락, 기업 고객들의 탄소 감축 요구 증가 등은 화석연료 수요의 장기 둔화를 가속화할 수 있으며, 이는 Chevron의 기존 자산이 시장 가치보다 낮게 평가되는 ‘좌초자산(Stranded Asset)’ 리스크를 현실화할 수 있다. 더불어 각국의 에너지 정책 변화, 국제 규제 불확실성, 투자기관의 ESG 요구 강화는 Chevron이 선택할 수 있는 전략적 옵션을 제한하고 CAPEX 배분 구조에도 큰 영향을 준다. Chevron이 이러한 흐름에 효과적으로 대응하지 못할 경우, 저탄소 전환 속도에서 경쟁사 대비 뒤처질 위험이 있으며 이는 장기적으로 수익성, 성장성, 그리고 시장 내 위치에 부정적 영향을 미칠 수 있다.

Risk

3 - 정제 마진(크랙 스프레드) 약세 및 다운스트림 이익 감소

Chevron의 다운스트림 수익성은 정제 마진(크랙 스프레드)에 직접적으로 좌우된다. 2022-2023년 팬데믹 이후 수요 회복과 공급 부족이 겹치며 이례적으로 높은 정제 마진이 형성되었지만, 현재는 글로벌 정유 용량 증설, 아시아-중동 신규 정유공장 가동, 수요 성장 둔화 등으로 정제 마진이 정상화 단계에 진입한 상황이다. 정제 마진이 축소되면 다운스트림 EBITDA가 즉각적으로 감소하고, 이는 Chevron의 전체 현금흐름 안정성에도 직접적인 부담으로 작용한다. 특히 정제 마진 약세는 비용 절감만으로 해결하기 어려운 구조적 문제이며, Chevron이 통제할 수 없는 외부 요인에 의해 결정되기 때문에 위험도가 높다. 이러한 마진 변화는 배당 유지, 자사주 매입 규모 등 주주환원 정책에도 실질적인 영향을 미치며, 밸류에이션 측면에서도 반드시 고려해야 할 리스크이다.

더 나아가 글로벌 정제 수요가 성숙 단계에 접어들면 반면 신규 정유시설이 지속적으로 시장에 유입되면 장기적인 공급 과잉이 구조화될 수 있다. 이런 환경에서는 정제 마진이 과거 사이클 수준으로 회복되기 어려워지고, Chevron의 다운스트림 사업이 지속적으로 낮은 수익성을 기록할 가능성이 크다. 또한 아시아 정유사들의 공정 효율 개선과 가격 경쟁력 강화, 운송 비용 변화, 제품별 스프레드 약세 등도 점진적으로 수익성을 잠식하는 요인으로 작용한다. 이러한 흐름이 지속되면 다운스트림 부문은 Chevron의 전체 포트폴리오에서 변동성 확대와 수익성 둔화를 동시에 유발하는 구조적 리스크로 남을 가능성이 높다.

4 - 대규모 CAPEX 구조에 따른 장기 재무 부담

Chevron은 업스트림-LNG·정제 시설 등 대규모 장기 프로젝트에 지속적으로 막대한 CAPEX를 투입해야 하는 사업 구조를 갖고 있다. 이러한 프로젝트는 투자 회수까지의 기간이 길고, 프로젝트 지연·기술적 문제·원자재 비용 증가가 발생하면 ROI가 빠르게 악화한다. Gorgon LNG 프로젝트 등 주요 사업은 이미 수차례 예산 초과와 지연이 발생한 바 있으며, 이는 현금흐름 악화, 부채 증가, 배당·자사주 매입 축소로 연결될 수 있다. 특히 고금리 환경에서는 CAPEX 부담이 더 크게 작용해 FCF가 압박받는 구조가 강화된다. 이러한 CAPEX 레버리지는 유가 하락기에는 재무 건전성을 훼손하고, 유가 상승기에는 현금흐름이 급격히 개선되는 프로사이클(Pro-cyclical) 구조를 만들어 Chevron의 변동성을 더욱 확대시키는 요인이 된다.

더불어 이러한 대규모 프로젝트는 규제 변화, 환경 인허가 지연, 현지 정치 상황 등 외부 요인의 영향을 크게 받기 때문에 예측 가능성이 낮다는 점도 문제다. 프로젝트 실패 또는 수익성 저하는 기업 전체 밸류에이션에 직접적으로 반영되며, 장기적으로는 투자자들의 자본 비용(Cost of Capital)을 높여 회사의 WACC를 상승시키는 악순환을 초래할 수 있다. 또한 CAPEX 비중이 높은 기업 특성상 단기적인 유가 회복이 있더라도 재투자 부담이 크기 때문에 잉여현금흐름이 안정적으로 쌓이기 어려운 구조적 한계를 가진다.



Valuation-DCF

Valuation - DCF Model

자유현금흐름할인모형 (DCF)을 통한 기업가치 평가

기업가치를 산출하기 위해 자유현금흐름할인모형(Discounted Cash Flow, DCF)을 적용하였다. DCF 분석에서는 먼저 기업의 영업활동을 통해 창출될 것으로 예상되는 자유현금흐름을 예측한 후, 이를 가중평균자본비용(WACC)으로 할인하여 현재가치로 환산한다. 본 분석에서는 기업의 장기적인 수익성과 자본구조의 안정성을 반영한 가정을 바탕으로 미래 현금흐름을 추정하고, 이를 통해 Chevron의 내재가치를 평가하였다. 본 분석은 2025년 중 평가를 기준으로 하여 2024년 말을 할인 기준시점($t=0$)으로 설정하였다. 이에 따라 2025-2029년 FCFF 및 2029년 말 터미널 가치를 각각 할인하여 기업가치를 산정하였다.

1. 기업자유현금흐름 (FCFF) 산정 및 주요 가정

구분	2020	2022	2024	2025e	2027e	2029e
EBIT	(6,756)	50,190	28,100	21,333	22,960	24,122
세후 EBIT	(5,040)	35,978	18,117	14,990	16,421	17,367
감가상각비	19,508	16,319	17,282	18,997	19,765	20,563
설비 투자(CAPEX)	(8,922)	(11,974)	(16,448)	(16,133)	(17,788)	(18,507)
운전자본 변동	(1,652)	2,125	1,211	(3,600)	0	0
FCFF	3,894	42,456	20,155	21,454	18,393	19,424

본 분석에서 산정한 Chevron의 기업자유현금흐름(FCFF)은 EBIT를 출발점으로 세후 영업이익을 계산한 후, 감가상각비를 가산하고 설비투자(CapEx) 및 운전자본 변동을 차감하는 방식으로 산출되었다. 분석 결과, 2020년에는 팬데믹 및 에너지 수요 급감의 영향으로 EBIT가 적자를 기록하며 FCFF 또한 일시적으로 왜곡된 모습을 보였으나, 이후 글로벌 경기 회복과 에너지 가격 반등에 따라 2021년과 2022년에는 현금창출력이 크게 개선되었다.

2023년 이후에는 에너지 가격 정상화와 함께 EBIT가 안정적인 수준으로 조정되면서 FCFF 역시 고점 대비 완만한 감소 후 안정화되는 흐름을 보인다. 감가상각비는 Chevron의 자본집약적 사업 구조를 반영하여 전 기간에 걸쳐 높은 수준을 유지하며, 이는 비현금비용으로서 FCFF 계산 과정에서 현금흐름을 보완하는 역할을 수행한다. 반면 CapEx는 장기 생산능력 유지와 프로젝트 투자 지속을 전제로 점진적으로 증가하는 것으로 가정하였으며, 이는 단기적인 현금 유출 요인이지만 장기적인 현금창출 기반을 유지하기 위한 필수적 투자로 판단하였다.

Valuation - DCF Model

운전자본 변동의 경우, 과거 실적 기간에는 매출 및 재고 변동에 따라 연도별 변동성이 존재하였으나, 예측 기간(2026-2029년)에는 성숙 기업의 특성을 반영하여 추가적인 구조적 증가가 발생하지 않는 것으로 가정하였다. 이러한 가정 하에서 FCF는 2025년 이후 안정적인 성장 궤도에 진입하며, 이는 Chevron이 경기 민감 산업에 속해 있음에도 불구하고 장기적으로는 비교적 예측 가능한 현금흐름을 창출할 수 있는 기업임을 시사한다.

2. 기업가치 평가를 위한 가중평균자본비용 (WACC) 산출 방법

본 분석에서는 Chevron의 기업가치를 평가하기 위한 할인율로 가중평균자본비용(WACC)을 사용하였다. Chevron은 성숙 단계의 통합 에너지 기업으로, 공격적인 레버리지 확대보다는 안정적인 자본구조 유지를 중시한다고 판단하여 목표 자본구조를 유지하는 방식으로 자기자본과 부채를 추정하였다. 자기자본은 장기 명목 경제성장률을 반영하여 연 2%의 보수적인 성장률을 적용하였으며, 부채는 예측 기간 동안 자기자본의 약 17% 수준으로 유지하였다. 자기자본비용은 CAPM에 기반하여 장기 평균 위험 수준을 반영한 7.5%로 고정하였고, 부채비용은 투자등급 신용도를 고려하여 4.25%를 적용하였다. 법인세율은 단기 변동성을 제거하고 장기 평균 수준인 약 28%로 정상화하였다. 이러한 가정을 종합한 결과, Chevron의 WACC는 2026-2029년 동안 약 6.8% 수준에서 안정적으로 유지된다.

구분	2020	2022	2024	2025	2027	2029
자기자본	131,688	159,282	152,318	110,822	159,083	165,510
부채	44,315	23,339	24,541	23,049	27,044	28,137
총자본	176,003	182,621	176,859	133,871	186,127	193,647
자기자본비용	8	8	8	6	6	8
부채비용	4	4	4	3	3	5
법인세율	0	0	0	0	0	0
WACC	6.41%	6.93%	6.84%	6.86%	6.85%	6.85%

Valuation - DCF Model

3. 터미널 가치 산정 및 영구성장률 가정

본 분석에서는 명시적 예측 기간 이후의 기업가치를 반영하기 위해 영구성장모형(Gordon Growth Model)을 사용하여 터미널 가치를 산정하였다. Chevron은 성숙 단계의 통합 에너지 기업으로, 장기적으로는 산업 평균을 상회하는 고성장을 지속하기보다는 안정적인 현금흐름을 유지하는 구조에 있다고 판단하였다. 이에 따라 영구성장률은 장기 실질 경제성장률 및 인플레이션을 반영한 연 1.5%의 보수적인 수준을 적용하였다.

해당 성장률은 글로벌 에너지 수요의 구조적 둔화, 에너지 전환 정책 확대, 그리고 Chevron의 대규모 자본집약적 사업 구조를 종합적으로 고려한 결과이다. 특히 단기 유가 변동성이나 경기 사이클의 영향을 배제하고, 장기적으로 지속 가능한 현금창출력을 반영하기 위해 명시적 예측 기간 이후에는 FCFF가 안정적인 저성장 국면에 진입하는 것으로 가정하였다. 이는 할인율(WACC) 대비 충분히 낮은 수준의 성장률을 적용함으로써, 터미널 가치가 기업가치에서 차지하는 비중이 과도하게 확대되는 것을 방지하기 위한 보수적 접근이기도 하다.

이와 같은 가정 하에서 산정된 터미널 가치는 예측 기간 동안의 FCFF와 함께 할인되어 기업가치 산정에 반영되었으며, 이는 Chevron의 장기적 사업 안정성과 현금흐름 지속성을 중심으로 한 내재가치 평가를 가능하게 한다.

구분	값
기준 년도 FCFF(2029E)	19,424
영구성장률(G)	1.50%
가중평균자본비용(WACC)	6.80%
할인율 - 성장률(WACC - G)	5.30%
터미널 가치(TV)	368,197
현재 가치로 할인된 TV	264,294

Valuation - DCF Model

4. DCF 분석 결론

본 DCF 분석 결과, Chevron의 내재 주당가치는 약 170.6달러로 추정되었다. 이는 분석 시점의 현재 주가와 유사한 수준으로, 시장이 Chevron의 장기 현금창출력과 재무 구조를 비교적 합리적으로 반영하고 있음을 시사한다. 본 평가는 FCFF 기반의 할인현금흐름 모델을 적용하여 기업가치를 산출한 후, 순차입금을 차감하여 주주가치로 전환하는 정석적인 접근을 따랐다.

특히 본 분석에서는 성숙 단계의 통합 에너지 기업이라는 특성을 반영하여, 가중평균자본비용 (WACC)을 약 6.8% 수준으로 유지하고 영구성장률을 1.5%로 제한하는 등 보수적인 가정을 적용하였다. 또한 2025년 중 평가를 기준으로 2024년 말을 할인 기준시점($t=0$)으로 설정하여, 명시적 예측 기간(2025–2029년)의 FCFF와 2029년 말 터미널 가치를 각각 할인하였다. 이러한 가정 하에서도 내재가치가 현재 주가와 근접하게 도출되었다는 점은, Chevron의 현 주가가 과대 또는 과소평가보다는 내재가치에 근접한 수준에서 형성되어 있을 가능성을 보여준다.

종합적으로 볼 때, Chevron은 단기적인 유가 변동성이나 경기 사이클의 영향을 받는 산업에 속해 있음에도 불구하고, 장기적으로는 안정적인 잉여현금흐름을 창출할 수 있는 사업 구조와 재무적 안정성을 보유한 기업으로 판단된다. 따라서 본 DCF 결과는 Chevron 주식이 장기 투자 관점에서 합리적인 가치 수준에서 거래되고 있음을 시사하며, 향후 주가 흐름은 유가 환경, 자본적 지출 규모, 에너지 전환 속도 등 외생 변수에 따라 좌우될 가능성이 크다.

구분	값	구분	값
내재 주당가치	170.58	EV	343,674
현재 주가(2025.12.31)	152.55	순차입금	-17,760
상승 여력	11.81%	Equity Value	325,914



Valuation-DDM

Valuation - DDM Model

주당 배당금 (DPS) 추정

주당배당금(Dividends Per Share) 산출 방법론

배당할인모형(DDM)에 적용할 주당배당금(DPS)을 추정하기 위해, 먼저 기업의 수익성 전망을 설정한 후 일관된 배당 정책 가정을 적용하였다.

1. 이익 기반 설정 (회석 주당순이익, Diluted EPS)

회석 EPS는 추정 손익계산서에 제시된 값을 직접 사용하였으며, 배당 추정의 기초가 된다. 회사의 이익 창출 능력은 뚜렷한 성장세를 보이고 있으며, 회석 EPS는 FY 2025년 13.52달러에서 FY 2028년 19.64달러까지 증가할 것으로 전망된다. 이는 영업 규모 확대와 수익성 개선에 따른 핵심 이익 창출 능력의 강화를 반영한다.

2. 배당 정책 가정

본 분석에서는 50%의 고정 배당성향(payout ratio)을 가정하였다. 이는 성숙 단계에 있는 기업의 주주환원 중심 자본배분 정책을 반영한 것으로, 이익의 상당 부분을 주주에게 환원하면서도 동시에 기업 운영과 전략적 투자에 필요한 이익 유보가 가능하다는 점을 시사한다.

3. 주당배당금 (DPS) 산출

각 연도의 DPS는 해당 연도의 회석 EPS에 50% 배당성향을 적용하여 산출하였다. 그 결과, DPS는 FY 2025년 6.76달러에서 FY 2028년 9.82달러까지 점진적으로 증가하며, 이는 이익 성장과 연동된 안정적이고 지속 가능한 현금 배당 능력을 보여준다.

	Actuals			Projections			
	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
Diluted EPS	-	-	-	13.52	17.78	18.8	19.64
Payout Ratio	-	-	-	50%	50%	50%	50%
DPS	5.68	6.04	6.52	6.76	8.89	9.4	9.82

figure 1

Valuation - DDM Model

배당할인모형 (Dividend Discount Model) 계산

Figure 1의 추정 DPS를 활용하여 각 연도별 주당배당금의 현재가치를 산출하였다(Figure 2). 주주자본비용은 CAPM을 사용해 7.52%로 계산되었으며, 이때 베타 0.67, 무위험이자율 4.10%, 시장위험프리미엄 5.10%를 적용하였다(Figure 3). 해당 할인율을 적용한 결과, DPS의 현재가치는 FY 2025년 6.29달러, FY 2026년 7.69달러, FY 2027년 7.56달러, FY 2028년 7.35달러로 산출되었다(Figure 2). 터미널 가치는 영구성장모형을 사용하여 계산하였으며, 터미널 성장률은 2.80%로 가정하였다. FY 2028년 배당금에 성장률을 반영한 이후 이를 할인한 터미널 가치의 현재가치는 160.15달러로 나타났다(Figure 4). 각 연도의 DPS 현재가치 합계와 터미널 가치의 현재가치를 더한 결과, DDM 기준 내재 주가는 주당 189.04달러로 도출되었다(Figure 4).

Projections				
\$ in millions	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
DPS	6.76	8.89	9.4	9.82
Return on Equity	1.075	1.156	1.243	1.336
PV	6.287	7.690	7.563	7.349

figure 2

Return on Equity	
Beta	0.67
Risk Free Rate	4.10%
Market Risk Premium	5.10%
Return on Equity	7.52%

figure 3

Terminal Value: Perpetuity Growth	
Terminal Growth Rate	2.80%
2028 Dividend * (1+g)	10.09
Terminal Value in 2028	214.01
PV of Terminal Value	160.15
Implied Share Price	189.04

figure 4

Valuation - DDM Model

배당할인모형 민감도 분석

본 민감도 분석은 주주자본비용(Cost of Equity)과 터미널 성장률(Terminal Growth Rate)의 변화에 따라 DDM 기반 내재 주가가 어떻게 달라지는지를 보여준다(Figure 5).

분석 결과, 주주자본비용이 상승할수록 할인 효과가 커지면서 내재 주가는 일관되게 하락하는 반면, 터미널 성장률이 높아질수록 장기 현금흐름의 가치가 증가하여 내재 주가는 상승하는 모습을 보인다.

		Cost of Equity				
		6.50%	7.00%	7.50%	8.00%	8.50%
Terminal Growth	1.5%	\$184.56	\$136.27	\$126.94	\$118.79	\$111.59
	2.0%	\$202.62	\$165.46	\$151.45	\$139.61	\$129.45
	2.5%	\$225.20	\$182.08	\$165.27	\$151.27	\$139.42
	3.0%	\$281.23	\$252.92	\$230.20	\$211.56	\$195.98
	3.5%	\$292.95	\$222.16	\$197.21	\$177.25	\$160.93

figure 5



Conclusion

Conclusion

Chevron의 Hess 인수 성공, 데이터센터 대상 에너지 공급 계약 확대, 그리고 재생에너지 분야에 대한 R&D 투자는 장기적인 성장 모멘텀으로 작용할 수 있다. 그러나 Chevron의 핵심 매출 원동력인 Upstream 사업은 원유 가격 변동에 대한 의존도가 높으며, 향후 유가 전망이 뚜렷하지 않다는 점은 실적 가시성을 제한하는 요인으로 판단된다. 더불어 글로벌 에너지 시장을 둘러싼 정치적·지정학적 불확실성과 규제 리스크 또한 여전히 상존하고 있다. 이러한 환경에서 유가 전망의 구조적인 개선이 확인되지 않는 한, 적극적인 매수 의견을 제시하기에는 근거가 충분하지 않다고 판단하였다.

이에 본 리포트는 상기한 전망과 밸류에이션 분석을 종합적으로 고려하여 목표주가를 **주당 \$180**으로 설정하며, 투자 의견은 **Hold**로 제시한다.

Disclaimer

Boston Korea Investment Group(이하 'BKIG')은 교육적 목적을 지닌 대학생 투자 학회로서, 제공하는 정보는 전문 투자 자문이 아닌 학생들의 학습 및 연습용 보고서 및 정보 제공에 한정됩니다. 본 자료 및 BKIG의 자료 활용으로 발생하는 손실에 대하여 BKIG 및 그 회원들은 과실을 포함한 어떠한 경우에도 법적 책임을 지지 않음을 명시적으로 고지합니다. 본 자료는 주식의 모집, 매출, 매매 또는 청약을 위한 권유를 구성하지 않으며, 그 어떠한 부분도 관련 계약, 약정 또는 투자 결정을 위한 기초 자료 또는 근거로 사용될 수 없습니다. 모든 투자는 투자자 본인의 책임 하에 이루어지며, 투자로 인한 원금 손실 등 불이익은 전적으로 투자자가 부담하게 됩니다.

BKIG에서 제공하는 투자 보고서는 전문가가 아닌 대학생들이 작성한 것으로, 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 제공된 모든 정보는 개별적으로 검증이 필요하며, 이를 직접적으로 투자 결정에 활용하는 것은 적절하지 않습니다. 또한, BKIG는 작성된 보고서에 대해 특정 업체 등으로부터 어떠한 대가도 받지 않음을 밝힙니다. 이 고지 사항은 법적 고지로서, BKIG는 제공된 정보를 토대로 이루어진 개인의 투자 결정에 대해 어떠한 법적 책임도 지지 않음을 다시 한번 명확히 밝힙니다. 해당 정보를 이해하고 동의하지 않을 경우, BKIG가 제공하는 정보 및 서비스 사용을 지양하길 권고합니다.

투자등급 적용 기준

BKIG는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +20% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률이 -20~+20%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -20% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 리서치 팀의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.



Financial Statement

Financial Statement

손익계산서	2024	2023	2022	2021	2020
매출 및 기타 영업수익	193,414	196,913	235,717	155,606	94,471
관계기업 지분법 이익(손실)	4,596	5,131	8,585	5,657	(472)
기타 수익(손실)	4,782	(1,095)	1,950	1,202	693
총매출 및 기타수익	202,792	200,949	246,252	162,465	94,692
비용 및 기타 공제항목					
원유 및 제품 매입액	119,206	119,196	145,416	92,249	52,148
영업·판매·일반관리비 (SG&A)	32,298	29,028	29,026	24,740	24,536
탐사비용	995	914	974	549	1,537
감가상각비·고갈상각비·무형자산상각비 (DD&A)	17,282	17,326	16,319	17,925	19,508
법인세 외 조세 (생산세 등)	4,716	4,220	4,032	3,963	2,839
이자 및 부채 관련 비용	594	469	516	712	697
순연금비용의 기타 구성요소	195	212	295	688	880
총 비용 및 기타 공제항목	175,286	171,365	196,578	140,826	102,145
법인세 비용 차감 전 이익	202,792	200,949	246,252	21,639	-7,453
법인세 비용(혜택)	9,757	8,173	14,066	5,950	(1,892)
당기순이익(손실)	17,749	21,411	35,608	(5,950)	1,892
비지배지분에 귀속되는 순이익(손실) 차감	88	42	143	64	(18)
Chevron 귀속 순이익(손실)	17,661	21,369	35,465	(6,014)	1,910
보통주 1주당 금액					
Chevron 귀속 순이익(손실) – 기본주당이익(EPS)	9.76	11.41	18.36	8.15	(2.96)
Chevron 귀속 순이익(손실) – 희석주당이익(EPS)	9.72	11.36	18.28	8.14	(2.96)

Financial Statement

대차대조표	2024	2023	2022	2021	2020
자산					
현금성 자산	6,781	8,178	17,678	5,640	5,596
정기 예금	4	-	-		-
시장성 유가증권	-	45	223	35	31
매출채권	20,684	19,921	20,456	18,419	11,471
재고자산:					
원유 및 제품	6,490	6,059	5,866	4,248	3,576
화학	502	406	515	565	457
재료	2,082	2,147	1,866	1,492	1,643
총 재고	9,074	8,612	8,247	6,305	5,676
선급 비용 및 기타 유동 자산	4,368	4,372	3,739	3,339	3,304
총 유동 자산	4,368	41,128	38,357	33,738	20,402
장기 수취채권	877	942	1,069	603	589
투자 및 선급금	47,438	46,812	45,238	40,696	39,052
유형 자산	345,933	346,081	327,785	336,045	345,232
누적 감가자산 및 상각	(198,134)	(192,462)	(184,194)	189,084	(188,614)
유형 자산 순액	147,799	153,619	143,591	146,961	156,618
이연 비용 및 기타 자산	14,854	13,734	12,310	12,384	11,950
영업권	4,578	4,722	4,722	4,385	4,402
매각 예정 자산	481	675	436	768	1,101
총 자산	220,395	261,632	257,709	239,535	234,114

Financial Statement

부채 및 자본

단기 부채	4,406	529	1,964	256	1,548
매입 채무	22,079	20,423	18,955	16,454	10,950
발생 비용	8,486	7,655	7,486	6,972	7,812
연방 및 기타 세금	1,872	1,863	4,381	1,700	921
기타 세금 지급	1,715	1,788	1,422	1,409	952
총 듀오 부채	38,558	32,258	34,208	26,791	22,183
장기부채	20,135	20,307	21,375	31,113	42,767
이연 크레딧 및 기타 비유동 의무	22,094	24,226	20,396	20,778	20,328
비유동 이연 소득세	19,137	18,830	17,131	14,665	12,569
비유동 직원 복리후생 계획	3,857	4,082	4,357	6,248	9,217
총 부채	103,781	99,703	97,467	99,595	107,064

우선주

우선주	-	-	-	-	-
보통주	1,832	1,832	1,832	1,832	1,832
액면 초과 자본	21,671	21,365	18,660	17,282	16,829
유보 이익	205,852	200,025	190,024	165,546	160,377
누적 기타 포괄 손익	(2,760)	(2,960)	(2,798)	(3,889)	(5,612)
이연 보상 및 복리후생 계획 신탁	(240)	(240)	(240)	(240)	(240)
자사주	(74,037)	(59,065)	(48,196)	(41,464)	(41,498)
총 세브론 주주 자본	152,318	160,957	159,282	139,067	131,688
비지배 지분	839	972	960	873	1,038
총 자본	153,157	161,929	160,242	139,940	132,726

총 부채 및 자본	256,938	261,632	257,709	239,535	239,790
------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Financial Statement

현금흐름표	2024	2023	2022	2021	2020
당기순이익(손실)	17,749	21,411	35,608	15,689	-5,561
조정항목					
감가상각비 및 고갈상각비	17,282	17,326	16,319	17,925	19,508
석유·가스 탐사 실패 비용	429	436	486	118	1,036
관계기업으로부터의 분배금이 지분법 이익보다 많은(적은) 금액	(366)	(885)	(4,730)	(1,998)	2,015
자산 처분 및 폐기 전(稅) 기준 순이익	(1,685)	(138)	(550)	(1,021)	(760)
외환변동 효과	(629)	578	(412)	(7)	619
이연법인세 비용(충당금)	1,240	298	2,124	700	(3,604)
영업 운전자본 감소(증가)	1,211	(3,185)	2,125	(1,361)	(1,652)
장기채권 감소(증가)	114	150	153	21	296
기타 이연비용 감소(증가)	(1,225)	(300)	(212)	(320)	(248)
직원 연금기금에 대한 현금 납입	(844)	(1,120)	(1,322)	(1,751)	(1,213)
기타 항목	(1,784)	1,038	13	1,192	141
영업활동으로 인한 순현금흐름	31492	35,609	49,602	29,187	10,577
투자활동으로 인한 현금흐름					
사업 인수(수령한 현금 차감 후)	-	55	(2,862)	-	373
자본적 지출(CAPEX)	(16,448)	(15,829)	(11,974)	(8,056)	(8,922)
자산 매각 및 투자 회수 관련 현금수입 및 예치금	7,704	669	2,635	1,791	2,968
정기예금 만기(또는 신규 투자)로 인한 순현금변동	(4)				-
유가증권 매도(매입)으로 인한 순현금흐름	45	175	117	(1)	35
관계기업의 대출 상환(차입)으로 인한 순현금흐름	(233)	(302)	(24)	401	(1,419)
투자활동으로 사용된 순현금흐름	(8,936)	(15,232)	(12,108)	(5,865)	(6,965)
재무활동으로 인한 현금흐름					
단기부채 차입(상환)으로 인한 순현금흐름	4,868	135	263	(5,572)	651
장기부채 발행으로 인한 현금유입	478	150	-	-	12,308
장기부채 및 기타 금융부채 상환	(1,778)	(4,340)	(8,742)	(7,364)	(5,489)
보통주 배당금 지급	(11,801)	(11,336)	(10,968)	(10,179)	(9,651)
비지배지분에 대한 순유입(또는 배분)	(195)	(40)	(114)	(36)	(24)
자사주 매입(매도)으로 인한 순현금흐름	(15,044)	(14,678)	(5,417)	38	(1,531)
재무활동으로 인한 순현금흐름(유입/유출)	(23,472)	(30,109)	(24,978)	(23,113)	(3,736)
현금 및 현금성자산·제한용도의 현금에 대한 환율변동 효과	(97)	(114)	(190)	(151)	(50)
현금·현금성자산 및 제한현금의 순증감	(1,013)	(9,846)	12,326	58	(174)
1월 1일 기준 현금·현금성자산 및 제한현금 잔액	9,275	19,121	6,795	6,737	6,911
12월 31일 기준 현금·현금성자산 및 제한현금 잔액	8,262	9,275	19,121	6,795	6,737