

2014년에도 배당을 크게 줄이지 않았다

Analyst 강동진

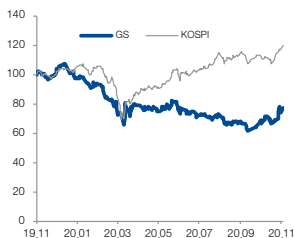
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

현재주가 (11/16)	38,050원
상승여력	31.4%
시가총액	3,535십억원
발행주식수	92,915천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	53,200원/30,300원
일평균 거래대금 (60일)	12십억원
외국인지분율	20.07%
주요주주	허창수 외 50 인 50.43%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	14.4 5.8 3.0
상대주가(%p)	5.4 0.2 -22.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	-2,461	3,421	44,000
After	-1,042	4,462	50,000
Consensus	-638	5,395	44,200
Cons. 차이	63.3%	-17.3%	13.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3Q20 실적은 실적은 컨센서스를 상회하는 호실적 기록. 유통 및 정유사업 선방
- GS칼텍스 실적은 여타 정유사 대비 상당히 선방. 유가 상승 효과 및 상대적으로 설비 트러블 등 1회성 요인이 크지 않았던 영향으로 판단. 2H21 MFC 가동으로 Fundamental 개선 기대
- GS리테일 / GS홈쇼핑 유통사업은 코로나에도 불구하고 상당히 선방. 향후 양사 합병을 통한 사업 시너지 기대
- 발전부문은 부진. COVID-19 효과로 발전 수요가 부진한 상황. 향후 발전 수요 회복이 중요
- COVID-19로 대단히 어려운 시황이나, 배당은 상당수준 유지 할 것으로 판단. TP 50,000으로 상향

주요이슈 및 실적전망

- 3Q20 실적은 매출액 3.9조원(+7.2% qoq, -13.1% yoy), 영업이익 4,741억원(+201.5% qoq, -14.0% yoy) 기록하여 컨센서스를 상회. 주력계열사인 GS칼텍스 및 유통업 호조 영향
- GS칼텍스 실적은 매출액 5.5조원(+17.7% qoq), 영업이익 2,974억원(흑전, qoq)로 흑자전환. 평균 유가가 2분기 대비 \$13/bbl 이상 상승하면서 긍정적인 재고 관련 이익이 발생하였고, 여타 정유사 대비 1회성 트러블 등 이슈가 없었기 때문
- 2H21 MFC 가동을 통해 Ethylene 700KTPA, HDPE 500KTPA, Propylene 430KTPA 증설. 최근 강한 올레핀 시황 감안시, 연간 매출액 1.0조원, 두 자리 영업이익률은 충분히 가능할 것. 준공 시점에 실적에 반영할 예정
- 4Q20은 현 상황에서는 크게 재고 평가 이익을 기대하기 어렵고, 정제마진이 낮아 정유부분은 다시 적자 전환할 전망. 다만, 최근 Benzene, PX Spread가 일부 개선되고 있고, C3체인 초강세가 이어지고 있어 화학부분은 전분기비 개선 전망. 유통기류 역시 양호 할 것
- 최근 국내 발전 수요가 전년비 역성장. 이는 COVID-19로 인한 전력 수요 감소로 볼 수 있음. 이에 따라 발전부문 부진. 오히려 저유가로 인해 현재 석탄 대비해서도 가스 발전이 경제성을 가질 정도로 업황은 긍정적인 것으로 판단
- 배당매력이 차별적인 투자 포인트가 될 전망. 동사는 최악의 시황이었던 2014년에도 DPS 1,200원으로 전년비 150원 줄어드는데 그침. 올해 역시 정유업의 최악의 시황이나, 발전 및 유통업이 선방하여 어느 정도 수준의 배당은 가능할 것. 당사는 적어도 1,500원 배당 기대

주가전망 및 Valuation

- 복합사업 특성상 정유업 부진을 여타 사업 선방으로 상쇄. 우호적인 배당정책 등을 감안하면, 저평가 매력 부각될 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	17,744	2,210	903	2,210	9,683	-8.5	5.3	0.6	6.6	11.1	3.7
2019	17,786	2,033	544	2,033	5,817	-39.9	8.9	0.6	7.2	6.3	3.7
2020F	16,000	967	-94	967	-1,042	적전	NA	0.4	12.7	NA	4.1
2021F	16,694	1,874	418	1,874	4,462	흑전	8.2	0.4	6.9	4.8	4.4
2022F	17,182	1,957	431	1,957	4,603	3.2	7.9	0.4	6.9	4.8	4.7

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 GS 3분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q20	3Q19	2Q20	(YoY)	(QoQ)	3Q20	대비	3Q20	대비
매출액	3,929.7	4,523.4	3,665.5	-13.1%	7.2%	4,348.5	-9.6%	4,307.6	-8.8%
영업이익	474.1	551.1	157.3	-14.0%	201.4%	246.3	92.5%	327.9	44.6%
영업이익률	12.1%	12.2%	4.3%	-0.1%	7.8%	5.7%	6.4%	7.6%	4.5%
세전이익	447.0	502.9	101.6	-11.1%	339.9%	246.3	81.5%	373.0	19.8%
지배지분순이익	233.9	206.7	-3.2	13.2%	흑전	101.4	130.7%	173.3	35.0%

자료 : GS, Fnguide, 현대차증권

주 : K-IFRS 연결 기준

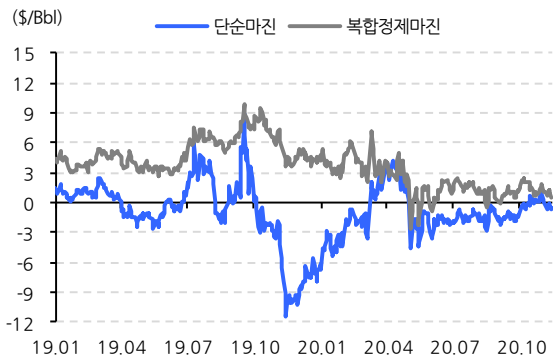
〈표2〉 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2020F					2021F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	16,000.3	16,500.8	-3.0%	16,223.1	-1.4%	16,693.6	17,127.5	-2.5%	16,986.4	-1.7%
영업이익	967.4	686.5	40.9%	715.7	35.2%	1,874.4	1,421.4	31.9%	1,342.6	39.6%
영업이익률	6.0%	4.2%	1.9%p	4.4%	1.6%p	11.2%	8.3%	2.9%p	7.9%	3.3%p
지배지분순이익	-94.1	-226.4	적지	-120.4	N/A	417.5	417.5	0.0%	498.9	-16.3%

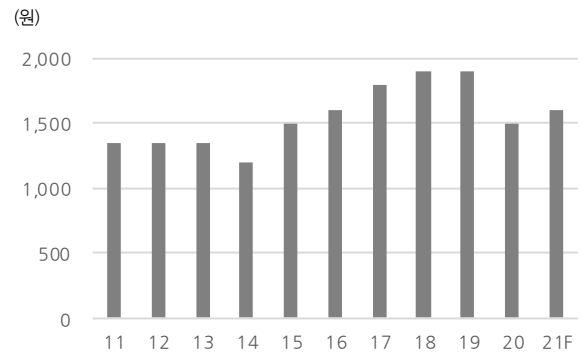
자료 : GS, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 정제마진 추이



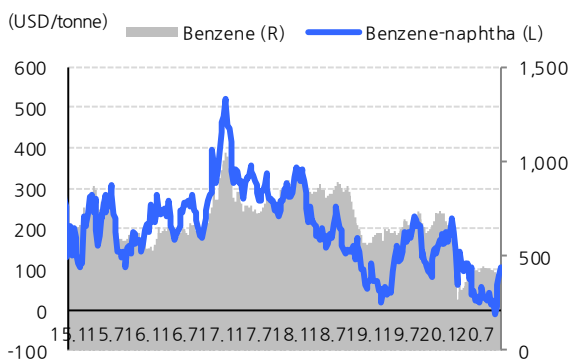
자료 : Petronet, 현대차증권

〈그림2〉 2014년에도 했던 배당. 올해도 가능할 것



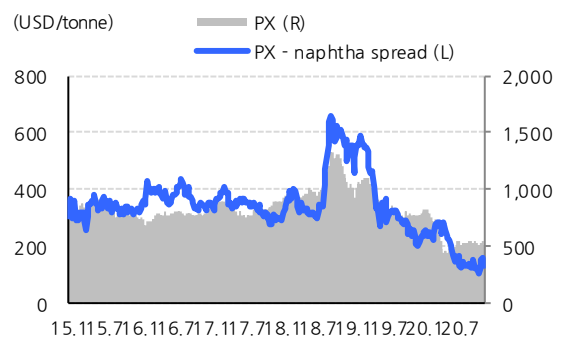
자료 : 한수원, 현대차증권

〈그림3〉 Benzene Spread



자료 : Ciscchem, 현대차증권

〈그림4〉 PX Spread



자료 : Ciscchem, 현대차증권

〈표3〉 GS칼텍스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	2019	2020F	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F
매출액	33,261	22,479	22,583	7,953	7,668	8,946	8,695	7,072	4,638	5,458	5,313
% QoQ				-18.1%	-3.6%	16.7%	-2.8%	-18.7%	-34.4%	17.7%	-2.7%
% YoY	-8.5%	-32.4%	0.5%	2.0%	-15.3%	-8.8%	-10.4%	-11.1%	-39.5%	-39.0%	-38.9%
경유	26,247	17,295	17,291	6,174	5,878	7,200	6,994	5,509	3,476	4,275	4,035
% QoQ				-18.3%	-4.8%	22.5%	-2.9%	-21.2%	-36.9%	23.0%	-5.6%
% YoY	-7.0%	-34.1%	0.0%	4.4%	-17.0%	-6.2%	-7.5%	-10.8%	-40.9%	-40.6%	-42.3%
석유화학	5,753	4,028	4,207	1,452	1,460	1,440	1,401	1,244	897	883	1,004
% QoQ				-21.0%	0.5%	-1.3%	-2.7%	-11.2%	-27.9%	-1.6%	13.8%
% YoY	-15.1%	-30.0%	4.4%	-5.9%	-9.3%	-19.5%	-23.8%	-14.3%	-38.6%	-38.7%	-28.3%
운활기유	1,261	1,156	1,086	326	330	306	299	318	265	300	273
% QoQ				6.1%	1.2%	-7.3%	-2.1%	6.2%	-16.6%	13.3%	-9.2%
% YoY	-6.3%	-8.3%	-6.0%	-4.3%	-8.7%	-9.2%	-2.7%	-2.5%	-19.7%	-1.8%	-8.8%
영업이익	880	-935	1,105	330	133	322	94	-1,032	-133	297	-67
% QoQ	-	-	-	흑전	-59.5%	141.5%	-70.7%	적전	적지	흑전	적전
% YoY	-28.7%	-206.2%	-218.2%	17.4%	-77.2%	-49.3%	흑전	적전	적전	-7.8%	적전
경유	445	-1,258	524	187	20	211	27	-1,119	-215	247	-170
% QoQ	-	-	-	흑전	-89.4%	959.8%	-87.2%	적전	적지	흑전	적전
% YoY	-32.6%	-382.6%	-141.6%	27.0%	-95.7%	-53.9%	흑전	적전	적전	17.0%	적전
석유화학	330	69	290	128	80	92	30	20	27	-14	36
% QoQ	-	-	-	8.0%	-37.1%	14.6%	-67.8%	-31.8%	31.7%	적전	흑전
% YoY	-14.0%	-78.9%	317.1%	90.7%	34.0%	-33.5%	-74.9%	-84.2%	-66.9%	적전	22.5%
운활기유	105	253	291	15	33	19	38	67	55	64	67
% QoQ	-	-	-	-30.7%	128.1%	-41.9%	96.4%	77.3%	-17.7%	15.7%	4.7%
% YoY	-44.9%	141.5%	14.9%	-78.0%	-46.9%	-52.5%	80.4%	361.7%	66.6%	231.6%	76.8%
영업이익률	2.6%	-4.2%	4.9%	4.1%	1.7%	3.6%	1.1%	-14.6%	-2.9%	5.4%	-1.3%
경유	1.7%	-7.3%	3.0%	3.0%	0.3%	2.9%	0.4%	-20.3%	-6.2%	5.8%	-4.2%
석유화학	5.7%	1.7%	6.9%	8.8%	5.5%	6.4%	2.1%	1.6%	3.0%	-1.5%	3.6%
운활기유	8.3%	21.9%	26.8%	4.5%	10.1%	6.3%	12.7%	21.1%	20.9%	21.3%	24.6%
세전이익	432	-2,115	913	113	58	167	94	-1,937	-313	249	-114
% QoQ	-	-	-	흑전	-49.3%	189.8%	-43.5%	적전	적지	흑전	적전
% YoY	-56.7%	-590.1%	-143.2%	-53.4%	-82.1%	-73.9%	흑전	적전	적전	49.6%	적전
지배지분순이익	471	-934	690	106	58	215	92	-1,032	-80	265	-86
% QoQ	-	-	-	흑전	-45.0%	270.4%	-57.2%	적전	적지	흑전	적전
% YoY	-31.8%	-298.0%	-173.9%	-39.5%	-75.5%	-50.5%	흑전	적전	적전	23.1%	적전

자료: GS, 현대차증권

〈표4〉 GS 연결실적 및 추이

	2019	2020F	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F
매출액	17,786	16,000	16,694	4,419	4,508	4,523	4,336	4,196	3,665	3,930	4,209
% QoQ	-	-	-	2.0%	2.0%	0.3%	-4.1%	-3.2%	-12.6%	7.2%	7.1%
% YoY	0.2%	-10.0%	4.3%	4.6%	0.9%	-4.2%	0.1%	-5.0%	-18.7%	-13.1%	-2.9%
GS 리테일	9,007	8,976	9,245	2,083	2,308	2,376	2,241	2,142	2,211	2,367	2,256
GS 글로벌	3,889	3,317	3,416	1,043	1,114	913	820	868	664	940	845
GS EPS	933	793	839	292	197	236	208	213	148	209	223
GS E&R	1,573	1,367	1,281	417	368	367	421	416	311	320	321
지분법 이익(칼텍스, 홈쇼핑, 파워)	326	-364	469	91	46	121	69	-478	-22	149	-13
임대 수익	197	197	205	46	47	45	60	46	48	51	51
상표권 수익	57	50	57	14	15	14	15	12	11	10	17
에너지 및 기타	1,803	1,663	1,182	433	414	452	503	977	294	-116	508
영업이익	2,033	967	1,874	513	488	551	481	9	157	474	327
% QoQ	-	-	-	23.9%	-4.8%	13.0%	-12.6%	-98.0%	1562.2%	201.4%	-31.1%
% YoY	-8.0%	-52.4%	93.8%	-7.8%	-11.4%	-20.1%	16.4%	-98.2%	-67.8%	-14.0%	-32.2%
영업이익률	11.4%	6.0%	11.2%	11.6%	10.8%	12.2%	11.1%	0.2%	4.3%	12.1%	7.8%
GS 리테일	239	278	286	21	77	91	50	89	59	70	60
GS 글로벌	58	59	60	15	18	13	12	20	14	13	11
GS EPS	132	103	112	53	28	38	14	34	10	45	15
GS E&R	147	98	115	82	26	14	25	58	12	5	22
에너지 및 기타	876	546	570	191	232	216	238	229	24	131	162
세전이익	1,774	757	1,945	465	492	503	313	-57	102	447	265
당기순이익	669	1	484	206	201	244	18	-295	10	271	16
자배자분순이익	544	-94	418	157	160	207	20	-338	-3	234	13
% QoQ	-	-	-	-11.2%	2.1%	29.1%	-90.3%	적전	적지	흑전	-94.3%
% YoY	-39.8%	-117.3%	-543.7%	-29.7%	-17.4%	-33.2%	-88.6%	적전	적전	132%	-33.6%

자료: GS, 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,744	17,786	16,000	16,694	17,182
증가율 (%)	13.9	0.2	-10.0	4.3	2.9
매출원가	13,651	13,804	13,113	12,751	13,097
매출원가율 (%)	76.9	77.6	82.0	76.4	76.2
매출총이익	4,094	3,982	2,887	3,942	4,085
매출이익률 (%)	23.1	22.4	18.0	23.6	23.8
증가율 (%)	12.0	-2.7	-27.5	36.5	3.6
판매관리비	1,884	1,949	1,920	2,068	2,128
판매비율 (%)	10.6	11.0	12.0	12.4	12.4
EBITDA	2,210	2,033	967	1,874	1,957
EBITDA 이익률 (%)	12.5	11.4	6.0	11.2	11.4
증가율 (%)	8.3	-8.0	-52.4	93.8	4.4
영업이익	2,210	2,033	967	1,874	1,957
영업이익률 (%)	12.5	11.4	6.0	11.2	11.4
증가율 (%)	8.3	-8.0	-52.4	93.8	4.4
영업외손익	-270	-259	-211	-246	-246
금융수익	47	130	48	0	0
금융비용	324	364	289	246	246
기타영업외손익	7	-25	30	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,940	1,774	757	1,629	1,711
세전계속사업이익률	10.9	10.0	4.7	9.8	10.0
증가율 (%)	3.5	-8.6	-57.3	115.2	5.0
법인세비용	1,125	1,105	756	1,145	1,212
계속사업이익	815	669	1	484	499
중단사업이익	216	0	0	0	0
당기순이익	1,030	669	1	484	499
당기순이익률 (%)	5.8	3.8	0.0	2.9	2.9
증가율 (%)	-5.7	-35.0	-99.9	48,300.0	3.1
지배주주지분 순이익	903	544	-94	418	431
비지배주주지분 순이익	127	125	95	66	68
기타포괄이익	13	43	28	0	0
총포괄이익	1,043	712	29	484	499

(단위:십억원)					
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	1,269	1,586	1,752	440	487
당기순이익	1,030	669	1	484	499
유형자산 상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-236	-167	618	-43	-12
기타	475	1,084	1,133	-1	0
투자활동으로인한현금흐름	-836	-344	-981	-826	-792
투자자산의 감소(증가)	-198	-251	513	-26	-181
유형자산의 감소	30	105	21	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-731	-736	-685	-800	-600
기타	63	538	-830	0	-11
재무활동으로인한현금흐름	-515	-1,166	119	-141	-151
차입금의 증가(감소)	222	-97	-271	0	0
사채의 증가(감소)	-579	-339	648	0	0
자본의 증가	-0	2	22	0	0
배당금	-203	-229	-236	-142	-152
기타	45	-503	-44	1	1
기타현금흐름	12	7	7	0	0
현금의증가(감소)	-70	83	898	-527	-456
기초현금	723	654	737	1,634	1,108
기말현금	654	737	1,634	1,108	652

* K-IFRS 연결 기준

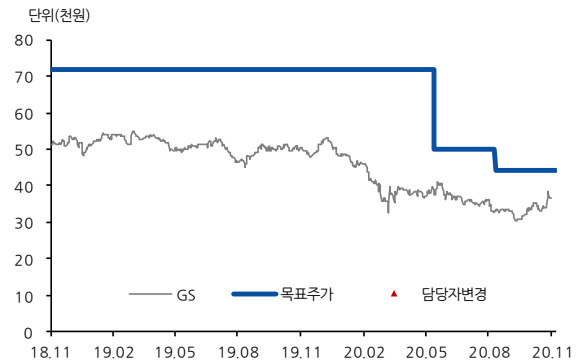
(단위:십억원)					
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	3,285	3,117	4,172	3,758	3,365
현금성자산	654	737	1,634	1,108	652
단기투자자산	419	222	362	362	372
매출채권	1,023	951	894	957	984
채고자산	503	462	468	501	515
기타유동자산	316	420	398	414	426
비유동자산	19,346	21,622	21,452	22,278	23,059
유형자산	8,535	8,468	8,885	9,685	10,285
무형자산	1,676	1,553	1,548	1,548	1,548
투자자산	6,887	7,146	6,620	6,646	6,827
기타비유동자산	2,248	4,455	4,399	4,399	4,399
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	22,631	24,739	25,624	26,036	26,425
유동부채	4,569	4,790	5,079	5,136	5,165
단기차입금	1,226	900	1,038	1,038	1,038
매입채무	821	662	673	721	741
유동성장기부채	1,444	2,094	1,429	1,429	1,429
기타유동부채	1,078	1,134	1,939	1,948	1,957
비유동부채	7,537	8,950	9,415	9,427	9,440
사채	3,927	3,588	4,236	4,236	4,236
장기차입금	2,415	2,286	2,012	2,012	2,012
장기금융부채	12	44	48	48	48
기타비유동부채	1,183	3,032	3,119	3,131	3,144
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	12,106	13,740	14,494	14,563	14,605
지배주주지분	8,490	8,878	8,628	8,903	9,183
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,189	1,212	1,212	1,212
자본조정 등	-2,943	-2,975	-2,978	-2,978	-2,978
기타포괄이익누계액	-134	-83	-50	-50	-50
이익잉여금	9,906	10,272	9,971	10,247	10,526
비지배주주지분	2,035	2,122	2,503	2,569	2,637
자본총계	10,525	11,000	11,131	11,472	11,820

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	11,053	7,162	-20	5,176	5,339
EPS(지배순이익 기준)	9,683	5,817	-1,042	4,462	4,603
BPS(자본총계 기준)	111,140	116,151	117,536	121,145	124,814
BPS(지배지분 기준)	89,656	93,746	91,110	94,018	96,965
DPS	1,900	1,900	1,500	1,600	1,700
P/E(당기순이익 기준)	4.7	7.2	-1,851.8	7.1	6.8
P/E(지배순이익 기준)	5.3	8.9	-35.0	8.2	7.9
P/B(자본총계 기준)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	6.6	7.2	12.7	6.9	6.9
배당수익률	3.7	3.7	4.1	4.4	4.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-5.7	-35.2	적전	흑전	3.2
EPS(지배순이익 기준)	-8.5	-39.9	적전	흑전	3.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.2	6.2	0.0	4.3	4.3
ROE(지배순이익 기준)	11.1	6.3	-1.1	4.8	4.8
ROA	4.6	2.8	0.0	1.9	1.9
안정성 (%)					
부채비율	115.0	124.9	130.2	126.9	123.6
순차입금비용	72.2	69.7	57.2	60.1	62.1
이자보상배율	7.7	6.2	7.9	7.6	8.0

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일 자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.07.09	BUY	72,000	-27.78	-22.36
2019.01.09	AFTER 6M	72,000	-33.09	-24.03
2020.05.29	BUY	50,000	-27.14	-18.30
2020.08.26	BUY	44,000	-23.92	-12.50
2020.11.16	BUY	44,000		

▶ 최근 2년간 GS 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.