

대부분 자회사 펀더멘털 개선. 매력적인 배당 투자 대안

Analyst 강동진

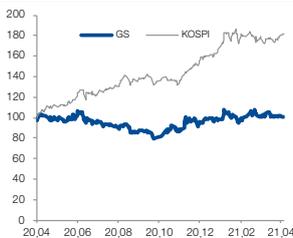
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

현재주가 (4/7)	38,900원
상승여력	28.5%
시가총액	3,614십억원
발행주식수	92,915천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	41,600원/30,300원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인지분율	18.06%
주요주주	허창수 외 50 인 50.46%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	0.9 -1.5 22.5
상대주가(%p)	-2.7 -4.8 -6.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	4,462	4,603	50,000
After	6,579	7,422	50,000
Consensus	6,006	6,813	45,600
Cons. 차이	9.5%	8.9%	9.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q21 실적은 컨센서스를 상회하는 실적 기록할 전망. GS칼텍스 실적 개선 영향
- 하반기 GS칼텍스 MFC 준공 이후 실적 전망치 상향 여지 충분
- 발전사업은 SMP 상승, Pandemic 완화, 경기 회복에 따른 전력 수요 회복으로 전년비 개선 전망
- 지난해 최악의 상황에서도 DPS 1,900원 지급. 현 주가수준에서 5%에 육박하는 안정적인 배당 수익률로 배당 투자 관점에서 유망할 전망. 투자여건 및 목표주가 유지

주요이슈 및 실적전망

- 1Q21 실적은 매출액 4.3조원(+18.7% qoq, 3.4% yoy), 영업이익 5,209억원(+86.2% qoq, +5,405.4% yoy) 기록하여 컨센서스를 상회할 것으로 전망
- 최근 유가는 경제마진 Gasoline 중심 회복 추이 지속. 백신 보급 확산 및 Pandemic 여파 완화에 따라 수요 회복 지속될 전망. 또한, 노후 정제설비 폐쇄가 집중되면서 수급 개선 진행될 것
- 화학부문은 PP강세, PX, Benzene 회복으로 흑자 전환 기대. 특히, 하반기 MFC 준공 이후 올레핀 사업이 더해지면서 수익추정 상향 조정될 전망
- 동사는 3월부터 GS파워 지분 100% 확보에 따라, 당초 지분법 회사에서 연결기준으로 변경. GS 에너지 배당 여력 확대 긍정적. 또한, 하반기 GS리테일과 GS홈쇼핑 합병 효과 반영
- 발전사업 역시 수익성 개선 기대. 1) SMP 상승, 2)전력수요 개선에 따른 전반적인 발전기 가동률 상승 영향
- 지난해 최악의 상황에서도 DPS 1,900원으로 전년과 같은 수준의 배당. 향후 자회사 실적 개선 및 자회사 지분율 확대 등으로 배당 수익 확대될 경우 추가적인 DPS 개선도 기대 가능

주가전망 및 Valuation

- 올해 유통, 정유, 발전 자회사 펀더멘털 대부분 개선되는 시점. 또한, 적극적인 배당의지 감안하면 현 주가 수준에서 하방경직성 확보한 것으로 판단
- 향후 자회사 실적 개선에 따른 배당 확대가 주가 모멘텀이 될 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 (%)
2019	17,786	2,033	544	2,033	5,817	-39.9	8.9	0.5	7.2	6.3	3.7
2020	15,444	921	-243	921	-2,649	적전	NA	0.4	14.2	NA	5.1
2021F	17,565	2,010	615	2,010	6,579	흑전	5.9	0.4	6.8	7.2	5.1
2022F	18,390	2,235	693	2,235	7,422	12.8	5.2	0.4	6.2	7.7	5.4
2023F	18,847	2,275	709	2,275	7,591	2.3	5.1	0.4	6.1	7.4	5.6

* K-IFRS 연결 기준

<표1> GS 1분기 실적 전망

(단위: 십억 원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	1Q21F	1Q20	4Q20	(YoY)	(QoQ)	1Q21	대비
매출액	4,337.2	4,196.1	3,652.9	3.4%	18.7%	4,142.3	4.7%
영업이익	520.9	9.5	279.7	5405.4%	86.2%	485.7	7.3%
영업이익률	12.0%	0.2%	7.7%	11.8%p	4.4%p	11.7%	0.3%p
세전이익	453.5	-56.6	-61.1	흑전	흑전	385.50	17.7%
지배지분순이익	156.7	-338.2	-135.2	흑전	흑전	156.50	0.1%

자료: GS, Fnguide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

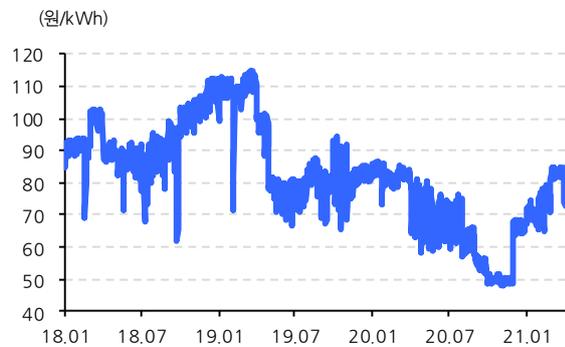
<표2> 실적 추정 변경

(단위: 십억 원)

	2021F					2022F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	17,564.8	16,693.6	5.2%	16,733.3	5.0%	18,390.0	17,182.2	7.0%	16,733.3	9.9%
영업이익	2,010.2	1,874.4	7.2%	1,749.1	14.9%	2,234.6	1,957.0	14.2%	1,749.1	27.8%
영업이익률	11.4%	11.2%	0.2%p	10.5%	1.0%p	12.2%	11.4%	0.8%p	10.5%	1.7%p
지배지분순이익	614.9	417.5	47.3%	568.8	8.1%	693.3	430.6	61.0%	568.8	21.9%

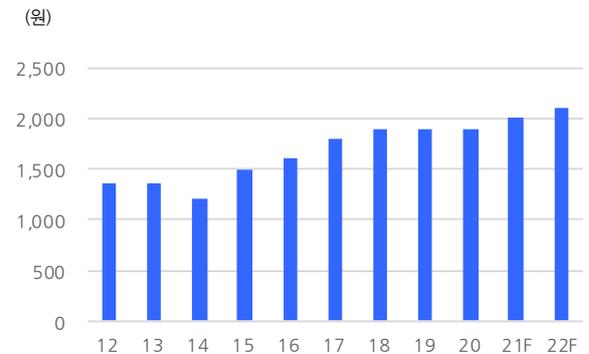
자료: GS, Fnguide, 현대차증권

<그림1> SMP 추이



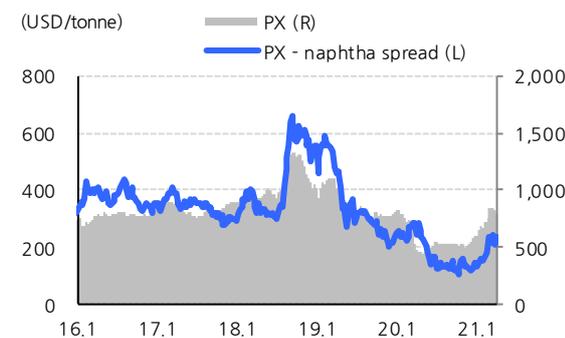
자료: Epsis, 현대차증권

<그림2> DPS 추이



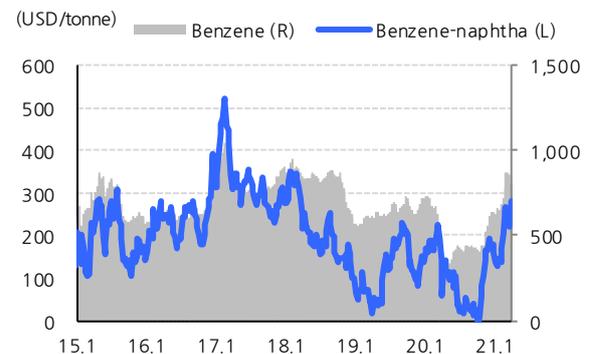
자료: GS, 현대차증권

<그림3> PX-Naphtha Spread 추이



자료: Cischem, 현대차증권

<그림4> Benzene-Naphtha Spread 추이



자료: Cischem, 현대차증권

〈표3〉 GS연결실적 추이 및 전망

	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	15,444	17,565	18,390	4,196	3,665	3,930	3,653	4,337	4,323	4,425	4,480
% QoQ	-	-	-	-3.2%	-12.6%	7.2%	-7.0%	18.7%	-0.3%	2.3%	1.2%
% YoY	-13.2%	13.7%	4.7%	-5.0%	-18.7%	-13.1%	-15.8%	3.4%	17.9%	12.6%	22.6%
GS 리테일	8,862	9,345	9,625	2,142	2,211	2,349	2,161	2,170	2,353	2,481	2,341
GS 글로벌	2,815	2,900	2,986	868	664	641	642	894	684	661	661
GS EPS	757	839	851	213	148	209	187	202	196	206	235
GS E&R	1,381	1,425	1,472	416	311	320	335	364	341	338	382
지분법 이익	-275	1,091	1,473	-478	-22	153	72	252	244	243	352
임대 수익	196	202	202	46	48	51	50	50	50	50	50
상표권 수익	46	54	53	12	11	10	13	13	14	12	15
에너지 및 기타	1,662	1,710	1,727	977	294	197	193	391	441	433	445
영업이익	921	2,010	2,235	9	157	474	280	521	486	520	483
% QoQ	-	-	-	-98.0%	1562.2%	201.4%	-41.0%	86.2%	-6.6%	6.9%	-7.2%
% YoY	-54.7%	118.4%	11.2%	-98.2%	-67.8%	-14.0%	-41.9%	5405.4%	209.3%	9.7%	72.6%
영업이익률	6.0%	11.4%	12.2%	0.2%	4.3%	12.1%	7.7%	12.0%	11.3%	11.8%	10.8%
GS 칼텍스	-379	327	483	-516	-40	131	46	126	50	51	100
GS 리테일	253	289	297	89	59	79	26	48	85	102	54
GS 글로벌	32	33	34	20	14	7	-9	20	15	8	-9
GS EPS	93	138	143	34	10	45	5	36	25	41	35
GS E&R	106	128	132	58	12	5	31	25	31	34	38
에너지 및 기타	573	839	890	267	42	145	119	201	216	221	200
세전이익	431	1,762	1,985	-57	102	447	-61	454	418	452	438
당기순이익	-188	788	888	-295	10	271	-173	201	171	219	197
지배지분순이익	-243	615	693	-338	-3	234	-135	157	133	171	154
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	적전	-215.9%	-14.9%	28.2%	-10.0%
% YoY	-144.6%	-353.4%	12.7%	적전	적전	13.2%	적전	-146.3%	-4235.8%	-26.9%	-213.8%

자료: GS, 현대차증권

<표4> GS칼텍스 실적 추이 및 전망

	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	22,828	31,301	32,827	7,072	4,638	5,458	5,661	7,518	7,893	7,831	8,060
% QoQ				-18.7%	-34.4%	17.7%	3.7%	32.8%	5.0%	-0.8%	2.9%
% YoY	-31.4%	37.1%	4.9%	-11.1%	-39.5%	-39.0%	-34.9%	6.3%	70.2%	43.5%	42.4%
정유	17,702	24,959	26,340	5,509	3,476	4,275	4,443	6,001	6,249	6,254	6,455
% QoQ				-21.2%	-36.9%	23.0%	3.9%	35.1%	4.1%	0.1%	3.2%
% YoY	-32.6%	41.0%	5.5%	-10.8%	-40.9%	-40.6%	-36.5%	8.9%	79.8%	46.3%	45.3%
석유화학	3,964	5,090	5,225	1,244	897	883	940	1,188	1,335	1,275	1,293
% QoQ				-11.2%	-27.9%	-1.6%	6.4%	26.4%	12.4%	-4.5%	1.4%
% YoY	-31.1%	28.4%	2.6%	-14.3%	-38.6%	-38.7%	-32.9%	-4.6%	48.9%	44.4%	37.6%
운활기유	1,162	1,252	1,262	318	265	300	279	329	308	302	312
% QoQ				6.2%	-16.6%	13.3%	-7.1%	18.1%	-6.4%	-2.2%	3.6%
% YoY	-7.8%	7.7%	0.8%	-2.5%	-19.7%	-1.8%	-6.8%	3.7%	16.3%	0.4%	12.0%
영업이익	-919	1,062	1,475	-1,032	-133	297	-51	383	180	184	314
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	적전	흑전	-52.9%	2.2%	70.0%
% YoY	적전	흑전	38.9%	적전	적전	-7.8%	적전	흑전	흑전	-37.9%	흑전
정유	-1,183	397	776	-1,119	-215	247	-95	205	21	29	143
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	적전	흑전	-89.9%	41.5%	390.8%
% YoY	적전	흑전	95.2%	적전	적전	17.0%	적전	흑전	흑전	-88.2%	흑전
석유화학	1	313	327	20	27	-14	-32	82	78	74	80
% QoQ	-	-	-	-31.8%	31.7%	적전	적지	흑전	-4.3%	-5.6%	7.8%
% YoY	-99.6%	24013.4%	4.3%	-84.2%	-66.9%	적전	적전	304.6%	194.1%	흑전	흑전
운활기유	262	351	372	67	55	64	76	97	82	81	91
% QoQ	-	-	-	77.3%	-17.7%	15.7%	18.6%	27.7%	-15.8%	-0.2%	11.6%
% YoY	150.0%	33.7%	6.0%	361.7%	66.6%	231.6%	100.3%	44.2%	47.6%	27.2%	19.8%
영업이익률	-4.0%	3.4%	4.5%	-14.6%	-2.9%	5.4%	-0.9%	5.1%	2.3%	2.4%	3.9%
정유	-6.7%	1.6%	2.9%	-20.3%	-6.2%	5.8%	-2.1%	3.4%	0.3%	0.5%	2.2%
석유화학	0.0%	6.2%	6.3%	1.6%	3.0%	-1.5%	-3.4%	6.9%	5.9%	5.8%	6.2%
운활기유	22.6%	28.0%	29.5%	21.1%	20.9%	21.3%	27.2%	29.4%	26.5%	27.0%	29.1%
세전이익	-2,044	867	1,280	-1,390	-159	363	-100	335	132	136	265
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	적전	흑전	-60.7%	3.1%	95.2%
% YoY	적전	흑전	47.7%	적전	적전	31.0%	적전	흑전	흑전	-62.6%	흑전
지배지분순이익	-759	654	966	-1,032	-80	262	92	253	99	102	200
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	-65.1%	176.1%	-60.7%	3.1%	95.2%
% YoY	-260.9%	-186.2%	47.7%	적전	적전	21.8%	-0.7%	흑전	흑전	-61.0%	118.5%

자료: GS칼텍스, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	17,786	15,444	17,565	18,390	18,847
증가율 (%)	0.2	-13.2	13.7	4.7	2.5
매출원가	13,804	12,686	13,329	13,825	14,184
매출원가율 (%)	77.6	82.1	75.9	75.2	75.3
매출총이익	3,982	2,759	4,236	4,565	4,663
매출이익률 (%)	22.4	17.9	24.1	24.8	24.7
증가율 (%)	-2.7	-30.7	53.5	7.8	2.1
판매관리비	1,949	1,838	2,225	2,330	2,388
판매관리비율 (%)	11.0	11.9	12.7	12.7	12.7
EBITDA	2,033	921	2,010	2,235	2,275
EBITDA 이익률 (%)	11.4	6.0	11.4	12.2	12.1
증가율 (%)	-8.0	-54.7	118.2	11.2	1.8
영업이익	2,033	921	2,010	2,235	2,275
영업이익률 (%)	11.4	6.0	11.4	12.2	12.1
증가율 (%)	-8.0	-54.7	118.2	11.2	1.8
영업외손익	-259	-490	-249	-249	-246
금융수익	130	123	80	81	85
금융비용	364	339	329	330	331
기타영업외손익	-25	-274	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,774	431	1,762	1,985	2,030
세전계속사업이익률	10.0	2.8	10.0	10.8	10.8
증가율 (%)	-8.6	-75.7	308.8	12.7	2.3
법인세비용	1,105	619	974	1,097	1,122
계속사업이익	669	-188	788	888	908
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	669	-188	788	888	908
당기순이익률 (%)	3.8	-1.2	4.5	4.8	4.8
증가율 (%)	-35.0	적전	흑전	12.7	2.3
지배주주지분 순이익	544	-243	615	693	709
비지배주주지분 순이익	125	55	173	195	199
기타포괄이익	43	-105	0	0	0
총포괄이익	712	-293	788	888	908

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	1,586	1,738	616	873	983
당기순이익	669	-188	788	888	908
유형자산 상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-167	180	-172	-15	75
기타	1,084	1,746	0	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-344	-1,424	-628	-629	-629
투자자산의 감소(증가)	-251	84	-28	-29	-29
유형자산의 감소	105	38	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-736	-598	-600	-600	-600
기타	538	-948	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-1,166	-297	-79	-174	-184
차입금의 증가(감소)	-97	-306	0	0	0
사채의 증가(감소)	-339	1,081	0	0	0
자본의 증가	2	-9	0	0	0
배당금	-229	-254	-180	-189	-199
기타	-503	-809	101	15	15
기타현금흐름	7	-11	0	0	0
현금의증가(감소)	83	6	-91	71	170
기초현금	654	737	743	652	723
기말현금	737	743	652	723	893

* K-IFRS 연결 기준

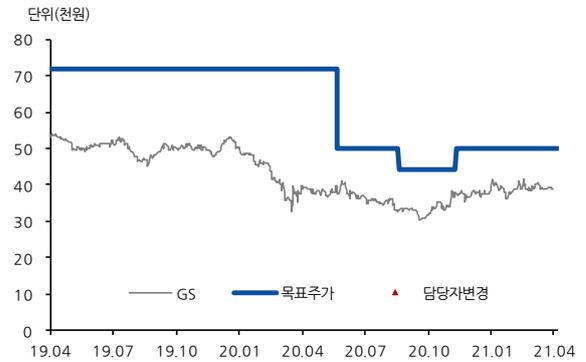
	(단위:십억원)				
재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,117	3,437	3,679	3,803	4,022
현금성자산	737	743	652	723	893
단기투자자산	222	546	546	546	546
매출채권	951	822	989	1,018	1,043
채고자산	462	377	529	544	558
기타유동자산	420	338	352	362	371
비유동자산	21,617	21,040	21,668	22,296	22,925
유형자산	8,468	8,439	9,039	9,639	10,239
무형자산	1,553	1,198	1,198	1,198	1,198
투자자산	7,146	7,050	7,077	7,106	7,135
기타비유동자산	4,450	4,353	4,354	4,353	4,353
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	24,734	24,477	25,346	26,099	26,946
유동부채	4,790	3,998	4,248	4,290	4,350
단기차입금	900	564	564	564	564
매입채무	662	588	721	741	760
유동성장기부채	1,675	1,357	1,357	1,357	1,357
기타유동부채	1,553	1,489	1,606	1,628	1,669
비유동부채	8,929	9,723	9,735	9,747	9,825
사채	3,588	4,669	4,669	4,669	4,669
장기차입금	2,286	1,967	1,967	1,967	1,967
장기금융부채	44	57	57	57	57
기타비유동부채	3,011	3,030	3,042	3,054	3,132
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,718	13,720	13,982	14,036	14,174
지배주주지분	8,889	8,354	8,788	9,293	9,803
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,189	1,181	1,181	1,181	1,181
자본조정 등	-2,975	-2,978	-2,978	-2,978	-2,978
기타포괄이익누계액	-83	-157	-157	-157	-157
이익잉여금	10,283	9,835	10,270	10,774	11,284
비지배주주지분	2,127	2,403	2,576	2,770	2,969
자본총계	11,016	10,757	11,364	12,063	12,772

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	7,162	-2,058	8,438	9,517	9,734
EPS(지배순이익 기준)	5,817	-2,649	6,579	7,422	7,591
BPS(자본총계 기준)	116,323	113,585	120,002	127,378	134,868
BPS(지배지분 기준)	93,859	88,213	92,805	98,125	103,513
DPS	1,900	1,900	2,000	2,100	2,200
P/E(당기순이익 기준)	7.2	-18.2	4.6	4.1	4.0
P/E(지배순이익 기준)	8.9	-14.2	5.9	5.2	5.1
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	7.2	14.2	6.8	6.2	6.1
배당수익률	3.7	5.1	5.1	5.4	5.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-35.2	적전	흑전	12.8	2.3
EPS(지배순이익 기준)	-39.9	적전	흑전	12.8	2.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.2	-1.7	7.1	7.6	7.3
ROE(지배순이익 기준)	6.3	-2.8	7.2	7.7	7.4
ROA	2.8	-0.8	3.2	3.5	3.4
안정성 (%)					
부채비율	124.5	127.6	123.0	116.4	111.0
순차입금비율	69.6	66.6	64.7	60.5	55.9
이자보상배율	6.2	3.0	6.1	6.8	6.9

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.10.10	BUY	72,000	-27.91	-24.03
2019.04.10	AFTER 6M	72,000	-34.54	-24.72
2020.05.29	BUY	50,000	-27.14	-18.30
2020.08.26	BUY	44,000	-23.72	-12.50
2020.11.17	BUY	50,000	-22.87	-16.80
2021.04.08	BUY	50,000		

▶ 최근 2년간 GS 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 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.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 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 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	144건	88.3%
보유	19건	11.7%
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.