Company Note
2021. 05. 10

GS
(078930)

BUY
TP 66,000원

GS칼텍스 실적 서프라이즈. 발전 계열사도 회복

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

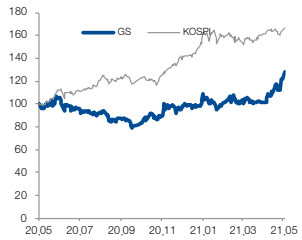
현재주가 (5/10)	49,300원
상승여력	33.9%
시가총액	4,581십억원
발행주식수	92,915천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	49,300원/30,300원
일평균 거래대금 (60일)	19십억원
외국인지분율	18.40%
주요주주	허창수 외 50 인 50.32%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	26.7	27.1	33.8
상대주가(%p)	22.2	21.2	1.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	6,579	7,422	50,000
After	11,849	10,982	66,000
Consensus	7,497	8,148	52,167
Cons. 차이	58.0%	34.8%	26.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q21 실적은 컨센서스와 당사전망치를 대폭 상회하는 서프라이즈 기록
- 정제마진 회복은 더디지만, 윤활기유 강세 및 하반기 MFC 준공으로 이익 회복세 이어갈 것
- 발전자회사 역시 SMP 상승 및 전력수요 개선으로 이익 개선
- 전 계열사 실적 개선으로 배당투자 매력 높아질 전망
- 투자의견 Buy, 목표주가 66,000원으로 상향

주요이슈 및 실적전망

- 1Q21 실적은 매출액 4.3조원(17.3% qoq, +2.1% yoy), 영업이익 7,064억원(+152.5% qoq, +7,365.6 yoy) 기록하며 컨센서스를 대폭 상회하는 호실적 기록
- GS 칼텍스 실적은 영업이익 6,326억원(흑전 qoq, 흑전 yoy) 기록하여 전분기 및 전년동기비 흑자전환. 정유부문 실적은 유가상승 효과를 감안하면, BEP를 소폭 상회하는 수준인 것으로 추정되나, 윤활기유 및 화학부문 견조한 실적 기록
- 2Q21 실적은 유가 상승효과가 전분기비 감소하겠으나, 정제마진 개선효과 및 가동률 상승으로 견조한 수준의 이익 이어갈 전망
- SMP 상승 및 전력수요 개선으로 GS EPS, GS파워 등 발전 자회사 실적 역시 지속 개선 중
- 올해 GS칼텍스 및 발전자회사 실적 지속으로 재무구조 개선 및 배당 확대 기대됨. 전년 최악의 상황에서도 1,900원 DPS 기록한 것을 감안하면 올해 배당은 상당폭 개선될 가능성도 있음

주가전망 및 Valuation

- 최근 정유사 주가 상승 및 GS칼텍스 실적 개선 등을 감안하여 목표주가 상향
- GS칼텍스 시가총액은 순차입금 8.4조를 감안하더라도 10조원 수준. 30% 할인시 적정 가치는 3.4조원 수준으로 반영
- 배당 매력 확대에 따라 주가 재평가 이어질 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	17,706	2,194	1,105	2,194	11,849	흑전	4.2	0.5	6.3	12.5	4.3
2022F	18,384	2,278	1,024	2,278	10,982	-7.3	4.5	0.5	6.0	10.6	4.5
2023F	18,846	2,330	1,053	2,330	11,296	2.9	4.4	0.4	5.7	10.0	4.7

** K-IFRS 연결 기준*

현대차증권

〈표1〉 GS 1분기 잠정실적 요약 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	1Q21P	1Q20	4Q20	(YoY)	(QoQ)	1Q21	대비	1Q21	대비
매출액	4,284.6	4,196.1	3,652.9	2.1%	17.3%	4,348.5	-1.5%	4,240.2	1.0%
영업이익	706.4	9.5	279.7	7365.6%	152.5%	246.3	186.8%	483.3	46.2%
영업이익률	16.5%	0.2%	7.7%	16.3%	8.8%	5.7%	10.8%	11.4%	5.1%
세전이익	827.0	-56.6	-61.1	흑전	흑전	246.3	235.7%	378.6	118.4%
지배지분순이익	549.8	-338.2	-135.2	흑전	흑전	101.4	442.1%	164.8	233.7%

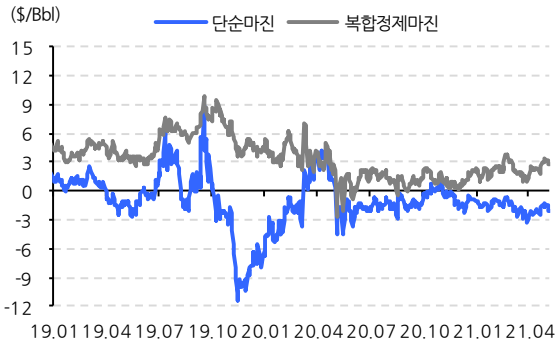
자료 :GS, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	2021F					2022F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	17,706.3	17,564.8	0.8%	17,124.1	3.4%	18,384.1	18,390.0	0.0%	17,124.1	7.4%
영업이익	2,194.3	2,010.2	9.2%	1,780.4	23.2%	2,278.1	2,234.6	1.9%	1,780.4	28.0%
영업이익률	12.4%	11.4%	0.9%p	10.4%	2.0%p	12.4%	12.2%	0.2%p	10.4%	2.0%p
지배지분순이익	1,104.6	614.9	79.6%	651.0	69.7%	1,024.0	693.3	47.7%	651.0	57.3%

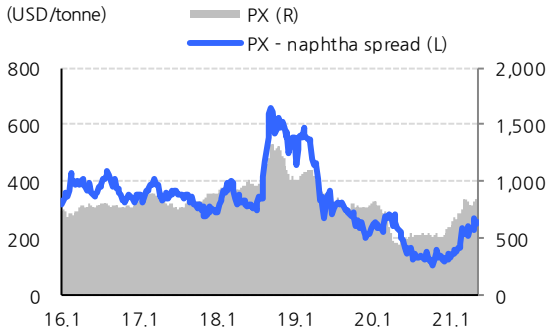
자료 : GS, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 정제마진 추이



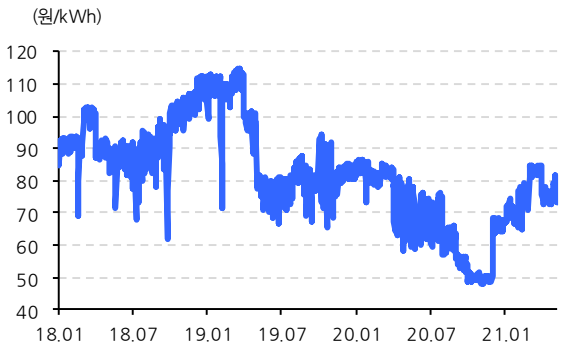
자료 : Petronet, 현대차증권

〈그림2〉 PX마진 추이



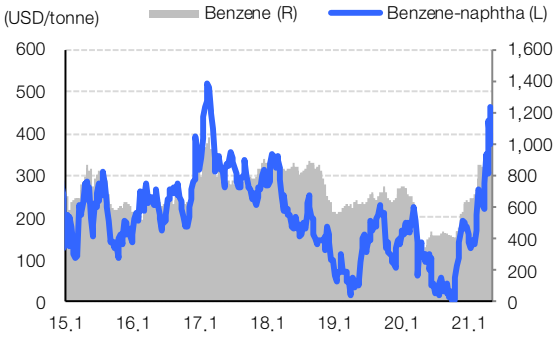
자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림3〉 SMP 추이



자료 : Epsis, 현대차증권

〈그림4〉 Benzene Spread 추이



자료 : Cischem, 현대차증권

〈표3〉 GS칼텍스 실적 전망

	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	**22,828**	**30,074**	**32,815**	**7,072**	**4,638**	**5,458**	**5,661**	**6,427**	**7,217**	**8,220**	**8,210**
% QoQ				-18.7%	-34.4%	17.7%	3.7%	13.5%	12.3%	13.9%	-0.1%
% YoY	-31.4%	31.7%	9.1%	-11.1%	-39.5%	-39.0%	-34.9%	-9.1%	55.6%	50.6%	45.0%
정유	17,702	23,254	25,751	5,509	3,476	4,275	4,443	4,944	5,428	6,442	6,439
% QoQ				-21.2%	-36.9%	23.0%	3.9%	11.3%	9.8%	18.7%	-0.1%
% YoY	-32.6%	31.4%	10.7%	-10.8%	-40.9%	-40.6%	-36.5%	-10.3%	56.2%	50.7%	44.9%
석유화학	3,964	5,179	5,411	1,244	897	883	940	1,124	1,365	1,342	1,348
% QoQ				-11.2%	-27.9%	-1.6%	6.4%	19.7%	21.4%	-1.7%	0.4%
% YoY	-31.1%	30.7%	4.5%	-14.3%	-38.6%	-38.7%	-32.9%	-9.7%	52.2%	52.1%	43.4%
윤활기유	1,162	1,641	1,653	318	265	300	279	359	424	435	423
% QoQ				6.2%	-16.6%	13.3%	-7.1%	28.5%	18.2%	2.8%	-2.7%
% YoY	-7.8%	41.2%	0.7%	-2.5%	-19.7%	-1.8%	-6.8%	12.8%	59.8%	44.9%	51.8%
영업이익	**-392**	**1,769**	**1,765**	**-1,032**	**-133**	**297**	**476**	**633**	**386**	**363**	**387**
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	60.3%	32.8%	-38.9%	-5.9%	6.4%
% YoY	적전	흑전	-0.2%	적전	적전	-7.8%	404.3%	흑전	흑전	22.3%	-18.8%
정유	-1,183	1,052	1,086	-1,119	-215	247	-95	462	188	186	216
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	적전	흑전	-59.4%	-0.7%	16.0%
% YoY	적전	흑전	3.3%	적전	적전	17.0%	적전	흑전	흑전	-24.5%	흑전
석유화학	1	211	210	20	27	-14	-32	46	66	51	48
% QoQ	-	-	-	-31.8%	31.7%	적전	적지	흑전	44.8%	-22.5%	-5.3%
% YoY	-99.6%	16154%	-0.5%	-84.2%	-66.9%	적전	적전	125.7%	148.2%	흑전	흑전
윤활기유	262	506	469	67	55	64	76	125	133	126	122
% QoQ	-	-	-	77.3%	-17.7%	15.7%	18.6%	64.7%	6.3%	-5.1%	-3.1%
% YoY	150.0%	92.9%	-7.3%	361.7%	66.6%	231.6%	100.3%	86.0%	140.2%	97.0%	61.0%
영업이익률	**-1.7%**	**5.9%**	**5.4%**	**-14.6%**	**-2.9%**	**5.4%**	**8.4%**	**9.8%**	**5.4%**	**4.4%**	**4.7%**
정유	-6.7%	4.5%	4.2%	-20.3%	-6.2%	5.8%	-2.1%	9.3%	3.5%	2.9%	3.4%
석유화학	0.0%	4.1%	3.9%	1.6%	3.0%	-1.5%	-3.4%	4.1%	4.8%	3.8%	3.6%
윤활기유	22.6%	30.8%	28.4%	21.1%	20.9%	21.3%	27.2%	34.9%	31.4%	29.0%	28.9%
지배지분순이익	**-770**	**1,070**	**1,190**	**-1,032**	**-80**	**262**	**80**	**319**	**256**	**239**	**256**
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	-69.3%	296.5%	-19.8%	-6.8%	7.3%
% YoY	-263.3%	-239.0%	11.2%	적전	적전	21.8%	-12.7%	흑전	흑전	-9.1%	218.4%

자료: GS칼텍스, 현대차증권

〈표4〉 GS 연결실적 추이 및 전망

	2020F	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F
매출액	**15,444**	**17,706**	**18,384**	**4,196**	**3,665**	**3,930**	**3,653**	**4,285**	**4,403**	**4,496**	**4,523**
% QoQ	-	-	-	-3.2%	-12.6%	7.2%	-7.0%	17.3%	2.8%	2.1%	0.6%
% YoY	-13.2%	14.6%	3.8%	-5.0%	-18.7%	-13.1%	-15.8%	2.1%	20.1%	14.4%	23.8%
GS 리테일	8,862	9,275	9,554	2,142	2,211	2,349	2,161	2,100	2,353	2,481	2,341
GS 글로벌	2,815	2,685	2,765	868	664	641	642	680	684	661	661
GS EPS	757	909	851	213	148	209	187	273	196	206	235
GS E&R	1,381	1,444	1,492	416	311	320	335	364	346	346	388
지분법 이익	-281	1,274	1,585	-478	-22	153	66	260	322	312	380
임대 수익	196	186	186	46	48	51	50	46	46	46	46
상표권 수익	46	53	52	12	11	10	13	12	14	12	15
에너지 및 기타	1,667	1,881	1,900	977	294	197	199	549	441	433	457
영업이익	**921**	**2,194**	**2,278**	**9**	**157**	**474**	**280**	**706**	**498**	**523**	**467**
% QoQ	-	-		-98.0%	1562.2%	201.4%	-41.0%	152.5%	-29.5%	5.1%	-10.6%
% YoY	-54.7%	138.4%	3.8%	-98.2%	-67.8%	-14.0%	-41.9%	7365.6%	216.5%	10.3%	67.1%
영업이익률	**6.0%**	**12.4%**	**12.4%**	**0.2%**	**4.3%**	**12.1%**	**7.7%**	**16.5%**	**11.3%**	**11.6%**	**10.3%**
GS 칼텍스	-385	535	595	-516	-40	131	40	160	128	119	128
GS 리테일	253	279	287	89	59	79	26	38	85	102	54
GS 글로벌	32	21	22	20	14	7	-9	8	15	8	-9
GS EPS	93	137	143	34	10	45	5	35	25	41	35
GS E&R	106	155	134	58	12	5	31	51	31	35	39
에너지 및 기타	578	828	860	267	42	145	124	357	153	159	159
세전이익	431	2,143	2,047	-57	102	447	-61	827	432	458	426
당기순이익	-188	1,175	1,089	-295	10	271	-173	585	177	222	192
지배지분순이익	**-243**	**1,105**	**1,024**	**-338**	**-3**	**234**	**-135**	**550**	**166**	**209**	**180**
% QoQ	-	-	-	적전	적지	흑전	적전	-506.6%	-69.8%	25.5%	-13.6%
% YoY	-144.6%	-555.1%	-7.3%	적전	적전	13.2%	적전	-262.6%	-5252.8%	-10.9%	-233.2%

자료: GS, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	17,786	15,444	17,706	18,384	18,846
증가율 (%)	0.2	-13.2	14.6	3.8	2.5
매출원가	13,804	12,686	13,269	13,777	14,128
매출원가율 (%)	77.6	82.1	74.9	74.9	75.0
매출총이익	3,982	2,759	4,438	4,607	4,718
매출이익률 (%)	22.4	17.9	25.1	25.1	25.0
증가율 (%)	-2.7	-30.7	60.9	3.8	2.4
판매관리비	1,949	1,838	2,243	2,329	2,388
판관비율(%)	11.0	11.9	12.7	12.7	12.7
EBITDA	2,033	921	2,194	2,278	2,330
EBITDA 이익률 (%)	11.4	6.0	12.4	12.4	12.4
증가율 (%)	-8.0	-54.7	138.2	3.8	2.3
영업이익	2,033	921	2,194	2,278	2,330
영업이익률 (%)	11.4	6.0	12.4	12.4	12.4
증가율 (%)	-8.0	-54.7	138.2	3.8	2.3
영업외손익	-259	-490	-51	-231	-222
금융수익	130	123	90	99	109
금융비용	364	339	329	330	331
기타영업외손익	-25	-274	188	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,774	431	2,143	2,047	2,109
세전계속사업이익률	10.0	2.8	12.1	11.1	11.2
증가율 (%)	-8.6	-75.7	397.2	-4.5	3.0
법인세비용	1,105	619	968	958	989
계속사업이익	669	-188	1,175	1,089	1,120
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	669	-188	1,175	1,089	1,120
당기순이익률 (%)	3.8	-1.2	6.6	5.9	5.9
증가율 (%)	-35.0	적전	흑전	-7.3	2.8
지배주주지분 순이익	544	-243	1,105	1,024	1,053
비지배주주지분 순이익	125	55	70	65	67
기타포괄이익	43	-105	0	0	0
총포괄이익	712	-293	1,175	1,089	1,120

(단위:십억원)

재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	3,117	3,437	4,079	4,404	4,834
현금성자산	737	743	1,037	1,309	1,690
단기투자자산	222	546	546	546	546
매출채권	951	822	999	1,027	1,053
재고자산	462	377	534	549	563
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	25,746	26,700	27,759
유동부채	4,790	3,998	4,260	4,303	4,363
단기차입금	900	564	564	564	564
매입채무	662	588	728	748	767
유동성장기부채	1,675	1,357	1,357	1,357	1,357
기타유동부채	1,553	1,489	1,611	1,634	1,675
비유동부채	8,929	9,723	9,735	9,747	9,824
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	3,131
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,718	13,720	13,995	14,050	14,187
지배주주지분	8,889	8,354	9,278	10,113	10,967
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	10,759	11,594	12,449
비지배주주지분	2,127	2,403	2,473	2,538	2,605
자본총계	11,016	10,757	11,751	12,651	13,572

(단위:십억원)

현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	1,586	1,738	996	1,074	1,194
당기순이익	669	-188	1,175	1,089	1,120
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	-179	-15	74
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	-74	-174	-184
차입금의 증가(감소)	-97	-306	0	0	0
사채의증가(감소)	-339	1,081	0	0	0
자본의 증가	2	-9	0	0	0
배당금	-229	-254	-180	-189	-199
기타	-503	-809	106	15	15
기타현금흐름	7	-11	0	0	0
현금의증가(감소)	83	6	295	272	381
기초현금	654	737	743	1,037	1,309
기말현금	737	743	1,037	1,309	1,690

(단위:원, 배, %)

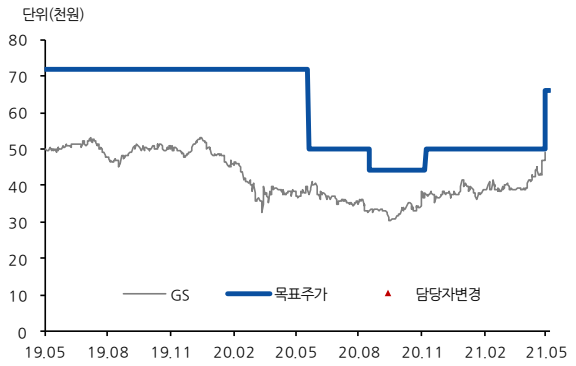
주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	7,162	-2,058	12,603	11,681	12,015
EPS(지배순이익 기준)	5,817	-2,649	11,849	10,982	11,296
BPS(자본총계 기준)	116,323	113,585	124,089	133,587	143,316
BPS(지배지분 기준)	93,859	88,213	97,976	106,789	115,812
DPS	1,900	1,900	2,000	2,100	2,200
P/E(당기순이익 기준)	7.2	-18.2	3.9	4.2	4.1
P/E(지배순이익 기준)	8.9	-14.2	4.2	4.5	4.4
P/B(자본총계 기준)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	7.2	14.2	6.3	6.0	5.7
배당수익률	3.7	5.1	4.3	4.5	4.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-35.2	적전	흑전	-7.3	2.9
EPS(지배순이익 기준)	-39.9	적전	흑전	-7.3	2.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	6.2	-1.7	10.4	8.9	8.5
ROE(지배순이익 기준)	6.3	-2.8	12.5	10.6	10.0
ROA	2.8	-0.8	4.7	4.2	4.1
안정성 (%)					
부채비율	124.5	127.6	119.1	111.1	104.5
순차입금비율	69.6	66.6	59.3	53.1	46.8
이자보상배율	6.2	3.0	6.7	6.9	7.0

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2019.01.08	BUY	72,000	-27.68	-24.03
2019.07.08	AFTER 6M	72,000	-36.09	-26.11
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	-21.48	-6.60
2021.05.10	BUY	66,000		

▶ 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.

▶ 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 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 (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.