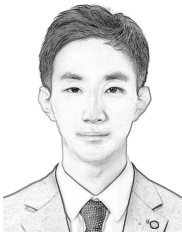


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sks.co.kr
02-3773-8477

Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,112 십억원
주요주주	
허창수(와52)	52.09%
국민연금공단	8.07%
외국인지분률	18.30%
배당수익률	4.30%

Stock Data

주가(21/04/29)	44,250 원
KOSPI	3174.07 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	44,900 원
52주 최저가	30,300 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.9%	8.9%
6개월	30.9%	-4.0%
12개월	14.8%	-29.6%

GS (078930/KS | 매수(신규편입) | T.P 60,000 원(신규편입))

GS 칼텍스 반등, GS 에 바톤터치

1Q 영업이익은 4,647 억원이 예상돼 컨센서스 소폭 하회하는 실적 기대. 다만, 전분기 대비해서는 영업이익 66% 상향된 실적을 기대. SMP 가격 상승에 따른 에너지 연결회사의 실적 반등과 정유 GS 칼텍스의 회복세 예상. 또한, 올해부터 가시화되는 글로벌 백신 보급에 따라 정유 업황의 회복 및 제품별 spread 개선 가능하다고 판단. Valuation 은 SOTP 기준 Target Value 5.5 조원 부여, 목표주가 60,000 원 투자의견 매수를 제시함

GS 칼텍스 초록불 목전

1 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 4 조 2,700 억원, 4,647 억원이 예상돼 04/29 일 기준 컨센서스(4.2 조원 / 4,864 억원)와 소폭 하회하는 수준 예상한다. 다만, 전분기 대비 영업이익 66% 상향된 실적 기대된다. 기본적으로 SMP 가져 4 분기 평균 55.5 원 /kwh 에서 1 분기 76.3 원/kwh 까지 상승했기에 에너지 부문의 실적 반등 기대된다. 동시에 GS 칼텍스도 1 분기 흑전을 시작으로 정유 본업의 회복세가 기대된다. 가솔린-Dubai 유 spread 는 1 분기 평균 \$7/bbl 에서 \$11/bbl 까지 개선되었다.

GS 파워+GS 홈쇼핑 지분 인수/합병

동사는 GS 파워 지분 인수(3 월, 50%→100%)와, GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병(7 월)으로 매출/영업이익 단의 양적 성장이 기대된다. 동시에 GS 파워의 경우 과거 5 년간 ROE 16.8%를 기록했으며 상대적으로 낮은 변동성을 보였다. 7,100 억원 자력으로 가격 부담 우려 있으나 장기적인 수익성 기준 인수 가치 충분해 보인다.

투자의견 매수, 목표주가 60,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 에너지 관련 비즈니스의 안정적인 수익창출과 함께 GS 칼텍스의 방향성이 중요해 보인다. 정유 업황 백신 보급률 확대에 따라 가솔린, 등경유 마진 회복되는 국면을 보이고 있어 GS 칼텍스의 실적 회복을 포인트로 보고있다. Valuation 은 SOTP 적용해 Target Value 우선주, 순차입금을 제외하고 5.5 조원 부여. 이에 목표주가 60,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	17,744	17,786	15,444	17,055	17,770	18,992
yoy	%	13.9	0.2	-13.2	10.4	4.2	6.9
영업이익	십억원	2,210	2,033	921	1,804	1,952	2,039
yoy	%	8.3	-8.0	-54.7	96.0	8.2	4.5
EBITDA	십억원	2,210	2,033	921	1,804	1,952	2,039
세전이익	십억원	1,940	1,774	431	1,614	1,770	1,872
순이익(지배주주)	십억원	903	544	-243	1,169	1,287	1,364
영업이익률%	%	12.5	11.4	6.0	10.6	11.0	10.7
EBITDA%	%	12.5	11.4	6.0	10.6	11.0	10.7
순이익률	%	5.8	3.8	-1.2	7.2	7.6	7.5
EPS(계속사업)	원	7,261	5,744	-2,563	12,340	13,587	14,407
PER	배	7.1	9.0	N/A	3.6	3.3	3.1
PBR	배	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	6.6	8.2	16.3	8.5	7.7	7.1
ROE	%	11.1	6.3	-2.8	13.3	13.2	12.6
순차입금	십억원	7,603	9,403	8,847	8,626	8,188	7,738
부채비율	%	115.0	124.5	127.6	121.3	113.9	107.6

1. Highlight View 3

(1) GS 지주, GS 칼텍스 동반자

GS Valuation은 우하향을 시험해 PBR 0.5 저점 구간에 머물러 있다. GS Valuation에 ROE는 동일하게 중요한 지표인데 최근 주가하락은 ROE의 하향세로도 설명이 된다. 그리고 이러한 약세를 견인한 주요 요인 중 하나는 GS 칼텍스의 부진이다. GS 칼텍스는 GS 지주 실적 변동에 큰 기여를 하고 있기에 앞으로도 GS 칼텍스 실적 중요하다.

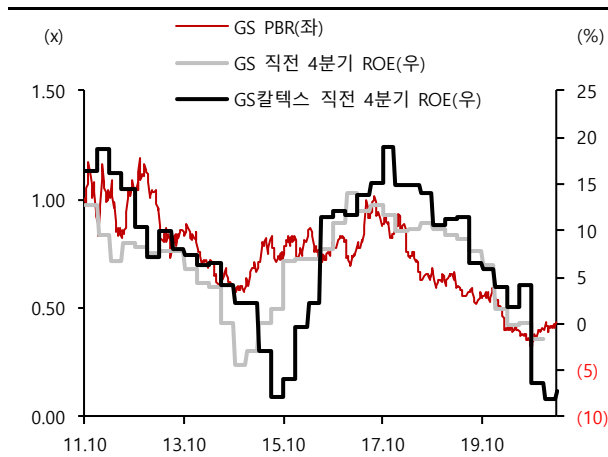
(2) GS 칼텍스 주황불, 초록불 목전

그런데 최근 GS 칼텍스 본업의 회복세가 기대된다. 역시 이유는 글로벌 백신 보급 확대로 확인이 되며, 가솔린-Dubia 유 spread의 경우 지속 우상향을 보여 1분기 평균 \$7/bbl에서 \$11/bbl까지 개선되었다. 근래에는 등경유 Spread 또한 개선되는 모습을 보이고 있어, 글로벌 백신 보급 소식 및 일부 활동 재개에 맞추어 실적 우상향 기대된다. 또한, GS칼텍스의 가스 베이스 MFC 증설로 인한 이익 확대도 기대된다.

(3) GS 파워+GS 홈쇼핑 지분 인수/합병

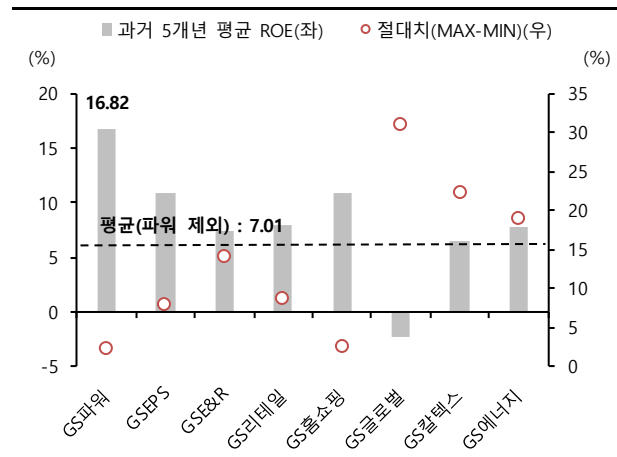
올해 GS 이벤트를 뽑자면, GS 파워 지분 인수(3월, 50%→100%)와, GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병(7월)일 것이다. GS 파워는 7,100억원을 지불해 나머지 지분을 매입하는 것인데, 장부가 기준 P/B 1.7배(과거 투자 합산 평균)에 달하는 수준이나, 5년평균 ROE 16.8% 적용, PBR-ROE 산정 3배가까이 부여 가능해 미래 수익성 기준 가격부담 덜해 보인다. 또한, GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병 이후 외형적인 실적 성장 기대된다.

GS Valuation은 여전히 GS 칼텍스 중요



자료: Dataguide, SK 증권

ROE 기준 GS 파워 변동성/수익성 측면 모두 우수



자료: Dataguide, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	4,196.1	3,665.5	3,831.5	3,552.6	4,270.0	1.8%	20.2%	15,444.2	17,054.5	17,770.2
영업이익	9.5	157.3	474.1	279.7	464.7	4811.4%	66.1%	920.6	1,803.8	1,951.6
영업이익률	0.2%	4.3%	12.4%	7.9%	10.9%	10.7%	3.0%	6.0%	10.6%	11.0%
세전이익	-56.6	101.6	447.0	-61.1	320.8	흑전	흑전	430.8	1,614.1	1,769.9
세전이익률	-1.3%	2.8%	11.7%	-1.7%	7.5%	8.9%	9.2%	2.8%	9.5%	10.0%
지배순이익	-338.2	-3.2	233.9	-135.2	200.2	흑전	흑전	-242.7	1,168.6	1,286.7
지배주주순이익률	-8.1%	-0.1%	6.1%	-3.8%	4.7%	12.7%	8.5%	-1.6%	6.9%	7.2%
사업부별 매출액										
임대	46	48	51	50	48	3.1%	-5.1%	196	203	209
상표권	12	11	10	13	15	22.1%	13.6%	46	61	63
연결자회사	4,083	3,583	3,832	3,553	4,109	0.6%	15.7%	15,050	16,417	17,143
지분법	55	23	37	37	99	79.8%	168.2%	152	374	355
GS 칼텍스 매출액										
전체	7,072	4,637	5,458	5,134	7,104	0.5%	38.4%	22,301	29,353	29,913
정유	5,509	3,476	4,275	3,915	5,508	0.0%	40.7%	17,175	22,840	23,594
화학	1,244	897	883	940	1,208	-2.9%	28.6%	3,964	4,967	4,811
유탄유	318	265	300	279	388	22.2%	39.3%	1,162	1,547	1,508
GS칼텍스 영업이익										
전체	-1,031.8	-133.3	297.1	-51.2	698.5	흑전	흑전	-919.2	1,664.5	1,816.9
이익률	-14.6%	-2.9%	5.4%	-1.0%	9.8%	24.4%	10.8%	-4.1%	5.7%	6.1%
정유	-1,119.3	-215.2	246.7	-95.2	517.5	흑전	흑전	-1,182.9	964.1	1,222.5
이익률	-20.3%	-6.2%	5.8%	-2.4%	9.4%	29.7%	11.8%	-6.9%	4.2%	5.2%
화학	20.2	26.6	-13.6	-31.9	64.5	218.7%	흑전	1.4	294.2	247.6
이익률	1.6%	3.0%	-1.5%	-3.4%	5.3%	3.7%	8.7%	0.0%	5.9%	5.1%
유탄유	67.2	55.3	64.0	75.9	116.5	73.4%	53.6%	262.3	406.1	346.8
이익률	21.2%	20.8%	21.3%	27.2%	30.0%	8.8%	2.8%	22.6%	26.3%	23.0%

자료: GS, SK 증권 추정

3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	시총/장부가액	산정가치	비고
상장사				
GS 리테일	66%	2,889.2	1,539.9	2021-04-28 1M 평균 시가총액, 할인률 20%
GS 홈쇼핑	36%	991.1	286.2	2021-04-28 1M 평균 시가총액, 할인률 20%
GS 글로벌	51%	212.9	86.4	2021-04-28 1M 평균 시가총액, 할인률 20%
비상장사				
GS 칼텍스	50%		7,297.2	Target P/B(1.77)*과거 10년 ROE 할인(0.8)*지분율 적용 (Target P/B: S-oil 시장 컨센, 자체 Target 평균)
GS 파워	50%	413	206.5	4Q20
GS 에너지(칼텍스/파워 제외)	100%	365.4	321.2	4Q20
GSE&R	88%	867.4	607.2	4Q20
GSEPS	70%	755.2	755.2	4Q20
GS 스포츠	100%	7.5	7.5	4Q20
임대/로열티			3,317.8	5개년 추정 기준 NPV
SUM			14,425	
순차입금			8,778	4Q20
우선주 시가총액			64	04월 29일
Target Value			5,583	
유통주식수(주)			92,895,495	
산정 주가(원)			60,097	
목표주가(원)			60,000	
현재주가(원)			44,250	04월 29일
Upside			35.6%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.04.30	매수	60,000원	6개월		
2021.04.26	담당자 변경				
2020.09.28	매수	40,000원	6개월	-5.20%	12.25%
2020.03.30	매수	48,000원	6개월	-24.33%	-14.90%
2019.10.07	매수	60,000원	6개월	-20.21%	-11.33%
2019.07.02	매수	60,000원	6개월	-17.45%	-11.83%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 4 월 30 일 기준)

매수	90.83%	중립	9.17%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,117	3,437	4,017	4,725	5,496
현금및현금성자산	737	743	1,163	1,801	2,451
매출채권및기타채권	1,066	950	1,049	1,093	1,168
재고자산	462	377	416	434	464
비유동자산	21,617	21,040	21,860	22,552	23,327
장기금융자산	921	805	805	805	805
유형자산	8,468	8,439	9,009	9,579	10,149
무형자산	1,553	1,198	1,202	1,206	1,210
자산총계	24,734	24,477	25,876	27,277	28,823
유동부채	4,790	3,998	4,167	4,243	4,372
단기금융부채	3,036	2,367	2,367	2,367	2,367
매입채무 및 기타채무	1,107	1,027	1,134	1,181	1,263
단기충당부채	13	53	58	60	64
비유동부채	8,929	9,723	10,014	10,283	10,566
장기금융부채	7,651	8,380	8,580	8,780	8,980
장기매입채무 및 기타채무	4	2	2	2	2
장기충당부채	167	150	150	150	151
부채총계	13,718	13,720	14,181	14,525	14,938
지배주주지분	8,888	8,354	9,271	10,306	11,419
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,189	1,181	1,181	1,181	1,181
기타자본구성요소	-2,975	-2,978	-2,978	-2,978	-2,978
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	10,283	9,835	10,823	11,930	13,115
비지배주주지분	2,127	2,403	2,424	2,445	2,467
자본총계	11,016	10,757	11,695	12,752	13,886
부채외자본총계	24,734	24,477	25,876	27,277	28,823

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,640	1,806	1,222	1,431	1,428
당기순이익(손실)	669	-188	1,224	1,342	1,419
비현금성항목등	2,199	2,436	580	610	620
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1,384	1,618	-56	-56	-56
운전자본감소(증가)	-167	180	-191	-92	-158
매출채권및기타채권의 감소(증가)	66	157	-99	-44	-75
재고자산감소(증가)	-8	116	-39	-17	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-121	-150	107	48	81
기타	-104	58	-160	-78	-134
법인세납부	-1,060	-623	-391	-428	-453
투자활동현금흐름	-111	-1,202	-512	-498	-477
금융자산감소(증가)	285	-651	0	0	0
유형자산감소(증가)	-630	-561	-570	-570	-570
무형자산감소(증가)	-2	-4	-4	-4	-4
기타	237	14	62	76	97
재무활동현금흐름	-1,454	-586	-290	-296	-301
단기금융부채증가(감소)	-418	-424	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-541	117	200	200	200
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-229	-254	-180	-180	-180
기타	-266	-26	-310	-316	-321
현금의 증가(감소)	83	6	421	638	650
기초현금	654	737	743	1,163	1,801
기말현금	737	743	1,163	1,801	2,451
FCF	-876	355	602	813	814

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,786	15,444	17,055	17,770	18,992
매출원가	13,804	12,686	13,144	13,615	14,597
매출총이익	3,982	2,759	3,910	4,155	4,395
매출총이익률 (%)	22.4	17.9	22.9	23.4	23.1
판매비와관리비	1,949	1,838	2,107	2,204	2,357
영업이익	2,033	921	1,804	1,952	2,039
영업이익률 (%)	11.4	6.0	10.6	11.0	10.7
비영업손익	-260	-490	-190	-182	-166
순금융비용	266	257	247	239	224
외환관련손익	-2	12	2	2	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,774	431	1,614	1,770	1,872
세전계속사업이익률 (%)	10.0	2.8	9.5	10.0	9.9
계속사업법인세	1,105	619	391	428	453
계속사업이익	669	-188	1,224	1,342	1,419
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	669	-188	1,224	1,342	1,419
순이익률 (%)	3.8	-1.2	7.2	7.6	7.5
지배주주	544	-243	1,169	1,287	1,364
지배주주귀속 순이익률(%)	3.06	-1.57	6.85	7.24	7.18
비지배주주	125	55	55	55	55
총포괄이익	712	-293	1,118	1,237	1,314
지배주주	590	-314	1,097	1,215	1,293
비지배주주	122	21	21	21	21
EBITDA	2,033	921	1,804	1,952	2,039

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	0.2	-13.2	10.4	4.2	6.9
영업이익	-8.0	-54.7	96.0	8.2	4.5
세전계속사업이익	-8.6	-75.7	274.7	9.7	5.8
EBITDA	-8.0	-54.7	96.0	8.2	4.5
EPS(계속사업)	-20.9	적전	흑전	10.1	6.0
수익성 (%)					
ROE	6.3	-2.8	13.3	13.2	12.6
ROA	2.8	-0.8	4.9	5.1	5.1
EBITDA마진	11.4	6.0	10.6	11.0	10.7
안정성 (%)					
유동비율	65.1	86.0	96.4	111.4	125.7
부채비율	124.5	127.6	121.3	113.9	107.6
순차입금/자기자본	85.4	82.3	73.8	64.2	55.7
EBITDA/이자비용(배)	6.2	3.0	5.8	6.2	6.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,744	-2,563	12,340	13,587	14,407
BPS	93,859	88,213	97,897	108,829	120,581
CFPS	5,744	-2,563	12,340	13,587	14,407
주당 현금배당금	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.5	N/A	3.6	3.3	3.1
PER(최저)	7.9	N/A	2.9	2.7	2.5
PBR(최고)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR(최저)	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
PCR	9.0	-14.7	3.6	3.3	3.1
EV/EBITDA(최고)	8.3	17.6	8.6	7.7	7.2
EV/EBITDA(최저)	7.9	15.5	8.1	7.3	6.8