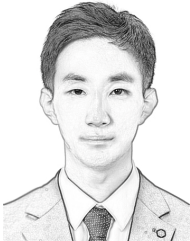


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sk.com
02-3773-8477

Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,940 십억원
주요주주	
허창수(와52)	52.10%
국민연금공단	8.38%
외국인지분률	19.20%
배당수익률	4.50%

Stock Data

주가(21/08/11)	42,400 원
KOSPI	3243.19 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	50,000 원
52주 최저가	30,300 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.8%	-4.5%
6개월	9.3%	4.5%
12개월	21.1%	-10.9%

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

안정적인 성장의 추이

2Q 영업이익은 4,855 억원을 기록해 컨센서스에 부합. GS 칼텍스는 전분기 대비 유가 상승폭의 둔화로 재고관련이익은 감소 했으나 견조한 실적을 시현. 유통기류 사업부도 타이트한 수급에 고마진을 기록. 하반기 진입하며 회복세의 정유 정제마진 및 GS 리테일 통합 출범에 따른 외형성장이 기대됨. Valuation 은 SOTP 기준 Target Value 5.6 조원을 부여 목표주가는 60,000 원을 유지, 투자 의견은 매수를 제시함

2 분기도 안정적으로

2 분기 매출액과 영업이익은 각각 4 조 4,405 억원, 4,855 억원 기록해 시장 기대치(4.1 조원 / 4,630 억원, 8/9 기준)에 부합하는 실적을 시현했다. GS 칼텍스는 유가 상승폭이 컸던 1 분기 대비 유가 상승폭이 둔화되면서 재고관련이익 및 영업이익이 감소했다. 유통기류는 타이트한 수급에 고마진(39%)을 기록했다. 반면, GS 파워, GS E&R 은 계절적 영향이외에도 정기보수 등의 영향으로 전분기 대비 감익했다.

회복의 GS 칼텍스 + GS 홈쇼핑 합병

복합정제마진은 꾸준히 개선되는 그림이다. 1 분기 \$ 2.46/bbl → 2 분기 \$2.79/bbl → 3 분기 누적 평균 \$3.64/bbl 로 올라왔다. GS 칼텍스의 본업 회복은 유효하다고 판단한다. 또한, 지난 GS 파워 지분 인수(3 월, 50%→100%)에 이어 GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병(7 월)이 있었다. GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병 이후 연결인식으로 인한 외형적인 실적 성장이 기대된다. GS 홈쇼핑은 GS 파워와 유사하게 높은 ROE 를 보유한 것으로 확인된다.

투자 의견 매수, 목표주가 60,000 원 유지

정유 제품에 대한 견조한 수요가 이어지면서 마진이 개선되는 그림이다. GS 칼텍스의 실적 회복을 포인트로 보고있다. Valuation 은 SOTP 적용해 Target Value 5.6 조원을 산정했다. 목표주가는 60,000 원을 유지하며, 투자 의견은 매수를 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	17,744	17,786	15,444	18,334	18,834	19,284
yoy	%	13.9	0.2	-13.2	18.7	2.7	2.4
영업이익	십억원	2,210	2,033	921	2,190	2,165	2,089
yoy	%	8.3	-8.0	-54.7	137.9	-1.1	-3.5
EBITDA	십억원	2,210	2,033	921	2,190	2,165	2,089
세전이익	십억원	1,940	1,774	431	2,065	1,978	1,920
순이익(지배주주)	십억원	903	544	-243	1,339	1,333	1,301
영업이익률%	%	12.5	11.4	6.0	11.9	11.5	10.8
EBITDA%	%	12.5	11.4	6.0	11.9	11.5	10.8
순이익률	%	5.8	3.8	-1.2	8.0	7.7	7.3
EPS(계속사업)	원	7,261	5,744	-2,563	14,140	14,076	13,737
PER	배	7.1	9.0	N/A	3.0	3.0	3.1
PBR	배	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	6.6	8.2	16.3	8.0	7.9	8.1
ROE	%	11.1	6.3	-2.8	15.0	13.1	11.5
순차입금	십억원	7,603	9,403	8,847	10,903	10,394	9,920
부채비율	%	115.0	124.5	127.6	129.1	118.3	109.7

1. Highlight View 3

(1) 정제마진의 회복

GS 칼텍스의 마진은 전분기 대비 개선되었다. 다만, 유가 상승폭이 컸던 1 분기 대비 유가 상승폭이 둔화되면서 재고관련이익 및 영업이익은 감소했다. 정제마진은 회복의 움직임은 느리나 꾸준히 개선되는 모습이다. 복합정제마진 기준 1 분기 \$ 2.46/bbl → 2 분기 \$2.79/bbl → 3 분기 누적 평균 \$3.64/bbl 로 상승했다. 미국 정유 가동률이 91% 이상을 꾸준히 보여주는 점도 제품의 수요가 여전히 견조함을 보여준다. 점진적인 개선세는 당분간 유효할 것으로 판단한다.

(2) 받쳐주는 윤활기유

GS 칼텍스 윤활기유는 2Q 이익률 39% 이상을 기록해 고마진을 시현했다. 윤활기유의 평균 수출 가격은 3 월 \$873/t 에서 6 월 1,012/t 로 꾸준한 성장세를 보였다. 과거 16~17(31.4%, 26%)년 이익률 강세 구간과 유사하게 당분간 높은 이익률 지속될 수 있을 것으로 기대한다. 또한, 동사의 윤활기유 가동률은 3~4 월에 걸친 정기보수로 가동률이 2 분기 75%를 기록해 소폭 낮아졌으나 하반기에는 이전 대비 올라올 전망이다.

(3) GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병

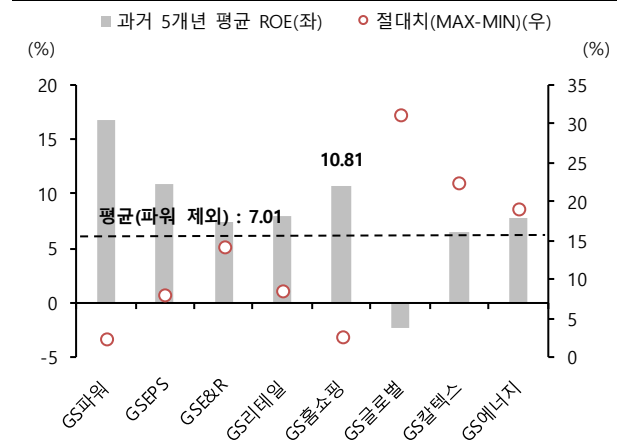
지난 GS 파워 지분 인수(3 월, 50%→100%)에 이어 GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병(7 월)이 있었다. GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병 이후 외형적인 실적 성장 기대된다. 또한, GS 홈쇼핑은 GS 파워와 유사하게 높은 ROE 를 보유한 것으로 확인된다.

복합정제마진 회복세



자료: Petronet, SK 증권

ROE 기준 GS 홈쇼핑 변동성/수익성 측면 모두 우수



자료: Dataguide, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	3,831.5	3,552.6	4,284.6	4,440.0	4,836.5	26.2%	8.9%	15,444.2	18,334.3	18,833.7
영업이익	474.1	279.7	706.4	485.5	531.8	12.2%	9.5%	920.6	2,189.6	2,164.9
영업이익률	12.4%	7.9%	16.5%	10.9%	11.0%	-1.4%	0.1%	6.0%	11.9%	11.5%
세전이익	447.0	-61.1	827.0	427.9	442.2	-1.1%	3.3%	430.8	2,064.6	1,978.1
세전이익률	11.7%	-1.7%	19.3%	9.6%	9.1%	-2.5%	-0.5%	2.8%	11.3%	10.5%
지배순이익	233.9	-135.2	549.8	184.1	273.5	16.9%	48.6%	-242.7	1,339.0	1,333.0
지배주주순이익률	6.1%	-3.8%	12.8%	4.1%	5.7%	-0.5%	1.5%	-1.6%	7.3%	7.1%
사업부별 매출액										
임대	51	50	51	50	51	-1.6%	1.0%	196	201	202
상표권	10	13	10	13	13	37.0%	6.5%	46	49	51
연결자회사	3,832	3,553	3,896	4,225	4,569	19.3%	8.2%	15,050	17,131	17,621
지분법	37	37	328	153	203	449.6%	32.6%	152	954	960
GS 칼텍스 매출액										
전체	5,458	5,134	6,427	7,747	8,095	48.3%	4.5%	22,301	30,365	31,129
정유	4,275	3,915	4,944	6,040	6,206	45.2%	2.7%	17,175	23,436	24,243
화학	883	940	1,124	1,301	1,402	58.9%	7.8%	3,964	5,199	5,136
유탄유	300	279	359	406	487	62.1%	20.0%	1,162	1,730	1,751
GS칼텍스 영업이익										
전체	297.1	-51.2	632.6	379.1	295.6	-0.5%	-22.0%	-919.2	1,806.3	1,888.0
이익률	5.4%	-1.0%	9.8%	4.9%	3.7%	-1.8%	-1.2%	-4.1%	5.9%	6.1%
정유	246.7	-95.2	463.5	134.3	62.4	-74.7%	-53.6%	-1,182.9	997.9	1,218.7
이익률	5.8%	-2.4%	9.4%	2.2%	1.0%	-4.8%	-1.2%	-6.9%	4.3%	5.0%
화학	-13.6	-31.9	44.0	85.6	67.6	흑전	-21.0%	1.4	224.6	249.2
이익률	-1.5%	-3.4%	3.9%	6.6%	4.8%	6.4%	-1.8%	0.0%	4.3%	4.9%
유탄유	64.0	75.9	125.1	159.2	165.6	158.9%	4.0%	262.3	583.8	420.2
이익률	21.3%	27.2%	34.9%	39.2%	34.0%	12.7%	-5.2%	22.6%	33.8%	24.0%

자료: GS, SK 증권 추정

3. Valuation

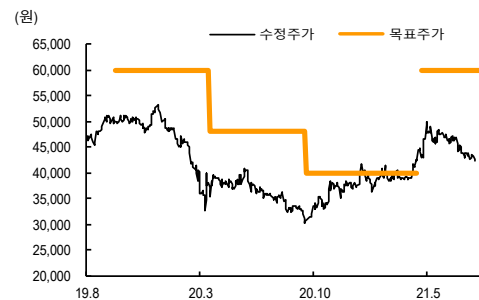
SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	시총/장부가액	산정가치	비고
상장사				
GS 리테일	66%	3,701.2	2,435.4	2021-07-16 1M 평균 시가총액
GS 글로벌	51%	232.6	117.9	2021-07-16 1M 평균 시가총액
비상장사				
GS 칼텍스	50%		6,368.1	Target P/B(1.49)*과거 10 년 ROE 할인(0.8)*지분율 적용 (Target P/B: S-oil 시장 컨센, 자체 Target 평균)
GSE&R	88%	385.2	338.6	1Q21
GSEPS	70%	874.2	611.9	1Q21
GS 에너지(칼텍스 제외)	100%	880.5	880.5	1Q21
GS 스포츠	100%	5.7	5.7	1Q21
임대/로열티			1,785.0	5 개년 추정 기준 NPV
SUM			6,271.5	할인률 50% 적용
순차입금			553	1Q21
우선주 시가총액			65	08 월 11 일
Target Value			5,654	
유통주식수(천주)			92,895	
산정 주가(원)			60,867	
목표주가(원)			60,000	
현재주가(원)			42,250	08 월 11 일
Upside			42.0%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.08.11	매수	60,000원	6개월		
2021.04.30	매수	60,000원	6개월	-23.73%	-16.67%
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	-21.72%	-11.33%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 8 월 11 일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,117	3,437	3,100	3,859	4,577
현금및현금성자산	737	743	366	1,075	1,749
매출채권및기타채권	1,066	950	1,127	1,158	1,186
재고자산	462	377	448	460	471
비유동자산	21,617	21,040	24,521	25,359	26,189
장기금융자산	921	805	766	766	766
유형자산	8,468	8,439	10,805	11,375	11,945
무형자산	1,553	1,198	1,941	1,945	1,949
자산총계	24,734	24,477	27,621	29,218	30,766
유동부채	4,790	3,998	4,234	4,286	4,334
단기금융부채	3,036	2,367	2,299	2,299	2,299
매입채무 및 기타채무	1,107	1,027	1,219	1,252	1,282
단기충당부채	13	53	61	62	64
비유동부채	8,929	9,723	11,332	11,548	11,762
장기금융부채	7,651	8,380	9,881	10,081	10,281
장기매입채무 및 기타채무	4	2	2	2	2
장기충당부채	167	150	151	151	151
부채총계	13,718	13,720	15,566	15,834	16,095
지배주주지분	8,888	8,354	9,556	10,755	11,921
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,189	1,181	1,181	1,181	1,181
기타자본구성요소	-2,975	-2,978	-2,980	-2,980	-2,980
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	10,283	9,835	10,993	12,146	13,267
비지배주주지분	2,127	2,403	2,499	2,629	2,749
자본총계	11,016	10,757	12,055	13,384	14,671
부채외자본총계	24,734	24,477	27,621	29,218	30,766

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,640	1,806	603	1,572	1,519
당기순이익(손실)	669	-188	1,459	1,453	1,411
비현금성항목등	2,199	2,436	693	712	678
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	1,384	1,618	169	-121	-121
운전자본감소(증가)	-167	180	-985	-68	-61
매출채권및기타채권의 감소(증가)	66	157	42	-31	-28
재고자산감소(증가)	-8	116	-45	-12	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-121	-150	-905	33	30
기타	-104	58	-77	-58	-52
법인세납부	-1,060	-623	-565	-525	-509
투자활동현금흐름	-111	-1,202	-780	-532	-509
금융자산감소(증가)	285	-651	488	0	0
유형자산감소(증가)	-630	-561	-570	-570	-570
무형자산감소(증가)	-2	-4	-4	-4	-4
기타	237	14	-694	42	65
재무활동현금흐름	-1,454	-586	-206	-331	-337
단기금융부채증가(감소)	-418	-424	-115	0	0
장기금융부채증가(감소)	-541	117	650	200	200
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-229	-254	-8	-180	-180
기타	-266	-26	-734	-351	-357
현금의 증가(감소)	83	6	-376	709	674
기초현금	654	737	743	366	1,075
기말현금	737	743	366	1,075	1,749
FCF	-876	355	523	999	949

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,786	15,444	18,334	18,834	19,284
매출원가	13,804	12,686	14,039	14,474	14,943
매출총이익	3,982	2,759	4,296	4,360	4,342
매출총이익률 (%)	22.4	17.9	23.4	23.2	22.5
판매비와관리비	1,949	1,838	2,106	2,195	2,252
영업이익	2,033	921	2,190	2,165	2,089
영업이익률 (%)	11.4	6.0	11.9	11.5	10.8
비영업손익	-260	-490	-125	-187	-169
순금융비용	266	257	247	309	292
외환관련손익	-2	12	2	2	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,774	431	2,065	1,978	1,920
세전계속사업이익률 (%)	10.0	2.8	11.3	10.5	10.0
계속사업법인세	1,105	619	606	525	509
계속사업이익	669	-188	1,459	1,453	1,411
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	669	-188	1,459	1,453	1,411
순이익률 (%)	3.8	-1.2	8.0	7.7	7.3
지배주주	544	-243	1,339	1,333	1,301
지배주주귀속 순이익률(%)	3.06	-1.57	7.3	7.08	6.75
비지배주주	125	55	120	120	110
총포괄이익	712	-293	1,515	1,509	1,467
지배주주	590	-314	1,385	1,379	1,346
비지배주주	122	21	130	130	120
EBITDA	2,033	921	2,190	2,165	2,089

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	0.2	-13.2	18.7	2.7	2.4
영업이익	-8.0	-54.7	137.9	-1.1	-3.5
세전계속사업이익	-8.6	-75.7	379.2	-4.2	-2.9
EBITDA	-8.0	-54.7	137.9	-1.1	-3.5
EPS(계속사업)	-20.9	적전	흑전	-0.5	-2.4
수익성 (%)					
ROE	6.3	-2.8	15.0	13.1	11.5
ROA	2.8	-0.8	5.6	5.1	4.7
EBITDA마진	11.4	6.0	11.9	11.5	10.8
안정성 (%)					
유동비율	65.1	86.0	73.2	90.0	105.6
부채비율	124.5	127.6	129.1	118.3	109.7
순차입금/자기자본	85.4	82.3	90.4	77.7	67.6
EBITDA/이자비용(배)	6.2	3.0	7.1	6.2	5.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,744	-2,563	14,140	14,076	13,737
BPS	93,859	88,213	100,912	113,568	125,885
CFPS	5,744	-2,563	14,140	14,076	13,737
주당 현금배당금	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	9.5	N/A	3.5	3.6	3.6
PER(최저)	7.9	N/A	2.6	2.6	2.6
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	3.0	3.0	3.1
EV/EBITDA(최고)	8.3	17.6	8.4	8.3	8.4
EV/EBITDA(최저)	7.9	15.5	7.8	7.7	7.8