

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**박한샘**

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

### Company Data

자본금	474 십억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,502 십억원
주요주주	
허창수(외52)	52.04%
국민연금공단	7.36%
외국인지분률	25.20%
배당수익률	4.10%

### Stock Data

주가(22/11/09)	48,450 원
KOSPI	2424.41 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	48,800 원
52주 최저가	37,050 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.0%	0.4%
6개월	0.0%	7.7%
12개월	10.0%	34.4%

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

### 에너지+정유의 앙상블

3Q 영업이익은 1.36 조원을 기록해 컨센서스를 상회. 유가 조정 및 정제마진 하락에 따른 GS 칼텍스의 QoQ 일부 감익에도 GS EPS, GS E&R 등 주요 에너지 자회사들의 실적 강세가 뒷받침. 지속되는 에너지 강세 환경 및 SMP 가격 상향 트렌드가 긍정적. Valuation 은 SOTP 기준 Target Value 5.6 조원을 부여해 목표주가는 6 만원을 유지, 투자의견은 매수를 제시함

### 에너지+정유로 보여준 튼튼함

3분기 매출액과 영업이익은 각각 7조 3,845 억원, 1.36 조원 기록해 시장 기대치(6.8 조원 / 0.9 조원, 11/9 기준)를 상회하는 실적을 시현했다. GS 칼텍스의 상대적인 이익 방어 및 에너지 자회사들의 실적 강세가 컸다. GS 칼텍스는 이익률 5.0%를 시현해 QoQ 감익 됐다. 정제마진이 2 Q 평균 \$24.7/bbl 에서 3Q 평균 \$10.6/bbl 까지 하락한 점이 컸다. 다만, 약 반기에 걸쳐서 인식되는 재고관련손익 및 환율 개선 효과로 이번 분기에는 재고관련손실이 약 300 억원 증반 대에 그쳤다. 반면 에너지 자회사 GS EPS 는 OPM 28%, GS E&R 은 OPM 9%를 기록해 강세 시현했다. SMP 가 2Q 약 157 원 /kwh 에서 3Q 평균 약 195 원/kwh 까지 상승한 점이 긍정적으로 기여했다.

### 에너지와 정유의 앙상블

정유(GS 칼텍스) + 에너지 자회사들의 실적 견인이 주요한 가운데 4Q 유가 및 정제마진은 개선되는 모습을 보이고 있고, SMP 또한 9 월 기준 230 원/kwh 까지 추가 상승해 에너지 주요 자회사들의 모멘텀은 유효할 전망이다. 양 사업의 호조세가 예상된다. 다만, 현재 논의 중인 SMP 상한제가 실시될 경우 그 정도에 제한이 있을 것으로 예상된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 60,000 원 유지

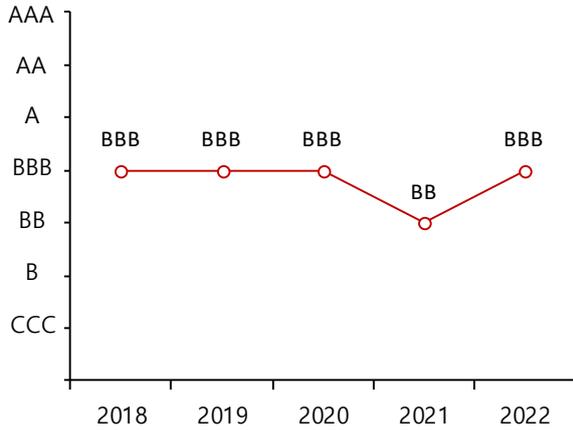
GS 칼텍스 및 주요 에너지 자회사들의 견조한 실적이 기대된다. Valuation 은 SOTP 적용해 Target Value 5.6 조원을 산정했다. 목표주가는 60,000 원을 유지하며, 투자의견은 매수를 제시한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	17,786	15,444	20,240	28,637	26,511	26,233
yoy	%	0.2	-13.2	31.1	41.5	-7.4	-1.1
영업이익	십억원	2,033	921	2,640	5,398	3,871	3,193
yoy	%	-8.0	-54.7	186.8	104.5	-28.3	-17.5
EBITDA	십억원	2,033	921	2,640	5,398	3,871	3,193
세전이익	십억원	1,774	431	2,838	5,076	3,627	2,967
순이익(지배주주)	십억원	544	-243	1,449	2,372	1,835	1,503
영업이익률%	%	11.4	6.0	13.0	18.9	14.6	12.2
EBITDA%	%	11.4	6.0	13.0	18.9	14.6	12.2
순이익률	%	3.8	-1.2	8.0	9.7	7.8	6.5
EPS(계속사업)	원	5,744	-2,563	15,301	24,912	19,241	15,735
PER	배	9.0	N/A	2.6	1.9	2.5	3.1
PBR	배	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	8.2	16.3	6.8	3.4	4.6	5.5
ROE	%	6.3	-2.8	15.6	20.7	13.6	9.9
순차입금	십억원	9,403	8,847	10,066	9,522	8,629	8,080
부채비율	%	124.5	127.6	119.6	101.6	90.0	83.6

## ESG 하이라이트

### GS의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>GS 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	<b>B</b>	<b>30.3</b>
환경(Environment)	11.7	B	9.2
사회(Social)	39.0	A-	9.3
지배구조(Governance)	52.2	D	72.2
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
S-에	A	A-	73.3
SK 이노베이션	AA	A-	69.7

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 GS ESG 평가

동사는 그룹 자체의 역량 뿐만 아니라 스타트업 역량을 활용해 농약에서 대체육 등 다 분야의 환경 강화 활동을 벌임. 또한, Reco, Reelectrify 등 친환경을 둘러싼 폐기물 및 배터리 관련 업체에 투자를 진행

기존 사업에서의 온실 가스 저감 뿐만 아니라 신규 영역에서의 온실가스 저감 시도가 긍정적

자료: SK 증권

### GS의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2019.10.29	녹색채권	70,000	1.99

자료: KRX, SK 증권  
주: GS 칼텍스 포함

### GS의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.03.29	환경 (Environment)	GS, 그룹 차원 ESG 헌장 제정. 환경 및 협력사 행동 강령 등을 포함
2021.06.14	환경 (Environment)	포천사- (주)GS 포천그린에너지, 석탄발전소 분쟁 끝내고 합의
2021.04.05	지배구조 (Governance)	공정위, GS 그룹 내부거래 들춰본다..GS ITM 일감몰아주기 조사
2020.12.13	사회 (Social)	세계 8위 GS 그룹, 갑질 과징금은 4위
2020.09.21	환경 (Environment)	GS 포천석탄 화력발전소 허위사실 유포에 법적 대응 시사
2020.06.08	사회 (Social)	진개덤프 불법유통 저지르는 매출 1조 에너지 기업 GS

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 1. Highlight View 3

### (1) GS 칼텍스 Soft Landing

GS 칼텍스는 매출액 16.4 조원, 영업이익 8,177 원을 기록해 이익률 5.0%를 시현했다. 정유는 정제마진이 2 분기 평균 \$24.7/bbl 에서 3 분기 평균 \$10.6/bbl 까지 하락해 전분기 대비 이익은 안정화 됐다. 다만, 약 반기에 걸쳐서 인식되는 재고관련손익 및 환율 개선 효과로 이번 분기에는 재고관련손실이 약 300 억원 증반 대에 그쳤다. 최근 유가 및 정제마진이 일부 개선된 점을 감안하면 연간 견조한 실적은 유효할 전망이다.

### (2) 에너지의 모멘텀은 지속

주요 에너지 자회사들의 실적도 강세였다. 대표적으로 GS EPS는 영업이익 1,943 억원을 시현해 OPM 28% 를 시현했고, GS E&R 은 약 580 억원을 기록해 OPM 9%로 전분기 대비 추가 상승했다. SMP는 2분기 약 157 원/kwh에서 3분기 평균 약 195 원/kwh 까지 상승한 점이 긍정적으로 기여했다. 9월 기준 230 원/kwh 까지 추가 상승해 에너지 주요 자회사들의 모멘텀은 유효할 전망이다. 다만, 현재 논의 중인 SMP 상한제가 실시될 경우 그 정도에 제한이 있을 것으로 예상된다.

### (3) 남은 원유의 변동성

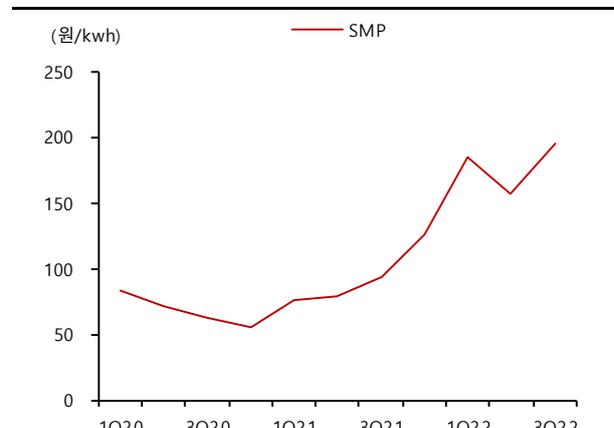
동사의 주요 자회사들은 원유 및 에너지 가격의 방향에 민감하다. 현재 Dubai 유는 타이트한 수급이 지속되며 \$90/bbl 근방에서 움직이고 있다. 단기 내 변동 요소로 러시아 물량에 대한 완전한 제재를 예상한다. 다만, 이미 유럽에서 가해진 수입 위축 물량을 감안하면 잔여물량(약 100 만 b/d 추산)에 대한 제재 여파는 다소 제한적일 수 있다.

복합정제마진 추이



자료: Petronet, SK 증권

SMP 가격 추이



자료: EPSIS, SK 증권

## 2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	YoY	QoQ	2021	2022E	2023E
매출액	5,514.0	6,001.0	6,987.1	7,262.7	7,384.5	33.9%	1.7%	20,240.1	28,637.0	26,510.6
영업이익	637.0	811.4	1,242.7	1,527.7	1,357.9	113.2%	-11.1%	2,640.3	5,398.2	3,870.6
영업이익률	11.6%	13.5%	17.8%	21.0%	18.4%	6.8%	-2.6%	13.0%	18.9%	14.6%
세전이익	852.4	730.6	1,191.0	1,482.4	1,272.3	49.3%	-14.2%	2,837.9	5,075.5	3,626.6
세전이익률	15.5%	12.2%	17.0%	20.4%	17.2%	1.8%	-3.2%	14.0%	17.7%	13.7%
지배주주이익	445.1	270.0	633.5	862.8	454.6	2.1%	-47.3%	1,449.0	2,371.6	1,834.6
지배주주이익률	8.1%	4.5%	9.1%	11.9%	6.2%	-1.9%	-5.7%	7.2%	8.3%	6.9%
<b>GS 칼텍스 매출액</b>										
전체	9,079	11,285	11,289	16,099	16,439	81.1%	2.1%	34,538	59,981	58,062
정유	7,041	8,917	8,863	13,223	13,428	90.7%	1.5%	26,942	48,648	47,253
화학	1,557	1,916	1,972	2,318	2,453	57.6%	5.8%	5,899	9,222	8,779
유탄유	481	452	455	558	558	16.0%	0.1%	1,697	2,110	2,030
<b>GS칼텍스 영업이익</b>										
전체	397.9	609.2	1,081.3	2,132.1	817.7	105.5%	-61.6%	2,018.8	4,911.3	2,546.4
이익률	4.4%	5.4%	9.6%	13.2%	5.0%	0.6%	-8.3%	5.8%	8.2%	4.4%
정유	190.7	587.4	1,060.9	2,007.6	558.8	193.0%	-72.2%	1,375.9	4,308.1	1,846.3
이익률	2.7%	6.6%	12.0%	15.2%	4.2%	1.5%	-11.0%	5.1%	8.9%	3.9%
화학	32.5	-86.6	-50.7	22.0	93.9	188.9%	326.8%	75.5	135.1	266.6
이익률	2.1%	-4.5%	-2.6%	0.9%	3.8%	1.7%	2.9%	1.3%	1.5%	3.0%
유탄유	174.7	108.4	71.1	102.5	165.0	-5.6%	61.0%	567.4	468.1	433.6
이익률	36.3%	24.0%	15.6%	18.4%	29.5%	-6.7%	11.2%	33.4%	22.2%	21.4%

자료: GS, SK 증권 추정

### 3. Valuation

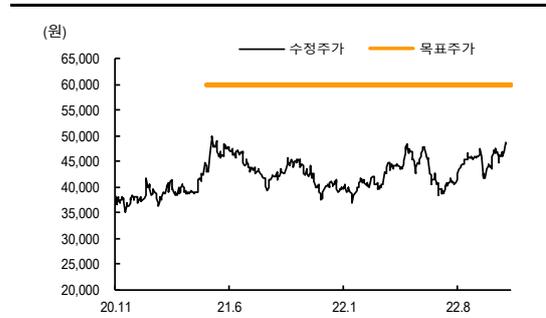
SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	시총/장부가액	산정가치	비고
<b>상장사</b>				
GS 리테일	66%	2,653.0	1,745.7	2022-11-09 1M 평균 시가총액
GS 글로벌	51%	223.4	113.2	2022-11-09 1M 평균 시가총액
<b>비상장사</b>				
GS 칼텍스	50%		6,718.5	Target P/B(1.17)*과거 10년 ROE 할인(0.8)*지분율 적용 (Target P/B: S-oil 시장 컨센, 자체 Target 평균)
GSE&R	88%	461	405.3	2Q22
GSEPS	70%	1,109.0	776.3	2Q22
GS 에너지(칼텍스 제외)	100%	1,321.2	1,321.2	2Q22
GS 스포츠	100%	6.6	6.6	2Q22
임대/로열티			1,749.2	5개년 추정 기준 NPV
<b>SUM</b>			<b>6,418.0</b>	<b>할인률 50% 적용</b>
순차입금			774	2Q22
우선주 시가총액			64	11월 09일
Target Value			5,580	
유통주식수(천주)			92,895	
산정 주가(원)			60,063	
<b>목표주가(원)</b>			<b>60,000</b>	
현재주가(원)			48,450	11월 09일
Upside			23.8%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.10	매수	60,000원	6개월		
2022.05.11	매수	60,000원	6개월	-27.81%	-16.67%
2021.11.09	매수	60,000원	6개월	-28.39%	-16.67%
2021.08.11	매수	60,000원	6개월	-25.73%	-16.67%
2021.04.30	매수	60,000원	6개월	-23.73%	-16.67%
2021.04.26	담당자 변경				



**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 (2022 년 11 월 10 일 기준)**

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	3,437	5,389	5,789	6,626	7,389
현금및현금성자산	743	1,205	1,212	2,124	2,673
매출채권및기타채권	950	1,760	2,311	2,140	2,117
재고자산	377	629	890	824	815
<b>비유동자산</b>	21,040	25,802	28,219	29,341	30,494
장기금융자산	805	1,613	1,349	1,749	2,099
유형자산	8,439	11,228	11,442	12,012	12,602
무형자산	1,198	1,903	1,966	1,976	1,986
<b>자산총계</b>	24,477	31,191	34,008	35,968	37,883
<b>유동부채</b>	3,998	5,502	7,027	6,802	6,798
단기금융부채	2,367	2,880	3,362	3,402	3,432
매입채무 및 기타채무	1,027	1,430	2,023	1,873	1,853
단기충당부채	53	113	151	141	140
<b>비유동부채</b>	9,723	11,487	10,116	10,234	10,447
장기금융부채	8,380	9,684	8,098	8,278	8,498
장기매입채무 및 기타채무	2	9	13	8	8
장기충당부채	150	133	134	134	134
<b>부채총계</b>	13,720	16,988	17,143	17,037	17,245
<b>지배주주지분</b>	8,354	10,289	12,631	14,416	15,888
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,181	1,693	1,695	1,695	1,695
기타자본구성요소	-2,978	-2,984	-2,992	-2,992	-2,992
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	9,835	11,131	13,311	14,928	16,232
비지배주주지분	2,403	3,914	4,235	4,515	4,751
<b>자본총계</b>	10,757	14,203	16,866	18,931	20,638
<b>부채외자본총계</b>	24,477	31,191	34,008	35,968	37,883

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,806	1,216	1,735	2,531	1,957
당기순이익(손실)	-188	1,615	2,772	2,080	1,704
비현금성항목등	2,436	1,406	2,078	1,803	1,502
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	1,618	1,003	641	-30	-30
운전자본감소(증가)	180	-821	-843	208	27
매출채권및기타채권의 감소(증가)	157	-581	-480	172	22
재고자산감소(증가)	116	-202	-205	66	9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-150	71	-306	-150	-20
기타	58	-109	148	120	16
법인세납부	-623	-984	-2,272	-1,559	-1,276
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,202	-1,323	349	-1,298	-1,134
금융자산감소(증가)	-651	529	1,025	-600	-600
유형자산감소(증가)	-561	-725	-560	-570	-590
무형자산감소(증가)	-4	-10	-10	-10	-10
기타	14	-1,117	-105	-118	66
<b>재무활동현금흐름</b>	-586	560	-2,106	-321	-274
단기금융부채증가(감소)	-424	-317	25	40	30
장기금융부채증가(감소)	117	400	704	180	220
자본의증가(감소)	0	0	1	0	0
배당금의 지급	-254	-237	-313	-217	-199
기타	-26	714	-2,523	-324	-325
<b>현금의 증가(감소)</b>	6	462	7	912	549
기초현금	737	743	1,205	1,212	2,124
기말현금	743	1,205	1,212	2,124	2,673
FCF	355	1,126	2,192	1,834	1,247

자료 : GS, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	15,444	20,240	28,637	26,511	26,233
<b>매출원가</b>	12,686	15,275	20,154	19,752	20,175
<b>매출총이익</b>	2,759	4,965	8,483	6,759	6,057
매출총이익률 (%)	17.9	24.5	29.6	25.5	23.1
<b>판매비와관리비</b>	1,838	2,324	3,085	2,888	2,864
<b>영업이익</b>	921	2,640	5,398	3,871	3,193
영업이익률 (%)	6.0	13.0	18.9	14.6	12.2
<b>비영업손익</b>	-490	198	-323	-244	-226
순금융비용	257	277	296	277	259
외환관련손익	12	-11	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	431	2,838	5,076	3,627	2,967
세전계속사업이익률 (%)	2.8	14.0	17.7	13.7	11.3
<b>계속사업법인세</b>	619	1,223	2,316	1,559	1,276
<b>계속사업이익</b>	-188	1,615	2,759	2,067	1,691
<b>중단사업이익</b>	0	0	12	12	12
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-188	1,615	2,772	2,080	1,704
순이익률 (%)	-1.2	8.0	9.7	7.8	6.5
<b>지배주주</b>	-243	1,449	2,372	1,835	1,503
지배주주귀속 순이익률(%)	-1.57	7.16	8.28	6.92	5.73
<b>비지배주주</b>	55	166	400	245	201
<b>총포괄이익</b>	-293	1,815	2,975	2,283	1,906
<b>지배주주</b>	-314	1,601	2,540	2,003	1,671
<b>비지배주주</b>	21	214	435	280	236
<b>EBITDA</b>	921	2,640	5,398	3,871	3,193

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-13.2	31.1	41.5	-7.4	-1.1
영업이익	-54.7	186.8	104.5	-28.3	-17.5
세전계속사업이익	-75.7	558.7	78.9	-28.6	-18.2
EBITDA	-54.7	186.8	104.5	-28.3	-17.5
EPS(계속사업)	적전	흑전	62.8	-22.8	-18.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-2.8	15.6	20.7	13.6	9.9
ROA	-0.8	5.8	8.5	5.9	4.6
EBITDA마진	6.0	13.0	18.9	14.6	12.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	86.0	98.0	82.4	97.4	108.7
부채비율	127.6	119.6	101.6	90.0	83.6
순차입금/자기자본	82.3	70.9	56.5	45.6	39.2
EBITDA/이자비용(배)	3.0	8.2	15.5	12.2	9.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-2,563	15,301	24,912	19,241	15,735
BPS	88,213	108,644	133,377	152,228	167,768
CFPS	-2,563	15,301	25,043	19,372	15,866
주당 현금배당금	1,900	2,000	2,300	2,100	2,100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	3.3	2.0	2.5	3.1
PER(최저)	N/A	2.4	1.5	1.9	2.4
PBR(최고)	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR(최저)	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PCR	-14.7	2.6	1.9	2.5	3.1
EV/EBITDA(최고)	17.6	7.1	3.4	4.6	5.5
EV/EBITDA(최저)	15.5	6.6	3.2	4.3	5.2