



GS (078930)

[1Q21 Re] 컨센서스 +46% 상회. 가장 저평가된 정유주

Buy(유지)

목표주가 60,000원, 현재 주가(5/10): 49,300원
Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

1Q21 OP 7,064억원, 컨센서스 +46%

- 1Q21 영업이익: 7,064억원(QoQ +153%)으로, 최근 높아진 컨센서스 4,833억원을 +46% 상회.
- GS칼텍스의 순이익(x50% 지분)이 매출/영업/순이익에 반영되어, 전사 (지배)순이익도 5,498억원을 기록.
- 임대/발전/리테일 등 기타 사업부는 특이사항 없었음. 사업부별로는:
 - GS칼텍스(OP: 6,326억원, OPM: 9.8%): 유가 상승 효과 약 4,300억원 추정 및 마진 회복되며 호실적 기록
 - 정유 OP 4,620억, 화학 OP 456억원, 윤활유 OP 1,250억원(OPM: 35%)
 - 정유는 유가/마진 상승 효과로, 화학/윤활유는 글로벌 정유 가동률 부진에 따른 반사 수혜
 - GS리테일(OP: 375억원, OPM: 1.8%): 영업일수 감소에도 운용 효율화로 소폭 개선
 - 발전 3사(OP: 1,876억원, OPM 20.0%): SMP 상승에 실적 개선(QoQ +1,128억원)

2Q21 OP: 5,000억원 수준 전망 (기존 추정치 3,562억원)

- 2Q21 영업이익: 기존 추정치/컨센서스(3,562억/4,210억)을 상회하는 5,000억원 수준을 기대
 - 유가/SMP가 지속 상승세이며, 2) 정제마진도 회복되고 있으나, 재고관련 이익이 1,000억원대로 감소하기 때문
- 투자포인트는: 저 PBR 주식의 실적 개선. 정유 실적 회복 외에도, 연간 +3,500억원의 실적 개선:
 - 7월부터 MFC 가동 시작(에틸렌 79만톤, OP 4~5000억원(지분율 50%))
 - 2) 바이오매스 가동(20.12), 3) GS파워 연결편입(3월, 지분율 50% => 100%), 4) GS홈쇼핑 연결편입(7월, 리테일 합병)로 인한 실적 개선

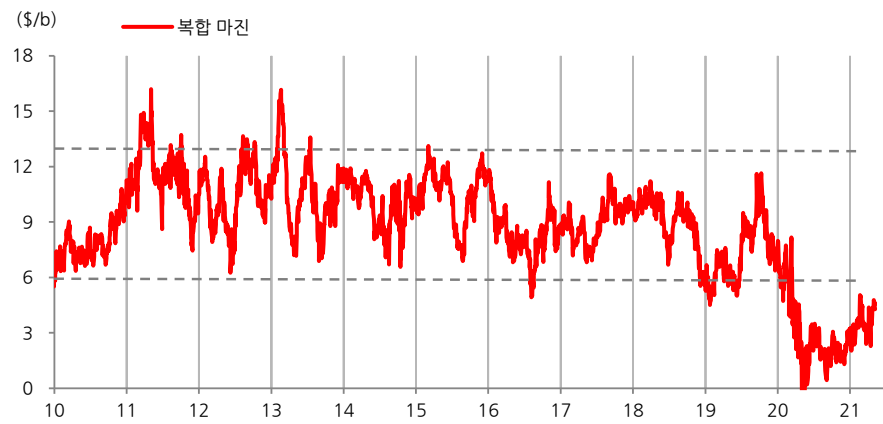
[표1] GS 1Q21 잠정 실적과 추정치 대비 괴리율

(단위: 십억 원)

	1Q20	4Q20	1Q21P			증감		괴리율	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	4,196.1	3,652.9	4,284.6	4,506.3	4,240.2	2.1%	17.3%	-4.9%	1.0%
영업이익	9.5	279.7	706.4	504.9	483.3	7365.6%	152.5%	39.9%	46.2%
지배지분순이익	-338.2	-135.2	549.8	156.1	164.8	흑자전환	흑자전환	252.2%	233.6%
영업이익률	0.2%	7.7%	16.5%	11.2%	11.4%	16.3%p	8.8%p	5.3%p	5.1%p
순이익률(지배)	-8.1%	-3.7%	12.8%	3.5%	3.9%	20.9%p	16.5%p	9.4%p	8.9%p

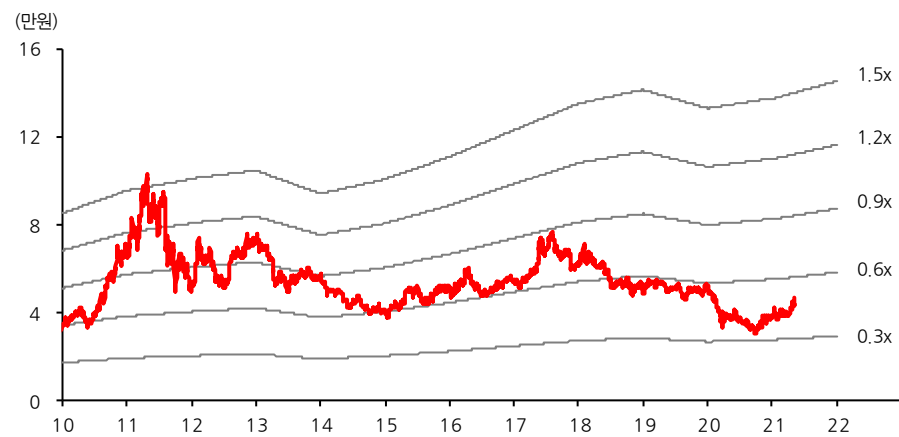
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 정제마진 추이



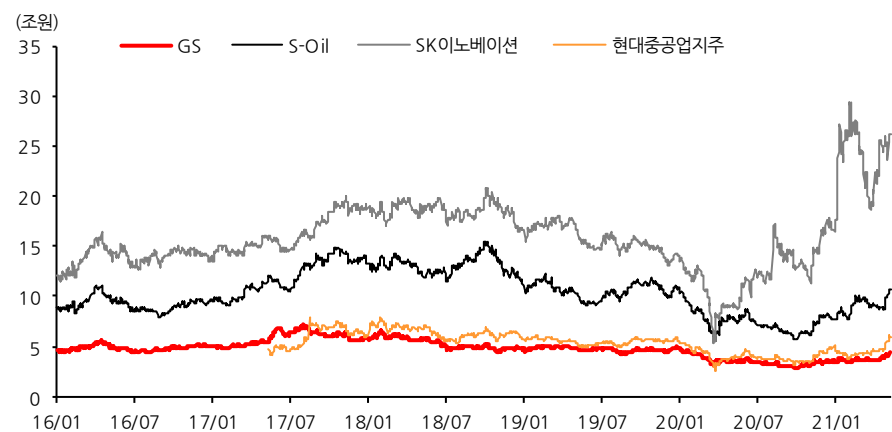
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] GS 12M 선행 PBR 밴드



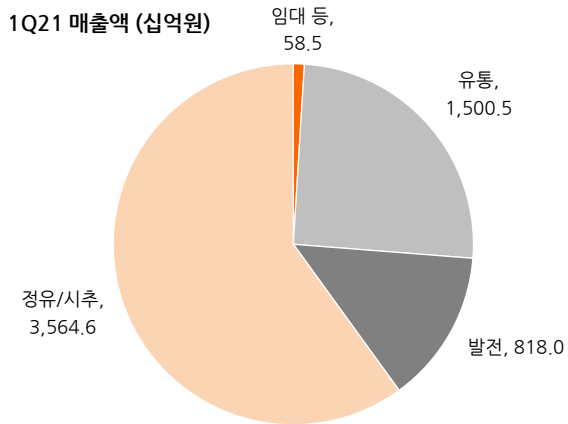
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 정유 4사 시가총액 추이



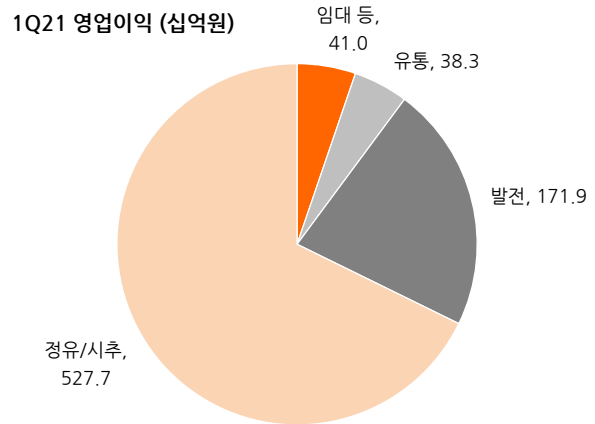
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 1Q21 매출액 비중(지분을 적용)



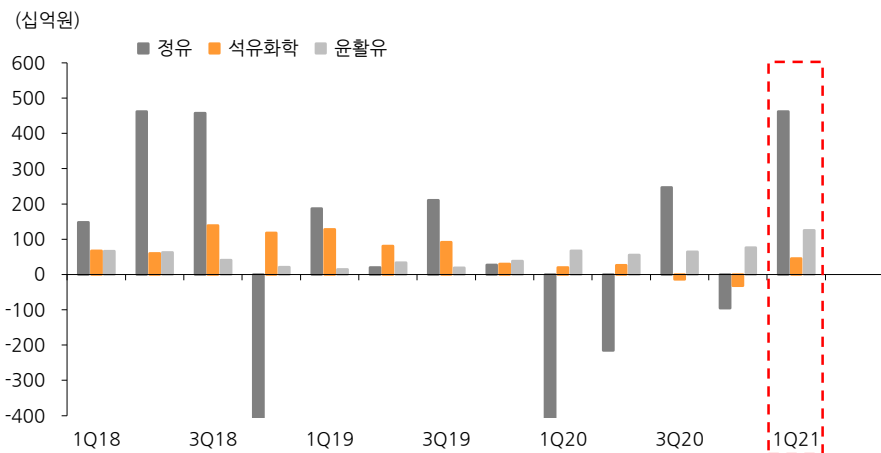
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 1Q21 영업이익 비중 (지분을 적용)



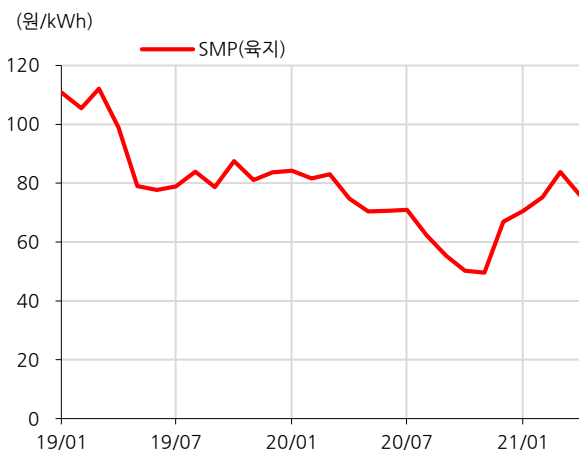
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] GS 칼텍스 사업부별 실적 추이



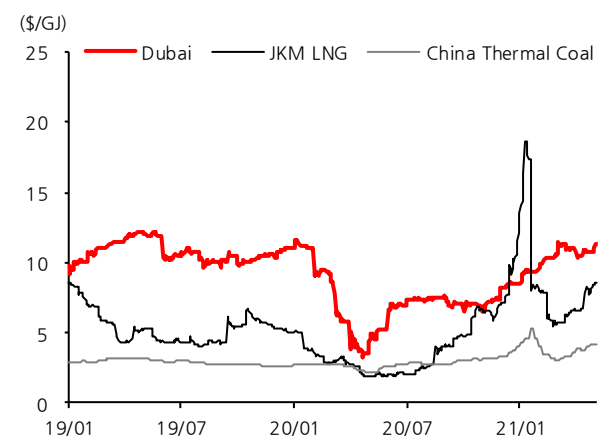
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] SMP 회복세, 발전사업 실적 개선 기대



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 석탄/유가/LNG 가격 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] MFC 프로젝트 개요

2018년, 2.7조원 투자
(2021년 7월 가동 예정)

생산규모:
에틸렌 79만톤(+PE 50만톤)

현재 시황에서, 매출액 2조원,
영업이익 4,000~5,000억원 가
능할 것으로 추정됨



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 5월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[GS 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.04.07	2021.04.07	2021.05.10		
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy		
목표가격		전우제	60,000	60,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.07	Buy	60,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%