



GS (078930)

높아진 이익체력을 체감하기 시작

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 60,000원

현재 주가(11/8)	42,950원
상승여력	▲39.7%
시가총액	39,907억원
발행주식수	92,915천주
52 주 최고가 / 최저가	50,000 / 34,000원
90 일 일평균 거래대금	102.71억원
외국인 지분율	19.3%

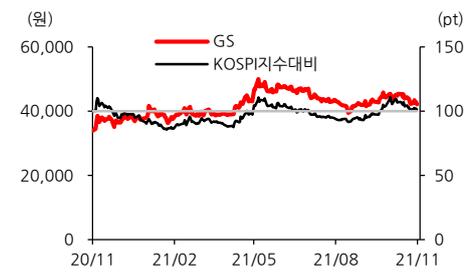
주주 구성	
허창수 (외 53 인)	52.3%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.9	-0.5	-8.0	26.3
상대수익률(KOSPI)	-2.1	9.0	-0.6	3.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,444	19,149	20,008	20,173
영업이익	921	2,437	2,152	2,229
EBITDA	921	2,437	2,152	2,229
지배주주순이익	-243	1,453	952	987
EPS	-2,612	15,602	10,203	10,582
순차입금	8,847	7,969	8,247	8,512
PER	-14.4	2.8	4.2	4.1
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	13.5	4.9	5.7	5.6
배당수익률	5.1	4.4	4.4	4.4
ROE	-2.8	16.1	9.5	9.1

주가 추이



3Q21 OP 6,370억원. 컨센 +23%

3Q 영업이익은 6,370억원으로 컨센서스를 +23% 상회했다. 연결기준, 재고/환율 관련 이익은 약 +1,000~1,200억으로 2Q 대비 줄었지만, 리테일/EPS(성수기), 흡쇼핑(지분법=>연결), E&P(유가 상승)에 힘입어 QoQ +31% 개선되었다.

3Q 지배순이익은 4,451억원으로 QoQ +142% 개선됐는데, 이는 리테일의 흡쇼핑 인수 과정에서 염가매수차익이 반영되었기 때문이다.

4Q21 OP 6,077억원 전망

4Q 영업이익은 6,077억원(QoQ -5%, YoY +117%) 추정한다. GS칼텍스의 지분법 기여는 3Q(597억원) => 4Q(2,137억원)으로 대폭 늘어날 전망이다. 정제마진/유가 상승과 신규설비 가동 때문인데:

- 1) 10월 정제마진은 이미 3Q 대비 +4.3\$/b, 유가는 기초재고 대비 +12.4\$/b 상승했다. 2) 또한, GS칼텍스의 MFC(NCC: 에틸렌 75만톤) 제품 판매가 9월부터 본격 시작되어 영업이익이 +3,000억원 가량 개선될 것으로 추정되기 때문이다.

리테일/EPS 비수기로 감익 추정했으나, 9월말 천연가스/원유 급등으로 GS에너지(E&P)발 어닝 서프라이즈도 기대할 수 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 6만원 (유지)

투자의견 BUY, 목표주가 6만원을 유지한다. 현재 주가는 2022~23년 기준 PER 4.0배, PBR 0.4배에 불과하다. 시가배당률은 4.5% 수준이다. 주가 저평가이나, GS는 다양한 산업(정유/리테일/발전/임대/로얄티)을 영위하는 지주사 특성상, 실적/주가 변동성이 제한적이었다.

다만, 2021년에는 큰 변화가 나타나 3Q21부터 실적 개선이 나타나고 있다. 1) GS파워/GS흡쇼핑이 연결 자회사로 전환되었으며, 2) 9월부터 MFC(2.7조원 투자) 설비가 가동되고 있기 때문이다.

현재의 "평균 상황"이 유지된다면, 향후 1~2년간 높아진 이익체력을 바탕으로 장기 주가 우상을 기대해본다.

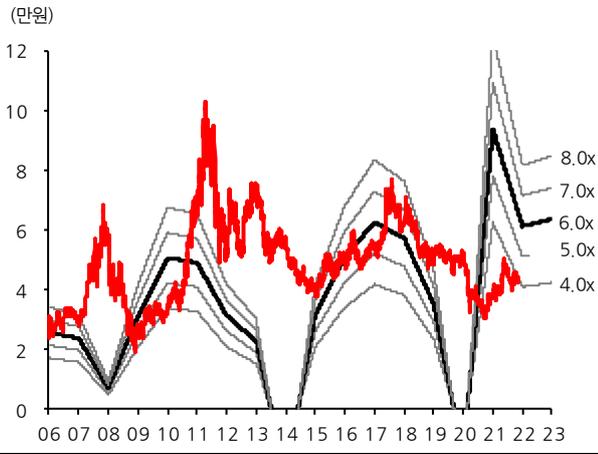
[표1] GS 분기별 실적추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	4,196.1	3,665.5	3,929.7	3,652.9	4,284.6	4,440.5	5,514.0	4,910.4	15,444.2	19,149.5	20,008.2
QoQ(%)	-3.2%	-12.6%	7.2%	-7.0%	17.3%	3.6%	24.2%	-10.9%			
YoY(%)	-5.0%	-18.7%	-13.1%	-15.8%	2.1%	21.1%	40.3%	34.4%	-13.2%	24.0%	4.5%
Dubai유(\$/bbl)	51.2	30.6	42.9	44.6	60.0	66.8	71.6	72.6	42.3	67.8	71.9
▶본사(임대/로열티)	85.2	82.6	220.6	134.3	356.8	216.0	176.1	302.9	522.7	1,051.8	1,101.0
▷임대	46.4	48.3	51.3	50.4	50.8	50.0	52.4	52.9	196.4	206.1	216.4
▷로열티	12.1	11.3	9.8	13.0	10.0	12.6	13.0	16.3	46.2	51.9	64.8
▷자분법	26.7	23.0	159.5	70.9	296.0	153.4	110.7	233.7	280.1	793.8	819.8
- [지주법] 칼텍스	0.0	0.0	132.6	45.8	238.5	101.7	59.7	213.7	-387.7	698.0	647.5
- [지분법] 기타	-11.2	5.0	5.1	-1.1	44.2	24.6	51.0	20.0	-2.2	139.8	80.0
- [지주법] 홈쇼핑	9.7	9.7	11.7	14.5	13.3	27.1	GS리테일로 합병		45.6	40.4	0.0
- [지주법] 파워	28.2	8.3	10.1	11.7	31.5	GS에너지로 연결 편입			58.3	31.5	0.0
▶자회사_연결	4,082.7	3,582.9	3,831.5	3,552.6	3,896.3	4,224.5	5,337.9	4,607.5	15,049.7	18,066.2	18,907.2
GS 리테일	2,141.9	2,210.7	2,348.8	2,160.9	2,100.1	2,285.6	2,725.4	2,483.6	8,862.3	9,594.7	10,229.0
GS EPS	212.7	148.3	208.6	187.2	272.8	249.1	320.8	350.0	756.8	1,192.7	1,183.0
GS E&R	416.0	310.8	319.8	334.6	393.6	357.3	406.4	460.3	1,381.2	1,617.6	1,733.8
GS 글로벌	868.2	663.9	641.5	641.5	679.5	801.4	1,066.0	673.6	2,815.1	3,220.5	3,381.5
GS 에너지	579.3	328.6	407.8	326.2	862.7	743.1	991.0	913.7	1,641.9	3,510.5	3,359.8
- [연결] 파워	0.0	0.0	0.0	0.0	273.2	126.2	194.7	250.0	0.0	0.0	0.0
- [지주법] 파워	28.2	8.3	10.1	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0	58.3	0.0	0.0
- [지주법] 칼텍스	-528.1	-38.0	132.6	45.8	238.5	101.7	59.7	213.7	-387.7	613.6	739.8
- 연결/기타	-135.4	-79.4	-95.0	-97.8	-412.4	-212.0	-171.7	-273.7	-407.6	-1,069.8	-979.8
영업이익	9.5	157.3	474.1	279.7	706.4	485.5	637.0	607.7	920.6	2,436.6	2,151.7
OPM(%)	0.2%	4.3%	12.1%	7.7%	16.5%	10.9%	11.6%	12.4%	6.0%	12.7%	10.8%
QoQ(%)	-98.0%	1562.2%	201.4%	-41.0%	152.5%	-31.3%	31.2%	-4.6%			
YoY(%)	-98.2%	-67.8%	-14.0%	-41.9%	7365.7%	208.7%	34.4%	117.2%	-54.7%	164.7%	-11.7%
▶본사(임대/로열티)	41.0	41.7	42.8	44.4	42.6	43.8	45.8	48.4	169.8	180.6	196.8
▷임대	32.5	33.8	35.9	35.3	35.6	35.0	36.7	37.0	137.5	144.3	151.5
▷로열티	8.5	7.9	6.9	9.1	7.0	8.8	9.1	11.4	32.3	36.3	45.3
▷자회사_지분법	26.7	23.0	159.5	70.9	296.0	153.4	110.7	233.7	280.1	793.8	819.8
- [지주법] 칼텍스	-528.1	-38.0	132.6	45.8	238.5	101.7	59.7	213.7	-387.7	613.6	739.8
- GS 홈쇼핑	9.7	9.7	11.7	14.5	13.3	27.1	GS리테일로 합병		45.6	40.4	0.0
- 기타	-11.2	5.0	5.1	-1.1	44.2	GS에너지로 연결 편입			-2.2	44.2	0.0
▶자회사_연결	-10.8	48.8	442.7	378.2	683.1	442.1	595.1	525.6	858.9	2,245.9	1,935.1
GS 리테일	88.8	59.2	79.0	25.7	37.5	42.8	102.5	55.9	252.7	238.7	343.5
GS EPS	33.6	9.9	44.5	4.7	35.4	3.6	47.6	10.0	92.7	96.6	100.0
GS E&R	58.8	12.1	5.3	30.5	50.7	37.4	22.4	30.3	106.7	140.8	137.0
GS 글로벌	19.5	14.3	7.4	-8.9	8.1	11.2	18.4	-9.3	32.3	28.4	29.8
GS 에너지	-211.5	-46.7	306.5	326.2	551.4	347.1	404.2	438.7	374.5	1,741.4	1,324.8
- [연결] 파워	0.0	0.0	0.0	0.0	101.5	0.6	29.4	45.0	0.0	0.0	0.0
- [지주법] 파워	28.2	8.3	10.1	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0	58.3	0.0	0.0
- [지주법] 칼텍스	-528.1	-38.0	132.6	45.8	238.5	101.7	59.7	213.7	-387.7	613.6	739.8
▶연결/기타	-47.4	43.8	-170.9	-213.7	-315.3	-153.8	-114.6	-200.0	-388.2	-783.6	-800.0
당기순이익	-295.2	9.5	271.1	-173.2	584.6	205.8	523.8	322.5	-187.8	1,636.7	1,119.5
▶자회사_지분법	26.7	23.0	159.5	70.9	296.0	153.4	110.7	233.7	280.1	793.8	819.8
지배순이익	-338.2	-3.2	233.9	-135.2	549.8	184.1	445.1	274.2	-242.7	1,453.2	951.5
순이익률(%)	-8.1%	-0.1%	6.0%	-3.7%	12.8%	4.1%	8.1%	5.6%	-1.6%	7.6%	4.8%

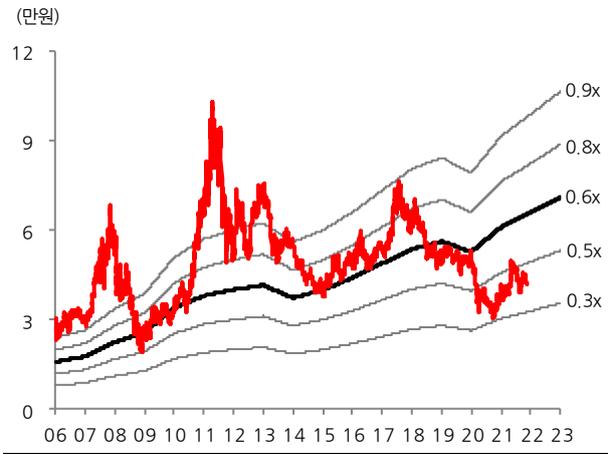
자료: GS, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] GS 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] GS 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,786	15,444	19,149	20,008	20,173
매출총이익	3,982	2,759	4,545	4,432	4,529
영업이익	2,033	921	2,437	2,152	2,229
EBITDA	2,033	921	2,437	2,152	2,229
순이자손익	-262	-234	-120	-246	-255
외화관련손익	-2	12	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,774	431	2,645	1,866	1,935
당기순이익	669	-188	1,637	1,119	1,161
지배주주순이익	544	-243	1,453	952	987
증가율(%)					
매출액	0.2	-13.2	24.0	4.5	0.8
영업이익	-8.0	-54.7	164.7	-11.7	3.6
EBITDA	-8.0	-54.7	164.7	-11.7	3.6
순이익	-35.1	적전	흑전	-31.6	3.7
이익률(%)					
매출총이익률	22.4	17.9	23.7	22.2	22.4
영업이익률	11.4	6.0	12.7	10.8	11.1
EBITDA 이익률	11.4	6.0	12.7	10.8	11.1
세전이익률	10.0	2.8	13.8	9.3	9.6
순이익률	3.8	-1.2	8.5	5.6	5.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	1,586	1,738	1,901	1,006	1,053
당기순이익	669	-188	1,637	1,119	1,161
자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본증감	-167	180	-26	1	11
매출채권 감소(증가)	66	157	-127	14	-22
재고자산 감소(증가)	-8	116	-67	5	-8
매입채무 증가(감소)	-121	-150	223	-23	36
투자현금흐름	-344	-1,424	-1,355	-1,147	-1,183
유형자산처분(취득)	-630	-561	-599	-634	-650
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-14	-8	-8
투자자산 감소(증가)	9	-307	29	-44	-45
재무현금흐름	-1,166	-297	378	220	220
차입금의 증가(감소)	-959	-306	586	400	400
자본의 증가(감소)	-229	-254	-180	-180	-180
배당금의 지급	-229	-254	-180	-180	-180
총현금흐름	2,868	2,248	2,410	1,004	1,042
(-)운전자본증가(감소)	114	-174	-387	-1	-11
(-)설비투자	736	598	625	634	650
(+)자산매각	104	34	12	-8	-8
Free Cash Flow	2,122	1,857	2,184	364	395
(-)기타투자	-226	545	1,184	461	480
잉여현금	2,347	1,312	1,000	-97	-85
NOPLAT	767	-401	1,496	1,291	1,338
(+) Dep	0	0	0	0	0
(-)운전자본투자	114	-174	-387	-1	-11
(-)Capex	736	598	625	634	650
OpFCF	-83	-826	1,259	659	699

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,117	3,437	4,820	4,934	5,110
현금성자산	1,284	1,900	2,743	2,866	3,001
매출채권	1,140	983	1,330	1,315	1,337
재고자산	462	377	483	478	486
비유동자산	21,617	21,040	23,999	25,102	26,240
투자자산	11,135	10,958	11,362	11,823	12,303
유형자산	8,468	8,439	10,698	11,332	11,982
무형자산	1,553	1,198	1,939	1,947	1,955
자산총계	24,734	24,477	28,819	30,036	31,350
유동부채	4,790	3,998	5,013	5,006	5,058
매입채무	1,107	1,027	2,170	2,147	2,183
유동성이자부채	3,036	2,367	2,456	2,456	2,456
비유동부채	8,929	9,723	11,713	12,166	12,621
비유동이자부채	7,651	8,380	8,257	8,657	9,057
부채총계	13,718	13,720	16,726	17,172	17,679
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,189	1,181	1,208	1,208	1,208
이익잉여금	10,283	9,835	11,107	11,878	12,685
자본조정	-3,057	-3,135	-3,138	-3,138	-3,138
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	11,016	10,757	12,093	12,864	13,671

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	5,854	-2,612	15,602	10,203	10,582
BPS	93,859	88,213	101,904	110,051	118,569
DPS	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
CFPS	30,284	23,740	25,447	10,606	11,000
ROA(%)	2.3	-1.0	5.5	3.2	3.2
ROE(%)	6.3	-2.8	16.1	9.5	9.1
ROIC(%)	6.2	-3.2	11.8	9.6	9.4
Multiples(x, %)					
PER	8.8	-14.4	2.8	4.2	4.1
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	1.7	1.6	1.7	4.0	3.9
EV/EBITDA	7.0	13.5	4.9	5.7	5.6
배당수익률	3.7	5.1	4.4	4.4	4.4
안정성(%)					
부채비율	124.5	127.6	138.3	133.5	129.3
Net debt/Equity	85.4	82.2	65.9	64.1	62.3
Net debt/EBITDA	462.5	961.0	327.1	383.3	381.8
유동비율	65.1	86.0	96.1	98.6	101.0
이자보상배율(배)	6.2	3.0	15.3	6.6	6.6
자산구조(%)					
투하자본	51.4	48.9	48.2	48.6	48.9
현금+투자자산	48.6	51.1	51.8	51.4	51.1
자본구조(%)					
차입금	49.2	50.0	47.0	46.3	45.7
자기자본	50.8	50.0	53.0	53.7	54.3

[Compliance Notice]

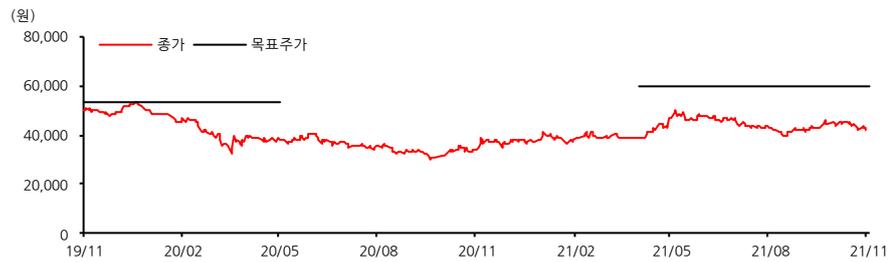
(공표일: 2021년 11월 09일)

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 책임소지에 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	2021.06.24	2021.08.12
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	60,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2021.11.09					
투자의견	Buy					
목표가격	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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%