

# GS

# BUY(유지)

078930 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	44,000원	현재주가(02/09)	38,900원	Up/Downside	+13.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2021. 02. 10

## 칼텍스 개선이 관건

### News

**4Q20 영업이익 2,797억원, 칼텍스/글로벌/EPS 부진:** GS의 4Q 영업이익은 2,797억원(QoQ-41%/YoY-42%)을 시현했다. 유가 상승에 따른 재고평가이익 규모가 3Q 대비 큰 폭으로 축소하고 정제 마진 부진이 지속(GSC 기준 3Q \$1.5/bbl→4Q \$1.9/bbl)됨에 따라 칼텍스의 정유 부문은 재차 적자 전환했다. 또한 PX/BZ spread 약세 심화로 화학 역시 적자 폭이 커짐에 따라 칼텍스는 영업적자 512억원을 시현했다. 발전자회사 중 EPS는 LNG 4호기 정기보수 영향으로 부진했으며 GS글로벌은 GS엔텍 영업권 손상 및 자산평가손실 반영으로 -1,005억원 순손실을 기록했다.

### Comment

**정유 상황 개선엔 시간이 필요:** 사우디 특별 감산으로 단기 유가 랠리는 3월까지 이어질 것으로 전망한다. 따라서 GS칼텍스의 1Q21 영업이익은 대규모 재고평가이익, 긍정적인 래깅효과가 반영되며 2,926억원으로 흑자전환할 것으로 전망한다. 또한 발전 3사 성수기까지 겹치며 GS 1Q21 영업이익 역시 5,223억원으로 큰 폭으로 개선될 전망이다. 다만 유가는 4월 이후 감산 정상화와 함께 하향 안정화될 가능성이 높으며 정제마진은 19년 글로벌 수요(1억b/d)수준까지 수요가 급반등하지 않는 한 의미 있는 상황 개선까지는 시간이 필요할 것으로 판단한다.(IEA 21E 수요 전망치 9,710만b/d)

### Action

**결국 칼텍스 개선이 관건:** 목표주가 4,4만원을 유지한다. 발전 3사, 유통 자회사들의 가치 등을 고려했을 때 여전히 저평가 구간이라 판단하지만 칼텍스의 상황 개선이 선행되어야 주가가 반등할 수 있다. 글로벌 정유 상황은 과거 대규모 적자 이후 가파른 반등세가 나타났었던 경험과는 달리 수요 개선 속도는 글로벌 에너지 구조의 탈탄소화 진행으로 더딜 수 밖에 없다. 정유 상황에 대한 과도한 단기 개선 기대감은 낮출 필요가 있다는 판단이다.

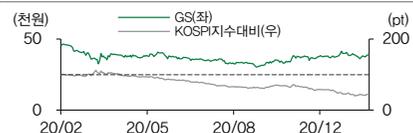
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	17,744	17,786	15,444	15,541	15,788
(증가율)	13.9	0.2	-13.2	0.6	1.6
영업이익	2,210	2,033	921	1,594	1,692
(증가율)	8.3	-8.0	-54.7	73.1	6.2
지배주주순이익	903	544	-243	405	504
EPS	9,683	5,854	-2,654	4,319	5,391
PER (H/L)	7.4/4.8	9.4/7.7	NA	9.0	7.2
PBR (H/L)	0.8/0.5	0.6/0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	7.4/6.4	8.2/7.8	17.0	10.1	9.7
영업이익률	12.5	11.4	6.0	10.3	10.7
ROE	11.1	6.3	-2.8	4.7	5.7

### Stock Data

52주 최저/최고	30,300/46,600원
KOSDAQ /KOSPI	958/3,085pt
시가총액	36,144억원
60일-평균거래량	459,409
외국인지분율	19.2%
60일-외국인지분율변동추이	-1.0%p
주요주주	허창수 외 50인 50.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.5	12.8	-15.4
상대기준	-4.4	-10.5	-39.4

도표 1. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
연결 매출액	4,196	3,666	3,930	3,653	3,691	3,844	4,135	3,870	17,786	15,444	15,541
%YoY	-5.0	-18.7	-13.1	-15.8	-12.0	4.9	5.2	6.0	0.2	-13.2	0.6
%QoQ	-3.2	-12.6	7.2	-7.0	1.0	4.1	7.6	-6.4			
1)연결자회사	4,083	3,583	3,832	3,553	3,574	3,755	4,046	3,763	17,228	15,050	15,139
2)임대	46	48	51	50	41	51	54	53	197	196	199
3)상표권	12	11	10	13	11	12	10	14	57	46	47
4)지분법	55	23	37	37	66	26	24	40	304	152	157
연결 영업이익	10	157	474	280	522	362	394	315	2,033	921	1,594
%YoY	-98.1	-67.8	-14.0	-41.9	5,397.4	130.2	-16.9	12.7	-8.0	-54.7	73.1
%QoQ	-98.0	1,555.8	201.4	-41.0	86.7	-30.7	8.8	-20.0			
GS 리테일	89	59	79	26	86	76	81	26	239	253	269
GS EPS	34	10	45	5	30	13	41	19	132	93	102
GS 글로벌	20	14	7	-9	7	7	8	-9	58	32	13
GS E&R	58	12	5	31	44	23	11	38	147	106	117
기타(E&P 등)	279	102	183	156	240	206	196	185	1,140	720	827
GS 칼텍스(지분법)	-508	-58	133	46	79	21	34	26	226	-388	160
GS 파워(지분법)	28	8	10	12	25	6	12	15	52	58	59
GS 홀쇼광(지분법)	10	10	12	14	11	10	12	15	38	46	47

자료: GS, DB금융투자

도표 2. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
연결 매출액	7,072	4,637	5,458	5,661	7,077	7,100	7,030	6,863	33,261	22,828	28,069
%YoY	-11.1	-39.5	-39.0	-34.9	0.1	53.1	28.8	21.2	-8.5	-31.4	23.0
%QoQ	-18.7	-34.4	17.7	3.7	25.0	0.3	-1.0	-2.4			
정유	5,509	3,476	4,275	4,443	5,546	5,611	5,593	5,507	26,247	17,702	22,257
화학	1,244	897	883	940	1,179	1,147	1,090	1,030	5,753	3,964	4,445
운할유	318	265	300	279	352	343	347	326	1,261	1,162	1,367
연결 영업이익	-1,032	-133	297	-51	293	97	121	100	880	-919	611
%YoY	적전	적전	-7.8	적전	흑전	흑전	-59.2	흑전	-28.7	적전	흑전
%QoQ	적전	적지	흑전	적전	흑전	-66.8	24.7	-17.5			
정유	-1,119	-215	247	-95	186	42	49	30	445	-1,183	306
화학	20	27	-14	-32	28	2	15	13	330	1	58
운할유	67	55	64	76	78	54	57	57	105	262	247
영업이익률	-14.6	-2.9	5.4	-0.9	4.1	1.4	1.7	1.5	2.6	-4.0	2.2
정유	-20.3	-6.2	5.8	-2.1	3.4	0.7	0.9	0.5	1.7	-6.7	1.4
화학	1.6	3.0	-1.5	-3.4	2.4	0.1	1.4	1.3	5.7	0.0	1.3
운할유	21.2	20.8	21.3	27.2	22.3	15.6	16.5	17.6	8.3	22.6	18.0

자료: GS칼텍스, DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	3,285	3,117	2,272	1,940	1,895
현금및현금성자산	654	737	303	82	43
매출채권및기타채권	1,162	1,095	995	998	1,010
재고자산	503	462	417	420	427
비유동자산	19,346	21,622	21,964	22,564	23,164
유형자산	8,535	8,468	9,068	9,668	10,268
무형자산	1,676	1,553	1,295	1,295	1,295
투자자산	6,887	7,146	7,146	7,146	7,146
자산총계	22,631	24,739	24,513	24,781	25,335
유동부채	4,569	4,790	4,931	4,873	4,899
매입채무및기타채무	1,574	1,464	1,605	1,548	1,574
단기차입금및단기차채	1,226	900	900	900	900
유동성장기부채	1,444	2,094	2,094	2,094	2,094
비유동부채	7,537	8,950	8,950	8,950	9,050
사채및차입금	6,342	5,873	5,873	5,873	5,973
부채총계	12,106	13,740	13,881	13,823	13,949
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,189	1,189	1,189	1,189
이익잉여금	9,906	10,272	9,849	10,074	10,398
비자배주주지분	2,035	2,122	2,177	2,278	2,382
자본총계	10,525	11,000	10,632	10,958	11,385

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	17,744	17,786	15,444	15,541	15,788
매출원가	13,651	13,804	12,733	12,145	12,265
매출총이익	4,094	3,982	2,711	3,396	3,522
판매비	1,884	1,949	1,791	1,802	1,830
영업이익	2,210	2,033	921	1,594	1,692
EBITDA	2,210	2,033	921	1,594	1,692
영업외손익	-270	-259	-489	-269	-279
금융손익	-277	-234	-305	-324	-334
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	7	-25	-184	55	55
세전이익	1,940	1,774	431	1,325	1,413
중단사업이익	216	0	0	0	0
당기순이익	1,030	669	-188	506	608
자배주주지분순이익	903	544	-243	405	504
비자배주주지분순이익	127	125	55	101	103
총포괄이익	1,043	712	-188	506	608
증감률(%YoY)					
매출액	13.9	0.2	-13.2	0.6	1.6
영업이익	8.3	-8.0	-54.7	73.1	6.2
EPS	-8.5	-39.5	작전	흑전	24.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	1,269	1,586	709	832	952
당기순이익	1,030	669	-188	506	608
현금유출이없는비용및수익	1,412	2,199	929	1,147	1,144
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-236	-167	587	-3	6
매출채권및기타채권의감소	-116	66	100	-3	-12
재고자산의감소	20	-8	45	-3	-7
매입채무및기타채무의증가	-116	-121	141	-58	26
투자활동현금흐름	-836	-344	-185	-517	-552
CAPEX	-731	-736	-600	-600	-600
투자자산의순증	-194	-259	0	0	0
재무활동현금흐름	-515	-1,166	-356	-536	-438
사채및차입금의 증가	-37	1,641	0	0	100
자본금및자본잉여금의증가	0	2	0	0	0
배당금지급	-203	-229	0	-180	-180
기타현금흐름	12	7	-601	0	0
현금의증가	-70	83	-433	-221	-39
기초현금	723	654	737	303	82
기말현금	654	737	303	82	43

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	9,683	5,854	-2,654	4,319	5,391
BPS	89,656	93,746	89,279	91,653	95,078
DPS	1,900	0	1,900	1,900	1,900
Multiple(배)					
P/E	5.3	8.7	NA	9.0	7.2
P/B	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.6	8.0	17.0	10.1	9.7
수익성(%)					
영업이익률	12.5	11.4	6.0	10.3	10.7
EBITDA마진	12.5	11.4	6.0	10.3	10.7
순이익률	5.8	3.8	-1.2	3.3	3.8
ROE	11.1	6.3	-2.8	4.7	5.7
ROA	4.6	2.8	-0.8	2.1	2.4
ROC	8.2	6.1	-3.0	4.6	5.2
안정성및기타					
부채비율(%)	115.0	124.9	130.6	126.1	122.5
이자보상배율(배)	7.7	6.2	2.6	4.5	4.7
배당성향(배)	17.1	0.0	-94.0	34.9	29.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

기업 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

GS 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/01/15	Buy	65,000	-21.7	-15.8					
20/01/15		1년경과	-27.5	-24.8					
20/02/07	Buy	58,000	-29.8	-19.7					
20/03/30	Buy	47,000	-20.3	-13.1					
20/08/10	Buy	44,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경