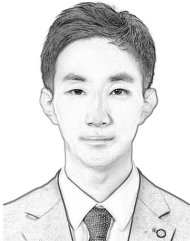


SK COMPANY Analysis



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	3,991 십억원
주요주주	
허창수(외52)	52.10%
국민연금공단	8.38%
외국인지분률	19.30%
배당수익률	4.40%

Stock Data

주가(21/11/08)	42,950 원
KOSPI	2960.2 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	50,000 원
52주 최저가	34,500 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-2.1%
6개월	-8.0%	-0.7%
12개월	26.3%	3.1%

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

균형 잡힌 성장

3Q 영업이익은 6,370 억원을 기록해 컨센서스를 상회. 전 부문의 실적이 긍정적으로 작용. GS 칼텍스는 정제마진 상승으로 정유 본업이 호실적 기록. 반면, 주요 에너지 계열 회사들은 유가 및 SMP 상승에 힘입어 전분기 대비 개선. 또한, GS 리테일의 GS 홈쇼핑 합병 마무리로 외형 성장을 이루었다는 점에서 긍정적. Valuation 은 SOTP 기준 Target Value 5.6 조원을 부여해 목표주가는 6 만원을 유지, 투자의견은 매수를 제시함

3 분기에 선보인 균형 잡힌 성장

3 분기 매출액과 영업이익은 각각 5 조 5,140 억원, 6,370 억원 기록해 시장 기대치(4.7 조원 / 5,191 억원, 11/8 기준)를 상회하는 실적을 시현했다. 전 부문의 실적이 긍정적이었다. 일단 GS 칼텍스는 정유 본업이 견조하며 영업이익이 QoQ +4.9% 상승했다. 그리고 GS 에너지/GS EPS 는 에너지 가격 및 SMP 상승 등에 힘입어 실적이 전분기 대비 개선됐다. 마지막으로 GS 리테일은 GS 홈쇼핑의 합병으로 외형 성장(매출 QoQ +20%) 이 이루어졌고, 비경상적 염가매수차익(당기순이익 기준 약 6,300 억원)이 반영됐다.

GS 칼텍스 본업은 여전히 긍정적

복합정제마진은 2 분기 평균 \$2.79/bbl 에서 3 분기 평균 \$4.03/bbl 로 상승했다. 그리고 현재 4 분기 누적 평균은 \$8/bbl 을 기록 중으로 남은 하반기 긍정적인 흐름이 기대된다. 미드 코로나 진입에 기존 스프레드 강세를 이끌었던 가솔린 이외에 등유 및 경유 부문의 스프레드 상승이 예상된다. 또한, 지난 11 월 OPEC+ 회의에서는 원유의 추가적인 증산 정책이 나오지 않았다는 점이 유가 측면에서도 긍정적이다.

투자 의견 매수, 목표주가 60,000 원 유지

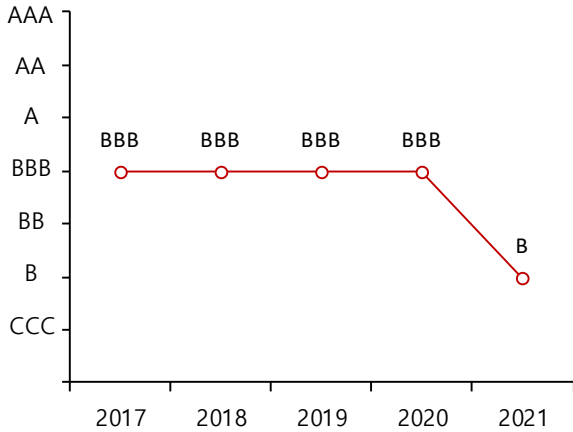
GS 칼텍스의 실적 회복이 지속되고 있을 뿐만 아니라 올해 진행된 GS 파워, GS 홈쇼핑 인수/합병을 통한 외형 성장이 매력적이다. Valuation 은 SOTP 적용해 Target Value 5.6 조원을 산정했다. 목표주가는 60,000 원을 유지하며, 투자 의견은 매수를 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	17,744	17,786	15,444	19,566	21,012	21,111
yoy	%	13.9	0.2	-13.2	26.7	7.4	0.5
영업이익	십억원	2,210	2,033	921	2,428	2,405	2,255
yoy	%	8.3	-8.0	-54.7	163.8	-0.9	-6.3
EBITDA	십억원	2,210	2,033	921	2,428	2,405	2,255
세전이익	십억원	1,940	1,774	431	2,582	2,114	1,976
순이익(지배주주)	십억원	903	544	-243	1,410	1,387	1,337
영업이익률%	%	12.5	11.4	6.0	12.4	11.5	10.7
EBITDA%	%	12.5	11.4	6.0	12.4	11.5	10.7
순이익률	%	5.8	3.8	-1.2	8.0	7.4	6.9
EPS(계속사업)	원	7,261	5,744	-2,563	14,888	14,645	14,116
PER	배	7.1	9.0	N/A	2.9	2.9	3.0
PBR	배	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	배	6.6	8.2	16.3	7.6	7.6	8.0
ROE	%	11.1	6.3	-2.8	15.7	13.5	11.6
순차입금	십억원	7,603	9,403	8,847	11,601	11,256	10,915
부채비율	%	115.0	124.5	127.6	136.4	126.2	115.9

ESG 하이라이트

GS의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
GS 종합 등급	B	B	20.7
환경(Environment)	9.3	B	14.0
사회(Social)	32.6	A-	5.3
지배구조(Governance)	43.5	D	51.8
<비교업체 종합 등급>			
S-oil	A	A-	64.0
SK 이노베이션	A	A-	58.3

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 GS ESG 평가

동사의 지속가능발전소 ESG 등급은 소폭 하향 되었으나 크게 우려할 필요는 없다는 판단. GS 칼텍스는 수처리 시설에서 재활용률을 확대 중. GS 에너지는 블루암모니아 및 수소 시장에 진입해 환경 측면 개선. 또한, ESG 위원회를 올해 설립해 ESG 경영을 강화 중이라는 점에서 긍정적

자료: SK 증권

GS의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

GS의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
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)	재계 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 불법은행 저지르는 매출 1조 에너지 기업 GS
2019.09.26	사회 (Social)	"낙찰 받으면 하청주겠다"...약속 어긴 LG 뒤통수 친 GS

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) GS 칼텍스는 정유가 견인

GS 칼텍스의 정유 사업부 실적은 전분기 대비 개선되었다. 복합정제마진과 유가 모두 긍정적으로 작용했다. 복합정제마진은 2 분기 평균 \$2.79/bbl 에서 3 분기 평균 \$4.03/bbl 로 상승했다. 4 분기 누적 평균으로는 현재 \$8/bbl 을 기록 중으로 남은 하반기 긍정적인 흐름이 기대된다. 미드 코로나 진입에 기존 스프레드 강세를 이끌었던 가솔린 이외에 등유 및 경유 부분의 스프레드 상승이 예상된다. 동시에 유틸유 사업부도 타이트한 수급이 지속되며 3 분기 OPM 36%를 기록했는데 당분간 호실적 기대된다.

(2) 지지되는 유가

최근 소폭 주춤하기는 했으나 높은 유가 레벨이 유지되는 모습이다. \$80/bbl 근방에서 유가가 움직이고 있다. 변수였던 11 월 OPEC+ 회의에서는 추가적인 증산 정책이 나오지 않았고, 타이트한 수급은 유지되고 있다 판단한다. 미국 원유 재고는 지난 2 주간 증가해 4.3 억배럴을 기록 중이나, 반면에 가솔린 제품 재고는 2 주간 빠졌다. 다른 제품 재고도 모두 낮은 상황으로 수급 환경 상 우호적인 유가 흐름을 기대한다.

(3) 합병 + 에너지 가격 상승

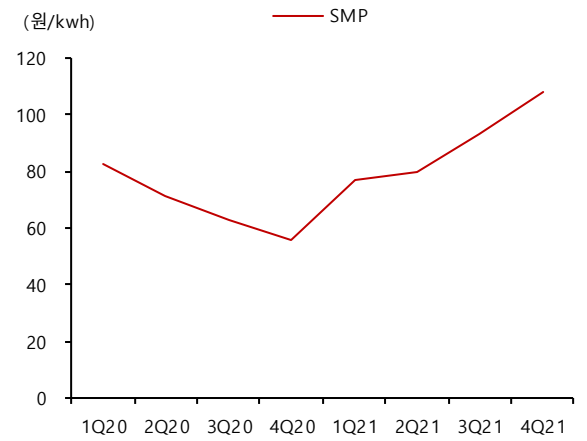
GS 파워 지분 인수(3 월, 50%→100%) 다음으로 GS 홈쇼핑-GS 리테일 합병을 마무리했다. 이로써 해당 기업들의 실적은 연결로 인식되어 지주사 측면에서 외형 성장을 가늠케했다. 여기에 최근 SMP 상승이 에너지 관련 자회사에 긍정적으로 작용 중이다.

복합정제마진 추이



자료: Petronet, SK 증권

SMP 가격 추이



자료: EPSIS, SK 증권 / 주: 4Q21 은 10 월 누적

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	3,552.6	4,284.6	4,440.5	5,514.0	5,326.8	49.9%	-3.4%	15,444.2	19,565.9	21,011.5
영업이익	279.7	706.4	485.5	637.0	599.1	114.2%	-5.9%	920.6	2,428.0	2,405.3
영업이익률	7.9%	16.5%	10.9%	11.6%	11.2%	3.4%	-0.3%	6.0%	12.4%	11.4%
세전이익	-61.1	827.0	427.9	852.4	475.2	흑전	-44.3%	430.8	2,582.4	2,113.6
세전이익률	-1.7%	19.3%	9.6%	15.5%	8.9%	10.6%	-6.5%	2.8%	13.2%	10.1%
지배순이익	-135.2	549.8	184.1	445.1	230.9	흑전	-48.1%	-242.7	1,409.9	1,386.9
지배주주순이익률	-3.8%	12.8%	4.1%	8.1%	4.3%	8.1%	-3.7%	-1.6%	7.2%	6.6%
사업부별 매출액										
임대	50	51	50	52	51	2.1%	-1.8%	196	205	213
상표권	13	10	13	13	14	6.6%	6.6%	46	49	47
연결자회사	3,553	3,896	4,225	5,338	5,126	44.3%	-4.0%	15,050	18,585	20,304
지분법	37	328	153	111	135	266.6%	21.9%	152	726	447
GS 칼텍스 매출액										
전체	5,134	6,427	7,747	9,079	10,133	97.4%	11.6%	22,301	33,387	31,635
정유	3,915	4,944	6,040	7,041	7,996	104.2%	13.6%	17,175	26,022	24,791
화학	940	1,124	1,301	1,557	1,651	75.7%	6.1%	3,964	5,633	5,268
윤활유	279	359	406	481	486	74.1%	0.9%	1,162	1,731	1,576
GS칼텍스 영업이익										
전체	-51.2	632.6	379.1	397.9	569.3	흑전	43.1%	-919.2	1,978.9	1,509.9
이익률	-1.0%	9.8%	4.9%	4.4%	5.6%	6.6%	1.2%	-4.1%	5.9%	4.8%
정유	-95.2	463.5	134.3	190.7	395.1	흑전	107.2%	-1,182.9	1,183.6	961.2
이익률	-2.4%	9.4%	2.2%	2.7%	4.9%	7.4%	2.2%	-6.9%	4.5%	3.9%
화학	-31.9	44.0	85.6	32.5	28.5	흑전	-12.2%	1.4	190.6	170.5
이익률	-3.4%	3.9%	6.6%	2.1%	1.7%	5.1%	-0.4%	0.0%	3.4%	3.2%
윤활유	75.9	125.1	159.2	174.7	145.7	92.0%	-16.6%	262.3	604.6	378.2
이익률	27.2%	34.9%	39.2%	36.3%	30.0%	2.8%	-6.3%	22.6%	34.9%	24.0%

자료: GS, SK 증권 추정

3. Valuation

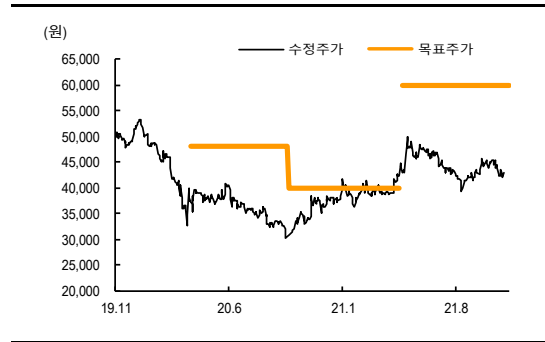
SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	시총/장부가액	산정가치	비고
상장사				
GS 리테일	66%	3,421.9	2,251.6	2021-11-08 1M 평균 시가총액
GS 글로벌	51%	222.2	112.6	2021-11-08 1M 평균 시가총액
비상장사				
GS 칼텍스	50%		5,855.2	Target P/B(1.45)*과거 10년 ROE 할인(0.8)*지분율 적용 (Target P/B: S-oil 시장 컨센, 자체 Target 평균)
GSE&R	88%	376.7	331.1	2Q21
GSEPS	70%	878.7	615.1	2Q21
GS 에너지(칼텍스 제외)	100%	915.4	915.4	2Q21
GS 스포츠	100%	5.8	5.8	2Q21
임대/로열티			1,741.6	5개년 추정 기준 NPV
SUM			5,914.2	할인률 50% 적용
순차입금			211	'21F
우선주 시가총액			66	11월 08일
Target Value			5,636	
유통주식수(천주)			92,895	
산정 주가(원)			60,676	
목표주가(원)			60,000	
현재주가(원)			42,950	11월 08일
Upside			39.7%	

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.08	매수	60,000원	6개월		
2021.08.11	매수	60,000원	6개월	-25.71%	-16.67%
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%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 11월 8일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,117	3,437	3,416	4,281	4,774
현금및현금성자산	737	743	420	1,105	1,546
매출채권및기타채권	1,066	950	1,203	1,329	1,378
재고자산	462	377	478	513	515
비유동자산	21,617	21,040	25,444	26,539	27,471
장기금융자산	921	805	819	819	819
유형자산	8,468	8,439	10,669	11,269	11,919
무형자산	1,553	1,198	1,929	1,933	1,937
자산총계	24,734	24,477	28,860	30,820	32,245
유동부채	4,790	3,998	4,579	4,752	4,802
단기금융부채	3,036	2,367	2,516	2,536	2,576
매입채무 및 기타채무	1,107	1,027	1,301	1,397	1,404
단기충당부채	13	53	64	69	69
비유동부채	8,929	9,723	12,074	12,441	12,504
장기금융부채	7,651	8,380	10,557	10,877	10,937
장기매입채무 및 기타채무	4	2	2	2	2
장기충당부채	167	150	151	151	152
부채총계	13,718	13,720	16,653	17,192	17,306
지배주주지분	8,888	8,354	9,661	10,911	12,102
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,189	1,181	1,208	1,208	1,208
기타자본구성요소	-2,975	-2,978	-2,980	-2,980	-2,980
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	10,283	9,835	11,064	12,261	13,400
비지배주주지분	2,127	2,403	2,546	2,716	2,836
자본총계	11,016	10,757	12,207	13,627	14,939
부채외자본총계	24,734	24,477	28,860	30,820	32,245

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,640	1,806	518	1,596	1,669
당기순이익(손실)	669	-188	1,570	1,547	1,447
비현금성항목등	2,199	2,436	960	858	808
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	1,384	1,618	179	-35	-35
운전자본감소(증가)	-167	180	-1,043	-242	-57
매출채권및기타채권의 감소(증가)	66	157	-1	-126	-49
재고자산감소(증가)	-8	116	-61	-35	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-121	-150	-646	96	7
기타	-104	58	-335	-177	-12
법인세납부	-1,060	-623	-970	-567	-529
투자활동현금흐름	-111	-1,202	-970	-686	-743
금융자산감소(증가)	285	-651	286	0	0
유형자산감소(증가)	-630	-561	-570	-600	-650
무형자산감소(증가)	-2	-4	-4	-4	-4
기타	237	14	-683	-82	-89
재무활동현금흐름	-1,454	-586	126	-226	-485
단기금융부채증가(감소)	-418	-424	-153	20	40
장기금융부채증가(감소)	-541	117	3,099	320	60
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-229	-254	-214	-189	-199
기타	-266	-26	-2,607	-377	-387
현금의 증가(감소)	83	6	-323	685	441
기초현금	654	737	743	420	1,105
기말현금	737	743	420	1,105	1,546
FCF	-876	355	456	977	999

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	17,786	15,444	19,566	21,012	21,111
매출원가	13,804	12,686	14,972	16,256	16,488
매출총이익	3,982	2,759	4,594	4,756	4,623
매출총이익률 (%)	22.4	17.9	23.5	22.6	21.9
판매비외관리비	1,949	1,838	2,166	2,350	2,368
영업이익	2,033	921	2,428	2,405	2,255
영업이익률 (%)	11.4	6.0	12.4	11.5	10.7
비영업손익	-260	-490	154	-292	-279
순금융비용	266	257	247	328	316
외환관련손익	-2	12	2	2	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,774	431	2,582	2,114	1,976
세전계속사업이익률 (%)	10.0	2.8	13.2	10.1	9.4
계속사업법인세	1,105	619	1,013	567	529
계속사업이익	669	-188	1,570	1,547	1,447
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	669	-188	1,570	1,547	1,447
순이익률 (%)	3.8	-1.2	8.0	7.4	6.9
지배주주	544	-243	1,410	1,387	1,337
지배주주귀속 순이익률(%)	3.06	-1.57	7.21	6.6	6.33
비지배주주	125	55	160	160	110
총포괄이익	712	-293	1,633	1,610	1,510
지배주주	590	-314	1,463	1,440	1,390
비지배주주	122	21	170	170	120
EBITDA	2,033	921	2,428	2,405	2,255

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	0.2	-13.2	26.7	7.4	0.5
영업이익	-8.0	-54.7	163.8	-0.9	-6.3
세전계속사업이익	-8.6	-75.7	499.4	-18.2	-6.5
EBITDA	-8.0	-54.7	163.8	-0.9	-6.3
EPS(계속사업)	-20.9	적전	흑전	-1.6	-3.6
수익성 (%)					
ROE	6.3	-2.8	15.7	13.5	11.6
ROA	2.8	-0.8	5.9	5.2	4.6
EBITDA마진	11.4	6.0	12.4	11.5	10.7
안정성 (%)					
유동비율	65.1	86.0	74.6	90.1	99.4
부채비율	124.5	127.6	136.4	126.2	115.9
순차입금/자기자본	85.4	82.3	95.0	82.6	73.1
EBITDA/이자비용(배)	6.2	3.0	7.8	6.4	5.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,744	-2,563	14,888	14,645	14,116
BPS	93,859	88,213	102,012	115,219	127,797
CFPS	5,744	-2,563	14,888	14,645	14,116
주당 현금배당금	1,900	1,900	2,000	2,100	2,100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.5	N/A	3.4	3.4	3.5
PER(최저)	7.9	N/A	2.4	2.5	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	2.9	2.9	3.0
EV/EBITDA(최고)	8.3	17.6	7.8	7.8	8.3
EV/EBITDA(최저)	7.9	15.5	7.3	7.3	7.7