

GS

BUY(유지)

078930 기업분석 | 정유

목표주가(유지)

96,000원

현재주가(05/08)

60,300원

Up/Downside

+59.2%

2018. 05. 09

발전 3사 실적 눈높이 상향, 소외를 기회로

News

1Q18 op 5,665억원, 기대치 상회: GS의 1Q 영업이익은 5,665억원(QoQ+5.5%/YoY-12.3%)으로 DB 추정치 5,405억원/컨센서스 5,474억원을 소폭 상회했다. 칼텍스는 대규모 정기보수 영향과 유가의 역래깅 효과 등이 반영되면서 2,807억원으로 기대치에 미치지 못했지만 발전 3사가 surprise를 시현했다. EPS는 4Q 정기보수 이후 당진 4호기의 가동률이 정상화되면서 영업이익률 19.3%를 시현했으며, E&R은 역시 북평화력의 가동률 정상화/풍력 호조로 영업이익률 20.3%를 시현했다. 파워 역시 견고한 성장을 이어가고 있는 바, 발전 3사 실적의 눈높이를 높여야 할 것으로 판단된다.

Comment

발전 실적의 눈높이 상향, 2Q부터 칼텍스의 회복: 2Q 영업이익은 6,245억원(QoQ+10.2%/YoY +59.4%)으로 추가 개선을 전망한다. 발전 3사는 비수기 진입에 따라 QoQ 실적 둔화가 불가피하다. 하지만 EPS/E&R의 경우 증설 설비의 가동률 정상화에 따라 17년 대비 큰 폭의 성장이 지속될 것으로 예상된다. 또한 17년 하반기 화재로 인한 고도화 설비의 가동 차질 1Q18 대규모 정기보수로 인해 부진했던 칼텍스가 2Q부터 정상화되면서 가시적인 영업이익 회복이 예상된다.(5,774억원)

Action

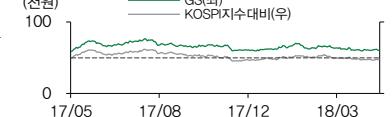
여전히 지나친 소외를 기회로: GS는 여전히 타 자회사가 없다는 극단적 가정하에 칼텍스의 18년 예상 지배지분 11.5조원의 50% 가치 대비 0.97배에 불과한 상황이다. 이 가운데 발전 3사의 실적 눈높이가 크게 상향되었음을 주목할 필요가 있으며 시장에서의 지나친 소외를 비중확대의 기회로 삼아야 한다고 판단한다. 투자의견 Buy, 목표주가 96,000원을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	58,700/76,700원
매출액	13,462	16,210	18,135	18,719	19,022	KOSDAQ /KOSPI	827/2,450pt
(증가율)	10.5	20.4	11.9	3.2	1.6	시가총액	56,028억원
영업이익	1,754	2,071	2,398	2,572	2,483	60일-평균거래량	172,014
(증가율)	9.3	18.1	15.8	7.3	-3.4	외국인지분율	19.8%
자배주주순이익	806	986	1,090	1,280	1,204	60일-외국인지분율변동추이	-0.2%p
EPS	8.640	10.578	11,693	13,727	12,911	주요주주	하장수 외 47 인 45.3%
PER (H/L)	6.9/5.3	7.3/4.7	5.2	4.4	4.7	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	0.8/0.6	1.0/0.6	0.7	0.6	0.5	GS(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	8.7/8.0	8.3/7.1	6.5	5.9	6.0	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	13.0	12.8	13.2	13.7	13.1		
ROE	12.1	13.4	13.3	14.0	11.8		



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.8	-5.2	2.0
상대기준	-1.6	-6.8	-4.5

도표 1. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	3,918	3,856	4,229	4,207	4,456	4,521	4,605	4,553	16,210	18,135	18,719
%YoY	26.8	16.1	26.5	13.5	13.7	17.3	8.9	8.2	20.4	11.9	3.2
%QoQ	5.7	-1.6	9.7	-0.5	5.9	1.4	1.9	-1.1			
1)연결자회사	3,532	3,708	3,981	3,928	4,250	4,240	4,361	4,215	15,149	17,067	17,475
2)임대	41	42	45	52	52	52	53	52	180	209	214
3)상표권	12	15	13	16	14	14	14	13	56	55	56
4)지분법	333	91	190	211	140	215	177	273	825	805	974
연결 영업이익	646	392	497	537	567	625	585	622	2,071	2,398	2,572
%YoY	99.7	-22.1	19.3	5.0	-12.3	59.4	17.8	15.7	18.1	15.8	7.3
%QoQ	26.2	-39.3	26.7	8.1	5.5	10.2	-6.3	6.2			
GS 리테일	26	53	56	31	22	52	71	31	166	176	181
GS EPS	29	36	25	23	56	41	39	37	113	174	179
GS 글로벌	12	15	15	6	14	13	13	9	48	48	50
GS E&R	42	21	19	45	92	60	55	56	127	263	267
기타(E&P 등)	224	183	192	224	260	245	229	219	823	952	934
GS 칼텍스(지분법)	281	68	181	189	90	201	168	248	719	706	883
GS 파워(지분법)	22	11	3	9	25	7	2	12	45	46	43
GS 홈쇼핑(지분법)	8	6	7	10	8	7	7	9	31	33	34

자료: GS, DB금융투자

도표 2. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	7,276	6,946	7,543	8,554	7,795	8,621	8,053	8,763	30,318	33,233	34,056
%YoY	32.5	12.5	14.2	14.1	7.1	24.1	6.8	2.5	17.6	9.6	2.5
%QoQ	-3.0	-4.5	8.6	13.4	-8.9	10.6	-6.6	8.8			
정유	5,634	5,324	5,856	6,597	5,911	6,656	6,187	6,873	23,411	25,628	26,455
화학	1,363	1,344	1,406	1,659	1,543	1,622	1,538	1,572	5,773	6,275	6,291
운활유	279	277	281	298	341	343	328	318	1,135	1,329	1,310
연결 영업이익	585	210	578	628	281	577	478	693	2,002	2,029	2,469
%YoY	85.2	-72.6	77.3	-14.1	-52.0	175.0	-17.4	10.3	-6.5	1.4	21.7
%QoQ	-20.0	-64.1	175.5	8.6	-55.3	105.7	-17.2	45.1			
정유	380	34	427	501	147	413	320	524	1,341	1,405	1,813
화학	159	125	93	87	67	104	97	112	464	380	424
운활유	46	51	58	41	66	60	60	57	196	244	233
영업이익률	8.0	3.0	7.7	7.3	3.6	6.7	5.9	7.9	6.6	6.1	7.3
정유	6.7	0.6	7.3	7.6	2.5	6.2	5.2	7.6	5.7	5.5	6.9
화학	11.6	9.3	6.6	5.2	4.3	6.4	6.3	7.1	8.0	6.0	6.7
운활유	16.5	18.5	20.8	13.6	19.4	17.7	18.3	18.0	17.3	18.4	17.7

자료: GS칼텍스, DB금융투자

도표 3. GS칼텍스 연간 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	45,659.8	40,258.4	28,339.2	25,770.2	30,318.4	33,232.8	34,056.2
영업이익	900.1	-456.3	1,305.5	2,140.4	2,001.6	2,028.8	2,469.1
지배순이익	373.7	-676.2	971.8	1,417.0	1,438.1	1,412.8	1,766.5
지배순자산	9,009.7	8,143.1	8,972.5	9,841.3	10,691.4	11,522.6	12,639.2
ROE	4.1	-7.9	11.4	15.1	14.0	12.7	14.6

자료: GS칼텍스, DB금융투자

도표 4. 발전 3사 분기별 실적추정내역

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E
1. GS EPS								
매출액	191.0	231.3	213.7	246.8	292.0	240.1	243.4	278.6
영업이익	29.5	35.6	25.2	23.2	56.4	40.6	39.4	37.3
지배순이익	27.4	34.1	16.0	18.4	48.1	28.6	27.7	26.1
2. GS 파워								
매출액	247.7	98.4	65.5	197.3	284.5	108.9	57.2	198.8
영업이익	61.1	19.3	9.1	33.3	67.0	20.7	8.0	33.8
지배순이익	44.5	22.0	5.2	17.4	49.1	14.0	4.3	23.9
3. GS E&R								
매출액	246.8	235.2	289.3	354.8	453.1	432.0	406.9	410.3
영업이익	41.8	20.9	19.1	44.7	92.0	59.9	55.3	55.6
지배순이익	24.9	2.8	2.7	23.2	53.4	31.6	28.2	28.4

자료: 각 사, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	3,153	2,971	3,123
현금및현금성자산	504	723	892	635	726
매출채권및기타채권	1,166	1,155	1,325	1,366	1,390
재고자산	335	533	449	463	483
비유동자산	17,868	19,129	19,929	20,729	21,429
유형자산	7,866	8,401	9,201	10,001	10,701
무형자산	1,890	1,788	1,788	1,788	1,788
투자자산	5,999	6,693	6,693	6,693	6,693
자산총계	20,341	22,004	23,082	23,700	24,552
유동부채	3,771	4,451	4,534	4,603	4,687
매입채무및기타채무	1,489	1,819	1,902	1,971	2,056
단기임금및당기차채	547	1,113	1,113	1,113	1,113
유동성장기부채	1,416	1,251	1,251	1,251	1,251
비유동부채	7,650	7,890	7,890	7,290	6,990
사례및장기차입금	6,560	6,704	6,704	6,104	5,804
부채총계	11,421	12,341	12,424	11,893	11,678
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
이익잉여금	8,348	9,186	10,086	11,139	12,115
비자매주자분	1,956	1,932	2,027	2,124	2,214
자본총계	8,920	9,663	10,658	11,807	12,874

손익계산서

12월 결산(상여원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	18,135	18,719	19,022
매출원가	10,273	12,449	13,847	14,195	14,556
매출총이익	3,189	3,761	4,288	4,523	4,466
판관비	1,435	1,690	1,890	1,951	1,983
영업이익	1,754	2,071	2,398	2,572	2,483
EBITDA	1,754	2,071	2,398	2,572	2,483
영업외손익	-125	-163	-211	-203	-192
금융순익	-216	-209	-227	-219	-208
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	91	46	16	16	16
세전이익	1,629	1,908	2,186	2,369	2,291
증단사업이익	-43	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,185	1,376	1,295
자비주주지분순이익	806	986	1,090	1,280	1,204
비자비주주지분순이익	118	106	95	96	91
총포괄이익	941	945	1,185	1,376	1,295
증감률(%YoY)					
매출액	10.5	20.4	11.9	3.2	1.6
영업이익	9.3	18.1	15.8	7.3	-3.4
EPS	64.0	22.4	10.5	17.4	-5.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	8,640	10,578	11,693	13,727	12,911
BPS	73,540	81,628	91,139	102,253	112,566
DPS	1,600	1,800	2,000	2,400	2,400
Multiple(배)					
P/E	6.3	5.9	5.2	4.4	4.7
P/B	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.4	7.6	6.5	5.9	6.0
수익성(%)					
영업이익률	13.0	12.8	13.2	13.7	13.1
EBITDA마진	13.0	12.8	13.2	13.7	13.1
순이익률	6.9	6.7	6.5	7.4	6.8
ROE	12.1	13.4	13.3	14.0	11.8
ROA	4.7	5.2	5.3	5.9	5.4
ROIC	10.2	11.0	11.4	12.2	10.8
안정성 및 기타					
부채비율(%)	128.0	127.7	116.6	100.7	90.7
이자보상배율(배)	7.4	8.1	8.8	9.8	9.9
배당성향(배)	16.1	15.3	15.7	16.2	17.2

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주가와 과리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

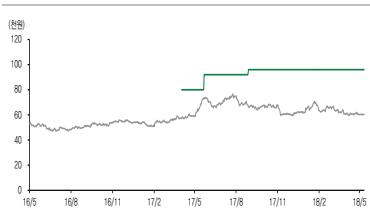
기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

GS 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
17/04/10	Buy	80,000	-22.6 -8.6				
17/05/30	Buy	92,000	-23.2 -16.6				
17/09/05	Buy	96,000	-				

주: *표는 담당자 변경