

GS

BUY(유지)

078930 기업분석 | 정유

목표주가(하향)	80,000원	현재주가(08/09)	52,500원	Up/Downside	+52.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 08. 10

## 외면 받는 지주, 외면하기 어려운 가치

## News

**2Q18 영업이익 5,572억원, 기대치 부합:** GS의 2Q 영업이익은 5,572억원(QoQ-1.6%/YoY+42.2%)으로 시장 컨센서스 5,702억원에 부합했다. 칼텍스는 2H17 화재, 1Q18 정기보수에 걸쳐 정상가동이 어려웠던 고도화설비가 정상가동함에 따라 영업이익이 큰 폭으로 개선되었다.(5,846억원) 다만 환관련손실 약 2,100억원 반영으로 순이익이 부진함에 따라 GS 연결이익으로는 개선 폭이 크지 않았다. 발전은 파워는 호실적이었지만 EPS와 E&R은 REC 판매 지연, 북평화력의 이익 둔화 등으로 부진했다. 유통은 전반적으로 견조한 실적을 시현했다.

## Comment

**칼텍스 상황 개선에 초점:** 3Q 영업이익은 유가 하락 반전에 따른 (-)lagging영향 및 7~8월까지의 상대적인 정제마진 둔화로 인해 칼텍스 영업이익은 부진이 예상된다.(3,211억원) 하지만 2Q에 발생했던 대규모 환관련손실이 제거되며 순이익은 2Q와 유사한 수준을 전망한다.(2,324억원) 상대적으로 부진했던 발전 3사의 반등, 유통 성수기 효과 등을 감안할 때 전사 GS의 영업이익 역시 2Q와 유사한 5,559억원을 전망한다. 주목할 것은 단기 실적보다는 칼텍스의 상황 개선이다. 미국 정제가 동물의 반락, 중국 석유제품수출 둔화 등이 맞물리며 동절기로 갈수록 등경유 중심으로 정제마진이 개선될 것으로 예상된다. 정유사와 흐름이 동조하는 GS의 특성상 정제마진 개선세를 주목하자.

## Action

**외면 받는 지주, 외면하기 어려운 가치:** 각 자회사들의 할인율 및 target P/B를 조정하여 GS의 목표주가를 8만원으로 하향한다. 각종 우려로 지주사들의 주가가 부진하다. 하지만 18년 연결 순이익 기준 P/E 5.4배, 칼텍스 18년 지배지분 11.4조원(18E 칼텍스 ROE 10.3%)의 절반도 되지 않는 현재 GS의 시가총액은 외면하기 어려운 극저평가 상황이다. 투자이견 Buy를 유지한다.

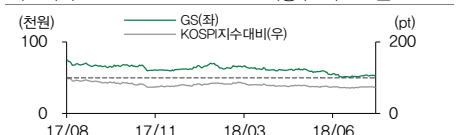
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	13,462	16,210	18,268	18,763	19,122
(증가율)	10.5	20.4	12.7	2.7	1.9
영업이익	1,754	2,071	2,333	2,412	2,385
(증가율)	9.3	18.1	12.6	3.4	-1.1
지배주주순이익	806	986	906	1,093	1,102
EPS	8,640	10,578	9,714	11,714	11,816
PER (H/L)	6.9/5.3	7.3/4.7	5.4	4.5	4.4
PBR (H/L)	0.8/0.6	1.0/0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (H/L)	8.7/8.0	8.3/7.1	6.4	6.2	6.2
영업이익률	13.0	12.8	12.8	12.9	12.5
ROE	12.1	13.4	11.2	12.3	11.3

## Stock Data

52주 최저/최고	50,700/75,000원
KOSDAQ /KOSPI	789/2,304pt
시가총액	48,781억원
60일-평균거래량	165,385
외국인지분율	20.2%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	허창수 외 47 인 45.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.1	-14.8	-30.0
상대기준	1.3	-9.6	-28.0

도표 1. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	7,276	6,946	7,543	8,554	7,795	9,058	9,039	9,726	30,318	35,618	34,705
%YoY	32.5	12.5	14.2	14.1	7.1	30.4	19.8	13.7	17.6	17.5	-2.6
%QoQ	-3.0	-4.5	8.6	13.4	-8.9	16.2	-0.2	7.6			
정유	5,634	5,324	5,856	6,597	5,912	7,086	6,974	7,665	23,411	27,637	27,175
화학	1,363	1,344	1,406	1,659	1,543	1,610	1,691	1,697	5,773	6,541	6,142
운활유	279	277	281	298	341	361	374	364	1,135	1,440	1,389
연결 영업이익	585	210	578	628	281	585	321	642	2,002	1,828	2,139
%YoY	85.2	-72.6	77.3	-14.1	-52.0	178.4	-44.5	2.2	-6.5	-8.7	17.0
%QoQ	-20.0	-64.1	175.5	8.6	-55.3	108.3	-45.1	99.9			
정유	380	34	427	501	147	462	205	496	1,341	1,310	1,627
화학	159	125	93	87	67	60	62	84	464	273	267
운활유	46	51	58	41	66	63	54	62	196	245	245
영업이익률	8.0	3.0	7.7	7.3	3.6	6.5	3.6	6.6	6.6	5.1	6.2
정유	6.7	0.6	7.3	7.6	2.5	6.5	2.9	6.5	5.7	4.7	6.0
화학	11.6	9.3	6.6	5.2	4.3	3.7	3.7	4.9	8.0	4.2	4.3
운활유	16.5	18.5	20.8	13.6	19.5	17.3	14.5	17.0	17.3	17.0	17.7

자료: GS 칼텍스, DB 금융투자

도표 2. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	3,918	3,856	4,229	4,207	4,456	4,581	4,658	4,573	16,210	18,268	18,763
%YoY	26.8	16.1	26.5	13.5	13.7	18.8	10.1	8.7	20.4	12.7	2.7
%QoQ	5.7	-1.6	9.7	-0.5	5.9	2.8	1.7	-1.8			
1)연결자회사	3,532	3,708	3,981	3,928	4,250	4,361	4,457	4,238	15,149	17,306	17,624
2)임대	41	42	45	52	52	53	54	51	180	209	213
3)상표권	12	15	13	16	14	18	19	18	56	68	73
4)지분법	333	91	190	211	140	150	128	266	825	684	853
연결 영업이익	646	392	497	537	567	557	556	653	2,071	2,333	2,412
%YoY	99.7	-22.1	19.3	5.0	-12.3	42.2	11.9	21.6	18.1	12.6	3.4
%QoQ	26.2	-39.3	26.7	8.1	5.5	-1.6	-0.2	17.5			
GS 리테일	26	53	56	31	22	56	68	32	166	177	183
GS EPS	29	36	25	23	56	21	33	40	113	151	156
GS 글로벌	12	15	15	6	14	18	17	9	48	58	59
GS E&R	42	21	19	45	92	30	27	54	127	203	207
기타(E&P 등)	224	183	192	224	254	296	282	256	823	1,089	972
GS 칼텍스(지분법)	281	68	181	189	90	118	116	240	719	564	744
GS 파워(지분법)	22	11	3	9	25	9	3	13	45	49	47
GS 홈쇼핑(지분법)	8	6	7	10	13	10	9	10	31	42	44

자료: GS, DB 금융투자

도표 3. GS 목표주가 산정내역

(단위: 십억원, %, 천주, 원)

(십억원)	지분율	적정가치	비고
투자자산			
상장사			
GS리테일	65.8%	1,014	8/8 MV 대비 40% 할인
GS홈쇼핑	30.0%	234	8/8 MV 대비 40% 할인
GS글로벌	50.8%	82	8/8 MV 대비 40% 할인
비상장사			
GS칼텍스	50.0%	5,630	2018 BV 11.4조원 / Target P/B 1.0배
GSEPS	70.0%	554	2018 BV 7,910억원 / Target P/B 1.0배
GS파워	50.0%	311	2018 BV 6,226억원 / Target P/B 1.0배
GSE&R	89.9%	326	2018 BV 3,620억원 / Target P/B 1.0배
투자자산 가치		8,150	
순차입금		614	1Q18 별도 기준
총 기업가치		7,536	
우선주 시가총액		66	
보통주 가치		7,470	
기밀발행주식수		92,915	
목표주가		80,400	

자료: DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,473	2,875	2,983	2,621	2,666
현금및현금성자산	504	723	710	281	261
매출채권및기타채권	1,166	1,155	1,334	1,369	1,396
재고자산	335	533	452	464	485
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	22,912	23,350	24,095
유동부채	3,771	4,451	4,541	4,606	4,693
매입채무및기타채무	1,489	1,819	1,910	1,974	2,062
단기차입금및담보대출	547	1,113	1,113	1,113	1,113
유동상장기부채	1,416	1,251	1,251	1,251	1,251
비유동부채	7,650	7,890	7,890	7,290	6,990
사채및장기차입금	6,560	6,704	6,704	6,104	5,804
부채총계	11,421	12,341	12,432	11,896	11,684
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
이익잉여금	8,348	9,186	9,902	10,768	11,643
비지배주주지분	1,956	1,932	2,033	2,141	2,224
자본총계	8,920	9,663	10,480	11,454	12,412

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	852	1,306	1,215	1,412	1,451
당기순이익	923	1,092	1,007	1,201	1,185
현금유출이없는비용및수익	597	847	1,326	1,232	1,220
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-113	7	-27	-22	39
매출채권및기타채권의감소	-152	-168	-178	-35	-27
재고자산의감소	-91	-101	81	-12	-21
매입채무및기타채무의증가	71	373	91	64	88
투자활동현금흐름	-524	-1,418	-785	-789	-694
CAPEX	-923	-1,118	-800	-800	-700
투자자산의순증	-364	-694	0	0	0
재무활동현금흐름	-336	335	-443	-1,053	-777
사채및차입금의 증가	109	530	0	-600	-300
자본금및자본잉여금의증가	-10	-82	0	0	0
배당금지급	-172	-188	-171	-189	-227
가타현금흐름	5	-3	0	0	0
현금의증가	-3	219	-13	-430	-20
기초현금	507	504	723	710	281
기말현금	504	723	710	281	261

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,462	16,210	18,268	18,763	19,122
매출원가	10,273	12,449	14,025	14,389	14,738
매출총이익	3,189	3,761	4,243	4,374	4,384
판매비	1,435	1,690	1,910	1,962	2,000
영업이익	1,754	2,071	2,333	2,412	2,385
EBITDA	1,754	2,071	2,333	2,412	2,385
영업외손익	-125	-163	-234	-212	-206
금융손익	-216	-209	-230	-228	-222
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	91	46	-4	16	16
세전이익	1,629	1,908	2,098	2,199	2,179
중단사업이익	-43	0	0	0	0
당기순이익	923	1,092	1,007	1,201	1,185
지배주주지분순이익	806	986	906	1,093	1,102
비지배주주지분순이익	118	106	101	108	83
총포괄이익	941	945	1,007	1,201	1,185
증감률(%YoY)					
매출액	10.5	20.4	12.7	2.7	1.9
영업이익	9.3	18.1	12.6	3.4	-1.1
EPS	64.0	22.4	-8.2	20.6	0.9

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	8,640	10,578	9,714	11,714	11,816
BPS	73,540	81,628	89,198	98,337	107,576
DPS	1,600	1,800	2,000	2,400	2,400
Multiple(배)					
P/E	6.3	5.9	5.4	4.5	4.4
P/B	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.4	7.6	6.4	6.2	6.2
수익성(%)					
영업이익률	13.0	12.8	12.8	12.9	12.5
EBITDA마진	13.0	12.8	12.8	12.9	12.5
순이익률	6.9	6.7	5.5	6.4	6.2
ROE	12.1	13.4	11.2	12.3	11.3
ROA	4.7	5.2	4.5	5.2	5.0
ROIC	10.2	11.0	9.8	10.8	10.0
안정성및기타					
부채비율(%)	128.0	127.7	118.6	103.9	94.1
이자보상배율(배)	7.4	8.1	8.6	9.2	9.5
배당성향(배)	16.1	15.3	18.5	18.6	18.8

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 기재된 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 것이나 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 투자이익률 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

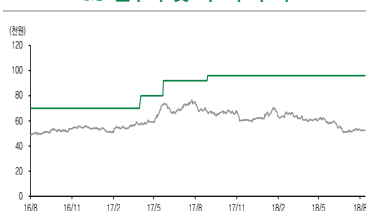
■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- 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 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/04/12	Buy	70,000	-24.8 -14.4				
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	-35.9 -26.4				
18/08/10	Buy	80,000	-				

주: \*표는 답당자 변경