

GS

BUY(유지)

078930 기업분석 | 정유

목표주가(유지)	65,000원	현재주가(08/08)	47,800원	Up/Downside	+36.0%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 08. 09

소외 받지만 가치는 변하지 않는다

News

2Q19 영업이익 4,878억원, 기대치 부합: GS의 2Q 영업이익은 4,878억원(QoQ-4.9%/YoY-11.1%)으로 시장 컨센서스 4,970억원에 부합했다. 칼텍스 영업이익은 1,334억원(QoQ-60%)으로 급감했는데, 정제마진 부진 정기보수, 유가 하락에 따른 재고관련손실 약 1,300억원이 반영되며 정유가 부진했기 때문이다.(2Q 199억원 vs. 1Q 1,873억원) 발전자회사는 기저발전 가동률 상승 & LNG 가격 하락에 따른 SMP 급락 영향으로 역시 부진했다. 하지만 유동 자회사는 시장 기대치를 상회했다.

Comment

3Q19E 영업이익 4,873억원, 칼텍스의 하반기 실적 개선 주목: 3Q 영업이익은 4,873억원으로 2Q와 유사할 것으로 전망한다. 정제마진 반등이 예상되지만 유가가 수요 우려 및 9월 미국 Permian 파이프라인 개통에 따른 공급 부담 증가 등으로 하향 안정화 될 것으로 예상하기에 3Q 칼텍스 이익 반등은 제한적일 것으로 판단한다. 다만 20년초까지 이어질 등경유 중심의 정제마진 개선 가능성을 주목할 필요가 있다. 이유는 크게 3가지로 1)미국 가동률의 반락, 중국/인도의 하반기 수출 둔화, 동절기 난방 수요 가세 등 연말로 갈수록 우호적인 등경유 계절성, 2)WTI-Dubai discount 축소에 따른 아시아 정제마진 개선, 3)IMO에 따른 긍정적인 영향이 연말로 갈수록 강화되기 때문이다. 따라서 칼텍스의 하반기 및 20년 지분법 이익 기여도가 커질 것으로 전망한다.

Action

소외 받는 지주회사, 하지만 가치는 변하지 않는다: 칼텍스의 19E 지배지분은 11.2조원이며, 19년 실적 부진으로 예상 ROE는 6.3%다. 다만 정제마진 개선으로 20년 ROE는 12% 수준으로 개선될 것으로 전망한다.(17년 14%) 현재 GS 시가총액 4.4조원은 칼텍스 50% 지분가치의 P/B 0.8배에 해당한다. 칼텍스만으로도 GS 시가총액을 충분히 설명 가능하며 견고한 발전자회사, 유동자회사의 가치를 고려할 때 지나친 저평가 상황이라 판단된다. 투자의견 Buy, 목표주가 6.5만원을 유지한다.

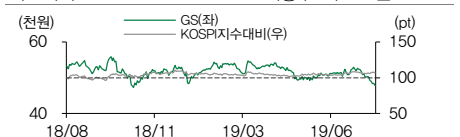
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	15,580	17,744	18,041	19,866	20,153
(증가율)	15.7	13.9	1.7	10.1	1.4
영업이익	2,041	2,210	2,094	2,458	2,324
(증가율)	16.3	8.3	-5.2	17.4	-5.4
지배주주순이익	986	903	673	1,024	913
EPS	10,578	9,683	7,206	10,977	9,783
PER (H/L)	7.3/4.7	7.4/4.8	6.6	4.4	4.9
PBR (H/L)	1.0/0.6	0.8/0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (H/L)	8.4/7.3	7.4/6.4	6.9	5.8	6.1
영업이익률	13.1	12.5	11.6	12.4	11.5
ROE	13.4	11.1	7.7	10.9	9.0

Stock Data

52주 최저/최고	47,300/55,900원
KOSDAQ /KOSPI	585/1,921pt
시가총액	44,414억원
60일-평균거래량	122,151
외국인지분율	22.6%
60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
주요주주	하창수 외 49 인 46.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-7.2	-7.0	-10.2
상대기준	-0.2	5.0	7.7

도표 1. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	4,224	4,469	4,720	4,332	4,419	4,508	4,542	4,572	17,745	18,041	19,866
%YoY	7.8	15.9	11.6	3.0	4.6	0.9	-3.8	5.5	9.5	1.7	10.1
%QoQ	0.4	5.8	5.6	-8.2	2.0	2.0	0.8	0.7			
1)연결자회사	4,018	4,248	4,427	4,234	4,288	4,382	4,397	4,276	16,928	17,343	18,826
2)임대	52	53	53	52	46	47	47	46	210	186	202
3)상표권	14	18	17	18	14	15	15	14	66	58	64
4)지분법	140	150	223	28	72	65	83	235	541	454	774
연결 영업이익	558	549	689	414	513	488	487	606	2,210	2,094	2,458
%YoY	-13.6	40.0	38.8	-23.0	-8.1	-11.1	-29.3	46.5	6.7	-5.2	17.4
%QoQ	3.9	-1.7	25.7	-40.0	23.9	-4.9	-0.1	24.4			
GS 리테일	22	56	78	25	21	77	84	34	180	217	242
GS EPS	56	21	29	21	53	28	22	19	127	121	117
GS 글로벌	14	18	14	11	15	18	14	11	56	59	60
GS E&R	92	30	39	45	82	26	34	44	205	186	188
기타(E&P 등)	246	288	296	369	261	301	249	263	1,198	1,073	1,069
GS 칼텍스(지분법)	90	118	218	-74	44	24	67	215	352	350	697
GS 파워(지분법)	25	9	8	9	27	8	8	10	51	53	52
GS 홀쇼광(지분법)	13	10	7	9	9	7	8	10	40	34	33

자료: GS, DB금융투자

도표 2. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	7,795	9,058	9,804	9,706	7,953	7,668	8,412	9,396	36,363	33,430	35,983
%YoY	7.1	30.4	30.0	13.5	2.0	-15.3	-14.2	-3.2	19.9	-8.1	7.6
%QoQ	-8.9	16.2	8.2	-1.0	-18.1	-3.6	9.7	11.7			
정유	5,912	7,086	7,679	7,560	6,174	5,878	6,685	7,517	28,236	26,255	28,554
화학	1,543	1,610	1,788	1,839	1,452	1,460	1,424	1,583	6,780	5,919	6,139
유탄유	341	361	337	307	326	330	304	296	1,346	1,256	1,290
연결 영업이익	281	585	636	-267	330	133	219	605	1,234	1,287	2,001
%YoY	-52.0	178.4	9.9	적전	17.4	-77.2	-65.5	흑전	-38.3	4.3	55.4
%QoQ	-55.3	108.3	8.8	적전	흑전	-59.5	64.4	175.9			
정유	147	462	457	-406	187	20	83	446	660	737	1,408
화학	67	60	138	118	128	80	96	106	383	410	419
유탄유	66	63	41	21	15	33	40	53	190	141	174
영업이익률	3.6	6.5	6.5	-2.8	4.1	1.7	2.6	6.4	3.4	3.9	5.6
정유	2.5	6.5	6.0	-5.4	3.0	0.3	1.2	5.9	2.3	2.8	4.9
화학	4.3	3.7	7.7	6.4	8.8	5.5	6.7	6.7	5.7	6.9	6.8
유탄유	19.5	17.3	12.0	6.8	4.5	10.1	13.2	17.8	14.1	11.2	13.5

자료: GS칼텍스, DB금융투자

도표 3. 발전 지회사 3사 연간 실적 추이

(단위: 십억원 %)

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
1. GS EPS						
매출액	617.3	598.9	882.8	1,025.0	946.5	990.9
영업이익	48.7	70.8	113.5	127.4	121.2	116.9
지배순이익	31.5	38.1	95.9	100.8	102.9	88.9
지배순자산	634.3	649.6	723.2	775.3	836.9	893.0
ROE	5.0	5.9	14.0	13.5	12.8	10.3
2. GS 파워						
매출액	631.0	613.4	609.0	879.1	899.8	892.6
영업이익	105.8	119.7	122.8	153.3	162.2	158.6
지배순이익	80.9	80.6	89.2	101.9	106.7	104.5
지배순자산	508.8	533.6	562.5	600.2	655.1	708.5
ROE	15.8	15.5	16.3	17.5	17.0	15.3
3. GS E&R						
매출액	697.7	645.3	1,126.0	1,711.3	1,575.2	1,600.5
영업이익	22.9	46.1	126.5	205.3	186.3	187.6
지배순이익	-69.7	9.5	53.6	71.2	100.4	96.1
지배순자산	142.8	142.6	296.8	338.4	408.2	447.0
ROE	-39.8	6.7	24.4	22.4	26.9	22.5

자료: 각 사 DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,875	3,285	3,148	3,522	3,702
현금및현금성자산	723	654	328	516	734
매출채권및기타채권	1,241	1,191	1,296	1,406	1,361
재고자산	533	503	476	552	559
비유동자산	19,129	19,346	20,146	20,846	21,546
유형자산	8,401	8,535	9,335	10,035	10,735
무형자산	1,788	1,676	1,676	1,676	1,676
투자자산	6,693	6,887	6,887	6,887	6,887
자산총계	22,004	22,631	23,443	24,516	25,396
유동부채	4,451	4,569	5,229	5,339	5,356
매입채무및기타채무	1,819	1,574	1,987	2,096	2,114
단기차입금및단기차입금	1,113	1,226	1,376	1,376	1,376
유동상장기부채	1,251	1,444	1,544	1,544	1,544
비유동부채	7,890	7,537	7,037	7,037	7,037
사채및장기차입금	6,704	6,342	5,842	5,842	5,842
부채총계	12,341	12,106	12,267	12,376	12,393
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
이익잉여금	9,186	9,906	10,399	11,224	11,938
비지배주주지분	1,932	2,035	2,192	2,332	2,481
자본총계	9,663	10,525	11,176	12,140	13,003

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,306	1,269	1,666	1,309	1,352
당기순이익	1,092	1,030	831	1,163	1,061
현금유출이없는비용및수익	847	1,412	1,331	1,333	1,301
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	7	-236	592	-96	56
매출채권및기타채권의감소	-168	-116	-105	-111	46
재고자산의감소	-101	20	27	-76	-7
매입채무및기타채무의증가	373	-116	413	109	17
투자활동현금흐름	-1,418	-836	-760	-662	-656
CAPEX	-1,118	-731	-800	-700	-700
투자자산의순증	-694	-194	0	0	0
재무활동현금흐름	335	-515	-713	-459	-478
사채및차입금의 증가	530	-37	-250	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-82	0	0	0	0
배당금지급	-188	-203	-180	-180	-199
기타현금흐름	-3	12	-519	0	0
현금의증가	219	-70	-325	188	218
기초현금	504	723	654	328	516
기말현금	723	654	328	516	734

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,580	17,744	18,041	19,866	20,153
매출원가	11,926	13,651	14,028	15,294	15,685
매출총이익	3,654	4,094	4,014	4,571	4,468
판매비	1,614	1,884	1,920	2,114	2,144
영업이익	2,041	2,210	2,094	2,458	2,324
EBITDA	2,041	2,210	2,094	2,458	2,324
영업외손익	-167	-270	-175	-204	-197
금융손익	-210	-277	-241	-240	-233
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	43	7	66	36	36
세전이익	1,874	1,940	1,919	2,255	2,127
중단사업이익	27	216	0	0	0
당기순이익	1,092	1,030	831	1,163	1,061
지배주주지분순이익	986	903	673	1,024	913
비지배주주지분순이익	106	127	158	140	149
총포괄이익	945	1,043	831	1,163	1,061
증감률(%YoY)					
매출액	15.7	13.9	1.7	10.1	1.4
영업이익	16.3	8.3	-5.2	17.4	-5.4
EPS	22.4	-8.5	-25.6	52.3	-10.9

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

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	10,578	9,683	7,206	10,977	9,783
BPS	81,628	89,656	94,863	103,573	111,111
DPS	1,800	1,900	1,900	2,100	2,100
Multiple(배)					
P/E	5.9	5.3	6.6	4.4	4.9
P/B	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.8	6.6	6.9	5.8	6.1
수익성(%)					
영업이익률	13.1	12.5	11.6	12.4	11.5
EBITDA마진	13.1	12.5	11.6	12.4	11.5
순이익률	7.0	5.8	4.6	5.9	5.3
ROE	13.4	11.1	7.7	10.9	9.0
ROA	5.2	4.6	3.6	4.9	4.3
ROIC	10.7	8.2	7.7	10.4	8.9
안정성및기타					
부채비율(%)	127.7	115.0	109.8	101.9	95.3
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	15.3	17.1	21.2	16.8	18.4

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 투자자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

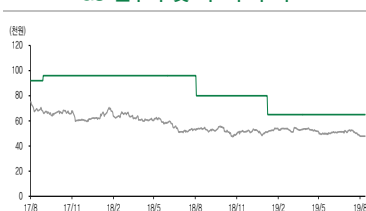
■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자자의견은 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 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-35.2	-30.1					
19/01/15	Buy	65,000	-	-					

주: *표는 답당자 변경