

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 유통 자회사는 시장 기대치를 상회했다.

### Comment

**3Q19E 영업이익 4,873억원, 칼텍스의 하반기 실적 개선 주목:** 3Q 영업이익은 4,873억원으로 2Q 와 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 가능성성을 주목할 필요가 있다. 이유는 크게 3가지로 1)미국 가동률의 반락, 중국/인도의 하반기 수출둔화, 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 자주회사, 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, 유통자회사의 가치를 고려할 때 지나친 저평가 상황이라 판단된다. 투자의견 Buy, 목표주가 6.5만원을 유지한다.

### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

| FYE Dec                | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>             | 15,580  | 17,744  | 18,041 | 19,866 | 20,153 |
| (증가율)                  | 15.7    | 13.9    | 1.7    | 10.1   | 1.4    |
| <b>영업이익</b>            | 2,041   | 2,210   | 2,094  | 2,458  | 2,324  |
| (증가율)                  | 16.3    | 8.3     | -5.2   | 17.4   | -5.4   |
| <b>자배주주순이익</b>         | 986     | 903     | 673    | 1,024  | 913    |
| <b>EPS</b>             | 10,578  | 9,683   | 7,206  | 10,977 | 9,783  |
| <b>PER (H/L)</b>       | 7.3/4.7 | 7.4/4.8 | 6.6    | 4.4    | 4.9    |
| <b>PBR (H/L)</b>       | 1.0/0.6 | 0.8/0.5 | 0.5    | 0.5    | 0.4    |
| <b>EV/EBITDA (H/L)</b> | 8.4/7.3 | 7.4/6.4 | 6.9    | 5.8    | 6.1    |
| <b>영업이익률</b>           | 13.1    | 12.5    | 11.6   | 12.4   | 11.5   |
| <b>ROE</b>             | 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%            |
| 주요주주           | 하장수 외 49 인 46.4% |
| (천원)           | (pt)             |
| GS(좌)          | GS(좌)            |
| KOSPI지수대비(우)   | KOSPI지수대비(우)     |

| 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 홈쇼핑(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  |
| 운활유     | 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    |
| 운활유     | 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    |
| 운활유     | 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(상여원) | 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  |
| 단기임금및단기차채   | 1,113  | 1,226  | 1,376  | 1,376  | 1,376  |
| 유동성장기부채     | 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 |
| 비자본주자분      | 1,932  | 2,035  | 2,192  | 2,332  | 2,481  |
| 자본총계        | 9,663  | 10,525 | 11,176 | 12,140 | 13,003 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(상여원)  | 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 |
| 현금유동이없는비용및수익 | 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  |
| 사채및차입금의증가    | 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(상여원) | 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  |
| 판관비         | 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  |
| 영업이순익       | -167   | -270   | -175   | -204   | -197   |
| 금융순익        | -210   | -277   | -241   | -240   | -233   |
| 투자순익        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타영업외순익     | 43     | 7      | 66     | 36     | 36     |
| 세전이익        | 1,874  | 1,940  | 1,919  | 2,255  | 2,127  |
| 증단사업이익      | 27     | 216    | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 1,092  | 1,030  | 831    | 1,163  | 1,061  |
| 자비주주지분순이익   | 986    | 903    | 673    | 1,024  | 913    |
| 비자본주주지분순이익  | 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   | -85    | -25.6  | 52.3   | -10.9  |

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

## 주요 투자지표

| 12월 결산(%, 배) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 주당지표(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    |

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주주업무를 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 제3자에게 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 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 권리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

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

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

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일자       | 투자의견 | 목표주가   | 고리율(%) | 일자    | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) |
|----------|------|--------|--------|-------|------|------|--------|
|          |      | 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 담당자 변경

## GS 현주가 및 목표주가 차트

