

# GS

# BUY(유지)

078930 기업분석 | 정유

목표주가(하향)	44,000원	현재주가(08/07)	35,600원	Up/Downside	+23.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 08. 10

## 최악은 지나갔지만 급반등을 기대하긴 어렵다

### News

**2Q20 영업이익 1,573억원, 기대치 하회:** GS의 2Q 영업이익은 1,573억원으로 시장 컨센서스 3,810억원을 하회했다. 실적 부진의 원인은 칼텍스 적자 지속과 발전 자회사 실적이 예상치를 하회했기 때문이다. 유가 상승(20.3월 평균 Dubai \$34/bbl→6월 \$41/bbl)에도 불구 도입 시차에 따른 재고평가손이 발생하고 정제마진 하락(칼텍스 기준 1Q \$4.3→2Q \$1.5) 폭이 커짐에 따라 정유가 부진했던 칼텍스는 2Q에도 전사 영업적자 1,333억원을 시현했다. 발전자회사는 GS파워는 추정치에 부합했으나 GS EPS와 GS E&R가 가동률 하락, SMP 급락으로 부진했다.

### Comment

**3Q20E 영업이익 3,323억원, 칼텍스 흑자전환 예상:** 3Q는 칼텍스 흑자전환, 유동 성수기 효과에 힘입어 실적 개선을 전망한다.(영업이익 3,323억원) 여전히 정제마진은 부진(3Q20 누적 \$1.7)하지만 유가 반등 지속으로 2Q까지 반영되었던 대규모 채고평가손실이 제거되고 긍정적인 래깅효과까지 더해지며 칼텍스는 1,236억원의 영업이익을 시현할 것으로 전망한다. 다만 발전자회사는 SMP 약세 지속, 전력수요 부진에 따라 3Q에도 부진한 실적이 예상된다.

### Action

**최악은 지나갔지만 V자 반등을 기대하긴 어렵다:** 시황 부진에 따른 실적 추정치 하향으로 목표주가를 4,4만원으로 하향한다. 칼텍스의 대규모 적자는 상반기로 일단락될 것으로 예상되지만 여전히 부진한 휘발유/항공유 수요, 수요 shock 대비 글로벌 정제설비 가동률 조정 폭이 미진함에 따라 높아진 제품 재고는 시황 반등을 더디게 할 가능성이 높다. V자 반등에 대한 기대감은 낮추되 3Q를 저점으로 점진적으로 반등할 발전자회사 이익 체력 개선, 21년 이후 고도화 설비 이익 기여, 주가 급락에 따른 저평가 구간임을 고려할 필요가 있다.

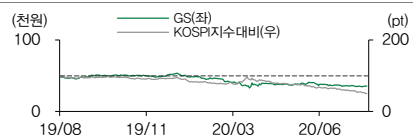
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	17,744	17,786	16,025	16,935	17,324
(증가율)	13.9	0.2	-9.9	5.7	2.3
영업이익	2,210	2,033	879	1,704	1,762
(증가율)	8.3	-8.0	-56.8	93.9	3.4
지배주주순이익	903	544	-47	566	608
EPS	9,683	5,854	-502	6,073	6,522
PER (H/L)	7.4/4.8	9.4/7.7	NA	5.9	5.5
PBR (H/L)	0.8/0.5	0.6/0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (H/L)	7.4/6.4	8.2/7.8	17.8	9.3	9.1
영업이익률	12.5	11.4	5.5	10.1	10.2
ROE	11.1	6.3	-0.5	6.3	6.4

### Stock Data

52주 최저/최고	32,600/53,200원
KOSDAQ /KOSPI	858/2,352pt
시가총액	33,078억원
60일-평균거래량	261,888
외국인지분율	21.2%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	허창수 외 49인 49.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.1	-6.9	-26.4
상대기준	-10.9	-23.7	-40.3

도표 1. GS 목표주가 산정내역

(단위: 십억원, %, 천주, 원)

	지분율	적정가치	비고
투자자산			
상장사			
GS리테일	65.8%	1,031	8/7 MV 대비 40% 할인
GS홈쇼핑	30.0%	130	8/7 MV 대비 40% 할인
GS글로벌	50.8%	43	8/7 MV 대비 40% 할인
비상장사			
GS칼텍스	50.0%	2,046	21E BV 10.2조원 / Target P/B 0.4배
GSEPS	70.0%	621	21E BV 8,872억원 / Target P/B 1.0배
GS파워	50.0%	366	21E BV 7,323억원 / Target P/B 1.0배
GSE&R	87.9%	344	21E BV 3,916억원 / Target P/B 1.0배
투자자산 가치		4,580	
순차입금		412	1Q20 별도 기준
총 기업가치		4,168	
우선주 시가총액		47	
보통주 가치		4,121	
기말발행주식수 (천주)		92,915	
Target Price		44,349	

자료: GS, DB금융투자

도표 2. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	4,419	4,508	4,523	4,336	4,196	3,666	4,089	4,075	17,786	16,025	16,935
%YoY	4.6	0.9	-4.2	0.1	-5.0	-18.7	-9.6	-6.0	0.2	-9.9	5.7
%QoQ	2.0	2.0	0.3	-4.1	-3.2	-12.6	11.5	-0.4			
1)연결자회사	4,288	4,382	4,333	4,224	4,564	3,636	3,974	3,940	17,228	16,114	16,327
2)임대	46	47	45	60	46	48	48	47	197	190	196
3)상표권	14	15	14	15	12	11	12	12	57	48	51
4)지분법	72	65	131	37	-426	-30	54	75	304	-327	361
연결 영업이익	513	488	551	482	10	157	332	380	2,033	879	1,704
%YoY	-8.1	-11.1	-20.1	16.4	-98.1	-67.8	-39.7	-21.1	-8.0	-56.8	93.9
%QoQ	23.9	-4.9	13.0	-12.6	-98.0	1,555.8	111.2	14.4			
GS 리테일	21	77	91	50	89	59	88	53	239	289	314
GS EPS	53	28	38	14	34	10	10	12	132	65	117
GS 글로벌	15	18	13	12	20	14	14	10	58	58	57
GS E&R	82	26	14	25	58	12	13	28	147	112	129
기타(E&P 등)	259	299	279	302	279	102	163	211	1,140	756	786
GS 칼텍스(지분법)	44	24	103	56	-508	-59	31	41	226	-495	206
GS 파워(지분법)	27	8	5	11	28	8	6	15	52	57	57
GS 홈쇼핑(지분법)	11	9	8	11	10	10	7	10	38	37	38

자료: GS, DB금융투자

도표 3. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	7,953	7,668	8,946	8,695	7,072	4,637	5,825	6,376	33,261	23,910	25,362
%YoY	2.0	-15.3	-8.8	-10.4	-11.1	-39.5	-34.9	-26.7	-8.5	-28.1	6.1
%QoQ	-18.1	-3.6	16.7	-2.8	-18.7	-34.4	25.6	9.5			
정유	6,174	5,878	7,200	6,994	5,509	3,476	4,573	5,139	26,247	18,697	20,014
화학	1,452	1,460	1,440	1,401	1,244	897	983	995	5,753	4,119	4,271
운할유	326	330	306	299	318	265	269	242	1,261	1,094	1,077
연결 영업이익	330	133	322	94	-1,032	-133	124	149	880	-893	717
%YoY	17.4	-77.2	-49.3	흑전	적전	적전	-61.6	57.5	-28.7	적전	흑전
%QoQ	흑전	-59.5	141.5	-70.7	적전	적지	흑전	20.4			
정유	187	20	211	27	-1,119	-215	51	82	445	-1,201	360
화학	128	80	92	30	20	27	21	24	330	92	131
운할유	15	33	19	38	67	55	51	43	105	217	227
영업이익률	4.1	1.7	3.6	1.1	-14.6	-2.9	2.1	2.3	2.6	-3.7	2.8
정유	3.0	0.3	2.9	0.4	-20.3	-6.2	1.1	1.6	1.7	-6.4	1.8
화학	8.8	5.5	6.4	2.1	1.6	3.0	2.2	2.4	5.7	2.2	3.1
운할유	4.5	10.1	6.3	12.7	21.2	20.9	19.0	17.8	8.3	19.8	21.1

자료: GS칼텍스, DB금융투자

**대차대조표**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	3,285	3,117	2,348	2,316	2,357
현금및현금성자산	654	737	53	55	96
매출채권및기타채권	1,162	1,095	1,080	1,130	1,152
재고자산	503	462	433	458	469
비유동자산	19,346	21,622	22,222	22,822	23,422
유형자산	8,535	8,468	9,068	9,668	10,268
무형자산	1,676	1,553	1,553	1,553	1,553
투자자산	6,887	7,146	7,146	7,146	7,146
자산총계	22,631	24,739	24,846	25,414	26,055
유동부채	4,569	4,790	4,919	4,894	4,924
매입채무및기타채무	1,574	1,464	1,594	1,568	1,599
단기차입금및단기차채	1,226	900	900	900	900
유동성장기부채	1,444	2,094	2,094	2,094	2,094
비유동부채	7,537	8,950	8,950	8,950	8,950
사채및장기차입금	6,342	5,873	5,873	5,873	5,873
부채총계	12,106	13,740	13,869	13,844	13,874
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,189	1,189	1,189	1,189
이익잉여금	9,906	10,272	10,226	10,678	11,164
비자배주주지분	2,035	2,122	2,145	2,287	2,411
자본총계	10,525	11,000	10,976	11,571	12,180

**현금흐름표**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	1,269	1,586	766	857	1,051
당기순이익	1,030	669	-23	708	733
현금유출이없는비용및수익	1,412	2,199	952	1,056	1,089
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	-236	-167	475	-185	-17
매출채권및기타채권의감소	-116	66	15	-51	-21
재고자산의감소	20	-8	29	-25	-11
매입채무및기타채무의증가	-116	-121	130	-26	31
투자활동현금흐름	-836	-344	-491	-499	-540
CAPEX	-731	-736	-600	-600	-600
투자자산의순증	-194	-259	0	0	0
재무활동현금흐름	-515	-1,166	-356	-356	-470
사채및차입금의 증가	-37	1,641	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	2	0	0	0
배당금지급	-203	-229	0	0	-114
기타현금흐름	12	7	-601	0	0
현금의증가	-70	83	-683	1	41
기초현금	723	654	737	53	55
기말현금	654	737	53	55	96

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	17,744	17,786	16,025	16,935	17,324
매출원가	13,651	13,804	13,399	13,384	13,673
매출총이익	4,094	3,982	2,626	3,551	3,651
판매비	1,884	1,949	1,747	1,846	1,889
영업이익	2,210	2,033	879	1,704	1,762
EBITDA	2,210	2,033	879	1,704	1,762
영업외손익	-270	-259	-265	-274	-276
금융손익	-277	-234	-310	-329	-331
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	7	-25	45	55	55
세전이익	1,940	1,774	614	1,431	1,487
중단사업이익	216	0	0	0	0
당기순이익	1,030	669	-23	708	733
자배주주지분순이익	903	544	-47	566	608
비자배주주지분순이익	127	125	23	142	125
총포괄이익	1,043	712	-23	708	733
증감률(%YoY)					
매출액	13.9	0.2	-9.9	5.7	2.3
영업이익	8.3	-8.0	-56.8	93.9	3.4
EPS	-8.5	-39.5	작전	흑전	7.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	9,683	5,854	-502	6,073	6,522
BPS	89,656	93,746	93,253	98,035	103,158
DPS	1,900	0	0	1,200	1,300
Multiple(배)					
P/E	5.3	8.7	NA	5.9	5.5
P/B	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	6.6	8.0	17.8	9.3	9.1
수익성(%)					
영업이익률	12.5	11.4	5.5	10.1	10.2
EBITDA마진	12.5	11.4	5.5	10.1	10.2
순이익률	5.8	3.8	-0.1	4.2	4.2
ROE	11.1	6.3	-0.5	6.3	6.4
ROA	4.6	2.8	-0.1	2.8	2.8
ROIC	8.2	6.1	-0.2	6.0	6.0
안정성및기타					
부채비율(%)	115.0	124.9	126.4	119.6	113.9
이자보상배율(배)	7.7	6.2	2.5	4.8	4.9
배당성향(배)	17.1	0.0	0.0	15.7	16.5

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 것이거나 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 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)**

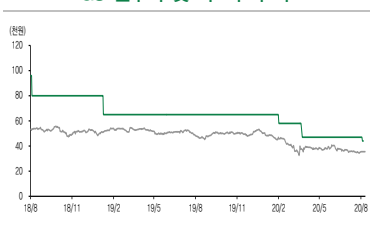
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자의견은 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 투자의견 및 목표주가 변경**

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-21.7	-15.8					
20/01/15		1년경과	-27.5	-24.8					
20/02/07	Buy	58,000	-29.8	-19.7					
20/03/30	Buy	47,000	-20.3	-13.1					
20/08/10	Buy	44,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경