

GS(078930/KS)

## 견조한 이익흐름 지속

매수(유지)

T.P 60,000 원(유지)

## Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

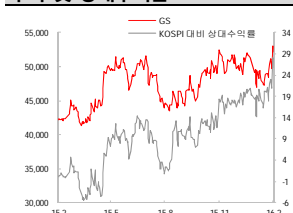
## Company Data

자본금	4,735 억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	48,409 억원
주요주주	
허창수(외49)	46.38%
국민연금공단	8.05%
외국인지분율	19.50%
배당수익률	2.30%

## Stock Data

주가(16/02/10)	52,100 원
KOSPI	1917.79 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	53,000 원
52주 최저가	41,250 원
60일 평균 거래대금	106 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	5.7%
6개월	16.6%	23.4%
12개월	23.5%	25.7%

4 분기 영업이익은 추정치를 15.2% 상회하는 3,693 억원이었음. 정유사업부의 호조 외에 발전 자회사들의 실적개선이 추정치를 소폭 상회하게 하는 요인이었음. 1 분기 영업이익은 3,616 억원으로 추정함. 정유업황의 둔화가 있겠지만 기타 발전/소비 자회사들의 개선이 기대됨. 동사의 주가는 지난 6 개월 간 기타 정유업체의 수익률대비 미진하였음. 그러나 정유업황 둔화기에서는 반대로 매력이 될 수 있는 주가 수준이기도 함

## 4Q15 영업이익 3,693 억원(QoQ +18.1% / YoY 흑전)

SK 증권 리서치센터 추정치 3,205 억원을 15.2% 상회하는 호실적이었음. 핵심 자회사인 GS 칼텍스는 정제마진 강세 속에서 영업이익 2,088 억원 / 순이익 2,657 억원으로 기대 만큼의 호실적을 시현하였음. 그 외에 발전 자회사들의 영업실적 개선도 있었음. GS EPS 는 3Q 27 억원 → 4Q 221 억원을, GS E&R 은 3Q -88 억원 → 4Q 64 억원으로 개선되었음 GS 흡쇼핑도 통상적 4 분기 최대 성수기 효과로 인하여 3Q 165 억원 → 4Q 394 억원을 시현하였음

## 1Q16 영업이익 3,616 억원(QoQ -18.6% / YoY -15.0%) 추정

1 분기 영업이익은 전분기와 유사한 수준이 될 것으로 판단함. 정유사업부는 4 분기 내내 높게 유지되었던(SK 증권 리서치센터 추정 복합정제마진 \$9.3/bbl)이 2/9 현재 \$7.5/bbl 까지 하락한 영향으로 감익이 불가피할 것으로 판단함. 다만 발전 자회사의 이익개선세가 이어질 것으로 판단하고, 그 외 기타소비자회사의 실적 또한 견조하게 유지될 것으로 추정하기 때문에 감익 폭은 크지 않을 것으로 전망함.

## 목표주가 60,000 원 / 투자이전 매수 유지

지난 6 개월 간 국내 정유업종의 강세는 눈에 띄었음. SK 이노베이션은 동 구간 +47.9%, S-Oil 은 +39.5%의 수익률을 시현하였음. 그러나 GS 는 +17.2%에 불과했음. 이는 정유 외 발전/소비 등 다수의 자회사를 포함하고 있는 지주사로서 상장되어 있었기 때문임. 다만 반대로 정유업황이 둔화되는 시점에서는 상대적으로 하락여지가 적다는 장점으로도 작용할 수 있는 요인임.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	9,583.2	10,866.1	12,301.2	12,963.6	13,224.6	13,546.6
yoy	%	(14)	134	132	54	20	24
영업이익	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,616.5	1,410.5	1,263.5
yoy	%	(19.3)	적전	흑전	22	(12.7)	(10.4)
EBITDA	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,616.5	1,410.5	1,263.5
세전이익	십억원	513.5	(257.5)	1,220.3	1,439.8	1,275.0	1,129.8
순이익(지배주주)	십억원	357.8	(346.9)	485.6	898.4	795.6	705.0
영업이익률%	%	5.8	(0.3)	12.9	12.5	10.7	9.3
EBITDA%	%	5.8	(0.3)	12.9	12.5	10.7	9.3
순이익률	%	3.7	(3.2)	3.9	6.9	6.0	5.2
EPS	원	3,824	(3,758)	5,226	9,669	8,563	7,587
PER	배	15.0	(10.6)	9.7	5.4	6.1	6.9
PBR	배	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	14.0	(236.9)	7.2	7.3	8.6	3.9
ROE	%	5.5	(5.6)	8.0	13.4	10.4	8.4
순차입금	십억원	2,345	4,365	6,559	6,973	7,209	7,544
부채비율	%	70.2	108.8	134.5	120.4	110.2	102.7

## 4Q15 실적 review

(단위: % 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	2,884.5	2,784.9	3,418.6	2,988.2	3,109.5	7.8	4.1	3,084.9	2,825.0	10.1
영업이익	(193.0)	198.0	701.6	312.8	369.3	(291.4)	18.1	380.3	320.5	15.2
세전이익	(340.1)	166.3	662.6	274.9	116.4	(134.2)	(57.7)	237.7	312.3	(62.7)
지배순이익	(347.6)	121.5	245.5	60.4	58.2	(116.7)	(3.6)	118.3	190.5	(69.4)
영업이익률	(6.7)	7.1	20.5	10.5	11.9	18.6	14	12.3	11.3	0.5
세전이익률	(11.8)	6.0	19.4	9.2	3.7	15.5	(5.5)	7.7	11.1	(7.3)
지배주주순이익률	(12.1)	4.4	7.2	2.0	1.9	13.9	(0.1)	3.8	6.7	(4.9)

자료: SK 증권 Fnguide

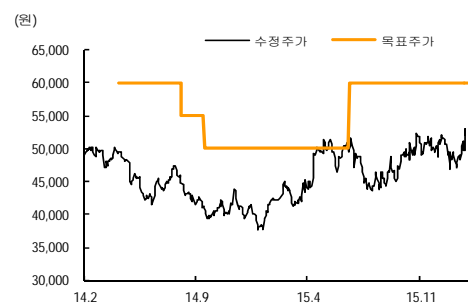
## SOTP Valuation: Target price calculation

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	3,682.7	4,948.5		50.0%	Target P/B = 0.82x
스푸츠	15.4	15.4		100.0%	3Q15말 장부가반영
EPS	429.7	613.9		70.0%	3Q15말 장부가반영
E&R	267.9	269.7		64.4%	3Q15말 장부가반영
파워	218.1	436.1		50.0%	3Q15말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,221.1	1,221.1		100.0%	3Q15말 장부가반영
상장사					
리테일	1,924.4		4,181.1	65.8%	2/10 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	241.2		1,148.4	30.0%	2/10 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	42.1		107.6	55.9%	2/10 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,980.4				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	893.2				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
Operating Value	11,916.1				
Non-Operating Value					
현금 및 현금성자산	656.1				
단기금융자산	30.4				
Debt	6,938.8				
Firm Value	5,663.8				
우선주사가총액	56.3				
Equity Value	5,607.5				
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915				
Target Price	60,350				

자료: GS, SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.02.11	매수	60,000원
2016.01.05	매수	60,000원
2015.09.30	매수	60,000원
2015.08.17	매수	60,000원
2015.06.29	매수	60,000원
2015.03.29	매수	50,000원
2015.02.12	매수	50,000원
2015.01.06	매수	50,000원
2014.09.29	매수	50,000원
2014.08.14	매수	55,000원
2014.04.18	매수	60,000원



## Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 11일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,546	2,667	2,328	2,124	1,822
현금및현금성자산	580	1,393	979	743	408
매출채권및기타채권	836	777	824	844	864
재고자산	322	313	332	340	348
<b>비유동자산</b>	12,527	15,956	17,340	18,423	19,493
장기금융자산	309	84	84	84	84
유형자산	4,243	7,019	8,315	9,373	10,186
무형자산	1,200	2,004	2,004	2,004	2,004
<b>자산총계</b>	15,073	18,623	19,668	20,547	21,314
<b>유동부채</b>	2,706	2,222	2,286	2,313	2,341
단기금융부채	1,460	1,048	1,048	1,048	1,048
매입채무 및 기타채무	1,066	1,064	1,128	1,155	1,183
단기충당부채	15	12	12	12	12
<b>비유동부채</b>	5,149	8,458	8,458	8,458	8,458
장기금융부채	4,426	7,128	7,128	7,128	7,128
장기매입채무 및 기타채무	3	431	431	431	431
장기충당부채	26	103	103	103	103
<b>부채총계</b>	7,855	10,680	10,744	10,771	10,799
<b>지배주주지분</b>	5,907	6,227	7,208	8,060	8,799
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,295	1,280	1,280	1,280	1,280
기타자본구성요소	(171)	(3,072)	(3,072)	(3,072)	(3,072)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	4,429	7,545	8,526	9,378	10,117
비지배주주지분	1,311	1,716	1,716	1,716	1,716
<b>자본총계</b>	7,218	7,943	8,924	9,776	10,516
<b>부채외자본총계</b>	15,073	18,623	19,668	20,547	21,314

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	500	1,040	1,912	1,785	1,671
당기순이익(손실)	(321)	506	1,123	995	881
비현금성항목등	1,002	892	791	791	791
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,002)	(892)	(791)	(791)	(791)
운전자본감소(증가)	(42)	210	(2)	(1)	(1)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(156)	(28)	(47)	(20)	(21)
재고자산감소(증가)	(42)	9	(19)	(8)	(8)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	233	64	27	28
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	63	825	791	791	791
<b>투자활동현금흐름</b>	(1,758)	(2,615)	(1,296)	(1,058)	(813)
금융자산감소(증가)	36	507	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,286)	(1,511)	(1,296)	(1,058)	(813)
무형자산감소(증가)	(53)	(757)	0	0	0
기타	(454)	(855)	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	1,231	1,637	(142)	(142)	(142)
단기금융부채증가(감소)	1,325	1,917	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	9	0	0	0	0
배당금의 지급	161	280	142	142	142
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(27)	813	(414)	(236)	(335)
기초현금	607	580	1,393	979	743
기말현금	580	1,393	979	743	408
FCF	(1,379)	(1,057)	(46)	38	168

자료 : GS, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	10,866	12,301	12,964	13,225	13,547
<b>매출원가</b>	9,689	9,430	9,939	10,378	10,812
<b>매출총이익</b>	1,177	2,871	3,024	2,847	2,735
매출총이익률 (%)	108	233	233	215	202
<b>판매비와관리비</b>	1,212	1,289	1,408	1,436	1,471
영업이익	(34)	1,582	1,616	1,410	1,264
영업이익률 (%)	(0.3)	12.9	12.5	10.7	9.3
비영업손익	(223)	(361)	(177)	(135)	(134)
<b>순금융비용</b>	82	96	78	119	121
외환관련손익	(10)	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	(0)	0	0	0	0
세전계속사업이익	(258)	1,220	1,440	1,275	1,130
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	9.9	11.1	9.6	8.3
계속사업법인세	63	714	317	281	249
<b>계속사업이익</b>	(321)	506	1,123	995	881
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(321)	506	1,123	995	881
<b>순이익률 (%)</b>	(3.0)	4.1	8.7	7.5	6.5
지배주주	(347)	486	898	796	705
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	(3.2)	3.9	6.9	6.0	5.2
비지배주주	26	20	225	199	176
<b>총포괄이익</b>	(346)	608	1,123	995	881
지배주주	(365)	586	898	796	705
비지배주주	19	21	225	199	176
EBITDA	(34)	1,582	1,616	1,410	1,264

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	134	132	5.4	2.0	2.4
영업이익	적전	흑전	2.2	(12.7)	(10.4)
세전계속사업이익	적전	흑전	18.0	(11.4)	(11.4)
EBITDA	적전	흑전	2.2	(12.7)	(10.4)
EPS(계속사업)	적전	흑전	85.0	(11.4)	(11.4)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(5.6)	8.0	13.4	10.4	8.4
ROA	(2.3)	3.0	5.9	4.9	4.2
EBITDA마진	(0.3)	12.9	12.5	10.7	9.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	94.1	120.0	101.8	91.8	77.8
부채비율	108.8	134.5	120.4	110.2	102.7
순차입금/자기자본	60.5	82.6	78.1	73.7	71.7
EBITDA/이자비용(배)	N/A	N/A	0.0	(0.1)	(0.0)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(3,758)	5,226	9,669	8,563	7,587
BPS	51,906	49,988	60,347	69,348	77,153
CFPS	(451)	6,567	13,314	11,617	10,407
주당 현금배당금	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(10.6)	9.7	5.4	6.1	6.9
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.0	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	(88.6)	7.7	3.9	4.5	5.0
EV/EBITDA(최고)	(236.9)	7.2	7.3	8.6	3.9
EV/EBITDA(최저)	6.7	7.4	11.3	8.6	7.1