

GS(078930/KS)

## 계속되는 유가 효과

매수(유지)

T.P 65,000 원(유지)

### Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

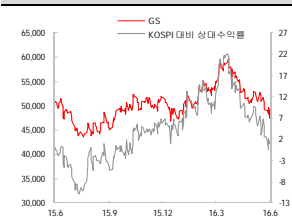
### Company Data

자본금	4,735 억원
발행주식수	9,470 만주
자사주	3 만주
액면가	5,000 원
시가총액	44,135 억원
주요주주	
허창수(와49)	46.41%
국민연금공단	8.05%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	3.20%

### Stock Data

주가(16/06/26)	47,500 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	59,900 원
52주 최저가	43,550 원
60일 평균 거래대금	109 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.5%	-5.9%
6개월	-8.1%	-5.0%
12개월	-6.9%	0.9%

2Q OP 는 5,094 억원으로 추정되어 컨센서스를 +13.2% 상회하는 호실적일 것임. 핵심 자회사인 칼텍스에서 정제마진 급락이 있었지만 정유에게는 원래 유가가 더 중요하기 때문에 이익 강세 나타났음. 동사는 엄연히 지주회사임. 따라서 동종 정유업체 대비 유가 하락에 대한 risk 를 상쇄하는 측면이 있음. 그렇지만 결국 방향성은 같다는 측면에서 relative outperform 이상의 의미는 제한적임

### 2Q16 preview: 영업이익 5,094 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 4,449 억원을 + 13.2% 상회하는 호실적일 것으로 기대함. QoQ +57.2%, YoY -27.4%에 해당함. 핵심 자회사 칼텍스의 호조가 실적강세의 원인임. 2 분기 중 정제마진은 급락했지만 유가반등/환율약세 효과로 인해 정유사업부 호실적이 기대되고, BTX 역시 우호적 환경 하 양호한 실적 예상됨

### 정유의 감익이나, BTX의 증익이나

본 보고서를 통해 분석한대로 BTX 는 기초적 up-turn 에 접어들 가능성이 높음. 다만 역사적으로 정유업체의 이익의 변동성은 정유사업부가 쥐고 있음. 현재 \$50/bbl 에 근접한 유가가 추가 상승을 못하거나, 혹은 하락하게 될 경우 BTX 의 이익 수혜를 누리지 못할 가능성도 있음.

### 목표주가 65,000 원 / 투자의견 매수 유지

기타 정유사와 동사의 주가를 비교했을 때 다른 부분은, 역시 GS 가 지주회사인 만큼 기타 계열사 가치를 보유하고 있다는 것임. 전체적으로 리테일 사업부 및 발전회사의 실적개선이 나타날 경우 상대적으로 유가하락의 risk 를 피할 수 있음. 다만 칼텍스가 핵심 계열사인 만큼 다른 방향성을 보이긴 어려울 것

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	9,583.2	10,866.1	12,301.2	13,377.3	13,991.5	15,245.0
yoy	%	(14)	13.4	13.2	8.7	4.6	9.0
영업이익	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,655.2	961.8	1,021.9
yoy	%	(19.3)	적전	흑전	4.6	(41.9)	6.2
EBITDA	십억원	552.1	(34.3)	1,581.8	1,655.2	961.8	1,021.9
세전이익	십억원	513.5	(257.5)	1,229.3	1,287.1	569.6	654.0
순이익(지배주주)	십억원	357.8	(346.9)	492.2	883.8	415.1	476.6
영업이익률%	%	5.8	(0.3)	12.9	12.4	6.9	6.7
EBITDA%	%	5.8	(0.3)	12.9	12.4	6.9	6.7
순이익률	%	3.7	(3.2)	4.0	6.6	3.0	3.1
EPS	원	3,824	(3,758)	5,268	9,512	4,467	5,129
PER	배	15.0	(10.6)	9.6	5.0	10.6	9.3
PBR	배	0.9	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	14.0	(236.9)	7.8	2.9	5.2	4.4
ROE	%	5.5	(5.6)	8.1	13.3	5.8	6.4
순차입금	십억원	2,345	4,365	7,510	378	515	685
부채비율	%	70.2	108.8	134.9	138.9	135.3	133.4

## 2Q16 preview

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	3,418.6	2,988.2	3,109.5	3,093.0	3,443.8	0.7	11.3	3,302.0	4.3
영업이익	701.6	312.8	369.3	324.1	509.4	(27.4)	57.2	449.9	13.2
세전이익	662.6	274.9	125.4	283.3	405.7	(38.8)	43.2	389.0	4.3
지배순이익	245.5	60.4	64.8	152.3	295.7	20.4	94.1	193.4	52.9
영업이익률	20.5	10.5	11.9	10.5	14.8	(5.7)	4.3	13.6	1.2
세전이익률	19.4	9.2	4.0	9.2	11.8	(7.6)	2.6	11.8	0.0
지배주주순이익률	7.2	2.0	2.1	4.9	8.6	1.4	3.7	5.9	2.7

자료: GS, SK 증권

## 연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	12,301.2	13,155.1	13,260.1	12,301.2	13,377.3	13,991.5	0.0%	1.7%	5.5%
YoY %	13.2%	6.9%	0.8%	13.2%	8.7%	4.6%			
영업이익	1,581.8	1,722.8	1,246.7	1,581.8	1,655.2	961.8	0.0%	-3.9%	-22.8%
YoY %	흑전	8.9%	-27.6%	흑전	4.6%	-41.9%			
EBITDA	1,581.8	1,722.8	1,246.7	1,581.8	1,655.2	961.8	0.0%	-3.9%	-22.8%
YoY %	흑전	8.9%	-27.6%	흑전	4.6%	-41.9%			
순이익	485.7	740.3	524.5	492.2	883.8	415.1	1.3%	19.4%	-20.9%
YoY %	흑전	52.4%	-29.1%	흑전	79.6%	-53.0%			

자료: GS, SK 증권

## 분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	3,297.6	3,461.2	3,299.4	3,046.2	3,443.8	3,489.8	3,350.8	3,221.5	4.4%	0.8%	1.6%	5.8%
YoY %	-3.5%	15.8%	6.1%	-1.6%	0.7%	16.8%	7.8%	4.2%				
QoQ %	6.5%	5.0%	-4.7%	-7.7%	11.3%	1.3%	-4.0%	-3.9%				
영업이익	451.1	433.4	343.5	295.1	509.4	442.1	379.6	177.7	12.9%	2.0%	10.5%	-39.8%
YoY %	-35.7%	38.5%	-7.0%	-40.4%	-27.4%	41.3%	2.8%	-45.2%				
QoQ %	-8.8%	-3.9%	-20.7%	-14.1%	57.2%	-13.2%	-14.1%	-53.2%				
EBITDA	451.1	433.4	343.5	295.1	509.4	442.1	379.6	177.7	12.9%	2.0%	10.5%	-39.8%
YoY %	-35.7%	38.5%	-7.0%	-40.4%	-27.4%	41.3%	2.8%	-45.2%				
QoQ %	-8.8%	-3.9%	-20.7%	-14.1%	57.2%	-13.2%	-14.1%	-53.2%				
순이익	195.7	186.1	140.7	126.4	295.7	243.2	192.7	60.3	51.1%	30.7%	36.9%	-52.3%
YoY %	-20.3%	208.2%	141.5%	-42.0%	20.4%	302.8%	197.4%	-60.4%				
QoQ %	-10.1%	-4.9%	-24.4%	-10.2%	94.1%	-17.8%	-20.8%	-68.7%				

자료: GS, SK 증권

# GS SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	Target Value	Book Value	Market Value	지분율	비고
(지분법적용 투자주식)					
비상장사					
칼텍스	5,379.1	4,948.5		50.0%	Target P/B = 1.27x
스포츠	11.7	11.7		100.0%	1Q16말 장부가반영
EPS	439.0	627.2		70.0%	1Q16말 장부가반영
E&R	267.9	178.9		64.4%	1Q16말 장부가반영
파워	226.7	453.5		50.0%	1Q16말 장부가반영
에너지(칼텍스/파워 제외)	1,221.1	1,221.1		100.0%	1Q16말 장부가반영
상장사					
리테일	1,828.7		3,973.2	65.8%	6/24 MV 대비 할인률 30% 적용
홈쇼핑	239.1		1,138.6	30.0%	6/24 MV 대비 할인률 30% 적용
글로벌	72.5		185.3	55.9%	6/24 MV 대비 할인률 30% 적용
임대수익	2,474.8				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
상표권수익	684.5				차후 5개년 추정기준 NPV 적용
<b>Operating Value</b>	<b>12,845.2</b>				
<b>Non-Operating Value</b>	<b>1,846.2</b>				
현금 및 현금성자산	1,829.4				
단기금융자산	16.8				
<b>Debt</b>	<b>8,390.8</b>				
<b>Firm Value</b>	<b>6,300.6</b>				
우선주시기총액	59.5				
<b>Equity Value</b>	<b>6,241.1</b>				
기밀발행주식수(보통, 천주)	92,915				
<b>Target Price</b>	<b>67,170</b>				

자료: GS, SK 증권

## 투자의견변경

일시      투자의견      목표주가

2016.06.27	매수	65,000원
2016.03.27	매수	65,000원
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



## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 27 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,546	1,946	2,315	2,264	2,384
현금및현금성자산	580	507	874	737	567
매출채권및기타채권	836	826	838	888	1,059
재고자산	322	283	303	321	383
<b>비유동자산</b>	12,527	17,077	18,635	19,086	19,660
장기금융자산	309	295	106	106	106
유형자산	4,243	6,944	8,964	9,384	9,689
무형자산	1,200	1,935	1,980	1,980	1,980
<b>자산총계</b>	15,073	19,023	20,950	21,350	22,044
<b>유동부채</b>	2,706	2,362	3,897	3,992	4,314
단기금융부채	1,460	1,067	2,198	2,198	2,198
매입채무 및 기타채무	1,066	975	1,579	1,674	1,996
단기충당부채	15	19	17	17	17
<b>비유동부채</b>	5,149	8,563	8,285	8,285	8,285
장기금융부채	4,426	7,377	7,139	7,139	7,139
장기매입채무 및 기타채무	3	28	311	311	311
장기충당부채	26	98	99	99	99
<b>부채총계</b>	7,855	10,925	12,182	12,277	12,599
<b>지배주주지분</b>	5,907	6,321	6,982	7,287	7,659
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,295	1,280	1,280	1,280	1,280
기타자본구성요소	(171)	(3,074)	(3,120)	(3,120)	(3,120)
자기주식	(1)	(1)	0	0	0
이익잉여금	4,429	7,693	8,349	8,654	9,025
비지배주주지분	1,311	1,777	1,786	1,786	1,786
<b>자본총계</b>	7,218	8,098	8,768	9,073	9,444
<b>부채외자본총계</b>	15,073	19,023	20,950	21,350	22,044

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	500	653	1,893	950	1,080
당기순이익(손실)	(321)	509	952	447	513
비현금성항목등	1,002	1,004	499	477	477
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(1,002)	(1,004)	(499)	(477)	(477)
운전자본감소(증가)	(42)	(76)	391	26	89
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(156)	10	(99)	(51)	(171)
재고자산감소(증가)	(42)	39	(20)	(18)	(62)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	(155)	903	95	322
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	63	720	477	477	477
<b>투자활동현금흐름</b>	(1,758)	(2,944)	(1,958)	(420)	(305)
금융자산감소(증가)	36	492	(29)	0	0
유형자산감소(증가)	(1,286)	(1,755)	(1,781)	(420)	(305)
무형자산감소(증가)	(53)	(795)	(13)	0	0
기타	(454)	(886)	(136)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	1,231	2,204	310	(142)	(142)
단기금융부채증가(감소)	0	0	457	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,325	2,224	0	0	0
자본의증가(감소)	10	21	0	0	0
배당금의 지급	161	138	146	142	142
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(27)	(73)	367	(137)	(171)
기초현금	607	580	507	874	737
기말현금	580	507	874	737	567
FCF	(1,379)	(1,175)	394	345	529

자료 : GS, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	10,866	12,301	13,377	13,991	15,245
<b>매출원가</b>	9,689	9,421	10,236	11,475	12,529
<b>매출총이익</b>	1,177	2,880	3,142	2,516	2,716
매출총이익률 (%)	10.8	23.4	23.5	18.0	17.8
<b>판매비와관리비</b>	1,212	1,298	1,486	1,555	1,694
영업이익	(34)	1,582	1,655	962	1,022
영업이익률 (%)	(0.3)	12.9	12.4	6.9	6.7
비영업손익	(223)	(353)	(368)	(392)	(368)
<b>순금융비용</b>	82	94	61	111	136
외환관련손익	(10)	(18)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	(0)	(0)	0	0	0
세전계속사업이익	(258)	1,229	1,287	570	654
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	10.0	9.6	4.1	4.3
계속사업법인세	63	720	335	122	141
<b>계속사업이익</b>	(321)	509	952	447	513
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	(321)	509	952	447	513
<b>순이익률 (%)</b>	(3.0)	4.1	7.1	3.2	3.4
지배주주	(347)	492	884	415	477
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	(3.2)	4.0	6.6	3.0	3.1
비지배주주	26	17	68	32	37
<b>총포괄이익</b>	(346)	565	931	447	513
지배주주	(365)	549	863	415	477
비지배주주	19	16	69	32	37
EBITDA	(34)	1,582	1,655	962	1,022

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.4	13.2	8.7	4.6	9.0
영업이익	적전	흑전	4.6	(41.9)	6.2
세전계속사업이익	적전	흑전	4.7	(55.7)	14.8
EBITDA	적전	흑전	4.6	(41.9)	6.2
EPS(계속사업)	적전	흑전	80.6	(53.0)	14.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(5.6)	8.1	13.3	5.8	6.4
ROA	(2.3)	3.0	4.8	2.1	2.4
EBITDA마진	(0.3)	12.9	12.4	6.9	6.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	94.1	82.4	59.4	56.7	55.3
부채비율	108.8	134.9	138.9	135.3	133.4
순차입금/자기자본	60.5	92.7	4.3	5.7	7.3
EBITDA/이자비용(배)			0.0	(0.1)	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(3,758)	5,268	9,512	4,467	5,129
BPS	51,906	51,043	57,603	60,824	64,744
CFPS	(451)	6,921	13,016	7,973	8,471
주당 현금배당금	1,200	1,500	1,500	1,500	1,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(10.6)	9.6	5.0	10.6	9.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	(88.6)	7.3	3.6	6.0	5.6
EV/EBITDA(최고)	(236.9)	7.8	2.9	5.2	4.4
EV/EBITDA(최저)	6.9	6.7	7.4	11.3	8.6