

GS

BUY(유지)

078930 기업분석 | 정유

목표주가(하향)

58,000원

현재주가(02/06)

47,050원

Up/Downside

+23.3%

2020. 02. 07

## 시황 불확실성 확대 vs. 저평가&배당 매력

### News

**4Q19 영업이익 4,800억원, 기대치 하회:** GS의 4Q 영업이익은 4,800억원(QoQ-12.9%/YoY-16%)으로 시장 컨센서스 5,342억원을 하회했다. 부진의 원인은 칼텍스와 EPS/E&R 실적이 예상치를 하회했기 때문이다. 칼텍스는 재고평가익 500억원에도 불구하고 정제마진 급락(3Q \$8.0/bbl→4Q \$5.4/bbl)에 따른 정유 부진, PX 등 BTX spread 하락에 따른 화학 부진이 겹치며 영업이익 945억원을 시현했다. EPS는 REC 판매량 하락, E&R은 북평화력 이익 감소로 전년 대비 실적이 둔화되었다. 19년 배당은 1,900원으로 발표되었는데 순이익 감소에도 불구하고 배당이 유지된 점은 긍정적이다.

### Comment

**1Q20E 영업이익 4,434억원, 발전은 회복하나 칼텍스 둔화 지속:** 1Q 영업이익은 4,434억원(YoY-13.5%/QoQ-7.6%)을 전망한다. 빌전자회사들의 성수기 진입으로 3사 모두 QoQ 실적이 개선되지만 유통 비수기 및 칼텍스 부진의 영향이 커질 것으로 판단된다. 당초 IMO 효과, 3월까지 미국 정제가 동력을 허락, OPEC 추가 감산에 따른 정제처리량 감소로 정제마진의 단기 반등을 전망했으나 중국 코로나 바이러스 여파로 단기 시황 불확실성이 커진 상황이다. 코로나 바이러스에 따른 수요 불확실성이 더 심화되지 않는 한 단기 마진 반등 가능성을 여전히 높게 보고 있지만 이미 급락한 유가, 낮아진 정제마진의 영향으로 1Q까지는 칼텍스 실적이 부진할 수 밖에 없다.

### Action

**하지만 불확실성을 이미 반영한 주가. 단기 마진 반등에 따른 주가 회복 예상:** 20년 칼텍스 실적 추정치 하향으로 목표주가를 5.8만원으로 하향한다. 다만 최근 시황 불확실성은 주가에 반영되었고 추후 단기 정제마진 반등과 함께 주가는 회복할 가능성이 높다. 여전히 칼텍스 지배지분의 0.8배에 불과한 주가, 4% 수준의 배당 매력을 고려할 때 투자의견 Buy를 유지한다.

### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	Stock Data
<b>매출액</b>	15,580	17,744	17,774	17,891	18,225	52주 최저/최고 45,000/54,700원
(증가율)	15.7	13.9	0.2	0.7	1.9	KOSDAQ /KOSPI 673/2,228pt
<b>영업이익</b>	2,041	2,210	2,032	1,970	1,991	시가총액 43,717억원
(증가율)	16.3	8.3	-8.1	-3.0	1.1	60일-평균거래량 150,368
<b>자배주주순이익</b>	986	903	533	619	700	외국인지분율 23.3%
<b>EPS</b>	10,578	9,683	5,700	6,622	7,487	60일-외국인지분율변동추이 +0.4%
<b>PER (H/L)</b>	7.3/4.7	7.4/4.8	9.1	7.1	6.3	<b>주요주주</b> 허장수 외 49 인 46.7%
<b>PBR (H/L)</b>	1.0/0.6	0.8/0.5	0.6	0.5	0.5	(천원) (pt)
<b>EV/EBITDA (H/L)</b>	8.4/7.3	7.4/6.4	7.3	7.5	7.5	GS(좌) KOSPI지수대비(우)
<b>영업이익률</b>	13.1	12.5	11.4	11.0	10.9	0 100 200
<b>ROE</b>	13.4	11.1	6.2	6.8	7.3	0 19/02 19/05 19/08 19/12

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.1	-5.9	-12.7
상대기준	-9.2	-9.4	-13.7

도표 1. GS 목표주가 산정내역

(단위: 십억원 %, 천주, 원)

	지분율	적정가치	비고
투자자산			
상장사			
GS리테일	65.8%	1,214	2/6 MV 대비 40% 할인
GS홈쇼핑	30.0%	157	2/6 MV 대비 40% 할인
GS글로벌	50.8%	52	2/6 MV 대비 40% 할인
비상장사			
GS칼텍스	50.0%	3,352	20E BV 11.2조원 / Target P/B 0.6배
GSEPS	70.0%	632	20E BV 9,027억원 / Target P/B 1.0배
GS파워	50.0%	339	20E BV 6,782억원 / Target P/B 1.0배
GSE&R	87.9%	342	20E BV 3,886억원 / Target P/B 1.0배
투자자산 가치		6,088	
순차입금		620	3Q19 별도 기준
총 기업가치		5,469	
우선주 시가총액		63	
보통주 가치		5,406	
기밀발행주식수 (천주)		92,915	
Target Price		58,184	

자료: GS, DB금융투자

도표 2. GS 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
연결 매출액	4,419	4,508	4,523	4,324	4,330	4,512	4,538	4,510	17,745	17,774	17,891
%YoY	4.6	0.9	-4.2	-0.2	-2.0	0.1	0.3	4.3	9.5	0.2	0.7
%QoQ	2.0	2.0	0.3	-4.4	0.2	4.2	0.6	-0.6			
1) 연결자회사	4,288	4,382	4,333	4,224	4,221	4,367	4,407	4,329	16,928	17,228	17,324
2) 임대	46	47	45	49	46	47	48	47	210	186	188
3) 상표권	14	15	14	15	14	15	15	14	66	57	58
4) 지분법	72	65	131	35	49	83	70	120	541	303	322
연결 영업이익	513	488	551	480	443	531	483	512	2,210	2,032	1,970
%YoY	-8.1	-11.1	-20.1	16.0	-13.5	8.9	-12.4	6.7	6.7	-8.1	-3.0
%QoQ	23.9	-4.9	13.0	-12.9	-7.6	19.8	-9.1	6.1			
GS 리테일	21	77	91	50	28	87	100	43	180	239	259
GS EPS	53	28	38	14	50	33	30	14	127	132	127
GS 글로벌	15	18	13	12	13	15	13	12	56	58	55
GS E&R	82	26	14	25	77	27	17	25	205	147	146
기타(E&P 등)	259	299	279	302	255	276	263	308	1,190	1,140	1,102
GS 칼텍스(지분법)	44	24	103	56	-15	75	44	85	352	226	189
GS 파워(지분법)	27	8	5	11	25	8	7	14	51	52	54

자료: GS, DB금융투자

도표 3. GS칼텍스 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
연결 매출액	7,953	7,668	8,946	8,695	8,367	8,139	8,088	8,340	36,363	33,261	32,934
%YoY	2.0	-15.3	-8.8	-10.4	5.2	6.1	-9.6	-4.1	19.9	-8.5	-1.0
%QoQ	-18.1	-3.6	16.7	-2.8	-3.8	-2.7	-0.6	3.1			
정유	6,174	5,878	7,200	6,994	6,645	6,429	6,448	6,740	28,236	26,247	26,263
화학	1,452	1,460	1,440	1,401	1,378	1,388	1,331	1,313	6,780	5,753	5,410
운활유	326	330	306	299	343	321	308	287	1,346	1,261	1,260
연결 영업이익	330	133	322	94	12	247	166	273	1,234	880	699
%YoY	17.4	-77.2	-49.3	흑전	-96.3	85.5	-48.4	189.1	-38.3	-28.7	-20.5
%QoQ	흑전	-59.5	141.5	-70.7	-87.1	1929.5	-32.8	64.2			
정유	187	20	211	27	-47	180	94	216	660	445	443
화학	128	80	92	30	23	38	39	23	383	330	123
운활유	15	33	19	38	37	30	33	34	190	105	133
영업이익률	4.1	1.7	3.6	1.1	0.1	3.0	2.1	3.3	3.4	2.6	2.1
정유	3.0	0.3	2.9	0.4	-0.7	2.8	1.5	3.2	2.3	1.7	1.7
화학	8.8	5.5	6.4	2.1	1.6	2.7	2.9	1.8	5.7	5.7	2.3
운활유	4.5	10.1	6.3	12.7	10.6	9.3	10.7	11.8	14.1	8.3	10.6

자료: GS칼텍스, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(상여원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,875	3,285	2,933	2,755	2,663
현금및현금성자산	723	654	221	157	119
매출채권및기타채권	1,241	1,191	1,279	1,217	1,234
재고자산	533	503	469	484	493
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	23,228	23,749	24,358
유동부채	4,451	4,569	4,878	4,861	4,846
매입채무및기타채무	1,819	1,574	1,926	1,908	1,893
단기应付및당기차채	1,113	1,226	926	926	926
유동성장기부채	1,251	1,444	1,704	1,704	1,704
비유동부채	7,890	7,537	7,337	7,337	7,337
사채및장기차입금	6,704	6,342	6,142	6,142	6,142
부채총계	12,341	12,106	12,215	12,198	12,183
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
이익잉여금	9,186	9,906	10,259	10,689	11,189
비자본주자분	1,932	2,035	2,169	2,278	2,402
자본총계	9,663	10,525	11,012	11,551	12,175

## 현금흐름표

12월 결산(상여원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,306	1,269	1,469	1,001	1,055
당기순이익	1,092	1,030	667	728	823
현금유동이없는비용및수익	847	1,412	1,351	1,258	1,184
유형및무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업관련자산부채변동	7	-236	555	21	-24
매출채권및기타채권의감소	-168	-116	-88	62	-16
재고자산의감소	-101	20	34	-15	-9
매입채권및기타채무의증가	373	-116	351	-17	-15
투자활동현금흐름	-1,418	-836	-679	-606	-623
CAPEX	-1,118	-731	-800	-700	-700
투자자산의순증	-694	-194	0	0	0
재무활동현금흐름	335	-515	-704	-460	-469
사채및지방정부의증가	530	-37	-240	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-82	0	0	0	0
배당금지급	-188	-203	-180	-180	-189
기타현금흐름	-3	12	-519	0	0
현금의증가	219	-70	-433	-64	-37
기초현금	504	723	654	221	157
기말현금	723	654	221	157	119

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(상여원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,580	17,744	17,774	17,891	18,225
매출원가	11,926	13,651	13,826	13,993	14,269
매출총이익	3,654	4,094	3,948	3,899	3,955
판관비	1,614	1,884	1,916	1,929	1,965
영업이익	2,041	2,210	2,032	1,970	1,991
EBITDA	2,041	2,210	2,032	1,970	1,991
영업외손익	-167	-270	-259	-236	-239
금융순익	-210	-277	-244	-251	-254
투자순익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	43	7	-15	15	15
세전이익	1,874	1,940	1,772	1,734	1,751
증단사업이익	27	216	0	0	0
당기순이익	1,092	1,030	667	728	823
자비주주지분순이익	986	903	533	619	700
비자비주주지분순이익	106	127	134	109	123
총포괄이익	945	1,043	667	728	823
증감률(%YoY)					
매출액	15.7	13.9	0.2	0.7	1.9
영업이익	16.3	8.3	-8.1	-3.0	1.1
EPS	22.4	-8.5	-41.1	16.2	13.1

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

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	10,578	9,683	5,700	6,622	7,487
BPS	81,628	89,656	93,385	97,920	103,206
DPS	1,800	1,900	1,900	2,000	2,100
Multiple(배)					
P/E	5.9	5.3	9.1	7.1	6.3
P/B	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.8	6.6	7.3	7.5	7.5
수익성(%)					
영업이익률	13.1	12.5	11.4	11.0	10.9
EBITDA마진	13.1	12.5	11.4	11.0	10.9
순이익률	7.0	5.8	3.8	4.1	4.5
ROE	13.4	11.1	6.2	6.8	7.3
ROA	5.2	4.6	2.9	3.1	3.4
ROI	10.7	8.2	6.5	6.8	7.2
안정성및기타					
부채비율(%)	127.7	115.0	110.9	105.6	100.1
이자보상배율(배)	8.0	7.7	7.2	7.0	7.1
배당성향(배)	15.3	17.1	26.4	25.5	23.7

자료: GS, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인인 “도점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 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 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 폴리울은 수정주가를 기준으로 신작되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 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%
- 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%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				최고/최저
17/09/05	Buy	96,000	-35.9	-	-	-	-
18/08/10	Buy	80,000	-35.2	-	-	-	-
19/01/15	Buy	65,000	-21.7	-	-	-	-
20/01/15	1년경과	-	-27.5	-	-	-	-
20/02/07	Buy	58,000	-	-	-	-	-

주: \*표는 담당자 변경