

GS(078930)

1Q19 Preview: 상대적 투자매력도 하락

1분기 실적 컨센서스 상회 전망...

1분기 영업이익은 전년동기대비 25% 증가하고 컨센서스를 25% 상회할 전망이다. 유가 상승에 따라 채고평가이익 1,060억원이 발생할 것으로 가정했다. 한달후행 정제마진도 1분기 평균 7.9달러/배럴를 기록하며 전분기 -0.2달러/배럴 대비 큰 폭으로 개선될 전망이다. 그러나 목표주가는 82,000원으로 10% 하향한다. IMO의 선박유 황 규제 환경과 정제마진 반등 전망 시, 국내 경쟁 정유사 대비 매력도가 떨어지는 점을 감안해 지주사 평균 할인율을 적용했다.

...지주사 평균 할인율 적용

2019년 적정 주가는 동종업체 ROE와 PBR 분석기준으로는 137,000원이다. 2019년 ROE가 14.4%를 기록할 전망이다. 이에 따른 적정 PBR은 1.3배다. 그러나 향후 국내 경쟁 정유사 대비 투자 매력도는 상대적으로 후순위에 위치할 전망이다. 이에 지주사 평균 할인율 40%를 적용해 82,000원으로 목표주가를 하향했다. 투자 매력도가 후순위인 이유는 3가지다. 첫째, 마진이 축소될 것으로 예상되는 Bunker-C 비중이 8% 전후다. 현대오일뱅크까지 감안해 국내 정유사 중 GS 칼텍스가 유일하게 Bunker-C 시황에 유의미하게 노출되어 있다. IMO의 환경 규제에 따른 수혜가 국내 경쟁사 대비 제한적일 수밖에 없다. 둘째, 배당증가 폭이 상대적으로 제한적이다. 배당정책 부재로 타 정유사 대비 정제마진 개선이 배당증가로 이어지는 부분이 제한적이다. 마지막으로 정제마진이 개선 시 순수 정유사 대비는 지주사는 투자매력이 후순위에 위치할 수밖에 없다.

매수 관점 유지

목표주가는 하향했으나 매수 관점은 유지한다. 보수적인 valuation을 감안해도 주가 상승여력이 충분히 존재한다. 또한 등경유 비중이 55%로 Bunker-C 비중을 여전히 압도한다. 국내 정유사 대비 상대적으로 수혜가 제한적일 뿐이지 IMO 황 규제로 실적이 개선되는 것은 맞기 때문이다.

매수(유지)

목표주가: 82,000원(하향)

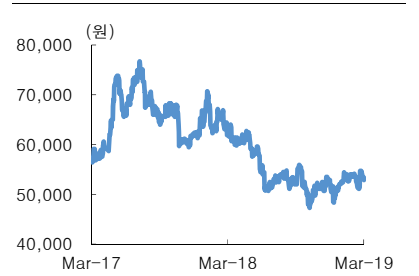
Stock Data

KOSPI(3/25)	2,145
주가(3/25)	52,900
시가총액(십억원)	4,915
발행주식수(백만)	93
52주 최고/최저가(원)	64,000/47,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,481
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.6/22.4
주요주주(%)	허창수 외 47 인 45.8
국민연금	10.2

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.7)	1.7	(14.5)
KOSPI 대비(%p)	2.3	10.0	(3.3)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	13,462	1,754	806	8,509	63.7	1,754	6.4	8.4	0.7	12.1	3.0
2017A	15,580	2,041	986	10,415	22.4	2,041	6.0	7.8	0.8	13.4	2.9
2018A	17,744	2,210	903	9,539	(8.4)	2,210	5.5	6.8	0.6	11.1	3.6
2019F	18,116	2,925	1,323	13,975	46.5	3,549	3.8	4.1	0.5	14.4	3.6
2020F	18,911	3,388	1,723	18,201	30.2	3,388	2.9	3.9	0.4	16.1	3.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이도연

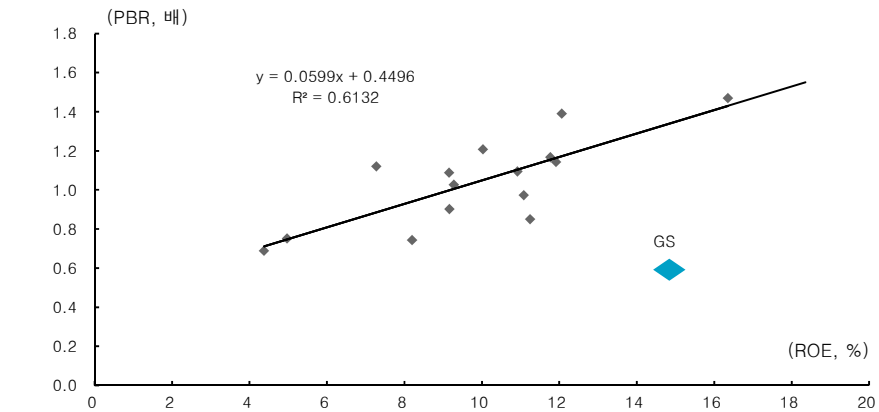
daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 지주사 NAV 대비 할인율

그룹	할인율(%)
SK	30.8
CJ	33.5
한화	42.7
삼성물산	44.9
평균	38.0

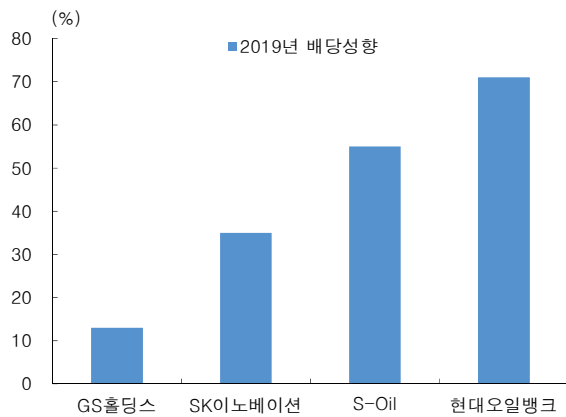
주: 1. 3월 22일 종가 기준, 2. NAVPS 기준
자료: 한국투자증권

[그림 1] 2019년 동종업체 ROE vs. PBR 분석



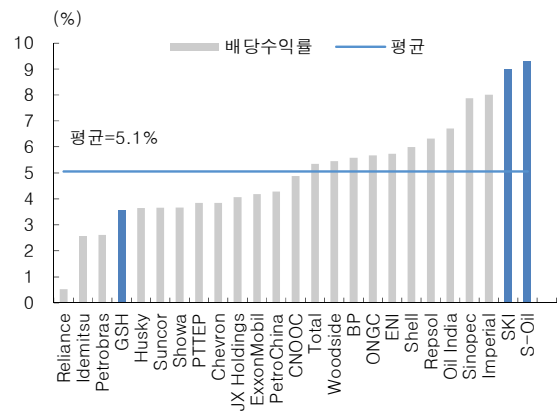
주: 3월 25일 종가 기준
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] 배당성향



자료: 한국투자증권

[그림 3] 정유업체별 배당수익률(2019F)



주: 3월 25일 종가 기준
자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	18,323	18,116	(1.1)	19,321	18,911	(2.1)
영업이익	2,889	2,925	1.2	3,395	3,388	(0.2)
영업이익률	15.8	16.1	0.4	17.6	17.9	0.3
세전이익	2,796	2,833	1.3	3,341	3,336	(0.2)
순이익	1,296	1,323	2.1	1,727	1,723	(0.2)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 GS: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	4,456	4,581	4,810	4,332	4,333	4,541	4,675	4,567	16,210	18,179	18,116
영업이익	567	557	691	414	710	696	741	778	2,071	2,229	2,925
영업이익률(%)	12.7	12.2	14.4	9.6	16.4	15.3	15.9	17.0	12.8	12.3	16.1
순이익	223	194	310	171	309	299	343	372	986	897	1,323
증가율(% YoY)											
매출액	13.7	18.8	13.7	3.0	(2.8)	(0.9)	(2.8)	5.4	20.1	12.1	(0.3)
영업이익	(12.2)	42.2	39.2	(23.0)	25.3	24.9	7.2	88.0	17.9	7.6	31.2
순이익	(44.4)	44.4	32.3	(21.3)	38.4	54.4	10.8	118.3	18.4	(9.0)	47.5
증가율(% QoQ)											
매출액	5.9	2.8	5.0	(9.9)	0.0	4.8	3.0	(2.3)			
영업이익	5.5	(1.6)	24.1	(40.2)	71.5	(2.0)	6.6	4.9			
순이익	2.9	(13.2)	59.9	(44.9)	81.0	(3.2)	14.7	8.6			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					567	593	657	635			2,307
					25.2	17.4	12.9	22.5			26.8
컨센서스 추정 순이익 차이(%)					243	235	296	265			1,002
					27.3	27.1	15.8	40.7			32.0
KIS 추정 영업이익 변화(%)					7.0	(0.6)	(0.8)	(0.1)			1.2

자료: GS, 한국투자증권

〈표 4〉 GS: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출	4,456	4,581	4,810	4,332	4,333	4,541	4,675	4,567	16,210	18,179	18,116
임대 수익	52	53	53	52	52	52	53	53	180	210	210
상표권 수익	14	18	17	18	15	15	16	15	56	66	61
지분법 손익	140	150	223	28	298	286	322	378	825	541	1,283
GS칼텍스	90	118	219	(74)	242	244	284	335	719	352	1,106
GS파워	25	9	8	9	24	9	7	9	45	51	49
GS홈쇼핑	16	13	8	11	9	10	9	11	34	48	39
연결자회사	4,250	4,361	4,517	4,234	3,969	4,187	4,285	4,121	15,149	17,362	16,562
GS에너지	701	715	795	496	440	447	450	445	2,559	2,707	1,782
GS리테일	1,995	2,199	2,325	2,173	2,081	2,299	2,422	2,286	8,267	8,691	9,087
GSEPS	292	264	218	256	298	269	222	261	883	1,030	1,051
GS글로벌	1,005	1,027	1,044	983	1,015	1,038	1,054	993	3,387	4,059	4,099
영업이익	567	557	691	414	710	696	741	778	2,071	2,229	2,925
순이익	223	194	310	171	309	299	343	372	986	897	1,323

자료: GS, 한국투자증권

〈표 5〉 GS칼텍스: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	7,795	9,058	9,804	9,706	8,607	8,735	8,805	8,709	30,318	36,363	34,856
영업이익	281	585	636	(406)	668	670	776	908	2,002	1,095	3,022
영업이익률(%)	3.6	6.5	6.5	(4.2)	7.8	7.7	8.8	10.4	6.6	3.0	8.7
순이익	180	235	437	(249)	484	488	569	671	1,438	603	2,212
증가율(% YoY)											
매출액	7.1	30.4	30.0	13.5	10.4	(3.6)	(10.2)	(10.3)	17.7	19.9	(4.1)
영업이익	(52.0)	178.4	9.9	NM	137.8	14.6	22.0	(323.4)	(6.2)	(45.3)	176.0
순이익	(68.0)	73.8	20.6	NM	168.7	107.6	30.2	(369.0)	2.0	(58.1)	266.8
증가율(% QoQ)											
매출액	(8.9)	16.2	8.2	(1.0)	(11.3)	1.5	0.8	(1.1)			
영업이익	(55.3)	108.3	8.8	NM	NM	0.4	15.8	17.0			
순이익	(52.3)	30.4	85.9	NM	NM	0.8	16.5	17.9			

자료: GS, 한국투자증권

〈표 6〉 GS칼텍스: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출	7,795	9,058	9,804	9,706	8,607	8,735	8,805	8,709	30,318	36,363	34,856
정유	5,912	7,086	7,679	7,560	6,664	6,670	6,675	6,680	23,411	28,236	26,689
운활기유	341	361	337	308	357	357	357	357	1,135	1,346	1,427
석유화학	1,543	1,610	1,788	1,839	1,586	1,708	1,774	1,672	5,773	6,780	6,740
영업이익	281	585	636	(406)	668	670	776	908	2,002	1,095	3,022
정유	147	462	457	(604)	487	501	591	741	1,341	463	2,320
운활기유	66	63	41	51	48	50	52	55	196	220	205
석유화학	67	60	138	143	132	119	133	112	464	408	496
영업이익률(%)	3.6	6.5	6.5	(4.2)	7.8	7.7	8.8	10.4	6.6	3.0	8.7
정유	2.5	6.5	6.0	(8.0)	7.3	7.5	8.9	11.1	5.7	1.6	8.7
운활기유	19.5	17.3	12.0	16.6	13.5	14.0	14.6	15.4	17.3	16.4	14.4
석유화학	4.3	3.7	7.7	7.8	8.3	7.0	7.5	6.7	8.0	6.0	7.4

자료: GS, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

GS는 2004년 (주)LG를 인적분할하여 설립되었으며, GS칼텍스, GS에너지, GS리테일, GS홈쇼핑, GS E&R GS EPS 등을 자회사로 두고 있음.

- 원유: 가공되지 않은 형태의 석유. WTI, Brent, Dubai유가 대표적인 유종
- 나프타(naphtha): 석유화학산업에서 가장 많이 사용되는 기초원료

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	2,473	2,875	3,285	3,662	4,584
현금성자산	504	723	654	1,322	2,172
매출채권및기타채권	1,166	1,241	1,191	1,522	1,576
재고자산	335	533	503	425	431
비유동자산	17,868	19,129	19,346	20,624	21,229
투자자산	5,999	6,693	6,887	6,815	6,815
유형자산	7,866	8,401	8,535	9,106	9,287
무형자산	1,890	1,788	1,676	2,428	2,852
자산총계	20,341	22,004	22,631	24,286	25,813
유동부채	3,771	4,451	4,569	4,299	4,305
매입채무및기타채무	1,489	1,819	1,574	1,611	1,633
단기차입금및단기사채	547	1,113	1,226	1,176	1,126
유동성장기부채	1,416	1,251	1,444	1,499	1,515
비유동부채	7,650	7,890	7,537	7,972	7,672
사채	4,061	4,506	3,927	3,727	3,425
장기차입금및금융부채	2,513	2,205	2,427	2,333	2,277
부채총계	11,421	12,341	12,106	12,272	11,977
지배주주지분	6,964	7,730	8,490	9,891	11,559
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본	(3,107)	(2,943)	(2,943)	(2,685)	(2,561)
이익잉여금	8,348	9,186	9,906	11,049	12,593
비지배주주지분	1,956	1,932	2,035	2,123	2,277
자본총계	8,920	9,663	10,525	12,014	13,836

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동현금흐름	852	1,306	1,269	1,905	2,122
당기순이익	923	1,092	1,030	1,537	2,002
유형자산감가상각비	0	0	0	624	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(113)	7	(236)	(344)	(33)
기타	42	207	475	88	153
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(836)	(811)	(548)
유형자산투자	(923)	(1,118)	(731)	(1,225)	(211)
유형자산매각	29	19	30	30	30
투자자산순증	(209)	(265)	(611)	72	0
무형자산순증	(42)	(45)	(28)	(752)	(424)
기타	621	(9)	504	1,064	57
재무활동현금흐름	(336)	335	(515)	(426)	(725)
자본의증가	75	0	0	0	0
차입금의순증	(180)	798	(305)	(290)	(391)
배당금지급	(172)	(188)	(203)	(180)	(180)
기타	(59)	(275)	(7)	44	(154)
기타현금흐름	5	(3)	12	0	0
현금의증가	(3)	219	(70)	669	850

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

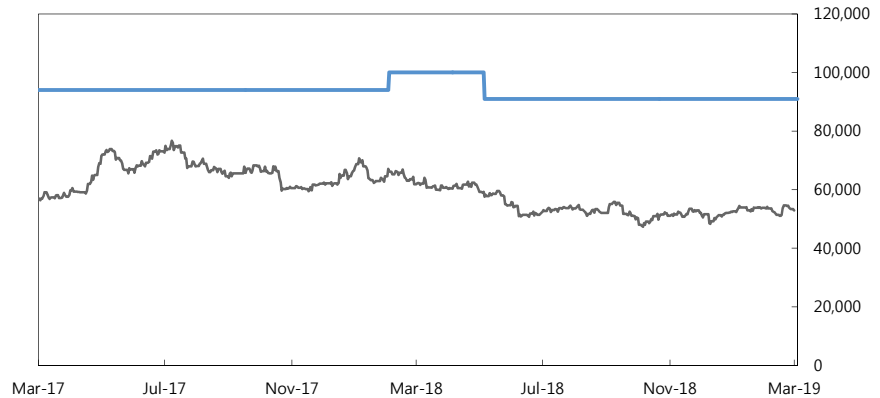
	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	13,462	15,580	17,744	18,116	18,911
매출원가	10,273	11,926	13,651	13,285	13,534
매출총이익	3,189	3,654	4,094	4,831	5,376
판매관리비	1,435	1,614	1,884	1,907	1,988
영업이익	1,754	2,041	2,210	2,925	3,388
금융수익	33	51	47	82	112
이자수익	29	32	38	75	106
금융비용	249	262	324	235	226
이자비용	238	255	288	203	194
기타영업외손익	91	43	7	62	62
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,874	1,940	2,833	3,336
법인세비용	663	809	1,125	1,297	1,334
연결당기순이익	923	1,092	1,030	1,537	2,002
지배주주지분순이익	806	986	903	1,323	1,723
기타포괄이익	17	(146)	13	0	0
총포괄이익	941	945	1,043	1,537	2,002
지배주주지분포괄이익	828	837	925	1,323	1,723
EBITDA	1,754	2,041	2,210	3,549	3,388

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,509	10,415	9,539	13,975	18,201
BPS	73,546	81,634	89,662	104,451	122,065
DPS	1,600	1,800	1,900	1,900	1,900
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.5	15.7	13.9	2.1	4.4
영업이익증가율	9.3	16.3	8.3	32.3	15.9
순이익증가율	63.7	22.4	(8.4)	46.5	30.2
EPS증가율	63.7	22.4	(8.4)	46.5	30.2
EBITDA증가율	9.3	16.3	8.3	60.6	(4.5)
수익성(%)					
영업이익률	13.0	13.1	12.5	16.1	17.9
순이익률	6.0	6.3	5.1	7.3	9.1
EBITDA Margin	13.0	13.1	12.5	19.6	17.9
ROA	4.7	5.2	4.6	6.6	8.0
ROE	12.1	13.4	11.1	14.4	16.1
배당수익률	3.0	2.9	3.6	3.6	3.6
배당성향	18.8	17.3	19.9	13.6	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	7,697	8,089	7,974	7,345	6,099
차입금/자본총계비율(%)	95.9	94.0	85.9	72.5	60.1
Valuation(X)					
PER	6.4	6.0	5.5	3.8	2.9
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.4	7.8	6.8	4.1	3.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
GS(078930)	2017.01.11	매수	94,000원	-32.7	-18.4
	2018.01.11	1년경과		-30.1	-24.8
	2018.02.27	매수	100,000원	-37.8	-33.1
	2018.05.30	매수	91,000원	-42.1	-34.5
	2019.03.26	매수	82,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 25일 현재 GS 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.