

## GS(078930)

## 반등을 기다릴 때

영업이익 전년동기대비 11%, 전분기대비 5% 감소  
 주요 자회사 GS칼텍스 부진이 감익 원인  
 정제마진 개선과 다가올 IMO에 매력적인 배당수익률을 감안 매수의견 유지

## Facts : GS칼텍스 부진으로 감익

영업이익은 전년동기대비 11%, 전분기대비 5% 감소하고 컨센서스는 3% 하회했다. 영업이익 감소 원인은 주요 자회사인 GS칼텍스의 지분법이익이 전년동기대비 45%, 전분기대비 80% 감소했기 때문이다. 한편, 당사 추정치는 18% 상회했는데, 이는 당사의 GS칼텍스 지분법 적자전환 예상과 달리 흑자를 기록했기 때문이다. 순이익도 당사 추정치를 큰 폭으로 상회했는데, GS칼텍스 흑자로 법인세율이 추정치보다 5.5%p 낮은 59.1%를 기록했기 때문이다. GS에너지 E&P사업에 대한 높은 법인세율로(90% 초과) GS칼텍스 실적이 개선되면 GS의 가중평균 법인세율은 낮아진다.

## Pros &amp; cons : 낮은 정제마진 가운데 유가까지 하락

GS칼텍스 영업이익은 1,334억원으로 전년동기대비 77%, 전분기대비 60% 감소했다. 아시아 정제마진이 역사적 저점까지 하락한 가운데 6월달 유가까지 급락했기 때문이다. 당사 추정치는 9% 상회했는데, 정유와 윤활유부문이 당사 추정치를 각각 100억원가량 상회했기 때문이다. 예상보다 유가하락에 따른 채고평가손실이 크지 않았던 것으로 추정된다. 또한 환손실 등 영업외손실로 순손실 108억원을 예상했으나, 순이익 476억원을 기록 전분기대비 44% 감소하는데 그쳤다.

## Action : 매수 관점 유지

예상보다 견조한 실적을 반영해서 2019년 영업이익 추정치를 4% 상향하고 매수 투자 의견을 유지한다. 최근 하락한 유가가 단기 부담요인이거나, 원유는 원재료로서 결국 일회성 요인이며 중장기적 관점에서 유가가 낮을수록 긍정적이다. 매수를 권고하는 이유는 첫째, 정제마진 개선이다. WTI-Dubai 간극 축소에 따른 원가경쟁력 회복과 타이트한 수급으로 3분기 평균 아시아 스팟 정제마진이 전분기대비 82% 확대되었다. 둘째, 55%의 높은 등경유 비중으로 다가올 IMO 2020 황 규제 수혜도 임박했다. 마지막으로 현재 배당수익률이 4%로 매력적이다. 작년과 동일한 주당배당금 기준이며 적자를 기록하지 않는 한 주당배당금은 유지 또는 지속적으로 상향됐다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 82,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/8)	1,921
주가(8/8)	47,800
시가총액(십억원)	4,441
발행주식수(백만)	93
52주 최고/최저(원)	55,900/47,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,620
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.9/22.6
주요주주(%)	허창수 외 49 인 46.4
	국민연금공단 10.1

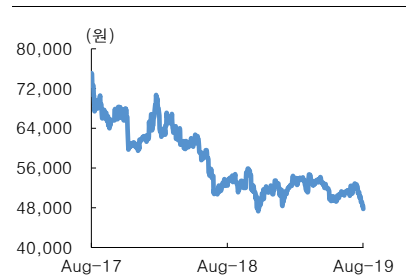
## Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	5.4	5.6	3.0
PBR(x)	0.6	0.5	0.4
ROE(%)	11.1	9.2	15.2
DY(%)	3.7	4.0	4.0
EV/EBITDA(x)	6.6	4.6	3.3
EPS(원)	9,539	8,547	15,733
BPS(원)	89,662	96,389	110,218

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.2)	(9.6)	(10.2)
KOSPI 대비(%p)	(0.2)	2.1	6.4

## 주가추이



자료: FnGuide

## 이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,468.7	4,809.6	3,897.3	4,418.7	4,508.1	2.0	0.9	4,623.7
영업이익	550.8	691.4	394.7	512.7	487.8	(4.8)	(11.4)	504.7
영업이익률	12.2	14.4	10.1	11.6	10.8	(0.8)	(1.4)	10.9
세전이익	501.1	661.3	249.1	464.9	492.3	5.9	(1.8)	458.7
순이익	193.8	309.6	176.7	156.9	160.2	2.1	(17.4)	183.2

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	18,469	18,264	(1.1)	19,691	19,496	(1.0)
영업이익	2,095	2,188	4.4	2,807	2,962	5.5
영업이익률	11.3	12.0	0.6	14.3	15.2	0.9
세전이익	1,950	2,087	7.0	2,733	2,893	5.8
순이익	782	809	3.5	1,415	1,490	5.3

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 GS: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	4,456	4,469	4,810	3,897	4,419	4,508	4,717	4,621	15,580	17,744	18,264	19,496
영업이익	567	551	691	395	513	488	570	617	2,041	2,210	2,188	2,962
영업이익률(%)	12.7	12.3	14.4	10.1	11.6	10.8	12.1	13.4	13.1	12.5	12.0	15.2
순이익	223	194	310	(39)	157	160	222	270	960	903	809	1,490
증가율(% YoY)												
매출액	13.7	15.9	13.7	8.9	(0.8)	0.9	(1.9)	18.6	15.5	13.9	2.9	6.7
영업이익	(12.2)	40.6	39.2	(22.1)	(9.5)	(11.4)	(17.5)	56.4	16.2	8.3	(1.0)	35.4
순이익	(44.4)	44.5	32.3	NM	(29.7)	(17.4)	(28.3)	NM	15.2	(5.9)	(10.4)	84.1
증가율(% QoQ)												
매출액	24.6	0.3	7.6	(19.0)	13.4	2.0	4.6	(2.0)				
영업이익	11.8	(2.8)	25.5	(42.9)	29.9	(4.8)	16.9	8.2				
순이익	17.2	(13.2)	59.8	NM	NM	2.1	38.6	21.8				
컨센서스 추정 영업이익							540	564			1,974	2,125
차이(%)							5.7	9.5			10.9	39.4
KIS 추정 영업이익 변화(%)							6.0	(2.3)			4.4	5.5

자료: GS, 한국투자증권

〈표 4〉 GS: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출	4,456	4,469	4,810	3,897	4,419	4,508	4,717	4,621	15,580	17,744	18,264	19,496
임대 수익	52	53	53	52	46	47	47	48	180	210	188	193
상표권 수익	14	18	17	18	14	15	16	15	56	66	59	61
지분법 손익	140	150	223	28	72	65	116	178	825	541	431	1,274
GS 칼텍스	90	118	219	(74)	44	24	95	152	719	352	314	1,161
GS 파워	25	9	8	9	27	8	7	9	45	51	51	52
GS 홈쇼핑	16	13	8	11	11	10	9	11	34	48	41	36
연결 자회사	4,250	4,361	4,517	4,234	4,288	4,382	4,538	4,379	15,149	17,362	17,587	17,969
GS 에너지	701	715	795	62	592	543	623	619	1,930	2,273	2,377	2,388
GS 리테일	1,995	2,199	2,325	2,173	2,081	2,308	2,422	2,286	8,267	8,692	9,096	9,466
GSEPS	292	264	213	256	292	197	217	261	883	1,025	968	987
GS 글로벌	1,005	1,027	1,044	983	1,043	1,114	1,054	993	3,387	4,059	4,204	4,246
영업이익	567	551	691	395	513	488	570	617	2,041	2,210	2,188	2,962
순이익	223	194	310	(39)	157	160	222	270	960	903	809	1,490

자료: GS, 한국투자증권

〈표 5〉 GS칼텍스: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	7,795	9,058	9,804	9,706	7,953	7,668	8,798	8,736	30,318	36,363	33,154	33,712
영업이익	281	585	636	(267)	330	133	365	517	2,002	1,234	1,345	3,560
영업이익률(%)	3.6	6.5	6.5	(2.8)	4.1	1.7	4.1	5.9	6.6	3.4	4.1	10.6
순이익	180	235	437	(157)	87	48	190	303	1,438	695	629	2,321
증가율(% YoY)												
매출액	7.1	30.4	30.0	13.5	2.0	(15.3)	(10.3)	(10.0)	17.7	19.9	(8.8)	1.7
영업이익	(52.0)	178.4	9.9	NM	17.4	(77.2)	(42.6)	NM	(6.2)	(38.3)	9.0	164.8
순이익	(68.0)	73.8	20.6	NM	(51.6)	(79.1)	(56.5)	NM	2.0	(51.7)	(9.5)	268.8
증가율(% QoQ)												
매출액	(8.9)	16.2	8.2	(1.0)	(18.1)	(3.6)	14.7	(0.7)				
영업이익	(55.3)	108.3	8.8	NM	NM	(59.5)	173.4	41.8				
순이익	(52.3)	30.4	85.9	NM	NM	(43.7)	286.5	59.7				

자료: GS, 한국투자증권

〈표 6〉 GS칼텍스: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출	7,795	9,058	9,804	9,706	7,953	7,668	8,798	8,736	30,318	36,363	33,154	33,712
정유	5,912	7,086	7,679	7,560	6,174	5,878	6,776	6,782	23,411	28,236	25,610	26,065
운활기유	341	361	337	307	326	330	369	369	1,135	1,346	1,394	1,446
석유화학	1,543	1,610	1,788	1,839	1,452	1,460	1,653	1,585	5,773	6,780	6,150	6,201
영업이익	281	585	636	(267)	330	133	365	517	2,002	1,234	1,345	3,560
정유	147	462	457	(406)	187	20	264	398	1,341	660	870	3,010
운활기유	66	63	41	21	15	33	32	43	196	190	123	233
석유화학	67	60	138	118	128	80	69	75	464	383	352	318
영업이익률(%)	3.6	6.5	6.5	(2.8)	4.1	1.7	4.1	5.9	6.6	3.4	4.1	10.6
정유	2.5	6.5	6.0	(5.4)	3.0	0.3	3.9	5.9	5.7	2.3	3.4	11.5
운활기유	19.5	17.3	12.0	6.8	4.5	10.1	8.6	11.8	17.3	14.1	8.8	16.1
석유화학	4.3	3.7	7.7	6.4	8.8	5.5	4.1	4.7	8.0	5.7	5.7	5.1

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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,875	3,285	4,607	5,902	6,994
현금성자산	723	654	1,938	3,083	4,140
매출채권및기타채권	1,241	1,191	1,540	1,634	1,657
재고자산	533	503	472	488	492
비유동자산	19,129	19,346	20,788	20,804	20,820
투자자산	6,693	6,887	6,742	6,742	6,742
유형자산	8,401	8,535	8,420	8,435	8,450
무형자산	1,788	1,676	1,677	1,679	1,680
자산총계	22,004	22,631	25,395	26,706	27,814
유동부채	4,451	4,569	5,627	5,688	5,713
매입채무및기타채무	1,819	1,574	2,322	2,400	2,417
단기차입금및단기사채	1,113	1,226	1,333	1,283	1,283
유동성장기부채	1,251	1,444	1,484	1,487	1,487
비유동부채	7,890	7,537	8,436	8,136	7,536
사채	4,506	3,927	3,076	2,885	2,485
장기차입금및금융부채	2,205	2,427	2,294	2,199	2,004
부채총계	12,341	12,106	14,063	13,824	13,249
지배주주지분	7,730	8,490	9,127	10,437	11,862
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본	(2,943)	(2,943)	(2,935)	(2,935)	(2,935)
이익잉여금	9,186	9,906	10,535	11,845	13,269
비지배주주지분	1,932	2,035	2,204	2,445	2,704
자본총계	9,663	10,525	11,331	12,882	14,565

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	1,306	1,269	1,944	2,484	2,667
당기순이익	1,092	1,030	979	1,730	1,864
유형자산감가상각비	0	0	643	555	555
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	7	(236)	153	(42)	(11)
기타	207	475	169	241	259
투자활동현금흐름	(1,418)	(836)	518	(585)	(577)
유형자산투자	(1,118)	(731)	(559)	(600)	(600)
유형자산매각	19	30	30	30	30
투자자산순증	(265)	(611)	145	0	0
무형자산순증	(45)	(28)	(1)	(1)	(1)
기타	(9)	504	903	(14)	(6)
재무활동현금흐름	335	(515)	(1,178)	(754)	(1,034)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	798	(305)	(836)	(333)	(595)
배당금지급	(188)	(203)	(180)	(180)	(180)
기타	(275)	(7)	(162)	(241)	(259)
기타현금흐름	(3)	12	0	0	0
현금의증가	219	(70)	1,284	1,146	1,057

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

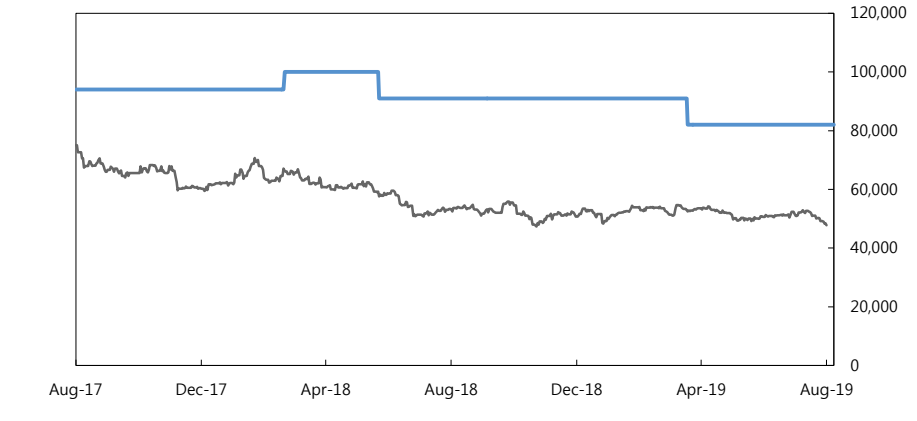
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,580	17,744	18,264	19,496	19,827
매출원가	11,926	13,651	14,138	14,471	14,688
매출총이익	3,654	4,094	4,127	5,025	5,138
판매관리비	1,614	1,884	1,939	2,062	2,104
영업이익	2,041	2,210	2,188	2,962	3,035
금융수익	51	47	113	184	256
이자수익	32	38	106	177	249
금융비용	262	324	86	83	80
이자비용	255	288	54	51	48
기타영업외손익	43	7	(128)	(171)	(171)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,874	1,940	2,087	2,893	3,040
법인세비용	809	1,125	1,108	1,162	1,176
연결당기순이익	1,092	1,030	979	1,730	1,864
지배주주지분순이익	986	903	809	1,490	1,604
기타포괄이익	(146)	13	0	0	0
총포괄이익	945	1,043	979	1,730	1,864
지배주주지분포괄이익	837	925	809	1,490	1,604
EBITDA	2,041	2,210	2,831	3,517	3,590

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	10,415	9,539	8,547	15,733	16,945
BPS	81,634	89,662	96,389	110,218	125,260
DPS	1,800	1,900	1,900	1,900	1,900
성장성(% , YoY)					
매출증가율	15.7	13.9	2.9	6.7	1.7
영업이익증가율	16.3	8.3	(1.0)	35.4	2.4
순이익증가율	22.4	(8.4)	(10.4)	84.1	7.7
EPS증가율	22.4	(8.4)	(10.4)	84.1	7.7
EBITDA증가율	16.3	8.3	28.1	24.2	2.1
수익성(%)					
영업이익률	13.1	12.5	12.0	15.2	15.3
순이익률	6.3	5.1	4.4	7.6	8.1
EBITDA Margin	13.1	12.5	15.5	18.0	18.1
ROA	5.2	4.6	4.1	6.6	6.8
ROE	13.4	11.1	9.2	15.2	14.4
배당수익률	2.9	3.7	4.0	4.0	4.0
배당성향	17.3	19.9	22.2	12.1	11.2
안정성					
순차입금(십억원)	8,089	7,604	6,183	4,699	3,043
차입금/자본총계비율(%)	94.0	85.9	72.1	60.8	49.6
Valuation(X)					
PER	6.0	5.4	5.6	3.0	2.8
PBR	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.8	6.6	4.6	3.3	2.9

## 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 8월 8일 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 높게 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.