

Company Note

2018. 11. 09

CONVICTION CALL

GS(078930)

BUY / TP 72,000원

정유/화학/유틸리티 Analyst 강동진

02) 3787-2228 dongjin.kang@hmcib.com

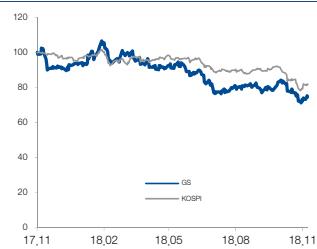
서프라이즈! 2022년까지 이익은 매년 성장

현재주가 (11/8)	49,600원
상승여력	45.2%
시가총액	4,609십억원
발행주식수	92,915천주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	70,700원/47,300원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인지분율	20.81%
주요주주	허창수 외 47인 66.97%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-9.0 -6.8 -17.7
상대주가(%p)	-2.0 2.5 -3.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	10,837	11,405	72,000
After	10,635	12,009	72,000
Consensus	9,811	10,587	78,111
Cons. 차이	8.4%	13.4%	-7.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	13,462	1,754	806	1,754	8,640	64.0	6.3	0.7	8.4	12.1	3.0
2017	16,210	2,071	986	2,071	10,578	22.4	5.9	0.8	7.6	13.4	2.9
2018F	18,340	2,387	991	2,387	10,635	0.5	4.7	0.5	6.1	12.1	4.0
2019F	19,372	2,609	1,119	2,609	12,009	12.9	4.1	0.5	5.6	12.4	4.4
2020F	21,137	2,871	1,225	2,871	13,154	9.5	3.8	0.4	5.3	12.2	4.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 GS 3분기 잠정실적 요약

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q18P	3Q17	2Q18	(YoY)	(QoQ)	3Q18	대비	3Q18	대비
매출액	4,809.6	4,229.2	4,581.3	13.7%	5.0%	4,785.1	0.5%	4,666.1	3.1%
영업이익	691.4	496.7	557.2	39.2%	24.1%	649.0	6.5%	566.7	22.0%
영업이익률	14.4%	11.7%	12.2%	2.6%	2.2%	13.6%	0.8%	12.1%	2.2%
세전이익	661.3	449.5	508.6	47.1%	30.0%	595.4	11.1%	520.9	27.0%
지배지분순이익	309.6	234.1	193.8	32.3%	59.8%	303.3	2.1%	237.6	30.3%

자료 : GS, Fnguide, 현대차증권

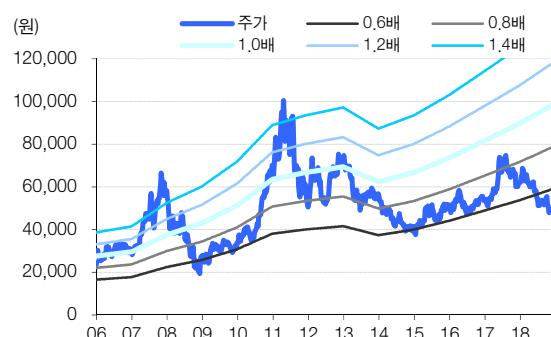
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 실적추정 변경

	2018F					2019F				
	변경후	변경전	변동률	Consensus	차이	변경후	변경전	변동률	Consensus	차이
매출액	18,340.0	18,412.7	-0.4%	18,250.7	0.5%	19,371.9	19,281.0	0.5%	18,791.0	3.1%
영업이익	2,387.1	2,396.0	-0.4%	2,309.8	3.4%	2,608.7	2,594.8	0.5%	2,365.6	10.3%
영업이익률	13.0%	13.0%	0.0%p	12.7%	0.4%p	13.5%	13.5%	0.0%p	12.6%	0.9%p
지배지분순이익	991.4	1,010.2	-1.9%	933.2	6.2%	1,119.1	1,120.9	-0.2%	1,020.8	9.6%

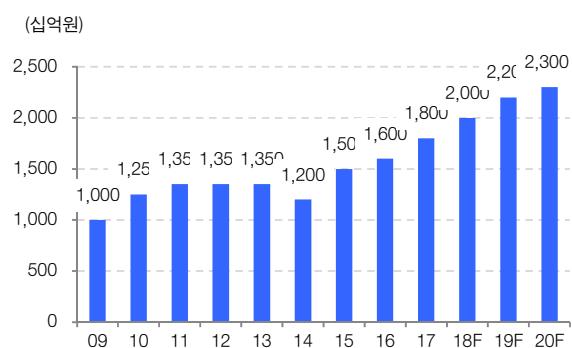
자료 : GS, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 P/B band chart



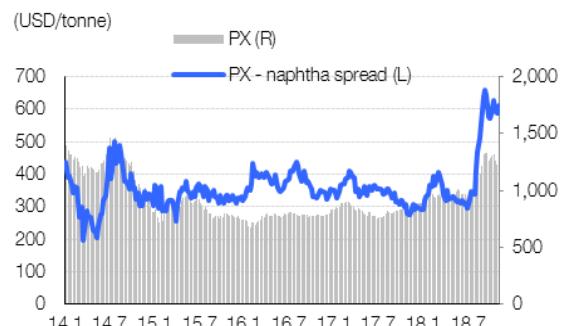
자료 : FnGuide, 현대차증권

〈그림3〉 DPS 추이 및 전망



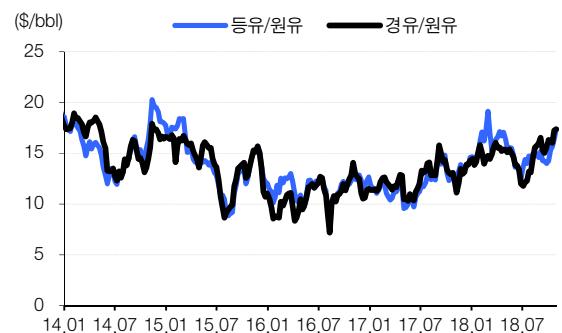
자료 : GS, 현대차증권

〈그림2〉 PX 마진 여전히 견고



자료 : Cischem, 현대차증권

〈그림4〉 Diesel/Kero 마진 초기세 지속



자료 : Petronet, 현대차증권

〈표3〉 GS칼텍스 실적 전망

	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F
매출액	30,318	36,287	37,437	7,276	6,946	7,543	8,554	7,795	9,058	9,804	9,629
% QoQ				-3.0%	-4.5%	8.6%	13.4%	-8.9%	16.2%	8.2%	-1.8%
% YoY	17.6%	19.7%	3.2%	32.5%	12.5%	14.2%	14.1%	7.1%	30.4%	30.0%	12.6%
정유	23,411	28,176	29,289	5,634	5,324	5,856	6,597	5,912	7,086	7,679	7,500
% QoQ				-5.3%	-5.5%	10.0%	12.7%	-10.4%	19.9%	8.4%	-2.3%
% YoY	17.6%	20.4%	3.9%	40.6%	12.3%	12.5%	10.9%	4.9%	33.1%	31.1%	13.7%
석유화학	5,773	6,728	6,791	1,363	1,344	1,406	1,659	1,543	1,610	1,788	1,786
% QoQ				6.6%	-1.4%	4.6%	18.0%	-7.0%	4.3%	11.1%	-0.1%
% YoY	20.2%	16.6%	0.9%	9.5%	18.0%	23.7%	29.7%	13.2%	19.8%	27.2%	7.7%
윤활기유	1,135	1,382	1,357	279	77	281	298	341	361	337	343
% QoQ				6.1%	-0.4%	1.3%	5.9%	14.5%	6.0%	-6.8%	1.9%
% YoY	8.9%	21.8%	-1.8%	19.9%	-4.2%	9.3%	13.4%	22.3%	30.3%	19.8%	15.3%
영업이익	2,002	2,012	2,285	585	210	578	628	281	585	636	511
% QoQ	-	-	-	-20.0%	-64.1%	1 5.5%	8.6%	-55.3%	108.3%	8.8%	-19.6%
% YoY	-6.5%	.5%	13.5%	85.2%	-72.6%	76.8%	-14.1%	-52.0%	178.4%	9.9%	-18.6%
정유	1,341	1,431	1,765	380	34	427	501	147	462	457	364
% QoQ	-	-	-	-35.0%	-91.2%	1170.6%	17.2%	-70.5%	213.4%	-1.1%	-20.3%
% YoY	-2.5	6.7%	23.3%	284.0%	-94.1%	241.4%	-14.4%	-61.2%	1274.3%	7.0%	-27.2%
석유화학	464	377	340	159	125	93	87	67	60	138	111
% QoQ	-	-	-	48.5%	-21.3%	-25.7%	-6.3%	-23.1%	-10.5%	131.0%	-19.6%
% YoY	-11.0%	-18.8%	-9.8%	4.0%	-1.2%	-31.1%	-18.6%	-57.9%	-52.0%	49.0%	27.8%
윤활기유	196	205	180	46	51	58	41	66	63	41	36
% QoQ	-	-	-	17.9%	11.7%	13.6%	-30.6%	63.5%	-5.7%	-35.1%	-12.5%
% YoY	-18.8%	4.4%	-12.2%	-28.4%	-28.7%	-12.1%	3.8%	44.0%	21.7%	-30.5%	-12.4%
영업이익률	6.6%	5.5%	6.1%	8.0%	3.0%	7.7%	7.3%	3.6%	6.5%	6.5%	5.3%
정유	5.7%	5.1%	6.0%	6.7%	0.6%	7.3%	7.6%	2.5%	6.5%	6.0%	4.9%
석유화학	8.0%	5.6%	5.0%	11.6%	9.3%	6.6%	5.2%	4.3%	3.7%	7.7%	6.2%
윤활기유	17.3%	14.8%	13.3%	16.5%	18.5%	20.8%	13.6%	19.5%	17.3%	12.1%	10.3%
세전이익	1,935	1,640	2,140	737	185	477	535	243	321	600	475
% QoQ	-	-	-	41.1%	-74.9%	158.2%	12.2%	-54.6%	32.2%	86.6%	-20.8%
% YoY	6.0%	-15.3%	30.5%	154.6%	-68.6%	12.3%	2.5%	-67.0%	73.9%	25.7%	-11.3%
지배지분순이익	1,438	1,211	1,616	563	135	362	378	180	235	437	359
% QoQ	-	-	-	36.5%	-76.0%	67.9%	4.2%	-52.3%	30.4%	85.8%	-17.9%
% YoY	1.5%	15.8%	33.5%	159.7%	-71.1%	13.6%	-8.4%	-68.0%	73.8%	20.6%	-5.0%

자료 : GS, 현대차증권

〈표4〉 GS 연결 실적 전망

(단위: 십억 원)	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F
매출액	16,210	18,340	19,372	3,918	3,856	4,229	4,207	4,456	4,581	4,810	4,493
% QoQ	-	-	-	5.7%	-1.6%	9.7%	-0.5%	5.9%	2.8%	5.0%	-6.6%
% YoY	20.4%	3.1%	5.6%	28.0%	15.0%	26.5%	13.5%	13.7%	18.8%	13.7%	6.8%
GS 리테일	8,267	8,675	9,043	1,846	2,088	2,259	2,073	1,995	2,199	2,325	2,156
GS 글로벌	3,387	3,963	4,082	812	805	908	862	1,005	1,027	1,044	888
GS EPS	883	1,084	1,184	191	231	214	247	292	264	213	315
GS E&R	1,126	1,718	1,866	247	235	289	355	453	397	438	429
지분법 이익 (칼텍스, 홈쇼핑, 파워)	797	716	916	312	84	190	210	131	139	235	212
임대 수익	180	211	214	41	42	46	52	52	53	53	53
상표권 수익	56	63	62	12	15	13	16	14	18	17	15
에너지 및 기타	1,515	1,909	2,004	458	354	310	393	515	485	484	424
영업이익	2,071	2,387	2,609	646	392	497	537	567	557	691	572
% QoQ	-	-	-	26.2%	-39.3%	26.8%	8.1%	5.5%	-1.7%	24.1%	-17.2%
% YoY	18.1%	15.3%	9.3%	100.0%	-	2.2%	19.3%	5.0%	-12.2%	42.2%	39.2%
영업이익률	12.8%	13.0%	13.5%	16.5%	10.2%	11.7%	12.8%	12.7%	12.2%	14.4%	12.7%
GS 리테일	166	190	211	26	53	56	31	22	56	78	35
GS 글로벌	48	54	51	12	15	15	6	14	18	14	9
GS EPS	113	140	151	29	36	25	23	56	21	29	33
GS E&R	127	199	218	42	21	19	45	92	30	39	39
에너지 및 기타	85	812	786	171	126	134	155	186	223	227	176
세전이익	1,908	2,209	2,396	639	346	449	473	521	509	661	518
당기순이익	1,092	1,145	1,269	435	164	259	234	272	221	351	300
자배지분순이익	986	991	1,119	401	134	234	217	223	194	310	265
% QoQ	-	-	-	71.4%	-66.6%	74.5%	-7.4%	2.9%	-13.1%	59.8%	-14.5%
% YoY	22.4%	0.5%	12.9%	163.4%	-48.5%	47.2%	-7.4%	-44.4%	44.4%	32.3%	22.2%

자료 : GS, 현대차증권

〈표5〉 SOTP Valuation

	적정가치	시장가	자본금	비고
상장사				
GS 리테일(65.75)	1,288	2,799		11/08 기준 시가총액에서 30% 할인 후 지분율 반영
GS 홈쇼핑(37.54%)	330	1,257		11/08 기준 시가총액에서 30% 할인 후 지분율 반영
GS 글로벌(50.7%)	75	211		11/08 기준 시가총액에서 30% 할인 후 지분율 반영
비상장사				
GS 칼텍스(50.00%)	4,562			GS 칼텍스 추정 EBITDA 에 EV/EBITDA multiple 6.0X, 30% 할인
GS 파워(50.00%)	145	483		2Q18년 말 자기자본 기준 30% 할인
GS EPS(70.00%)	310	739		2Q18년 말 자기자본 기준 30% 할인
GS E&R(64.39%)	298	770		2Q18년 말 자기자본 기준 30% 할인
상표권 가치	212			10년간 예상되는 브랜드 로열티를 COE로 할인, 30% 할인 반영
부동산 가치	850			10년간 예상되는 임대료 수입을 COE로 할인, 30% 할인 반영
EV	8,070			
순차입금	727			2Q18 기준 GS 별도 순차입금 (도시가스 자회사 매각 대금 고려 X)
주주가치	7,344			
발행주식수(천주)	94,700			
보통주 적정주가(원)	77,547			목표주가 72,000 원

자료 : GS, 현대차증권

COMPANY NOTE

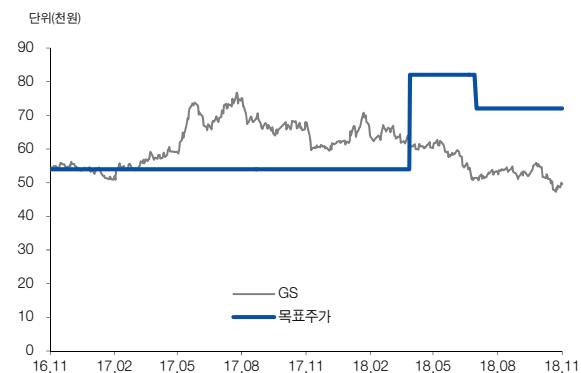
(단위: 십억원)						(단위: 십억원)						
포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F	재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
매출액	13,462	16,210	18,340	19,372	21,137	유동자산	2,473	2,875	2,689	2,894	2,766	
증가율 (%)	10.5	20.4	13.1	5.6	9.1	현금성자산	504	723	376	487	89	
매출원가	10,273	12,449	13,817	14,229	15,472	단기투자자산	353	357	381	397	441	
매출원가율 (%)	76.3	76.8	75.3	73.4	73.2	매출채권	965	981	1,055	1,098	1,221	
매출총이익	3,189	3,761	4,523	5,143	5,665	재고자산	335	533	535	557	619	
매출이익률 (%)	23.7	23.2	24.7	26.6	26.8	기타유동자산	316	281	342	356	395	
증가율 (%)	10.7	17.9	20.3	13.7	10.1	비유동자산	17,868	19,129	19,919	20,930	22,524	
판매관리비	1,435	1,690	2,136	2,535	2,793	유형자산	7,866	8,401	8,890	9,690	10,490	
판관비율 (%)	10.7	10.4	11.6	13.1	13.2	무형자산	1,890	1,788	1,793	1,793	1,793	
EBITDA	1,754	2,071	2,387	2,609	2,871	투자자산	5,999	6,693	6,904	7,114	7,909	
EBITDA 이익률 (%)	13.0	12.8	13.0	13.5	13.6	기타비유동자산	2,114	2,247	2,333	2,333	2,333	
증가율 (%)	9.3	18.1	15.3	9.3	10.1	기타금융업자산	0	0	0	0	0	
영업이익	1,754	2,071	2,387	2,609	2,871	자산총계	20,341	22,004	22,608	23,824	25,290	
영업이익률 (%)	13.0	12.8	13.0	13.5	13.6	유동부채	3,771	4,451	4,576	4,660	4,897	
증가율 (%)	9.3	18.1	15.3	9.3	10.1	단기차입금	547	1,113	947	947	947	
영업외손익	-125	-164	-178	-213	-217	매입채무	828	1,009	0	0	0	
금융수익	33	52	61	30	27	유동성장기부채	1,416	1,251	1,590	1,590	1,590	
금융비용	249	262	272	243	243	기타유동부채	979	1,078	2,040	2,124	2,361	
기타영업외손익	91	46	32	0	0	비유동부채	7,650	7,890	7,387	7,439	7,485	
증속/관계기입관련손익	0	0	0	0	0	사채	4,061	4,506	3,737	3,737	3,637	
세전계속사업이익	1,629	1,908	2,209	2,396	2,655	장기차입금	2,499	2,198	2,384	2,384	2,384	
세전계속사업이익률	12.1	11.8	12.0	12.4	12.6	장기금융부채 (리스포함)	14	7	7	7	7	
증가율 (%)	24.4	17.1	15.8	8.5	10.8	기타비유동부채	1,076	1,179	1,260	1,311	1,458	
법인세비용	663	816	1,064	1,126	1,265	기타금융업부채	0	0	0	0	0	
계속사업이익	966	1,092	1,145	1,269	1,390	부채총계	11,421	12,341	11,964	12,099	12,383	
증단사업이익	-42,935	0.186	0.059	0	0	지배주주지분	6,964	7,730	8,595	9,525	10,543	
당기순이익	923	1,092	1,145	1,269	1,390	자본금	474	474	474	474	474	
당기순이익률 (%)	6.9	6.7	6.2	6.6	6.6	자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188	
증가율 (%)	81.3	18.3	4.8	10.9	9.5	자본조정 등	-3,107	-2,943	-2,943	-2,943	-2,943	
지배주주지분 순이익	806	986	991	1,119	1,225	기타포괄이익누계액	-20	-174	-129	-129	-129	
비자지배주주지분 순이익	118	106	153	150	165	이익잉여금	8,348	9,186	10,005	10,935	11,953	
기타포괄이익	17	-146	42	0	0	비자지배주주지분	1,956	1,932	2,049	2,200	2,364	
총포괄이익	941	945	1,186	1,269	1,390	자본총계	8,920	9,663	10,644	11,725	12,907	
(단위: 원, %)												
현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F	주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F	
영업활동으로인한현금흐름	852	1,306	1,421	1,325	1,548	EPS(당기순이익 기준)	9,906	11,716	12,284	13,626	14,924	
당기순이익	923	1,092	1,145	1,269	1,390	EPS(자배순이익 기준)	8,640	10,578	10,635	12,009	13,154	
유형자산 상각비	0	0	0	0	0	BPS(자본총계 기준)	94,195	102,034	112,400	123,808	136,292	
무형자산 상각비	0	0	0	0	0	BPS(자본분기준)	73,540	81,628	90,759	100,579	111,327	
외환손익	0	0	0	0	0	DPS	1,600	1,800	2,000	2,200	2,300	
운전자본의 감소(증가)	-113	7	-181	56	158	P/E(당기순이익 기준)	5.5	5.3	4.0	3.6	3.3	
기타	42	208	458	0	0	P/E(자배순이익 기준)	6.3	5.9	4.7	4.1	3.8	
투자활동으로인한현금흐름	-524	-1,418	-1,146	-1,026	-1,639	P/B(자본총계 기준)	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	
투자자산의 감소증가	-364	-694	-211	-210	0	P/B(자배순이익 기준)	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4	
유형자산의 감소	29	19	11	0	0	EV/EBITDA(Reported)	8.4	7.6	6.1	5.6	5.3	
유형자산의 증가(CAPEX)	-923	-1,118	-758	-800	0	배당수익률	3.0	2.9	4.0	4.4	4.6	
기타	735	375	-188	-16	-44	성장성 (%)	EPS(당기순이익 기준)	81.7	18.3	4.8	10.9	9.5
재무활동으로인한현금흐름	-336	335	-630	-189	-307	EPS(자배순이익 기준)	64.0	22.4	0.5	12.9	9.5	
장기차입금의 증가(감소)	-106	251	17	0	1	수익성 (%)	ROE(당기순이익 기준)	10.9	11.8	11.3	11.3	11.3
사채의증가(감소)	-857	445	-768	0	-100	ROE(자배순이익 기준)	12.1	13.4	12.1	12.4	12.2	
자본의 증가	-10	-82	0	0	0	ROA	4.7	5.2	5.1	5.5	5.7	
배당금	-172	-188	-203	-189	-208	안정성 (%)	부채비율	128.0	127.7	112.4	103.2	95.9
기타	809	-91	324	0	0	순차입금비율	86.3	82.8	74.4	66.4	62.3	
기타현금흐름	5	-3	9	0	0	이자보상배율	7.4	8.1	19.3	10.7	11.8	
현금의증가(감소)	-3	219	-347	111	-397							
기초현금	507	504	723	376	487							
기말현금	504	723	376	487	89							

* K-IFRS 연결기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18/04/05	BUY	82,000	-25.9	-24.4
18/05/09	BUY	82,000	-25.7	-23.5
18/05/30	BUY	82,000	-28.4	-23.5
18/07/09	BUY	72,000	-26.6	-23.9
18/09/11	BUY	72,000	-26.3	-22.4
18/10/10	BUY	72,000	-26.4	-22.4
18/10/18	BUY	72,000	-26.5	-22.4
18/10/22	BUY	72,000	-27.3	-22.4
18/11/09	BUY	72,000	-	-

▶ 최근 2년간 GS 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.