

## GS(078930)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 94,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(5/11)	2,296
주가(5/11)	59,800
시가총액(십억원)	5,556
발행주식수(백만)	93
52주 최고/최저가(원)	60,600/47,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,307
유동주식비율/외국인지분율(%)	53.2/18.9
주요주주(%)	허창수 외 47인 45.1
국민연금	10.3

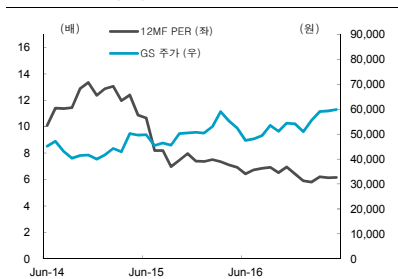
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	6.4	4.1	4.1
PBR(x)	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	12.1	18.2	15.7
DY(%)	3.0	2.7	2.7
EV/EBITDA(x)	8.4	4.9	4.6
EPS(원)	8,509	14,551	14,624
BPS(원)	73,546	86,494	99,515

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.1	9.9	11.8
상대주가(%p)	(5.0)	(5.8)	(4.2)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 충분한 상승여력, 소외될 이유 없다

## What's new : 순이익 컨센서스 74% 상회

1분기 GS 영업이익은 전분기 대비 26%, 전년동기대비 97% 증가한 6,456억원으로 사상 최대 분기 영업이익을 달성했다. 이는 추정치와 컨센서스를 각각 22%, 28% 상회하는 수치다. 지분법이익이 크게 늘어나(+56% QoQ, 123% YoY) 추정치를 25% 상회한 것이 서프라이즈의 주요인이다. 1분기 지분법이익에서 GS칼텍스의 이익이 차지하는 비중은 85%로 가장 높았다. 순이익은 더욱 좋았다. 유효법인세율이 32%로 낮게 적용(기준 추정 45%)돼 순이익은 추정치와 컨센서스 대비 각각 68%, 74% 잘 나왔다. 법인세율은 2015년 55%에서 감소세를 이어가고 있다. UAE 광구자산의 세금이 조정된 것이 낮아진 법인세율의 주요인으로 추정된다. 2017년 순이익 추정치를 20% 상향하고, 추정 세율은 기존 41%에서 37%로 하향 조정한다.

## Positives : GS 칼텍스 순이익 전년동기대비 160% 증가

GS칼텍스는 GS 순이익의 65~70%를 차지하는 주요 실적 driver다. GS칼텍스의 1분기 순이익은 전분기 대비 39%, 전년동기대비 160% 증가해 추정치를 19% 웃돌았다. 1,500억원의 환차익이 발생한 것이 주요인이다. 영업이익은 추정치에 부합했다(추정치 2% 상회). 그러나 정유부문의 경우, 재고평가이익이 발생하지 않았고 3월 정기보수로 500억원의 기회비용이 반영되었음에도 영업이익은 추정치를 16% 상회했다. 또한, 주요 유틸리티 자회사들의 실적이 대폭 개선됐다. GS E&R과 GS EPS의 1분기 순이익은 전년동기대비 361%, 281% 증가했다. 성공적인 구조조정과 신규 사업인 바이오매스 사업 덕분이다.

## Negatives : 임대 및 로열티 수익, 높은 기저로 전분기 대비 감소

1분기 임대수익과 로열티 수익은 4분기 비정상적으로 높았던 기저로 인해, 전분기 대비 각각 38%, 7% 감소했다. 1분기 임대 및 로열티 수익은 기존 분기 이익 흐름과 유사한 수치다.

## 결론 : 컨센서스 상향 가능성 크다

GS에 대해 매수 의견과 목표주가 94,000원을 유지한다. GS의 경우 순수 정유업체 대비 오랜 기간 소외되어 왔다. 2017년 예상 ROE는 18%에 달하는 반면 PER 4.1배, PBR 0.7배에 거래되고 있어 향후 상승여력이 큰 상황이다. 더구나, 견조한 GS칼텍스 실적과 낮아진 유효법인세율 영향으로 2017년 순이익 컨센서스는 67% 상향 조정될 것으로 보인다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,604	3,918	8.7	3,598	5.7	27.7	16,581	14,928
영업이익	530	646	21.8	506	26.2	96.6	2,538	1,840
영업이익률	14.7	16.5	1.8	14.1	2.7	5.8	15.3	12.3
세전이익	491	639	30.3	435	26.0	121.1	2,447	1,634
순이익	239	401	68.0	231	71.4	163.4	1,378	826

이도연 3276-6162  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

〈표 1〉 GS: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,093	3,349	3,343	3,707	3,918	4,029	4,220	4,414	13,492	16,581	17,846
영업이익	324	505	416	511	646	605	609	678	1,757	2,538	2,550
영업이익률 (%)	10.5	15.1	12.4	13.8	16.5	15.0	14.4	15.4	13.0	15.3	14.3
순이익	152	262	159	260	401	303	309	365	833	1,378	1,385
<b>증가율 (% YoY)</b>											
매출액	11.1	(2.0)	11.9	24.1	26.7	20.3	26.2	19.1	10.8	22.9	7.6
영업이익	63.7	(28.0)	33.0	30.5	99.2	19.7	46.4	32.7	9.5	44.5	0.5
순이익	25.4	6.7	163.4	80.0	163.4	15.5	94.5	40.4	45.7	65.4	0.5
<b>증가율 (% QoQ)</b>											
매출액	3.5	8.3	(0.2)	10.9	5.7	2.8	4.7	4.6			
영업이익	(17.3)	55.9	(17.6)	22.9	26.2	(6.3)	0.7	11.4			
순이익	5.5	71.9	(39.3)	63.4	54.4	(24.6)	2.2	17.9			
컨센서스 추정 영업이익						533	485	503		1,840	1,950
차이 (%)						13.6	25.5	34.9		38.0	30.8
컨센서스 추정 순이익						256	226	215		826	882
차이 (%)						18.1	36.8	69.4		66.8	57.0
<b>KIS 추정 영업이익 변화 (%)</b>						3.1	4.2	6.9		8.6	2.8

자료: GS, 한국투자증권

〈표 2〉 GS: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출</b>	<b>3,093</b>	<b>3,349</b>	<b>3,343</b>	<b>3,707</b>	<b>3,918</b>	<b>4,029</b>	<b>4,220</b>	<b>4,414</b>	<b>13,492</b>	<b>16,581</b>	<b>17,846</b>
임대 수익	39	40	40	65	41	41	41	41	184	164	167
상표권 수익	11	12	12	13	12	13	14	14	48	54	58
지분법 손익	149	237	142	214	333	299	288	371	741	1,290	1,321
GS 칼텍스	108	234	160	206	281	285	280	348	709	1,195	1,246
GS 파워	23	6	2	9	22	6	2	10	40	40	40
GS 홈쇼핑	11	7	5	11	9	7	6	13	34	34	34
기타	7	(11)	(24)	(13)	21	0	0	0	(41)	21	0
연결자회사	2,894	3,064	3,120	3,415	3,532	3,676	3,877	3,988	12,492	15,074	16,301
GS 에너지	568	601	435	648	825	939	955	988	2,252	3,707	3,905
GS 리테일	1,640	1,851	1,987	1,924	1,846	2,090	2,260	2,146	7,402	8,342	9,289
GS EPS	148	122	157	173	191	124	160	177	599	651	664
GS 글로벌	567	618	597	771	812	624	603	778	2,553	2,818	2,846
기타	(30)	(128)	(56)	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)	(315)	(404)	(404)
<b>영업이익</b>	<b>324</b>	<b>505</b>	<b>416</b>	<b>511</b>	<b>646</b>	<b>605</b>	<b>609</b>	<b>678</b>	<b>1,757</b>	<b>2,538</b>	<b>2,550</b>
<b>순이익</b>	<b>152</b>	<b>262</b>	<b>159</b>	<b>260</b>	<b>401</b>	<b>303</b>	<b>309</b>	<b>365</b>	<b>833</b>	<b>1,378</b>	<b>1,385</b>

자료: GS, 한국투자증권

〈표 3〉 GS칼텍스: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	5,491	6,175	6,606	7,492	7,276	8,280	8,424	8,714	25,763	32,694	34,438
영업이익	316	766	327	724	585	685	660	810	2,133	2,739	3,043
영업이익률 (%)	5.8	12.4	5.0	9.7	8.0	8.3	7.8	9.3	8.3	8.4	8.8
순이익	217	469	319	406	563	571	560	696	1,410	2,390	2,491
<b>증가율 (% YoY)</b>											
매출액	(20.4)	(14.8)	(10.6)	10.1	32.5	34.1	27.5	16.3	(9.1)	26.9	5.3
영업이익	4.3	13.4	177.3	246.8	85.2	(10.6)	101.7	11.8	63.4	28.4	11.1
순이익	34.7	6.3	205.6	52.6	159.7	21.8	75.5	71.6	45.1	69.5	4.3
<b>증가율 (% QoQ)</b>											
매출액	(19.3)	12.5	7.0	13.4	(2.9)	13.8	1.7	3.4			
영업이익	51.3	142.5	(57.3)	121.3	(19.2)	17.1	(3.7)	22.7			
순이익	(18.4)	116.3	(31.9)	27.1	38.8	1.4	(1.9)	24.3			

자료: GS, 한국투자증권

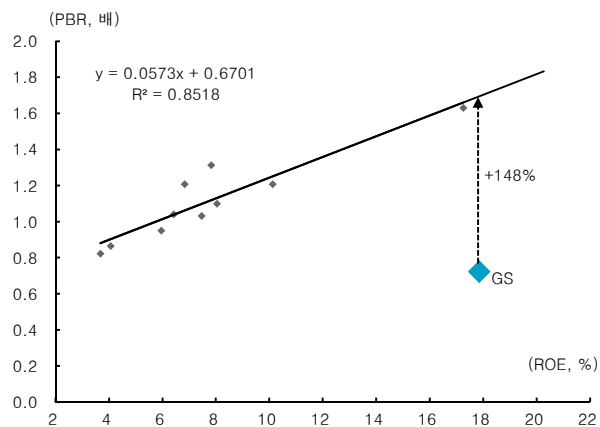
〈표 4〉 GS칼텍스: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
<b>매출</b>	<b>5,491</b>	<b>6,175</b>	<b>6,606</b>	<b>7,492</b>	<b>7,276</b>	<b>8,280</b>	<b>8,424</b>	<b>8,714</b>	<b>25,763</b>	<b>32,694</b>	<b>34,438</b>
정유	4,007	4,739	5,204	5,950	5,634	6,582	6,638	6,933	19,901	25,787	27,360
운환기유	232	290	257	263	279	272	280	293	1,042	1,123	1,157
석유화학	1,245	1,139	1,137	1,279	1,363	1,426	1,506	1,489	4,801	5,784	5,922
<b>영업이익</b>	<b>316</b>	<b>766</b>	<b>327</b>	<b>724</b>	<b>585</b>	<b>685</b>	<b>660</b>	<b>810</b>	<b>2,133</b>	<b>2,739</b>	<b>3,043</b>
정유	99	568	125	585	380	508	423	578	1,376	1,889	2,156
운환기유	64	72	66	39	46	56	61	68	242	232	238
석유화학	153	126	135	107	159	121	175	163	521	617	649
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>5.8</b>	<b>12.4</b>	<b>5.0</b>	<b>9.7</b>	<b>8.0</b>	<b>8.3</b>	<b>7.8</b>	<b>9.3</b>	<b>8.3</b>	<b>8.4</b>	<b>8.8</b>
정유	2.5	12.0	2.4	9.8	6.7	7.7	6.4	8.3	6.9	7.3	7.9
운환기유	27.7	24.9	25.8	14.9	16.5	20.7	22.0	23.3	23.2	20.7	20.5
석유화학	12.3	11.1	11.8	8.4	11.6	8.5	11.6	10.9	10.8	10.7	11.0

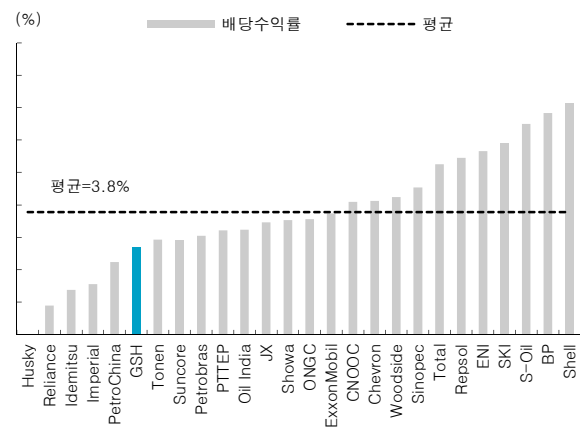
자료: GS, 한국투자증권

[그림 1] Global peers: ROE - PBR 분석 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] Global peers: 배당수익률 비교 (2017F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 5〉 동종업체 밸류에이션

국내	시가총액 (백만달러)	PE (x)			EPS Growth (%)			PB (x)			ROE (%)			배당수익률(%)		
		2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
SK이노베이션	14,170	14.9	8.2	5.0	NM	105.1	92.8	0.8	0.8	0.9	5.3	10.1	18.1	3.7	4.4	5.9
S-Oil	10,671	14.6	8.2	7.9	NM	90.9	30.5	1.7	1.5	1.7	12.3	20.5	23.2	3.0	7.3	6.4
GS	4,922	6.4	3.9	3.9	NM	71.0	0.5	0.7	0.7	0.6	12.1	18.2	15.7	3.0	2.8	2.8
<b>평균</b>		<b>12.0</b>	<b>6.8</b>	<b>5.6</b>	<b>NM</b>	<b>89.0</b>	<b>41.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>9.9</b>	<b>16.3</b>	<b>19.0</b>	<b>3.2</b>	<b>4.8</b>	<b>5.0</b>
<b>해외</b>																
Exxon Mobil	347,074	20.2	38.0	20.7	(49.3)	(43.9)	83.4	1.9	2.0	2.0	9.4	5.3	9.7	3.7	3.6	3.7
Petrochina	193,114	22.4	96.0	20.6	(67.8)	(74.2)	365.3	0.7	0.7	0.7	3.0	0.7	3.4	2.1	0.8	2.2
BP	115,093	NA	32.0	17.2	NM	NM	86.3	1.0	1.3	1.2	(6.2)	3.3	6.8	7.7	6.8	6.7
Sinopec	100,722	14.6	16.8	12.2	(32.4)	22.7	37.9	0.7	1.0	0.9	5.1	5.9	7.5	3.8	3.2	4.6
Petrobras	62,945	NA	NA	12.2	NM	NM	NM	0.3	0.8	0.8	(12.4)	(0.8)	5.4	0.0	0.0	3.3
CNOOC	51,640	15.0	NA	14.1	(66.7)	NM	NM	0.8	1.0	0.9	5.3	(0.5)	6.4	6.1	3.2	4.1
Reliance	68,621	10.3	15.8	14.3	4.7	7.7	10.5	1.1	1.8	1.6	11.3	11.5	11.2	1.2	0.8	0.9
ONGC	36,577	14.3	13.8	11.5	(30.8)	(6.9)	19.9	1.5	1.2	1.2	10.4	9.2	10.3	3.1	2.8	3.8
Repsol	23,881	NA	13.0	10.8	NM	NM	20.4	0.5	0.7	0.7	(5.0)	5.6	6.5	NA	5.0	5.4
PTTEP	10,852	NA	23.4	15.2	NM	NM	53.8	0.6	0.9	0.9	(8.7)	3.9	6.1	5.2	2.2	3.3
Thai Oil	4,490	11.1	8.8	10.0	NM	46.0	(12.6)	1.5	1.5	1.4	13.9	17.9	14.2	4.1	5.1	4.5
Tonen	4,176	7,300.0	11.7	10.1	NM	79057.1	15.8	1.6	1.9	1.8	0.0	14.2	NA	3.7	3.4	2.9
IRPC	3,175	9.3	10.5	10.5	NM	11.7	(0.4)	1.2	1.3	1.3	13.1	13.0	12.6	5.1	3.9	4.0
<b>평균</b>		<b>824.1</b>	<b>25.4</b>	<b>13.8</b>	<b>(40.4)</b>	<b>9877.5</b>	<b>61.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>3.0</b>	<b>6.9</b>	<b>8.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.8</b>

주: 2017년 5월 11일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,946	2,473	3,885	5,349	6,932
현금성자산	507	504	1,516	2,845	4,393
매출채권및기타채권	829	1,173	1,471	1,555	1,580
재고자산	283	335	330	353	353
비유동자산	17,077	17,868	18,383	18,882	19,374
투자자산	5,635	5,999	5,999	5,999	5,999
유형자산	6,944	7,866	8,461	9,040	9,613
무형자산	1,935	1,890	1,810	1,730	1,649
자산총계	19,023	20,341	22,268	24,231	26,306
유동부채	2,362	3,771	3,740	3,891	3,903
매입채무및기타채무	1,135	1,489	1,746	1,865	1,868
단기차입금및단기사채	707	536	536	536	536
유동성장기부채	344	1,427	900	900	900
비유동부채	8,563	7,650	8,221	8,621	9,021
사채	4,918	4,061	4,170	4,570	4,970
장기차입금및금융부채	2,459	2,513	2,499	2,499	2,499
부채총계	10,925	11,421	11,961	12,512	12,924
지배주주지분	6,321	6,964	8,190	9,423	10,878
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,280	1,270	1,270	1,270	1,270
기타자본	(3,074)	(3,107)	(3,107)	(3,107)	(3,107)
이익잉여금	7,693	8,348	9,574	10,807	12,262
비지배주주지분	1,777	1,956	2,116	2,296	2,504
자본총계	8,098	8,920	10,307	11,719	13,382

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	653	852	2,194	2,125	2,350
당기순이익	509	923	1,538	1,564	1,815
유형자산감가상각비	0	0	318	334	341
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(76)	(113)	177	47	(13)
기타	220	42	161	180	207
투자활동현금흐름	(2,944)	(524)	(437)	(865)	(842)
유형자산투자	(1,777)	(923)	(942)	(942)	(942)
유형자산매각	21	29	29	29	29
투자자산순증	449	(209)	(0)	0	0
무형자산순증	(795)	(42)	80	80	80
기타	(842)	621	396	(32)	(9)
재무활동현금흐름	2,204	(336)	(744)	69	40
자본의증가	0	75	0	0	0
차입금의순증	2,224	(180)	(432)	400	400
배당금지급	(138)	(172)	(152)	(152)	(152)
기타	118	(59)	(160)	(179)	(208)
기타현금흐름	14	5	0	0	0
현금의증가	(73)	(3)	1,012	1,329	1,548

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

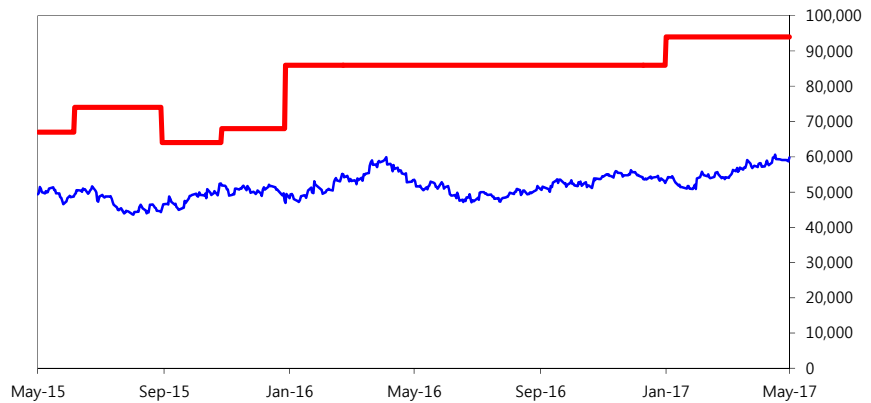
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,180	13,462	16,581	17,846	18,193
매출원가	9,299	10,273	12,382	13,527	13,539
매출총이익	2,880	3,189	4,199	4,319	4,654
판매관리비	1,276	1,435	1,661	1,769	1,815
영업이익	1,604	1,754	2,538	2,550	2,839
금융수익	59	33	103	158	253
이자수익	34	29	100	155	250
금융비용	230	249	203	200	210
이자비용	215	238	196	193	202
기타영업외손익	(124)	91	9	(24)	(24)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,309	1,629	2,447	2,484	2,858
법인세비용	720	663	909	920	1,044
연결당기순이익	509	923	1,538	1,564	1,815
지배주주지분순이익	492	806	1,378	1,385	1,606
기타포괄이익	55	17	0	0	0
총포괄이익	565	941	1,538	1,564	1,815
지배주주지분포괄이익	549	828	1,378	1,385	1,606
EBITDA	1,604	1,754	2,856	2,884	3,180

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,197	8,509	14,551	14,624	16,964
BPS	66,752	73,546	86,494	99,515	114,876
DPS	1,500	1,600	1,600	1,600	1,600
성장성(% , YoY)					
매출증가율	12.1	10.5	23.2	7.6	1.9
영업이익증가율	NM	9.3	44.7	0.5	11.3
순이익증가율	NM	63.7	71.0	0.5	16.0
EPS증가율	NM	63.7	71.0	0.5	16.0
EBITDA증가율	NM	9.3	62.8	1.0	10.2
수익성(%)					
영업이익률	13.2	13.0	15.3	14.3	15.6
순이익률	4.0	6.0	8.3	7.8	8.8
EBITDA Margin	13.2	13.0	17.2	16.2	17.5
ROA	3.0	4.7	7.2	6.7	7.2
ROE	8.1	12.1	18.2	15.7	15.8
배당수익률	3.0	3.0	2.7	2.7	2.7
배당성향	28.9	18.8	11.0	10.9	9.4
안정성					
순차입금(십억원)	7,752	7,704	6,164	5,203	4,045
차입금/자본총계비율(%)	104.3	95.9	78.6	72.6	66.5
Valuation(X)					
PER	9.8	6.4	4.1	4.1	3.5
PBR	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.9	8.4	4.9	4.6	3.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
GS(078930)	2015.05.12	매수	67,000 원
	2015.06.16	매수	74,000 원
	2015.09.09	매수	64,000 원
	2015.11.06	매수	68,000 원
	2016.01.07	매수	86,000 원
	2017.01.11	매수	94,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 5월 11일 현재 GS 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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
- 중 립 : 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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
- 중 립 : 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.