

GS(078930)

부정적 요인은 이미 주가에 반영

일회성 요인과 예상을 상회하는 법인세율로 주가 약세

지난해 8월, GS칼텍스 고도화설비 화재로 GS 주가는 급격한 조정을 받아 타 정유사 대비 큰폭으로 하락했다. 게다가 과도하게 높은 UAE 유전 법인세율이 지속되어 유효법인세율 또한 높은 기조로 유지됐다. 높은 법인세율을 감안해 2018년과 2019년 예상 순이익을 각각 3%, 7% 하향한다. 실적 하향조정과 목표 PBR multiple을 1.1에서 1.0으로 낮춘 것을 반영해 목표주가도 9% 하향한다. 15년 4분기 101%였던 UAE 유전 법인세율이 17년 4분기에 72%로 인하됨에 따라 법인세율 정상화로 경쟁사대비 빠른 실적 개선을 보일 것으로 예상하여 밸류에이션 배수를 상향했었다. 하지만 법인세율은 이번 1분기에 다시 92%로 인상되었다.

부정적 요인 반영되어 역사적 최저점에서 거래 중

그러나 GS에 대한 매수 관점은 유지한다. 이는 부정적인 영향을 감안해도 2018년 자기자본이익률이 12%에 달하는 반면 주가는 역사적 최저점인 PBR 0.6배 선에서 거래되고 있기 때문이다. 또한 2018년 예상 DPS가 작년과 비슷한 수준에 머무를 것이라는 보수적인 가정에서도 현재 배당수익률은 3%다. 더 중요한 점은, GS칼텍스의 고도화설비가 4월 말 재가동에 착수했고, 연내 예정되어 있는 보수 일정도 없다는 것이다. GS칼텍스의 2분기 예상 영업이익은 전분기대비 81%, 전년동기대비 142% 개선될 전망이다. 화재사고에 부정적 영향은 예상보다 오래 지속되었으나, 결국 일회성 요인으로 이미 정상화되었다.

지금도 저점 매수 시점

따라서, 다음의 이유로 재매수를 추천한다. 첫 번째, 밸류에이션 측면에서는 더 이상 하락할 요인이 없다. 두 번째, 유가가 하락함에 따라, 트레이딩 관점에서는 정유사와 E&P회사에 대한 long-short 전략이 유효해 보인다. 화재사고 전 GS의 방어적인 성격과 이미 주가가 역사적 저점에서 거래되고 있는 점을 감안하면 위의 전략에 적합한 정유주라고 판단한다. 마지막으로 GS는 GS칼텍스를 실적 동인으로 2020년까지 타이트한 정제제품 수급에 힘입어 구조적 성장을 이어갈 전망이다.

	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	16,210	2,071	986	10,416	22.4	2,071	6.0	7.6	0.8	13.4	2.9
2018F	18,234	2,243	1,008	10,650	2.2	2,855	5.4	4.6	0.6	12.4	3.1
2019F	18,736	2,536	1,236	13,054	22.6	3,172	4.4	3.8	0.6	13.6	3.1
2020F	19,208	2,977	1,614	17,043	30.6	2,977	3.4	3.6	0.5	15.6	3.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 91,000원(하향)

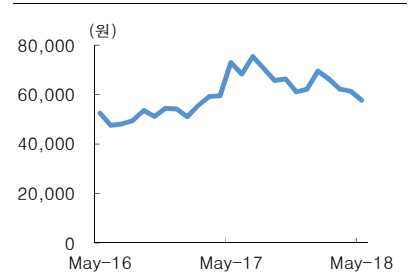
Stock Data

KOSPI(5/30)	2,409
주가(5/30)	57,600
시가총액(십억원)	5,352
발행주식수(백만)	93
52주 최고/최저(원)	76,700/57,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,650
유동주식비율/외국인지분율(%)	53.1/19.8
주요주주(%)	허창수 외 47 인 45.3
국민연금	11.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.0)	(5.7)	(21.6)
KOSPI 대비(%p)	(1.8)	(3.0)	(24.4)

주가추이

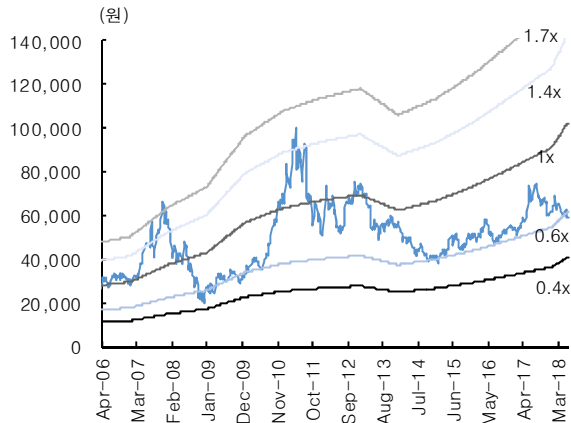


자료: WISEFn

이도연

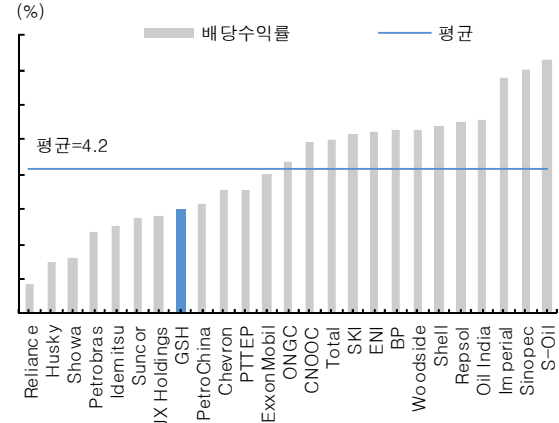
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] PBR 0.6배로 역사적 저점까지 하락한 주가



자료: 쿼티와이즈, 한국투자증권

[그림 2] 배당수익률(2018F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%p)	변경전	변경후	차이(%p)
매출액	17,561	18,234	3.8	18,225	18,736	2.8
영업이익	2,099	2,243	6.9	2,513	2,536	0.9
영업이익률(%)	12.0	12.3	0.3	13.8	13.5	(0.3)
세전이익	1,951	2,114	8.4	2,390	2,456	2.8
순이익	1,045	1,008	(3.5)	1,328	1,236	(6.9)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 GS: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	3,918	3,856	4,229	4,207	4,456	4,444	4,740	4,594	16,210	18,234	18,736
영업이익	646	392	497	537	567	548	566	563	2,071	2,243	2,536
영업이익률(%)	16.5	10.2	11.7	12.8	12.7	12.3	11.9	12.3	12.8	12.3	13.5
순이익	401	134	234	217	223	251	267	267	986	1,008	1,236
증가율(% YoY)											
매출액	26.7	15.1	26.5	13.5	13.7	15.3	12.1	9.2	20.1	12.5	2.8
영업이익	99.2	(22.4)	19.3	5.0	(12.2)	39.8	13.9	4.8	18.1	8.3	13.0
순이익	163.4	(48.8)	47.1	(16.5)	(44.4)	87.3	14.2	23.1	22.4	2.3	22.6
증가율(% QoQ)											
매출액	5.7	(1.6)	9.7	(0.5)	5.9	(0.3)	6.7	(3.1)			
영업이익	26.2	(39.3)	26.8	8.1	5.5	(3.3)	3.3	(0.5)			
순이익	54.4	(66.6)	74.4	(7.3)	2.9	12.6	6.3	(0.1)			
컨센서스 추정 영업이익					549	560	566		2,126	2,211	
차이(%)					(0.2)	1.0	(0.5)		5.5	14.7	
컨센서스 추정 순이익					257	272	265		1,003	1,065	
차이(%)					(2.4)	(1.7)	0.6		0.5	16.1	
KIS 추정 영업이익 변화(%)					1.9	(0.7)	0.9		6.9	0.9	

자료: GS, 한국투자증권

〈표 3〉 GS: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	3,918	3,856	4,229	4,207	4,456	4,444	4,740	4,594	16,210	18,234	18,736
임대 수익	41	42	46	52	52	52	53	53	180	210	214
상표권 수익	12	15	13	16	14	14	15	15	56	58	60
지분법 손익	333	91	190	211	140	198	214	212	825	765	1,022
GS 칼텍스	281	68	181	189	90	176	200	191	719	657	926
GS 파워	22	11	3	9	25	9	2	9	45	45	45
GS 홈쇼핑	9	6	7	12	16	8	8	9	34	41	34
연결자회사	3,532	3,708	3,981	3,928	4,250	4,179	4,458	4,314	15,149	17,202	17,441
GS 에너지	825	488	559	688	701	758	766	753	2,559	2,977	3,040
GS 리테일	1,846	2,088	2,259	2,073	1,995	2,259	2,444	2,326	8,267	9,024	9,289
GSEPS	191	231	214	247	292	236	218	252	883	998	1,018
GS 글로벌	812	805	908	862	1,005	813	917	870	3,387	3,606	3,642
영업이익	646	392	497	537	567	548	566	563	2,071	2,243	2,536
순이익	401	134	234	217	223	251	267	267	986	1,008	1,236

자료: GS, 한국투자증권

〈표 4〉 GS칼텍스: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	7,276	6,946	7,543	8,554	7,795	8,420	8,511	8,367	30,318	33,093	33,789
영업이익	585	210	578	628	281	507	552	554	2,002	1,895	2,578
영업이익률(%)	8.0	3.0	7.7	7.3	3.6	6.0	6.5	6.6	6.6	5.7	7.6
순이익	563	135	362	378	180	353	400	382	1,438	1,315	1,852
증가율(% YoY)											
매출액	32.5	12.5	14.2	14.2	7.1	21.2	12.8	(2.2)	17.7	9.2	2.1
영업이익	85.2	(72.6)	76.8	(13.2)	(52.0)	141.7	(4.6)	(11.7)	(6.2)	(5.3)	36.1
순이익	159.7	(71.1)	13.6	(6.9)	(68.0)	160.9	10.4	1.0	2.0	(8.6)	40.9
증가율(% QoQ)											
매출액	(2.9)	(4.5)	8.6	13.4	(8.9)	8.0	1.1	(1.7)	17.7	9.2	2.1
영업이익	(19.2)	(64.1)	175.5	8.6	(55.3)	80.8	8.8	0.4	(6.2)	(5.3)	36.1
순이익	38.8	(76.0)	167.9	4.2	(52.3)	95.8	13.3	(4.6)	2.0	(8.6)	40.9

자료: GS, 한국투자증권

〈표 5〉 GS칼텍스: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	7,276	6,946	7,543	8,554	7,795	8,420	8,511	8,367	30,318	33,093	33,789
정유	5,634	5,324	5,856	6,597	5,912	6,464	6,579	6,528	23,411	25,482	26,085
유평기유	279	277	281	298	341	366	314	312	1,135	1,333	1,246
석유화학	1,363	1,344	1,406	1,659	1,543	1,590	1,618	1,527	5,773	6,278	6,458
영업이익	585	210	578	628	281	507	552	554	2,002	1,895	2,578
정유	380	34	427	501	147	371	421	432	1,341	1,372	1,958
유평기유	46	51	58	41	66	60	59	54	196	239	228
석유화학	159	125	93	87	67	76	72	68	464	283	392
영업이익률(%)	8.0	3.0	7.7	7.3	3.6	6.0	6.5	6.6	6.6	5.7	7.6
정유	6.7	0.6	7.3	7.6	2.5	5.7	6.4	6.6	5.7	5.4	7.5
유평기유	16.5	18.5	20.8	13.6	19.5	16.4	18.8	17.3	17.3	18.0	18.3
석유화학	11.6	9.3	6.6	5.2	4.3	4.8	4.5	4.5	8.0	4.5	6.1

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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,473	2,875	3,893	4,731	6,022
현금성자산	504	723	1,567	2,341	3,574
매출채권및기타채권	1,166	1,155	1,531	1,580	1,629
재고자산	335	533	437	443	441
비유동자산	17,868	19,129	19,535	19,620	19,180
투자자산	5,999	6,693	6,526	6,526	6,526
유형자산	7,866	8,401	9,046	9,194	8,818
무형자산	1,890	1,788	1,724	1,661	1,597
자산총계	20,341	22,004	23,428	24,351	25,202
유동부채	3,771	4,451	5,193	5,276	4,847
매입채무및기타채무	1,489	1,819	1,844	1,866	1,861
단기차입금및단기사채	547	1,113	959	909	859
유동성장기부채	1,416	1,251	954	927	927
비유동부채	7,650	7,890	7,683	7,383	7,083
사채	4,061	4,506	3,746	3,546	3,355
장기차입금및금융부채	2,513	2,205	2,119	2,019	1,919
부채총계	11,421	12,341	12,876	12,659	11,930
지배주주지분	6,964	7,730	8,568	9,634	11,077
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본	(3,107)	(2,943)	(2,943)	(2,943)	(2,943)
이익잉여금	8,348	9,186	10,024	11,089	12,532
비지배주주지분	1,956	1,932	1,984	2,059	2,194
자본총계	8,920	9,663	10,552	11,692	13,271

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	852	1,306	2,873	2,252	1,584
당기순이익	923	1,092	1,184	1,436	1,874
유형자산감가상각비	420	537	593	599	599
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(113)	7	1,025	106	(426)
기타	42	207	53	74	136
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(386)	(732)	420
유형자산투자	(923)	(1,118)	(1,275)	(803)	358
유형자산매각	29	19	19	19	19
투자자산순증	(209)	(266)	167	0	0
무형자산순증	(42)	(45)	63	63	63
기타	621	(8)	640	(11)	(20)
재무활동현금흐름	(336)	335	(1,643)	(747)	(772)
자본의증가	75	0	0	0	0
차입금의순증	(180)	798	(1,296)	(377)	(341)
배당금지급	(172)	(188)	(171)	(171)	(171)
기타	(59)	(275)	(176)	(199)	(260)
기타현금흐름	5	(3)	0	0	0
현금의증가	(3)	219	844	774	1,233

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

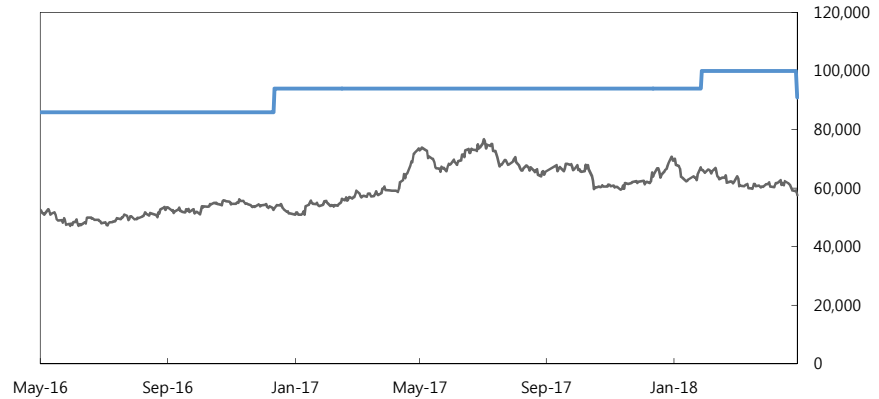
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,462	16,210	18,234	18,736	19,208
매출원가	10,273	12,449	14,089	14,237	14,210
매출총이익	3,189	3,761	4,145	4,499	4,998
판매관리비	1,435	1,690	1,902	1,962	2,022
영업이익	1,754	2,071	2,243	2,536	2,977
금융수익	33	52	87	123	174
이자수익	29	33	78	113	165
금융비용	249	262	57	54	51
이자비용	238	255	53	50	48
기타영업외손익	91	46	(160)	(149)	(149)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	2,114	2,456	2,951
법인세비용	663	816	930	1,021	1,076
연결당기순이익	923	1,092	1,184	1,436	1,874
지배주주지분순이익	806	986	1,008	1,236	1,614
기타포괄이익	17	(146)	0	0	0
총포괄이익	941	945	1,184	1,436	1,874
지배주주지분포괄이익	828	837	1,008	1,236	1,614
EBITDA	1,754	2,071	2,855	3,172	2,977

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,509	10,416	10,650	13,054	17,043
BPS	73,546	81,634	90,483	101,734	116,975
DPS	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.5	20.4	12.5	2.8	2.5
영업이익증가율	9.3	18.1	8.3	13.0	17.4
순이익증가율	63.7	22.4	2.3	22.6	30.6
EPS증가율	63.7	22.4	2.2	22.6	30.6
EBITDA증가율	9.3	18.1	37.8	11.1	(6.2)
수익성(%)					
영업이익률	13.0	12.8	12.3	13.5	15.5
순이익률	6.0	6.1	5.5	6.6	8.4
EBITDA Margin	13.0	12.8	15.7	16.9	15.5
ROA	4.7	5.2	5.2	6.0	7.6
ROE	12.1	13.4	12.4	13.6	15.6
배당수익률	3.0	2.9	3.1	3.1	3.1
배당성향	18.8	17.3	16.9	13.8	10.6
안정성					
순차입금(십억원)	7,697	8,003	5,809	4,647	3,063
차입금/자본총계비율(%)	95.9	94.0	73.7	63.3	53.2
Valuation(X)					
PER	6.4	6.0	5.4	4.4	3.4
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.4	7.6	4.6	3.8	3.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
GS(078930)	2016.05.24	매수	86,000원	-40.0	-34.7
	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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 30일 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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.