

GS(078930)

내리막길은 끝났다

2분기 영업이익 추정치 부합, 순이익은 환손실 등 일회성 요인으로 하회
GS칼텍스의 고도화설비 본격 재가동으로 순이익 기여도 대폭 상승
고도화설비 정상화 및 정제마진 반등 감안 시 역사적 저점에 거래될 이유 없음

Facts : 순이익은 일회성 요인으로 컨센서스 하회

2분기 영업이익은 전분기대비 2% 감소했고 컨센서스 및 당사 추정치와는 2% 내외의 차이로 예상수준의 실적을 기록했다. 주요 자회사인 GS칼텍스의 실적개선에도 불구하고 발전 자회사의 계절적 비수기 영향이 영업이익 감소로 이어졌다. 순이익의 경우 컨센서스와 당사 추정치를 23% 하회했는데, 이는 법인세율이 57%로 전분기 48%와 추정치 44% 대비 높아졌기 때문이다.

Pros & cons : GS칼텍스 고도화설비 본격 재가동

GS칼텍스 영업이익은 전분기대비 108% 증가하며 GS에 대한 순이익 기여도가 전분기 40%에서 61%로 확대되었다. 당사 영업이익 추정치 또한 15% 상회했는데, 주요 이유는 화재사고로 지난 3분기부터 정지되었던 고도화설비가 올해 4월부터 본격적으로 재가동되며 판매량과 마진이 예상을 상회했기 때문이다. 정유부문의 매출액은 추정치를 10% 상회했는데, 이는 고도화설비 재가동으로 경유판매량이 전분기대비 20% 확대되었기 때문이다. 한편, GS칼텍스의 순이익은 추정치를 33% 하회했다. 환손실과 유가 관련 파생상품 손실이 총 2,150억원 발생했기 때문이다.

Action : 역사적 저점에서 거래될 이유는 사라졌다

2분기 실적을 반영해 2018년 순이익 추정치를 13% 하향한다. 그러나 빠르게 반등하고 있는 정제마진과 과도하게 저평가된 밸류에이션을 감안하면 매수 시기가 판단된다. GS의 주가가 SK이노베이션 및 S-Oil과 반대로 간 가장 큰 이유는 고도화설비 화재사고에 있으나, 2분기를 기점으로 정상 가동됨을 확인했다. 2018년 ROE가 10%를 상회할 것으로 전망되고 아시아 spot 정제마진도 타이트한 수급으로 반등하고 있는 상황에서 주가가 역사적 저점을 하회한 PBR 0.5배에서 거래되고 있을 이유는 없다.

하 회 부 합 상 회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 91,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(8/9)	2,304
주가(8/9)	52,500
시가총액(십억원)	4,878
발행주식수(백만)	93
52주 최고/최저가(원)	75,000/50,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,888
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.7/20.2
주요주주(%)	허창수 외 47 인 45.6
	국민연금 11.4

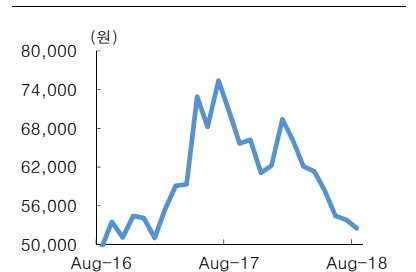
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	6.0	5.7	4.2
PBR(x)	0.8	0.6	0.5
ROE(%)	13.4	10.9	13.1
DY(%)	2.9	3.4	3.4
EV/EBITDA(x)	7.6	4.6	3.8
EPS(원)	10,416	9,286	12,407
BPS(원)	81,634	89,118	99,723

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.1	(17.1)	(30.0)
KOSPI 대비(%p)	1.4	(14.5)	(27.3)

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,855.6	4,229.2	4,207.1	4,456.2	4,581.3	2.8	18.8	4,509.8
영업이익	391.9	496.7	537.1	566.5	557.2	(1.7)	42.2	570.2
영업이익률(%)	10.2	11.7	12.8	12.7	12.2	(0.6)	2.0	12.6
세전이익	345.6	449.5	473.1	520.8	508.6	(2.3)	47.2	521.8
순이익	134.2	234.1	216.8	223.1	193.8	(13.1)	44.4	250.9

자료: 한국투자증권

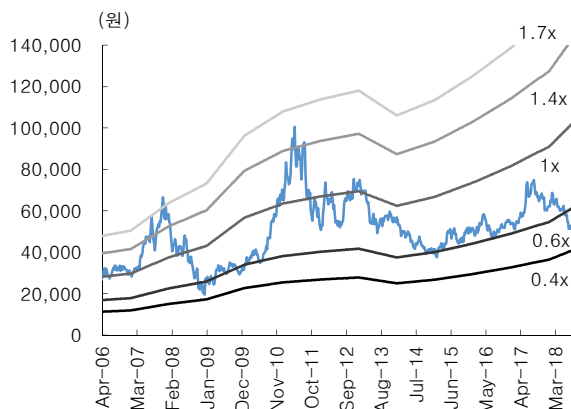
〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	18,234.3	18,233.2	(0.0)	18,735.9	18,808.5	0.4
영업이익	2,243.4	2,162.7	(3.6)	2,536.2	2,465.1	(2.8)
영업이익률(%)	12.3	11.9		13.5	13.1	
세전이익	2,114.2	2,012.2	(4.8)	2,456.5	2,376.1	(3.3)
순이익	1,008.5	879.2	(12.8)	1,236.1	1,174.8	(5.0)

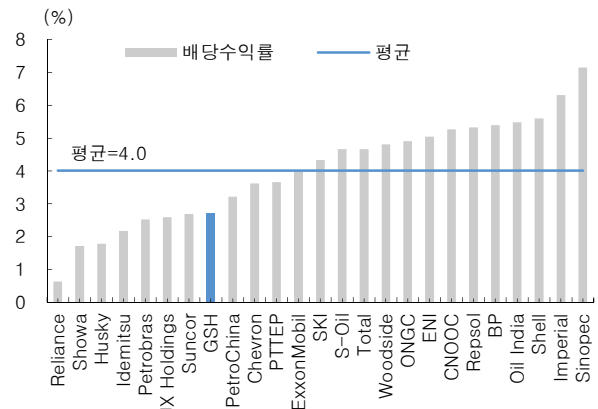
자료: 한국투자증권

[그림 1] PBR 0.5배, 역사적 저점 이하로 하락한 주가



자료: 퀀티와이즈, 한국투자증권

[그림 2] 배당수익률(2018F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 GS: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	3,918.1	3,855.6	4,229.2	4,207.1	4,456.2	4,581.3	4,642.8	4,552.9	16,209.9	18,233.2	18,808.5
영업이익	645.6	391.9	496.7	537.1	566.5	557.2	493.6	545.6	2,071.2	2,162.7	2,465.1
영업이익률(%)	16.5	10.2	11.7	12.8	12.7	12.2	10.6	12.0	12.8	11.9	13.1
순이익	401.1	134.2	234.1	216.8	223.1	193.8	210.5	252.1	986.2	879.2	1,174.8
증가율(% YoY)											
매출액	26.7	15.1	26.5	13.5	13.7	18.8	9.8	8.2	20.4	12.5	3.2
영업이익	99.2	(22.4)	19.3	5.0	(12.2)	42.2	(0.6)	1.6	18.1	4.4	14.0
순이익	163.4	(48.8)	47.1	(16.5)	(44.4)	44.4	(10.1)	16.3	18.3	(10.8)	33.6
증가율(% QoQ)											
매출액	5.7	(1.6)	9.7	(0.5)	5.9	2.8	1.3	(1.9)			
영업이익	26.2	(39.3)	26.8	8.1	5.5	(1.6)	(11.4)	10.5			
순이익	54.4	(66.6)	74.4	(7.3)	2.9	(13.1)	8.6	19.8			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						570.2 (2.3)	560.0 (11.9)	566.0 (3.6)		2,273.5 (4.9)	2,328.1 5.9
컨센서스 추정 순이익 차이(%)						250.9 (22.8)	272.0 (22.6)	265.0 (4.9)		1,025.0 (14.2)	1,086.9 8.1
KIS 추정 영업이익 변화(%)							(12.8)	(3.1)		(3.6)	(2.8)

자료: GS, 한국투자증권

〈표 4〉 GS: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	3,918.1	3,855.6	4,229.2	4,207.1	4,456.2	4,581.3	4,642.8	4,552.9	16,210.0	18,233.2	18,808.5
임대 수익	40.6	41.9	45.5	52.1	52.0	52.6	52.9	53.1	180.0	210.6	215.2
상표권 수익	12.4	15.2	12.6	15.5	13.6	18.1	15.7	15.6	56.0	63.0	62.6
지분법 손익	332.8	90.9	190.4	211.1	140.2	150.0	159.8	212.8	825.0	662.9	1,019.7
GS칼텍스	281.4	67.6	181.2	188.8	90.1	117.5	138.3	184.2	719.0	530.1	895.3
GS파워	22.3	11.0	2.6	8.7	24.5	8.8	2.4	8.9	45.0	44.6	45.1
GS홈쇼핑	8.5	6.4	7.0	12.4	16.1	12.5	7.9	8.6	34.0	45.1	34.5
연결자회사	3,532.3	3,707.5	3,980.8	3,928.4	4,250.4	4,360.6	4,414.4	4,271.3	15,149.0	17,296.7	17,511.0
GS에너지	825.0	488.0	558.6	687.7	701.3	715.1	722.0	710.2	2,559.0	2,848.6	2,866.0
GS리테일	1,845.8	2,088.4	2,259.3	2,073.1	1,994.8	2,198.9	2,444.2	2,325.9	8,267.0	8,963.8	9,289.4
GSEPS	191.0	231.3	213.7	246.8	292.0	263.6	218.0	251.7	883.0	1,025.3	1,045.8
GS글로벌	811.9	805.4	908.2	861.9	1,004.5	1,027.3	917.2	870.5	3,387.0	3,819.5	3,857.7
영업이익	645.6	391.9	496.7	537.1	566.5	557.0	493.6	545.6	2,071.0	2,162.7	2,465.1
순이익	401.1	134.1	234.0	216.8	223.2	193.5	210.5	252.1	986.0	879.2	1,174.8

자료: GS, 한국투자증권

〈표 5〉 GS칼텍스: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	7,275.9	6,945.7	7,543.1	8,553.6	7,795.3	9,057.9	9,144.8	8,995.9	30,318.0	34,993.9	36,302.0
영업이익	585.0	210.0	578.5	628.1	280.7	584.6	402.3	553.6	2,002.0	1,821.1	2,574.7
영업이익률(%)	8.0	3.0	7.7	7.3	3.6	6.5	4.4	6.2	6.6	5.2	7.1
순이익	562.9	135.3	362.4	377.6	180.2	234.4	276.6	368.3	1,438.0	1,059.5	1,790.7
증가율(% YoY)											
매출액	32.5	12.5	14.2	14.2	7.1	30.4	21.2	5.2	17.7	15.4	3.7
영업이익	85.2	(72.6)	76.8	(13.2)	(52.0)	178.4	(30.5)	(11.9)	(6.2)	(9.0)	41.4
순이익	159.7	(71.1)	13.6	(6.9)	(68.0)	73.3	(23.7)	(2.5)	2.0	(26.3)	69.0
증가율(% QoQ)											
매출액	(2.9)	(4.5)	8.6	13.4	(8.9)	16.2	1.0	(1.6)			
영업이익	(19.2)	(64.1)	175.5	8.6	(55.3)	108.3	(31.2)	37.6			
순이익	38.8	(76.0)	167.9	4.2	(52.3)	30.1	18.0	33.2			

자료: GS, 한국투자증권

〈표 6〉 GS칼텍스: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출	7,275.9	6,945.7	7,543.1	8,553.6	7,795.3	9,057.9	9,144.8	8,995.9	30,318.4	34,993.9	36,302.0
정유	5,634.0	5,324.4	5,855.9	6,596.7	5,911.5	7,086.4	7,212.5	7,157.0	23,411.1	27,367.5	28,597.7
운환기유	278.7	277.4	281.0	297.7	340.8	361.4	314.4	311.6	1,134.8	1,328.1	1,246.3
석유화학	1,363.2	1,344.0	1,406.2	1,659.2	1,543.0	1,610.1	1,617.9	1,527.3	5,772.6	6,298.3	6,458.0
영업이익	585.0	210.0	578.5	628.1	280.7	584.6	402.3	553.6	2,001.6	1,821.1	2,574.7
정유	380.1	33.6	427.2	500.5	147.5	462.1	272.4	432.8	1,341.5	1,314.7	1,959.6
운환기유	46.0	51.4	58.4	40.5	66.3	62.6	59.6	54.6	196.4	243.1	230.3
석유화학	158.8	124.9	92.9	87.1	66.9	59.9	70.3	66.2	463.7	263.3	384.8
영업이익률(%)	8.0	3.0	7.7	7.3	3.6	6.5	4.4	6.2	6.6	5.2	7.1
정유	6.7	0.6	7.3	7.6	2.5	6.5	3.8	6.0	5.7	4.8	6.9
운환기유	16.5	18.5	20.8	13.6	19.5	17.3	19.0	17.5	17.3	18.3	18.5
석유화학	11.6	9.3	6.6	5.2	4.3	3.7	4.3	4.3	8.0	4.2	6.0

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	3,720	4,487	5,694
현금성자산	504	723	1,413	2,117	3,266
매출채권및기타채권	1,166	1,155	1,518	1,566	1,614
재고자산	335	533	435	440	439
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	23,255	24,107	24,874
유동부채	3,771	4,451	5,175	5,257	4,829
매입채무및기타채무	1,489	1,819	1,833	1,855	1,850
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	12,858	12,641	11,912
지배주주지분	6,964	7,730	8,439	9,443	10,814
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	9,894	10,899	12,270
비지배주주지분	1,956	1,932	1,958	2,023	2,147
자본총계	8,920	9,663	10,397	11,466	12,962

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	852	1,306	2,693	2,173	1,490
당기순이익	923	1,092	1,030	1,364	1,791
유형자산감가상각비	0	0	611	636	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(113)	7	1,026	108	(425)
기타	42	207	26	65	124
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(386)	(733)	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	(12)	(20)
재무활동현금흐름	(336)	335	(1,618)	(737)	(761)
자본의증가	75	0	0	0	0
차입금의순증	(180)	798	(1,296)	(377)	(341)
배당금지급	(172)	(188)	(171)	(171)	(171)
기타	(59)	(275)	(151)	(189)	(249)
기타현금흐름	5	(3)	0	0	0
현금의증가	(3)	219	690	703	1,150

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

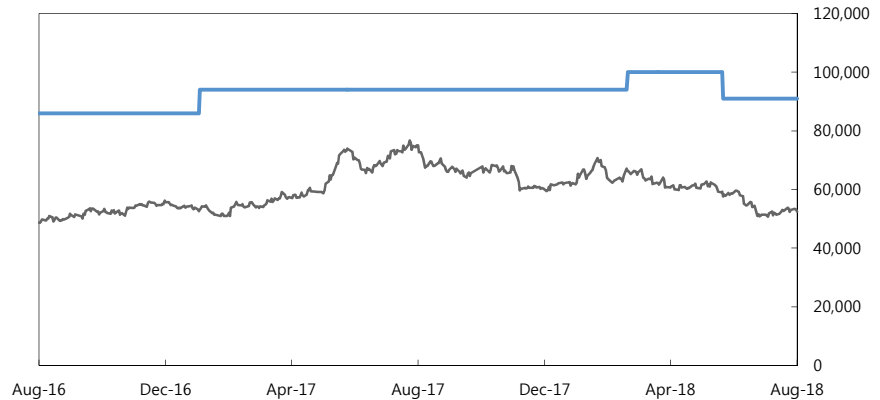
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,462	16,210	18,233	18,808	19,277
매출원가	10,273	12,449	14,169	14,376	14,354
매출총이익	3,189	3,761	4,065	4,433	4,922
판매관리비	1,435	1,690	1,902	1,967	2,027
영업이익	1,754	2,071	2,163	2,465	2,896
금융수익	33	52	84	113	161
이자수익	29	33	75	104	151
금융비용	249	262	57	54	51
이자비용	238	255	53	50	48
기타영업외손익	91	46	(178)	(149)	(149)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	2,012	2,376	2,856
법인세비용	663	816	982	1,012	1,066
연결당기순이익	923	1,092	1,030	1,364	1,791
지배주주지분순이익	806	986	879	1,175	1,542
기타포괄이익	17	(146)	0	0	0
총포괄이익	941	945	1,030	1,364	1,791
지배주주지분포괄이익	828	837	879	1,175	1,542
EBITDA	1,754	2,071	2,774	3,101	2,896

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,509	10,416	9,286	12,407	16,283
BPS	73,546	81,634	89,118	99,723	114,203
DPS	1,600	1,800	1,800	1,800	1,800
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.5	20.4	12.5	3.2	2.5
영업이익증가율	9.3	18.1	4.4	14.0	17.5
순이익증가율	63.7	22.4	(10.8)	33.6	31.2
EPS증가율	63.7	22.4	(10.9)	33.6	31.2
EBITDA증가율	9.3	18.1	33.9	11.8	(6.6)
수익성(%)					
영업이익률	13.0	12.8	11.9	13.1	15.0
순이익률	6.0	6.1	4.8	6.2	8.0
EBITDA Margin	13.0	12.8	15.2	16.5	15.0
ROA	4.7	5.2	4.6	5.8	7.3
ROE	12.1	13.4	10.9	13.1	15.2
배당수익률	3.0	2.9	3.4	3.4	3.4
배당성향	18.8	17.3	19.4	14.5	11.1
안정성					
순차입금(십억원)	7,697	8,003	5,962	4,870	3,369
차입금/자본총계비율(%)	95.9	94.0	74.8	64.5	54.5
Valuation(X)					
PER	6.4	6.0	5.7	4.2	3.2
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	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)	2016.07.13	매수	86,000원	-39.3	-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 8월 9일 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
- 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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
- 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.