

GS(078930)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 94,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/9)	2,551
주가(11/9)	67,800
시가총액(십억원)	6,300
발행주식수(백만)	93
52주 최고/최저가(원)	76,700/50,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	16,220
유동주식비율/외국인지분율(%)	53.2/20.4
주요주주(%)	허창수 외 47인 45.1
국민연금	11.1

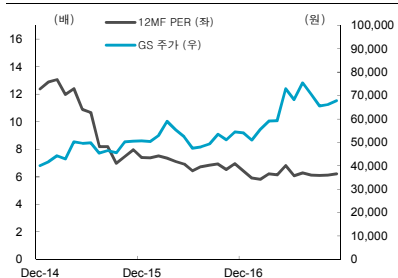
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	6.4	5.9	5.6
PBR(x)	0.7	0.8	0.7
ROE(%)	12.1	14.6	13.7
DY(%)	3.0	2.4	2.4
EV/EBITDA(x)	8.4	5.6	5.3
EPS(원)	8,509	11,467	12,110
BPS(원)	73,546	83,411	93,918

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.4	14.7	26.0
상대주가(%p)	(3.2)	3.5	(4.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

일회성 손실에도 양호한 실적

What's new: 설비 화재에도 불구하고 실적은 개선

3분기 영업이익은 4,967억원으로 전분기 대비 27% 증가했다. 그러나 GS칼텍스 지분법이 이익 예상치를 20% 밑돌면서 전사 영업이익은 추정치와 컨센서스를 8%, 3%씩 하회했다. GS칼텍스 실적은 기대에 다소 못 미쳤으나, 고도화설비 화재로 인한 제품믹스 악화에도 불구하고 GS 영업이익이 전분기 대비 27% 개선되는데 주요인으로 작용했다. GS칼텍스의 순이익 기여도는 2분기 51%에서 78%로 높아졌다. 영업외단에서의 높은 비용과 예상보다 높았던 세율로 인해 순이익 또한 추정치를 하회했다. 3분기 GS칼텍스 실적이 개선되면서 법인세율은 전분기 52.4%에서 42.5%로 하락했으나, 추정치인 34.8%보다는 높았다. 3분기 실적을 반영해 2017년 순이익 추정치를 7% 하향한다.

Positives: GS칼텍스 영업이익은 재고평가이익 제외한 추정치에 부합

GS칼텍스 영업이익은 정제마진과 유가 상승으로 전분기 대비 176% 늘어났다. 그러나, 정유부문 이익이 기대에 못 미치며 우리 추정치를 15% 하회했다. 재고평가이익이 반영되지 않았음에도 정유부문 영업이익은 전분기 336억원에서 4,272억원으로 크게 늘었다. 기존에 반영될 것으로 예상했던 640억원의 재고효과를 제외할 경우, 영업이익은 추정치에 대체로 부합(6% 하회)한다. 윤활유 사업부의 경우, 가동률이 전분기 대비 30%p 이상 상승하면서 영업이익이 전분기 대비 14% 늘었다.

Negatives: 기타 자회사 실적은 일회성 요인과 계절성 영향으로 부진

GS칼텍스의 화학부문 영업이익은 전분기 대비 26% 감소(추정치 부합)했다. 고도화 정유 설비 화재가 화학사업부 설비 가동률 하락으로 이어졌다. 계절적 수요 약세 영향으로 GS E&R, GS파워, GS EPS와 같은 유틸리티 자회사들의 영업이익은 전분기 대비 감소했다.

결론: 상승여력 여전히 유효

매수의견과 목표주가 94,000원을 유지한다. 설비 화재로 인해 악화된 GS칼텍스 정유 사업부의 제품믹스는 내년 2분기까지 모두 정상화될 것이다. 3분기 누적기준 순이익이 전년 대비 34% 증가했다는 점을 감안할 때, 연말 배당도 나쁘지 않을 것으로 기대된다 (회사 배당정책 부재로 전년과 동일한 DPS 가정). 내년 유효법인세율이 하락할 것으로 보이는 가운데, 향후 아시아 정제마진이 상승에 힘입어 리레이팅이 기대된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,169	4,229	1.4	4,000	9.7	26.8	16,173	15,640
영업이익	539	497	(7.9)	512	26.8	18.9	2,091	1,968
영업이익률	12.9	11.7	(1.2)	12.8	1.6	(0.8)	12.9	12.6
세전이익	548	449	(18.0)	467	30.1	18.3	1,990	1,815
순이익	307	234	(23.9)	219	74.5	47.2	1,086	946

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜

chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> GS: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	3,093	3,349	3,343	3,707	3,918	3,856	4,229	4,170	13,462	16,173	17,074
영업이익	324	505	416	511	646	392	497	557	1,754	2,091	2,051
영업이익률 (%)	10.5	15.1	12.4	13.8	16.5	10.2	11.7	13.4	13.0	12.9	12.0
순이익	152	262	159	260	401	134	234	317	806	1,086	1,147
증가율 (% YoY)											
매출액	11.1	(2.0)	11.9	24.1	26.7	15.1	26.5	12.5	10.5	20.1	5.6
영업이익	63.7	(28.0)	33.0	30.5	99.2	(22.4)	19.3	9.0	9.3	19.2	(1.9)
순이익	25.4	6.7	163.4	80.0	163.4	(48.8)	46.9	22.0	40.9	34.8	5.6
증가율 (% QoQ)											
매출액	3.5	8.3	(0.2)	10.9	5.7	(1.6)	9.7	(1.4)			
영업이익	(17.3)	55.9	(17.6)	22.9	26.2	(39.3)	26.8	12.2			
순이익	5.5	71.9	(39.3)	63.4	54.4	(66.6)	74.1	35.7			
컨센서스 추정 영업이익							495			1,968	2,046
차이 (%)							12.5			6.2	0.2
컨센서스 추정 순이익							168			965	979
차이 (%)							89.2			12.5	17.1
KIS 추정 영업이익 변화 (%)							2.3			(1.4)	(6.7)

자료: GS, 한국투자증권

<표 2> GS: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출	3,093	3,349	3,343	3,707	3,918	3,856	4,229	4,170	13,462	16,173	17,074
임대 수익	39	40	40	65	41	42	46	46	184	174	185
상표권 수익	11	12	12	13	12	15	13	13	48	54	54
지분법 손익	149	237	142	214	333	91	190	237	741	851	968
GS 칼텍스	108	234	160	206	281	68	181	210	709	740	868
GS 파워	23	6	2	9	22	11	3	10	40	46	40
GS 홈쇼핑	11	7	5	11	9	6	7	12	34	34	35
연결자회사	2,894	3,064	3,120	3,415	3,532	3,708	3,981	3,874	12,492	15,095	15,868
GS 에너지	568	601	435	648	825	488	559	536	2,252	2,408	2,156
GS 리테일	1,640	1,851	1,987	1,924	1,846	2,088	2,259	2,150	7,402	8,343	9,026
GS EPS	148	122	157	173	191	231	214	316	599	952	971
GS 글로벌	567	618	597	771	812	806	908	778	2,553	3,304	3,337
영업이익	324	505	416	511	646	392	497	557	1,754	2,091	2,051
순이익	152	262	159	260	401	134	234	317	806	1,086	1,147

자료: GS, 한국투자증권

<표 3> GS칼텍스: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	5,491	6,175	6,606	7,492	7,276	6,946	7,543	7,238	25,763	29,003	29,120
영업이익	316	766	327	724	585	210	578	614	2,133	1,987	2,691
영업이익률 (%)	5.8	12.4	5.0	9.7	8.0	3.0	7.7	8.5	8.3	6.9	9.2
순이익	217	469	319	406	563	135	362	419	1,410	1,480	1,736
증가율 (% YoY)											
매출액	(20.4)	(14.8)	(10.6)	10.1	32.5	12.5	14.2	(3.4)	(9.1)	12.6	0.4
영업이익	4.3	13.4	177.3	246.8	85.2	(72.6)	76.8	(15.2)	63.4	(6.8)	35.4
순이익	34.7	6.3	205.6	52.6	159.7	(71.1)	13.6	3.3	45.1	4.9	17.4
증가율 (% QoQ)											
매출액	(19.3)	12.5	7.0	13.4	(2.9)	(4.5)	8.6	(4.0)			
영업이익	51.3	142.5	(57.3)	121.3	(19.2)	(64.1)	175.5	6.1			
순이익	(18.4)	116.3	(31.9)	27.1	38.8	(76.0)	167.9	15.6			

자료: GS, 한국투자증권

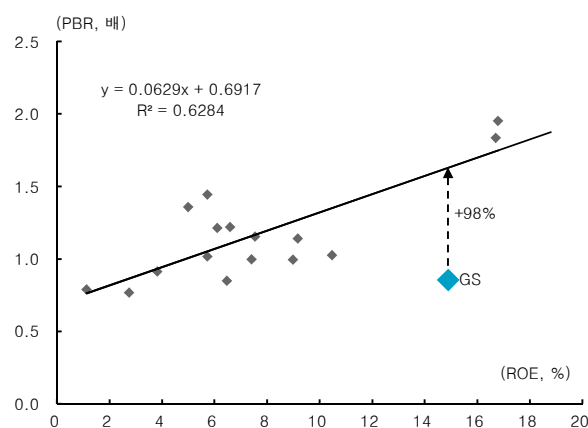
〈표 4〉 GS칼텍스: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출	5,491	6,175	6,606	7,492	7,276	6,946	7,543	7,238	25,763	29,003	29,120
정유	4,007	4,739	5,204	5,950	5,634	5,324	5,856	5,556	19,901	22,370	22,274
운환기유	232	290	257	263	279	277	281	261	1,042	1,098	1,053
석유화학	1,245	1,139	1,137	1,279	1,363	1,344	1,406	1,421	4,801	5,535	5,793
영업이익	316	766	327	724	585	210	578	614	2,133	1,987	2,691
정유	99	568	125	585	380	34	427	388	1,376	1,229	1,986
운환기유	64	72	66	39	46	51	58	49	242	205	205
석유화학	153	126	135	107	159	125	93	112	521	489	435
영업이익률 (%)	5.8	12.4	5.0	9.7	8.0	3.0	7.7	8.5	8.3	6.9	9.2
정유	2.5	12.0	2.4	9.8	6.7	0.6	7.3	7.0	6.9	5.5	8.9
운환기유	27.7	24.9	25.8	14.9	16.5	18.5	20.8	19.0	23.2	18.7	19.5
석유화학	12.3	11.1	11.8	8.4	11.6	9.3	6.6	7.9	10.8	8.8	7.5

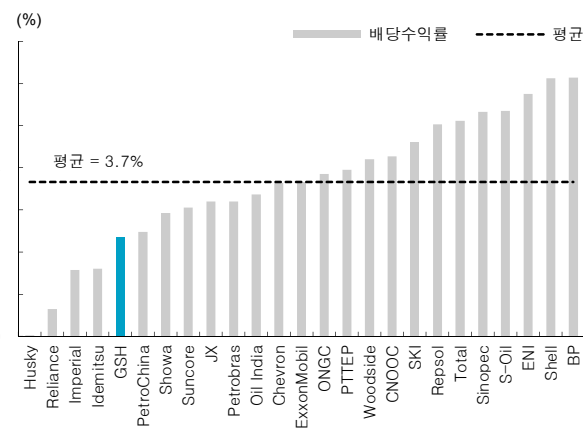
자료: GS, 한국투자증권

[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(%)		
		2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F	2016	2017F	2018F
SK이노베이션	18,030	8.2	8.1	6.5	105.1	50.3	24.7	0.8	1.2	1.0	10.1	14.6	17.1	4.4	4.4	5.5
S-Oil	12,869	8.2	12.2	8.7	90.9	2.7	41.1	1.5	2.2	2.0	20.5	18.7	24.0	7.3	5.4	7.6
GS	5,648	6.4	5.9	5.6	63.7	34.8	5.6	0.7	0.8	0.7	12.1	14.6	13.7	3.0	2.4	2.4
평균		7.6	8.7	6.9	86.6	29.3	23.8	1.0	1.4	1.2	14.2	16.0	18.2	4.9	4.0	5.1
해외																
Exxon Mobil	353,671	38.2	23.6	20.9	(51.2)	88.4	12.6	2.2	2.0	2.0	4.6	8.7	9.4	3.6	3.7	3.8
Petrochina	223,123	129.3	32.5	22.2	(78.9)	265.0	46.6	0.8	0.7	0.7	0.7	2.4	3.0	2.3	2.4	2.3
BP	136,493	1,031.3	23.7	17.9	NM	4670.5	32.3	1.3	1.4	1.4	0.1	5.8	8.0	5.9	5.8	5.8
Sinopec	109,006	12.8	11.6	11.2	43.1	11.9	3.2	0.8	0.8	0.8	6.7	7.3	7.4	5.4	5.2	5.4
Petrobras	69,736	NA	15.7	11.0	NM	NM	42.6	0.8	0.7	0.7	(5.9)	4.6	5.9	NA	3.0	2.8
CNOOC	63,665	868.1	13.8	12.0	(97.8)	6760.0	14.7	1.0	1.1	1.0	0.2	7.8	8.3	3.9	4.0	4.2
Reliance	90,150	10.4	18.9	16.8	26.0	(5.6)	12.6	1.3	2.1	1.9	13.2	11.2	9.8	NA	0.7	0.8
ONGC	37,003	21.3	11.5	10.4	(53.2)	143.6	11.0	0.9	1.2	1.1	6.8	10.5	10.6	3.2	3.7	3.8
Repsol	28,129	13.8	11.1	11.3	NM	23.0	(2.0)	0.6	0.8	0.7	5.8	6.7	6.5	0.0	0.0	5.2
PTTEP	11,210	37.9	14.7	13.0	NM	130.2	13.5	1.0	0.9	0.9	2.9	5.4	7.3	4.3	3.3	3.7
Thai Oil	6,037	6.9	9.9	10.6	74.2	(4.8)	(6.5)	1.4	1.7	1.6	21.3	17.7	15.4	4.6	4.5	4.3
Tonen	18,556	NA	10.5	9.7	NM	NM	8.0	0.7	0.9	0.9	(15.5)	10.3	10.2	2.8	2.7	3.0
IRPC	4,042	10.0	13.5	10.8	4.3	0.8	24.8	1.2	1.5	1.4	12.4	12.0	13.8	3.5	3.4	4.3
평균		198.2	16.2	13.7	(16.7)	1098.5	16.4	1.1	1.2	1.2	4.1	8.5	8.9	3.6	3.3	3.8

자료: Bloomberg, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,946	2,473	3,955	4,789	5,797
현금성자산	507	504	1,907	2,632	3,568
매출채권및기타채권	829	1,173	1,390	1,463	1,513
재고자산	283	335	422	446	461
비유동자산	17,077	17,868	18,195	18,497	18,789
투자자산	5,635	5,999	6,002	6,002	6,002
유형자산	6,944	7,866	8,383	8,943	9,492
무형자산	1,935	1,890	1,632	1,374	1,115
자산총계	19,023	20,341	22,150	23,286	24,585
유동부채	2,362	3,771	3,878	4,134	4,196
매입채무및기타채무	1,135	1,489	1,933	2,045	2,113
단기차입금및단기사채	707	536	656	606	556
유동성장기부채	344	1,427	900	1,072	1,101
비유동부채	8,563	7,650	8,408	8,108	7,808
사채	4,918	4,061	4,470	4,270	4,070
장기차입금및금융부채	2,459	2,513	2,293	2,193	2,093
부채총계	10,925	11,421	12,287	12,242	12,004
지배주주지분	6,321	6,964	7,898	8,893	10,197
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	9,282	10,277	11,581
비지배주주지분	1,777	1,956	1,965	2,150	2,385
자본총계	8,098	8,920	9,863	11,043	12,582

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	653	852	2,259	2,066	2,461
당기순이익	509	923	1,226	1,332	1,690
유형자산감가상각비	0	0	472	501	511
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(76)	(113)	552	48	25
기타	220	42	9	185	235
투자활동현금흐름	(2,944)	(524)	(346)	(826)	(818)
유형자산투자	(1,777)	(923)	(989)	(1,061)	(1,061)
유형자산매각	21	29	0	0	0
투자자산순증	449	(209)	(3)	0	0
무형자산순증	(795)	(42)	258	258	258
기타	(842)	621	388	(23)	(15)
재무활동현금흐름	2,204	(336)	(510)	(515)	(707)
자본의증가	0	75	0	0	0
차입금의순증	2,224	(180)	(218)	(178)	(321)
배당금지급	(138)	(172)	(152)	(152)	(152)
기타	118	(59)	(140)	(185)	(234)
기타현금흐름	14	5	0	0	0
현금의증가	(73)	(3)	1,403	725	936

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

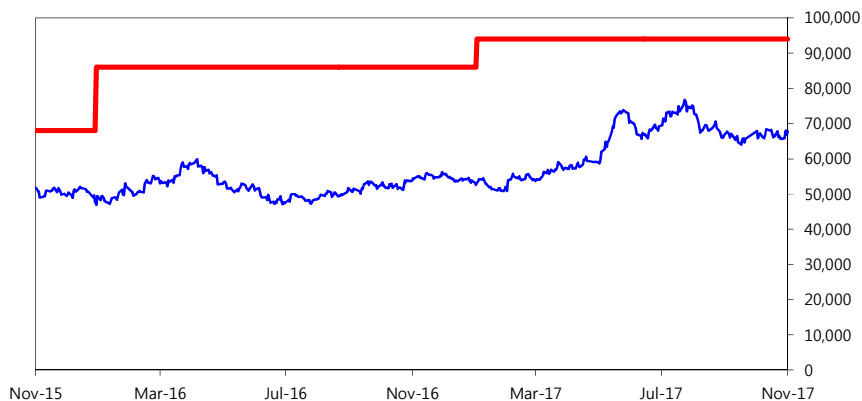
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	12,180	13,462	16,173	17,074	17,657
매출원가	9,299	10,273	12,467	13,363	13,467
매출총이익	2,880	3,189	3,706	3,711	4,190
판매관리비	1,276	1,435	1,615	1,660	1,720
영업이익	1,604	1,754	2,091	2,051	2,469
금융수익	59	33	98	168	215
이자수익	34	29	94	165	212
금융비용	230	249	132	62	59
이자비용	215	238	124	54	52
기타영업외손익	(124)	91	(68)	(92)	(92)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,309	1,629	1,990	2,065	2,533
법인세비용	720	663	764	733	843
연결당기순이익	509	923	1,226	1,332	1,690
지배주주지분순이익	492	806	1,086	1,147	1,455
기타포괄이익	55	17	0	0	0
총포괄이익	565	941	1,226	1,332	1,690
지배주주지분포괄이익	549	828	1,086	1,147	1,455
EBITDA	1,604	1,754	2,564	2,552	2,980

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	5,197	8,509	11,467	12,110	15,365
BPS	66,752	73,546	83,411	93,918	107,680
DPS	1,500	1,600	1,600	1,600	1,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.1	10.5	20.1	5.6	3.4
영업이익증가율	NM	9.3	19.2	(1.9)	20.4
순이익증가율	NM	63.7	34.8	5.6	26.9
EPS증가율	NM	63.7	34.8	5.6	26.9
EBITDA증가율	NM	9.3	46.2	(0.5)	16.8
수익성(%)					
영업이익률	13.2	13.0	12.9	12.0	14.0
순이익률	4.0	6.0	6.7	6.7	8.2
EBITDA Margin	13.2	13.0	15.9	14.9	16.9
ROA	3.0	4.7	5.8	5.9	7.1
ROE	8.1	12.1	14.6	13.7	15.2
배당수익률	3.0	3.0	2.4	2.4	2.4
배당성향	28.9	18.8	14.0	13.2	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	7,752	7,704	5,997	5,071	3,799
차입금/자본총계비율(%)	104.3	95.9	84.3	73.7	62.2
Valuation(X)					
PER	9.8	6.4	5.9	5.6	4.4
PBR	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.9	8.4	5.6	5.3	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
GS(078930)	2015.11.06	매수	68,000원	-25.7	-23.5
	2016.01.07	매수	86,000원	-39.3	-30.3
	2017.01.07	1년경과		-38.5	-38.1
	2017.01.11	매수	94,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 11월 9일 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※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 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.