

GS(078930)

유가 급락으로 부진한 실적... 그러나 유가는 반등 중

4분기 영업이익 컨센서스 하회
유가 급락으로 GS칼텍스 적자전환
유가 상승과 정제마진 반등으로 1분기부터 실적은 가파르게 개선될 전망

Facts : 유가 급락으로 컨센서스 하회

4분기 영업이익은 전분기대비 40% 감소했고 컨센서스를 18% 하회했다. GS칼텍스가 유가 급락으로 적자 전환했기 때문이다. 한편, 당사 추정치는 1,124억원 상회했는데 이는 연결기준 매출액에 포함되는 지분법 수익의 추정치가 1,094억원 상회했기 때문이다. 가장 큰 요인은 지분법수익에 기타로 분류되는 항목이 전분기 -125억원에서 4분기 817억원으로 흑자전환되었기 때문이다. 한편, 세전이익은 전분기대비 59% 감소하며 컨센서스를 43% 하회했으나 당사 추정치는 1% 하회했다.

Pros & cons : 유가 상승으로 1분기 흑자전환 전망

GS칼텍스는 영업적자 2,670억원을 기록하고 당사 추정치를 68억원 하회했다. 유가 급락에 따른 채고평가 손실과 한달 후행정제마진이 적자로 전환되었기 때문이다. 정유부문은 전분기 영업이익 4,570억원에서 4분기 4,062억원 손실로 적자 전환되었다. 그러나 유가상승에 힘입어 이미 한달 후행정제마진은 4분기 평균 -0.2달러/배럴에서 현재 12.7달러/배럴까지 반등했다. 1분기부터 실적은 V자로 반등할 것으로 전망된다.

Action : 반등을 기다릴 때

매수의견을 유지한다. 순수 정유사 대비 낮은 배당성향과 주가가 정제마진 상승에 상대적으로 민감하게 반응하지 않는 점은 아쉽다. 그러나 역사적 저점 수준에서 거래될 이유도 없다. 화재사고 이후 GS칼텍스의 고도화설비가 문제없이 정상 가동하고 있다. IMO 영향에 따른 구조적 정제마진 개선의 수혜도 예상된다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 91,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	2,205
주가(1/31)	54,400
시가총액(십억원)	5,055
발행주식수(백만)	93
52주 최고/최저(원)	70,000/47,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,705
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.6/21.8
주요주주(%)	허창수 외 47 인 45.8
	국민연금 10.2

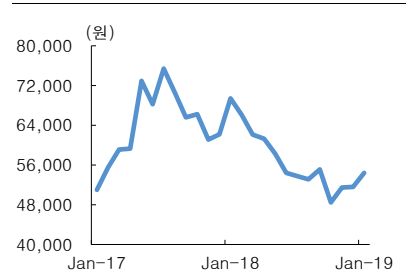
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	6.0	5.7	4.0
PBR(x)	0.8	0.6	0.5
ROE(%)	13.4	11.0	14.1
DY(%)	2.9	3.5	3.5
EV/EBITDA(x)	7.6	5.1	4.0
EPS(원)	10,416	9,474	13,684
BPS(원)	81,634	90,604	103,703

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.4	1.1	(21.6)
KOSPI 대비(%p)	(2.6)	5.1	(7.5)

주가추이

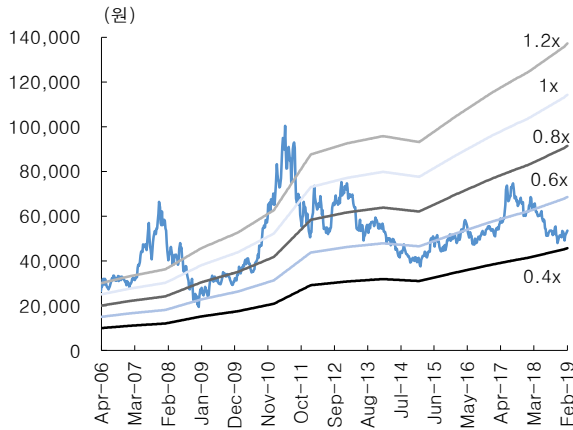


자료: FnGuide

이도연

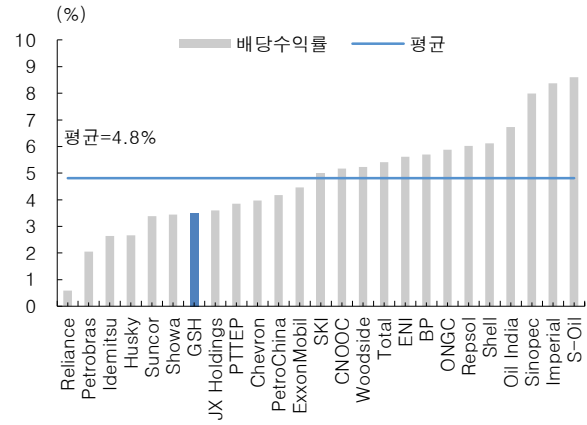
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] PBR 0.5배, 역사적 저점 이하로 하락한 주가



자료: 퀀티와이즈, 한국투자증권

[그림 2] 배당수익률(2019F)



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,207.1	4,456.2	4,581.3	4,809.6	4,331.9	(9.9)	3.0	4,435.7
영업이익	537.1	566.5	557.2	691.4	413.8	(40.2)	(23.0)	506.0
영업이익률	12.8	12.7	12.2	14.4	9.6	(3.2)	(0.6)	11.4
세전이익	473.1	520.8	508.6	661.3	272.2	(58.8)	(42.5)	474.4
순이익	216.8	223.1	193.8	309.6	170.5	(44.9)	(21.4)	200.4

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	18,092	18,179	0.5	19,246	18,323	(4.8)
영업이익	2,119	2,229	5.2	2,869	2,889	0.7
영업이익률	11.7	12.3	0.5	14.9	15.8	0.9
세전이익	1,967	1,963	(0.2)	2,767	2,796	1.1
순이익	729	897	23.1	1,274	1,296	1.7

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 GS: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	4,456	4,581	4,810	4,332	4,350	4,605	4,749	4,619	16,210	18,179	18,323
영업이익	567	557	691	414	663	700	747	779	2,071	2,229	2,889
영업이익률 (%)	12.7	12.2	14.4	9.6	15.2	15.2	15.7	16.9	12.8	12.3	15.8
순이익	223	194	310	171	274	302	347	373	986	897	1,296
증가율(% YoY)											
매출액	13.7	18.8	13.7	3.0	(2.4)	0.5	(1.3)	6.6	20.1	12.1	0.8
영업이익	(12.2)	42.2	39.2	(23.0)	17.0	25.6	8.1	88.2	17.9	7.6	29.6
순이익	(44.4)	44.4	32.3	(21.3)	22.6	55.9	12.2	118.5	18.4	(9.0)	44.4
증가율(% QoQ)											
매출액	5.9	2.8	5.0	(9.9)	0.4	5.9	3.1	(2.7)			
영업이익	5.5	(1.6)	24.1	(40.2)	60.2	5.5	6.8	4.2			
순이익	2.9	(13.2)	59.9	(44.9)	60.4	10.3	15.1	7.3			
컨센서스 추정 영업이익					595	608	658	594			2,289
차이 (%)					11.5	15.1	13.5	31.0			26.2
컨센서스 추정 순이익					247	226	288	252			990
차이 (%)					10.7	33.3	20.5	47.7			30.8
KIS 추정 영업이익 변화(%)					1.0	2.5	0.5	(0.9)			0.7

자료: GS, 한국투자증권

〈표 4〉 GS: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출	4,456	4,581	4,810	4,332	4,350	4,605	4,749	4,619	16,210	18,179	18,323
임대 수익	52	53	53	52	52	52	53	53	180	210	210
상표권 수익	14	18	17	18	15	16	16	16	56	66	63
지분법 손익	140	150	223	28	252	288	323	383	825	541	1,246
GS 칼텍스	90	118	219	(74)	194	246	288	343	719	352	1,071
GS 파워	25	9	8	9	24	9	7	9	45	51	49
GS 홈쇼핑	16	13	8	11	12	9	6	8	34	48	35
연결자회사	4,250	4,361	4,517	4,234	4,031	4,249	4,357	4,168	15,149	17,362	16,805
GS 에너지	701	715	795	496	465	472	476	471	2,559	2,707	1,884
GS 리테일	1,995	2,199	2,325	2,173	2,118	2,335	2,469	2,307	8,267	8,691	9,228
GSEPS	292	264	218	256	298	269	222	261	883	1,030	1,051
GS 글로벌	1,005	1,027	1,044	983	1,015	1,038	1,054	993	3,387	4,059	4,099
영업이익	567	557	691	414	663	700	747	779	2,071	2,229	2,889
순이익	223	194	310	171	274	302	347	373	986	897	1,296

자료: GS, 한국투자증권

〈표 5〉 GS칼텍스: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	7,795	9,058	9,804	9,706	9,098	9,239	9,310	9,213	30,318	36,363	36,859
영업이익	281	585	636	(267)	537	678	788	930	2,002	1,234	2,933
영업이익률 (%)	3.6	6.5	6.5	(2.8)	5.9	7.3	8.5	10.1	6.6	3.4	8.0
순이익	180	235	437	(149)	387	493	576	686	1,438	703	2,143
증가율(% YoY)											
매출액	7.1	30.4	30.0	13.5	16.7	2.0	(5.0)	(5.1)	17.7	19.9	1.4
영업이익	(52.0)	178.4	9.9	(142.5)	91.2	16.0	23.8	(448.5)	(6.2)	(38.3)	137.6
순이익	(68.0)	73.8	20.6	(139.5)	114.8	109.7	31.9	(560.5)	2.0	(51.1)	204.7
증가율(% QoQ)											
매출액	(8.9)	16.2	8.2	(1.0)	(6.3)	1.6	0.8	(1.0)			
영업이익	(55.3)	108.3	8.8	(142.0)	(301.0)	26.3	16.2	18.1			
순이익	(52.3)	30.4	85.9	(134.1)	(359.7)	27.4	16.9	19.1			

자료: GS, 한국투자증권

〈표 6〉 GS칼텍스: 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출	7,795	9,058	9,804	9,706	9,098	9,239	9,310	9,213	30,318	36,363	36,859
정유	5,912	7,086	7,679	7,560	7,168	7,174	7,179	7,185	23,411	28,236	28,706
운활기유	341	361	337	308	357	357	357	357	1,135	1,346	1,427
석유화학	1,543	1,610	1,788	1,839	1,573	1,708	1,774	1,672	5,773	6,780	6,726
영업이익	281	585	636	(267)	537	678	788	930	2,002	1,234	2,933
정유	147	462	457	(458)	381	501	594	763	1,341	609	2,240
운활기유	66	63	41	44	61	58	60	55	196	214	235
석유화학	67	60	138	143	217	119	133	112	464	408	581
영업이익률(%)	3.6	6.5	6.5	(2.8)	5.9	7.3	8.5	10.1	6.6	3.4	8.0
정유	2.5	6.5	6.0	(6.1)	5.3	7.0	8.3	10.6	5.7	2.2	7.8
운활기유	19.5	17.3	12.0	14.4	17.2	16.3	16.9	15.5	17.3	15.9	16.5
석유화학	4.3	3.7	7.7	7.8	13.8	7.0	7.5	6.7	8.0	6.0	8.6

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	3,271	3,658	4,613
현금성자산	504	723	1,003	1,291	2,149
매출채권및기타채권	1,166	1,155	1,444	1,540	1,609
재고자산	335	533	444	431	443
비유동자산	17,868	19,129	20,019	20,624	21,229
투자자산	5,999	6,693	8,180	6,815	6,815
유형자산	7,866	8,401	8,924	9,106	9,287
무형자산	1,890	1,788	2,004	2,428	2,852
자산총계	20,341	22,004	23,290	24,282	25,842
유동부채	3,771	4,451	4,503	4,470	4,504
매입채무및기타채무	1,489	1,819	1,684	1,634	1,679
단기차입금및단기사채	547	1,113	1,112	1,062	1,012
유동성장기부채	1,416	1,251	1,230	1,285	1,301
비유동부채	7,650	7,890	8,272	7,972	7,672
사채	4,061	4,506	3,816	3,616	3,425
장기차입금및금융부채	2,513	2,205	2,454	2,354	2,254
부채총계	11,421	12,341	12,775	12,443	12,176
지배주주지분	6,964	7,730	8,580	9,820	11,492
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,270	1,188	1,188	1,188	1,188
기타자본	(3,107)	(2,943)	(2,810)	(2,685)	(2,561)
이익잉여금	8,348	9,186	9,903	11,018	12,566
비지배주주지분	1,956	1,932	1,935	2,019	2,174
자본총계	8,920	9,663	10,515	11,840	13,666

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	852	1,306	1,306	2,091	2,130
당기순이익	923	1,092	1,024	1,505	2,006
유형자산감가상각비	0	0	624	638	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(113)	7	(345)	(136)	(30)
기타	42	207	3	84	154
투자활동현금흐름	(524)	(1,418)	(1,754)	122	(614)
유형자산투자	(923)	(1,118)	(1,166)	(838)	(200)
유형자산매각	29	19	19	19	19
투자자산순증	(209)	(266)	(1,487)	1,365	0
무형자산순증	(42)	(45)	(217)	(424)	(424)
기타	621	(8)	1,097	0	(9)
재무활동현금흐름	(336)	335	(637)	(560)	(659)
자본의증가	75	0	0	0	0
차입금의순증	(180)	798	(463)	(295)	(325)
배당금지급	(172)	(188)	(171)	(180)	(180)
기타	(59)	(275)	(3)	(85)	(154)
기타현금흐름	5	(3)	0	0	0
현금의증가	(3)	219	(1,085)	1,653	857

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

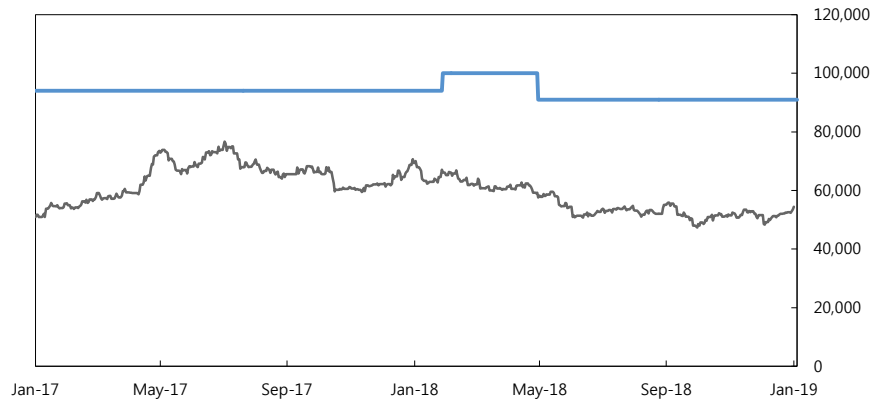
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,462	16,210	18,179	18,323	19,321
매출원가	10,273	12,449	14,049	13,514	13,910
매출총이익	3,189	3,761	4,130	4,810	5,411
판매관리비	1,435	1,690	1,901	1,921	2,016
영업이익	1,754	2,071	2,229	2,889	3,395
금융수익	33	52	69	83	114
이자수익	29	33	59	74	104
금융비용	249	262	204	206	198
이자비용	238	255	201	203	194
기타영업외손익	91	46	(130)	30	30
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,629	1,908	1,963	2,796	3,341
법인세비용	663	816	938	1,292	1,335
연결당기순이익	923	1,092	1,024	1,505	2,006
지배주주지분순이익	806	986	897	1,296	1,727
기타포괄이익	17	(146)	0	0	0
총포괄이익	941	945	1,024	1,505	2,006
지배주주지분포괄이익	828	837	897	1,296	1,727
EBITDA	1,754	2,071	2,853	3,527	3,395

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	8,509	10,416	9,474	13,684	18,243
BPS	73,546	81,634	90,604	103,703	121,360
DPS	1,600	1,800	1,900	1,900	1,900
성장성(% , YoY)					
매출증가율	10.5	20.4	12.1	0.8	5.4
영업이익증가율	9.3	18.1	7.6	29.6	17.5
순이익증가율	63.7	22.4	(9.0)	44.4	33.3
EPS증가율	63.7	22.4	(9.0)	44.4	33.3
EBITDA증가율	9.3	18.1	37.8	23.6	(3.7)
수익성(%)					
영업이익률	13.0	12.8	12.3	15.8	17.6
순이익률	6.0	6.1	4.9	7.1	8.9
EBITDA Margin	13.0	12.8	15.7	19.2	17.6
ROA	4.7	5.2	4.5	6.3	8.0
ROE	12.1	13.4	11.0	14.1	16.2
배당수익률	3.0	2.9	3.5	3.5	3.5
배당성향	18.8	17.3	20.1	13.9	10.4
안정성					
순차입금(십억원)	7,697	8,003	7,560	6,976	5,794
차입금/자본총계비율(%)	95.9	94.0	81.9	70.2	58.5
Valuation(X)					
PER	6.4	6.0	5.7	4.0	3.0
PBR	0.7	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.4	7.6	5.1	4.0	3.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
GS (078930)	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 2019년 1월 31일 현재 GS 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 2019년 1월 31일에 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 있습니다.
- 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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
- 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.