

아로마틱 강세와 난방유 수요로 4분기 GS칼텍스 견조한 실적 예상

- 3Q12 review: GS칼텍스 흑자전환하고 GS리테일 호실적으로 시장 예상치 부합**
 - 3분기 매출액은 2조 5,686억원(+4.9%qoq, +20.6%yoy), 영업이익은 2,779억원(+240% qoq, +132%yoy)으로 당사와 시장 예상치에 부합하는 실적을 기록 하였음
 - 3분기 실적 개선의 이유는 1)GS칼텍스가 전분기대비 흑자 전환했고, 2)GS리테일이 성수기와 출점 효과로 호실적을 기록했기 때문. 또한, 3)GS EPS와 GS파워는 판매 단가 상승으로 각각 14%, 10% 영업이익률 기록하며 호실적 보였음
 - 한편, GS칼텍스는 매출액 12조 840억원, 영업이익 3,238억원을 기록해 전분기 대규모 적자 대비로는 개선되었으나, 당사 예상치를 하회하는 실적을 기록하였음. 이유는 1)수출 비중이 68%로 전분기대비 3%p 상승했는데 환율 하락의 영향을 받았고, 2)전분기대비 유가 상승했으나 다른 정유사와 달리 재고이익을 인식하지 않아 정유부분 실적 개선 폭이 적었으며, 3)유통 유 시장 부진에 따라 판매단가가 하락했기 때문
- 4Q12 전망: GS칼텍스는 아로마틱 화학제품 가격 강세로 4분기 견조한 영업이익 예상**
 - 4Q 영업이익은 2,103억원으로 전분기대비 24% 감소할 것으로 예상되나 이는 연결 재무제표로 반영되는 GS리테일의 계절적 비수기 영향 때문임
 - GS칼텍스는 오히려 3분기보다 소폭 증가한 영업이익 3,308억원을 기록할 전망. 정유와 유통 유 부문은 3분기 수준을 기록할 전망이다, 아로마틱 제품 가격 강세에 따라 화학부문의 견조한 실적이 이어질 것으로 예상되기 때문
- 아로마틱 제품 강세와 증설 모멘텀 보유해 정유주 내 최선호주 추천**
 - GS 주가는 정유업종 내에서 아웃퍼폼하고 있는데, 여전히 가장 매력적으로 판단하며 정유주 내 최선호주로 제시함. 2013년 3월 GS칼텍스의 RFCC 증설 완공으로 정유부분 이익 개선 예상되고, 2013년 7월 GS EPS의 LNG 3호기 증설로 현재의 높은 수익성을 이어갈 것으로 예상되기 때문. 또한 동절기 난방유 수요 증가와 아로마틱 제품 강세에 따라 단기 매력도도 높음

시장 Consensus 대비

Above	
In-line	0
Below	

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	84,000원
현재주가(11/15)	71,900원

Key Data (기준일: 2012. 11. 15)

KOSPI(pt)	1,870.7
KOSDAQ(pt)	493.8
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	6,680.6
52주 최고/최저(원)	76,000 / 48,950
52주 일간 Beta	1.29
발행주식수(천주)	92,915
평균거래량(3M, 천주)	398
평균거래대금(3M, 백만원)	27,081
배당수익률(12F, %)	1.9
외국인 지분율(%)	17.2
주요주주 지분율(%)	
허창수 48인	45.3
국민연금	7.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.1	11.5	29.8	13.8
KOSPI대비 상대수익률	14.0	15.9	31.3	14.6

Earnings Summary

계산기(12월) (단위: 십억원)	3Q12P			4Q12F			2011	2012F		2013F	
	실적발표	예상치	차이 (%, %p)	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	2,568.6	3,113.9	-17.5	2,581.0	0.5	13.1	8,493.4	9,974.4	17.4	12,459.7	24.9
영업이익	277.9	296.2	-6.2	210.3	-24.3	34.0	930.4	803.4	-13.7	1,241.7	54.6
세전이익	282.3	301.9	-6.5	214.9	-23.9	41.9	892.9	789.8	-11.5	1,261.0	59.7
순이익	225.8	241.5	-6.5	171.9	-23.9	38.5	810.1	635.0	-21.6	1,008.8	58.9
OP Margin	10.8	9.5	1.3	8.1	-2.7	1.3	11.0	8.1	-2.9	10.0	1.9
NP Margin	8.8	7.8	1.0	6.7	-2.1	1.2	9.5	6.4	-3.2	8.1	1.7
EPS(원)	9,823	10,504	-6.5	7,370	-25.0	36.5	8,327	6,412	-23.0	10,970	71.1
BPS(원)	61,533	61,699	-0.3	63,278	2.8	87.1	61,007	63,278	3.7	72,297	14.3
ROE(%)	16.0	17.0	-1.1	11.6	-4.3	-4.3	14.9	10.2	-4.7	14.6	4.4
PER(X)	7.3	6.8	-	9.8	-	-	6.1	11.2	-	6.6	-
PBR(X)	1.2	1.2	-	1.1	-	-	0.8	1.1	-	1.0	-

자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준

your best partner

유진투자증권





GS의 3분기 매출액은 2조 5,686억원(+4.9%qoq, +20.6%yoy), 영업이익은 2,779억원(+240% qoq, +132%yoy), 순이익은 2,258억원(+499%qoq, +141%yoy)으로 당사와 시장 예상치에 부합하는 실적을 기록하였다. 3분기 실적 개선의 이유는 1)GS칼텍스가 전분기대비 흑자 전환했고, 2)GS리테일이 성수기와 출점 효과로 호실적을 기록했기 때문이다. 또한, 3)GS EPS와 GS파워는 판매 단가 상승으로 각각 14%, 10% 영업이익을 기록하며 호실적 보였다.

도표 1 GS 3분기 review: GS칼텍스 흑자전환하고 GS리테일 호실적으로 시장 예상치 부합

(십억원, %, %p)	3Q12P	당사예상치	차이	Consensus	차이	2Q12	3Q11	QoQ	YoY	4Q12F	QoQ
매출액	2,568.6	3,113.9	-17.5	2,764.3	-7.1	2,448.1	2,130.5	4.9	20.6	2,581.0	0.5
영업이익	277.9	296.2	-6.2	295.5	-6.0	81.7	119.6	240.1	132.4	210.3	-24.3
순이익	225.8	241.5	-6.5	243.9	-7.4	37.7	93.8	498.5	140.7	172.1	-23.8
영업이익률	10.8	9.5	1.3	10.7	0.1	3.3	5.6	7.5	5.2	8.1	-2.7
순이익률	8.8	7.8	1.0	8.8	0.0	1.5	4.4	7.3	4.4	6.7	-2.1

자료: GS, 유진투자증권

GS칼텍스는 동사의 기업가치 산정에서 65%를 차지하고, GS 순이익에서 75% 차지해 가장 중요한 자회사 인데, GS칼텍스 실적은 지분법으로 반영되기 때문에 영업이익보다 순이익이 의미 있다. GS칼텍스는 매출액 12조 840억원, 영업이익 3,238억원을 기록해 전분기 대규모 적자 대비로는 개선되었으나, 당사 예상치를 하회하는 실적을 기록하였다. 이유는 1)수출 비중이 68%로 3%p 상승했는데 환율은 하락해 환율 영향을 받았고, 2)전분기대비 유가 상승했으나 다른 정유사와 달리 재고이익을 인식하지 않아 정유부문 실적 개선 폭이 적었고, 3)유희유 시장 부진에 따라 단가 하락의 영향을 받았기 때문이다.

도표 2 GS칼텍스 3분기 review: 정유부문, 유희유 부문 부진으로 예상치 하회

(십억원, %, %p)	3Q12P	당사예상치	차이	2Q12	3Q11	QoQ	YoY	4Q12F	QoQ
매출액	12,084.0	12,158.9	-0.6	11,769.8	11,315.1	2.7	6.8	11,959.6	-1.0
영업이익	323.8	436.0	-25.7	-249.2	415.0	흑전	-22.0	330.8	2.2
순이익	284.2	324.0	-12.3	66.8	3.0	325.4	9,436.9	232.9	-18.1
영업이익률	2.7	3.6	-0.9	-2.1	3.7	4.8	-1.0	2.8	0.1
순이익률	2.4	2.7	-0.3	0.6	0.0	1.8	2.3	1.9	-0.4

자료: GS칼텍스, 유진투자증권


도표 3 GS칼텍스 사업부문별 실적 추이 및 전망

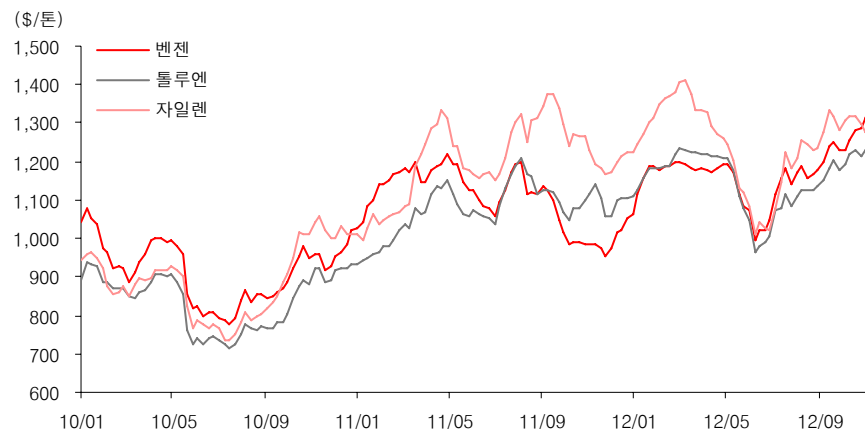
(십억원, %)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12F	2011	2012F	2013F
정유											
매출액	9,110.0	10,105.5	9,522.2	10,262.9	9,845.3	9,727.8	10,040.9	9,898.9	39,000.6	39,512.9	39,537.7
영업이익	397.0	27.7	83.4	144.6	40.0	-480.9	71.5	82.3	652.7	-287.1	781.9
영업이익률	4.4	0.3	0.9	1.4	0.4	-4.9	0.7	0.8	1.7	-0.7	2.0
화학											
매출액	1,505.0	1,487.9	1,372.9	1,464.3	1,473.2	1,573.3	1,630.5	1,641.7	5,830.1	6,318.7	6,493.2
영업이익	276.0	178.4	199.9	120.7	204.1	146.5	196.7	203.5	775.0	750.8	860.9
영업이익률	18.3	12.0	14.6	8.2	13.9	9.3	12.1	12.4	13.3	11.9	13.3
운할유											
매출액	361.8	375.2	420.9	485.1	490.4	457.0	414.3	419.0	1,643.0	1,780.7	1,814.1
영업이익	80.2	94.8	125.7	110.7	68.5	95.2	56.8	45.0	411.4	265.5	225.0
영업이익률	22.2	25.3	29.9	22.8	14.0	20.8	13.7	10.7	25.0	14.9	12.4
합계											
매출액	11,496.2	12,246.9	11,535.5	12,667.7	12,448.6	11,769.8	12,084.1	11,959.6	47,946.3	48,262.0	47,844.9
영업이익	826.2	365.7	434.9	393.2	370.9	-249.3	323.8	330.8	2,020.1	776.2	1,867.8
영업이익률	7.2	3.0	3.8	3.1	3.0	-2.1	2.7	2.8	4.2	1.6	3.9

자료: GS칼텍스, 유진투자증권



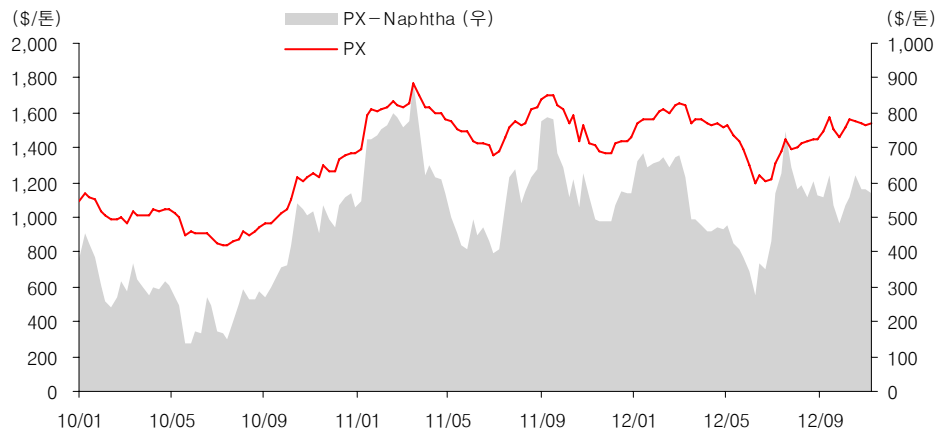
4분기 영업이익은 2,103억원으로 전분기대비 24% 감소할 것으로 예상되나 이는 연결 재무제표로 반영되는 GS리테일의 계절적 비수기 영향 때문이다. GS칼텍스는 오히려 3분기보다 소폭 증가한 영업이익 3,308억원을 기록할 것으로 예상된다. 정유와 윤활유 부문은 3분기 수준을 기록할 전망이다, 화학부문이 아로마틱 제품 가격 강세에 따라 화학부문의 견조한 실적이 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

도표 4 공급 차질과 화학제품 원재료 경질화에 따라 아로마틱 제품 강세는 이어질 전망



자료: 시스켈, 유진투자증권

도표 5 PX 가격 견조해 \$570의 높은 스프레드 유지되고 있음



자료: 시스켈, 유진투자증권

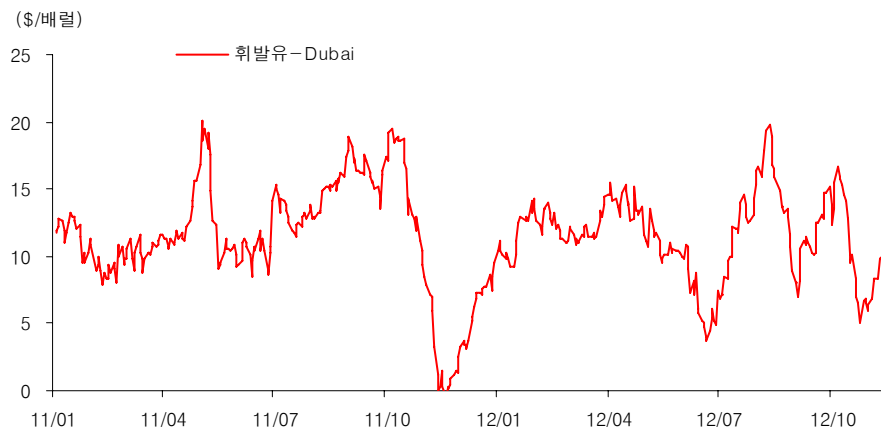


도표 6 정제마진 추이: 11월 중순인 현 시점부터 난방유 수요 증가에 따라 정제마진 점진적 개선 예상, 또한 휘발유 마진도 반등했기 때문에 GS칼텍스 정유부문 실적은 전분기 수준 이어질 전망



자료: 페트로넷, 유진투자증권

도표 7 휘발유 마진은 반등하여 빠르게 개선되고 있음



자료: 페트로넷, 유진투자증권

도표 8 11월 중순인 현 시점부터 난방유 수요 증가에 따라 등경유 마진 견조할 전망



자료: 페트로넷, 유진투자증권


도표 9 GS 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F
GS															
매출액	20,864	19,967	21,305	22,798	23,766	24,481	25,686	25,810	29,429	30,672	31,776	32,721	84,934	99,743	124,597
GS라테일	8,757	9,811	10,924	10,348	10,472	11,264	12,277	10,299	11,645	12,974	14,356	13,227	39,840	40,662	52,201
GS EPS	2,270	1,530	1,854	2,459	3,136	2,820	2,424	2,509	3,669	3,217	2,976	3,513	8,112	9,931	13,149
GS글로벌	4,586	5,287	6,436	6,576	8,418	9,962	7,962	8,751	9,013	10,129	11,017	10,691	22,885	36,616	42,108
지분법이익	3,580	1,692	210	1,177	1,391	63	1,524	1,260	1,711	1,895	1,747	2,271	6,659	4,238	7,624
임대수익	170	169	154	192	194	287	282	282	282	282	282	282	685	1,045	1,128
상표권수익	152	178	156	182	152	199	162	174	172	177	171	173	669	687	693
영업이익	4,247	2,320	1,196	1,541	2,335	817	2,779	2,103	2,821	3,127	3,171	3,298	9,304	8,034	12,417
GS라테일	78	251	482	211	144	468	685	176	160	539	801	226	1,022	1,472	1,725
GS EPS	309	127	220	198	418	295	344	320	386	339	313	370	854	1,377	1,408
GS글로벌	47	63	52	22	176	146	58	96	121	136	148	144	185	476	550
영업이익률	20.4	11.6	5.6	6.8	9.8	3.3	10.8	8.1	9.6	10.2	10.0	10.1	11.0	8.1	10.0
GS칼텍스															
매출액	115,323	121,108	116,645	128,794	125,016	118,616	120,841	119,596	118,751	119,309	119,982	120,408	481,870	492,771	529,136
영업이익	8,270	3,254	4,350	4,327	3,709	-2,492	3,238	3,308	4,191	4,646	4,278	5,563	20,200	7,763	18,678
당기순이익	5,682	2,895	359	2,421	2,628	668	2,841	2,329	3,035	3,393	3,083	4,062	11,357	8,466	13,573
지분법이익	3,099	1,611	152	1,189	1,322	-439	1,104	1,165	1,517	1,697	1,542	2,031	6,051	4,233	6,787

자료: 유진투자증권



GS (078930.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
자산총계	28,179.9	10,424.8	12,684.0	13,870.7	15,051.4
유동자산	12,564.3	1,991.6	2,583.4	2,696.9	2,718.0
현금성자산	2,633.6	1,016.6	781.9	433.5	290.6
매출채권	5,176.3	624.6	1,426.0	1,807.9	1,942.9
재고자산	4,626.3	272.0	296.2	375.6	403.6
비유동자산	15,615.6	8,433.2	10,100.6	11,173.7	12,333.4
투자자산	6,363.1	6,456.2	7,228.7	7,522.2	7,827.6
유형자산	13,367.5	1,562.3	2,381.8	3,134.6	3,962.0
기타	(4,115.1)	414.7	490.2	517.0	543.8
부채총계	18,294.4	3,635.6	5,405.4	5,711.2	5,830.1
유동부채	11,083.1	2,322.4	2,763.1	3,055.3	3,159.9
매입채무	5,650.4	746.1	1,084.3	1,374.6	1,477.3
유동성이자부채	4,745.2	1,387.3	1,488.0	1,488.0	1,488.0
기타	687.5	189.0	190.9	192.8	194.7
비유동부채	7,211.4	1,313.1	2,642.3	2,655.9	2,670.1
비유동성이자부채	6,095.4	949.1	2,105.3	2,105.3	2,105.3
기타	1,115.9	364.0	537.0	550.6	564.8
자본총계	9,885.5	6,789.3	7,278.6	8,159.5	9,221.4
지배지분	4,861.5	6,015.7	6,482.6	7,363.5	8,425.4
자본금	473.5	473.5	473.5	473.5	473.5
자본잉여금	1,308.4	1,312.8	1,312.8	1,312.8	1,312.8
이익잉여금	2,883.1	4,331.5	4,794.2	5,675.0	6,737.0
기타	196.5	(102.2)	(97.8)	(97.8)	(97.8)
비지배지분	5,024.0	773.6	796.0	796.0	796.0
자본총계	9,885.5	6,789.3	7,278.6	8,159.5	9,221.4
총차입금	10,840.6	2,336.4	3,593.3	3,593.3	3,593.3
순차입금	8,207.0	1,319.8	2,811.4	3,159.8	3,302.7

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업현금	243.9	185.7	1,196.1	852.7	1,144.7
당기순이익	1,499.0	810.1	635.0	1,008.8	1,189.9
자산상각비	622.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비현금성손익	52.0	(662.2)	97.5	13.6	14.2
운전자본증감	(1,412.0)	(175.1)	304.9	(169.7)	(59.3)
매출채권감소(증가)	(720.2)	(181.2)	(150.6)	(381.8)	(135.1)
재고자산감소(증가)	(936.8)	(57.7)	(18.7)	(79.3)	(28.1)
매입채무증가(감소)	79.2	114.1	289.1	290.3	102.7
기타	165.8	(50.3)	185.2	1.1	1.1
투자현금	(922.5)	(525.7)	(1,762.0)	(1,079.0)	(1,165.7)
단기투자자산감소	(707.2)	0.0	(2.8)	(5.8)	(6.1)
장기투자증권감소	(125.8)	0.0	(100.2)	(206.4)	(214.8)
설비투자	(1,352.2)	(513.2)	(662.0)	(752.8)	(827.4)
유형자산처분	38.9	6.5	3.5	0.0	0.0
무형자산처분	(53.0)	(44.6)	(29.6)	(26.8)	(26.8)
재무현금	371.8	349.8	975.9	(127.9)	(127.9)
차입금증가	636.0	394.3	1,119.7	0.0	0.0
자본증가	(94.8)	(142.3)	(143.8)	(127.9)	(127.9)
배당금지급	94.8	142.3	143.8	127.9	127.9
현금 증감	(257.7)	11.6	409.3	(354.2)	(149.0)
기초현금	1,426.2	217.1	228.7	638.0	283.8
기말현금	1,168.5	228.7	638.0	283.8	134.8
Gross Cash flow	1,655.9	473.5	732.5	1,022.4	1,204.0
Gross Investment	1,627.3	700.8	1,454.2	1,242.9	1,219.0
Free Cash Flow	28.7	(227.4)	(721.7)	(220.4)	(14.9)

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	42,269.9	8,493.4	9,974.4	12,459.7	13,694.6
증가율(%)	22.4	(79.9)	17.4	24.9	9.9
매출원가	38,352.9	6,709.8	8,236.5	10,034.4	10,932.1
매출총이익	3,917.0	1,783.6	1,737.9	2,425.4	2,762.5
판매 및 일반관리비	2,260.9	876.8	979.0	1,183.7	1,301.0
기타영업손익	(0.0)	23.5	44.5	0.0	0.0
영업이익	1,656.1	930.4	803.4	1,241.7	1,461.5
증가율(%)	16.6	(43.8)	(13.7)	54.6	17.7
EBITDA	2,278.5	930.4	803.4	1,241.7	1,461.5
증가율(%)	9.1	(59.2)	(13.7)	54.6	17.7
영업외손익	(338.9)	(37.5)	(13.6)	19.3	25.8
이자수익	129.0	74.5	24.0	57.3	64.2
이자비용	341.9	81.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	47.4	2.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(173.3)	(33.6)	(37.6)	(38.0)	(38.4)
세전순이익	1,317.2	892.9	789.8	1,261.0	1,487.3
증가율(%)	36.2	(32.2)	(11.5)	59.7	17.9
법인세비용	288.7	82.7	154.8	252.2	297.5
당기순이익	1,499.0	810.1	635.0	1,008.8	1,189.9
증가율(%)	63.4	(46.0)	(21.6)	58.9	17.9
지배주주지분	808.1	773.7	595.8	1,019.3	1,202.2
증가율(%)	65.3	(4.3)	(23.0)	71.1	17.9
비지배지분	690.9	36.5	39.2	(10.5)	(12.4)
EPS	8,697	8,327	6,412	10,970	12,939
증가율(%)	65.3	(4.3)	(23.0)	71.1	17.9
수정 EPS	8,697	8,327	6,385	10,943	12,912
증가율(%)	65.3	(4.3)	(23.3)	71.4	18.0

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표					
EPS	8,697	8,327	6,385	10,943	12,912
BPS	50,454	61,007	63,278	72,297	83,227
DPS	1,250	1,350	1,350	1,350	1,350
밸류에이션(배%)					
PER	7.5	6.1	11.2	6.6	5.6
PBR	1.3	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.5	7.4	12.9	8.6	7.4
배당수익률	1.9	2.7	1.9	1.9	1.9
PCR	3.7	10.1	9.3	6.7	5.7
수익성(%)					
영업이익율	3.9	11.0	8.1	10.0	10.7
EBITDA이익율	5.4	11.0	8.1	10.0	10.7
순이익율	3.5	9.5	6.4	8.1	8.7
ROE	33.5	14.9	10.2	14.6	15.1
ROIC	7.8	8.2	15.7	18.0	17.9
안정성(%)					
순차입금/자기자본	83.0	19.4	38.6	38.7	35.8
유동비율	113.4	85.8	93.5	88.3	86.0
이자보상배율	7.8	144.0	n/a	n/a	n/a
활동성(%)					
총자산회전율	1.6	0.4	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	9.3	2.9	9.7	7.7	7.3
재고자산회전율	10.2	3.5	35.1	37.1	35.2
매입채무회전율	7.5	2.7	10.9	10.1	9.6



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

