

고도화설비 증설로 2013년은 이익 성장의 해가 될 전망

- 4Q12 review: GS칼텍스 실적 부진에 따라 4Q GS 영업이익은 시장 예상치 하회**
 - 4분기 매출액은 2조 4,655억원(-4.3%qoq, +7.7%yoy), 영업이익은 1,383억원(-46.7% qoq, -19.7%yoy)으로 당사와 시장 예상치를 하회하는 실적 기록
 - 4분기 실적 부진의 이유는 1)GS칼텍스가 정제마진 하락에 따라 전분기대비 큰 폭으로 이익 감소했고, 2)회계 기준 변경에 따라 GS EPS의 영업이익 항목이 영업외로 반영 적용되어 전분기 대비 이익 감소했음
 - GS칼텍스는 매출액 12조 1,925억원(+0.9%qoq, -5.3%yoy), 영업이익 1,145억원(-64.6% qoq, -73.5%yoy)을 기록해 매우 부진한 실적을 기록. 1) 평균 정제마진이 전분기대비 하락했고(배럴당 3Q12 \$10.8 → 4Q12 \$6.8), 2) 원달러환율 하락에 따라 마진 감소했기 때문
- 1Q13 전망: 아로마틱 화학제품, 정제마진 개선으로 전분기대비 GS칼텍스 이익 개선 전망**
 - 1Q 영업이익은 2,384억원으로 전분기대비 큰 폭 증가할 것으로 예상되는데, GS칼텍스와 GS EPS의 이익 개선이 예상되기 때문. GS칼텍스는 정제마진 상승에 따른 정유부문 개선과 아로마틱 강세에 따른 화학부문 호실적이 반영될 전망
- 2013년 증설 모멘텀에 따른 이익 성장 가시화 예상되어 매수 추천**
 - GS칼텍스는 2013년 2월 RFCC 5.3만 B/D 증설을 완공하고, 4월부터 풀가동할 예정. 시가동 시작에 따라 1분기는 정유부문 이익 개선폭이 제한적일 것으로 예상되나 하반기로 갈수록 이익 개선효과 클 전망. 특히, 예상보다 현재 휘발유 마진은 매우 견조한 상황인데, 미국 중심으로 휘발유 수요 견조하기 때문임. 이러한 마진 추세가 유지될 경우 2013년 동사의 고도화설비 증설 효과는 매우 클 전망
 - 또한, GS EPS는 3분기 중 3호기(400MW)증설 완공하고, 추가 4~5호기 증설 예정에 따라 장기 성장성도 갖춰 긍정적. 2013년은 주요 자회사 증설에 따른 이익 성장이 가시화되어 동사 매력 확대될 것으로 예상함. 투자의견 BUY와 목표주가 92,000원을 유지함

시장 Consensus 대비

Above	
In-line	
Below	0

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	92,000원
현재주가(2/5)	69,100원

Key Data (기준일: 2013. 2. 5)

KOSPI(pt)	1,938.2
KOSDAQ(pt)	498.2
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	6,420.5
52주 최고/최저(원)	76,000 / 49,850
52주 일간 Beta	1.18
발행주식수(천주)	92,915
평균거래량(3M, 천주)	359
평균거래대금(3M, 백만원)	25,682
배당수익률(12F, %)	2.7
외국인 지분율(%)	17.1
주요주 지분율(%)	
허창수의 48인	45.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-3.2	15.9	0.1
KOSPI대비상대수익률	-4.0	-4.8	11.1	1.9

Earnings Summary

결산기(12월) (단위: 십억원)	4Q12P			1Q13F			2011	2012P		2013F	
	실적발표	예상치	차이 (%, %p)	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		실적발표	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	2,465.5	2,688.5	-8.3	2,715.6	10.1	14.3	8,493.4	9,859.0	16.1	11,476.8	16.4
영업이익	138.3	195.0	-29.1	238.4	72.4	2.1	930.4	731.4	-21.4	1,046.1	43.0
세전이익	136.4	159.6	-14.5	218.0	59.8	-3.9	892.9	685.3	-23.2	962.8	40.5
순이익	109.1	127.6	-14.5	174.4	59.8	-12.6	810.1	573.0	-29.3	770.2	34.4
OP Margin	5.6	7.3	-1.6	8.8	3.2	-1.0	11.0	7.4	-3.5	9.1	1.7
NP Margin	4.4	4.7	-0.3	6.4	2.0	-2.0	9.5	5.8	-3.7	6.7	0.9
EPS(원)	4,307	5,445	-20.9	7,057	63.8	-8.5	8,327	5,385	-35.3	7,792	44.7
BPS(원)	61,279	61,474	-0.3	61,189	-0.1	-0.5	61,007	61,279	0.4	65,743	7.3
ROE(%)	7.0	8.9	-1.8	11.5	4.5	-1.0	14.9	9.2	-5.7	11.5	2.2
PER(X)	16.0	12.7	-	9.8	-	-	6.1	12.8	-	8.9	-
PBR(X)	1.1	1.1	-	1.1	-	-	0.8	1.1	-	1.1	-

자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준

your best partner

유진투자증권





도표 1 GS 4분기 review: GS칼텍스 실적 부진에 따라 4Q GS 영업이익은 시장 예상치 하회

(십억원, %, %p)	4Q12P	당사예상치	차이	Consensus	차이	3Q12	4Q11	QoQ	YoY	1Q13F	QoQ
매출액	2,465.5	2,688.5	-8.3	2,599.8	-5.2	2,575.8	2289	-4.3	7.7	3,715.6	50.7
영업이익	138.3	195.0	-29.1	241.4	-42.7	259.7	172.2	-46.7	-19.7	238.4	72.4
순이익	109.1	127.6	-14.5	194.8	-44.0	226.6	124.1	-51.9	-12.1	192.8	76.7
영업이익률	5.6	7.3	-1.6	9.3	-3.7	10.1	7.5	-4.5	-1.9	6.4	0.8
순이익률	4.4	4.7	-0.3	7.5	-3.1	8.8	5.4	-4.4	-1.0	5.2	0.8

자료: GS, 유진투자증권

도표 2 GS칼텍스 4분기 review: 정제마진과 환율 하락에 따라 정유부문 부진해 당사 예상치 하회

(십억원, %, %p)	4Q12P	당사예상치	차이	3Q12	4Q11	QoQ	YoY	1Q13F	QoQ
매출액	12,192.5	11,679.9	4.4	12,084.1	12,879.4	0.9	-5.3	11,318.3	-7.2
영업이익	114.5	243.4	-53.0	323.8	432.7	-64.6	-73.5	364.1	218.0
순이익	117.7	167.2	-29.6	284.1	242.1	-58.6	-51.4	261.5	122.2
영업이익률	0.9	2.1	-1.1	2.7	3.4	-1.7	-2.4	3.2	2.3
순이익률	1.0	1.4	-0.5	2.4	1.9	-1.4	-0.9	2.3	1.3

자료: GS칼텍스, 유진투자증권

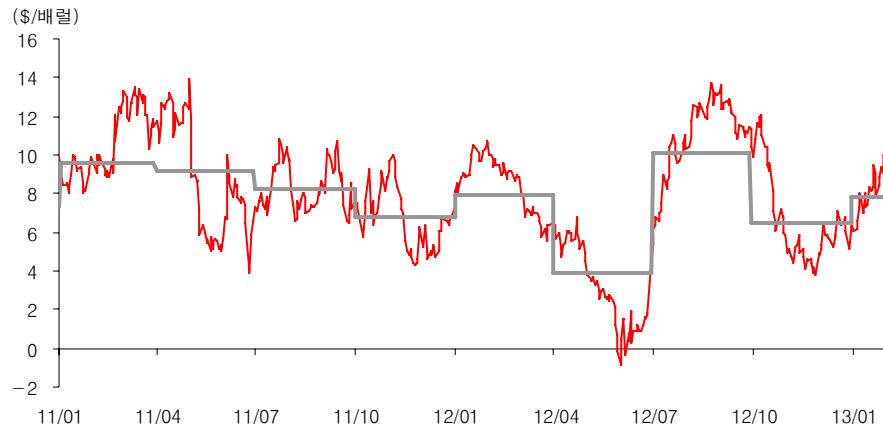
도표 3 GS칼텍스 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012P	2013F
정유											
매출액	9,845.3	9,727.8	10,040.9	10,033.4	9,397.0	9,428.7	9,490.3	9,499.6	39,000.6	39,647.4	37,815.6
영업이익	40.0	-480.9	71.5	-143.1	94.3	157.1	196.4	235.7	652.7	-512.5	683.5
영업이익률	0.4	-4.9	0.7	-1.4	1.0	1.7	2.1	2.5	1.7	-1.3	1.8
화학											
매출액	1,473.2	1,573.3	1,630.5	1,732.5	1,512.0	1,535.8	1,513.1	1,509.0	5,830.1	6,409.5	6,069.9
영업이익	204.1	146.5	196.7	214.3	231.9	222.2	204.0	206.0	775.0	761.6	864.1
영업이익률	13.9	9.3	12.1	12.4	15.3	14.5	13.5	13.7	13.3	11.9	14.2
윤활유											
매출액	490.4	457.0	414.3	406.3	409.3	426.1	443.6	452.8	1,643.0	1,768.0	1,731.8
영업이익	98.5	95.2	56.8	35.6	37.9	44.0	50.5	56.4	411.4	286.1	188.8
영업이익률	20.1	20.8	13.7	8.8	9.3	10.3	11.4	12.5	25.0	16.2	10.9
합계											
매출액	12,448.6	11,769.8	12,084.1	12,192.5	11,318.3	11,390.6	11,447.0	11,461.4	47,946.3	48,495.0	45,617.3
영업이익	370.9	-249.3	323.8	114.5	364.1	423.4	451.0	498.1	2,020.1	559.9	1,736.6
영업이익률	3.0	-2.1	2.7	0.9	3.2	3.7	3.9	4.3	4.2	1.2	3.8

자료: GS칼텍스, 유진투자증권



도표 4 1분기 개선되고 있는 정제마진



자료: 페트로넷, 유진투자증권

도표 5 GS 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12P	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012P	2013F
GS											
매출액	23,766	24,481	25,686	24,655	27,156	28,175	29,459	29,978	84,934	98,588	114,768
GS리테일	10,472	11,264	12,277	10,983	11,552	12,871	14,242	13,037	39,840	44,996	51,702
GS EPS	3,136	2,820	2,424	2,749	3,387	2,969	2,747	3,243	8,112	11,129	12,346
GS글로벌	8,418	9,962	7,962	7,653	7,640	8,586	9,339	9,063	22,885	33,995	34,628
지분법이익	1,391	63	1,524	740	1,399	1,633	1,726	1,924	6,659	3,718	6,682
임대수익	194	287	282	323	323	323	323	323	685	1086	1,292
상표권수익	152	199	162	186	175	180	176	179	669	699	710
영업이익	2,335	817	2,597	1,383	2,384	2,521	2,770	2,786	9,304	7,132	10,461
GS리테일	144	468	685	295	231	428	636	280	1,022	1,592	1,575
GS EPS	378	255	304	205	351	307	284	336	854	1,142	1,278
GS글로벌	176	146	13	68	87	97	106	103	185	403	393
영업이익률	9.8	3.3	10.1	5.6	8.8	8.9	9.4	9.3	11.0	7.2	9.1
GS칼텍스											
매출액	125,016	118,616	120,841	121,926	113,183	113,906	114,179	114,323	481,870	486,399	455,591
영업이익	3,709	-2,492	3,238	1,145	3,641	4,234	4,510	4,981	20,200	5,600	17,366
영업이익률	3.0	-2.1	2.7	0.9	3.2	3.7	3.9	4.4	4.2	1.2	3.8
당기순이익	2,628	668	2,841	1,177	2,615	3,078	3,259	3,620	11,357	7,313	12,573
지분법이익	1,322	-439	1,425	492	1,308	1,539	1,629	1,810	6,051	2,800	6,286

자료: 유진투자증권



GS (078930.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
자산총계	28,179.9	10,424.8	12,811.6	13,669.6	14,500.9
유동자산	12,564.3	1,991.6	2,522.2	2,170.5	1,717.7
현금성자산	2,633.6	1,016.6	997.6	333.1	(251.9)
매출채권	5,176.3	624.6	1,197.5	1,456.0	1,564.8
재고자산	4,626.3	272.0	247.9	301.4	324.0
비유동자산	15,615.6	8,433.2	10,289.4	11,499.1	12,783.2
투자자산	6,363.1	6,456.2	7,307.4	7,604.1	7,912.8
유형자산	13,367.5	1,562.3	2,403.7	3,097.1	3,852.9
기타	(4,115.1)	414.7	578.4	797.9	1,017.4
부채총계	18,294.4	3,635.6	5,609.7	5,825.4	5,926.0
유동부채	11,083.1	2,322.4	2,491.8	2,693.5	2,779.5
매입채무	5,650.4	746.1	925.1	1,124.9	1,208.9
유동성이자부채	4,745.2	1,387.3	1,375.9	1,375.9	1,375.9
기타	687.5	189.0	190.9	192.8	194.7
비유동부채	7,211.4	1,313.1	3,117.9	3,131.9	3,146.6
비유동이자부채	6,095.4	949.1	2,560.6	2,560.6	2,560.6
기타	1,115.9	364.0	557.3	571.3	586.0
자본총계	9,885.5	6,789.3	7,201.9	7,844.2	8,574.8
지배지분	4,861.5	6,015.7	6,381.5	7,023.8	7,754.4
자본금	473.5	473.5	473.5	473.5	473.5
자본잉여금	1,308.4	1,312.8	1,310.8	1,310.8	1,310.8
이익잉여금	2,883.1	4,331.5	4,708.9	5,351.2	6,081.9
기타	196.5	(102.2)	(111.8)	(111.8)	(111.8)
비지배지분	5,024.0	773.6	820.4	820.4	820.4
자본총계	9,885.5	6,789.3	7,201.9	7,844.2	8,574.8
총차입금	10,840.6	2,336.4	3,936.5	3,936.5	3,936.5
순차입금	8,207.0	1,319.8	2,938.9	3,603.4	4,188.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
영업현금	243.9	185.7	1,018.4	673.1	827.1
당기순이익	1,499.0	810.1	573.0	770.2	858.6
자산상각비	622.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비현금성손익	52.0	(662.2)	61.7	14.1	14.6
운전자본증감	(1,412.0)	(175.1)	288.8	(111.2)	(46.1)
매출채권감소(증가)	(720.2)	(181.2)	(75.3)	(258.5)	(108.8)
재고자산감소(증가)	(936.8)	(57.7)	30.7	(53.5)	(22.5)
매입채무증가(감소)	79.2	114.1	143.5	199.7	84.1
기타	165.8	(50.3)	190.0	1.1	1.1
투자현금	(922.5)	(525.7)	(1,699.0)	(1,216.3)	(1,290.9)
단기투자자산감소	(707.2)	0.0	(1.6)	(6.6)	(6.9)
장기투자증권감소	(125.8)	0.0	(51.3)	(210.3)	(218.8)
설비투자	(1,352.2)	(513.2)	(717.5)	(693.4)	(755.8)
유형자산처분	38.9	6.5	8.6	0.0	0.0
무형자산처분	(53.0)	(44.6)	(125.5)	(219.5)	(219.5)
재무현금	371.8	349.8	1,288.2	(127.9)	(127.9)
차입금증가	636.0	394.3	1,432.0	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	606.2	(671.1)	(591.8)
기초현금	1,426.2	217.1	228.7	834.9	163.8
기말현금	1,168.5	228.7	834.9	163.8	(428.0)
Gross Cash flow	1,655.9	473.5	634.6	784.3	873.2
Gross Investment	1,627.3	700.8	1,408.5	1,320.9	1,330.2
Free Cash Flow	28.7	(227.4)	(773.9)	(536.6)	(457.0)

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
매출액	42,269.9	8,493.4	9,859.0	11,476.8	12,508.2
증가율(%)	22.4	(79.9)	16.1	16.4	9.0
매출원가	38,352.9	6,709.8	8,195.2	9,340.4	10,168.7
매출총이익	3,917.0	1,783.6	1,663.8	2,136.4	2,339.5
판매 및 일반관리비	2,260.9	876.8	1,003.7	1,090.3	1,188.3
기타영업손익	(0.0)	23.5	71.3	0.0	0.0
영업이익	1,656.1	930.4	731.4	1,046.1	1,151.2
증가율(%)	16.6	(43.8)	(21.4)	43.0	10.1
EBITDA	2,278.5	930.4	731.4	1,046.1	1,151.2
증가율(%)	9.1	(59.2)	(21.4)	43.0	10.1
영업외손익	(338.9)	(37.5)	(46.1)	(83.3)	(78.0)
이자수익	129.0	74.5	11.9	53.0	58.6
이자비용	341.9	81.0	26.0	104.0	104.0
지분법손익	47.4	2.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(173.3)	(33.6)	(32.0)	(32.3)	(32.7)
세전순이익	1,317.2	892.9	685.3	962.8	1,073.2
증가율(%)	36.2	(32.2)	(23.2)	40.5	11.5
법인세비용	288.7	82.7	112.4	192.6	214.6
당기순이익	1,499.0	810.1	573.0	770.2	858.6
증가율(%)	63.4	(46.0)	(29.3)	34.4	11.5
지배주주지분	808.1	773.7	500.4	724.0	807.1
증가율(%)	65.3	(4.3)	(35.3)	44.7	11.5
비지배지분	690.9	36.5	72.6	46.2	51.5
EPS	8,697	8,327	5,385	7,792	8,686
증가율(%)	65.3	(4.3)	(35.3)	44.7	11.5
수정 EPS	8,697	8,327	5,358	7,765	8,659
증가율(%)	65.3	(4.3)	(35.6)	44.9	11.5

주요투자지표

(단위: 원)	2010A	2011A	2012P	2013F	2014F
주당지표					
EPS	8,697	8,327	5,358	7,765	8,659
BPS	50,454	61,007	61,279	65,743	71,140
DPS	1,250	1,350	1,350	1,350	1,350
밸류에이션(배%)					
PER	7.5	6.1	12.8	8.9	8.0
PBR	1.3	0.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.5	7.4	14.0	10.4	10.0
배당수익률	1.9	2.7	2.0	2.0	2.0
PCR	3.7	10.1	10.3	8.3	7.5
수익성(%)					
영업이익율	3.9	11.0	7.4	9.1	9.2
EBITDA이익율	5.4	11.0	7.4	9.1	9.2
순이익율	3.5	9.5	5.8	6.7	6.9
ROE	33.5	14.9	9.2	11.5	11.6
ROIC	7.8	8.2	14.9	15.2	13.9
안정성(%)					
순차입금/자기자본	83.0	19.4	40.8	45.9	48.8
유동비율	113.4	85.8	101.2	80.6	61.8
이자보상배율	7.8	144.0	51.9	20.5	25.4
활동성(%)					
총자산회전율	1.6	0.4	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	9.3	2.9	10.8	8.7	8.3
재고자산회전율	10.2	3.5	37.9	41.8	40.0
매입채무회전율	7.5	2.7	11.8	11.2	10.7



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 기관투자가 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 제작물로서 모든 저작권은 당사에 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

