GS(078930.KS)

높은 고도화율에 따른 정유사 내 실적 차별화, 2014년은 더 확실하다

화학/에너지 담당 곽진희
Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

시장 Consensus 대비

Above	In-line	Below
	O	

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	78,000원
현재주가(11/7)	56,900원

Key Data (기준일: 2013. 11. 7)

KOSPI(pt)	2,004.0
KOSDAQ(pt)	520.7
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	5,286.9
52주 최고/최저(원)	76,000 / 48,400
52주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	92,915
평균거래량(3M,천주)	355
평균거래대금(3M,백만원)	20,258
배당수익률(13F, %)	2.4
외국인 지분율(%)	18.2
주요주주 지분율(%)	
허창수외 48인	45.8
국민연금공단	7.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.1	6.8	2.3	-23.5
KOSPI대비상대수익률	2.6	0.1	-0.2	-27.0

■ 3Q13 review: 영업이익 2,641억원으로 당사와 시장 예상치에 부합

- 3분기 매출액은 2조 5,464억원(+15.4% qoq, +0.1% yoy), 영업이익은 2,641억원(+233.1% qoq, +1.7% yoy)으로 당사와 시장 예상치에 충족하는 양호한 실적 기록. 이는 GS칼텍스의 양호한 실적에 기인함
- GS칼텍스를 제외한 타정유사는 영업이익 기준으로 시장 예상치를 하회하는 3분기 실적을 기록했음. 그러나 GS칼텍스는 7월 휘발유 마진 호조에 따라 RFCC 증설 효과가 긍정적으로 영향을 미쳤고, BC유 하락에 따라 크랙마진이 개선되며 높은 고도화율의 효과가 반영되었음. 이에 따라 3분기 중반 이후 정제마진이 하락했고, 환율이 하락함에 따라 정유부문 이익이 축소되었음에도 타정유사 대비 상대적으로 양호한 마진을 기록하였음. GS칼텍스의 3분기 매출액은 11조 7,842억원(+1.9%qoq, -2.5%yoy), 영업이익은 3,489억원(+272.0% qoq, -23.2% yoy), 세전이익은 4,414억원을 기록했음
- 연결 자회사인 GS EPS는 3분기부터 신규 LNG 3호기 발전소가 가동되며 매출액은 당사 예상치보다 19% 높은 3,055억원을 기록. 영업이익은 예상치보다 17% 적은 268억원을 기록했는데, 이는 3호기 ramp-up에 따른 고정비 증가와 2호기 보수에 따른 것. 4분기 현재 가동률은 높은 수준에 유지되고 있는 것으로 확인되어 4분기 실적 양호할 전망

■ 4Q13 전망: 비수기에 따라 영업이익 2,218억원 예상

- 4분기 영업이익은 2,218억원으로 예상되는데, 연결 자회사인 GS리테일의 계절적 이익 감소에 따라 전분기대비로는 이익 감소 예상
- GS칼텍스의 영업이익은 3,235억원으로 4분기 현재까지 다소 낮은 정제마진 수준과 전분기 대비 유가 하락에 따른 재고 손실이 예상되나 크랙마진이 여전히 견조하기 때문에 양호한 이익을 기록할 것으로 예상
- GS칼텍스는 2014년 정유 수급 개선에 따라 고도화설비 증설의 효과가 본격적으로 실적에 반영될 것으로 예상되고, GS EPS도 3호기 풀반영에 따라 GS 이익 성장을 견인할 전망

■ GS칼텍스와 GS EPS가 견인할 2014년 이익 성장

- 연초 이후 유가 하락에 대한 우려와 부진한 정제마진 레벨이 이어지며 동사 주가도 약세를 보였음. 그러나 전술한 바와 같이 2014년 주요 자회사인 GS칼텍스와 GS EPS의 이익 성장과 유통 자회사의 안정적 이익으로 이익 성장 예상됨. 또한 현 주가 대비 밸류에이션 매력도 높아 정유주 내 최선호 추천. 투자의견 BUY와 목표주가 78,000원을 유지함

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q13P			4Q13F			2012	2013F		2014F	
	실적발표	예상치	차이 (%,%p)	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	2,546.4	2,587.9	-1.6	2,483.2	-2.5	1.1	9,837.8	9,720.4	-1.2	10,990.4	13.1
영업이익	264.1	255.0	3.6	221.8	-16.0	84.7	684.3	744.6	8.8	1,030.5	38.4
세전이익	277.3	252.2	9.9	228.4	-17.6	82.9	673.8	759.7	12.8	1,014.9	33.6
순이익	251.6	214.4	17.4	194.1	-22.9	78.0	572.9	659.2	15.1	862.6	30.9
OP Margin	10.4	9.9	0.5	8.9	-1.4	4.0	7.0	7.7	0.7	9.4	1.7
NP Margin	9.9	8.3	1.6	7.8	-2.1	3.4	5.8	6.8	1.0	7.8	1.1
EPS(원)	9,949	7,384	34.7	7,747	-22.1	78.0	5,317	6,335	19.2	8,727	37.7
BPS(원)	63,687	63,294	0.6	65,266	2.5	78.0	61,179	65,266	6.7	71,139	9.0
ROE(%)	15.6	11.7	4.0	11.9	-3.8	0.0	9.3	10.0	0.7	12.0	2.0
PER(X)	5.7	7.7	-	7.3	-	-	13.5	9.0	-	6.5	-
PBR(X)	0.9	0.9	-	0.9	-	-	1.2	0.9	-	0.8	-

자료: GS, 유진투자증권
주: EPS, ROE는 annualized 기준

도표 1 GS 3분기 review

(십억원, %, %p)	3Q13P	당사예상치	차이	Consensus	차이	2Q13	3Q12	QoQ	YoY	4Q13F	QoQ
매출액	2,546.4	2,587.9	-1.6	2,628.3	-3.1	2,206.1	2,542.8	15.4	0.1	2,483.2	-2.5
영업이익	264.1	255.0	3.6	256.0	3.2	79.3	259.7	233.1	1.7	221.8	-16.0
순이익	251.6	214.4	17.4	186.3	35.1	51.8	226.6	385.7	11.0	194.1	-22.9
영업이익률	10.4	9.9	0.5	9.7	0.6	3.6	10.2	6.8	0.2	8.9	-1.4
순이익률	9.9	8.3	1.6	7.1	2.8	2.3	8.9	7.5	1.0	7.8	-2.1

자료: GS, 유진투자증권

도표 2 GS칼텍스 3분기 review

(십억원, %, %p)	3Q13P	당사예상치	차이	2Q13	3Q12	QoQ	YoY	4Q13F	QoQ
매출액	11,784.2	11,695.6	0.8	11,566.7	12,084.0	1.9	-2.5	11,429.5	-3.0
영업이익	348.9	333.4	4.6	93.8	454.2	272.0	-23.2	323.5	-7.3
순이익	334.1	237.0	41.0	-37.5	284.2	흑전	17.6	229.8	-31.2
영업이익률	3.0	2.9	0.1	0.8	3.8	2.1	-0.8	2.8	-0.1
순이익률	2.8	2.0	0.8	-0.3	2.4	3.2	0.5	2.0	-0.8

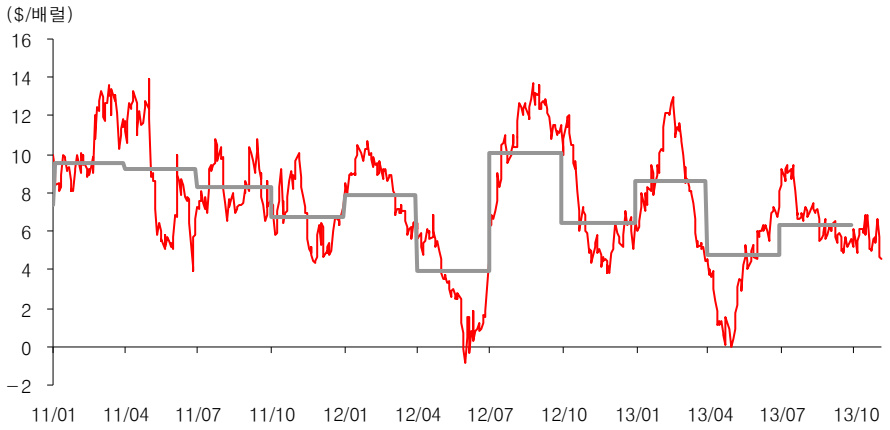
자료: GS칼텍스, 유진투자증권

도표 3 GS칼텍스 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
정유											
매출액	8,841.1	9,428.4	9,631.0	9,406.9	9,348.0	9,348.0	9,348.0	9,348.0	39,647.4	37,307.4	37,392.0
영업이익	145.0	(130.3)	85.2	95.2	220.0	157.1	78.6	196.4	(512.5)	195.1	652.1
영업이익률	1.6	(1.4)	0.9	1.0	2.4	1.7	0.8	2.1	(1.3)	0.5	1.7
화학											
매출액	1,698.4	1,699.9	1,737.9	1,584.4	1,564.8	1,573.6	1,573.6	1,561.9	6,409.5	6,720.6	6,274.0
영업이익	218.8	175.2	204.0	173.2	164.9	139.9	155.6	194.1	761.6	771.2	654.5
영업이익률	12.9	10.3	11.7	10.9	10.5	8.9	9.9	12.4	11.9	11.5	10.4
윤활유											
매출액	350.7	421.1	394.9	438.2	444.9	453.7	462.8	472.1	1,768.0	1,604.9	1,833.5
영업이익	31.1	51.5	58.2	55.1	56.3	67.3	74.2	67.1	256.1	195.9	264.9
영업이익률	8.9	12.2	14.7	12.6	12.7	14.8	16.0	14.2	14.5	12.2	14.4
합계											
매출액	10,900.5	11,566.6	11,784.2	11,429.5	11,357.7	11,375.3	11,384.4	11,382.0	48,495.1	45,680.8	45,499.4
영업이익	392.4	93.8	348.9	323.5	441.2	364.4	308.4	457.6	559.9	1,158.6	1,571.6
영업이익률	3.6	0.8	3.0	2.8	3.9	3.2	2.7	4.0	1.2	2.5	3.5

자료: GS칼텍스, 유진투자증권

도표 4 정제마진 추이



자료: 페트로넷, 유진투자증권

도표 5 GS 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
GS											
매출액	2,484.7	2,206.1	2,546.4	2,483.2	2,567.3	2,723.0	2,890.9	2,809.1	9,858.8	9,720.4	10,990.4
지분법이익	121.0	(7.9)	174.9	141.6	190.4	152.6	128.0	193.0	371.8	439.2	664.0
임대수익	31.0	30.8	31.3	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	108.6	123.4	123.2
상표권수익	13.6	18.2	16.8	16.8	16.3	17.0	16.7	16.7	69.9	65.2	66.6
영업이익	179.5	79.3	264.1	221.8	258.3	252.5	246.0	273.7	713.2	744.7	1,030.5
영업이익률	7.2	3.6	10.4	8.9	10.1	9.3	8.5	9.7	7.2	7.7	9.4
GS칼텍스											
매출액	10,900.5	11,566.6	11,784.2	11,429.5	11,357.7	11,375.3	11,384.4	11,382.0	47,964.7	45,680.8	45,499.4
영업이익	392.4	93.8	348.9	323.5	441.2	364.4	308.4	457.6	560.0	1,158.6	1,571.6
영업이익률	3.6	0.8	3.0	2.8	3.9	3.2	2.7	4.0	1.2	2.5	3.5
당기순이익	180.2	(37.5)	334.1	229.8	319.3	261.4	218.7	331.8	731.3	706.5	1,131.2
GS EPS											
매출액	280.5	272.0	305.5	302.8	363.2	324.7	310.5	338.8	1,112.9	1,133.5	1,303.5
영업이익	21.5	27.4	26.8	30.5	35.8	31.0	33.1	29.7	114.2	106.2	129.6
영업이익률	7.7	10.1	8.8	10.1	9.9	9.6	10.7	8.8	10.3	9.4	9.9

자료: 유진투자증권

GS(078930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	**10,424.8**	**12,712.4**	**13,354.2**	**14,249.5**	**15,225.9**
유동자산	1,991.6	2,446.1	2,636.2	2,453.9	2,340.8
현금성자산	1,016.6	1,261.6	914.7	519.9	340.1
매출채권	624.6	785.5	1,338.9	1,514.6	1,569.1
재고자산	272.0	289.4	272.0	307.7	318.7
비유동자산	8,433.2	10,266.3	10,718.0	11,795.5	12,885.1
투자자산	6,456.2	7,108.4	7,364.6	7,663.7	7,974.9
유형자산	1,562.3	2,446.8	2,688.5	3,288.5	3,888.5
기타	414.7	711.1	664.8	843.3	1,021.7
부채총계	**3,635.6**	**5,539.4**	**5,696.2**	**5,856.7**	**5,917.6**
유동부채	2,322.4	2,348.2	2,089.9	2,236.9	2,283.8
매입채무	746.1	946.8	1,105.3	1,250.4	1,295.4
유동성이자부채	1,387.3	1,210.7	791.9	791.9	791.9
기타	189.0	190.7	192.6	194.5	196.5
비유동부채	1,313.1	3,191.2	3,606.3	3,619.8	3,633.8
비유동이자부채	949.1	2,657.7	3,050.9	3,050.9	3,050.9
기타	364.0	533.6	555.4	568.9	582.9
자본총계	**6,789.3**	**7,173.0**	**7,658.1**	**8,392.8**	**9,308.3**
지배지분	6,015.7	6,342.9	6,845.5	7,580.2	8,495.7
자본금	473.5	473.5	473.5	473.5	473.5
자본잉여금	1,312.8	1,311.3	1,311.4	1,311.4	1,311.4
이익잉여금	4,331.5	4,680.1	5,173.4	5,908.1	6,823.7
기타	(102.2)	(122.0)	(112.8)	(112.8)	(112.8)
비지배지분	773.6	830.1	812.6	812.6	812.6
자본총계	**6,789.3**	**7,173.0**	**7,658.1**	**8,392.8**	**9,308.3**
총차입금	2,336.4	3,868.4	3,842.8	3,842.8	3,842.8
순차입금	1,319.8	2,606.8	2,928.2	3,323.0	3,502.8

손익계산서

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**8,518.7**	**9,837.8**	**9,720.4**	**10,990.4**	**11,244.4**
증가율(%)	36.5	15.5	(1.2)	13.1	2.3
매출원가	6,709.8	8,097.1	7,938.8	8,915.7	8,935.9
매출총이익	**1,808.9**	**1,740.7**	**1,781.6**	**2,074.6**	**2,308.6**
판매 및 일반관리비	876.8	1,056.4	1,037.0	1,044.1	1,068.2
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**932.1**	**684.3**	**744.6**	**1,030.5**	**1,240.3**
증가율(%)	31.1	(26.6)	8.8	38.4	20.4
EBITDA	**932.1**	**684.3**	**744.6**	**1,030.5**	**1,240.3**
증가율(%)	(30.1)	(26.6)	8.8	38.4	20.4
영업외손익	**(39.3)**	**(10.5)**	**15.1**	**(15.7)**	**(12.7)**
이자수익	49.2	69.8	38.9	86.1	89.0
이자비용	81.0	140.1	26.0	104.0	104.0
지분법손익	2.6	3.8	0.0	0.0	0.0
기타영업손익	(10.1)	56.0	2.2	2.2	2.3
세전순이익	**892.9**	**673.8**	**759.7**	**1,014.9**	**1,227.6**
증가율(%)	31.5	(24.5)	12.8	33.6	21.0
법인세비용	82.7	100.9	100.6	152.2	184.1
당기순이익	**810.1**	**572.9**	**659.2**	**862.6**	**1,043.5**
증가율(%)	(17.3)	(29.3)	15.1	30.9	21.0
지배주주지분	773.7	494.0	588.7	810.9	980.9
증가율(%)	(3.1)	(36.1)	19.2	37.7	21.0
비지배지분	36.5	78.9	70.5	51.8	62.6
EPS	**8,327**	**5,317**	**6,335**	**8,727**	**10,556**
증가율(%)	(3.1)	(36.1)	19.2	37.7	21.0
수정 EPS	8,327	5,317	6,309	8,700	10,529
증가율(%)	(3.1)	(36.1)	18.6	37.9	21.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	185.7	775.3	1,072.2	810.6	1,037.8
당기순이익	810.1	572.9	659.2	862.6	1,043.5
자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비현금성손익	(662.2)	(322.1)	126.3	13.5	14.1
운전자본증감	(175.1)	42.8	175.7	(65.5)	(19.7)
매출채권감소(증가)	(181.0)	(63.0)	(148.0)	(175.7)	(54.5)
재고자산감소(증가)	(57.7)	(16.6)	7.0	(35.7)	(11.1)
매입채무증가(감소)	114.1	229.8	218.3	145.1	45.0
기타	(50.5)	(107.3)	98.5	0.8	0.8
투자현금	(525.7)	(1,640.8)	(1,024.8)	(1,083.5)	(1,095.9)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(2.9)	(6.0)	(6.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(103.0)	(212.3)	(220.9)
설비투자	(513.2)	(821.9)	(685.8)	(600.0)	(600.0)
유형자산처분	6.5	11.1	37.0	0.0	0.0
무형자산처분	(44.6)	(107.1)	(140.8)	(178.5)	(178.5)
재무현금	349.8	1,315.8	40.4	(127.9)	(127.9)
차입금증가	394.3	1,459.4	192.6	0.0	0.0
자본증가	(142.3)	(145.7)	(152.1)	(127.9)	(127.9)
배당금지급	142.3	145.7	152.1	127.9	127.9
현금 증감	11.6	447.4	90.1	(400.8)	(186.1)
기초현금	217.1	228.7	676.1	766.2	365.4
기말현금	228.7	676.1	766.2	365.4	179.3
Gross Cash flow	473.5	672.8	785.4	876.1	1,057.5
Gross Investment	700.8	1,597.9	846.2	1,143.0	1,109.4
Free Cash Flow	(227.4)	(925.1)	(60.7)	(266.9)	(51.9)

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

주요투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	8,327	5,317	6,309	8,700	10,529
BPS	61,007	61,179	65,266	71,139	78,923
DPS	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
밸류에이션(배,%)					
PER	6.1	13.5	9.0	6.5	5.4
PBR	0.8	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	7.3	14.9	12.2	9.2	7.8
배당수익율	2.7	1.9	2.4	2.4	2.4
PCR	10.1	10.1	6.9	6.2	5.1
수익성(%)					
영업이익율	10.9	7.0	7.7	9.4	11.0
EBITDA이익율	10.9	7.0	7.7	9.4	11.0
순이익율	9.5	5.8	6.8	7.8	9.3
ROE	14.2	9.3	10.0	12.0	13.0
ROIC	29.8	15.3	13.3	15.1	15.7
안정성 (%)					
순차입금/자기자본	19.4	36.3	38.2	39.6	37.6
유동비율	85.8	104.2	126.1	109.7	102.5
이자보상배율	29.3	9.7	n/a	57.5	82.6
활동성 (%)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	17.5	14.0	9.2	7.7	7.3
재고자산회전율	36.7	35.0	34.6	37.9	35.9
매입채무회전율	12.7	11.6	9.5	9.3	8.8

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 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

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
2011-11-21	BUY	84,000
2012-11-16	BUY	84,000
2013-01-08	BUY	92,000
2013-05-27	BUY	92,000
2013-06-25	BUY	78,000
2013-08-14	BUY	78,000
2013-08-28	BUY	78,000
2013-09-02	BUY	78,000
2013-10-02	BUY	78,000
2013-11-08	BUY	78,000

GS(078930.KS) 주가 및 목표주가 추이