

15 March 2010

GS 계열사들과의 Synergy 예상

- GS 그룹과의 Synergy를 고려하지 않더라도, 동사 현재 주가는 KOSPI 평균 대비 저평가
 - 목표주가는 '10년, '11년 예상 EPS에, Bloomberg의 '10년, '11년 KOSPI 예상 PER인 10.6배, 9.4배를 각각 곱한 후 평균한 값 (도표 1)
 - GS 그룹과의 Synergy로 의한 추정 가치는 목표주가의 3.5%인 주당 1,000원만 반영했으나, 향후 더 커질 가능성 있는 것으로 판단
 - 타 종합상사들의 '10년 예상 기준 PER는 KOSPI보다 높지만, 동사 목표주가 계산에 사용하지 않은 이유는, 타사들의 주가에는 아직 이익에 반영되지 않는 자원가치가 반영되었기 때문
- 2010년 철강, 자원물자 부문(=기존) 매출액과 영업이익은, USD 기준 철강 가격이 21.6% 상승하여 전년대비 각각 4.2% 증가 전망 (도표 6)
 - 철강 부문은 동사 매출액과 영업이익의 각각 77%, 62% 차지 (도표 4, 5)
- GS 그룹 Synergy: (1) GS칼텍스의 현물 거래 원유 도입량은 한국 원유 도입량의 약 16%로 정유 4사 중 가장 높아, GS글로벌과 석유, 화학 부문의 Synergy 효과 클 전망
 - GS칼텍스와의 Synergy 관련 금액은 GS 칼텍스의 (1) 현물 원유 도입 부문(연간 약 8조원), (2) 화학 제품 수출 부문(연간 3.5조원)로 연간 11.5조원 예상 (도표 8, 9)
 - 이 중 일부가 GS글로벌의 매출액으로 발생 예상
 - GS칼텍스의 연간 현물 거래 방식의 도입량은 한국 연간 원유 도입액 50조원의 약 16%로, 정유 4사 중 가장 큰 비중을 차지하여, GS글로벌의 석유, 화학 부문 매출액 증가 예상
 - GS글로벌의 석유, 화학 부문 영업이익률은 0.5%로 추정하는데, 이유는 GS글로벌과 현대종합상사의 석유, 화학 부문 영업이익률이 0.5%이기 때문 (도표 10, 11)

- GS 그룹 Synergy: (2) 해외 매출액이 증가하는 GS건설의 조달 관련 매출액 발생 예상

Financial Data

결산기(12월)	2007A	2008A	2009A	2010F	2011F
매출액(십억원)	1,050.4	1,303.1	1,153.5	1,352.5	1,620.0
영업이익(십억원)	23.0	32.8	35.3	37.5	39.3
세전계속사업손익(십억원)	9.6	27.2	25.5	38.2	39.4
당기순이익(십억원)	9.6	27.2	24.4	32.5	33.5
EPS(원)	898	2,547	2,172	2,885	2,976
증감률(%)	142.6	183.7	-14.7	32.8	3.2
ROE(%)	29.8	53.7	33.9	33.9	26.0
PER(배)	7.9	2.3	10.7	8.1	7.8
PBR(배)	2.2	1.0	3.4	2.4	1.8
EV/EBITDA(배)	3.0	1.5	6.2	5.1	4.0

자료: 유진투자증권

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 28,500원
현재주가(3/12) 23,300원

Key Data

(기준일: 2010. 3. 12)

KOSPI(pt)	1,662.7
KOSDAQ(pt)	519.4
액면가(원)	2,500
시가총액(십억원)	263
52주 최고/최저(원)	33,400 / 8,200
52주 일간 Beta	1.26
발행주식수(천주)	11,267
평균거래량(3M, 천주)	97
평균거래대금(3M, 백만원)	2,307
배당수익률(10F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	0.6
주요주주 지분율(%)	
(주)GS	65.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	8.4	-6.6	184.1
KOSPI대비상대수익률	-6.8	8.0	-7.3	136.8

Company vs KOSPI composite





I. Valuation 및 수익 추정 모델

도표 1 적정주가

내용	단위	값
무역부문 가치: '10년과 '11년과 순이익과 PER를 곱한 값들의 평균	십억원	326
순이익 (10F, 외화환산 손익제외)	십억원	32
적용 PER(10F): Bloomberg의 KOSPI '10년 예상 기준	배	10.6
순이익 (11F, 외화환산 손익제외)	십억원	33
적용 PER(11F): Bloomberg의 KOSPI '10년 예상 기준	배	9.4
기업가치 = 무역부문 가치	십억원	326
발행주식수	주	11,266,882
적정주가	원/주	28,941
목표주가	원/주	28,500
현재주가 (3.12)	원/주	23,300
주가 upside potential	%	22.3%

자료: 유진투자증권

도표 2 수익 추정 모델

		1Q10F	2Q10F	3Q10F	4Q10F	'09A	'10F	'11F
KRW curncy (average)	원/달러	1,145	1,117	1,083	1,057	1,277	1,101	1,050
YoY	%	-19.1	-13.1	-12.6	-9.5	16.1	-13.8	-4.6
QoQ	%	-2.0	-2.4	-3.0	-2.4			
미국 HR Spot (=P)	\$/톤	552	552	552	552	454	552	552
YoY	%	17.6	48.3	15.7	11.1	-49.5	21.6	0.0
QoQ	%	11.1	0.0	0.0	0.0			
한국 Crude Steel 생산량 (=Q)	천톤	13,536	13,594	13,652	13,711	48,798	54,493	55,435
YoY	%	28.6	10.3	7.7	3.4	-8.7	11.7	1.7
QoQ	%	2.0	0.4	0.4	0.4			
한국 철강 거래액 (=P*Q)	십억원	8,550	8,376	8,160	7,998	28,069	33,085	32,110
YoY	%	22.3	42.1	8.9	4.0	-46.6	17.9	-2.9
QoQ	%	11.1	-2.0	-2.6	-2.0			
WTI	\$/bbl	78	81	82	83	62	81	84
YoY	%	81.8	35.9	20.6	9.0	-38.1	31.4	3.7
QoQ	%	3.2	3.3	1.3	0.9	0.0	0.0	0.0
매출액	십억원	330	335	343	344	1,154	1,352	1,620
기존	십억원	330	310	293	269	1,154	1,202	1,220
GS칼텍스	십억원	0	25	50	75	0	150	400
YoY	%	-8.0	6.0	1.4	0.7	-3.9	-0.3	0.7
영업이익	십억원	10	10	9	9	35	38	39
YoY	%	-38.8	13.0	72.0	75.5	7.5	8.6	4.8
영업이익률	%	3.1	2.9	2.7	2.5	3.0	2.8	2.4

자료: Bloomberg, GS글로벌, 유진투자증권



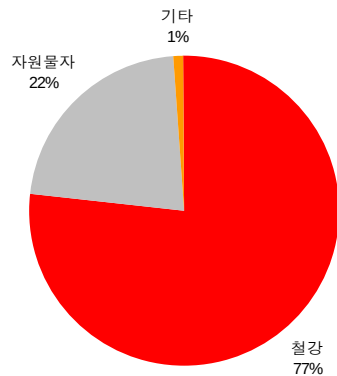
II. 2010년 철강, 자원물자의 매출액과 영업이익은 철강 가격 상승으로 전년대비 각각 4.2% 증가 전망

도표 3 GS글로벌 사업 부문

사업부문	사업의 개요
철강금속	철강 금속제품 수출입 및 삼국간 거래
자원물자	시멘트, 에너지 자원, 기계, 산업소재 수출입 및 삼국간 거래
기타	수입자동차 보관, 정비, 검사 사업, 창고 임대사업, 자전거사업, 자원부문포함

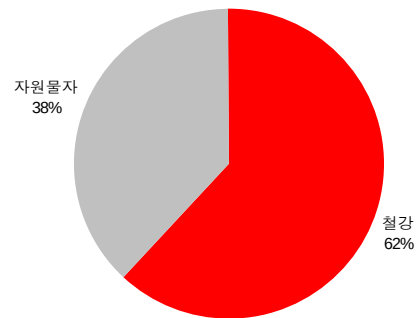
자료: GS글로벌, 유진투자증권

도표 4 매출액 비중: 철강이 77% 차지('09년 기준)



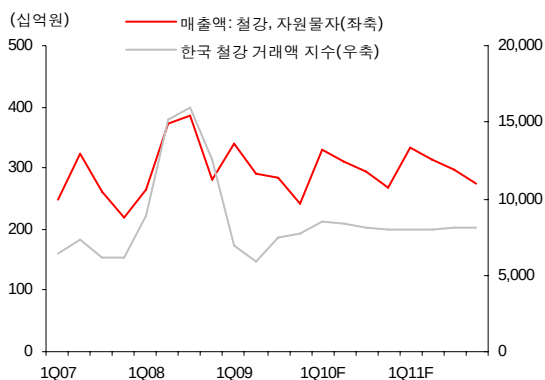
자료: GS글로벌, 유진투자증권

도표 5 영업이익 비중: 철강이 62% 차지('09년 기준)



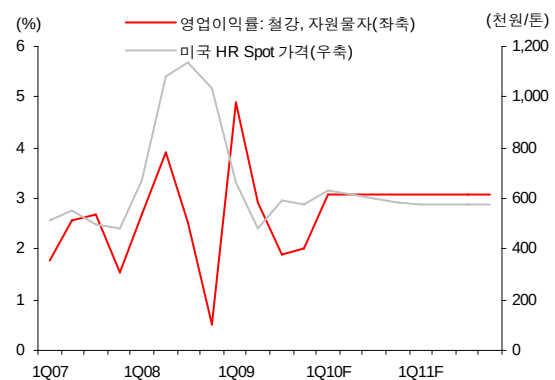
자료: GS글로벌, 유진투자증권

도표 6 상품 가격 상승과 철강 거래량 증가로 '10년 철강과 자원물자 부문 매출액은 전년대비 4.2% 증가 전망



자료: GS글로벌, 유진투자증권

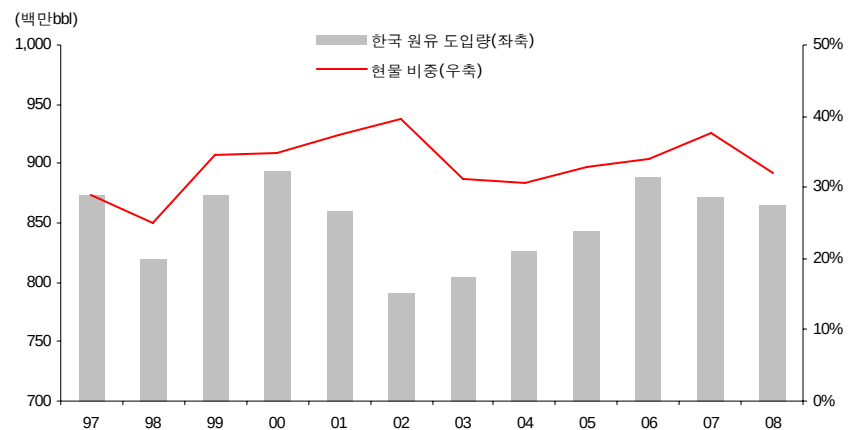
도표 7 '10년 원달러 환율이 하락하겠지만, USD 기준 상품 가격은 상승하여, '10년 철강과 자원물자 영업이익률은 전년과 비슷할 전망



자료: GS글로벌, Bloomberg, 유진투자증권

III. Synergy (1): GS칼텍스의 원유 도입과 화학제품 수출 관련 매출액 증가 예상

도표 8 한국 연간 원유 도입량과 현물 비중: GS칼텍스의 총 원유 도입량 중 현물 비중은 약 60%로, 한국 평균 30%보다 높은 수준



자료: 대한석유회, 유진투자증권

도표 9 GS글로벌 석유화학 부문의 매출액과 영업이익률: GS칼텍스의 석유화학 부문 수출액은 3.5조원 (단위: 십억원)

		정유			석유화학			합계		
		수출	내수	합계	수출	내수	합계	수출	내수	합계
GS칼텍스	'06	7,205	9,177	16,382	2,321	427	2,748	9,526	9,604	19,130
	'07	8,552	10,080	18,632	2,469	367	2,836	11,022	10,447	21,468
	'08	16,376	14,374	30,750	3,208	466	3,674	19,585	14,839	34,424
	'09F	11,079	11,031	22,111	3,507	471	3,978	14,587	11,502	26,089
SK에너지	'06	7,022	9,621	16,643	3,408	2,072	5,480	11,454	12,197	23,651
	'07	8,097	10,367	18,464	5,246	2,172	7,418	14,566	13,222	27,788
	'08	16,897	15,356	32,253	7,649	2,715	10,364	27,008	18,729	45,737
	'09F	12,125	11,762	23,887	7,493	2,197	9,691	21,417	14,411	35,828
S-Oil	'06	8,070	5,368	13,438	605	522	1,127	8,675	5,890	14,565
	'07	8,552	5,523	14,074	593	563	1,155	9,144	6,085	15,229
	'08	13,821	7,737	21,558	734	708	1,442	14,555	8,445	23,000
	'09F	9,970	6,037	16,007	627	769	1,396	10,616	6,808	17,424

자료: 각사, 유진투자증권



도표 10 석유화학 부문 영업이익률은 과거 평균 0.5%: GS글로벌

(단위: 십억원)

	매출액	영업이익	영업이익률
1Q02	63	1	1%
2Q02	67	1	1%
3Q02	52	0	1%
4Q02	48	0	0%
1Q03	84	2	2%
2Q03	52	0	1%
3Q03	70	0	0%
4Q03	62	0	1%
1Q04	77	1	1%
2Q04	59	1	1%
3Q04	149	2	1%
4Q04	127	0	0%
1Q05	129	3	3%
2Q05	112	0	0%
3Q05	84	0	0%
4Q05	74	-3	-4%
1Q06	26	0	0%
2Q06	24	0	-1%
평균			0.5%

자료: GS글로벌, 유진투자증권

도표 11 석유화학 부문 영업이익률은 최근 0.5%: 현대종합상사

(단위: 십억원)

	매출액	영업이익	영업이익률
1Q09	24	0.12	0.5%
2Q09	59	0.30	0.5%
3Q09	62	0.18	0.3%
평균			0.5%

자료: 현대종합상사, 유진투자증권



도표 12 GS칼텍스 석유화학 부문의 판매경로 및 판매방법

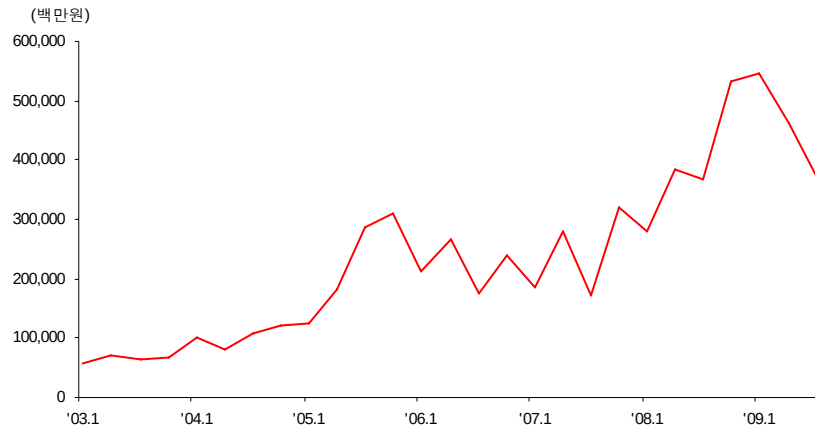
판매경로			
정유사업 (100%)	내수(50 %)	소매	직영주유소 / 자영주유소 대리점 / 중소거래처
		직매	대형 산업체 내국적 외항선 등 충전소
	수출(50 %)	직수출	
		외국적 외항선 등	
윤활유사업 (100%)	내수(33 %)	대리점 / 판매점 등	최종소비자
		직매	산업체(발전, 운송, 건설)
	수출(67 %)	직수출	
방향족사업 (100%)	내수(9 %)	대형직매처	
		대리점 및 소형 직매처	
	수출(91 %)	직수출	
PP사업 (100%)	내수(45 %)	직판/대리점	
	수출(55 %)		

자료: GS칼텍스, 유진투자증권



IV. Synergy (2): GS건설의 해외 건설 부문 매출액 증가로, 조달 관련 GS글로벌의 매출액 증가 예상

도표 13 GS건설의 해외 부문 매출액은 과거 5년간 증가



자료: GS건설, 유진투자증권

도표 14 GS글로벌의 연혁: 금성산업에서 GS글로벌까지

일시	내용
1954-07-31	금성산업 주식회사 설립
1964-01-25	동경사무소 설치
1965-06-15	뉴욕사무소 개설
1972-03-20	상호의 변경: 금성산업 주식회사 → 쌍용산업 주식회사
1975-12-01	상호의 변경: 쌍용산업 주식회사 → 주식회사 쌍용
1991-04-04	북경 사무소 설치
2002-07-16	최대주주의 변경: 쌍용양회공업(주) → (주) 우리은행
2003-12-18	최대주주의 변경: (주) 우리은행 → (주) 조흥은행
2006-04-26	최대주주의 변경: (주) 조흥은행 → MSPE SSY Holdings AB
2009-07-02	최대주주의 변경: MSPE SSY Holdings AB → (주) GS
2009-07-21	상호의 변경: 주식회사 쌍용 → 주식회사 GS글로벌

자료: GS글로벌, 유진투자증권



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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)
 상기 투자등급은 3월 3일부터 변경 적용함

변경후	변경전
• 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	• STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상 • BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 • HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만 • REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만

