

GS (078930/KS)

업황 부진에도 이익체력 유효

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 58,000 원(상향)

현재주가: 48,300 원

상승여력: 20.1%



Analyst
김도현

do.kim@sks.co.kr
3773-9994

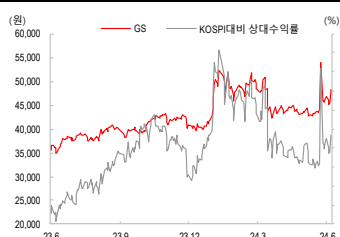
Company Data

발행주식수	9,292 만주
시가총액	4,488 십억원
주요주주	
허창수(외55)	51.54%
국민연금공단	7.40%

Stock Data

주가(24/07/05)	48,300 원
KOSPI	2,862.23 pt
52주 최고가	53,900 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Preview: 정제마진 하락 영향

GS의 2Q24 매출액은 6.4 조원(+3.4% YoY, +1.3% QoQ), 영업이익 8,578 억원(+22.9% YoY, -15.6% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 2Q24 다운스트림 수요 부진에 따른 정제마진 약세 영향이 지속됐으며, GS Caltex 중심의 실적 약세를 기록했을 것으로 추정된다.

1) **GS Caltex**: 영업이익 2,191 억원(-47.4% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. GS Caltex의 정제마진은 2Q24-\$3.6/bbl QoQ를 기록했을 것으로 판단되며, 정유 부문 감익을 기록했을 것으로 추정된다. 석유화학부문은 PX 및 PP 등 주요 제품 Spread 개선에 따라 흑자 전환 가능했을 것으로 예상되며, 운할부문의 경우 Spread 소폭 감소에 따라 -1.7% QoQ의 감익을 기록했을 것으로 추정된다.

2) **GS Energy**: 영업이익 5,683 억원(-25.1% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 2Q24 SMP 가격은 -2.8% QoQ를 기록했으며, 계절적 영향으로 발전소 가동률 역시 1Q24 대비 하락했을 것으로 추정된다. GS Caltex와 전력 및 집단에너지 감익에 따라 전분기대비 영업이익 감소를 기록했을 것으로 추정된다.

3) **GS EPS / E&R**: GS EPS 영업이익 894 억원(-16.3% QoQ), GSE&R 영업이익 439 억원(-18.5% QoQ)을 각각 기록했을 것으로 추정된다. 계절적 영향에 따른 발전소 가동률 하락 영향이다.

단기 부진에도 견조한 이익체력은 지속

다운스트림 수요 부진으로 에너지 업황의 단기 부담이 발생하고 있으나, 6월 정제마진은 점진적 회복 국면에 돌입했다. 미국 휘발유 수요 또한, 6월 회복세를 시현했으며, 성수기 지속에 따라 점진적 개선이 예상된다. GS는 발전 자회사, 자원개발 등 단기 업황 부진을 상쇄할 포트폴리오를 보유 중이다. 이에 따라, 업황 부진에도 상대적으로 이익체력은 유효하며, 24년 견조한 DPS를 지속할 수 있을 전망이다. GS의 현재 재무구조를 고려할 때 향후 주주환원정책 확대를 위한 기초체력 역시 확보된 상황이라는 판단이며, 주주환원 확대에 따른 NAV 할인을 축소, 업사이드 역시 기대해볼 수 있을 것이라고 예상된다. 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	15,444	20,165	28,583	25,978	25,893	26,569
영업이익	십억원	921	2,651	5,120	3,722	3,664	3,684
순이익(지배주주)	십억원	-243	1,449	2,143	1,301	1,266	1,282
EPS	원	-2,563	15,419	23,714	14,384	13,366	13,533
PER	배	-14.7	2.5	1.8	2.8	3.6	3.6
PBR	배	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	16.1	6.7	3.5	4.6	3.8	3.6
ROE	%	-2.8	15.5	18.9	10.0	9.0	8.5

GS 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	26,381	26,367	25,893	26,569	26,115	26,637	+0.9%	+0.3%
영업이익 (십억원)	3,881	3,630	3,664	3,684	3,568	3,645	-2.6%	-1.1%
순이익 (십억원)	1,337	1,259	1,266	1,282	1,367	1,372	+8.0%	+7.0%

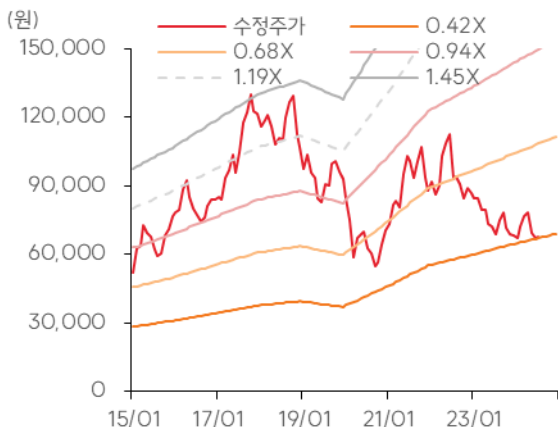
자료: GS, SK 증권

GS Valuation Table

구분	지분율	BV (십억원)	Target Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
상장사	GS Retail	57.9%	-	1,303.7	Fair Value / 1M 평균 시가총액
	GS Global	50.7%	-	124.6	Fair Value / 1M 평균 시가총액
비상장사	GS Energy	100.0%	-	9,452.4	24E BV 기준
	GS Caltex	50.0%	1.2	7,702.0	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GS Caltex 제외	-	1,688.2	1,755.7	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GSEPS	70.0%	1,039.9	1,081.5	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GSE&R	87.9%	571.9	594.8	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GS Ventures	100.0%	-	-	19.9
별도 영업가치			1,213.5		24E 브랜드 로열티 이익 / Multiple 10배 적용
기업가치 (십억원)			13,795.8		
별도 순차입금 (십억원)			183.9		
적정 시가총액 (십억원)			13,611.9		
발행주식수 (천주)			94,700		
주당 NAV (원)			143,737		
할인율 (%)			60.0%		
적정주가 (원)			57,495		
목표주가 (원)			58,000		
Upside (%)			20.1%		

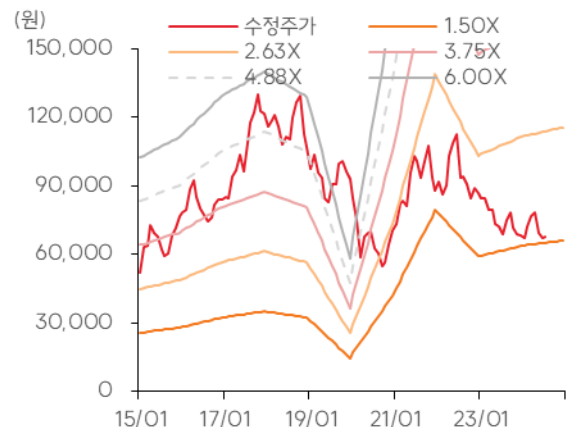
자료: GS, SK 증권

GS PBR Band Chart



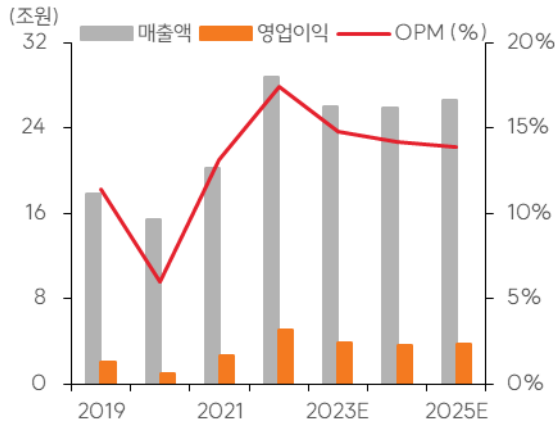
자료: FnGuide, SK 증권

GS EV/EBITDA Band Chart



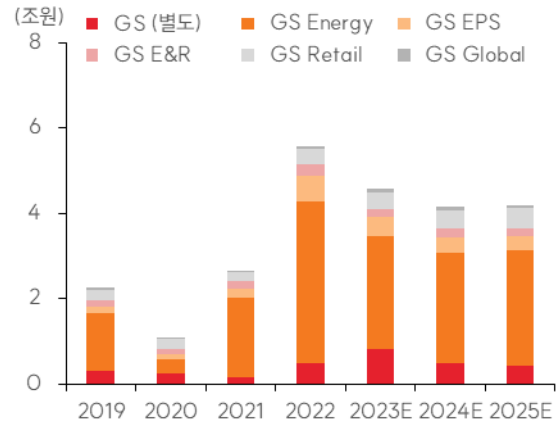
자료: FnGuide, SK 증권

GS 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS 부문별 이익 추이 및 전망



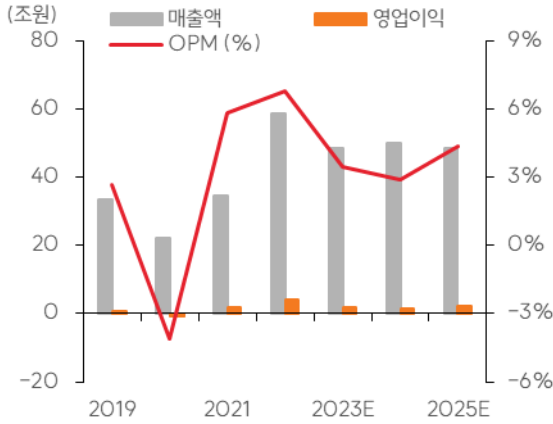
자료: GS, SK 증권

GS 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	6,836.5	6,163.7	6,486.3	6,565.1	6,289.0	6,373.7	6,430.3	6,800.1	26,051.6	25,893.1	26,568.8
GS (별도)	646.4	41.4	181.6	34.4	440.0	39.6	42.1	41.3	903.8	563.0	492.7
GS Energy	1,872.5	1,254.7	1,602.9	1,788.9	1,733.1	1,560.3	1,517.8	1,801.5	6,519.0	6,612.7	6,916.7
GSEPS	684.9	491.4	409.2	398.8	405.1	383.6	367.7	343.4	1,984.3	1,499.8	1,521.9
GSE&R	601.2	443.4	433.3	442.2	420.5	340.3	338.3	455.7	1,920.0	1,554.7	1,565.4
GS Retail	2,700.2	2,957.8	3,090.2	2,864.3	2,810.4	3,096.4	3,217.7	3,052.5	11,612.6	12,176.9	12,729.8
GS Global	1,002.9	1,010.3	917.5	985.8	962.2	1,002.9	1,036.5	1,032.7	3,916.5	4,034.3	3,958.4
YoY (%)	-2.2%	-15.1%	-12.2%	-8.1%	-8.0%	3.4%	-0.9%	3.6%	-9.5%	-0.6%	2.6%
QoQ (%)	-4.3%	-9.8%	5.2%	1.2%	-4.2%	1.3%	0.9%	5.8%	-	-	-
영업이익 (십억원)	1,062.5	697.8	1,219.3	864.7	1,016.3	857.8	896.7	893.6	3,844.2	3,664.3	3,683.9
GS (별도)	625.6	16.6	164.9	17.2	418.8	17.4	29.8	20.0	824.3	485.9	421.6
GS Energy	675.7	440.2	896.1	629.5	758.4	568.3	606.3	665.0	2,641.5	2,598.0	2,719.9
GSEPS	198.9	94.2	97.2	68.9	106.7	89.4	84.8	75.4	459.2	356.3	327.9
GSE&R	57.0	45.6	36.8	34.1	53.9	43.9	44.1	50.3	173.5	192.3	184.0
GS Retail	46.6	97.2	126.8	123.4	73.9	113.0	134.0	107.5	394.0	428.4	466.2
GS Global	23.3	17.2	22.8	13.2	17.1	19.8	21.2	21.1	76.5	79.1	79.7
YoY (%)	-14.5%	-54.3%	-10.2%	-1.4%	-4.3%	22.9%	-26.5%	3.3%	-23.2%	-4.7%	0.5%
QoQ (%)	21.2%	-34.3%	74.7%	-29.1%	17.5%	-15.6%	4.5%	-0.3%	-	-	-
OPM (%)	15.5%	11.3%	18.8%	13.2%	16.2%	13.5%	13.9%	13.1%	14.8%	14.2%	13.9%
GS (별도)	96.8%	40.1%	90.8%	50.0%	95.2%	43.9%	70.7%	48.4%	91.2%	86.3%	85.6%
GS Energy	36.1%	35.1%	55.9%	35.2%	43.8%	36.4%	39.9%	36.9%	40.5%	39.3%	39.3%
GSEPS	29.0%	19.2%	23.8%	17.3%	26.3%	23.3%	23.1%	22.0%	23.1%	23.8%	21.5%
GSE&R	9.5%	10.3%	8.5%	7.7%	12.8%	12.9%	13.0%	11.0%	9.0%	12.4%	11.8%
GS Retail	1.7%	3.3%	4.1%	4.3%	2.6%	3.6%	4.2%	3.5%	3.4%	3.5%	3.7%
GS Global	2.3%	1.7%	2.5%	1.3%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
순이익 (연결, 십억원)	521.1	236.2	700.0	121.5	476.0	370.0	374.0	364.1	1,578.7	1,584.1	1,553.6
순이익 (별도)	616.3	8.8	156.4	95.9	412.5	11.8	27.0	10.2	877.3	461.5	395.2
순이익률 (연결, %)	7.6%	3.8%	10.8%	1.9%	7.6%	5.8%	5.8%	5.4%	6.1%	6.1%	5.8%
지배주주순이익 (연결)	392.8	169.6	623.4	114.9	359.7	305.4	304.3	296.3	1,300.7	1,265.8	1,281.6

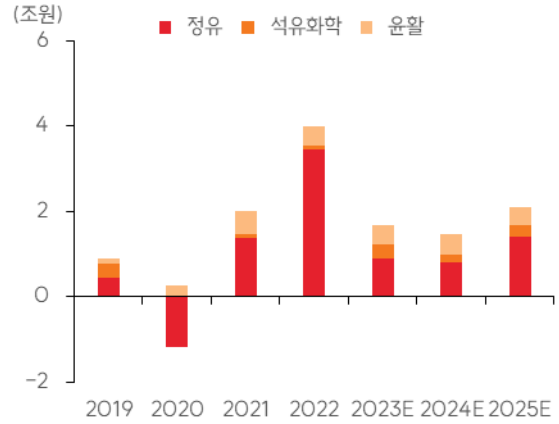
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS Caltex 부문별 이익 추이 및 전망



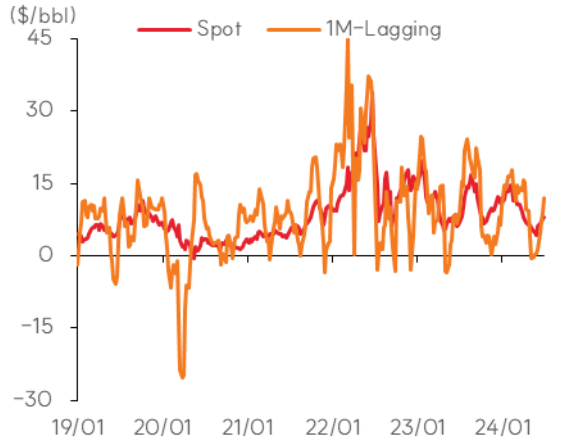
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	11,873.6	10,773.3	13,277.9	12,682.7	11,856.9	12,772.0	12,786.7	12,626.9	48,607.5	50,042.5	48,339.1
정유	9,486.1	8,459.4	10,820.2	10,131.2	9,350.8	10,122.9	9,996.0	9,800.0	38,896.9	39,269.7	37,197.2
석유화학	1,810.1	1,805.3	2,005.7	2,038.8	1,980.6	2,113.3	2,245.6	2,292.6	7,659.9	8,632.1	9,109.2
운할	577.5	508.5	452.1	512.7	525.5	535.8	545.1	534.4	2,050.8	2,140.7	2,032.7
YoY (%)	5.2%	-33.1%	-19.2%	-13.8%	-0.1%	18.6%	-3.7%	-0.4%	-17.0%	3.0%	-3.4%
QoQ (%)	-19.3%	-9.3%	23.2%	-4.5%	-6.5%	7.7%	0.1%	-1.2%	-	-	-
영업이익 (십억원)	306.8	-19.3	1,205.3	190.9	416.6	219.1	368.2	447.2	1,683.8	1,451.0	2,104.5
정유	146.4	-234.8	956.2	12.5	301.0	56.2	186.4	264.8	880.3	808.5	1,405.7
석유화학	34.8	65.0	169.2	69.4	-1.3	48.0	59.7	64.9	338.4	171.4	266.0
운할	125.6	150.6	79.9	109.0	116.9	114.9	122.0	117.4	465.1	471.2	432.8
YoY (%)	-71.6%	적전	47.4%	흑전	35.8%	흑전	-69.5%	134.3%	-57.7%	-13.8%	45.0%
QoQ (%)	흑전	적전	흑전	-84.2%	118.2%	-47.4%	68.1%	21.5%	-	-	-
OPM (%)	2.6%	-0.2%	9.1%	1.5%	3.5%	1.7%	2.9%	3.5%	3.5%	2.9%	4.4%
정유	1.5%	-2.8%	8.8%	0.1%	3.2%	0.6%	1.9%	2.7%	2.3%	2.1%	3.8%
석유화학	1.9%	3.6%	8.4%	3.4%	-0.1%	2.3%	2.7%	2.8%	4.4%	2.0%	2.9%
운할	21.7%	29.6%	17.7%	21.3%	22.2%	21.4%	22.4%	22.0%	22.7%	22.0%	21.3%
순이익 (십억원)	156.5	-35.9	821.1	211.1	220.2	101.0	128.1	387.7	1,152.7	837.0	1,446.5
지배주주순이익	156.5	-35.9	821.1	211.1	220.2	101.0	128.1	387.7	1,152.7	837.0	1,446.5
순이익률 (%)	1.3%	-0.3%	6.2%	1.7%	1.9%	0.8%	1.0%	3.1%	2.4%	1.7%	3.0%

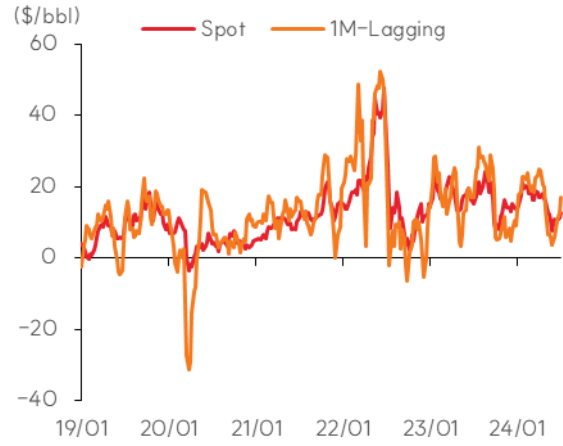
자료: GS, SK 증권

복합정제마진 추이



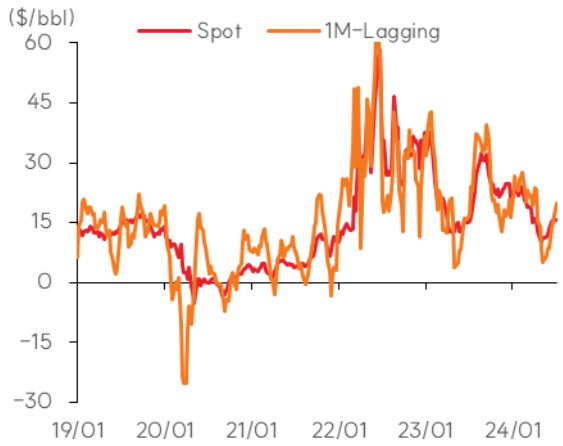
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



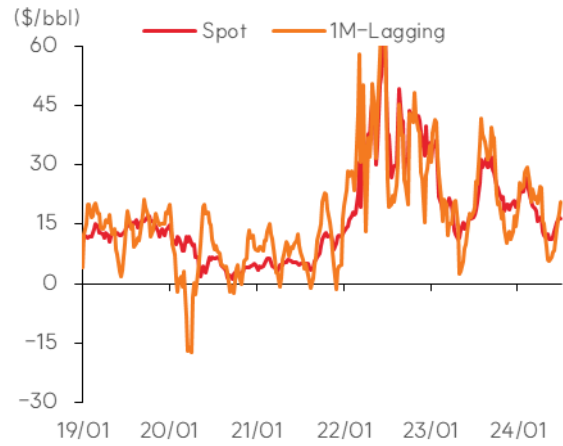
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



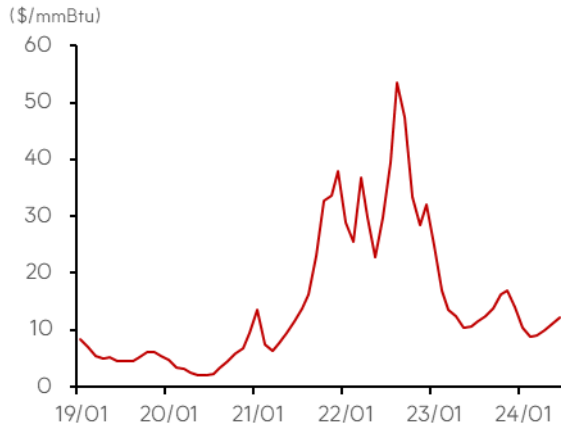
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



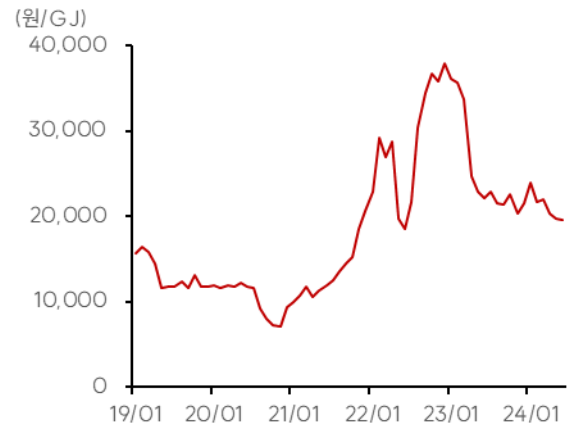
자료: Petronet, SK 증권

월별 Asia LNG 가격 추이



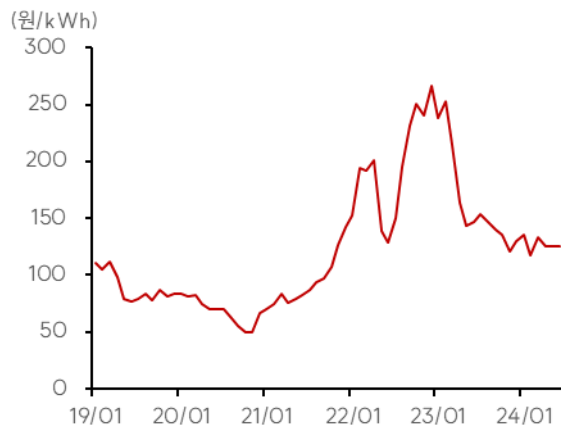
자료: Bloomberg, SK 증권

월별 발전용 LNG 가격 추이



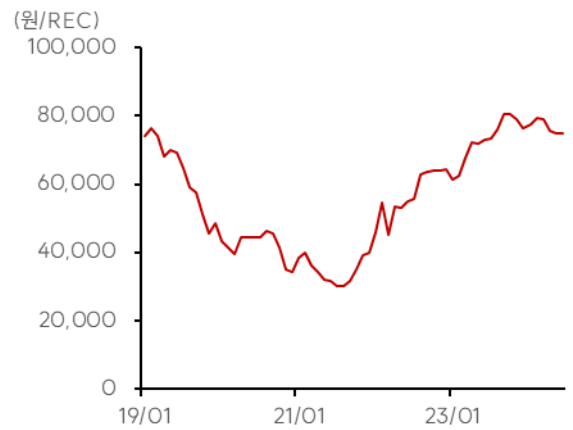
자료: KOGAS, SK 증권

월별 SMP 가격 추이



자료: 전력거래소, SK 증권

월별 REC 가격 추이



자료: 전력거래소, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	5,389	5,979	5,982	6,366	6,997
현금및현금성자산	1,205	2,331	2,222	2,111	2,716
매출채권 및 기타채권	1,809	2,150	2,282	2,390	2,431
재고자산	629	713	687	719	732
비유동자산	25,802	27,944	28,466	29,469	29,972
장기금융자산	1,194	1,333	1,328	1,322	1,333
유형자산	11,228	10,867	11,342	11,705	11,986
무형자산	1,903	2,029	1,981	2,020	2,045
자산총계	31,191	33,922	34,448	35,835	36,969
유동부채	5,502	6,528	6,574	6,361	6,249
단기금융부채	2,880	3,411	3,484	3,047	2,927
매입채무 및 기타채무	1,430	1,831	1,893	2,587	2,632
단기충당부채	113	93	85	89	91
비유동부채	11,487	10,907	10,249	10,497	10,455
장기금융부채	9,684	8,963	8,230	6,113	6,009
장기매입채무 및 기타채무	238	259	224	2,503	2,533
장기충당부채	133	118	111	116	118
부채총계	16,988	17,434	16,823	16,858	16,703
지배주주지분	10,289	12,439	13,450	14,561	15,578
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,693	1,693	1,696	1,696	1,696
기타자본구성요소	-2,984	-2,965	-2,967	-2,969	-2,969
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	11,131	13,124	14,147	15,172	16,188
비지배주주지분	3,914	4,049	4,175	4,416	4,688
자본총계	14,203	16,488	17,625	18,977	20,266
부채외자본총계	31,191	33,922	34,448	35,835	36,969

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,014	2,735	3,021	1,519	2,036
당기순이익(손실)	1,615	2,483	1,579	1,584	1,554
비현금성항목등	1,406	2,258	2,785	2,392	2,387
유형자산감가상각비	0	0	0	310	429
무형자산상각비	0	0	0	42	56
기타	1,406	2,258	2,785	2,040	1,901
운전자본감소(증가)	-821	-46	72	-845	31
매출채권및기타채권의감소(증가)	-581	-339	187	39	-41
재고자산의감소(증가)	-202	-10	15	-18	-12
매입채무및기타채무의증가(감소)	71	440	-88	-671	44
기타	-2,170	-3,922	-3,283	-3,389	-3,869
법인세납부	-984	-1,962	-1,869	-1,775	-1,935
투자활동현금흐름	-1,424	-398	-1,460	-1,414	-920
금융자산의감소(증가)	453	1,084	-61	-35	72
유형자산의감소(증가)	-725	-845	-1,070	-812	-710
무형자산의감소(증가)	-10	-7	-14	-81	-81
기타	-1,142	-630	-315	-486	-201
재무활동현금흐름	864	-1,213	-1,671	-39	-490
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	90	-120
장기금융부채의증가(감소)	400	-394	-750	57	-104
자본의증가(감소)	513	-0	3	-0	0
배당금지급	-237	-313	-470	-68	-265
기타	188	-505	-455	-117	-0
현금의 증가(감소)	462	1,126	-109	-111	605
기초현금	743	1,205	2,331	2,222	2,111
기말현금	1,205	2,331	2,222	2,111	2,716
FCF	289	1,890	1,950	707	1,327

자료 : GS, SK증권 추정

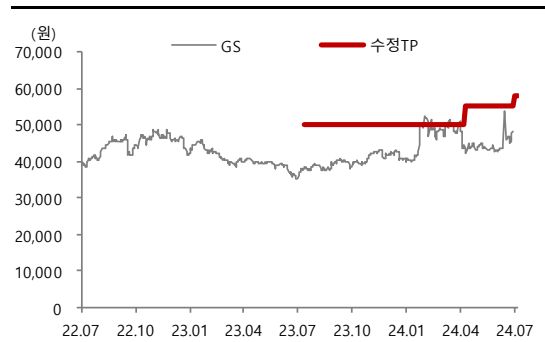
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	20,165	28,583	25,978	25,893	26,569
매출원가	15,229	20,615	19,265	19,293	19,937
매출총이익	4,936	7,968	6,714	6,601	6,631
매출총이익률(%)	24.5	27.9	25.8	25.5	25.0
판매비와 관리비	2,284	2,848	2,992	2,936	2,947
영업이익	2,651	5,120	3,722	3,664	3,684
영업이익률(%)	13.1	17.9	14.3	14.2	13.9
비영업손익	202	-360	-259	-231	-196
순금융손익	-274	-283	-253	0	0
외환관련손익	-12	1	-7	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2,853	4,760	3,462	3,433	3,488
세전계속사업이익률(%)	14.1	16.7	13.3	13.3	13.1
계속사업법인세	1,227	2,174	1,822	1,849	1,935
계속사업이익	1,626	2,585	1,640	1,584	1,554
중단사업이익	-11	-103	-62	0	0
*법인세효과	4	-31	-19	0	0
당기순이익	1,615	2,483	1,579	1,584	1,554
순이익률(%)	8.0	8.7	6.1	6.1	5.8
지배주주	1,449	2,143	1,301	1,266	1,282
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	7.5	5.0	4.9	4.8
비지배주주	166	340	278	318	272
총포괄이익	1,815	2,709	1,529	1,682	1,554
지배주주	1,601	2,321	1,246	1,347	1,282
비지배주주	214	388	283	335	272
EBITDA	2,651	5,120	3,722	4,017	4,169

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	30.6	41.7	-9.1	-0.3	2.6
영업이익	188.0	93.1	-27.3	-1.5	0.5
세전계속사업이익	562.2	66.8	-27.3	-0.8	1.6
EBITDA	188.0	93.1	-27.3	7.9	3.8
EPS	흑전	53.8	-39.3	-7.1	1.2
수익성 (%)					
ROA	5.8	7.6	4.6	4.5	4.3
ROE	15.5	18.9	10.0	9.0	8.5
EBITDA마진	13.1	17.9	14.3	15.5	15.7
안정성 (%)					
유동비율	97.9	91.6	91.0	100.1	112.0
부채비율	119.6	105.7	95.4	88.8	82.4
순차입금/자기자본	70.9	57.9	51.1	34.0	28.0
EBITDA/이자비용(배)	8.3	13.9	9.1	0.0	0.0
배당성향	13.1	11.0	18.2	21.0	20.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	15,419	23,714	14,384	13,366	13,533
BPS	108,651	131,354	142,035	153,771	164,503
CFPS	15,301	22,629	13,734	17,087	18,656
주당 현금배당금	2,000	2,500	2,500	2,800	2,800
Valuation지표 (배)					
PER	2.5	1.8	2.8	3.6	3.6
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.6	1.9	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	6.7	3.5	4.6	3.8	3.6
배당수익률	5.1	5.7	6.1	5.8	5.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.08	매수	58,000원	6개월		
2024.04.16	매수	55,000원	6개월	-19.35%	-2.00%
2023.07.20	매수	50,000원	6개월	-14.62%	4.40%
2021.08.11	매수	60,000원	6개월	-29.45%	-18.67%



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 08일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------