

(078930)

GS

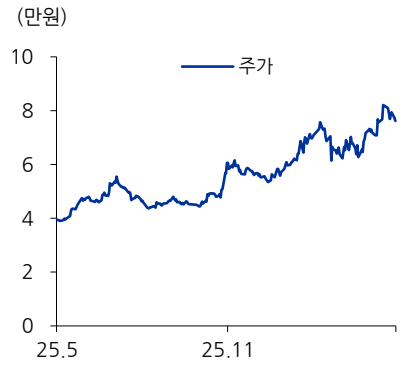
에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

국제유가 상승으로 인한 어닝 서프라이즈

투자 의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
80,000 원(유지)
71,900 원(5/13)

- “ **[투자 의견]** 당사는 GS에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 80,000원을 유지함. 1Q26 호실적에도 6월부터 OSP 상승분이 본격 반영되며 정제마진 스쿼즈가 발생 가능하며, 국제유가 변동성에 따라 재고이익 변화 클 전망. 다만, 현재 PBR 0.4배 수준의 주가 레벨 감안 시 안정적인 주가 상승 가능할 전망
- “ **[1Q26 Review]** 연결 기준 전사 매출액 6.8조원(+5%qoq, +10%yoy), 영업이익 1.3조원(+62%qoq, +57%yoy), 지배주주순이익 7,232억원(+199%qoq, +253%yoy)으로 컨센서스를 상회하는 어닝 서프라이즈 기록
- “ **GS 칼텍스(정유)**는 영업이익 1.6조원으로 전사 실적 성장을 주도. 두바이 유 분기 평균이 4Q25 64달러에서 1Q26 86달러로 상승하고 정제마진이 강세를 보이며 정유 부문 영업이익 1.5조원 달성(재고평가이익 1.1조원). 또한 석유화학도 영업이익 350억원으로 6분기 만에 흑자 전환. 다만, 재고평가를 제외한 스프레드 개선은 제한적이었으며, 유틸리티도 유가 급등 대비 제품가격 전가의 래깅 효과로 마진 압박 발생하며 영업이익 733억원으로 전년 대비 20% 감익해 부진. 다만, 4~5월부터 제품가격 인상이 반영되기 시작하며 유틸리티 마진 확대 중으로 과거 수준의 수익성으로 회복을 기대
- “ **EPS(가스 발전)**는 영업이익 323억원(흑전qoq, -29%yoy)으로 감익. 1Q에도 SMP가 110원/kWh 수준을 유지하며 마진 압박이 지속되었으며, 당진 LNG Unit 1 개별연료계약 만료로 향후 추가 수익성 악화 예상. 가동률은 1호기 20%, 2호기 27%, 3호기 54%로 전년 대비 상승했으나, 당진복합 1·2호기가 충청 지역 전력망 병목 현상으로 여전히 가동률을 낮게 유지해 현 수준의 실적이 유지될 전망. 언론에 보도되었던 SMP 상한제가 당장 시행될 가능성은 낮으나, SMP가 본격 상승할 3Q부터 도입 가능성이 부각될 것이라 판단. **E&R(석탄 발전)**은 투자보수 수준의 영업이익을 유지했으며, **파워(집단에너지)**도 7월 열요금 인상 규모에 따라 실적 개선 가능할 전망
- “ **[컨퍼런스콜 하이라이트]** 중동산 원유 수급 차질로 미국산 원유 도입 비중을 기존 25%에서 35%로 확대했으며, 석유공사와의 스왑을 통해 중동산 원유를 확보 노력 중. 현재까지 등·경유 수율 변화는 제한적이거나, 중동산 원유 확보 한계로 생산량 감소 가능성 존재. 현재 정제마진이 큰 등·경유는 미국산 대비 중동산 원유에서 수율이 높아 복합정제마진이 희석될 가능성 존재. 당사는 CDU 가동률을 기존 대비 80% 수준으로 하향 운영 예정이며, MFC 가동률도 동반 하락 예상. 전쟁 지속 여부에 따라 유가가 변동할 시 1Q26에 인식한 재고평가 이익 환입이 예상되어 주의할 필요



시가총액(십억원)	6,681
발행주식수(천주)	92,915
52 주 최고	84,000 원
최저	38,650 원
52 주 일단 Beta	0.42
60 일 평균 거래대금	231 억원
외국인 지분율	19.4%
배당수익률(26E)	4.2%
주주구성	
허창수 (외 58 인)	53.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-1.1	18.6	81.8
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자 의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	80,000	-
영업이익(26E)	3,621	3,083	▲
영업이익(27E)	2,824	3,309	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	25,184	26,087	26,479
영업이익	2,936	3,621	2,824
세전순익	2,705	3,412	2,592
당기순이익	1,038	1,399	1,011
EPS(원)	8,596	11,655	8,255
증감률(%)	40.9	35.6	-29.2
PER(배)	6.5	6.2	8.7
ROE(%)	5.6	7.3	5.0
PBR(배)	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	5.0	4.8	6.4

설명회 Q&A

Q1. 중동산 원유 수급 차질에 따른 피드 믹스 변화 및 제품 수율 영향

- 미국산 원유 도입 비중 기준 20~25% → 4월 30~35% 수준으로 확대
- 석유공사와의 Crude 스왑 통해 일부 중동산 원유 확보 중
- 현재까지 등유/경유 수율 변화는 제한적
- 다만 중동산 원유 확보 한계 존재해 향후 등유/경유 수율 소폭 감소 가능성 존재

Q2. CDU, MFC 가동률 계획

- CDU 가동률은 정상 대비 약 80% 수준 운영 예정
 - 원유 수급보다는 경제성 고려 영향
- MFC 가동률 역시 CDU 가동률과 연계해 평시 대비 소폭 낮은 수준 예상

Q3. 배당정책 및 주주환원 기초 변화 여부

- 별도기준 순이익 대비 배당성향 40% 이상 정책 유지 중
- 과거에도 DPS 2,700 원 → 3,000 원 상향하며 배당 안정성에 초점
- 실적 개선 시 현재 배당정책 유지 가능할 것으로 판단
- 다만 대외 변수에 따른 실적 변동성 확대 시 정책 변경 가능성 존재
- 자사주 매입 및 현금흐름 중심 주주환원 기초 지속 예정

Q4. 2Q26 정유 시황 전망

- 4~5월 정제마진 양호한 수준 유지 중
- 가동률 하락 영향 존재하나 전반적 정유 실적은 양호할 것으로 전망
- 다만 6월부터 OSP 상승 영향 반영 예정
 - OSP 상승 시 정제마진 스퀴즈 발생 가능
- 현재 두바이유 100 달러 수준 유지 시 재고평가이익 소폭 플러스 가능성 존재
- 반면 유가 재하락 시 재고평가이익 환입 가능성 존재

Q5. 2Q26 석유화학 시황 전망

- 1Q26 흑자는 재고평가이익 영향이 일부 반영된 결과
- PX, 벤젠, 에틸렌, 프로필렌 스프레드 유의미한 개선은 아직 제한적
- 현재 수준에서 1Q26 흑자 기초 지속 여부는 불확실
- 향후 수요 및 스프레드 변화 확인 필요

Q6. 2Q26 운할유 시황 전망

- 1Q26 유가 급등 영향으로 제품가격 반영 지연 발생
- 4~5월부터 제품가격 인상 반영 시작
- 과거 수준 이상의 수익성 회복 기대

Q7. OSP 상승 영향 및 노출도

- OSP는 6월부터 실적에 본격적으로 영향 예상
- 제품가격 전가보다는 정제마진 감소 형태로 반영
- 중동산 원유 비중 축소에도 OSP 영향은 여전히 존재
 - 주요 유종이 OSP 연동 구조
- 전체 원유 도입량 중 약 60~70% 수준 OSP 영향 노출된 것으로 판단

Q8. 재고자산 유가 레벨 및 재고 규모

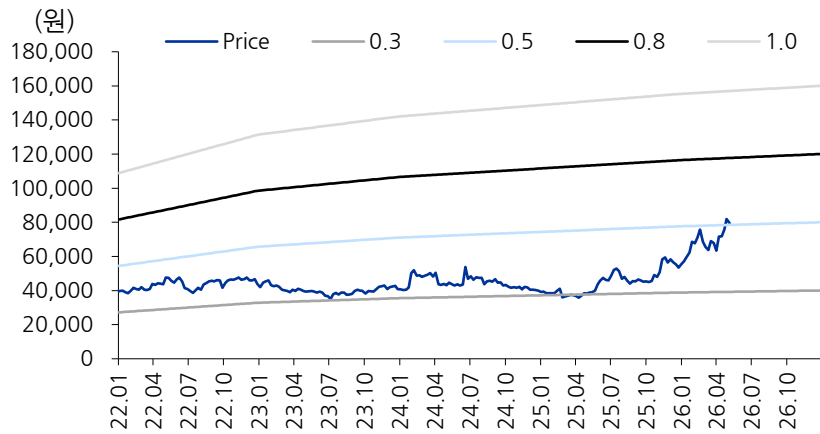
- 평균법 기준 현재 재고 유가 수준은 약 95~100 달러 수준 추정
- 가동률 하락 영향으로 재고 규모는 평상시(약 3천만배럴) 대비 약 10% 감소

GS 세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	6,223	5,938	6,536	6,487	6,842	6,374	6,540	6,331	25,250	25,184	26,087
GS 에너지	1,655	1,179	1,447	1,660	1,991	1,456	1,444	1,410	5,958	5,941	5,896
GS EPS	361	244	422	287	402	245	404	275	1,643	1,315	1,335
GS E&R	367	336	384	312	342	328	375	305	1,476	1,398	1,414
GS 리테일	2,761	2,981	3,205	3,026	2,855	3,067	3,012	3,012	11,764	11,973	12,256
별도, 기타	1,079	1,199	1,077	1,202	1,253	1,278	1,304	1,330	4,408	4,557	4,557
영업이익	805	485	871	776	1,259	794	854	714	3,077	2,936	3,621
GS 에너지	644	344	599	702	1,059	594	605	560	2,202	2,288	2,351
GS EPS	46	22	75	(21)	32	15	51	5	253	122	183
GS E&R	48	31	31	30	49	28	29	29	165	140	150
GS 리테일	39	85	111	53	58	95	105	54	263	288	291
별도, 기타	28	4	55	11	61	62	64	66	194	98	98
OPM(%)	12.9	8.2	13.3	12.0	18.4	12.5	13.1	11.3	12.2	11.7	13.9
GS 에너지	38.9	29.1	41.4	42.3	53.2	40.8	41.9	39.7	37.0	38.5	39.9
GS EPS	12.6	9.0	17.7	(7.2)	8.0	6.1	12.6	1.8	15.4	9.3	13.7
GS E&R	13.1	9.2	8.1	9.7	14.3	8.5	7.7	9.5	11.2	10.0	10.6
GS 리테일	1.4	2.8	3.5	1.8	2.0	3.1	3.5	1.8	2.2	2.4	2.4
별도, 기타	2.6	0.3	5.1	0.9	4.8	4.9	4.9	5.0	4.4	2.2	2.2
당기순이익	291	88	408	251	827	265	289	18	864	1,038	1,399

자료: GS, 유진투자증권

PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

GS(078930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	35,063	35,708	37,317	38,520	40,368
유동자산	5,707	5,410	5,283	5,158	5,325
현금성자산	2,438	2,050	1,822	1,586	1,579
매출채권	2,064	2,218	2,262	2,342	2,468
재고자산	766	745	798	826	871
비유동자산	29,356	30,298	32,034	33,362	35,043
투자자산	15,320	15,410	15,963	16,202	16,737
유형자산	11,989	12,957	14,112	15,171	16,288
기타	2,047	1,931	1,960	1,988	2,018
부채총계	16,593	16,514	17,672	18,392	19,696
유동부채	6,060	5,776	5,931	6,015	6,144
매입채무	2,157	2,096	2,247	2,326	2,451
유동성이자부채	3,396	3,238	3,238	3,238	3,238
기타	508	442	446	451	455
비유동부채	10,533	10,738	11,741	12,377	13,552
비유동이자부채	8,164	8,153	9,134	9,747	10,898
기타	2,369	2,585	2,607	2,630	2,654
자본총계	18,470	19,194	19,644	20,127	20,672
자본지분	14,077	14,703	15,154	15,636	16,181
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,704	1,711	1,711	1,711	1,711
이익잉여금	14,459	15,152	15,951	16,433	16,978
기타	(2,559)	(2,633)	(2,982)	(2,982)	(2,982)
비지배지분	4,394	4,491	4,491	4,491	4,491
자본총계	18,470	19,194	19,644	20,127	20,672
순차입금	11,560	11,391	12,372	12,985	14,136
순차입금	9,122	9,341	10,550	11,400	12,558

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	4,054	3,898	613	669	626
당기순이익	864	1,038	1,399	1,011	1,128
자산상각비	0	0	0	0	0
기타비현금성손익	2,984	2,019	(1,087)	(563)	(713)
운전자본증감	(377)	(175)	54	(28)	(45)
매출채권감소(증가)	234	(137)	(44)	(80)	(126)
재고자산감소(증가)	(110)	11	(53)	(28)	(44)
매입채무증가(감소)	(427)	6	151	79	125
기타	(73)	(54)	0	0	0
투자현금	(1,503)	(1,617)	(1,538)	(1,235)	(1,490)
단기투자자산감소	(40)	186	0	0	0
장기투자증권감소	55	909	(355)	(147)	(344)
설비투자	(1,271)	(1,883)	(1,155)	(1,059)	(1,117)
유형자산처분	22	37	0	0	0
무형자산처분	(24)	(15)	(28)	(29)	(29)
재무현금	(1,261)	(876)	697	329	857
차입금증가	(369)	9	981	613	1,151
자본증가	(407)	(413)	(284)	(284)	(294)
배당금지급	(407)	(413)	284	284	294
현금 증감	(307)	(304)	(228)	(237)	(7)
기초현금	2,222	1,915	1,611	1,383	1,146
기말현금	1,915	1,611	1,383	1,146	1,139
Gross Cash flow	4,431	4,073	559	697	671
Gross Investment	1,841	1,977	1,484	1,263	1,535
Free Cash Flow	2,590	2,095	(925)	(566)	(864)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	25,250	25,184	26,087	26,479	27,352
증가율(%)	(2.8)	(0.3)	3.6	1.5	3.3
매출원가	19,067	19,137	19,005	20,124	20,514
매출총이익	6,183	6,047	7,083	6,355	6,838
판매 및 일반관리비	3,106	3,111	3,462	3,531	3,602
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	3,077	2,936	3,621	2,824	3,236
증가율(%)	(17.3)	(4.6)	23.3	(22.0)	14.6
EBITDA	3,077	2,936	3,621	2,824	3,236
증가율(%)	(17.3)	(4.6)	23.3	(22.0)	14.6
영업외손익	(329)	(231)	(209)	(231)	(251)
이자수익	168	147	168	164	162
이자비용	431	383	401	413	425
지분법손익	9	40	15	14	14
기타영업외손익	(75)	(36)	10	4	(2)
세전순이익	2,748	2,705	3,412	2,592	2,986
증가율(%)	(20.6)	(1.6)	26.1	(24.0)	15.2
법인세비용	1,855	1,656	2,013	1,581	1,858
당기순이익	864	1,038	1,399	1,011	1,128
증가율(%)	(45.3)	20.2	34.7	(27.7)	11.6
지배주주지분	567	799	1,083	767	839
증가율(%)	(56.4)	40.9	35.6	(29.2)	9.3
비지배지분	296	239	316	244	289
EPS(원)	6,103	8,596	11,655	8,255	9,025
증가율(%)	(56.4)	40.9	35.6	(29.2)	9.3
수정EPS(원)	6,103	8,596	11,596	8,194	8,963
증가율(%)	(56.4)	40.9	34.9	(29.3)	9.4

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	6,103	8,596	11,655	8,255	9,025
BPS	148,646	155,262	160,017	165,115	170,869
DPS	2,700	3,000	3,000	3,100	3,200
밸류에이션(배, %)					
PER	6.4	6.5	6.2	8.7	8.0
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	4.2	5.0	4.8	6.4	6.0
배당수익률	6.9	5.3	4.2	4.3	4.5
PCR	0.8	1.3	12.2	9.8	10.2
수익성(%)					
영업이익률	12.2	11.7	13.9	10.7	11.8
EBITDA이익률	12.2	11.7	13.9	10.7	11.8
순이익률	3.4	4.1	5.4	3.8	4.1
ROE	4.1	5.6	7.3	5.0	5.3
ROIC	5.8	6.4	7.9	5.5	5.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	49.4	48.7	53.7	56.6	60.7
유동비율	94.2	93.7	89.1	85.8	86.7
이자보상배율	7.1	7.7	9.0	6.8	7.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	11.6	11.8	11.6	11.5	11.4
재고자산회전율	34.8	33.3	33.8	32.6	32.2
매입채무회전율	10.9	11.8	12.0	11.6	11.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 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/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

