

GS (078930/KS)

24년 견조한 이익체력

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 55,000 원(상향)

현재주가: 44,700 원

상승여력: 23.0%


Analyst
김도현

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

Company Data

발행주식수	9,292 만주
시가총액	4,153 십억원
주요주주	
허창수(외55)	51.54%
국민연금공단	7.40%

Stock Data

주가(24/04/15)	44,700 원
KOSPI	2,670.43 pt
52주 최고가	52,200 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



1Q24 Preview: 발전사, Caltex 모두 좋은 흐름

GS의 1Q24 매출액은 6.5 조원(-5.4% YoY, -1.4% QoQ), 영업이익 9,844 억원(-7.4% YoY, +13.8% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 유가, 정제마진 강세에 따른 GS Caltex의 실적 개선과 성수기 효과 등에 따른 발전사 실적 개선 영향이다.

1) **GS Caltex**: 영업이익 4,727 억원(+147.6% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 1Q24 유가 상승 및 정제마진 개선 효과에 따른 큰 폭의 증익이 예상된다. GS의 정제마진은 +\$2.8/bbl QoQ를 기록했을 것으로 판단되며, 4Q23 발생했던 재고관련손실 소멸 등에 따라 이익 개선세가 예상된다.

2) **GS Energy**: 영업이익 7,496 억원(+10.9% YoY, +19.1% QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. GS Caltex 실적 개선 반영 및 발전소 가동률 상승, 유가 상승에 따른 전 부문의 실적개선이 예상된다.

3) **GS EPS / E&R**: GS EPS 영업이익 760 억원(+10.3% QoQ), GS E&R 영업이익 394 억원(+15.5% QoQ)을 각각 기록했을 것으로 추정된다. 1Q24 발전소 가동률 상승에 따른 증익이 예상된다.

우호적 업황과 견조한 DPS의 조합

24년 에너지 업황 강세에 따라 GS의 실적은 연간 영업이익 4.0 조원이 예상되며, 23년대비 증익 가능할 것으로 예상된다. 또한, 24년도 별도 당기순이익 역시 4,483 억원으로 23년대비 감소하겠으나, 22년대비해서 볼 때 견조한 실적을 지속할 전망이다. 23년 GS는 22년 에너지 업황 호황에 따른 최대 별도 당기순이익을 기록했으며, 24년 업황 역시 우호적인 점을 고려하면 올해 배당수익률 역시 견조한 흐름을 지속할 전망이다. GS의 현재 재무구조를 고려할 때 향후 주주환원정책 확대를 위한 기초체력 역시 확보된 상황이라는 판단이며, 주주환원정책 확대에 따른 NAV 할인을 축소, 업사이드 역시 기대해볼 수 있을 것이라고 예상한다. 우호적인 업황을 반영, 실적추정치를 상향 조정하고 목표주가를 55,000 원으로 상향하며 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	26,796	26,561
영업이익	십억원	921	2,651	5,120	3,722	4,046	3,782
순이익(지배주주)	십억원	-243	1,449	2,143	1,301	1,428	1,328
EPS	원	-2,563	15,419	23,714	14,384	15,080	14,027
PER	배	-14.7	2.5	1.8	2.8	3.0	3.2
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	3.9	3.9
ROE	%	-2.8	15.5	18.9	10.0	10.2	8.8

GS 실적추정치 변경 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	25,482	24,627	26,796	26,561	25,699	26,042	4.3%	2.0%
영업이익 (십억원)	3,783	3,783	4,046	3,782	3,389	3,359	19.4%	12.6%
순이익 (십억원)	1,375	1,283	1,428	1,328	1,355	1,383	5.4%	-3.9%

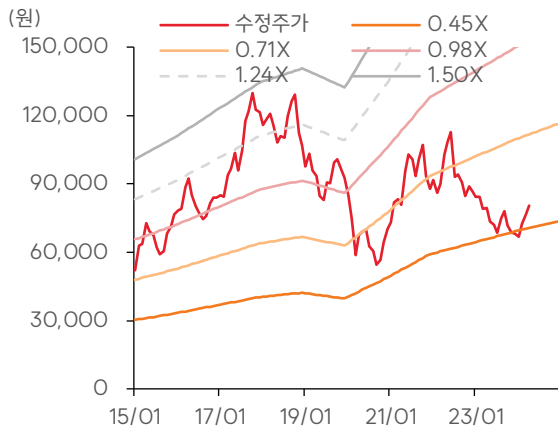
자료: GS, SK 증권

GS Valuation Table

구분		지분율	BV (십억원)	Target Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
상장사	GS Retail	57.9%	-	-	1,230.6	Fair Value / 1M 평균 시가총액
	GS Global	50.7%	-	-	111.3	Fair Value / 1M 평균 시가총액
비상장사	GS Energy	100.0%	9,302.8	-	9,283.0	24E BV 기준
	GS Caltex	50.0%	7,257.6	1.3	7,606.0	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GS Caltex 제외	-	2,045.1	0.8	1,677.0	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GSEPS	70.0%	1,001.7	0.8	821.4	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GSE&R	87.9%	561.8	0.8	460.6	24E BV 기준 / 국내 발전사 Peer 평균
	GS Ventures	100.0%	-	-	13.0	
	GS Sports	100.0%	-	-	14.0	
별도 영업가치			1,125.1		24E 브랜드 로열티 이익 / Multiple 10 배 적용	
기업가치 (십억원)			13,117.1			
별도 순차입금 (십억원)			183.9			
적정 시가총액 (십억원)			12,933.2			
발행주식수 (천주)			94,700			
주당 NAV (원)			136,570			
할인율 (%)			60.0%			
적정주가 (원)			54,628			
목표주가 (원)			55,000			
Upside (%)			23.0			

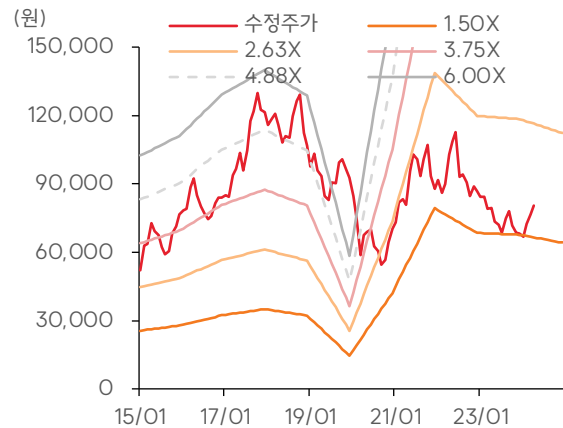
자료: GS, SK 증권

GS PBR Band Chart



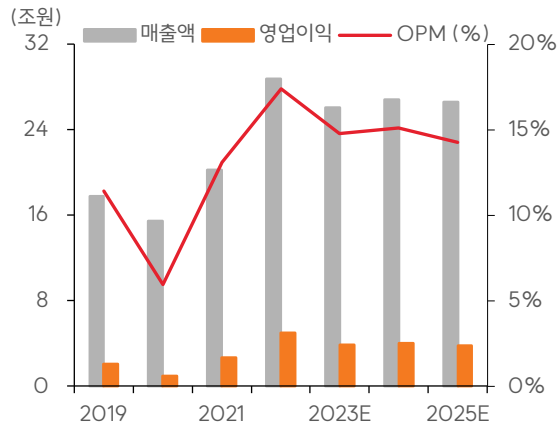
자료: FnGuide, SK 증권

GS EV/EBITDA Band Chart



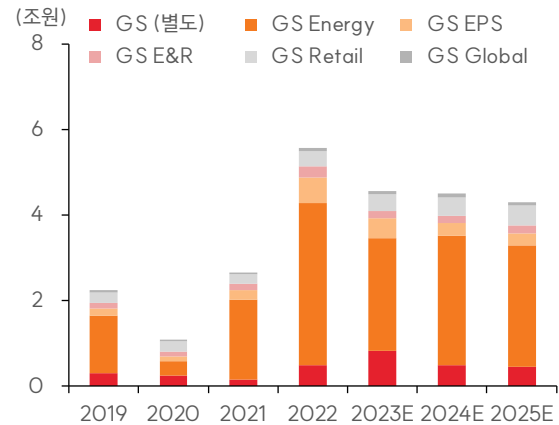
자료: FnGuide, SK 증권

GS 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS 부문별 이익 추이 및 전망



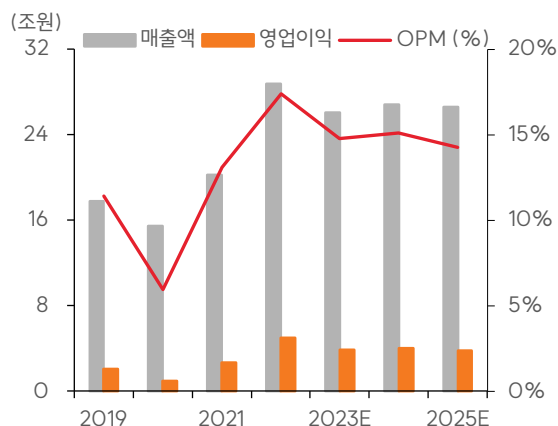
자료: GS, SK 증권

GS 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액 (십억원)	6,836.5	6,163.7	6,486.3	6,565.1	6,470.2	6,489.1	6,657.5	7,179.1	28,777.8	26,051.6	26,796.0
GS (별도)	646.4	41.4	181.6	34.4	441.6	43.5	45.8	44.0	563.4	903.8	574.9
GS Energy	1,872.5	1,254.7	1,602.9	1,788.9	1,679.7	1,533.9	1,518.0	1,795.2	7,753.7	6,519.0	6,526.7
GSEPS	684.9	491.4	409.2	398.8	418.2	387.5	405.0	468.8	2,290.0	1,984.3	1,679.5
GSE&R	601.2	443.4	433.3	442.2	503.8	446.5	511.6	537.2	2,572.6	1,920.0	1,999.2
GS Retail	2,700.2	2,957.8	3,090.2	2,864.3	2,845.8	3,097.5	3,225.9	3,066.7	11,031.9	11,612.6	12,235.8
GS Global	1,002.9	1,010.3	917.5	985.8	1,009.2	1,030.5	1,044.1	1,041.0	5,070.9	3,916.5	4,124.8
YoY (%)	-2.2%	-15.1%	-12.2%	-8.1%	-5.4%	5.3%	2.6%	9.4%	42.3%	-9.5%	2.9%
QoQ (%)	-4.3%	-9.8%	5.2%	1.2%	-1.4%	0.3%	2.6%	7.8%	-	-	-
영업이익 (십억원)	1,062.5	697.8	1,219.3	864.7	984.4	1,028.0	1,064.1	969.4	5,005.1	3,844.2	4,045.9
GS (별도)	625.6	16.6	164.9	17.2	412.2	19.1	32.4	21.3	479.1	824.3	485.0
GS Energy	675.7	440.2	896.1	629.5	749.6	752.0	784.0	752.8	3,802.8	2,641.5	3,038.4
GSEPS	198.9	94.2	97.2	68.9	76.0	68.3	70.1	69.6	608.7	459.2	284.0
GSE&R	57.0	45.6	36.8	34.1	39.4	46.5	47.1	50.3	250.6	173.5	183.2
GS Retail	46.6	97.2	126.8	123.4	72.3	114.0	137.1	103.8	360.2	394.0	427.1
GS Global	23.3	17.2	22.8	13.2	20.4	21.0	21.4	21.3	70.5	76.5	84.1
YoY (%)	-14.5%	-54.3%	-10.2%	-1.4%	-7.4%	47.3%	-12.7%	12.1%	88.8%	-23.2%	5.2%
QoQ (%)	21.2%	-34.3%	74.7%	-29.1%	13.8%	4.4%	3.5%	-8.9%	-	-	-
OPM (%)	15.5%	11.3%	18.8%	13.2%	15.2%	15.8%	16.0%	13.5%	17.4%	14.8%	15.1%
GS (별도)	96.8%	40.1%	90.8%	50.0%	93.3%	43.9%	70.7%	48.4%	85.0%	91.2%	84.4%
GS Energy	36.1%	35.1%	55.9%	35.2%	44.6%	49.0%	51.6%	41.9%	49.0%	40.5%	46.6%
GSEPS	29.0%	19.2%	23.8%	17.3%	18.2%	17.6%	17.3%	14.8%	26.6%	23.1%	16.9%
GSE&R	9.5%	10.3%	8.5%	7.7%	7.8%	10.4%	9.2%	9.4%	9.7%	9.0%	9.2%
GS Retail	1.7%	3.3%	4.1%	4.3%	2.5%	3.7%	4.3%	3.4%	3.3%	3.4%	3.5%
GS Global	2.3%	1.7%	2.5%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.4%	2.0%	2.0%
순이익 (연결, 십억원)	521.1	236.2	700.0	121.5	443.9	442.9	439.8	391.3	2,482.7	1,578.7	1,717.9
순이익 (별도)	616.3	8.8	156.4	95.9	395.0	12.9	29.3	11.2	445.5	877.3	448.3
순이익률 (연결, %)	7.6%	3.8%	10.8%	1.9%	6.9%	6.8%	6.6%	5.4%	8.6%	6.1%	6.4%
지배주주순이익 (연결)	392.8	169.6	623.4	114.9	371.5	370.2	362.9	323.5	2,143.0	1,300.7	1,428.1

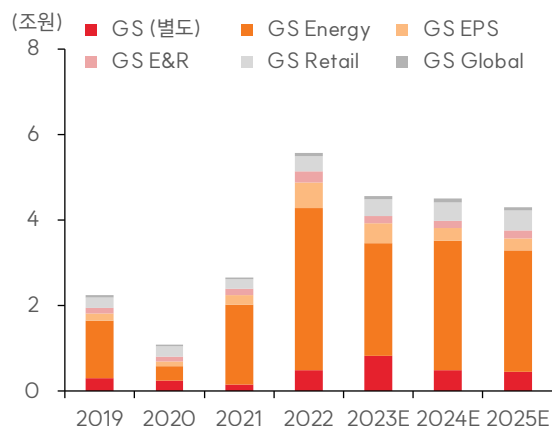
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS Caltex 부문별 이익 추이 및 전망



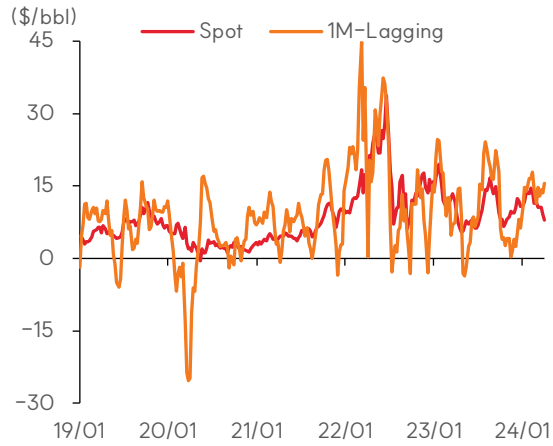
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액 (십억원)	11,873.6	10,773.3	13,277.9	12,682.7	12,628.2	13,326.7	13,689.6	13,632.9	58,532.1	48,607.5	53,277.4
정유	9,486.1	8,459.4	10,820.2	10,131.2	10,001.7	10,662.6	10,958.2	10,895.2	47,756.8	38,896.9	42,517.7
석유화학	1,810.1	1,805.3	2,005.7	2,038.8	2,154.4	2,175.5	2,236.7	2,243.5	8,739.5	7,659.9	8,810.0
운할	577.5	508.5	452.1	512.7	472.1	488.6	494.8	494.2	2,036.0	2,050.8	1,949.7
YoY (%)	5.2%	-33.1%	-19.2%	-13.8%	6.4%	23.7%	3.1%	7.5%	69.5%	-17.0%	9.6%
QoQ (%)	-19.3%	-9.3%	23.2%	-4.5%	-0.4%	5.5%	2.7%	-0.4%	-	-	-
영업이익 (십억원)	306.8	-19.3	1,205.3	190.9	472.7	567.7	711.0	567.4	3,979.5	1,683.8	2,318.8
정유	146.4	-234.8	956.2	12.5	311.9	406.0	521.0	391.9	3,435.4	880.3	1,630.7
석유화학	34.8	65.0	169.2	69.4	72.2	70.8	80.3	75.3	89.4	338.4	298.6
운할	125.6	150.6	79.9	109.0	88.6	90.9	109.7	100.3	454.8	465.1	389.4
YoY (%)	-71.6%	적전	47.4%	흑전	54.1%	흑전	-41.0%	197.2%	97.1%	-57.7%	37.7%
QoQ (%)	흑전	적전	흑전	-84.2%	147.6%	20.1%	25.2%	-20.2%	-	-	-
OPM (%)	2.6%	-0.2%	9.1%	1.5%	3.7%	4.3%	5.2%	4.2%	6.8%	3.5%	4.4%
정유	1.5%	-2.8%	8.8%	0.1%	3.1%	3.8%	4.8%	3.6%	7.2%	2.3%	3.8%
석유화학	1.9%	3.6%	8.4%	3.4%	3.4%	3.3%	3.6%	3.4%	1.0%	4.4%	3.4%
운할	21.7%	29.6%	17.7%	21.3%	18.8%	18.6%	22.2%	20.3%	22.3%	22.7%	20.0%
순이익 (십억원)	156.5	-35.9	821.1	211.1	248.6	364.1	381.6	483.1	2,789.4	1,152.7	1,477.4
지배주주순이익	156.5	-35.9	821.1	211.1	248.6	364.1	381.6	483.1	2,789.4	1,152.7	1,477.4
순이익률 (%)	1.3%	-0.3%	6.2%	1.7%	2.0%	2.7%	2.8%	3.5%	4.8%	2.4%	2.8%

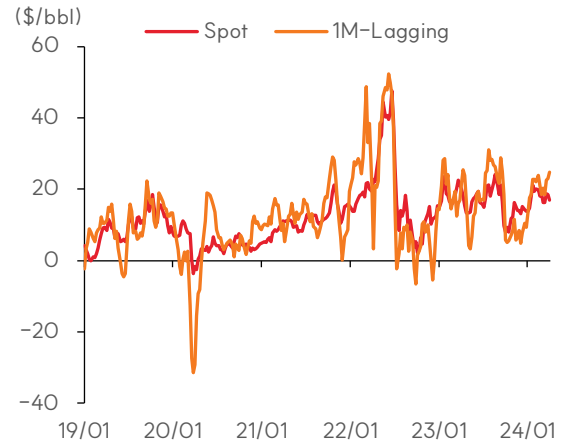
자료: GS, SK 증권

복합정제마진 추이



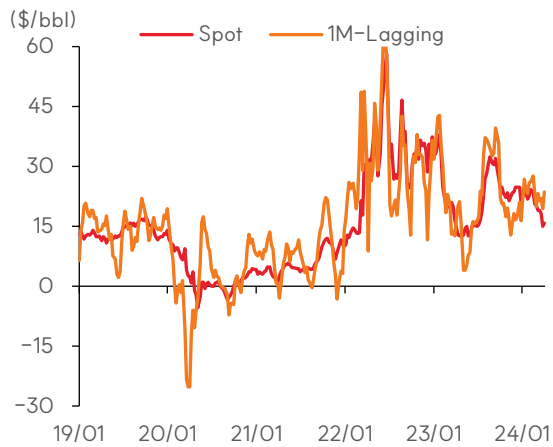
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



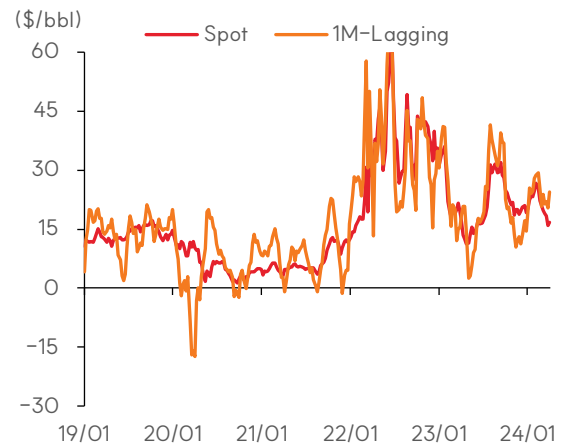
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



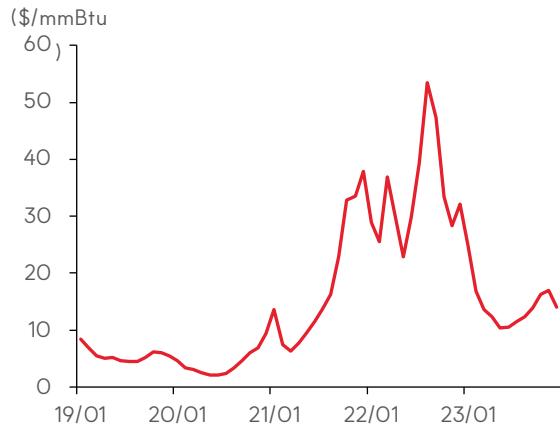
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



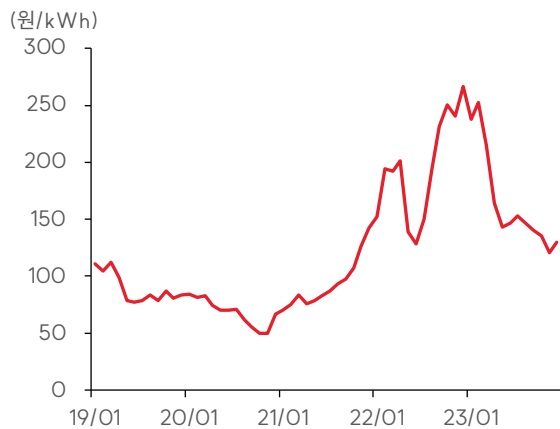
자료: Petronet, SK 증권

월별 Asia LNG 가격 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

월별 SMP 가격 추이



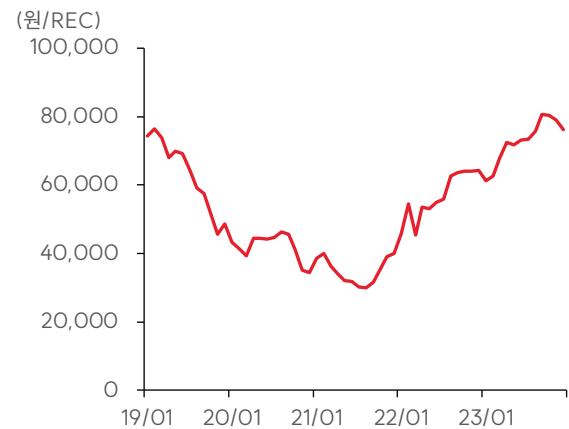
자료: 전력거래소, SK 증권

월별 발전용 LNG 가격 추이



자료: KOGAS, 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	6,841	7,689
현금및현금성자산	1,205	2,331	2,222	2,363	3,341
매출채권 및 기타채권	1,809	2,150	2,282	2,523	2,441
재고자산	629	713	687	759	735
비유동자산	25,802	27,944	28,466	29,929	29,937
장기금융자산	1,194	1,333	1,328	1,332	1,334
유형자산	11,228	10,867	11,342	11,627	11,900
무형자산	1,903	2,029	1,981	2,006	2,031
자산총계	31,191	33,922	34,448	36,770	37,625
유동부채	5,502	6,528	6,574	7,107	6,817
단기금융부채	2,880	3,411	3,484	3,625	3,482
매입채무 및 기타채무	1,430	1,831	1,893	2,731	2,642
단기충당부채	113	93	85	94	91
비유동부채	11,487	10,907	10,249	10,556	10,390
장기금융부채	9,684	8,963	8,230	8,329	8,237
장기매입채무 및 기타채무	238	259	224	242	233
장기충당부채	133	118	111	123	119
부채총계	16,988	17,434	16,823	17,664	17,207
지배주주지분	10,289	12,439	13,450	14,641	15,704
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,693	1,693	1,696	1,696	1,696
기타자본구성요소	-2,984	-2,965	-2,967	-2,967	-2,967
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	11,131	13,124	14,147	15,339	16,402
비지배주주지분	3,914	4,049	4,175	4,465	4,714
자본총계	14,203	16,488	17,625	19,106	20,418
부채와자본총계	31,191	33,922	34,448	36,770	37,625

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,014	2,735	3,021	2,341	1,967
당기순이익(손실)	1,615	2,483	1,579	1,718	1,577
비현금성항목등	1,406	2,258	2,785	3,218	3,029
유형자산감가상각비	0	0	0	415	429
무형자산상각비	0	0	0	55	55
기타	1,406	2,258	2,785	2,748	2,544
운전자본감소(증가)	-821	-46	72	180	-61
매출채권및기타채권의감소(증가)	-581	-339	187	-242	82
재고자산의감소(증가)	-202	-10	15	-73	25
매입채무및기타채무의증가(감소)	71	440	-88	261	-89
기타	-2,170	-3,922	-3,283	-4,851	-4,575
법인세납부	-984	-1,962	-1,869	-2,075	-1,997
투자활동현금흐름	-1,424	-398	-1,460	-2,025	-453
금융자산의감소(증가)	453	1,084	-61	-88	42
유형자산의감소(증가)	-725	-845	-1,070	-700	-701
무형자산의감소(증가)	-10	-7	-14	-80	-81
기타	-1,142	-630	-315	-1,157	287
재무활동현금흐름	864	-1,213	-1,671	4	-501
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	141	-143
장기금융부채의증가(감소)	400	-394	-750	99	-93
자본의증가(감소)	513	-0	3	0	0
배당금지급	-237	-313	-470	-237	-265
기타	188	-505	-455	0	0
현금의 증가(감소)	462	1,126	-109	141	978
기초현금	743	1,205	2,331	2,222	2,363
기말현금	1,205	2,331	2,222	2,363	3,341
FCF	289	1,890	1,950	1,640	1,266

자료 : GS, SK증권 추정

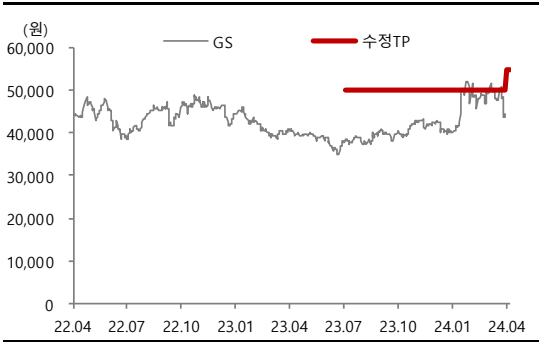
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	20,165	28,583	25,978	26,796	26,561
매출원가	15,229	20,615	19,265	19,788	19,858
매출총이익	4,936	7,968	6,714	7,008	6,702
매출총이익률(%)	24.5	27.9	25.8	26.2	25.2
판매비와 관리비	2,284	2,848	2,992	2,963	2,920
영업이익	2,651	5,120	3,722	4,046	3,782
영업이익률(%)	13.1	17.9	14.3	15.1	14.2
비영업손익	202	-360	-259	-253	-208
순금융손익	-274	-283	-253	-715	-595
외환관련손익	-12	1	-7	-9	-8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2,853	4,760	3,462	3,793	3,575
세전계속사업이익률(%)	14.1	16.7	13.3	14.2	13.5
계속사업법인세	1,227	2,174	1,822	2,075	1,997
계속사업이익	1,626	2,585	1,640	1,718	1,577
중단사업이익	-11	-103	-62	0	0
*법인세효과	4	0	0	0	0
당기순이익	1,615	2,483	1,579	1,718	1,577
순이익률(%)	8.0	8.7	6.1	6.4	5.9
지배주주	1,449	2,143	1,301	1,428	1,328
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	7.5	5.0	5.3	5.0
비지배주주	166	340	278	290	249
총포괄이익	1,815	2,709	1,529	1,718	1,577
지배주주	1,601	2,321	1,246	1,428	1,328
비지배주주	214	388	283	290	249
EBITDA	2,651	5,120	3,722	4,516	4,266

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	30.6	41.7	-9.1	3.1	-0.9
영업이익	188.0	93.1	-27.3	8.7	-6.5
세전계속사업이익	562.2	66.8	-27.3	9.6	-5.8
EBITDA	188.0	93.1	-27.3	21.3	-5.5
EPS	흑전	53.8	-39.3	4.8	-7.0
수익성 (%)					
ROA	5.8	7.6	4.6	4.8	4.2
ROE	15.5	18.9	10.0	10.2	8.8
EBITDA마진	13.1	17.9	14.3	16.9	16.1
안정성 (%)					
유동비율	97.9	91.6	91.0	96.2	112.8
부채비율	119.6	105.7	95.4	92.4	84.3
순차입금/자기자본	70.9	57.9	51.1	47.0	38.1
EBITDA/이자비용(배)	8.3	13.9	9.1	2.7	2.6
배당성향	13.1	11.0	18.2	18.6	20.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	15,419	23,714	14,384	15,080	14,027
BPS	108,651	131,354	142,035	154,614	165,841
CFPS	15,301	22,629	13,734	20,046	19,138
주당 현금배당금	2,000	2,500	2,500	2,800	2,800
Valuation지표 (배)					
PER	2.5	1.8	2.8	3.0	3.2
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.6	1.9	3.0	2.2	2.3
EV/EBITDA	6.7	3.5	4.6	3.9	3.9
배당수익률	5.1	5.7	6.1	6.3	6.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.04.16	매수	55,000원	6개월		
2023.07.20	매수	50,000원	6개월	-14.62%	4.40%
2021.04.30	매수	60,000원	6개월	-28.71%	-16.67%



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 기관투자자 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 04월 16일 기준)

매수	96.55%	중립	3.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------