

COMPANY UPDATE

2023. 11. 9

ESG연구소

양일우

팀장

iw.yang@samsung.com

홍준혁

Research Associate

junhyeok3058.hong@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	56,000원	34.1%
현재주가	41,750원	
시가총액	3.9조원	
Shares (float)	92,915,378주 (47.0%)	
52주 최저/최고	35,000원/48,600원	
60일-평균거래대금	59.6억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
GS (%)	9.0	4.9	-13.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	8.4	8.9	-14.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	56,000	56,000	0.0%
2023E EPS	15,448	13,283	16.3%
2024E EPS	9,868	9,412	4.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	7
Target price	56,000
Recommendation	4.0
BUY★★★/BUY: 4/HOLD: 3/SELL: 2/SELL★★★: 1	

삼성증권

GS (078930)

GS칼텍스가 견인한 양호한 실적

- 정제 마진 양호했던 GS칼텍스가 견조한 실적 견인
- GS EPS는 직도입 LNG 생산 투입 시기 지연되며 부진. 4분기에 가동을 개선 전망
- 6%의 배당수익률 매력적. BUY 투자의견과 목표주가 56,000원 유지

WHAT'S THE STORY?

GS칼텍스가 견인한 양호한 영업이익: 매출과 영업이익 각각 6.5조원과 1.2조원으로 전년 대비 각각 12%, 10% 감소하였고, 영업이익과 당기순이익은 각각 컨센서스를 12%, 61% 상회하였다. 자회사(손자회사)별 영업이익을 당사 추정치와 비교해보면, GS칼텍스로부터의 지분법이익이 당사 예상을 약 500억원 가량 상회하며 양호하였던 반면, GS EPS로부터의 영업이익이 예상을 약 570억원 가량 하회하며 부진하였다. GS칼텍스 정유 부문 영업이익은 재고 효과와 정제마진 효과가 각각 4:5 가량이었던 것으로 파악되고, 정제마진 효과가 당사 예상을 약 1,000억원 상회하였다.

GS EPS의 직도입 LNG 물량 투입을 통한 가동률 상승 시기는 4분기로 지연: GS EPS의 실적 이 당사 예상보다 부진했던 원인은 SMP 하락도 있겠으나, 전기 생산량 감소도 영향을 미쳤을 것으로 예상된다. GS EPS의 LNG 직도입 물량은 1년에 2개월씩 세 번 총 6개월 가량 가동되는데, 2022년에는 1분기, 3분기에 집중된 반면, 올해는 1, 2, 4분기로 분산되면서, 3분기 생산량이 33% 가량 감소한 것으로 파악된다. 10~11월 평균 SMP가 약 120원으로 전분기 대비 약 19% 가량 하락하였으나, 이연되었던 물량이 생산에 투입되며 4분기 전기 생산량이 전년 대비 20% 이상 증가하면 4Q23에 전분기 대비 감익 폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

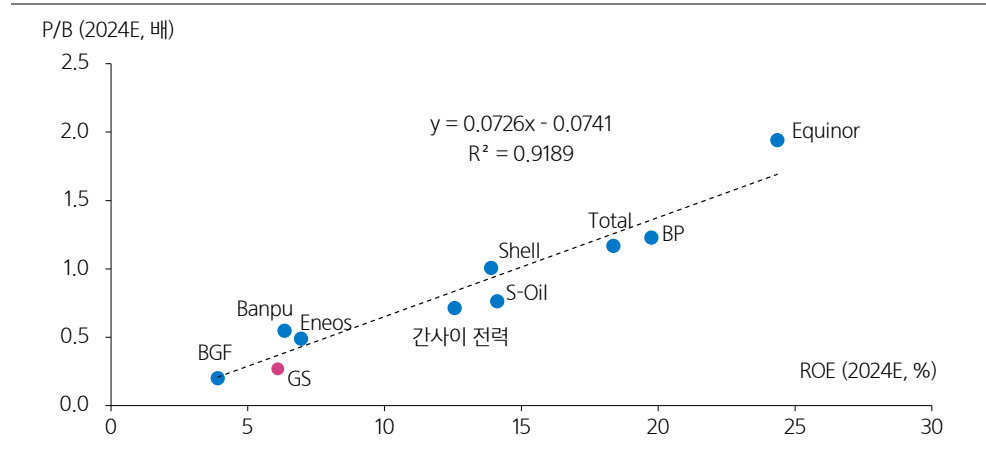
현 주가 기준 6%의 배당수익률 매력적: 2025년 정상화된 9,000억원 수준의 지배주주지분 순이익 전망과 6% 초반대의 ROE에 대한 추정치 변화는 없다. 글로벌 경쟁 9개사(석유 6개, 전기 2개, 유통 1개)의 2024년 ROE, P/B로 도출한 타겟 P/B 0.37배를 적용한 목표주가 56,000원과 BUY 투자의견을 유지한다. GS칼텍스가 중간 배당을 지급하며 연간 배당성장 40%를 충족시킴에 따라, GS는 3분기에만 1,390억원의 배당수익을 인식하며, 3분기 누계 별도 기준 영업이익이 8,071억원으로 전년 대비 77% 증가하였고, 이는 안정적인 배당 재원이 될 전망이다.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	28,777	26,384	26,279	26,699
영업이익 (십억원)	5,005	3,868	2,875	2,763
순이익 (십억원)	2,483	1,797	1,263	1,190
EPS (adj) (원)	22,629	15,448	9,868	9,659
EPS (adj) growth (%)	47.9	-31.7	-36.1	-2.1
EBITDA margin (%)	17.4	14.7	10.9	10.3
ROE (%)	18.9	11.2	6.7	6.2
P/E (adj) (배)	1.9	2.7	4.2	4.3
P/B (배)	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	3.6	4.5	6.4	6.8
Dividend yield (%)	5.7	6.0	6.0	6.0

자료: GS, 삼성증권 추정

적정 P/B 산정을 위해 선정한 글로벌 기업 ROE, P/B



자료: Bloomberg, 삼성증권

GS 분기 실적표

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출	6,987	7,263	7,385	7,143	6,837	6,164	6,486	6,897	28,777	26,384	26,279
GS리테일	2,598	2,802	2,938	2,888	2,700	2,958	3,090	2,975	11,226	11,723	12,397
GS이피에스	578	429	699	585	685	491	409	374	2,290	1,959	1,385
GS이앤알	651	579	644	699	601	443	433	501	2,573	1,978	2,059
GS칼텍스*	393	718	200	84	78	(18)	411	178	1,395	649	210
기타 및 연결 조정	2,767	2,735	2,904	2,887	2,772	2,289	2,143	2,869	11,293	10,073	10,228
매출 (전년 대비, %)	63	64	34	21	(2)	(15)	(12)	(3)	43	(8)	(0)
GS리테일	24	23	8	12	4	6	5	3	16	4	6
GS이피에스	112	72	118	49	19	15	(41)	(36)	86	(14)	(29)
GS이앤알	65	62	58	49	(8)	(23)	(33)	(28)	58	(23)	4
GS칼텍스*	146	542	198	(55)	(80)	(103)	106	111	165	(53)	(68)
영업이익	1,243	1,528	1,358	877	1,062	698	1,219	889	5,005	3,868	2,875
세전이익	1,191	1,482	1,272	675	1,005	663	1,149	780	4,621	3,597	2,554
당기순이익	748	936	561	238	521	236	700	340	2,483	1,797	1,263
GS리테일	5	45	40	(43)	18	54	72	55	48	198	316
GS이피에스	190	34	136	76	156	71	73	56	435	355	197
GS이앤알	47	12	22	24	35	23	15	20	104	91	79
GS칼텍스*	393	718	200	84	78	(18)	411	178	1,395	649	210
기타 및 연결 조정	113	128	163	96	234	107	130	31	501	504	462
당기순이익률 (%)	10.7	12.9	7.6	3.3	7.6	3.8	10.8	4.9	8.6	6.8	4.8
GS리테일	0.2	1.6	1.4	(1.5)	0.7	1.8	2.3	1.8	0.4	1.7	2.5
GS이피에스	32.9	7.9	19.5	12.9	22.7	14.4	17.8	15.1	19.0	18.1	14.2
GS이앤알	7.2	2.0	3.4	3.4	5.8	5.2	3.4	4.0	4.1	4.6	3.8
지배주주지분순이익	633	863	455	192	393	170	623	277	2,143	1,463	934
비지배주주지분순이익	115	73	106	45	128	67	77	63	340	334	328

참고: * 손자회사로서 지분법이익이 연결 기준 매출액부터 인식

자료: FnGuide, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	20,165	28,777	26,384	26,279	26,699
매출원가	15,229	20,772	19,824	19,499	19,762
매출총이익	4,936	8,005	6,560	6,780	6,937
(매출총이익률, %)	24.5	27.8	24.9	25.8	26.0
판매 및 일반관리비	2,284	3,000	2,692	3,905	4,175
영업이익	2,651	5,005	3,868	2,875	2,763
(영업이익률, %)	13.1	17.4	14.7	10.9	10.3
영업외손익	194	-380	-272	-322	-321
금융수익	184	231	228	215	213
금융비용	368	556	557	564	565
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	378	-56	58	27	30
세전이익	2,846	4,625	3,597	2,554	2,442
법인세	1,227	2,142	1,800	1,291	1,252
(법인세율, %)	43.1	46.3	50.0	50.5	51.3
계속사업이익	1,626	2,479	1,797	1,263	1,190
중단사업이익	-11	4	0	0	0
순이익	1,615	2,483	1,797	1,263	1,190
(순이익률, %)	8.0	8.6	6.8	4.8	4.5
지배주주순이익	1,449	2,143	1,463	934	915
비지배주주순이익	166	340	334	328	275
EBITDA	2,651	5,005	3,868	2,875	2,763
(EBITDA 이익률, %)	13.1	17.4	14.7	10.9	10.3
EPS (지배주주)	15,301	22,629	15,448	9,868	9,659
EPS (연결기준)	17,050	26,216	18,977	13,337	12,563
수정 EPS (원)*	15,301	22,629	15,448	9,868	9,659

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	1,014	2,735	2,551	2,225	2,125
당기순이익	1,615	2,483	1,797	1,263	1,190
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,406	2,258	2,360	1,291	1,252
유형자산 감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	1,406	2,258	2,360	1,291	1,252
영업활동 자산부채 변동	-821	-46	-123	962	936
투자활동에서의 현금흐름	-1,424	-398	-859	-1,126	-1,051
유형자산 증감	-725	-845	-647	-655	-661
장단기금융자산의 증감	-75	146	2	-5	-26
기타	-625	302	-214	-466	-364
재무활동에서의 현금흐름	864	-1,213	-687	-546	-449
차입금의 증가(감소)	1,818	-190	28	278	319
자본금의 증가(감소)	513	-0	0	0	0
배당금	-237	-313	-380	-380	-380
기타	-1,230	-710	-335	-444	-388
현금증감	462	1,126	506	-431	63
기초현금	743	1,205	2,331	2,837	2,406
기말현금	1,205	2,331	2,837	2,406	2,469
Gross cash flow	3,021	4,741	4,157	2,554	2,442
Free cash flow	246	1,870	1,901	1,570	1,464

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: GS, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,389	5,979	6,544	6,038	6,190
현금 및 현금등가물	1,205	2,331	2,837	2,406	2,469
매출채권	1,544	1,884	1,820	1,780	1,827
재고자산	629	713	688	673	691
기타	2,011	1,050	1,199	1,179	1,203
비유동자산	25,802	27,944	28,668	30,372	31,618
투자자산	8,231	9,916	10,036	10,620	10,841
유형자산	11,228	10,867	11,415	12,070	12,731
무형자산	1,903	2,029	2,066	2,127	2,191
기타	4,440	5,131	5,152	5,556	5,856
자산총계	31,191	33,922	35,212	36,411	37,809
유동부채	5,502	6,528	6,292	6,266	6,429
매입채무	862	1,111	1,073	1,049	1,077
단기차입금	725	866	860	875	897
기타 유동부채	3,915	4,551	4,360	4,342	4,455
비유동부채	11,487	10,907	10,996	11,195	11,477
사채 및 장기차입금	7,836	6,662	6,815	7,054	7,288
기타 비유동부채	3,650	4,245	4,181	4,141	4,189
부채총계	16,988	17,434	17,288	17,461	17,906
지배주주지분	10,289	12,439	13,681	14,379	15,056
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693
이익잉여금	11,131	13,124	14,350	15,047	15,725
기타	-3,009	-2,851	-2,835	-2,835	-2,835
비지배주주지분	3,914	4,049	4,243	4,571	4,846
자본총계	14,203	16,488	17,924	18,950	19,903
순부채	10,790	9,622	9,159	9,877	10,122

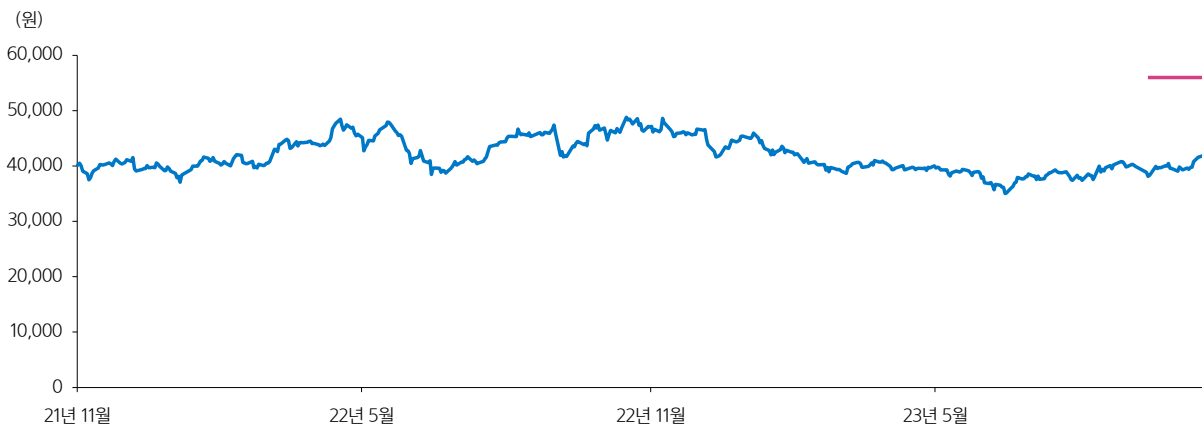
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	30.6	42.7	-8.3	-0.4	1.6
영업이익	188.0	88.8	-22.7	-25.7	-3.9
순이익	흑전	53.8	-27.6	-29.7	-5.8
수정 EPS**	흑전	47.9	-31.7	-36.1	-2.1
주당지표					
EPS (지배주주)	15,301	22,629	15,448	9,868	9,659
EPS (연결기준)	17,050	26,216	18,977	13,337	12,563
수정 EPS**	15,301	22,629	15,448	9,868	9,659
BPS	108,672	131,382	144,503	151,872	159,033
DPS (보통주)	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
Valuations (배)					
P/E***	2.6	1.9	2.7	4.2	4.3
P/B***	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.9	3.6	4.5	6.4	6.8
비율					
ROE (%)	15.5	18.9	11.2	6.7	6.2
ROA (%)	5.8	7.6	5.2	3.5	3.2
ROIC (%)	10.4	16.3	11.4	8.0	7.1
배당성향 (%)	12.8	10.8	15.9	24.9	25.4
배당수익률 (보통주, %)	5.1	5.7	6.0	6.0	6.0
순부채비율 (%)	76.0	58.4	51.1	52.1	50.9
이자보상배율 (배)	8.3	13.4	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 11월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 11월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/10/6
투자의견	BUY
TP (₩)	56000
과리율 (평균)	
과리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.09.30

매수(80.4%)·중립(19.6%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA