

# GS (078930/KS)

## 이익체력과 배당여력 모두 충분

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 55,000 원(유지)

현재주가: 44,150 원

상승여력: 24.6%



Analyst  
김도현

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

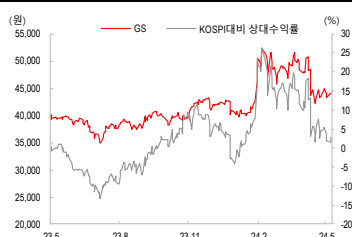
#### Company Data

발행주식수	9,292 만주
시가총액	4,102 십억원
주요주주	
허창수(외55)	51.54%
국민연금공단	7.40%

#### Stock Data

주가(24/05/09)	44,150 원
KOSPI	2,712.14 pt
52주 최고가	52,200 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 1Q24 Review: 견조한 정유+발전 실적

GS의 1Q24 매출액은 6.3 조원(-8.0% YoY, -4.2% QoQ), 영업이익은 1.0 조원(-4.3% YoY, +17.5% QoQ)을 기록하며 컨센서스에 부합하는 실적을 기록했다. 성수기 효과에 따른 발전소 가동률 상승, SMP 가격 상승 효과와 우호적 정유 업황 바탕으로 Caltex의 증익이 주요 요인이다.

1) GS Caltex: 1Q24 영업이익 4,166 억원(+118.2% QoQ)을 기록했다. 정유부문은 3,010 억원(+2,308.0% QoQ)의 이익을 기록했으며, 재고효과는 146 억원이다. 유가 상승에 따른 재고효과와 1Q24 정제마진 강세를 바탕으로 큰 폭의 증익을 기록했다. 석유화학 -13 억원(적전 QoQ), 운할 1,169 억원(+7.2% QoQ)을 달성했으며, 운할 판매량 상승과 고부가제품 판매 확대로 이익성장을 기록했다.

2) GS Energy: 1Q24 영업이익 7,584 억원(+20.5% QoQ)을 기록했다. GS Caltex의 호실적과 성수기 효과에 따른 발전소 가동률 상승, SMP 가격 상승(+4.7% QoQ)에 따라 큰 폭의 증익을 기록했다. 자원개발의 경우 유가 상승에도 4Q23 일회성 수익에 따른 기저로 소폭 감익을 기록했다.

3) GS EPS / E&R: GS EPS 영업이익 1,067 억원(+54.9% QoQ), E&R 539 억원(+58.1% QoQ)을 기록했다. 마찬가지로 SMP 가격 상승 및 발전소 가동률 상승 효과로 증익을 기록했다.

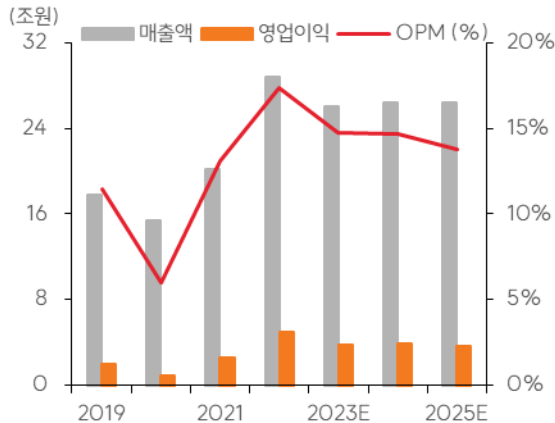
### 이익체력과 배당여력 모두 좋다

2Q24 영업이익은 9,507 억원으로 1Q24 대비 소폭 감익할 전망이다. 3월 이후 유가 및 정제마진 하락에 따른 영향과 2Q24 발전소 가동률 하락을 가정했다. 하지만, 2Q23 대비 확연히 개선된 정유 업황과 GS 리테일 호실적을 바탕으로 +36.2% YoY 성장이 가능할 전망이다. 연간 예상되는 별도 당기순이익은 4,639 억원으로 21~22년 대비 호실적이 지속될 것으로 예상, 올해 DPS 역시 견조한 흐름이 지속될 전망이다. 7%의 배당수익률에도 불구하고 현재 주가는 밴드 하단에 위치해 있으며, 주주환원에 대한 체력 역시 탄탄하다는 점을 고려, 투자의견 '매수' 유지한다.

#### 영업실적 및 투자지표

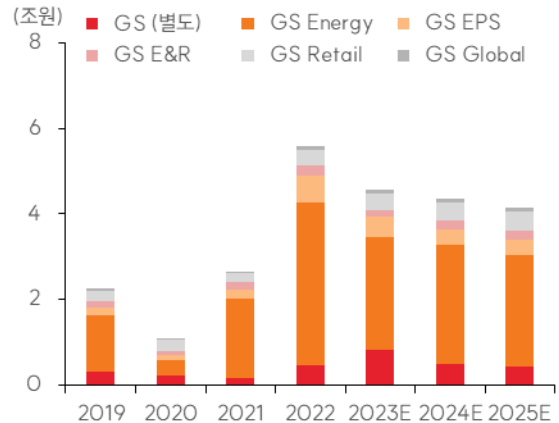
구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	15,444	20,165	28,583	25,978	26,381	26,367
영업이익	십억원	921	2,651	5,120	3,722	3,881	3,630
순이익(지배주주)	십억원	-243	1,449	2,143	1,301	1,337	1,259
EPS	원	-2,563	15,419	23,714	14,384	14,122	13,300
PER	배	-14.7	2.5	1.8	2.8	3.1	3.3
PBR	배	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	16.1	6.7	3.5	4.6	4.0	4.1
ROE	%	-2.8	15.5	18.9	10.0	9.6	8.4

## GS 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

## GS 부문별 이익 추이 및 전망



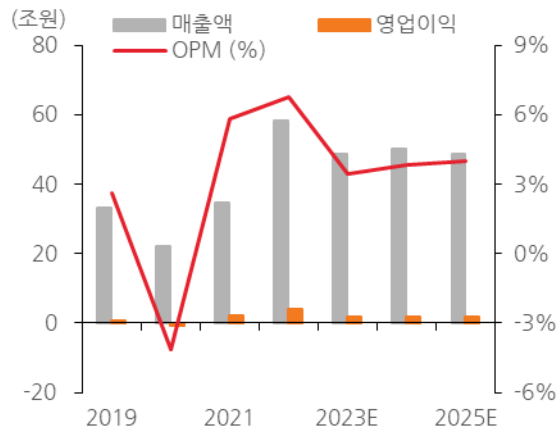
자료: GS, SK 증권

## GS 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>6,836.5</b>	<b>6,163.7</b>	<b>6,486.3</b>	<b>6,565.1</b>	<b>6,289.0</b>	<b>6,493.8</b>	<b>6,638.8</b>	<b>6,959.4</b>	<b>26,051.6</b>	<b>26,381.1</b>	<b>26,367.3</b>
GS (별도)	646.4	41.4	181.6	34.4	440.0	42.0	44.5	42.0	903.8	568.5	515.4
GS Energy	1,872.5	1,254.7	1,602.9	1,788.9	1,733.1	1,610.2	1,552.9	1,768.7	6,519.0	6,664.8	6,337.9
GSEPS	684.9	491.4	409.2	398.8	405.1	403.4	387.3	360.1	1,984.3	1,555.9	1,590.0
GSE&R	601.2	443.4	433.3	442.2	420.5	400.0	483.7	490.0	1,920.0	1,794.2	1,781.6
GS Retail	2,700.2	2,957.8	3,090.2	2,864.3	2,810.4	3,100.2	3,219.0	3,038.2	11,612.6	12,167.8	12,745.6
GS Global	1,002.9	1,010.3	917.5	985.8	962.2	988.4	1,044.1	1,041.0	3,916.5	4,035.7	3,959.9
YoY (%)	-2.2%	-15.1%	-12.2%	-8.1%	-8.0%	5.4%	2.4%	6.0%	-9.5%	1.3%	-0.1%
QoQ (%)	-4.3%	-9.8%	5.2%	1.2%	-4.2%	3.3%	2.2%	4.8%	-	-	-
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>1,062.5</b>	<b>697.8</b>	<b>1,219.3</b>	<b>864.7</b>	<b>1,016.3</b>	<b>950.5</b>	<b>991.4</b>	<b>922.5</b>	<b>3,844.2</b>	<b>3,880.7</b>	<b>3,630.5</b>
GS (별도)	625.6	16.6	164.9	17.2	418.8	18.4	31.4	20.3	824.3	489.0	443.8
GS Energy	675.7	440.2	896.1	629.5	758.4	649.5	689.4	694.4	2,641.5	2,791.7	2,607.8
GSEPS	198.9	94.2	97.2	68.9	106.7	94.5	89.8	81.6	459.2	372.5	359.5
GSE&R	57.0	45.6	36.8	34.1	53.9	48.1	48.5	48.4	173.5	199.0	190.5
GS Retail	46.6	97.2	126.8	123.4	73.9	113.8	137.0	103.7	394.0	428.4	456.7
GS Global	23.3	17.2	22.8	13.2	17.1	19.5	21.4	21.3	76.5	79.2	79.7
YoY (%)	-14.5%	-54.3%	-10.2%	-1.4%	-4.3%	36.2%	-18.7%	6.7%	-23.2%	1.0%	-6.4%
QoQ (%)	21.2%	-34.3%	74.7%	-29.1%	17.5%	-6.5%	4.3%	-7.0%	-	-	-
<b>OPM (%)</b>	<b>15.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>18.8%</b>	<b>13.2%</b>	<b>16.2%</b>	<b>14.6%</b>	<b>14.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.8%</b>	<b>14.7%</b>	<b>13.8%</b>
GS (별도)	96.8%	40.1%	90.8%	50.0%	95.2%	43.9%	70.7%	48.4%	91.2%	86.0%	86.1%
GS Energy	36.1%	35.1%	55.9%	35.2%	43.8%	40.3%	44.4%	39.3%	40.5%	41.9%	41.1%
GSEPS	29.0%	19.2%	23.8%	17.3%	26.3%	23.4%	23.2%	22.7%	23.1%	23.9%	22.6%
GSE&R	9.5%	10.3%	8.5%	7.7%	12.8%	12.0%	10.0%	9.9%	9.0%	11.1%	10.7%
GS Retail	1.7%	3.3%	4.1%	4.3%	2.6%	3.7%	4.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.6%
GS Global	2.3%	1.7%	2.5%	1.3%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>순이익 (연결, 십억원)</b>	<b>521.1</b>	<b>236.2</b>	<b>700.0</b>	<b>121.5</b>	<b>476.0</b>	<b>409.6</b>	<b>410.8</b>	<b>375.1</b>	<b>1,578.7</b>	<b>1,671.5</b>	<b>1,527.0</b>
순이익 (별도)	616.3	8.8	156.4	95.9	412.5	12.5	28.4	10.5	877.3	463.9	416.2
순이익률 (연결, %)	7.6%	3.8%	10.8%	1.9%	7.6%	6.3%	6.2%	5.4%	6.1%	6.3%	5.8%
지배주주순이익 (연결)	392.8	169.6	623.4	114.9	359.7	338.1	334.3	305.3	1,300.7	1,337.3	1,259.5

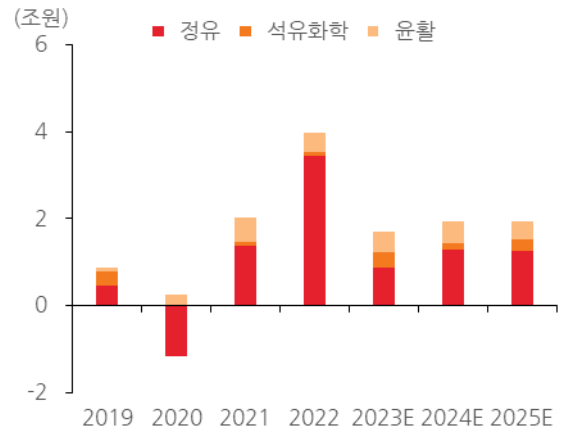
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS Caltex 부문별 이익 추이 및 전망



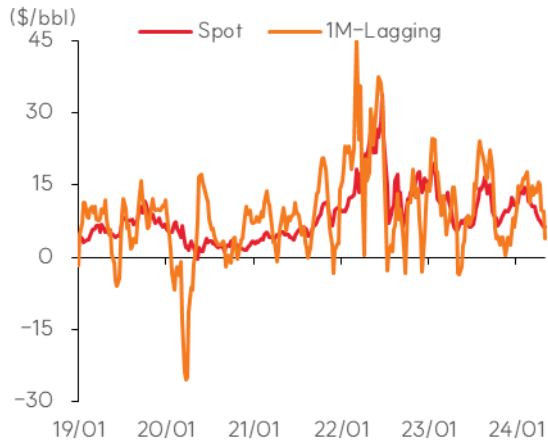
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액 (십억원)</b>	11,873.6	10,773.3	13,277.9	12,682.7	11,856.9	12,513.2	12,914.5	12,931.2	48,607.5	50,215.7	48,716.8
정유	9,486.1	8,459.4	10,820.2	10,131.2	9,350.8	9,935.9	10,209.4	10,151.1	38,896.9	39,647.2	37,637.8
석유화학	1,810.1	1,805.3	2,005.7	2,038.8	1,980.6	2,053.6	2,175.0	2,250.5	7,659.9	8,459.6	9,060.1
운할	577.5	508.5	452.1	512.7	525.5	523.8	530.1	529.5	2,050.8	2,108.9	2,019.0
YoY (%)	5.2%	-33.1%	-19.2%	-13.8%	-0.1%	16.2%	-2.7%	2.0%	-17.0%	3.3%	-3.0%
QoQ (%)	-19.3%	-9.3%	23.2%	-4.5%	-6.5%	5.5%	3.2%	0.1%	-	-	-
<b>영업이익 (십억원)</b>	306.8	-19.3	1,205.3	190.9	416.6	442.8	547.6	514.2	1,683.8	1,921.2	1,941.8
정유	146.4	-234.8	956.2	12.5	301.0	283.9	371.5	336.8	880.3	1,293.2	1,261.0
석유화학	34.8	65.0	169.2	69.4	-1.3	31.4	54.4	60.0	338.4	144.4	246.4
운할	125.6	150.6	79.9	109.0	116.9	127.6	121.6	117.4	465.1	483.6	434.3
YoY (%)	-71.6%	적전	47.4%	흑전	35.8%	흑전	-54.6%	169.4%	-57.7%	14.1%	1.1%
QoQ (%)	흑전	적전	흑전	-84.2%	118.2%	6.3%	23.7%	-6.1%	-	-	-
<b>OPM (%)</b>	2.6%	-0.2%	9.1%	1.5%	3.5%	3.5%	4.2%	4.0%	3.5%	3.8%	4.0%
정유	1.5%	-2.8%	8.8%	0.1%	3.2%	2.9%	3.6%	3.3%	2.3%	3.3%	3.4%
석유화학	1.9%	3.6%	8.4%	3.4%	-0.1%	1.5%	2.5%	2.7%	4.4%	1.7%	2.7%
운할	21.7%	29.6%	17.7%	21.3%	22.2%	24.4%	22.9%	22.2%	22.7%	22.9%	21.5%
<b>순이익 (십억원)</b>	156.5	-35.9	821.1	211.1	220.2	272.3	263.7	439.7	1,152.7	1,196.0	1,317.9
지배주주순이익	156.5	-35.9	821.1	211.1	220.2	272.3	263.7	439.7	1,152.7	1,196.0	1,317.9
순이익률 (%)	1.3%	-0.3%	6.2%	1.7%	1.9%	2.2%	2.0%	3.4%	2.4%	2.4%	2.7%

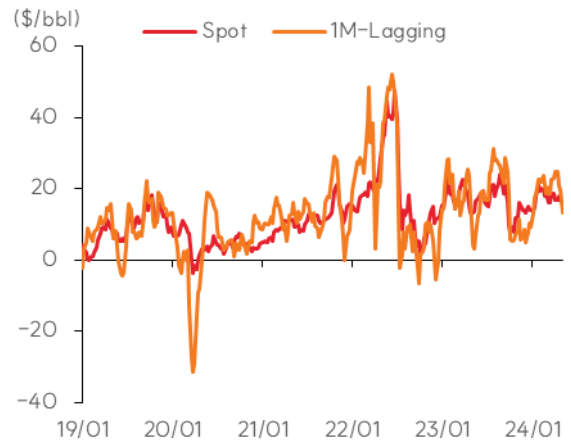
자료: GS, SK 증권

### 복합정제마진 추이



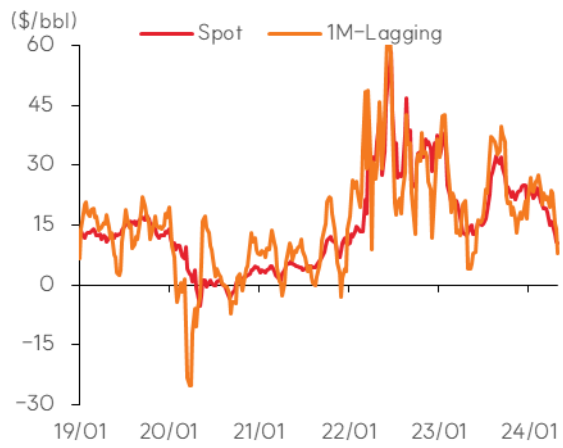
자료: Petronet, SK 증권

### 휘발유 정제마진 추이



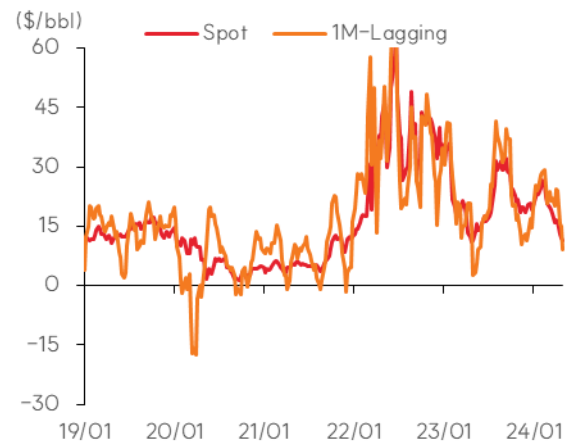
자료: Petronet, SK 증권

### 등유 정제마진 추이



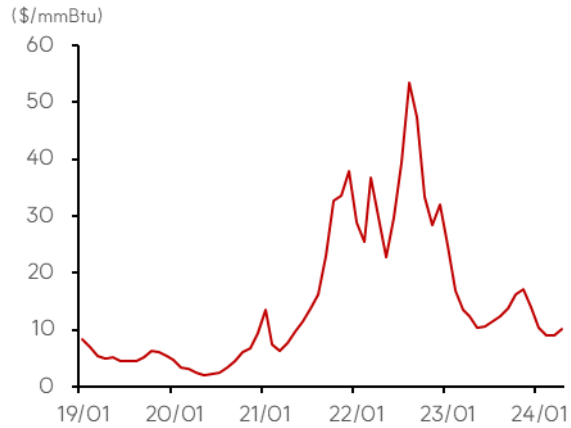
자료: Petronet, SK 증권

### 경유 정제마진 추이



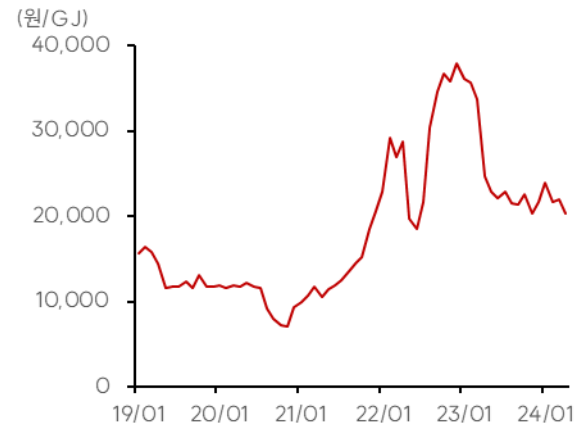
자료: Petronet, SK 증권

### 월별 Asia LNG 가격 추이



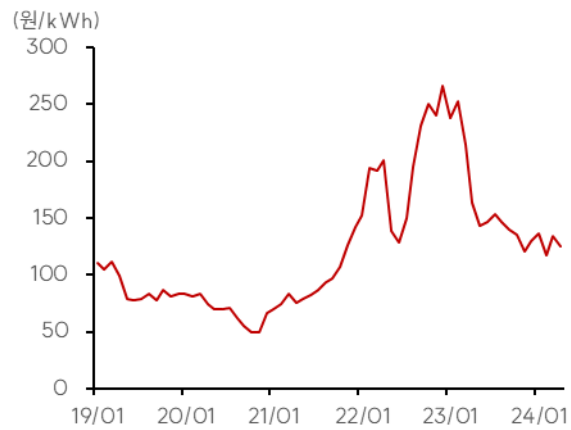
자료: Bloomberg, SK 증권

### 월별 발전용 LNG 가격 추이



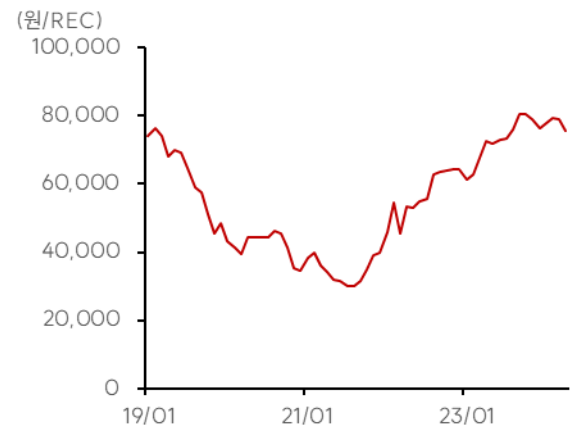
자료: KOGAS, SK 증권

### 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
<b>유동자산</b>	5,389	5,979	5,982	6,943	7,659
현금및현금성자산	1,205	2,331	2,222	2,594	3,370
매출채권 및 기타채권	1,809	2,150	2,282	2,446	2,406
재고자산	629	713	687	736	724
<b>비유동자산</b>	25,802	27,944	28,466	29,623	29,799
장기금융자산	1,194	1,333	1,328	1,326	1,331
유형자산	11,228	10,867	11,342	11,627	11,900
무형자산	1,903	2,029	1,981	2,006	2,031
<b>자산총계</b>	31,191	33,922	34,448	36,566	37,457
<b>유동부채</b>	5,502	6,528	6,574	7,010	6,773
단기금융부채	2,880	3,411	3,484	3,625	3,482
매입채무 및 기타채무	1,430	1,831	1,893	2,648	2,605
단기충당부채	113	93	85	91	90
<b>비유동부채</b>	11,487	10,907	10,249	10,496	10,362
장기금융부채	9,684	8,963	8,230	8,329	8,237
장기매입채무 및 기타채무	238	259	224	242	233
장기충당부채	133	118	111	119	117
<b>부채총계</b>	16,988	17,434	16,823	17,506	17,136
<b>지배주주지분</b>	10,289	12,439	13,450	14,551	15,545
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	15,248	16,242
비지배주주지분	3,914	4,049	4,175	4,509	4,777
<b>자본총계</b>	14,203	16,488	17,625	19,060	20,322
<b>부채와자본총계</b>	31,191	33,922	34,448	36,566	37,457

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,014	2,735	3,021	2,237	1,948
당기순이익(손실)	1,615	2,483	1,579	1,672	1,527
비현금성항목등	1,406	2,258	2,785	3,082	2,932
유형자산감가상각비	0	0	0	415	429
무형자산상각비	0	0	0	55	55
기타	1,406	2,258	2,785	2,612	2,448
운전자본감소(증가)	-821	-46	72	122	-30
매출채권및기타채권의감소(증가)	-581	-339	187	-164	40
재고자산의감소(증가)	-202	-10	15	-49	12
매입채무및기타채무의증가(감소)	71	440	-88	178	-43
기타	-2,170	-3,922	-3,283	-4,595	-4,382
법인세납부	-984	-1,962	-1,869	-1,956	-1,901
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,424	-398	-1,460	-1,707	-628
금융자산의감소(증가)	453	1,084	-61	-76	35
유형자산의감소(증가)	-725	-845	-1,070	-700	-701
무형자산의감소(증가)	-10	-7	-14	-80	-81
기타	-1,142	-630	-315	-851	118
<b>재무활동현금흐름</b>	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
<b>현금의 증가(감소)</b>	462	1,126	-109	372	776
기초현금	743	1,205	2,331	2,222	2,594
기말현금	1,205	2,331	2,222	2,594	3,370
FCF	289	1,890	1,950	1,537	1,247

자료 : GS, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	20,165	28,583	25,978	26,381	26,367
<b>매출원가</b>	15,229	20,615	19,265	19,583	19,838
<b>매출총이익</b>	4,936	7,968	6,714	6,798	6,529
매출총이익률(%)	24.5	27.9	25.8	25.8	24.8
<b>판매비와 관리비</b>	2,284	2,848	2,992	2,917	2,899
<b>영업이익</b>	2,651	5,120	3,722	3,881	3,630
영업이익률(%)	13.1	17.9	14.3	14.7	13.8
<b>비영업손익</b>	202	-360	-259	-253	-202
순금융손익	-274	-283	-253	-698	-595
외환관련손익	-12	1	-7	-9	-8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	2,853	4,760	3,462	3,628	3,428
세전계속사업이익률(%)	14.1	16.7	13.3	13.8	13.0
<b>계속사업법인세</b>	1,227	2,174	1,822	1,956	1,901
<b>계속사업이익</b>	1,626	2,585	1,640	1,672	1,527
<b>중단사업이익</b>	-11	-103	-62	0	0
<b>*법인세효과</b>	4	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,615	2,483	1,579	1,672	1,527
순이익률(%)	8.0	8.7	6.1	6.3	5.8
<b>지배주주</b>	1,449	2,143	1,301	1,337	1,259
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	7.5	5.0	5.1	4.8
<b>비지배주주</b>	166	340	278	334	267
총포괄이익	1,815	2,709	1,529	1,672	1,527
지배주주	1,601	2,321	1,246	1,337	1,259
비지배주주	214	388	283	334	267
<b>EBITDA</b>	2,651	5,120	3,722	4,351	4,115

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	30.6	41.7	-9.1	1.5	-0.1
영업이익	188.0	93.1	-27.3	4.3	-6.4
세전계속사업이익	562.2	66.8	-27.3	4.8	-5.5
EBITDA	188.0	93.1	-27.3	16.9	-5.4
EPS	흑전	53.8	-39.3	-1.8	-5.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	5.8	7.6	4.6	4.7	4.1
ROE	15.5	18.9	10.0	9.6	8.4
EBITDA마진	13.1	17.9	14.3	16.5	15.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	97.9	91.6	91.0	99.0	113.1
부채비율	119.6	105.7	95.4	91.8	84.3
순차입금/자기자본	70.9	57.9	51.1	45.9	38.1
EBITDA/이자비용(배)	8.3	13.9	9.1	2.6	2.5
배당성향	13.1	11.0	18.2	19.8	21.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	15,419	23,714	14,384	14,122	13,300
BPS	108,651	131,354	142,035	153,656	164,156
CFPS	15,301	22,629	13,734	19,088	18,411
주당 현금배당금	2,000	2,500	2,500	2,800	2,800
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	2.5	1.8	2.8	3.1	3.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	2.6	1.9	3.0	2.3	2.4
EV/EBITDA	6.7	3.5	4.6	4.0	4.1
배당수익률	5.1	5.7	6.1	6.3	6.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.09	BUY	80,000			
2022.06.20	BUY	75,000	6개월	-22.34%	
2022.02.08	BUY	98,000	6개월	-30.09%	
2021.10.20	BUY	90,000	6개월	-16.98%	
2021.01.11	BUY	108,000	6개월	-25.58%	
2020.11.17	BUY	87,000	6개월	-15.74%	
2020.06.16	BUY	68,000	6개월	-15.92%	

### Compliance Notice

작성자(관리자)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 05월 10일 기준)

매수	95.88%	중립	4.12%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------