

정제마진 약세이지만 3Q qoq 증익 전망

2Q 실적은 전반적으로 컨센서에 부합

2Q 실적은 전반적으로 컨센서에 부합했다. GS칼텍스는 2Q 정제마진 급락에도 불구하고 재고이익 1,747억원이 더해져 정유OP -264억원으로 상대적으로 선방했고, PX 스프레드 개선으로 석유화학OP가 1,091억원 (+68% yoy, 흑전 qoq)을 기록해 예상보다 양호한 실적을 기록했다. 반면 GS EPS는 OP 366억원 (-61% yoy)으로 부진했는데, 계획예방정비에 따른 가동률 하락과 SMP가 -17% yoy 하락한 영향이다. 하지만 7~8월 SMP가 반등했고, 정기보수 종료에 따른 가동률 상승으로 3Q 실적은 다시 정상화될 전망이다.

3Q 정제마진 slow하지만, 연결OP는 qoq 증가 전망

상반기 신규 정유설비 가동으로 4~5월 정제마진이 급락했다. 이후 6~7월에 평균 수준으로 회복되는 듯했던 정제마진은 8월에 다시 급락하며 래깅 마진 기준 zero 수준에서 등락 중이다. 드라이빙 시즌이 종료됐고, 제조업 비수기와 경기 부진으로 경유 수요도 부진한 것이 원인으로 파악된다. 결과적으로 3Q 정제마진은 2Q 대비 크게 회복되기 어려운 상황이다. 그럼에도 불구하고 3Q GS에 인식되는 GS칼텍스 이익(순이익의 50% 인식)은 증가 예상된다. 원/달러 환율 하락으로 큰 폭의 환이익이 더해져 순이익은 qoq 증익이 전망되기 때문이다. 또한 GS리테일 실적 성수기+SMP 반등에 따른 발전자회사 이익 증가로 3Q 연결OP는 9천억원 수준으로 개선될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 55,000원 유지

동사는 주력 자회사가 '정유+발전사업'으로 구성돼 있어 에너지 가격에 민감한 구조다. 최근 유가 및 정제마진 약세는 불리한 환경이지만, 자원개발+GS리테일의 안정적 이익과 배당이 주가 지지 요인으로 작용할 전망이다.

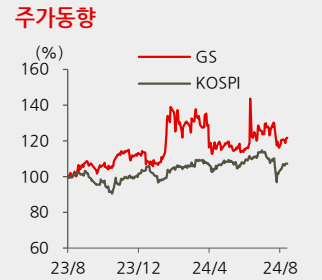
Fig. 1: GS 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	28,583	25,978	25,796	26,185	26,787
영업이익	5,120	3,722	3,590	3,428	3,531
세전이익	4,760	3,462	3,289	3,075	3,181
순이익[지배]	2,143	1,301	1,247	1,353	1,400
EPS(원)	22,629	13,734	13,169	14,289	14,781
증감률(%)	47.9	-39.3	-4.1	8.5	3.4
PER(배)	1.9	3.0	3.5	3.2	3.1
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.5	4.6	4.9	5.1	5.0
ROE(%)	18.9	10.0	8.9	8.9	8.5
배당수익률	5.7	6.1	5.5	5.5	5.5

자료: GS, BNK투자증권 / 주:K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	55,000원
[유지]	19.3%
현재주가	46,100원
2024/08/26	

주식지표	
시가총액	4,283십억원
52주최고가	53,900원
52주최저가	37,400원
상장주식수	9,292만주/178만주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
60일평균거래량	32만주
60일평균거래대금	15십억원
외국인지분율	23.1%
자기주식수	2.0만주/0.0%
주요주주및지분율	
허창수 외	51.5%
국민연금공단	7.4%



김현태
 철강/화학
 htkim@bnkfn.co.kr
 (02)3215-1592

BNK투자증권 리서치센터
 07325 서울시 영등포구 여의대로 56
 한화손해보험빌딩 10층
 www.bnkfn.co.kr

표1. GS 2분기 실적

(십억원, %)	2Q24	2Q23	YoY %	1Q24	QoQ %	BNK추정	차이	컨센서스	차이
매출액	6,204	6,142	1.0	6,289	(1.4)	6,197	0.1	6,375	(2.7)
영업이익	798	712	12.1	1,016	(21.5)	836	(4.5)	819	(2.6)
세전이익	773	684	13.2	957	(19.1)	768	0.8	775	(0.2)
순이익	275	236	16.6	476	(42.1)	422	(34.8)	375	(26.5)
지배 순이익	201	170	18.8	360	(44.0)	338	(40.4)	371	(45.7)
영업이익률	12.9	11.6		16.2		13.5		12.8	
세전이익률	12.5	11.1		15.2		12.4		12.2	
순이익률	3.2	2.8		5.7		5.4		5.8	

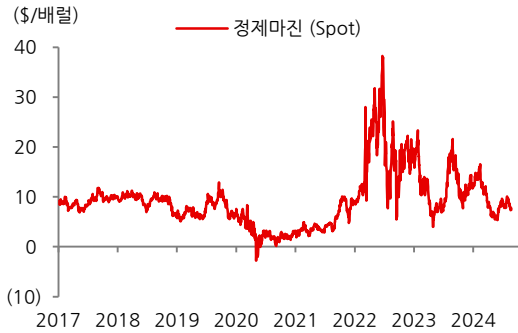
자료: Dataguide, BNK투자증권

표2. GS 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
매출액	6,837	6,164	6,486	6,540	6,289	6,204	6,696	6,607	25,978	25,796	26,185
자회사	6,631	6,068	5,986	6,320	6,048	6,054	6,493	6,392	24,958	24,987	25,328
임대수익	50	50	50	50	50	50	50	50	200	200	200
상표권수익	15	15	15	15	15	15	15	15	60	60	60
지분법수익	140	30	435	155	176	85	138	150	761	549	596
영업이익	1,062	698	1,219	711	1,016	798	902	873	3,722	3,590	3,428
GS E&R	57	46	37	33	54	44	34	30	172	162	173
GS EPS	199	94	97	69	107	37	80	55	459	278	251
GS리테일	47	97	139	91	74	81	121	98	374	374	393
GS글로벌	23	17	23	13	17	21	16	13	77	68	65
GS칼텍스	78	(18)	411	106	110	48	106	111	576	375	436
GS파워	37	5	(1)	24	41	11	7	14	67	73	60
기타	25	25	25	25	25	25	25	25	100	100	100
자원개발	596	431	489	350	589	531	513	527	1,897	2,159	1,950
매출 증가율	(1.8)	(15.2)	(12.4)	(5.9)	(7.6)	1.0	3.2	1.0	(9.1)	(0.7)	1.5
OP 증가율	(14.2)	(54.6)	(9.9)	(28.3)	(5.8)	12.1	(26.0)	22.8	(27.3)	(3.5)	(4.5)
OPM (%)	15.5	11.3	18.8	10.9	16.2	12.9	13.5	13.2	14.3	13.9	13.1

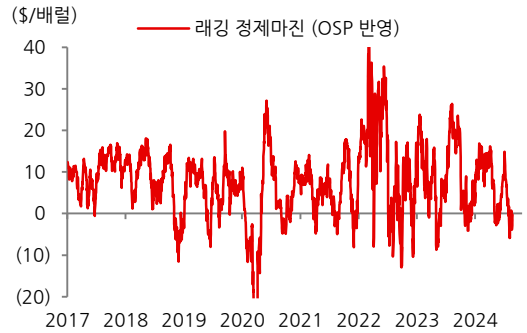
자료: GS, BNK투자증권 추정

Fig. 2: Spot 정제마진 추이



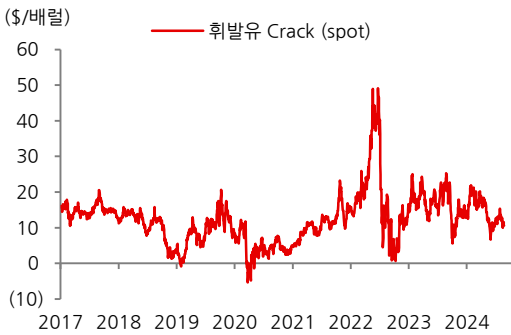
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 3: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



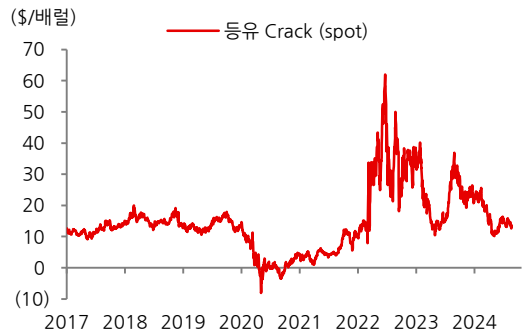
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 4: 휘발유 Crack 추이



자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 5: 등유 Crack 추이



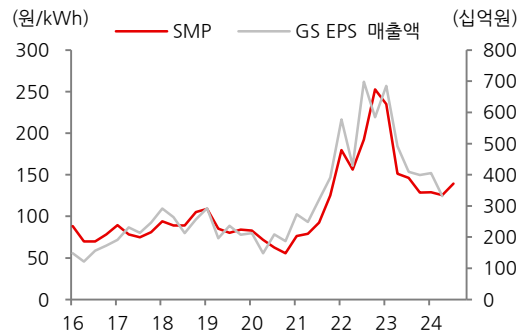
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 6: 월 평균 SMP 추이



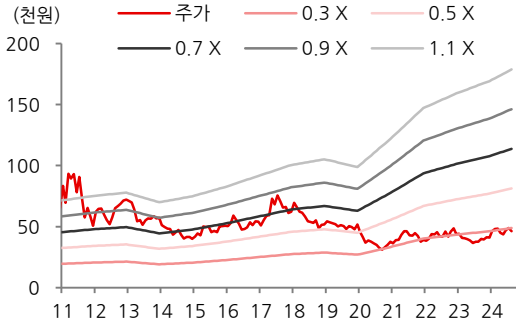
자료: 전력거래소, BNK투자증권

Fig. 7: SMP vs. GS EPS 매출액



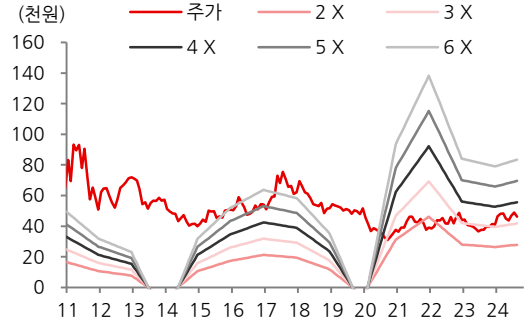
자료: 전력거래소, GS, BNK투자증권

Fig. 8: PBR Band 차트



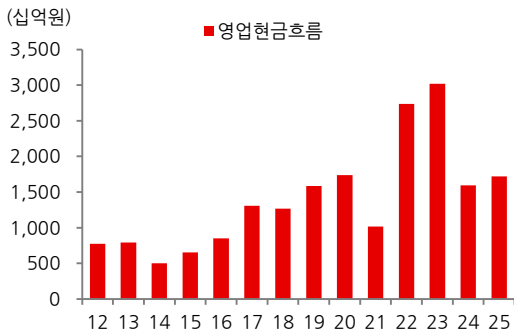
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: PER Band 차트



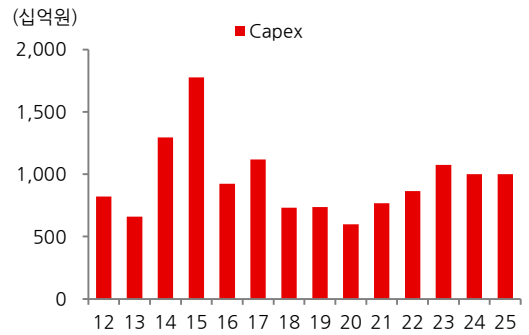
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 영업현금흐름 추이 및 전망



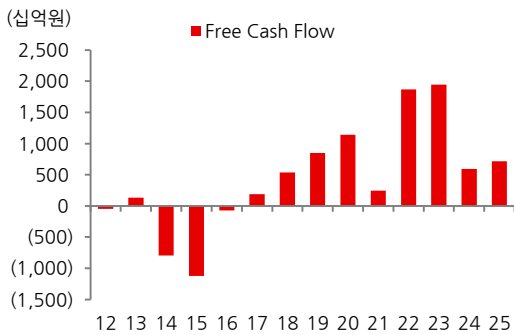
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: Capex 추이 및 전망



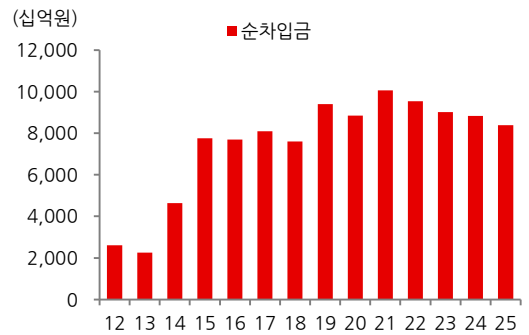
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 12: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,979	5,982	5,512	6,023	6,563
현금성자산	2,331	2,222	1,777	2,234	2,690
매출채권	1,884	1,793	1,780	1,807	1,849
재고자산	713	687	682	692	708
비유동자산	27,944	28,466	29,640	30,777	31,991
투자자산	9,916	10,103	10,280	10,418	10,631
유형자산	10,867	11,342	12,342	13,342	14,342
무형자산	2,029	1,981	1,981	1,981	1,981
자산총계	33,922	34,448	35,152	36,800	38,554
유동부채	6,528	6,574	6,301	6,356	6,441
매입채무	1,111	1,202	1,193	1,211	1,239
단기차입금	866	667	667	667	667
비유동부채	10,907	10,249	9,735	9,765	9,812
사채및장기차입금	6,662	5,915	5,415	5,415	5,415
부채총계	17,434	16,823	16,036	16,121	16,253
지배기업지분	12,439	13,450	14,579	15,804	17,076
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,693	1,696	1,696	1,696	1,696
이익잉여금	13,124	14,147	15,276	16,501	17,773
자본총계	16,488	17,625	19,116	20,679	22,301
총차입금	12,375	11,714	10,963	10,971	10,985
순차입금	9,541	9,010	8,835	8,382	7,931

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	2,735	3,021	1,596	1,719	1,792
당기순이익	2,483	1,579	1,609	1,691	1,750
비현금비용	4,224	3,952	2,067	1,758	1,806
감가상각비	0	0	0	0	0
비현금수익	-1,965	-1,167	-853	-853	-880
자산및부채의증감	-46	72	-13	27	42
매출채권감소	-339	187	13	-27	-42
재고자산감소	-10	15	5	-10	-16
매입채무증가	440	-88	-8	18	28
법인세환급(납부)	-1,962	-1,869	-1,680	-1,384	-1,432
투자활동현금흐름	-398	-1,460	-1,174	-1,143	-1,222
유형자산증가	-865	-1,074	-1,000	-1,000	-1,000
유형자산감소	20	4	0	0	0
무형자산순감	-7	-14	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,213	-1,671	-870	-119	-115
차입금증가	-190	-660	-751	9	13
자본의증감	0	3	0	0	0
배당금지급	-313	-470	-233	-233	-233
현금의증가	1,126	-109	-445	456	456
기말현금	2,331	2,222	1,777	2,234	2,690
잉여현금흐름(FCF)	1,870	1,946	596	719	792

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	28,583	25,978	25,796	26,185	26,787
매출원가	20,615	19,265	19,254	19,928	20,357
매출총이익	7,968	6,714	6,542	6,256	6,430
매출총이익률	27.9	25.8	25.4	23.9	24.0
판매비와관리비	2,848	2,992	2,952	2,828	2,899
판매비율	10.0	11.5	11.4	10.8	10.8
영업이익	5,120	3,722	3,590	3,428	3,531
영업이익률	17.9	14.3	13.9	13.1	13.2
EBITDA	5,120	3,722	3,590	3,428	3,531
영업외손익	-360	-259	-301	-353	-350
금융이자손익	-283	-253	-246	-232	-207
외화관련손익	-12	-7	0	0	0
기타영업외손익	-65	1	-55	-121	-143
세전이익	4,760	3,462	3,289	3,075	3,181
세전이익률	16.7	13.3	12.8	11.7	11.9
법인세비용	2,174	1,822	1,680	1,384	1,432
법인세율	45.7	52.6	51.1	45.0	45.0
계속사업이익	2,585	1,640	1,609	1,691	1,750
당기순이익	2,483	1,579	1,609	1,691	1,750
당기순이익률	8.7	6.1	6.2	6.5	6.5
지배기업순이익	2,143	1,301	1,247	1,353	1,400
총포괄손익	2,709	1,529	1,609	1,691	1,750

주요투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	22,629	13,734	13,169	14,289	14,781
BPS	131,354	142,035	153,953	166,891	180,322
CFPS	50,065	46,079	29,810	27,412	28,257
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
PER (배)	1.9	3.0	3.5	3.2	3.1
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	0.9	0.9	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	3.5	4.6	4.9	5.1	5.0
배당성향 (%)	9.4	14.7	14.4	13.7	13.3
배당수익률	5.7	6.1	5.5	5.5	5.5
매출액증가율	41.7	-9.1	-0.7	1.5	2.3
영업이익증가율	93.1	-27.3	-3.5	-4.5	3.0
순이익증가율	47.9	-39.3	-4.1	8.5	3.4
EPS증가율	47.9	-39.3	-4.1	8.5	3.4
부채비율 (%)	105.7	95.4	83.9	78.0	72.9
차입금비율	75.1	66.5	57.3	53.1	49.3
순차입금/자기자본	57.9	51.1	46.2	40.5	35.6
ROA (%)	7.6	4.6	4.6	4.7	4.6
ROE	18.9	10.0	8.9	8.9	8.5
ROIC	16.8	10.4	10.0	10.1	9.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2024/08/26 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
GS (078930)	21/04/01	매수	48,000원	-6.7	4.2
	21/08/10	매수	51,000원	-15.5	-10.3
	21/11/09	매수	55,000원	-27.3	-21.2
	22/02/10	매수	55,000원	-22.5	-11.9
	22/05/11	매수	55,000원	-22.3	-12.8
	22/08/11	매수	55,000원	-17.5	-11.3
	22/11/10	매수	55,000원	-22.0	-11.6
	23/05/11	매수	55,000원	-30.6	-27.3
	23/08/18	매수	55,000원	-24.8	-5.1
	24/02/15	매수	55,000원	-15.9	-2.0
	24/08/26	매수	55,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2024.06.30 기준) / 매수(Buy) 85.7%, 보유(Hold) 13.5%, 매도(Sell) 0.8%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.