

GS (078930/KS)

유가 하락 영향에 따른 부진

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 50,000 원(유지)

현재주가: 40,250 원

상승여력: 24.2%



Analyst
김도현

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

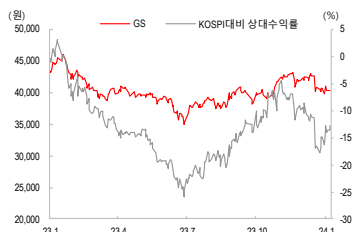
Company Data

발행주식수	9,292 만주
시가총액	3,740 십억원
주요주주	
허창수(외55)	51.51%
국민연금공단	6.34%

Stock Data

주가(24/01/16)	40,250 원
KOSPI	2,497.59 pt
52주 최고가	45,950 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Preview: 유가 하락 영향

GS의 4Q23 매출액 6.0 조원(-16.1% YoY, -7.6% QoQ), 영업이익 8,032 억원(-8.4% YoY, -34.1% QoQ)이 예상되며, 컨센서스 영업이익 대비 하회하는 실적을 기록할 것으로 추정된다.

1) **GS Caltex**: 4Q23 영업적자 681 억원(적지 YoY, 적전 QoQ)을 기록했을 것으로 추정된다. 4Q23 유가 하락등에 따른 재고관련손실 인식과 정제마진 하락 효과에 따라 적자 전환했을 것으로 추정된다.

2) **GS Energy**: 4Q23 영업이익 5,054 억원(-43.6% QoQ)으로 전분기대비 감익 예상된다. GS Caltex 적자전환과 유가하락에 따른 자원개발부문 감익에 따라 GS Power 등 발전 자회사의 QoQ 증익에도 부진한 실적을 기록했을 것으로 예상된다.

3) **GS EPS / E&R**: GS EPS 4Q23 영업이익 1,136 억원(+16.8% QoQ), E&R 4Q23 영업이익 462 억원(+25.4% QoQ)이 예상된다. 분기 평균 SMP 가격은 -12.9% 하락을 기록했지만, 성수기 진입에 따른 가동률 상승 등 영향으로 전분기대비 증익했을 것으로 예상된다.

4) **GS Global**: 4Q23 영업이익 210 억원(-8.1% QoQ)이 예상된다. 3Q23 대비 원자재 가격 하락 등의 영향으로 전분기대비 감익했을 것으로 추정된다.

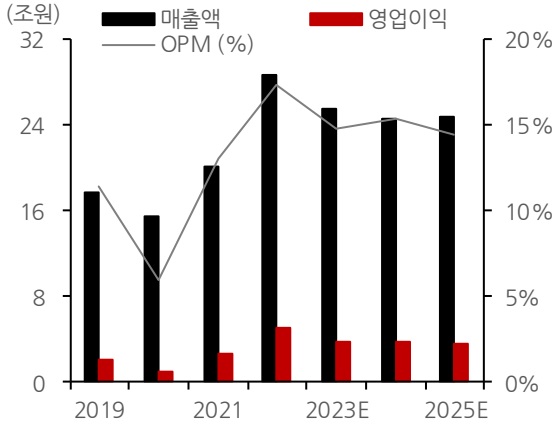
24년 견조한 DPS 지속

GS의 23년 연간 별도 당기순이익은 7,900 억원을 기록했을 것으로 추정된다. 22년 에너지 업황 사이클에서의 순이익은 1Q23 별도 당기순이익에 반영되며 23년 연간 +77.3% YoY의 순이익 성장을 기록했을 것으로 예상된다. 24년의 경우 최근 3개년 평균 별도 당기순이익을 바탕으로 산정되는 GS 배당정책의 특성상 23년 높은 실적이 반영되고, 20년 저조했던 실적은 기준에서 제외될 것으로 예상된다. 이에 따라, 24년 연간 실적은 SMP 가격, 정제마진 하향 안정화 등에 따라 23년대비 부진할 것으로 예상된다, 견조한 DPS는 지속할 수 있을 것으로 전망된다. 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

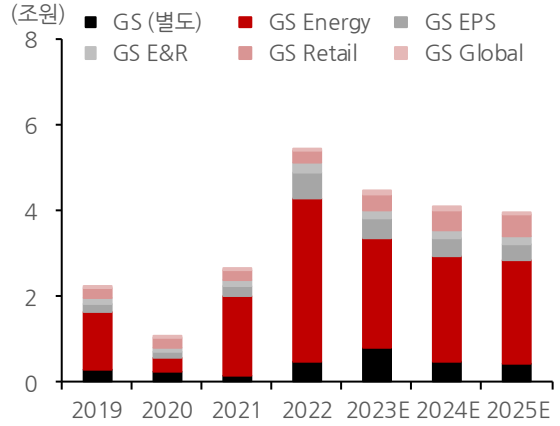
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	15,444	20,165	28,777	25,482	24,627	24,757
영업이익	십억원	921	2,651	5,005	3,783	3,783	3,582
순이익(지배주주)	십억원	-243	1,449	2,143	1,485	1,403	1,357
EPS	원	-2,563	15,419	22,591	15,682	14,815	14,328
PER	배	-14.7	2.5	1.9	2.6	2.7	2.8
PBR	배	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	배	16.1	6.7	3.5	3.9	3.5	3.4
ROE	%	-2.8	15.5	18.9	11.4	9.8	8.8

GS 연결 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS 부문별(자회사) 이익 추이 및 전망



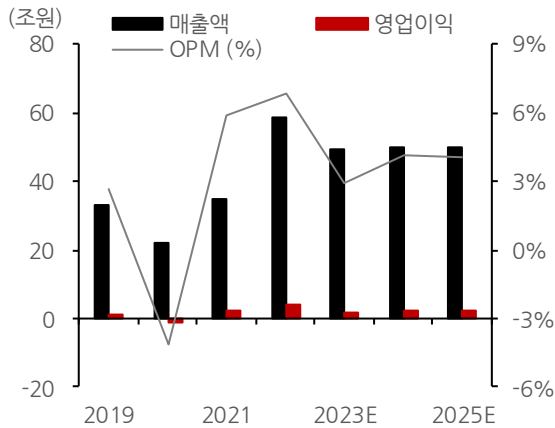
자료: GS, SK 증권

GS 연결 실적 추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	6,836.5	6,163.7	6,486.3	5,995.0	6,182.3	5,981.1	6,106.0	6,357.8	28,777.8	25,481.5	24,627.2
GS (별도)	646.4	41.4	181.6	36.8	454.6	41.2	43.5	44.0	563.4	906.2	583.3
GS Energy	1,872.5	1,254.7	1,602.9	1,194.6	1,332.9	1,188.5	1,096.4	1,335.8	7,753.7	5,924.7	4,953.6
GS EPS	684.9	491.4	409.2	412.2	464.6	371.1	390.7	451.9	2,290.0	1,997.7	1,678.4
GS E&R	601.2	443.4	433.3	465.2	588.5	423.0	487.9	514.6	2,572.6	1,943.0	2,013.9
GS Retail	2,700.2	2,957.8	3,090.2	3,009.9	2,866.0	3,114.5	3,260.9	3,148.6	11,226.4	11,758.1	12,389.9
GS Global	1,002.9	1,010.3	917.5	911.4	884.9	889.2	911.8	915.3	5,070.9	3,842.1	3,601.2
YoY (%)	-2.2%	-15.1%	-12.2%	-16.1%	-9.6%	-3.0%	-5.9%	6.1%	42.3%	-11.5%	-3.4%
QoQ (%)	-4.3%	-9.8%	5.2%	-7.6%	3.1%	-3.3%	2.1%	4.1%	-	-	-
영업이익 (십억원)	1,062.5	697.8	1,219.3	803.2	987.0	903.4	921.4	971.1	5,005.1	3,782.7	3,782.9
GS (별도)	625.6	16.6	164.9	18.4	424.3	18.1	30.7	21.3	479.1	825.5	494.4
GS Energy	675.7	440.2	896.1	505.4	574.1	620.3	616.2	653.6	3,802.8	2,517.3	2,464.2
GS EPS	198.9	94.2	97.2	113.6	135.8	79.9	85.0	109.6	608.7	503.8	410.3
GS E&R	57.0	45.6	36.8	46.2	57.6	42.8	44.2	50.7	250.6	185.6	195.2
GS Retail	46.6	97.2	126.8	91.1	78.4	117.6	145.5	111.1	245.1	361.6	452.7
GS Global	23.3	17.2	22.8	21.0	19.2	19.3	20.0	20.1	70.5	84.3	78.5
YoY (%)	-14.5%	-54.3%	-10.2%	-8.4%	-7.1%	29.5%	-24.4%	20.9%	88.8%	-24.4%	0.0%
QoQ (%)	21.2%	-34.3%	74.7%	-34.1%	22.9%	-8.5%	2.0%	5.4%	-	-	-
OPM (%)	15.5%	11.3%	18.8%	13.4%	16.0%	15.1%	15.1%	15.3%	17.4%	14.8%	15.4%
GS (별도)	96.8%	40.1%	90.8%	50.0%	93.3%	43.9%	70.7%	48.4%	85.0%	91.1%	84.8%
GS Energy	36.1%	35.1%	55.9%	42.3%	43.1%	52.2%	56.2%	48.9%	49.0%	42.5%	49.7%
GS EPS	29.0%	19.2%	23.8%	27.5%	29.2%	21.5%	21.7%	24.3%	26.6%	25.2%	24.4%
GS E&R	9.5%	10.3%	8.5%	9.9%	9.8%	10.1%	9.0%	9.8%	9.7%	9.5%	9.7%
GS Retail	1.7%	3.3%	4.1%	3.0%	2.7%	3.8%	4.5%	3.5%	2.2%	3.1%	3.7%
GS Global	2.3%	1.7%	2.5%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	1.4%	2.2%	2.2%
순이익 (연결, 십억원)	521.1	236.2	700.0	360.5	471.0	415.8	411.6	424.9	2,482.7	1,817.7	1,723.3
순이익 (별도)	616.3	8.8	156.4	8.5	406.6	12.3	27.8	10.4	445.5	790.0	457.1
순이익률 (연결, %)	7.6%	3.8%	10.8%	6.0%	7.6%	7.0%	6.7%	6.7%	8.6%	7.1%	7.0%
지배주주순이익 (연결)	392.8	169.6	623.4	299.6	387.5	340.8	332.1	342.6	2,143.0	1,485.3	1,403.0

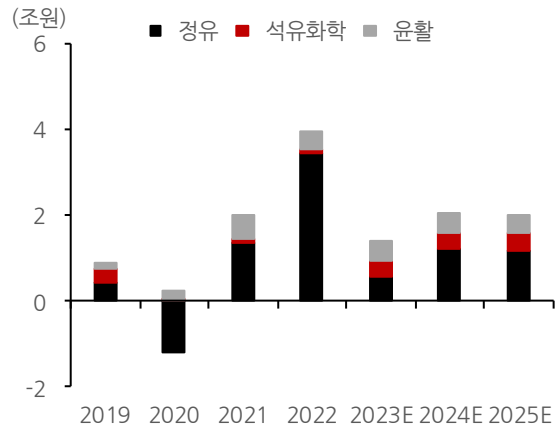
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS Caltex 이익 추이 및 전망



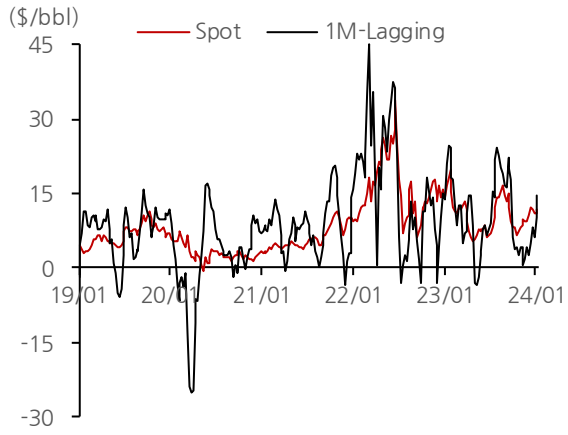
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적 추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	11,873.6	10,773.3	13,277.9	13,366.6	12,310.0	12,223.6	12,546.3	12,723.7	58,532.1	49,291.4	49,803.6
정유	9,486.1	8,459.4	10,820.2	10,596.0	9,544.2	9,453.0	9,822.4	9,981.1	47,756.8	39,361.7	38,800.8
석유화학	1,810.1	1,805.3	2,005.7	2,286.0	2,234.2	2,223.7	2,173.7	2,189.7	8,739.5	7,907.1	8,821.3
윤활	577.5	508.5	452.1	484.6	531.5	546.9	550.2	552.9	2,036.0	2,022.7	2,181.5
YoY (%)	5.2%	-33.1%	-19.2%	-9.1%	3.7%	13.5%	-5.5%	-4.8%	69.5%	-15.8%	1.0%
QoQ (%)	-19.3%	-9.3%	23.2%	0.7%	-7.9%	-0.7%	2.6%	1.4%	-	-	-
영업이익 (십억원)	306.8	-19.3	1,205.3	-68.1	443.0	577.6	594.7	428.7	3,979.5	1,424.8	2,044.0
정유	146.4	-234.8	956.2	-305.7	227.8	376.1	387.5	217.3	3,435.4	562.1	1,208.6
석유화학	34.8	65.0	169.2	116.4	99.4	89.0	97.7	105.4	89.4	385.4	391.5
윤활	125.6	150.6	79.9	121.1	115.8	112.5	109.5	106.0	454.8	477.2	443.9
YoY (%)	-71.6%	적전	47.4%	적지	44.4%	흑전	-50.7%	흑전	97.1%	-64.2%	43.5%
QoQ (%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	30.4%	3.0%	-27.9%	-	-	-
OPM (%)	2.6%	-0.2%	9.1%	-0.5%	3.6%	4.7%	4.7%	3.4%	6.8%	2.9%	4.1%
정유	1.5%	-2.8%	8.8%	-2.9%	2.4%	4.0%	3.9%	2.2%	7.2%	1.4%	3.1%
석유화학	1.9%	3.6%	8.4%	5.1%	4.5%	4.0%	4.5%	4.8%	1.0%	4.9%	4.4%
윤활	21.7%	29.6%	17.7%	25.0%	21.8%	20.6%	19.9%	19.2%	22.3%	23.6%	20.3%
순이익 (십억원)	156.5	-35.9	821.1	81.0	229.5	377.3	304.0	393.9	2,789.4	1,022.6	1,304.7
지배주주순이익	156.5	-35.9	821.1	81.0	229.5	377.3	304.0	393.9	2,789.4	1,022.6	1,304.7
순이익률 (%)	1.3%	-0.3%	6.2%	0.6%	1.9%	3.1%	2.4%	3.1%	4.8%	2.1%	2.6%

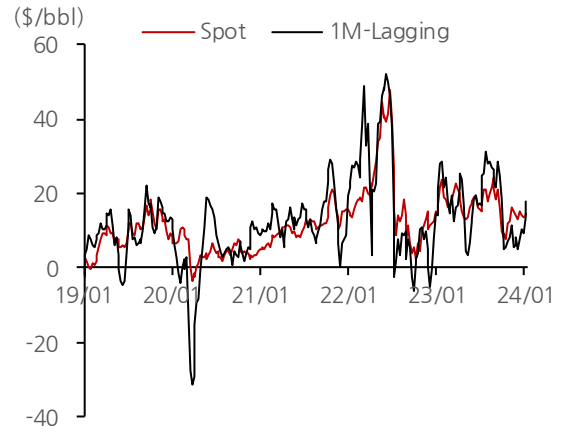
자료: GS, SK 증권

복합 정제마진 추이



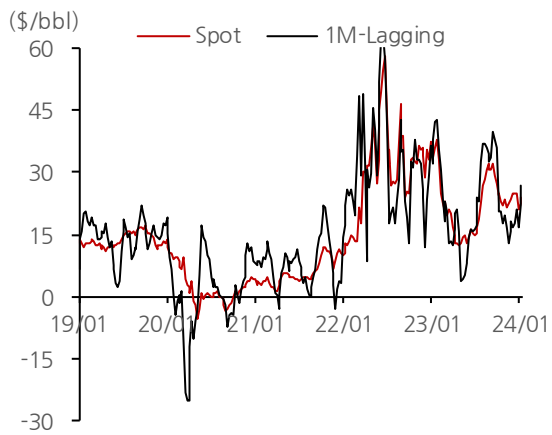
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



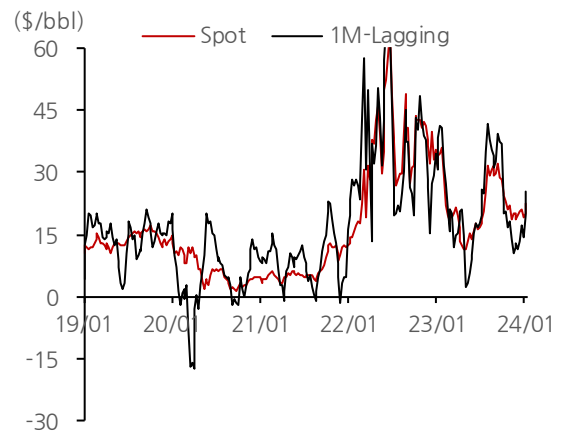
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



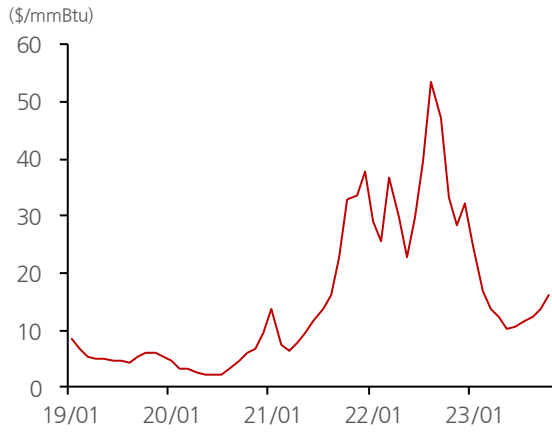
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



자료: Petronet, SK 증권

월별 Asia LNG 가격 추이



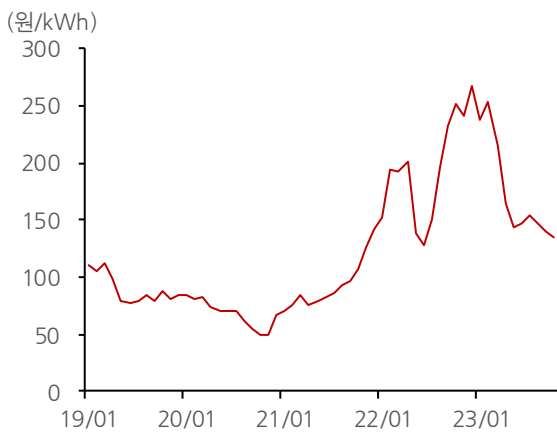
자료: Bloomberg, SK 증권

월별 발전용 LNG 가격 추이



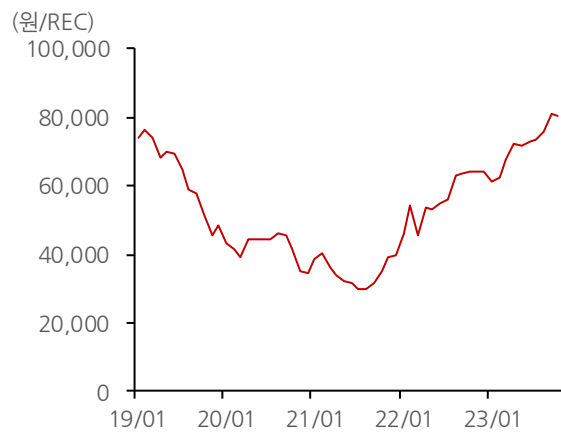
자료: KOGAS, SK 증권

월별 SMP 가격 추이



자료: 전력거래소, SK 증권

월별 REC 가격 추이



자료: 전력거래소, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,389	5,979	7,056	7,108	7,637
현금및현금성자산	1,205	2,331	3,709	3,592	4,156
매출채권 및 기타채권	1,809	2,149	1,804	1,913	1,892
재고자산	629	713	598	634	627
비유동자산	25,802	27,944	26,716	27,711	27,874
장기금융자산	1,194	1,333	1,282	1,301	1,295
유형자산	11,228	10,867	11,286	11,547	11,809
무형자산	1,903	2,029	2,036	2,060	2,086
자산총계	31,191	33,922	33,771	34,820	35,511
유동부채	5,502	6,528	5,900	6,010	5,901
단기금융부채	2,880	3,411	3,296	3,230	3,166
매입채무 및 기타채무	1,430	1,831	1,932	2,049	2,026
단기충당부채	113	93	78	83	82
비유동부채	11,487	10,907	9,896	9,348	8,739
장기금융부채	9,684	8,963	8,234	7,595	7,005
장기매입채무 및 기타채무	238	259	249	254	251
장기충당부채	133	118	99	105	104
부채총계	16,988	17,434	15,796	15,358	14,640
지배주주지분	10,289	12,439	13,727	14,893	15,994
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,693	1,693	1,693	1,693	1,693
기타자본구성요소	-2,984	-2,965	-2,967	-2,967	-2,967
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	11,131	13,124	14,372	15,538	16,640
비지배주주지분	3,914	4,049	4,248	4,568	4,877
자본총계	14,203	16,488	17,975	19,461	20,871
부채외자본총계	31,191	33,922	33,771	34,820	35,511

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,216	2,733	1,890	2,254	2,112
당기순이익(손실)	1,615	2,483	1,818	1,723	1,665
비현금성항목등	1,406	2,258	2,305	2,283	2,185
유형자산감가상각비	0	0	111	423	438
무형자산상각비	0	0	14	57	57
기타	1,406	2,258	2,179	1,803	1,690
운전자본감소(증가)	-821	-46	-408	79	-15
매출채권및기타채권의감소(증가)	-581	-339	560	-109	21
재고자산의감소(증가)	-202	-10	120	-36	7
매입채무및기타채무의증가(감소)	71	440	-540	117	-23
기타	-109	-136	-548	107	-21
법인세납부	-984	-1,962	-1,824	-1,830	-1,723
투자활동현금흐름	-1,323	-55	1,404	-1,466	-616
금융자산의감소(증가)	453	1,084	-178	13	45
유형자산의감소(증가)	-725	-845	-871	-684	-699
무형자산의감소(증가)	-10	-7	-21	-82	-83
기타	-1,041	-287	2,475	-714	121
재무활동현금흐름	3,952	4,183	2,441	-941	-909
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-17	-65	-64
장기금융부채의증가(감소)	4,492	4,836	3,156	-639	-590
자본의증가(감소)	513	-0	0	0	0
배당금지급	-237	-313	-403	-237	-256
기타	-816	-339	-296	0	0
현금의 증가(감소)	462	1,126	1,378	-118	565
기초현금	743	1,205	2,331	3,709	3,592
기말현금	1,205	2,331	3,709	3,592	4,156
FCF	491	1,888	1,019	1,570	1,413

자료 : GS, SK증권 추정

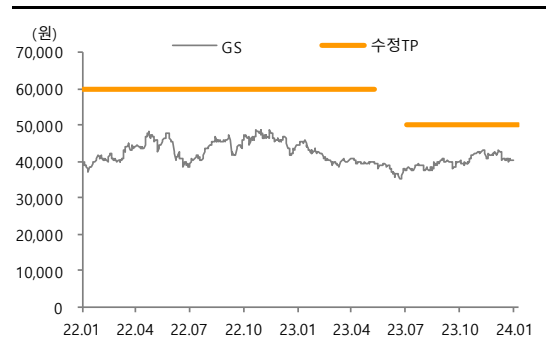
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	20,165	28,777	25,482	24,627	24,757
매출원가	15,229	20,772	18,744	18,114	18,441
매출총이익	4,936	8,005	6,738	6,513	6,315
매출총이익률(%)	24.5	27.8	26.4	26.4	25.5
판매비와 관리비	2,284	3,000	2,955	2,730	2,733
영업이익	2,651	5,005	3,783	3,783	3,582
영업이익률(%)	13.1	17.4	14.8	15.4	14.5
비영업손익	202	-384	-237	-229	-193
순금융손익	-274	-288	0	0	0
외환관련손익	-12	1	1	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2,853	4,621	3,546	3,554	3,388
세전계속사업이익률(%)	14.1	16.1	13.9	14.4	13.7
계속사업법인세	1,227	2,142	1,728	1,830	1,723
계속사업이익	1,626	2,479	1,818	1,723	1,665
중단사업이익	-11	4	0	0	0
*법인세외과	4	0	0	0	0
당기순이익	1,615	2,483	1,818	1,723	1,665
순이익률(%)	8.0	8.6	7.1	7.0	6.7
지배주주	1,449	2,143	1,485	1,403	1,357
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	7.4	5.8	5.7	5.5
비지배주주	166	340	332	320	309
총포괄이익	1,815	2,709	1,882	1,723	1,665
지배주주	1,601	2,321	1,526	1,403	1,357
비지배주주	214	388	355	320	309
EBITDA	2,651	5,005	3,908	4,263	4,077

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	30.6	42.7	-11.5	-3.4	0.5
영업이익	188.0	88.8	-24.4	0.0	-5.3
세전계속사업이익	562.2	62.0	-23.3	0.2	-4.7
EBITDA	188.0	88.8	-21.9	9.1	-4.4
EPS	흑전	46.5	-30.6	-5.5	-3.3
수익성 (%)					
ROA	5.8	7.6	5.4	5.0	4.7
ROE	15.5	18.9	11.4	9.8	8.8
EBITDA마진	13.1	17.4	15.3	17.3	16.5
안정성 (%)					
유동비율	97.9	91.6	119.6	118.3	129.4
부채비율	119.6	105.7	87.9	78.9	70.1
순차입금/자기자본	70.9	57.9	39.6	33.5	25.4
EBITDA/이자비용(배)	8.3	13.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	13.1	11.0	15.9	18.2	18.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	15,419	22,591	15,682	14,815	14,328
BPS	108,651	131,354	144,960	157,275	168,903
CFPS	15,301	22,629	17,011	19,883	19,554
주당 현금배당금	2,000	2,500	2,500	2,700	2,700
Valuation지표 (배)					
PER	2.5	1.9	2.6	2.7	2.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PCR	2.6	1.9	2.4	2.0	2.1
EV/EBITDA	6.7	3.5	3.9	3.5	3.4
배당수익률	5.1	5.7	6.1	6.7	6.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.07.20	매수	50,000원	6개월		
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 기관투자가 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 01월 17일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------