

GS (078930/KS)

실적과 배당 모두 기대되는 올해

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 50,000 원(유지)
 현재주가: 40,350 원
 상승여력: 23.9%

3Q23 Preview: GS Caltex 중심의 턴어라운드

GS 3Q23 매출액 6.9 조원(-7.2% YoY, +11.2% QoQ), 영업이익 1.1 조원(-16.1% YoY, +63.2% QoQ)을 전망한다. 7 월 OPEC+ 감산을 시작으로 공급 부족 상황이 전개됐고, 견조한 EM 수요를 바탕으로 유가 및 정제마진은 큰 폭으로 반등하며 우호적인 업황이 지속됐다. 이에 따라 GS Caltex 영업이익은 9,798 억원으로 흑자전환은 물론 뚜렷한 턴어라운드를 기록할 전망이다. SMP 가격은 3Q23 평균 148.0 원(2Q23 151.2 원)으로 하락 폭이 크게 감소했으며, 발전소 가동률 역시 전년대비 상향 조정됨에 따라 GSEPS, GSPower는 QoQ 증익이 예상된다. 또한, GS 글로벌은 유가 상승에 따라 전분기 1.7%에서 개선된 1.9%의 OPM 을 기록하며 이익 개선을 달성할 것으로 전망한다.

EM 중심 다운스트림 수요는 우호적, 정제마진 수혜 예상

정제마진은 3Q23 고점으로 4Q23 하향 안정화가 예상된다. 하지만, 견조한 중국/인도 등 EM 중심의 수요를 바탕으로 과거대비 높은 정제마진 레벨을 유지하며 우호적인 업황이 전개될 전망이다. 최근 중국 역내 다운스트림 Peak-out 우려가 지속적으로 제기되고 있지만, 상대적으로 더딘 상용차 전동화 속도와 견조한 내연기관 판매량 바탕으로 23~24 년 다운스트림 수요는 우호적일 것으로 예상된다. 또한, 인도의 경우 휘발유 연료 비중 상승과 승용차 판매량 증가 모두 정제마진 수혜로 이어질 전망이다. 이에 따라, 연말까지 우호적인 업황은 지속될 것으로 예상되며 높은 정제마진 레벨을 바탕으로 GS Caltex 중심의 이익 성장이 가능할 전망이다.



Analyst
김도현

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

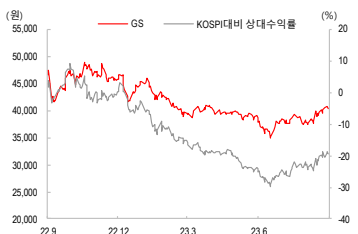
Company Data

발행주식수	9,292 만주
시가총액	3,749 십억원
주요주주	
허창수(외54)	51.15%
국민연금공단	6.34%

Stock Data

주가(23/09/20)	40,350 원
KOSPI	2,559.74 pt
52주 최고가	48,800 원
52주 최저가	35,000 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



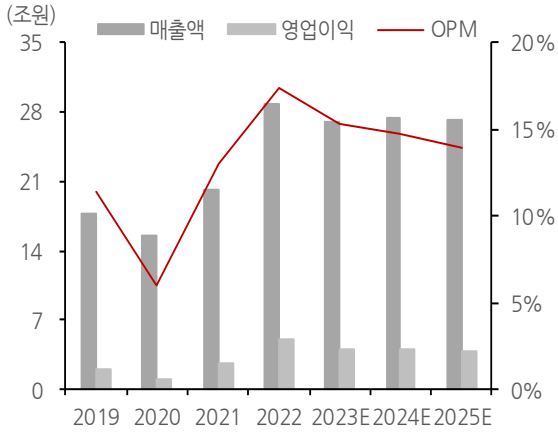
23년 실적도 배당도 좋다

22 년 에너지 업황 초호황 국면에서 GS Caltex 중심의 높은 실적이 반영되며 1Q23 최대 별도 당기순이익을 기록한데 이어, 2H23 우호적 업황이 전개됨에 따라 23 년도 이익 역시 높은 레벨을 이어갈 전망이다. 이에 따라, 23~24 년 견조한 DPS 가 예상된다. 현재 주가 레벨 12MF PBR 0.3 배의 밸류에이션은 23 년 실적과 배당 모두를 고려해도 매력적이라는 판단이며, 투자 의견 '매수' 유지한다.

영업실적 및 투자지표

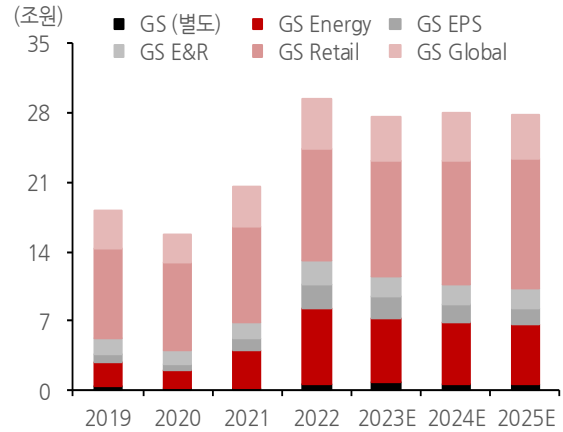
구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	15,444	20,165	28,777	26,966	27,353	27,199
영업이익	십억원	921	2,651	5,005	4,121	4,039	3,780
순이익(지배주주)	십억원	-243	1,449	2,143	1,266	1,200	1,086
EPS	원	-2,563	15,419	22,591	13,371	12,671	11,473
PER	배	-14.7	2.5	1.9	3.0	3.2	3.5
PBR	배	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	배	16.1	6.7	3.5	3.9	3.7	3.9
ROE	%	-2.8	15.5	18.9	9.8	8.5	7.2

GS 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS 부문별 매출액 추이 및 전망



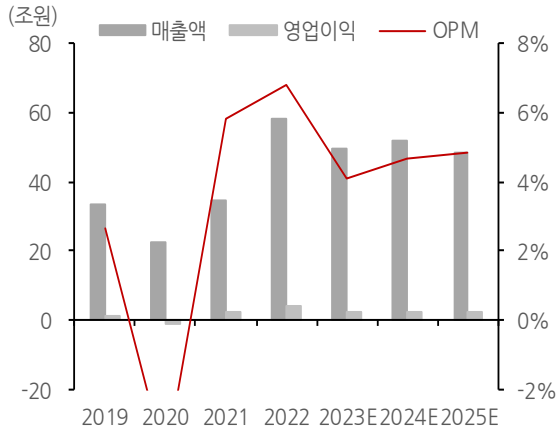
자료: GS, SK 증권

GS 실적추정 Table

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	6,987	7,263	7,385	7,144	6,837	6,164	6,851	7,115	28,778	26,966	27,353
YoY (%)	63.1%	63.6%	34.3%	19.0%	-2.2%	-15.1%	-7.2%	-0.4%	42.3%	-6.3%	1.4%
QoQ (%)	16.4%	3.9%	1.7%	-3.3%	-4.3%	-9.8%	11.1%	3.9%	-	-	-
GS (별도)	425	47	46	46	646	41	48	50	563	785	576
GS Energy	1,950	2,096	1,840	1,868	1,873	1,255	1,609	1,814	7,754	6,551	6,310
GS EPS	578	429	699	585	685	491	432	511	2,290	2,120	1,835
GS E&R	651	579	644	699	601	443	500	517	2,573	2,061	2,008
GS Retail	2,598	2,808	2,956	2,889	2,533	2,958	3,141	3,042	11,251	11,673	12,488
GS Global	1,251	1,370	1,284	1,166	1,003	1,010	1,184	1,239	5,071	4,436	4,718
연결조정 및 기타	-466	-66	-84	-108	-504	-35	-63	-58	-724	-660	-582
영업이익 (십억원)	1,243	1,528	1,358	879	1,062	698	1,139	1,222	5,007	4,121	4,039
YoY (%)	75.9%	214.7%	112.6%	8.3%	-14.5%	-54.3%	-16.1%	39.0%	89.5%	-17.7%	-2.0%
QoQ (%)	53.2%	22.9%	-11.1%	-35.3%	20.9%	-34.3%	63.2%	7.3%	-	-	-
GS (별도)	407	22	28	22	626	18	28	25	479	697	484
GS Energy	848	1,361	957	636	676	440	807	910	3,803	2,833	2,776
GS EPS	255	47	194	112	199	94	104	110	609	507	408
GS E&R	83	43	58	67	57	46	45	47	251	194	184
GS Retail	20	50	88	85	38	97	114	95	243	344	411
GS Global	24	20	12	15	23	17	22	22	70	85	70
연결조정 및 기타	-395	-15	20	-58	-556	-14	18	13	-448	-539	-293
영업이익률 (%)	17.8%	21.0%	18.4%	12.3%	15.5%	11.3%	16.6%	17.2%	17.4%	15.3%	14.8%
GS (별도)	95.7%	47.6%	61.8%	47.7%	96.8%	43.3%	59.5%	50.0%	85.0%	88.7%	84.0%
GS Energy	43.5%	64.9%	52.0%	34.1%	36.1%	35.1%	50.2%	50.2%	49.0%	43.2%	44.0%
GS EPS	44.2%	10.9%	27.8%	19.2%	29.0%	19.2%	24.1%	21.5%	26.6%	23.9%	22.3%
GS E&R	12.7%	7.4%	9.0%	9.6%	9.5%	10.3%	8.9%	9.1%	9.7%	9.4%	9.2%
GS Retail	0.8%	1.8%	3.0%	3.0%	1.5%	3.3%	3.6%	3.1%	2.2%	2.9%	3.3%
GS Global	1.9%	1.5%	0.9%	1.3%	2.3%	1.7%	1.9%	1.8%	1.4%	1.9%	1.5%

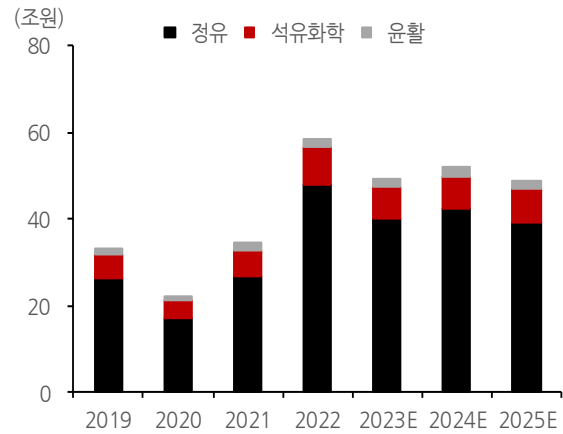
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적 추이 및 전망



자료: GS, SK 증권

GS Caltex 부문별 실적 추이 및 전망



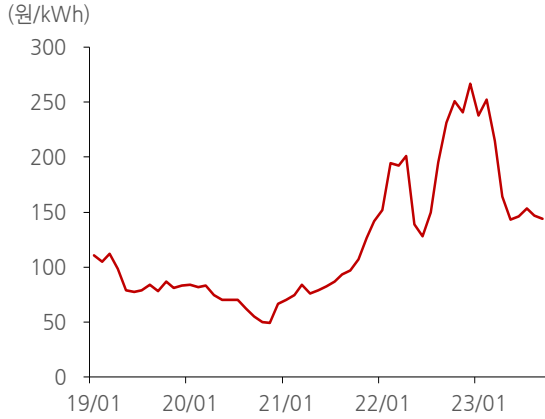
자료: GS, SK 증권

GS Caltex 실적추정 Table

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액 (십억원)	11,289	16,099	16,439	14,705	11,874	10,773	12,943	13,806	58,532	49,395	51,862
YoY (%)	75.6%	107.8%	81.1%	30.3%	5.2%	-33.1%	-21.3%	-6.1%	69.5%	-15.6%	5.0%
QoQ (%)	0.0%	42.6%	2.1%	-10.5%	-19.3%	-9.3%	20.1%	6.7%	-	-	-
정유	8,863	13,223	13,428	12,243	9,486	8,459	10,567	11,448	47,757	39,960	42,283
석유화학	1,972	2,318	2,453	1,997	1,810	1,805	1,872	1,832	8,740	7,319	7,568
운할	455	558	558	465	578	509	504	526	2,036	2,116	2,011
영업이익 (십억원)	1,081	2,132	818	-52	307	-19	980	768	3,980	2,036	2,433
YoY (%)	70.9%	462.4%	105.5%	적전	-71.6%	적전	19.8%	흑전	97.1%	-48.9%	19.5%
QoQ (%)	77.5%	97.2%	-61.6%	적전	흑전	적전	흑전	-21.6%	-	-	-
정유	1,061	2,008	559	-192	146	-235	739	552	3,435	1,202	1,700
석유화학	-51	22	94	24	35	65	100	88	89	288	266
운할	71	103	165	116	126	151	140	128	455	545	467
영업이익률 (%)	9.6%	13.2%	5.0%	-0.4%	2.6%	-0.2%	7.6%	5.6%	6.8%	4.1%	4.7%
정유	12.0%	15.2%	4.2%	-1.6%	1.5%	-2.8%	7.0%	4.8%	7.2%	3.0%	4.0%
석유화학	-2.6%	0.9%	3.8%	1.2%	1.9%	3.6%	5.4%	4.8%	1.0%	3.9%	3.5%
운할	15.6%	18.4%	29.5%	25.0%	21.7%	29.6%	27.8%	24.4%	22.3%	25.7%	23.2%

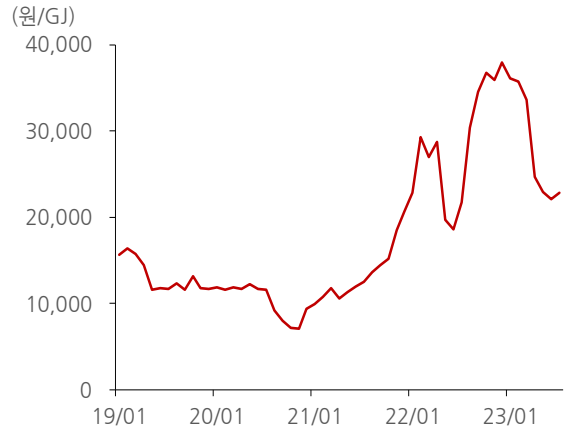
자료: GS, SK 증권

SMP 가격 추이



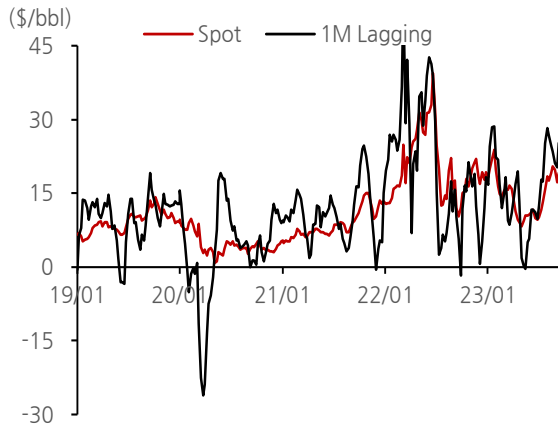
자료: 전력거래소, SK 증권

KOGAS 발전용 LNG 가격 추이



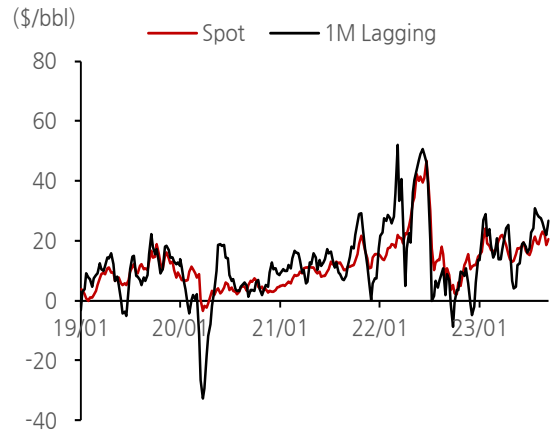
자료: KOGAS, SK 증권

복합정제마진 추이



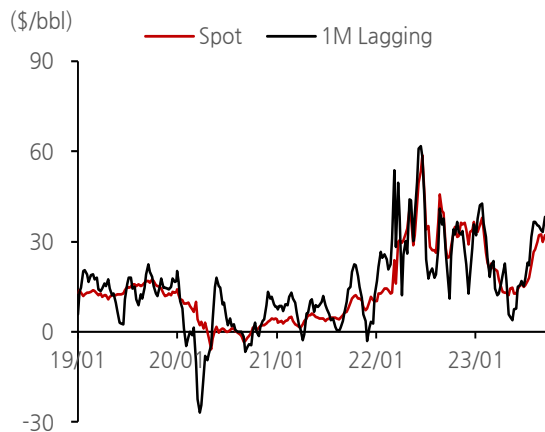
자료: Petronet, SK 증권

휘발유 정제마진 추이



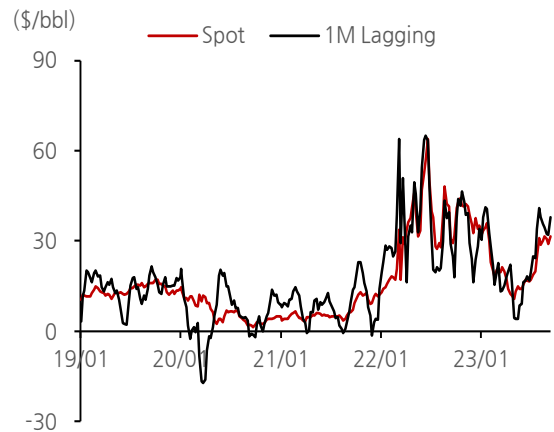
자료: Petronet, SK 증권

등유 정제마진 추이



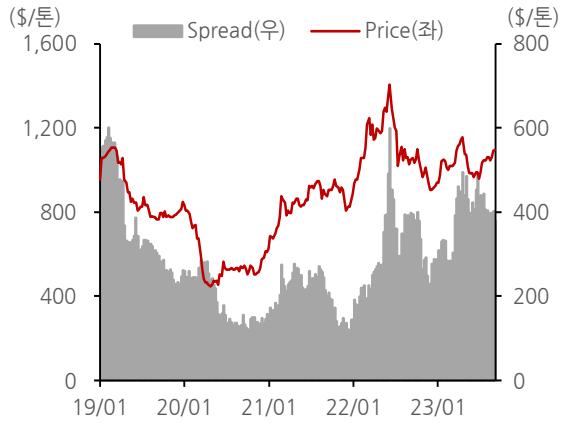
자료: Petronet, SK 증권

경유 정제마진 추이



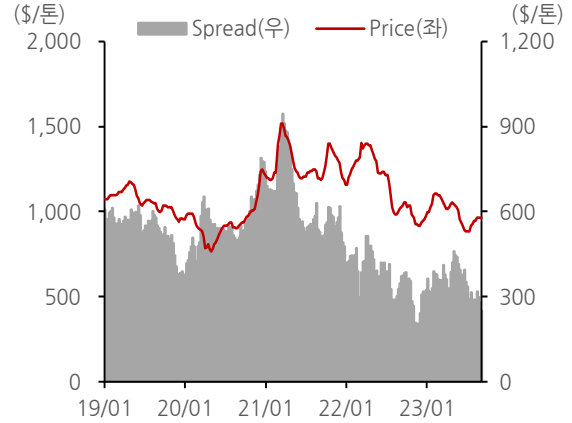
자료: Petronet, SK 증권

PX 가격 및 스프레드 추이



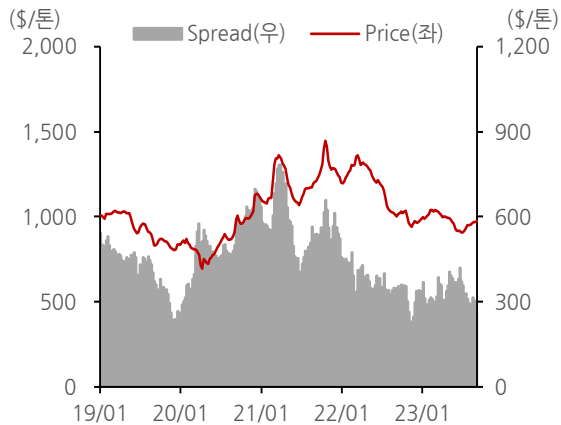
자료: Cischem, SK 증권

PP 가격 및 스프레드 추이



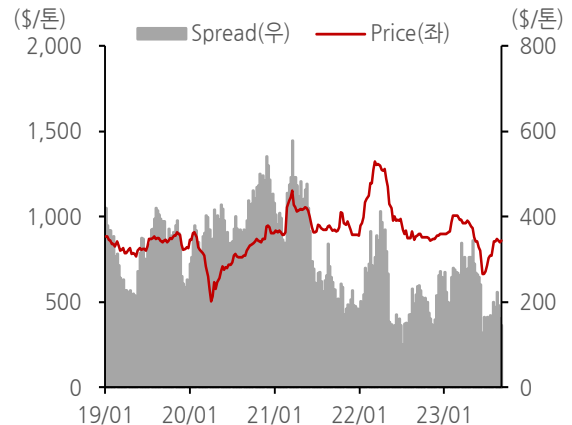
자료: Cischem, SK 증권

PE 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, SK 증권

Propylene 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	5,389	5,979	6,646	7,154	7,303
현금및현금성자산	1,205	2,331	2,577	3,207	3,489
매출채권 및 기타채권	1,809	2,149	2,141	2,086	2,079
재고자산	629	713	710	692	689
비유동자산	25,802	27,944	28,495	29,190	30,027
장기금융자산	1,194	1,333	1,041	1,219	1,193
유형자산	11,228	10,867	11,340	11,614	11,879
무형자산	1,903	2,029	2,058	2,090	2,103
자산총계	31,191	33,922	35,141	36,345	37,329
유동부채	5,502	6,528	6,757	6,645	6,640
단기금융부채	2,880	3,411	3,798	3,701	3,689
매입채무 및 기타채무	1,430	1,831	2,292	2,234	2,227
단기충당부채	113	93	103	100	100
비유동부채	11,487	10,907	10,511	10,235	9,825
장기금융부채	9,684	8,963	8,559	8,343	7,932
장기매입채무 및 기타채무	238	259	275	258	264
장기충당부채	133	118	118	115	114
부채총계	16,988	17,434	17,268	16,880	16,465
지배주주지분	10,289	12,439	13,493	14,613	15,587
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	14,153	15,116	15,947
비지배주주지분	3,914	4,049	4,380	4,851	5,278
자본총계	14,203	16,488	17,873	19,465	20,864
부채외자본총계	31,191	33,922	35,141	36,345	37,329

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	1,216	2,733	2,306	2,058	1,975
당기순이익(손실)	1,615	2,483	1,738	1,671	1,513
비현금성항목등	1,406	2,258	3,081	2,790	2,620
유형자산감가상각비	0	0	223	424	439
무형자산상각비	0	0	4	9	8
기타	1,406	2,258	2,854	2,358	2,173
운전자본감소(증가)	-821	-46	-156	-40	-5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-581	-339	117	55	7
재고자산의감소(증가)	-202	-10	54	18	2
매입채무및기타채무의증가(감소)	71	440	-120	-59	-7
기타	-109	-136	-206	-54	-7
법인세납부	-984	-1,962	-2,357	-2,364	-2,154
투자활동현금흐름	-1,323	-55	-759	-1,123	-1,066
금융자산의감소(증가)	453	1,084	134	-130	102
유형자산의감소(증가)	-725	-845	-796	-698	-705
무형자산의감소(증가)	-10	-7	-33	-40	-22
기타	-1,041	-287	-65	-255	-441
재무활동현금흐름	3,952	4,183	2,322	-549	-679
단기금융부채의증가(감소)	0	0	508	-97	-12
장기금융부채의증가(감소)	4,492	4,836	2,390	-215	-411
자본의증가(감소)	513	-0	0	0	0
배당금지급	-237	-313	-380	-237	-256
기타	-816	-339	-197	0	0
현금의 증가(감소)	462	1,126	246	630	282
기초현금	743	1,205	2,331	2,577	3,207
기말현금	1,205	2,331	2,577	3,207	3,489
FCF	491	1,888	1,510	1,360	1,270

자료 : GS, SK증권 추정

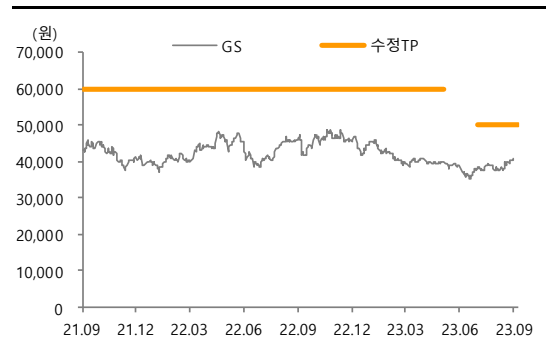
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	20,165	28,777	26,966	27,353	27,199
매출원가	15,229	20,772	19,738	20,291	20,425
매출총이익	4,936	8,005	7,228	7,062	6,773
매출총이익률(%)	24.5	27.8	26.8	25.8	24.9
판매비와 관리비	2,284	3,000	3,107	3,023	2,994
영업이익	2,651	5,005	4,121	4,039	3,780
영업이익률(%)	13.1	17.4	15.3	14.8	13.9
비영업손익	202	-384	-84	-4	-112
순금융손익	-274	-288	0	0	0
외환관련손익	-12	1	1	-3	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2,853	4,621	4,037	4,035	3,667
세전계속사업이익률(%)	14.1	16.1	15.0	14.8	13.5
계속사업법인세	1,227	2,142	2,300	2,364	2,154
계속사업이익	1,626	2,479	1,738	1,671	1,513
중단사업이익	-11	4	0	0	0
*법인세효과	4	0	0	0	0
당기순이익	1,615	2,483	1,738	1,671	1,513
순이익률(%)	8.0	8.6	6.4	6.1	5.6
지배주주	1,449	2,143	1,266	1,200	1,086
지배주주귀속 순이익률(%)	7.2	7.4	4.7	4.4	4.0
비지배주주	166	340	471	471	427
총포괄이익	1,815	2,709	1,782	1,828	1,655
지배주주	1,601	2,321	1,272	1,274	1,153
비지배주주	214	388	510	554	502
EBITDA	2,651	5,005	4,348	4,472	4,227

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	30.6	42.7	-6.3	1.4	-0.6
영업이익	188.0	88.8	-17.7	-2.0	-6.4
세전계속사업이익	562.2	62.0	-12.6	-0.1	-9.1
EBITDA	188.0	88.8	-13.1	2.9	-5.5
EPS	흑전	46.5	-40.8	-5.2	-9.5
수익성 (%)					
ROA	5.8	7.6	5.0	4.7	4.1
ROE	15.5	18.9	9.8	8.5	7.2
EBITDA마진	13.1	17.4	16.1	16.3	15.5
안정성 (%)					
유동비율	97.9	91.6	98.4	107.7	110.0
부채비율	119.6	105.7	96.6	86.7	78.9
순차입금/자기자본	70.9	57.9	49.7	41.1	35.5
EBITDA/이자비용(배)	8.3	13.4	0.0	0.0	0.0
배당성향	13.1	11.0	18.7	21.3	23.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	15,419	22,591	13,371	12,671	11,473
BPS	108,651	131,354	142,493	154,321	164,596
CFPS	15,301	22,629	15,769	17,243	16,201
주당 현금배당금	2,000	2,500	2,500	2,700	2,700
Valuation지표 (배)					
PER	2.5	1.9	3.0	3.2	3.5
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PCR	2.6	1.9	2.6	2.3	2.5
EV/EBITDA	6.7	3.5	3.9	3.7	3.9
배당수익률	5.1	5.7	6.1	6.6	6.6

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 (2023년 09월 21일 기준)

매수	94.62%	중립	5.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------