GS(078930)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

가장 저평가된 정유주

너무 낮게 잡힌 4Q 컨센서스 무난히 상회할 전망

4Q 연결OP 7,503억원으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. SMP 약세, 유가 하락으로 컨센서스가 너무 낮게 잡혀 있던 것이 주 원인이다. 3Q 연결 OP가 8,706억원이었는데 4Q 컨센서스가 6,688억원으로 -23% qoq 감익으로 잡혀 있었다. 물론 OP 7,503억원을 기록하더라도 qoq 감익이긴 하다. 앞서 언급한 SMP 약세 영향, GS리테일 실적 계절성, 유가 하락에 따른 자원개발 이익 축소 영향이다. 반면 4Q 정제마진이 1M 래깅 기준 +2.2달러 qoq, OSP를 반영해도 +1.3달러 qoq 상승하면서 칼텍스 정유 이익은 qoq 1천억 이상 증가한 것으로 추정된다. 다만 3Q에는 재고이익이, 4Q에는 재고손실이 반영돼 재고손익까지 반영한 정유OP는 +330억원 qoq 증가로 추정된다. 또한 전반적인 석화 스프레드 악화로 석화OP는 4Q -529억원 (vs. 3Q -141억원)으로 예상된다.

가장 저평가된 정유주. 목표주가 8만원 유지

2025년 연간OP는 2.9조원, 2026년 OP는 3.1조원으로 예상된다. SMP와 유가 레벨 하락으로 발전자회사와 자원개발 이익이 감소하지만, 높은 정제마진과 OSP 하락이 맞물려 칼텍스 실적이 yoy 개선되는 것이 주 원인이다. OP 증가율은 +7% yoy로 다소 낮아 보이지만, 지배순이익 기준으로는 +15% yoy 증가로 낮지 않은 편이다. 정유 Peers라고 할 수 있는 S-Oil PBR이 1.1X, HD현대 PBR 1.4X를 감안할 때, 동사의 현 주가 0.4X는 괴리가 크다. 타사에 비해 주주가치 제고 및 Value-up에 상대적으로 덜 적극적인 점과 자회사 구성이 성장보다는 안정성에 focus 맞춰진 점이 저평가 원인으로 추정된다. 대신 배당 측면에서 3사 가운데 merit가 가장 높기 때문에 여전히 투자매력이 있다. 투자의견 매수, 목표주가 8만원 (PBR 0.5X)을 유지한다.

Fig. 1: GS 연결재무제표 요약

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액(십억원)	25,978	25,297	25,181	25,135	25,520
영업이익	3,722	3,060	2,906	3,105	3,238
세전이익	3,462	2,719	2,640	2,752	2,888
순이익[지배]	1,301	567	720	826	901
EPS(원)	13,734	5,988	7,598	8,722	9,514
증감률(%)	-39.3	-56.4	26.9	14.8	9.1
PER(배)	3.0	6.6	7.4	6.7	6.1
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.6	5.6	6.7	6.5	6.5
ROE(%)	10.0	4.1	5.0	5.5	5.7
배당수익률	6.1	6.9	4.8	4.8	5.1

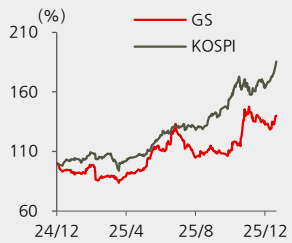
자료: GS, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	80,000원
[유지]	*37.2%*
현재주가	58,300원
2026/01/06	

주식지표

시가총액	5,417십억원
52주최고가	61,600원
52쥐최저가	34,900원
상장주식수	9,292만주/178만주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
60일평균거래량	28만주
60일평균거래대금	15십억원
외국인지분율	17.9%
자기주식수	2.0만주/0.0%
주요주주및지분율	
허창수 외	51.9%
국민연금공단	7.4%

주가동향



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 전망

(십억원, %)	4Q25F	4Q24	YoY %	3Q25	QoQ %	컨센서스	차이
매출액	6,468	6,426	0.7	6,536	(1.0)	6,417	0.8
영업이익	750	612	22.6	871	(13.8)	669	12.2
세전이익	602	452	33.2	849	(29.1)	431	39.7
순이익	204	73	177.6	408	(50.0)	262	(22.2)
지배순이익	163	13	1,151.5	314	(48.1)	157	3.9
영업이익률	11.6	9.5		13.3		10.4	
세전이익률	9.3	7.0		13.0		6.7	
지배순이익률	2.5	0.2		4.8		2.4	

자료: Dataguide, BNK투자증권 추정

표2. GS 실적 전망

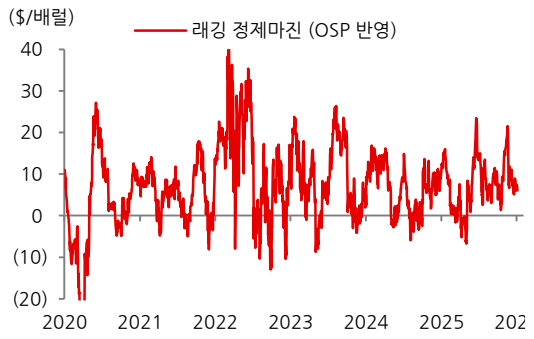
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	**6,239**	**5,938**	**6,536**	**6,468**	**6,150**	**5,900**	**6,486**	**6,600**	**25,297**	**25,181**	**25,135**
자회사	6,064	5,905	6,319	6,248	5,894	5,697	6,283	6,393	24,761	24,536	24,267
임대수익	50	50	50	50	50	50	50	50	200	200	200
상표권수익	15	15	15	15	15	15	15	15	60	60	60
지분법수익	110	(32)	152	155	190	138	138	143	276	385	608
영업이익	**800**	**485**	**871**	**750**	**788**	**747**	**793**	**777**	**3,060**	**2,906**	**3,105**
GS E&R	48	31	31	33	45	32	32	34	165	143	144
GS EPS	46	22	75	27	54	16	63	26	253	170	159
GS리테일	39	84	111	59	47	89	98	73	239	293	308
GS글로벌	16	20	6	15	18	20	18	15	78	57	71
GS칼텍스	41	(64)	115	119	134	108	105	104	55	212	451
GS파워	44	6	12	11	32	4	7	14	122	73	57
기타	25	25	25	25	25	25	25	25	100	100	100
자원개발	542	359	495	461	433	452	444	486	2,049	1,858	1,815
매출 증가율	(0.8)	(4.2)	2.3	0.7	(1.4)	(0.6)	(0.8)	2.0	(2.6)	(0.5)	(0.2)
OP 증가율	(21.3)	(39.4)	37.8	22.6	(1.5)	54.1	(8.9)	3.5	(17.8)	(5.0)	6.9
OPM (%)	**12.8**	**8.2**	**13.3**	**11.6**	**12.8**	**12.7**	**12.2**	**11.8**	**12.1**	**11.5**	**12.4**

자료: GS, BNK투자증권 추정

Fig. 2: Spot 정제마진 추이

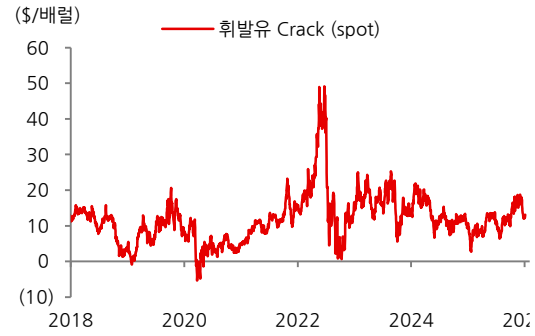
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 3: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



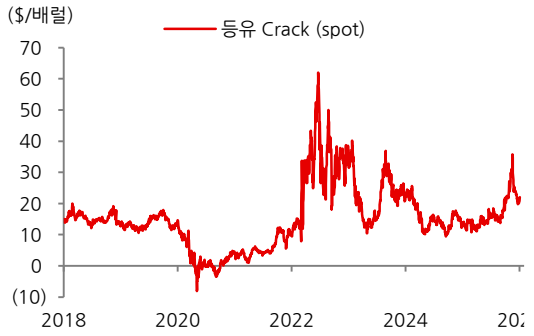
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 4: 휘발유 Crack 추이



자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 5: 등유 Crack 추이

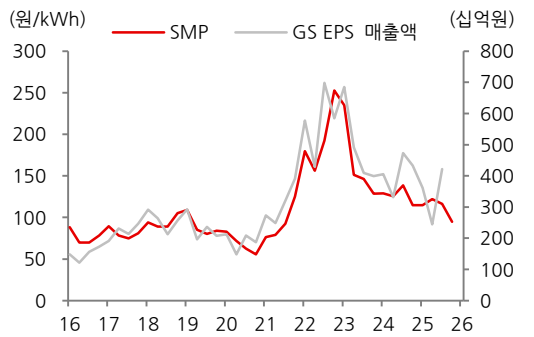


자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 6: 월 평균 SMP 추이

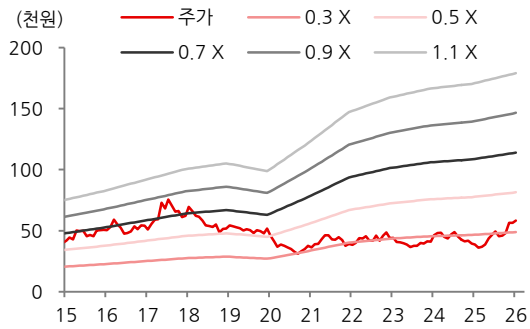
자료: 전력거래소, BNK투자증권

Fig. 7: SMP vs. GS EPS 매출액



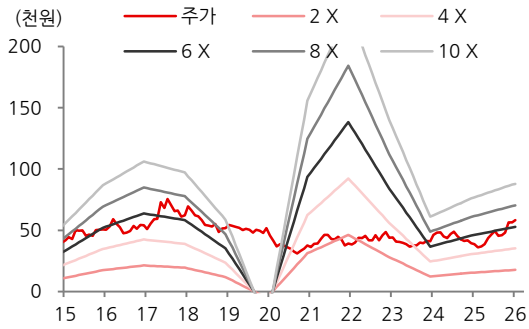
자료: 전력거래소, GS, BNK투자증권

Fig. 8: PBR Band 차트



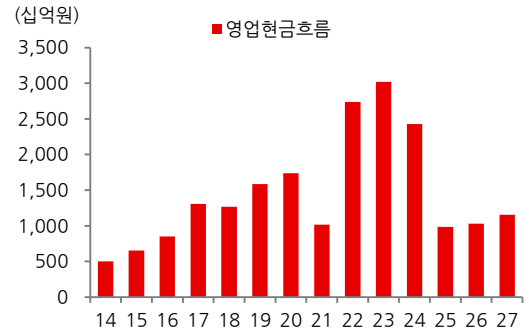
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: PER Band 차트



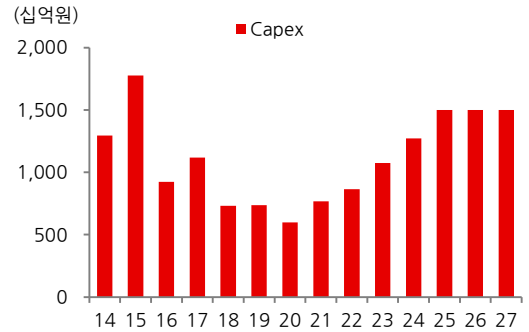
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 영업현금흐름 추이 및 전망



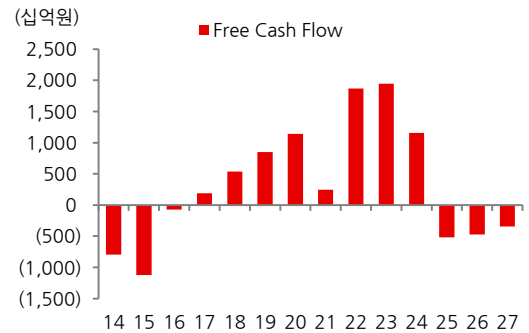
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: Capex 추이 및 전망



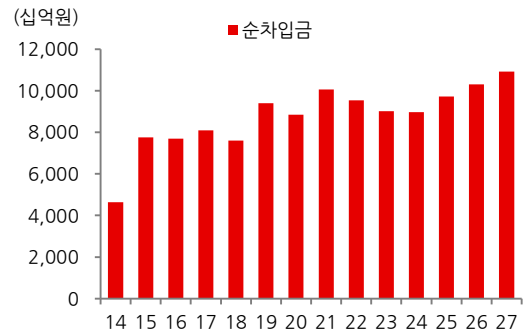
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 12: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,982	5,707	5,951	5,362	4,811
현금성자산	2,222	1,915	2,176	1,593	986
매출채권	1,793	1,590	1,583	1,580	1,604
재고자산	687	766	762	761	772
비유동자산	28,466	29,356	30,815	32,299	33,934
투자자산	10,103	10,154	10,113	10,097	10,232
유형자산	11,342	11,989	13,489	14,989	16,489
무형자산	1,981	2,047	2,047	2,047	2,047
자산총계	**34,448**	**35,063**	**36,767**	**37,661**	**38,745**
유동부채	6,574	6,060	6,411	6,405	6,455
매입채무	1,202	871	867	865	879
단기차입금	667	649	649	649	649
비유동부채	10,249	10,533	11,022	11,017	11,053
사채및장기차입금	5,915	5,674	6,174	6,174	6,174
부채총계	**16,823**	**16,593**	**17,433**	**17,423**	**17,508**
지배기업지분	13,450	14,076	14,669	15,366	16,140
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,696	1,704	1,704	1,704	1,704
이익잉여금	14,147	14,459	15,050	15,748	16,521
자본총계	**17,625**	**18,470**	**19,334**	**20,238**	**21,237**
총차입금	11,714	11,560	12,423	12,422	12,431
순차입금	9,010	8,972	9,726	10,309	10,917

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**25,978**	**25,297**	**25,181**	**25,135**	**25,520**
매출원가	19,265	19,106	19,203	19,014	19,190
매출총이익	6,714	6,191	5,978	6,121	6,330
매출총이익률	25.8	24.5	23.7	24.4	24.8
판매비와관리비	2,992	3,131	3,072	3,016	3,092
판관비율	11.5	12.4	12.2	12.0	12.1
영업이익	**3,722**	**3,060**	**2,906**	**3,105**	**3,238**
영업이익률	14.3	12.1	11.5	12.4	12.7
EBITDA	3,722	3,060	2,906	3,105	3,238
영업외손익	-259	-342	-266	-353	-350
금융이자손익	-253	-281	-284	-298	-320
외화관련손익	-7	-42	0	0	0
기타영업외손익	1	-19	18	-55	-30
세전이익	**3,462**	**2,719**	**2,640**	**2,752**	**2,888**
세전이익률	13.3	10.7	10.5	10.9	11.3
법인세비용	1,822	1,855	1,648	1,719	1,762
법인세율	52.6	68.2	62.4	62.5	61.0
계속사업이익	1,640	864	991	1,033	1,126
당기순이익	**1,579**	**864**	**991**	**1,033**	**1,126**
당기순이익률	6.1	3.4	3.9	4.1	4.4
지배기업순이익	1,301	567	720	826	901
총포괄손익	1,529	1,203	991	1,033	1,126

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**3,021**	**2,426**	**983**	**1,029**	**1,155**
당기순이익	1,579	864	991	1,033	1,126
비현금비용	3,952	4,315	2,094	2,181	2,224
감가상각비	0	0	0	0	0
비현금수익	-1,167	-747	-532	-523	-489
자산및부채의증감	72	-377	-9	-3	29
매출채권감소	187	234	7	3	-24
재고자산감소	15	-110	4	1	-12
매입채무증가	-88	-427	-4	-2	13
법인세환급(납부)	-1,869	-1,726	-1,648	-1,719	-1,762
투자활동현금흐름	**-1,460**	**-1,503**	**-1,457**	**-1,483**	**-1,643**
유형자산증가	-1,074	-1,271	-1,500	-1,500	-1,500
유형자산감소	4	22	0	0	0
무형자산순감	-14	-24	0	0	0
재무활동현금흐름	**-1,671**	**-1,261**	**735**	**-129**	**-119**
차입금증가	-660	-154	863	-1	9
자본의증감	3	8	0	0	0
배당금지급	-470	-407	-128	-128	-128
현금의증가	-109	-307	261	-583	-607
기말현금	2,222	1,915	2,176	1,593	986
잉여현금흐름(FCF)	1,946	1,155	-517	-471	-345

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

주요투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS (원)	13,734	5,988	7,598	8,722	9,514
BPS	142,035	148,654	154,901	162,273	170,436
CFPS	46,079	46,788	26,956	28,408	30,209
DPS	2,500	2,700	2,700	2,800	3,000
PER (배)	3.0	6.6	7.4	6.7	6.1
PSR	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
PCR	0.9	0.8	2.1	2.1	1.9
EV/EBITDA	4.6	5.6	6.8	6.7	6.6
배당성향 (%)	14.7	29.0	25.3	25.2	24.7
배당수익률	6.1	6.9	4.8	4.8	5.1
매출액증가율	-9.1	-2.6	-0.5	-0.2	1.5
영업이익증가율	-27.3	-17.8	-5.0	6.9	4.3
순이익증가율	-39.3	-56.4	26.9	14.8	9.1
EPS증가율	-39.3	-56.4	26.9	14.8	9.1
부채비율 (%)	95.4	89.8	90.2	86.1	82.4
차입금비율	66.5	62.6	64.3	61.4	58.5
순차입금/자기자본	51.1	48.6	50.3	50.9	51.4
ROA (%)	4.6	2.5	2.8	2.8	2.9
ROE	10.0	4.1	5.0	5.5	5.7
ROIC	10.4	5.5	5.7	5.7	5.7

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/01/06 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	괴리율(%) 평균	H/L
GS (078930)	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	-24.3	-13.7
	25/02/11	매수	55,000원	-26.0	-3.6
	25/07/11	매수	80,000원	-36.6	-23.0
	26/01/07	매수	80,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)

투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 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(2025.12.31 기준) / 매수(Buy) 78.0%, 보유(Hold) 22.0%, 매도(Sell) 0.0%

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. 당자료는 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.