유통/상사/지주
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
김지은
02)739-5938
qet3474@heungkuksec.co.kr

(078930)

GS

BUY(유지)

실적 개선과 주주환원 확대

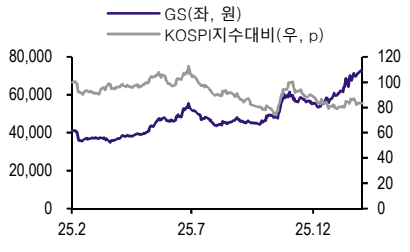
목표주가	90,000원(상향)
현재주가(02/19)	73,200원
상승여력	23.0%
시가총액	6,801십억원
발행주식수	92,915천주
52주 최고가 / 최저가	73,200 / 34,900원
3개월 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	18.5%
주요주주	
허창수 (외 58인)	53.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
자사주 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	22.2	21.0	67.3	81.0
상대수익률(KOSPI)	6.5	-23.5	-12.8	-31.5

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	25,978	25,297	25,184	25,834
영업이익	3,722	3,060	2,927	3,022
EBITDA	4,435	3,806	3,124	3,826
지배주주순이익	1,301	567	783	705
EPS	13,949	6,050	8,374	7,525
순차입금	9,159	9,122	9,086	9,299
PER	2.9	6.5	8.7	9.7
PBR	0.3	0.3	0.5	0.5
EV/EBITDA	2.9	3.4	5.1	4.2
배당수익률	6.1	6.9	4.1	4.4
ROE	10.0	4.1	5.4	4.7
컨센서스 영업이익	-	-	2,871	2,814
컨센서스 EPS	-	-	7,730	8,722

주가추이



주력 자회사인 GS에너지의 실적 개선으로 그동안의 지난한 감익 추세에서 벗어나 올해부터는 증익 추세로 반전할 전망임. 배당 증대를 통한 주주환원 확대에 전향적인 자세로의 변화를 통한 추가적인 주가 재평가도 지속 가능할 전망임.

4Q25 Review: OP 7,673억원(+24.2% YoY), 전망치 상회

4분기 연결기준 매출액 6.5조원(+1.3% YoY), 영업이익 7,673억원(+24.2% YoY)으로 당초 전망치를 상회한 양호한 영업실적을 기록함. 별도 부문과 GS EPS, GS E&R, GS글로벌 등 일부 자회사의 부진에도 불구하고, 주력 자회사인 GS에너지(GS칼텍스의 정유 및 윤활유 부문의 정제마진 개선에 따른 지분법이익이 증가, 전력 및 집단에너지 부문 감익에도 자원개발 부문 증익)의 당초 예상치를 상회한 EBIT 창출과 함께 GS리테일(편의점과 슈퍼마켓 개선, 홈쇼핑 견조)의 실적도 호전됐기 때문임.

2026년: GS에너지의 개선으로 연결EBIT 증익으로 전환

2026년 연간 연결기준 매출액 25.8조원(+2.6% YoY), 영업이익 3.0조원(+3.3% YoY)으로 수정 전망함. 2026~2027년 영업이익을 당초 전망치 대비 상향 조정함. 관건은 GS칼텍스와 GS에너지의 영업실적이 변수인데, 현재 약세가 지속되고 있는 국제유가를 감안하면 GS에너지의 전력/집단에너지와 자원개발의 증익은 제한될 것이지만, GS칼텍스의 정유와 윤활유의 정제마진은 견조한 추세가 지속 가능할 것이기 때문임. 이는 지정학적 리스크 및 역내 가동 차질에 따른 수급 불안정이 유지될 것이기 때문임. 또한 GS리테일을 비롯해 GS피앤엘, GS글로벌 등 자회사들 대부분 점진적인 실적 개선은 가능할 것임.

투자의견 BUY, 목표주가 90,000원 상향

2026~2027년 수익예상 상향과 자회사 지분가치 상승 등을 반영해 목표주가를 상향 조정함. 최근 주가 상승에도 불구하고, NAV 대비 할인율 54.1%이고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 9.4배, 0.4배로 밸류에이션 매력은 양호함. 목표주가 산정 시 실적과 주주환원, 지배구조 등을 감안해 NAV 대비 할인율은 43.0%를 적용함. 중장기(25~27년) 배당정책(별도 기준 배당성향 40% 이상, 최소 DPS 2,000원)을 강화함.

표 1 GS 적정주주가치 산출 근거 (단위: 십억원, 천주, 원, %)

내역		지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치				13,171	
상장사	GS리테일	58.6	1,869	1,096	공정가치 평가
	GS피앤엘	58.6	1,267	743	
	GS글로벌	50.7	213	108	
비상장사	GS에너지	100.0		10,272	26E EBITDA×EV/EBITDA 4.0배
	GS이피에스	70.0		294	장부가액
	GS이앤알	89.7		478	장부가액
	GS벤처스	100.0		13	장부가액
	GS스포츠	100.0		14	장부가액
	기타			153	장부가액
2. 별도 영업가치				1,279	26E EBITDA×EV/EBITDA 4.0배
3. 기업가치(=1+2)				14,450	
4. 순차입금				-129	별도 기준 (25/3Q 기준)
5. 적정시가총액(=3-4)				14,579	
발행주식수				92,915	
주당 NAV (원)				156,906	
목표주가 (원)				90,000	
NAV 대비 할인율				43.0%	실적, 주주환원, 지배구조 감안
현재주가 (원)				73,200	
상승여력 (%)				23.0	

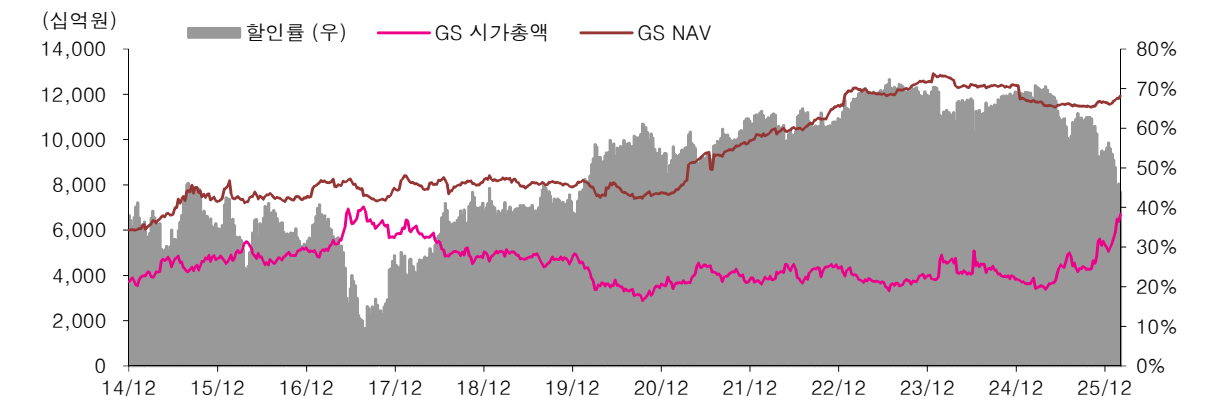
자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 GS 주요 자회사 현황 (단위: %, 십억원)

자회사명	상장 여부	최초 취득 일자	지분율	장부가액
GS에너지	비상장	2012.01.01	100.00	3,499
GS리테일	상장	2004.07.01	58.62	770
GS피앤엘	상장	2004.07.01	58.62	246
GS이피에스	비상장	2004.07.01	70.00	294
GS이앤알	비상장	2014.03.01	89.67	478
GS글로벌	상장	2009.07.01	50.70	250
GS스포츠	비상장	2004.07.01	100.00	14
GS Beyond Corp	비상장	2020.07.03	100.00	9
GS Collective Fund	비상장	2020.07.24	64.52	90

자료: GS, 흥국증권 리서치센터

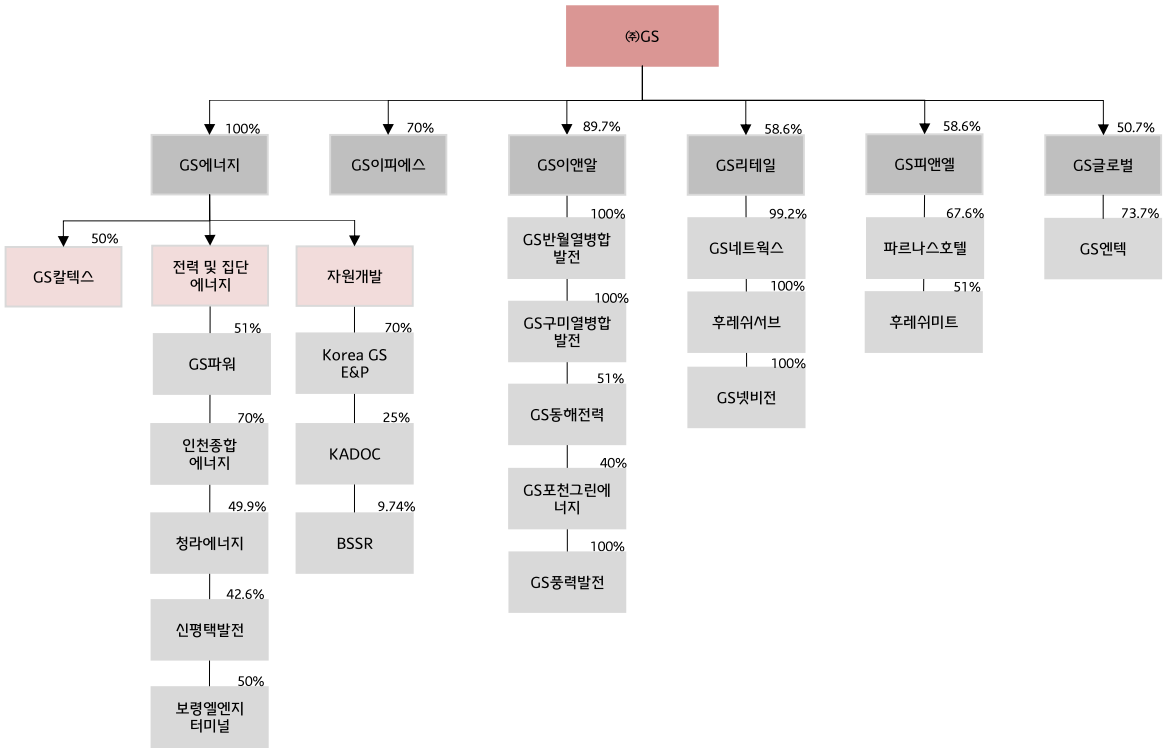
그림 1 GS 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2026-02-20

그림 2 GS 지배구조



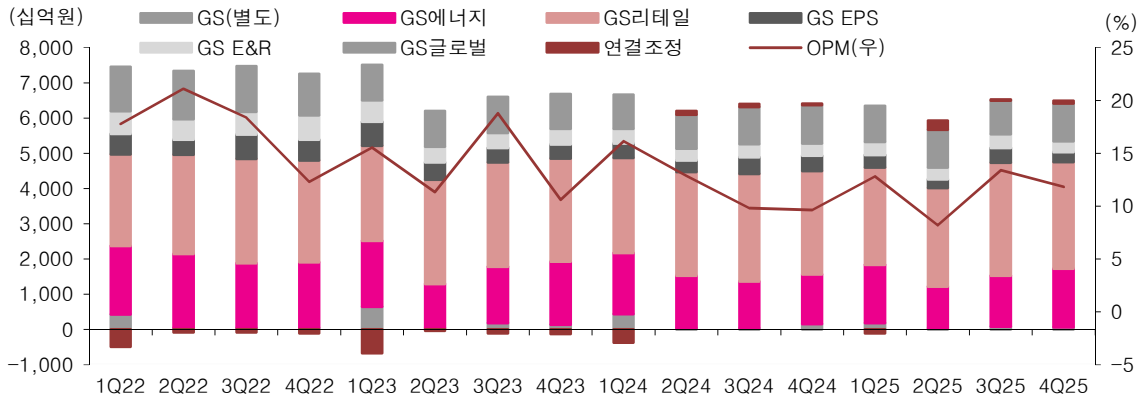
자료: GS, 흥국증권 리서치센터

표 3 GS 사업 포트폴리오

사업 부문	기업	사업 내용
에너지/발전	GS에너지, 칼텍스, EPS, E&R	친환경 연료와 전력 생산
리테일/서비스	GS리테일, 스포츠	전국 오프라인 및 온라인 종합 유통플랫폼과 프로스포츠 서비스 제공
건설/인프라	GS글로벌, 건설	Xi 아파트를 통해 생활공간 혁신 및 플랜트 건설, 친환경 자원 개발

자료: GS, 흥국증권 리서치센터

그림 3 GS 부문별 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



자료: GS, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2026-02-20

표 4 GS 연간/분기 실적 추이 (단위: 십억원, % YoY, $/bbl)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025P	2026E	2027E
매출액	6,239	5,931	6,527	6,487	6,404	6,338	6,373	6,719	25,184	25,834	26,674
GS(별도)	181	42	83	64	237	42	84	66	369	429	561
GS에너지	1,655	1,179	1,447	1,660	1,586	1,320	1,365	1,790	5,941	6,062	6,164
GS리테일	2,761	2,796	3,205	3,026	2,833	3,083	3,341	3,185	11,789	12,441	12,901
GS EPS	361	244	422	287	400	319	385	307	1,315	1,411	1,439
GS E&R	367	336	384	312	600	455	380	392	1,398	1,827	1,849
GS글로벌	1,022	1,074	955	1,068	857	854	786	909	4,118	3,406	3,497
연결조정	-107	260	31	70	-109	265	31	71	254	258	263
매출총이익	1,541	1,276	1,818	1,333	1,572	1,404	1,684	1,337	5,968	5,997	6,182
영업이익	800	486	873	767	803	654	724	841	2,926	3,022	3,165
GS(별도)	160	15	64	43	210	19	50	29	282	308	422
GS에너지	644	344	599	702	592	502	522	721	2,289	2,337	2,365
GS리테일	39	86	111	53	56	88	99	82	289	325	328
GS EPS	46	22	75	-21	24	17	21	13	122	76	76
GS E&R	48	31	31	30	65	44	28	36	140	174	174
GS글로벌	16	20	7	10	12	15	16	11	52	55	56
연결조정	-153	-31	-13	-50	-156	-32	-13	-51	-247	-252	-257
세전이익	735	456	852	630	671	556	636	1,014	2,673	2,878	3,023
지배주주순이익	205	38	314	227	164	136	156	249	783	705	741
수익성(%)											
GPM	24.7	21.5	27.9	20.5	24.5	22.2	26.4	19.9	23.7	23.2	23.2
OPM	12.8	8.2	13.4	11.8	12.5	10.3	11.4	12.5	11.6	11.7	11.9
GS(별도)	88.8	35.6	77.3	66.1	88.6	44.8	60.0	43.6	76.3	71.8	75.3
GS에너지	38.9	29.1	41.4	42.3	37.3	38.0	38.3	40.3	38.5	38.5	38.4
GS리테일	1.4	3.1	3.5	1.8	2.0	2.9	3.0	2.6	2.4	2.6	2.5
GS EPS	12.6	9.0	17.7	-7.2	6.0	5.3	5.5	4.4	9.3	5.4	5.3
GS E&R	13.1	9.2	8.1	9.7	10.8	9.7	7.5	9.2	10.0	9.5	9.4
GS글로벌	1.6	1.8	0.7	0.9	1.4	1.8	2.1	1.2	1.3	1.6	1.6
RPM	11.8	7.7	13.0	9.7	10.5	8.8	10.0	15.1	10.6	11.1	11.3
NPM	3.3	0.6	4.8	3.5	2.6	2.2	2.4	3.7	3.1	2.7	2.8
성장성(% YoY)											
매출액	-0.8	-4.4	2.2	1.3	2.7	6.9	-2.4	3.6	-0.4	2.6	3.2
영업이익	-21.3	-39.1	38.2	24.2	0.4	34.5	-17.1	9.6	-4.5	3.3	4.7
세전이익	-23.1	-41.1	61.0	37.3	-8.8	22.1	-25.3	60.9	-1.7	7.6	5.1
지배주주순이익	-43.1	-81.1	흑전	1,643	-19.7	258.7	-50.3	9.5	38.2	-10.0	5.1
기본가정											
세계GDP	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0
국제유가	71.4	63.7	65.0	59.1	58.0	58.0	57.0	57.0	64.8	57.5	58.0
한국GDP	0.0	0.6	1.8	1.7	2.3	2.0	1.4	1.7	1.0	1.9	1.9
민간소비	0.6	0.9	1.9	1.8	2.1	2.0	1.6	1.6	1.3	1.8	2.0
소비자물가	2.1	2.1	2.0	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8	2.2	2.0	2.0
원/달러(평균)	1,452	1,399	1,387	1,452	1,445	1,435	1,420	1,410	1,423	1,428	1,410
WTI*FX	1.4	-19.5	-11.7	-12.8	-19.2	-6.6	-10.2	-6.3	-10.7	-10.6	-0.3

자료: GS, 흥국증권 리서치센터

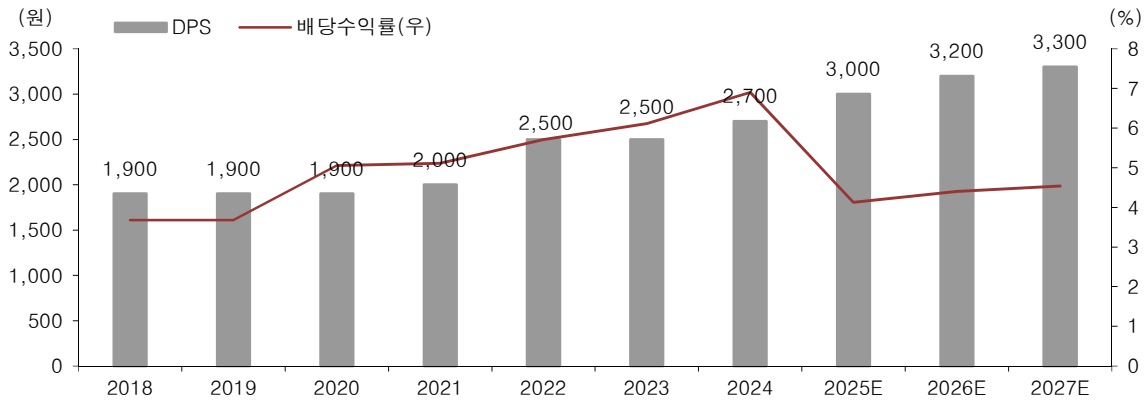
[흥국증권주식회사] 기업분석팀_박종렬_2026-02-20

표 5 GS 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총차입금	12,564	12,375	11,714	11,560	11,831	11,815	11,799
순차입금	10,790	9,623	9,139	9,122	9,086	9,299	9,506
부채비율(%)	119.6%	105.7%	95.4%	89.8%	88.1%	86.8%	85.4%
차입금의존도 (%)	40.3%	36.5%	34.0%	33.0%	32.8%	32.3%	31.8%
순차입금의존도 (%)	34.6%	28.4%	26.5%	26.0%	25.2%	25.4%	25.6%
총차입금/EBITDA (배)	4.7	2.4	2.6	3.0	3.8	3.1	3.0
순차입금/EBITDA (배)	4.1	1.9	2.1	2.4	2.9	2.4	2.4
단기유동성	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	1.0
당좌비율	212.7%	225.2%	225.2%	239.7%	251.5%	247.9%	244.5%
유동비율	97.9%	91.6%	90.7%	94.2%	102.2%	98.9%	95.8%
자기자본비율	45.5%	48.6%	51.2%	52.7%	53.2%	53.5%	53.9%
현금성자산 (A)	1,774	2,752	2,575	2,438	2,745	2,516	2,293
단기성차입금 (B)	2,880	3,411	3,508	3,396	3,389	3,381	3,373
A/B (%)	61.6	80.7	73.4	71.8	81.0	74.4	68.0
단기성차입금/총차입금 (%)	22.9	27.6	29.9	29.4	28.6	28.6	28.6
영업이익	2,651	5,120	3,722	3,060	2,927	3,022	3,165
EBITDA	2,651	5,120	4,435	3,806	3,124	3,826	4,000
순이자비용	253	281	249	264	374	266	264
이자보상배율 (영업이익 대비)	10.5	18.2	14.9	11.6	7.8	11.4	12.0
이자보상배율 (EBITDA 대비)	10.5	18.2	17.8	14.4	8.3	14.4	15.2

자료: GS, 흥국증권 리서치센터

그림 4 GS 배당금 및 배당수익률 전망



자료: GS, 흥국증권 리서치센터

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2026-02-20

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**25,978**	**25,297**	**25,184**	**25,834**	**26,674**
증가율 (Y-Y,%)	(9.1)	(2.6)	(0.4)	2.6	3.2
영업이익	**3,722**	**3,060**	**2,927**	**3,022**	**3,165**
증가율 (Y-Y,%)	(27.3)	(17.8)	(4.3)	3.2	4.7
EBITDA	4,435	3,806	3,124	3,826	4,000
영업외손익	(259)	(342)	(254)	(144)	(141)
순이자수익	(249)	(264)	(374)	(266)	(264)
외화관련손익	(7)	(30)	0	0	0
지분법손익	4	(47)	0	0	0
세전계속사업손익	3,462	2,719	2,673	2,878	3,023
당기순이익	**1,579**	**864**	**1,012**	**1,007**	**1,058**
지배기업당기순이익	**1,301**	**567**	**783**	**705**	**741**
증가율 (Y-Y,%)	(39.3)	(56.4)	38.2	(10.0)	5.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.9	7.9	(4.1)	(0.2)	1.8
영업이익증가율(3Yr)	59.3	4.9	(17.0)	(6.7)	1.1
EBITDA증가율(3Yr)	68.9	12.8	(15.2)	(4.8)	1.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	(18.8)	(25.9)	(13.9)	7.0
영업이익률(%)	14.3	12.1	11.6	11.7	11.9
EBITDA마진(%)	17.1	15.0	12.4	14.8	15.0
순이익률 (%)	6.1	3.4	4.0	3.9	4.0
NOPLAT	**1,763**	**972**	**1,110**	**1,058**	**1,108**
(+) Dep	713	745	196	804	835
(-) 운전자본투자	207	287	170	27	26
(-) Capex	1,074	1,271	1,680	1,298	1,340
OpFCF	1,195	159	(543)	537	576

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	5,982	5,707	6,064	5,943	5,825
현금성자산	2,575	2,438	2,745	2,516	2,293
매출채권	2,282	2,064	2,069	2,143	2,215
재고자산	687	766	786	814	841
비유동자산	28,466	29,356	29,997	30,648	31,311
투자자산	15,142	15,320	15,278	15,421	15,565
유형자산	11,342	11,989	12,759	13,253	13,759
무형자산	1,981	2,047	1,960	1,974	1,988
자산총계	**34,448**	**35,063**	**36,061**	**36,590**	**37,136**
유동부채	6,598	6,060	5,933	6,006	6,078
매입채무	2,470	2,157	1,896	1,964	2,031
유동성이자부채	3,508	3,396	3,389	3,381	3,373
비유동부채	10,225	10,533	10,955	10,991	11,028
비유동이자부채	8,226	8,164	8,442	8,434	8,426
부채총계	**16,823**	**16,593**	**16,889**	**16,997**	**17,105**
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,696	1,704	1,712	1,712	1,712
이익잉여금	14,147	14,459	15,102	15,523	15,960
자본조정	(2,867)	(2,559)	(2,555)	(2,555)	(2,555)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	**17,625**	**18,470**	**19,172**	**19,593**	**20,031**
투하자본	16,780	17,565	18,149	18,661	19,182
순차입금	9,159	9,122	9,086	9,299	9,506
ROA(%)	3.8	1.6	2.2	1.9	2.0
ROE(%)	10.0	4.1	5.4	4.7	4.8
ROIC(%)	10.7	5.7	6.2	5.7	5.9

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	13,949	6,050	8,374	7,525	7,908
BPS	142,027	148,646	155,565	160,008	164,629
DPS	2,500	2,700	3,000	3,200	3,300
Multiples(x,%)					
PER	2.9	6.5	8.7	9.7	9.3
PBR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
EV/ EBITDA	2.9	3.4	5.1	4.2	4.1
배당수익율	6.1	6.9	4.1	4.4	4.5
PCR	0.9	0.8	1.9	4.5	4.3
PSR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	95.4	89.8	88.1	86.8	85.4
Net debt/Equity	52.0	49.4	47.4	47.5	47.5
Net debt/EBITDA	206.5	239.7	290.9	243.1	237.7
유동비율	90.7	94.2	102.2	98.9	95.8
이자보상배율	14.9	11.6	7.8	11.4	12.0
이자비용/매출액	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
자산구조					
투하자본(%)	48.6	49.7	50.2	51.0	51.8
현금+투자자산(%)	51.4	50.3	49.8	49.0	48.2
자본구조					
차입금(%)	40.0	38.5	38.2	37.6	37.1
자기자본(%)	60.0	61.5	61.8	62.4	62.9

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

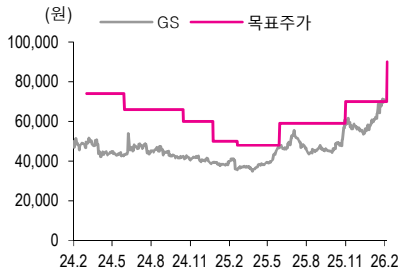
현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**3,021**	**2,426**	**2,270**	**1,526**	**1,594**
당기순이익	1,579	864	1,012	1,007	1,058
자산상각비	713	745	196	804	835
운전자본증감	72	(377)	(158)	(27)	(26)
매출채권감소(증가)	187	234	(48)	(74)	(72)
재고자산감소(증가)	15	(110)	(49)	(28)	(27)
매입채무증가(감소)	(88)	(427)	(35)	68	66
투자현금	**(1,460)**	**(1,503)**	**(1,870)**	**(1,470)**	**(1,514)**
단기투자자산감소	(188)	(40)	117	(16)	(16)
장기투자증권감소	278	55	436	(122)	(123)
설비투자	(1,074)	(1,271)	(1,680)	(1,298)	(1,340)
유무형자산감소	(10)	(2)	20	(14)	(14)
재무현금	**(1,671)**	**(1,261)**	**(337)**	**(300)**	**(319)**
차입금증가	(750)	(369)	422	(16)	(16)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(470)	(407)	(256)	(284)	(303)
현금 증감	(109)	(307)	48	(245)	(239)
총현금흐름(Gross CF)	**4,364**	**4,431**	**3,719**	**1,553**	**1,620**
(-) 운전자본증가(감소)	207	287	170	27	26
(-) 설비투자	1,074	1,271	1,680	1,298	1,340
(+) 자산매각	(10)	(2)	20	(14)	(14)
Free Cash Flow	3,072	2,871	1,889	214	240
(-) 기타투자	(278)	(55)	(436)	122	123
잉여현금	3,350	2,926	2,325	92	117

[흥국증권주식회사]
기업분석팀_박종렬_2026-02-20

GS - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-09-06	담당자변경			
2024-03-15	Buy	74,000	(38.5)	(30.1)
2024-06-12	Buy	66,000	(31.6)	(18.3)
2024-10-29	Buy	60,000	(31.4)	(28.8)
2025-01-07	Buy	50,000	(21.8)	(17.6)
2025-03-05	Buy	48,000	(19.6)	(0.9)
2025-06-12	Buy	59,000	(18.8)	2.7
2025-11-14	Buy	70,000	(14.1)	1.9
2026-02-20	Buy	90,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286