

늘어나는 배당 수익과 구체화되는 신사업

정유, 윤활유 모두 서프라이즈 기록

2Q 연결OP 1.72조원으로 서프라이즈를 기록했다. GS칼텍스 실적이 OP 2.55조원, NP 1.86조원을 기록하면서 지주회사 OP에 9,300억원 기여했는데, 이는 당사 예상치 5,220억원을 4천억 이상 상회한 수치다. 전체 연결OP가 당사 추정치를 4,200억원 상회했는데 대부분이 GS칼텍스 서프라이즈에 의한 것이었다. 정유, 윤활유 모두 놀라운 실적이었는데, 정유OP 2.2조원으로 당사 추정치 1.17조원을 87% 상회했고, 윤활유는 OP 3,577억원 (OPM 52%)으로 추정치를 44% 상회했다. GS칼텍스 석유화학 부문은 시황 부진으로 -63억원 적자 기록했으나, 티도 나지 않는 수준이었다. 반면 발전자회사 실적은 GS EPS의 LNG 개별연료제 계약 종료 영향으로 원가가 상승하면서 예상에 못 미쳤다. 하지만 유가 상승 영향으로 SMP가 7~8월 크게 반등하고 있어, 하반기에는 계절적 성수기와 맞물려 발전자회사 실적이 개선될 전망이다.

하반기 분기OP 1조원 수준 예상

하반기는 분기 OP 1조원 수준이 예상된다. 정유, 윤활유 이익 하향 안정화로 칼텍스 OP 기여도가 낮아지고, 평균 유가 하락으로 자원개발 이익도 낮아지는 영향이다. 칼텍스 정유 실적은 총평균법에 따른 채고손실이 3Q에 집중돼 OP 4,907억원으로 낮아질 전망이다. 윤활유는 양호한 실적이 이어지겠지만, 2Q 대비로는 뚜렷한 qoq 감소가 예상된다. 중동 공급 차질의 핵심이 그룹III 기유인데 반해 동사의 주력 제품은 그룹II 기유이기 때문이다. 실제로 그룹III 기유는 여전히 높은 가격이 유지되고 있으나, 그룹II 기유 가격은 5월에 Peak를 찍고 하향 안정화되는 중이다. 단, 2Q 대비 낮아지는 것이지 여전히 칼텍스 이익 레벨은 높고 역대급 실적이 예상되기 때문에, 칼텍스 배당 cash-flow는 AI DC 투자에 활용돼 신성장 동력 확보에 큰 도움이 될 것이다.

Fig. 1: GS 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	25,250	25,184	28,302	27,694	28,414
영업이익	3,077	2,936	4,972	3,687	3,883
세전이익	2,748	2,705	4,659	3,334	3,533
순이익[지배]	567	799	2,517	1,228	1,322
EPS(원)	5,988	8,434	26,578	12,969	13,962
증감률(%)	-56.4	40.8	215.1	-51.2	7.7
PER(배)	6.6	6.7	3.7	7.5	7.0
PBR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	5.6	6.5	4.7	6.6	6.5
ROE(%)	4.1	5.6	15.8	7.0	7.0
배당수익률	6.9	5.3	5.2	4.6	4.6

자료: GS, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견

[유지]

매수

목표주가(6M) 120,000원

[상향] 23.1%

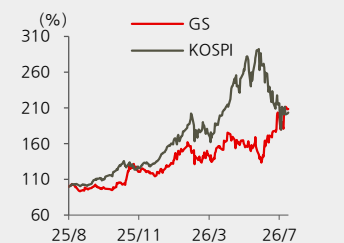
현재주가 97,500원

2026/08/11

주식지표

시가총액	9,057십억원
52주최고가	98,900원
52주최저가	43,650원
상장주식수	9,292만주/178만주
자본금/액면가	474십억원/5,000원
60일평균거래량	41만주
60일평균거래대금	33십억원
외국인지분율	19.8%
자기주식수	없음
주요주주및지분율	
허창수 외	51.7%
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

구체화되는 신사업 반영해 목표주가 12만원 (PBR 0.6X)으로 상향

시장 관심이 높은 AI DC는 본격 투자가 진행된다. 우선 동해 지역에 1.2GW DC 건설을 추진하며, 현재 인허가 절차와 동시에 잠재 테넌트들과 계약 협의를 진행 중이다. 예상 총 투자비 15조원 가운데 차입금 11~12조원, 나머지 3~4조원 가운데 절반 이상의 지분 확보가 목표이기 때문에, GS의 최종적인 Equity 투입은 1.5~2.0조원이 예상된다. 연간 현금흐름과 부채비율, 그리고 수 년에 걸친 분산투자를 감안할 때 재무구조, 배당에 전혀 부담되지 않는 수준으로 판단된다. 성장성이 없던 지주사에서, AI DC라는 신사업이 구체화되고 있기 때문에 PBR re-rating이 기대된다. PBR 0.6X 적용, 목표주가를 12만원으로 상향한다.

표1. GS 2분기 실적

(십억원, %)	2Q26	2Q25	YoY %	1Q26	QoQ %	BNK추정	차이	컨센서스	차이
매출액	7,413	5,938	24.8	6,842	8.3	6,729	10.2	6,939	6.8
영업이익	1,717	485	254.4	1,259	36.5	1,300	32.1	1,120	53.3
세전이익	1,665	453	267.2	1,215	37.1	1,232	35.2	1,194	39.4
순이익	1,132	88	1,179.8	827	36.9	591	91.6	493	129.7
지배 순이익	1,058	38	2,684.0	723	46.3	473	123.8	431	145.2
영업이익률	23.2	8.2		18.4		19.3		16.1	
세전이익률	22.5	7.6		17.8		18.3		17.2	
순이익률	14.3	0.6		10.6		7.0		6.2	

자료: Dataguide, BNK투자증권

표2. GS 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026	2027
매출액	6,238	5,938	6,535	6,486	6,842	7,413	6,974	7,072	25,184	28,302	27,694
자회사	6,063	5,905	6,318	6,120	6,216	6,389	6,632	6,655	24,394	25,892	26,514
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	301	561	960	277	352	531	2,150	920
영업이익	800	485	871	776	1,259	1,717	1,012	984	2,936	4,972	3,687
GS E&R	48	31	31	30	49	30	36	34	140	148	145
GS EPS	46	22	75	(21)	32	(7)	72	19	122	116	128
GS리테일	39	84	111	55	58	109	126	71	289	365	399
GS글로벌	16	20	6	10	13	12	18	14	52	57	65
GS칼텍스	41	(64)	115	261	493	930	240	314	353	1,977	759
GS파워	44	6	12	16	43	4	12	13	78	73	61
기타	25	25	25	25	25	25	25	25	100	100	100
자원개발	542	359	495	401	545	615	483	493	1,800	2,136	2,031
매출 증가율	(0.8)	(4.2)	2.3	1.4	9.9	24.8	6.7	9.0	(0.3)	12.4	(2.1)
OP 증가율	(21.3)	(39.4)	37.8	24.8	56.7	254.4	16.3	26.7	(4.4)	69.4	(25.8)
OPM (%)	12.8	8.2	13.3	12.0	18.4	23.2	14.5	13.9	11.7	17.6	13.3

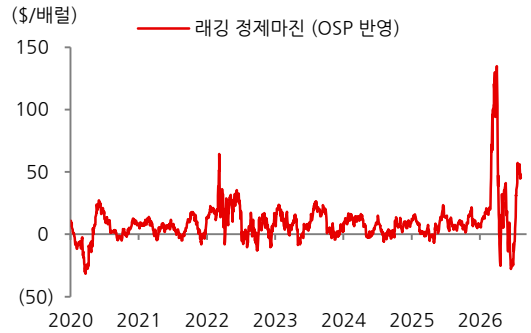
자료: GS, BNK투자증권 추정

Fig. 2: Spot 정제마진 추이



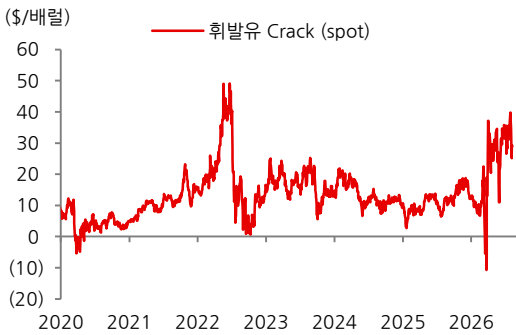
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 3: OSP 반영한 1M 래깅 정제마진



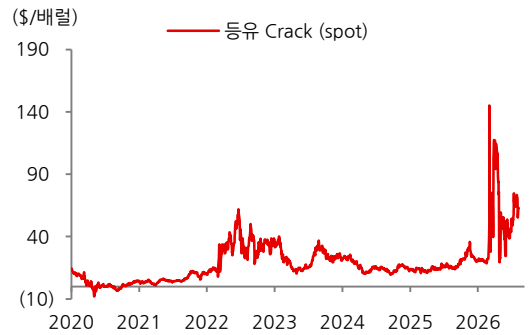
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 4: 휘발유 Crack 추이



자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 5: 등유 Crack 추이



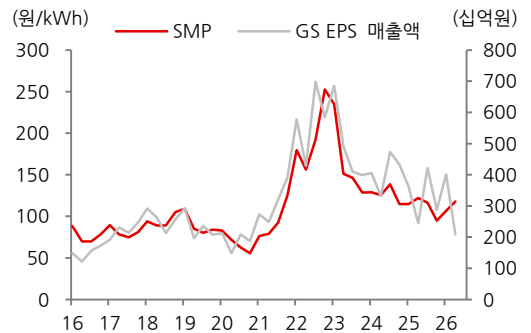
자료: petronet, BNK투자증권

Fig. 6: 월 평균 SMP 추이



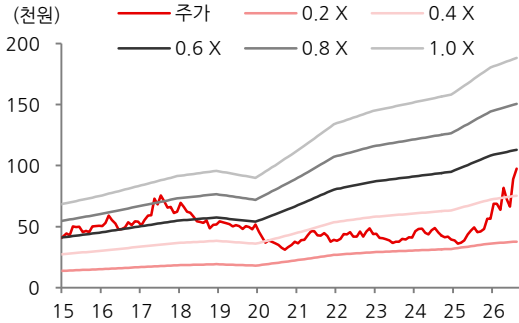
자료: 전력거래소, BNK투자증권

Fig. 7: 분기 SMP vs. GS EPS 매출액



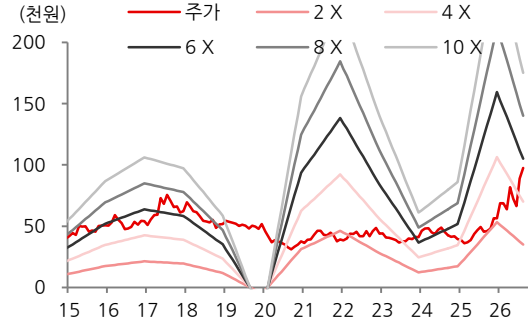
자료: 전력거래소, GS, BNK투자증권

Fig. 8: PBR Band 차트



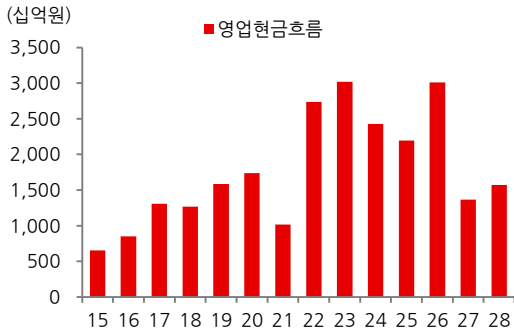
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 9: PER Band 차트



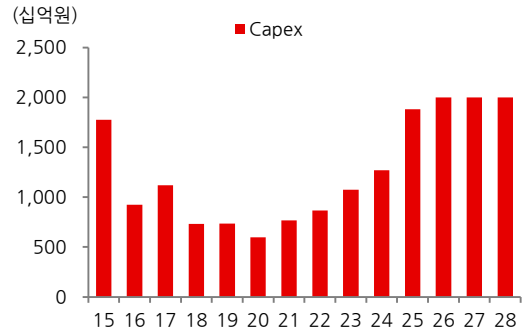
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 10: 영업현금흐름 추이 및 전망



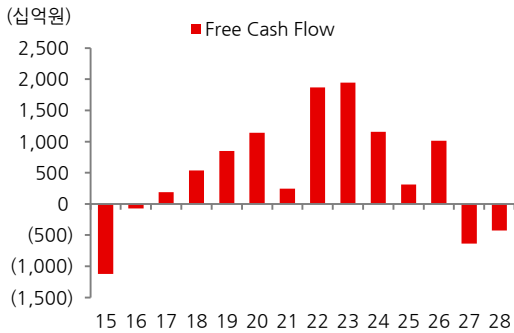
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 11: Capex 추이 및 전망



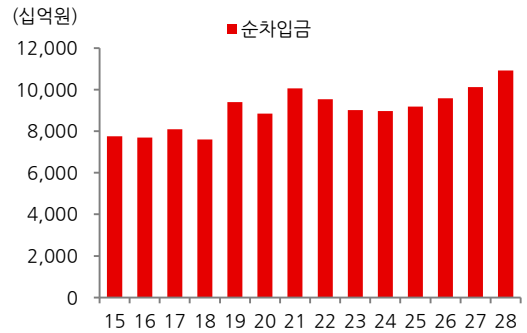
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 12: Free Cash Flow 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 13: 순차입금 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,707	5,410	6,210	5,576	5,684
현금성자산	1,915	1,611	1,959	1,413	1,417
매출채권	1,590	1,694	1,904	1,863	1,911
재고자산	766	745	838	820	841
비유동자산	29,356	30,298	33,427	35,207	37,467
투자자산	10,154	10,414	11,543	11,323	11,584
유형자산	11,989	12,957	14,957	16,957	18,957
무형자산	2,047	1,931	1,931	1,931	1,931
자산총계	35,063	35,708	39,637	40,782	43,151
유동부채	6,060	5,776	6,737	6,662	6,751
매입채무	871	832	935	915	939
단기차입금	649	732	732	732	732
비유동부채	10,533	10,738	11,058	10,995	11,869
사채및장기차입금	5,674	5,770	5,770	5,770	6,570
부채총계	16,593	16,514	17,794	17,657	18,620
지배기업지분	14,076	14,703	17,092	18,192	19,400
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,704	1,711	1,711	1,711	1,711
이익잉여금	14,459	15,152	17,540	18,640	19,848
자본총계	18,470	19,194	21,842	23,126	24,531
총차입금	11,560	11,391	12,037	12,023	12,840
순차입금	8,972	9,192	9,585	10,127	10,928

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	2,426	2,193	3,013	1,365	1,574
당기순이익	864	1,038	2,776	1,411	1,519
비현금비용	4,315	3,968	2,274	2,324	2,428
감가상각비	0	0	0	0	0
비현금수익	-747	-934	-280	-276	-262
자산및부채의증감	-377	-175	237	-46	55
매출채권감소	234	-137	-210	41	-48
재고자산감소	-110	11	-92	18	-21
매입채무증가	-427	6	103	-20	24
법인세환급(납부)	-1,726	-1,601	-1,883	-1,923	-2,014
투자활동현금흐름	-1,503	-1,617	-3,183	-1,769	-2,273
유형자산증가	-1,271	-1,883	-2,000	-2,000	-2,000
유형자산감소	22	37	0	0	0
무형자산순감	-24	-15	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,261	-876	518	-142	703
차입금증가	-154	-169	646	-14	817
자본의증감	8	7	0	0	0
배당금지급	-407	-413	-279	-372	-325
현금의증가	-307	-304	348	-546	4
기말현금	1,915	1,611	1,959	1,413	1,416
잉여현금흐름(FCF)	1,155	310	1,013	-635	-426

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	25,250	25,184	28,302	27,694	28,414
매출원가	19,067	19,137	20,015	20,684	21,124
매출총이익	6,183	6,047	8,287	7,010	7,290
매출총이익률	24.5	24.0	29.3	25.3	25.7
판매비와관리비	3,106	3,111	3,315	3,323	3,406
판매비율	12.3	12.4	11.7	12.0	12.0
영업이익	3,077	2,936	4,972	3,687	3,883
영업이익률	12.2	11.7	17.6	13.3	13.7
EBITDA	3,077	2,936	4,972	3,687	3,883
영업외손익	-329	-231	-313	-353	-350
금융이자손익	-280	-257	-264	-279	-307
외화관련손익	-42	3	0	0	0
기타영업외손익	-7	23	-49	-74	-43
세전이익	2,748	2,705	4,659	3,334	3,533
세전이익률	10.9	10.7	16.5	12.0	12.4
법인세비용	1,855	1,656	1,883	1,923	2,014
법인세율	67.5	61.2	40.4	57.7	57.0
계속사업이익	893	1,049	2,776	1,411	1,519
당기순이익	864	1,038	2,776	1,411	1,519
당기순이익률	3.4	4.1	9.8	5.1	5.3
지배기업순이익	567	799	2,517	1,228	1,322
총포괄손익	1,203	1,125	2,776	1,411	1,519

주요투자지표

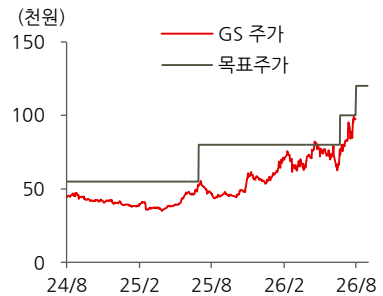
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	5,988	8,434	26,578	12,969	13,962
BPS	148,654	155,269	180,540	192,157	204,919
CFPS	46,788	43,008	50,372	36,534	38,930
DPS	2,700	3,000	4,000	3,500	3,500
PER (배)	6.6	6.7	3.7	7.5	7.0
PSR	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	0.8	1.3	1.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	5.6	6.5	4.7	6.6	6.5
배당성향 (%)	29.0	26.8	13.4	23.0	21.4
배당수익률	6.9	5.3	5.2	4.6	4.6
매출액증가율	-2.8	-0.3	12.4	-2.1	2.6
영업이익증가율	-17.3	-4.6	69.3	-25.8	5.3
순이익증가율	-56.4	40.9	215.1	-51.2	7.7
EPS증가율	-56.4	40.9	215.1	-51.2	7.7
부채비율 (%)	89.8	86.0	81.5	76.4	75.9
차입금비율	62.6	59.3	55.1	52.0	52.3
순차입금/자기자본	48.6	47.9	43.9	43.8	44.5
ROA (%)	2.5	2.9	7.4	3.5	3.6
ROE	4.1	5.6	15.8	7.0	7.0
ROIC	5.6	6.0	14.6	7.0	6.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/08/11 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
GS (078930)	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	-13.1	2.6
	26/07/03	매수	100,000원	-13.0	-1.1
	26/08/12	매수	120,000원	-	-

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(2026.06.30 기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 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.