

유통/상사/지주

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(078930)

GS

BUY(유지)

실적 호조와 재평가 순항

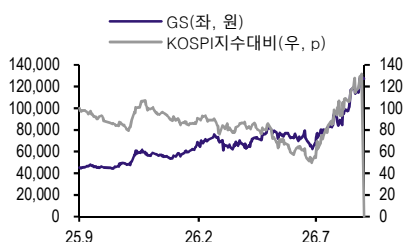
목표주가	170,000원(상향)
현재주가(08/31)	127,100원
상승여력	33.8%
시가총액	11,807십억원
발행주식수	92,895천주
52주 최고가 / 최저가	129,200 / 44,400원
3개월 일평균거래대금	42십억원
외국인 지분율	18.5%
주요주주	
허창수 (외 58인)	53.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
정찬수 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	42.8	75.3	85.0	179.3
상대수익률(KOSPI)	39.4	94.8	75.8	65.3

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	25,250	25,184	29,683	30,716
영업이익	3,077	2,936	5,705	3,573
EBITDA	3,790	3,681	6,263	4,353
지배주주순이익	567	799	2,516	1,328
EPS	6,050	8,538	27,032	14,230
순차입금	9,122	9,341	5,888	5,733
PER	6.5	6.6	4.7	8.9
PBR	0.3	0.4	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.4	4.0	2.8	4.1
배당수익률	6.9	5.3	2.5	2.6
ROE	4.1	5.6	15.9	7.6
컨센서스 영업이익	-	-	5,048	0
컨센서스 EPS	-	-	26,583	0

주가추이



강원도 2.4GW급 초대형 AI DC를 통한 AI 비즈니스에 사업 역량 집중. 에너지와 인프라, 운영 노하우를 고르게 갖추고 있음.

3Q26 Preview: OP 1.5조원(+67% YoY), 호실적 지속

3분기 연결기준 매출액 7.7조원(+18.8% YoY), 영업이익 1.5조원(+67.1% YoY)으로 전분기에 이어 양호한 영업실적을 기록할 전망이다. SMP 약세에 따른 GS EPS, GS E&R 등 일부 자회사의 부진에도 불구하고, 주력 자회사인 GS에너지[자원개발(가격 상승으로 증익)과 GS칼텍스(정유 및 윤활유 부문의 정제마진 개선에 따른 지분법이익 증가)]의 양호한 영업이익 창출과 함께 GS리테일(편의점과 슈퍼마켓, 홈쇼핑 모든 사업부 호조)의 실적도 양호한 성장세를 지속할 것이기 때문임.

2026년: GS에너지의 호조, 연결OP 큰 폭 증익 전망

2026년 연간 연결기준 매출액 29.7조원(+17.9% YoY), 영업이익 5.7조원(+94.1% YoY)으로 기존 전망치 대비 소폭 상향 조정함. 지난해와 달리 GS칼텍스와 GS에너지의 올해 영업실적은 건조한 추세를 유지할 것임. GS에너지의 전력/집단에너지와 자원개발의 안정적인 이익 창출과 함께 GS칼텍스의 정유와 윤활유의 정제마진도 건조한 추세가 지속 가능할 것이기 때문임. 이는 지정학적 리스크 및 역대 가동 차질에 따른 수급 불안정이 유지될 것이기 때문임. 또한 GS리테일을 비롯해 GS피앤엘, GS글로벌 등 자회사들도 대부분 점진적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 상향

양호한 영업실적과 함께 상장사 및 비상장사(GS에너지) 지분가치 증대를 감안해 목표주가를 상향 조정함. 목표주가 산정 시 실적과 주주환원, 지배구조 등을 감안해 NAV 대비 할인율은 45.0%를 적용함. 지난 6월말 이후 주가 상승에도 NAV 대비 할인율 57.2%이고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 7.6배, 0.7배로 밸류에이션 매력은 여전히 양호함. GS그룹은 강원도에 2.4GW급 초대형 AI 데이터센터 캠퍼스(총 투자비 30조원)를 조성할 계획임. GS파워, GS EPS, GS E&R 등은 AI DC를 위한 대량의 안정적 전력 공급 노하우를 보유하고 있고, GS건설과 자이C&A, 디씨브릿지는 DC 건설과 운영 경험을 축적하고 있음.

표 1 GS 적정주가 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	내역	지분율	시가총액, 순자산가액	가치	비고
1. 투자자산가치				26,791	
상장사	GS리테일	58.6	2,203	1,291	공정가치 평가
	GS피앤엘	58.6	870	510	
	GS글로벌	50.7	221	112	
비상장사	GS에너지	100.0		23,926	26E EBITDA×EV/EBITDA 3.8배 장부가액
	GS이피에스	70.0		294	
	GS이앤알	89.7		478	
	GS벤처스	100.0		13	
	GS스포츠	100.0		14	
	기타			153	
2. 별도 영업가치				2,023	26E EBITDA×EV/EBITDA 4.5배
3. 기업가치(=1+2)				28,815	
4. 순차입금				-262	별도 기준 (26/2Q 기준)
5. 적정시가총액(=3-4)				29,077	
발행주식수				92,895	
주당 NAV (원)				313,009	
목표주가 (원)				170,000	
NAV 대비 할인율				45.0%	실적, 주주환원, 지배구조 감안
현재주가 (원)				127,100	
상승여력 (%)				33.8	

자료: 흥국증권 리서치센터

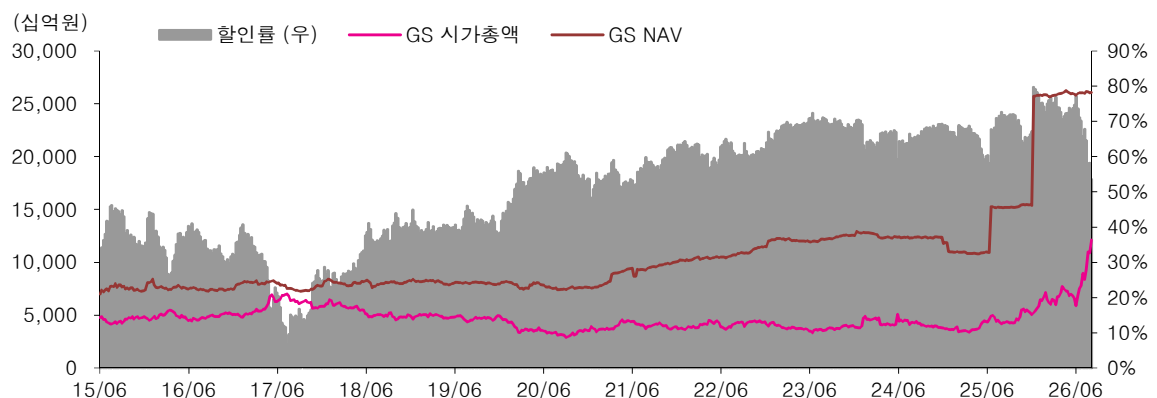
표 2 GS 주요 자회사 현황

(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

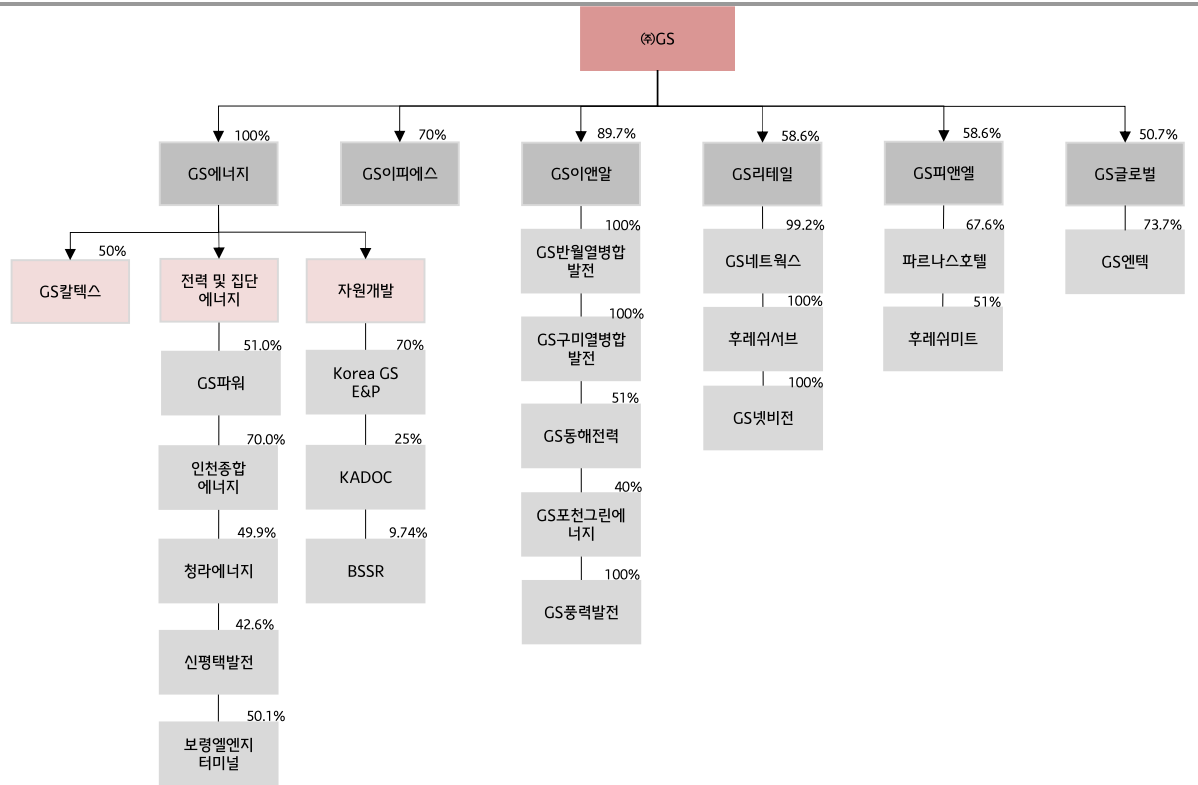
자료: GS, 흥국증권 리서치센터

그림 1 GS 시가총액과 NAV 대비 할인율 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 2 GS 지배구조



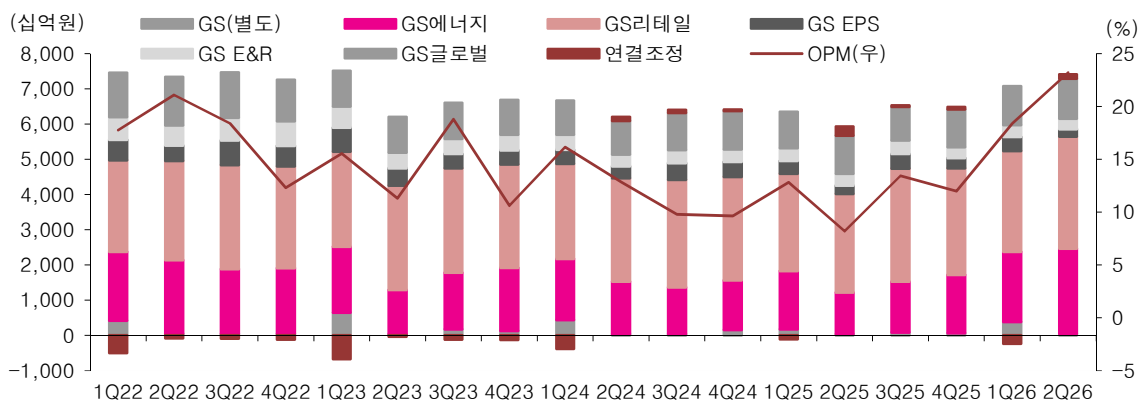
자료: GS, 흥국증권 리서치센터

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

표 4 GS 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원, % YoY, \$/bb)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	6,239	5,931	6,518	6,487	6,842	7,413	7,743	7,684	25,175	29,683	30,716
GS(별도)	181	42	83	64	388	47	84	67	369	586	572
GS에너지	1,655	1,179	1,447	1,660	1,991	2,422	2,078	2,204	5,941	8,695	8,961
GS리테일	2,761	2,796	3,196	3,026	2,855	3,175	3,412	3,216	11,780	12,658	13,254
GS EPS	361	244	422	287	402	209	441	342	1,315	1,394	1,429
GS E&R	367	336	384	312	342	305	478	475	1,398	1,601	1,990
GS글로벌	1,022	1,074	955	1,068	1,099	1,135	1,218	1,307	4,118	4,759	4,521
연결조정	-107	261	31	70	-234	120	32	72	254	-11	-11
매출총이익	1,541	1,275	1,632	1,600	1,713	2,041	2,317	2,224	6,047	8,295	8,010
영업이익	801	486	876	776	1,259	1,717	1,464	1,265	2,940	5,705	3,573
GS(별도)	160	15	64	43	367	19	65	44	282	494	475
GS에너지	644	344	599	702	1,059	1,534	1,170	1,097	2,289	4,860	2,669
GS리테일	39	86	114	53	58	109	137	68	292	373	410
GS EPS	46	22	75	-21	32	-7	24	21	122	70	75
GS E&R	48	31	31	30	49	29	49	58	140	185	223
GS글로벌	16	20	7	10	13	12	32	20	52	76	84
연결조정	-153	-31	-13	-41	-319	21	-13	-42	-237	-354	-362
세전이익	735	456	852	662	1,215	1,665	1,399	1,259	2,705	5,537	3,363
지배주주순이익	205	38	314	242	723	1,057	387	349	799	2,516	1,328
수익성(%)											
GPM	24.7	21.5	25.0	24.7	25.0	27.5	29.9	28.9	24.0	27.9	26.1
OPM	12.8	8.2	13.4	12.0	18.4	23.2	18.9	16.5	11.7	19.2	11.6
GS(별도)	88.8	35.6	77.3	66.1	94.5	40.3	76.9	65.7	76.3	84.3	83.0
GS에너지	38.9	29.1	41.4	42.3	53.2	63.3	56.3	49.8	38.5	55.9	29.8
GS리테일	1.4	3.1	3.6	1.8	2.0	3.4	4.0	2.1	2.5	2.9	3.1
GS EPS	12.6	9.0	17.7	-7.2	8.0	-3.5	5.5	6.0	9.3	5.0	5.2
GS E&R	13.1	9.2	8.1	9.7	14.3	9.7	10.3	12.2	10.0	11.6	11.2
GS글로벌	1.6	1.8	0.7	0.9	1.2	1.0	2.6	1.5	1.3	1.6	1.9
RPM	11.8	7.7	13.1	10.2	17.8	22.5	18.1	16.4	10.7	18.7	10.9
NPM	3.3	0.6	4.8	3.7	10.6	14.3	5.0	4.5	3.2	8.5	4.3
성장성(% YoY)											
매출액	-0.8	-4.4	1.9	2.0	9.7	25.0	18.8	18.4	-0.3	17.9	3.5
영업이익	-21.2	-39.1	39.6	22.2	57.1	253.1	67.1	62.9	-4.5	94.1	-37.4
세전이익	-23.1	-41.1	61.0	35.4	65.2	265.5	64.3	90.1	-1.6	104.7	-39.3
지배주주순이익	-43.1	-81.1	흑전	1,760	253.3	2,682	23.4	43.9	40.9	215.0	-47.2
기본가정											
세계GDP	3.2	3.2	3.2	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0
국제유가	71.4	63.7	65.0	59.1	72.7	92.7	85.0	80.0	64.8	82.6	73.8
한국GDP	0.2	0.7	2.1	1.6	3.8	3.7	2.6	2.9	1.2	3.3	3.1
민간소비	0.5	1.0	2.0	2.4	2.7	2.5	2.2	2.4	1.5	2.5	2.4
소비자물가	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	3.0	2.9	2.6	2.2	2.7	2.3
원/달러(평균)	1,453	1,401	1,387	1,452	1,467	1,502	1,475	1,445	1,423	1,472	1,435
WTI*FX	1.4	-19.3	-11.7	-12.8	2.8	56.0	39.1	34.7	-10.6	33.1	-12.1

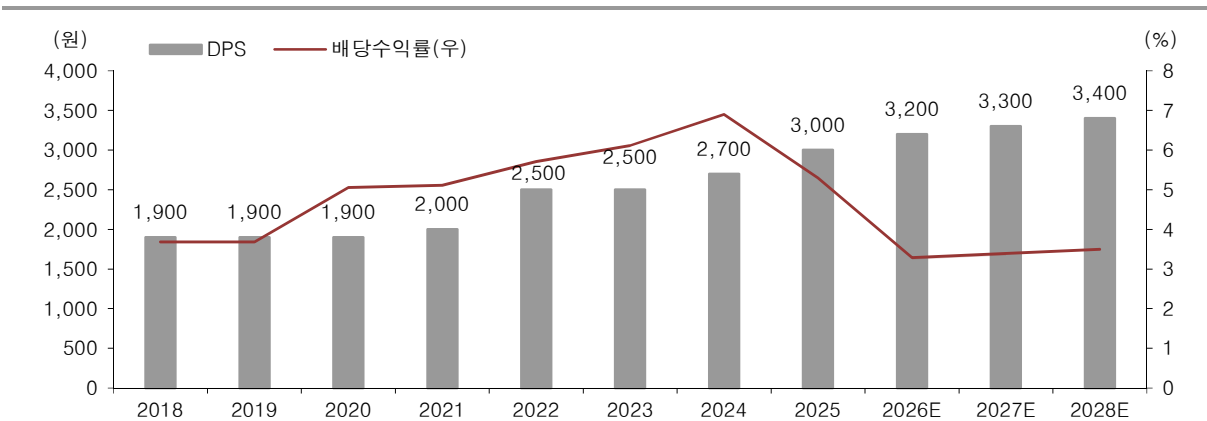
자료: GS, 흥국증권 리서치센터

표 5 GS 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
총차입금	12,375	11,714	11,560	11,391	8,516	8,500	8,484
순차입금	9,623	9,139	9,122	9,341	5,888	5,733	5,594
부채비율(%)	105.7%	95.4%	89.8%	86.0%	77.2%	73.8%	71.0%
차입금의존도 (%)	36.5%	34.0%	33.0%	31.9%	22.4%	21.7%	21.1%
순차입금의존도 (%)	28.4%	26.5%	26.0%	26.2%	15.5%	14.7%	13.9%
총차입금/EBITDA (배)	2.4	3.1	3.0	3.1	1.4	2.0	1.9
순차입금/EBITDA (배)	1.9	2.5	2.4	2.5	0.9	1.3	1.3
단기유동성	1.2	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
당좌비율	225.2%	225.2%	239.7%	252.3%	268.7%	273.8%	276.6%
유동비율	91.6%	90.7%	94.2%	93.7%	111.1%	113.2%	115.6%
자기자본비율	48.6%	51.2%	52.7%	53.8%	56.4%	57.5%	58.5%
현금성자산 (A)	2,752	2,575	2,438	2,050	2,629	2,767	2,891
단기성차입금 (B)	3,411	3,508	3,396	3,238	2,848	2,840	2,832
A/B (%)	80.7	73.4	71.8	63.3	92.3	97.4	102.1
단기성차입금/총차입금 (%)	27.6	29.9	29.4	28.4	33.4	33.4	33.4
영업이익	5,120	3,722	3,077	2,936	5,705	3,573	3,548
EBITDA	5,120	3,722	3,790	3,681	6,263	4,353	4,368
순이자비용	281	249	263	235	130	173	172
이자보상배율 (영업이익 대비)	18.2	14.9	11.7	12.5	43.7	20.7	20.7
이자보상배율 (EBITDA 대비)	18.2	14.9	14.4	15.6	48.0	25.2	25.5

자료: GS, 흥국증권 리서치센터

그림 4 GS 배당금 및 배당수익률 전망



자료: GS, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	25,250	25,184	29,683	30,716	30,727
증가율 (Y-Y,%)	(2.8)	(0.3)	17.9	3.5	0.0
영업이익	3,077	2,936	5,705	3,573	3,548
증가율 (Y-Y,%)	(17.3)	(4.6)	94.3	(37.4)	(0.7)
EBITDA	3,790	3,681	6,263	4,353	4,368
영업외손익	(329)	(231)	(168)	(210)	(209)
순이자수익	(263)	(235)	(130)	(173)	(172)
외화관련손익	(30)	1	0	0	0
지분법손익	(47)	18	0	0	0
세전계속사업손익	2,748	2,705	5,537	3,363	3,339
당기순이익	864	1,038	2,995	1,585	1,573
지배기업당순이익	567	799	2,516	1,328	1,316
증가율 (Y-Y,%)	(56.4)	40.9	215.0	(47.2)	(0.9)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.8	(4.1)	4.5	6.7	6.9
영업이익증가율(3Yr)	5.1	(16.9)	15.3	5.1	6.5
EBITDA증가율(3Yr)	12.7	(10.4)	18.9	4.7	5.9
순이익증가율(3Yr)	(18.8)	(25.2)	23.8	22.4	14.9
영업이익률(%)	12.2	11.7	19.2	11.6	11.5
EBITDA마진(%)	15.0	14.6	21.1	14.2	14.2
순이익률 (%)	3.4	4.1	10.1	5.2	5.1
NOPLAT	1,000	1,138	3,086	1,684	1,672
(+) Dep	713	745	557	780	820
(-) 운전자본투자	287	217	50	(21)	11
(-) Capex	1,271	1,883	1,481	1,536	1,536
OpFCF	155	(216)	2,112	949	944

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,707	5,410	6,553	6,653	6,846
현금성자산	2,438	2,050	2,629	2,767	2,891
매출채권	2,064	2,218	2,526	2,493	2,540
재고자산	766	745	842	831	847
비유동자산	29,356	30,298	31,529	32,470	33,373
투자자산	15,320	15,410	15,784	15,933	16,084
유형자산	11,989	12,957	13,761	14,517	15,233
무형자산	2,047	1,931	1,984	2,020	2,055
자산총계	35,063	35,708	38,082	39,123	40,219
유동부채	6,060	5,776	5,900	5,875	5,925
매입채무	2,157	2,096	2,358	2,327	2,370
유동성이자부채	3,396	3,238	2,848	2,840	2,832
비유동부채	10,533	10,738	10,692	10,734	10,776
비유동이자부채	8,164	8,153	5,668	5,660	5,652
부채총계	16,593	16,514	16,592	16,609	16,701
자본금	474	474	474	474	474
자본잉여금	1,704	1,711	1,711	1,711	1,711
이익잉여금	14,459	15,152	17,394	18,418	19,422
자본조정	(2,559)	(2,633)	(2,632)	(2,632)	(2,632)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	18,470	19,194	21,490	22,514	23,518
투하자본	17,565	18,227	16,680	17,421	18,154
순차입금	9,122	9,341	5,888	5,733	5,594
ROA(%)	1.6	2.3	6.8	3.4	3.3
ROE(%)	4.1	5.6	15.9	7.6	7.1
ROIC(%)	5.8	6.4	17.7	9.9	9.4

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	6,050	8,538	27,032	14,230	14,102
BPS	148,646	155,262	178,983	189,804	200,402
DPS	2,700	3,000	3,200	3,300	3,400
Multiples(x,%)					
PER	6.5	6.6	4.7	8.9	9.0
PBR	0.3	0.4	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	3.4	4.0	2.8	4.1	4.0
배당수익율	6.9	5.3	2.5	2.6	2.7
PCR	0.8	1.3	3.5	5.6	5.5
PSR	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	89.8	86.0	77.2	73.8	71.0
Net debt/Equity	49.4	48.7	27.4	25.5	23.8
Net debt/EBITDA	240.7	253.7	94.0	131.7	128.0
유동비율	94.2	93.7	111.1	113.2	115.6
이자보상배율	11.7	12.5	43.7	20.7	20.7
이자비용/매출액	1.7	1.5	0.7	1.0	1.0
자산구조					
투하자본(%)	49.7	51.1	47.5	48.2	48.9
현금+투자자산(%)	50.3	48.9	52.5	51.8	51.1
자본구조					
차입금(%)	38.5	37.2	28.4	27.4	26.5
자기자본(%)	61.5	62.8	71.6	72.6	73.5

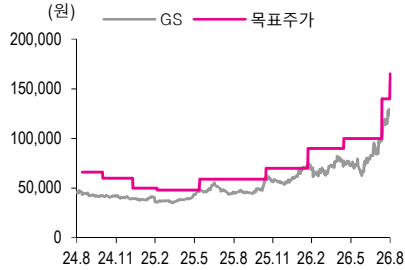
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	2,426	2,193	2,412	2,178	2,175
당기순이익	864	1,038	2,995	1,585	1,573
자산상각비	713	745	557	780	820
운전자본증감	(377)	(175)	(842)	21	(11)
매출채권감소(증가)	234	(137)	(217)	33	(47)
재고자산감소(증가)	(110)	11	(109)	11	(16)
매입채무증감(감소)	(427)	6	(499)	(31)	44
투자현금	(1,503)	(1,617)	(1,611)	(1,730)	(1,733)
단기투자자산감소	(40)	186	32	(10)	(10)
장기투자증권감소	55	909	38	(129)	(131)
설비투자	(1,271)	(1,883)	(1,481)	(1,536)	(1,536)
유무형자산감소	(2)	22	(23)	(36)	(36)
재무현금	(1,261)	(876)	(277)	(319)	(328)
차입금증가	(369)	9	(111)	(16)	(16)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	(407)	(413)	(284)	(303)	(312)
현금 증감	(307)	(304)	542	129	114
총현금흐름(Gross CF)	4,431	4,073	3,394	2,157	2,186
(-) 운전자본증감(감소)	287	217	50	(21)	11
(-) 설비투자	1,271	1,883	1,481	1,536	1,536
(+) 자산매각	(2)	22	(23)	(36)	(36)
Free Cash Flow	2,871	1,994	1,839	607	603
(-) 기타투자	(55)	(909)	(38)	129	131
잉여현금	2,926	2,904	1,877	478	473

GS - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정 가격(₩)	평균 주가 괴리율(%)	최고(최저) 주가 괴리율(%)
2022-09-06	담당자 변경			
2024-09-11	Buy	66,000	(35.1)	(31.7)
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	(13.8)	4.6
2026-02-20	Buy	90,000	(21.8)	(8.8)
2026-05-15	Buy	100,000	(21.3)	(1.1)
2026-08-12	Buy	140,000	739.7	621.4
2026-09-01	Buy	170,000		

투자 의견 (향후 12개월 기준)

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

최근 1년간 조사 분석 자료의 투자 등급 비율 (2026년 06월 30일 기준)

Buy (96.6%)	Hold (3.4%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공 시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사 분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공 시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 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 책임 소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적 재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앳체

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



<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