



BUY(Maintain)

목표주가: 53,000원

주가(4/27): 40,000원

시가총액: 34,233억원



건설 Analyst 조영환

yh.cho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/27)		2,639.06pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	48,300원	36,700원
등락률	-17.2%	9.0%
수익률	절대	상대
1M	-14.9%	-12.0%
6M	-3.4%	10.8%
1Y	-17.2%	0.9%

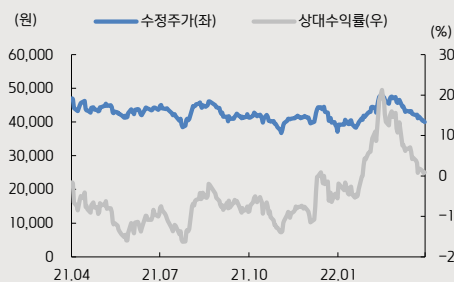
Company Data

발행주식수	85,581	전주
일평균 거래량(3M)	634	천주
외국인 지분율	27.5%	
배당수익률(2022E)	3.3%	
BPS(2022E)	59,378원	
주요 주주	허창수 외 16 인	23.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	10,122.9	9,036.6	9,874.3	10,509.1
영업이익	750.4	646.5	884.5	1,054.2
EBITDA	910.3	800.3	1,049.1	1,189.6
세전이익	518.4	657.9	897.3	1,066.9
순이익	329.7	428.8	605.0	696.9
지배주주지분순이익	311.7	408.5	548.0	627.2
EPS(원)	3,890	4,793	6,403	7,329
증감률(% YoY)	-29.9	23.2	33.6	14.5
PER(배)	9.7	8.3	6.2	5.5
PBR(배)	0.74	0.73	0.67	0.61
EV/EBITDA(배)	5.1	5.5	3.8	2.9
영업이익률(%)	7.4	7.2	9.0	10.0
ROE(%)	7.7	9.3	11.3	11.7
순차입금비율(%)	33.0	16.2	5.6	-4.9

Price Trend



GS건설 (006360)

일시적인 주택 수익성 부진



GS건설의 1Q22 영업이익은 1,513억원(-13.1% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 만 세대 이상의 선착공 주택 사업장들의 예정원가 확정이 지연되면서 건축/주택 부문의 매출원가율이 예상대비 상승했기 때문이다. 1분기 원자재 관련 영향은 미미했던 것으로 파악된다. 향후 원자재 가격 상승에 따른 수익성 하락 영향은 발생할 것으로 예상하나 동사가 제시한 연간 2~3%p 주택 원가율 상승은 합리적인 수준으로 판단한다.

>>> 1분기 영업이익 1,535억원으로 시장 컨센서스 하회

GS건설의 1Q22 연결기준 영업이익은 1,513억원(-13.1% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 통상적으로 주택 현장 착공 시 예정원가를 보수적으로 책정했다가 공사 중간마다 원가율을 확정하는 과정을 거치는데, 선착공 1만 세대 이상의 주택 사업장들의 원가율 확정이 지연되면서 건축/주택 부문의 매출총이익이 예상대비 부진했기 때문이다(-5.7%p YoY, -7.3%p QoQ). 반면 지배주주순이익은 142억원(-7.9% YoY)으로 영업외이익 530억원(환평가이익 440억원, 지분법이익 60억원 등)이 발생하면서 시장 컨센서스를 상회하였다.

한편 매출액은 2.4조원(+10.1% YoY)으로 시장 기대치를 상회하였는데, 1분기에 연결 편입된 S&I건설의 실적이 3월부터 반영되면서 건축/주택 부문 매출이 약 1,200억원 증가하는 효과가 발생하는데 기인한다. 이에 따라 올해 연간으로는 약 1.2조원 수준의 매출이 추가로 발생할 것으로 전망한다.

>>> 원자재 가격 상승 영향 심각하지 않을 전망

이미 1분기 실적을 발표한 타 대형 건설사들과 마찬가지로 동사 또한 이번 분기에 원자재 가격 상승에 대한 영향은 다소 미미했던 것으로 파악된다. 다만 향후 기착공한 주택 사업장들의 예정원가가 상승하면서 수익성이 하락은 불가피할 것으로 판단하는데, GS건설은 내부적으로 연간 2~3%p 수준의 주택 원가율 상승 가능성을 예상하고 있는 상황이다. 1) 자재 구매 계약 시 대형 건설사 특성상 협상력이 비교적 높다는 점과, 2) 높은 아파트 브랜드 선호도로 인해 향후 착공되는 사업장들의 공사비 증액이 비교적 원만하게 가능하다는 점을 감안하면 동사가 제시한 원가율 상승 폭은 합리적인 수준으로 판단한다. 한편 이번 분기 실행원가율이 확정되지 않은 선착공 주택 사업장들은 올해 2~3분기 사이 예정원가가 확정되면서 수익성 개선에 기여할 전망이다.

동사는 이번 분기부터 기존 플랜트 사업부문에 포함되어 있던 'ECO' 사업부문을 새로 구분하여 실적을 발표하였다. 연간 실적 가이던스는 제시하지 않았으며, 1Q22 ECO사업 매출액은 300억원 수준으로 아직 실적 기여도는 미미한 수준이다. 태양광, 해상풍력, 수처리 등 친환경/신재생에너지 사업을 수주해나가는 것을 목표로 하고 있으며 현재 국내에 한정되어 있는 사업을 점차 선진국 중심의 해외로 넓혀나갈 계획이다.

GS건설 1Q22 실적 리뷰 (단위: 십억원)

구분	1Q22P	1Q21	(YoY)	4Q21	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	2,375.9	2,014.1	18.0%	2,619.1	-9.3%	2,158.9	10.1%	2,228.8	6.6%
영업이익	153.5	176.6	-13.1%	192.7	-20.3%	186.3	-17.6%	182.9	-16.1%
(OPM)	6.5%	8.8%	-2.3%p	7.4%	-0.9%p	8.6%	-2.2%p	8.2%	-1.7%p
지배주주순이익	142.0	154.1	-7.9%	70.2	102.1%	120.3	18.0%	110.9	28.0%

자료: GS건설, Fn Guide, 키움증권 리서치

GS건설 실적 추정치 변경 내역 (단위: 십억원)

구분	변경 전			변경 후			차이		
	2Q22E	2022E	2023E	2Q22E	2022E	2023E	2Q22E	2022E	2023E
매출액	2,418.7	9,439.1	10,187.9	2,506.7	9,874.3	10,509.2	3.6%	4.6%	3.2%
영업이익	208.0	812.9	959.4	255.6	916.3	1,098.6	22.9%	12.7%	14.5%
(OPM)	8.6%	8.6%	9.4%	10.2%	9.3%	10.5%	1.6%p	0.7%p	1.0%p
지배주주순이익	126.1	492.8	583.3	144.8	566.9	653.9	14.9%	15.0%	12.1%

자료: 키움증권 리서치

주) S&I건설 연결 편입 추정치 신규반영

GS건설 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	2,014	2,232	2,172	2,619	2,376	2,507	2,474	2,518	9,037	9,874	10,509
(YoY)	-17.5%	-12.4%	-6.3%	-7.0%	18.0%	12.3%	13.9%	-3.9%	-10.7%	9.3%	6.4%
건축/주택	1,225	1,451	1,603	1,812	1,723	1,859	1,801	1,852	6,091	7,234	7,565
신사업	171	186	189	231	192	193	194	195	778	774	1,043
플랜트	348	360	180	349	179	195	188	191	1,237	753	692
인프라	189	210	178	203	227	206	237	226	780	896	993
매출원가	1,698	1,844	1,874	2,270	2,073	2,094	2,070	2,101	7,686	8,338	8,751
(매출원가율)	84.3%	82.6%	86.3%	86.7%	87.3%	83.5%	83.7%	83.5%	85.1%	84.4%	83.3%
건축/주택	79.7%	77.5%	77.4%	78.1%	85.4%	81.0%	80.9%	80.8%	78.1%	82.0%	80.5%
신사업	81.4%	81.2%	85.9%	83.6%	84.0%	83.9%	83.8%	83.7%	83.1%	83.8%	83.5%
플랜트	96.0%	109.0%	136.2%	116.7%	89.2%	89.1%	89.0%	88.9%	111.5%	89.0%	88.7%
인프라	89.6%	93.6%	117.0%	116.4%	99.4%	99.3%	99.2%	99.1%	103.9%	99.2%	98.9%
매출총이익	317	388	298	349	303	413	404	417	1,351	1,536	1,758
(YoY)	8.8%	26.8%	-15.4%	-40.5%	-4.4%	6.5%	35.8%	19.4%	-12.0%	13.7%	14.5%
판관비	140	263	145	156	149	168	166	169	805	652	704
영업이익	177	125	152	192	154	245	238	248	646	885	1,054
(YoY)	3.3%	-24.4%	-27.3%	-6.1%	-13.1%	96.1%	56.4%	28.9%	-13.9%	36.9%	19.2%
(OPM)	8.8%	5.6%	7.0%	7.3%	6.5%	9.8%	9.6%	9.8%	7.2%	9.0%	10.0%
세전이익	224	102	194	131	207	236	229	226	650	897	1,067
당기순이익	158	62	133	71	154	154	149	148	425	605	697
지배주주순이익	154	56	129	66	142	139	135	133	404	548	627
(YoY)	20.0%	-30.8%	32.9%	973.0%	-7.9%	149.4%	4.6%	101.6%	29.7%	35.6%	14.4%

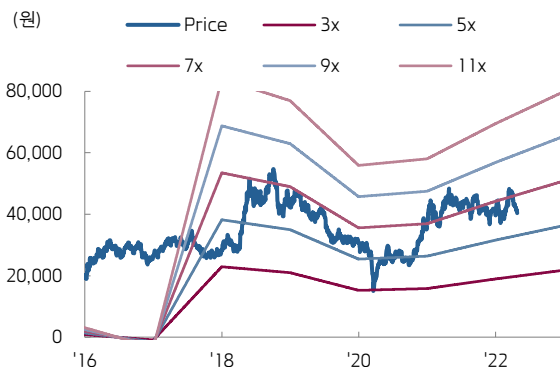
자료: GS건설, 키움증권 리서치

GS건설 12M Fwd PBR밴드



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

GS건설 12M Fwd PER밴드



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	10,122.9	9,036.6	9,874.3	10,509.1	10,987.2
매출원가	8,587.8	7,685.8	8,338.2	8,750.9	9,101.4
매출총이익	1,535.1	1,350.8	1,536.1	1,758.3	1,885.8
판관비	784.7	704.3	651.5	704.1	736.1
영업이익	750.4	646.5	884.5	1,054.2	1,149.7
EBITDA	910.3	800.3	1,049.1	1,189.6	1,261.4
영업외손익	-232.0	11.4	12.7	12.8	14.1
이자수익	41.9	53.5	61.7	71.8	83.1
이자비용	115.2	91.7	91.7	91.7	91.7
외환관련이익	152.4	237.1	237.1	237.1	237.1
외환관련손실	245.7	121.1	121.1	121.1	121.1
종속 및 관계기업손익	-6.1	5.1	5.1	5.1	5.1
기타	-59.3	-71.5	-78.4	-88.4	-98.4
법인세차감전이익	518.4	657.9	897.3	1,066.9	1,163.8
법인세비용	188.8	229.1	292.3	370.0	403.6
계속사업순손익	329.7	428.8	605.0	696.9	760.2
당기순이익	329.7	428.8	605.0	696.9	760.2
지배주주순이익	311.7	408.5	548.0	627.2	684.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.8	-10.7	9.3	6.4	4.5
영업이익 증감율	-2.2	-13.8	36.8	19.2	9.1
EBITDA 증감율	1.0	-12.1	31.1	13.4	6.0
지배주주순이익 증감율	-29.7	31.1	34.1	14.5	9.1
EPS 증감율	-29.9	23.2	33.6	14.5	9.1
매출총이익율(%)	15.2	14.9	15.6	16.7	17.2
영업이익률(%)	7.4	7.2	9.0	10.0	10.5
EBITDA Margin(%)	9.0	8.9	10.6	11.3	11.5
지배주주순이익률(%)	3.1	4.5	5.5	6.0	6.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	553.9	1,107.5	621.1	731.0	806.0
당기순이익	329.7	428.8	605.0	696.9	760.2
비현금항목의 가감	960.1	495.6	461.7	500.2	498.7
유형자산감가상각비	121.7	121.5	135.8	109.0	87.4
무형자산감가상각비	38.2	32.4	28.8	26.5	24.3
지분법평가손익	-7.6	-5.6	0.0	0.0	0.0
기타	807.8	347.3	297.1	364.7	387.0
영업활동자산부채증감	-356.6	521.0	-127.0	-79.8	-44.4
매출채권및기타채권의감소	343.8	-437.1	-197.1	-149.4	-112.5
재고자산의감소	74.1	17.3	-136.9	-103.8	-78.1
매입채무및기타채무의증가	-221.2	39.6	113.7	86.2	64.9
기타	-553.3	901.2	93.3	87.2	81.3
기타현금흐름	-379.3	-337.9	-318.6	-386.3	-408.5
투자활동 현금흐름	-269.0	-531.2	-463.4	-507.9	-566.1
유형자산의 취득	-127.7	-134.9	-134.9	-134.9	-134.9
유형자산의 처분	30.1	4.8	4.8	4.8	4.8
무형자산의 순취득	-2.7	-22.0	-22.0	-22.0	-22.0
투자자산의감소(증가)	-157.2	-165.1	-63.3	-63.3	-63.3
단기금융자산의감소(증가)	41.6	-110.0	-144.0	-188.5	-246.8
기타	-53.1	-104.0	-104.0	-104.0	-103.9
재무활동 현금흐름	50.9	-4.9	5.4	5.4	5.4
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-89.2	-120.6	-110.4	-110.4	-110.4
기타	140.1	115.7	115.8	115.8	115.8
기타현금흐름	-9.9	28.0	180.6	180.6	180.6
현금 및 현금성자산의 순증가	326.0	599.5	343.6	409.0	425.8
기초현금 및 현금성자산	1,793.0	2,118.9	2,718.4	3,062.0	3,471.1
기말현금 및 현금성자산	2,118.9	2,718.4	3,062.0	3,471.1	3,896.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	7,251.9	8,195.1	8,923.5	9,687.1	10,468.9
현금 및 현금성자산	2,118.9	2,718.4	3,062.0	3,471.1	3,896.9
단기금융자산	356.0	466.0	610.0	798.6	1,045.4
매출채권 및 기타채권	1,839.8	2,126.4	2,323.6	2,473.0	2,585.5
재고자산	1,430.1	1,477.1	1,614.0	1,717.8	1,795.9
기타유동자산	1,507.1	1,407.2	1,313.9	1,226.6	1,145.2
비유동자산	6,518.8	6,988.6	6,887.3	6,815.2	6,766.8
투자자산	1,721.6	1,886.7	1,950.0	2,013.3	2,076.6
유형자산	1,426.8	1,543.4	1,407.6	1,298.6	1,211.2
무형자산	744.3	680.4	651.6	625.1	600.8
기타비유동자산	2,626.1	2,878.1	2,878.1	2,878.2	2,878.2
자산총계	13,770.7	15,183.7	15,810.8	16,502.3	17,235.7
유동부채	5,728.9	6,769.3	6,883.1	6,969.2	7,034.1
매입채무 및 기타채무	2,177.6	2,734.1	2,847.9	2,934.1	2,999.0
단기금융부채	1,111.5	1,072.0	1,072.0	1,072.0	1,072.0
기타유동부채	2,439.8	2,963.2	2,963.2	2,963.1	2,963.1
비유동부채	3,729.7	3,541.7	3,541.7	3,541.7	3,541.7
장기금융부채	2,784.6	2,901.3	2,901.3	2,901.3	2,901.3
기타비유동부채	945.1	640.4	640.4	640.4	640.4
부채총계	9,458.6	10,311.0	10,424.7	10,510.9	10,575.8
지배지분	4,141.2	4,625.3	5,081.7	5,617.3	6,209.8
자본금	403.5	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	815.7	951.3	951.3	951.3	951.3
기타자본	-36.7	-36.8	-36.8	-36.8	-36.8
기타포괄손익누계액	-117.4	-122.8	-104.1	-85.4	-66.7
이익잉여금	3,076.1	3,405.7	3,843.4	4,360.3	4,934.1
비지배지분	170.9	247.4	304.4	374.1	450.1
자본총계	4,312.1	4,872.7	5,386.1	5,991.4	6,659.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,890	4,793	6,403	7,329	7,994
BPS	51,311	54,046	59,378	65,636	72,560
CFPS	16,097	10,847	12,464	13,988	14,711
DPS	1,200	1,300	1,300	1,300	1,300
주가배수(배)					
PER	9.7	8.3	6.2	5.5	5.0
PER(최고)	10.2	10.2	7.7		
PER(최저)	3.8	7.4	5.7		
PBR	0.74	0.73	0.67	0.61	0.55
PBR(최고)	0.77	0.90	0.83		
PBR(최저)	0.29	0.66	0.61		
PSR	0.30	0.37	0.35	0.33	0.31
PCFR	2.3	3.7	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	5.1	5.5	3.8	2.9	2.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.1	25.7	18.2	15.8	14.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
ROA	2.4	3.0	3.9	4.3	4.5
ROE	7.7	9.3	11.3	11.7	11.6
ROIC	13.4	15.6	25.4	29.9	33.5
매출채권회전율	4.9	4.6	4.4	4.4	4.3
재고자산회전율	8.8	6.2	6.4	6.3	6.3
부채비율	219.3	211.6	193.5	175.4	158.8
순차입금비율	33.0	16.2	5.6	-4.9	-14.5
이자보상배율	6.5	7.0	9.6	11.5	12.5
총차입금	3,896.0	3,973.3	3,973.3	3,973.3	3,973.3
순차입금	1,421.1	788.8	301.2	-296.4	-969.0
NOPLAT	910.3	800.3	1,049.1	1,189.6	1,261.4
FCF	90.2	938.2	481.9	592.0	666.2

Compliance Notice

- 당사는 4월 27일 현재 'GS건설' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

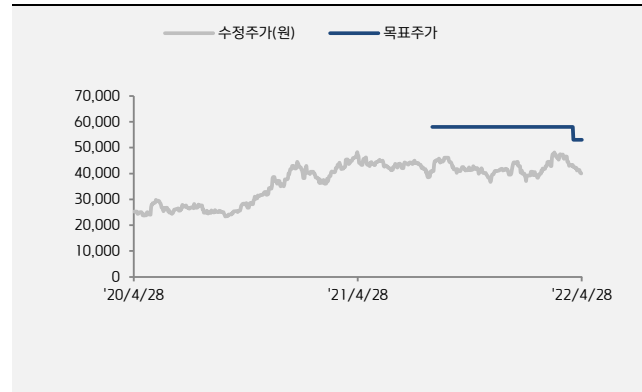
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
GS건설	2021-08-27	BUY(Reinitiate)	58,000원	6개월	-25.47	-20.43
(006360)	2021-10-28	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-26.52	-20.43
	2021-11-24	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-27.51	-20.43
	2022-01-17	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-28.32	-20.43
	2022-04-14	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-20.53	-19.81
	2022-04-28	BUY(Maintain)	53,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

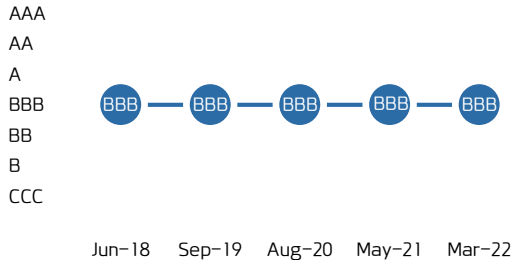
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/04/01~2022/03/31)

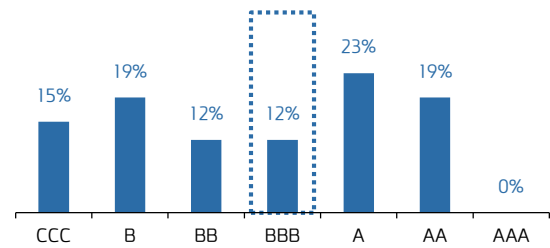
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치자료

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주1) MSCI ACWI Index 내 건설&엔지니어링 기업 26개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.1	4		
환경	5.1	4.6	17.0%	
친환경 기술 관련 기회	5.1	4.6	17.0%	
사회	3.6	4.2	25.0%	
보건과 안전	3.6	4.5	25.0%	
지배구조	4.0	3.8	58.0%	▼0.6
기업 지배구조	4.7	4.9		▼1.3
기업 활동	5.3	4.4		▲1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021년 6월	서울 강남구, 개포주공 4단지 재건축 현장 '자이' 브랜드 무허가 옥외광고 철거 명령
2021년 4월	강원도 옐리시안 강촌 스키장에서 산지법 위반(국유지를 주차장으로 사용), 행정당국이 원상복구 명령
2021년 2월	인천 주안3구역 주택재개발사업 현장에서 하청업체 직원 와이어로프에 끼여 사망

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (건설 & 엔지니어링)	친환경 기술 관련 기회	보건과 안전	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
EIFFAGE SA	●●●	●●●●	●●●●●	●●●●●	AA	◀▶
Skanska AB	●●●	●●●●	●●	●●●●	AA	◀▶
VINCI SA	●●●	●●●●	●●●●●	●●●●●	A	◀▶
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCION Y SERVICIOS, S.A.	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	A	◀▶
GS건설	●●●	●●	●●	●●●	BBB	◀▶
China National Chemical Engineering Co., Ltd	●	●●	●●●	●	B	◀▶

4분위 등급: 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●
 등급 추세: 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치