

2022. 10. 27



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 29,000 원

현재주가 (10.26) 21,300 원

상승여력 36.2%

KOSPI 2,249.56pt

시가총액 18,229억원

발행주식수 8,558만주

유동주식비율 74.90%

외국인비중 33.14%

52주 최고/최저가 48,200원/21,300원

평균거래대금 218.1억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인 23.64

국민연금공단 9.94

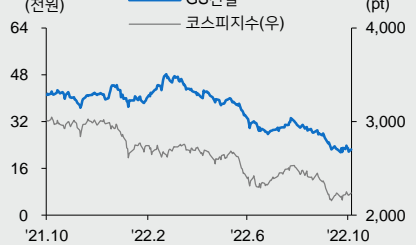
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -13.2 -47.2 -49.7

상대주가 -14.3 -37.4 -31.8

주가그래프



GS건설 006360

3Q22 Review: 여러모로 힘든 시점

- ✓ 3Q22 연결 영업이익은 1,251억원(-17.8% YoY)을 기록하며 컨센서스를 하회
- ✓ 원가율 점검, 예상확정 및 준공정산 이익 감소로 주택 총이익률 큰 폭 감소
- ✓ 4Q22에도 유의미한 주택 마진을 반등 어려울 전망
- ✓ 브릿지론 보증이 유동성에 위협을 줄 가능성 제한적
- ✓ 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 34,000원에서 29,000원으로 하향

예상했던 방향성, 예상치 못했던 강도

3Q22 연결 영업이익은 1,251억원(-17.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,918억원)를 하회했다. 건축/주택 부문 매출총이익률이 전분기 대비 크게 감소했는데(-7.0%p QoQ), 이는 1)상반기에 이어 주택 프로젝트에 대한 원가율 가정을 재점검하면서 기존 원자재 가격 상승분이 뒤늦게 반영된 점, 2)예산확정 및 준공정산 관련 이익이 줄어든 점에 기인한다. 또한 2Q22 자이에스앤디의 일회성이익으로 인한 역기저 효과도 마진을 하락에 기여했다. 4Q22에도 3Q22와 비슷한 강도의 원가율 가정 검토가 이루어질 것으로 예상되며, 따라서 본격적인 마진을 회복은 2023년 이후 가능할 전망이다.

마진 회복을 기다리기 전까지 상승 모멘텀 부재

2022년 1.1만세대에 불과했던 준공 세대가 2023년 3만 세대를 넘기 때문에 예산확정 및 정산이익 관련 이익은 회복될 가능성이 높다. 원가 점검이 2023년 내내 지속 되지도 않는다. 다만 연내 마진 회복 시기를 특정하기는 어렵기 때문에, 실적 발표를 통해 눈으로 확인하기 전까지 실적 개선에 대한 기대감이 생기기 어렵다. 한편 주택 부문의 리스크를 완화시켜줄 해외 수주 파이프라인은 제한적이다.

힘든 시절만 지나가면 저평가 매력 돋보일 것

투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 34,000원에서 29,000원으로 하향한다. 예상보다 가파른 마진 악화를 감안하여 적용 PBR을 0.56배에서 0.47배로 하향 적용했다. 모멘텀은 부재하지만 현 밸류에이션은 주택 사업 관련 우려를 과도하게 반영한 수준이라는 판단이다. 미착공 브릿지론이 약 1.4조원 정도 있으나, 만기가 분산되어 유동성에 위협을 줄 가능성은 제한적이다. 미분양 세대수는 아직 미미한 수준이다.

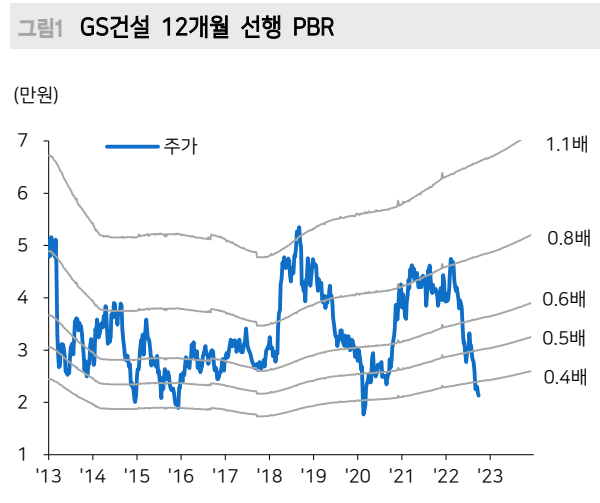
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	10,122.9	750.4	311.7	3,890	-26.6	51,311	9.7	0.7	5.1	7.7	219.3
2021	9,036.6	646.5	408.5	4,793	22.3	54,046	8.3	0.7	5.5	9.3	211.6
2022E	11,420.7	570.9	591.9	6,916	57.8	60,153	3.1	0.4	3.8	12.1	216.1
2023E	11,795.0	725.5	447.1	5,224	-22.7	64,087	4.1	0.3	2.9	8.4	204.3
2024E	12,885.2	884.6	506.7	5,921	12.0	68,718	3.6	0.3	2.1	8.9	198.6

(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,953.1	2,171.7	36.0	3,047.9	-3.1	2,779.9	6.2	2,586.7	14.2
영업이익	125.1	152.3	-17.8	164.4	-23.9	191.8	-34.8	196.9	-36.5
세전이익	231.5	193.6	19.6	245.0	-5.5	235.0	-1.5	231.6	0.0
순이익	144.4	128.6	12.3	142.2	1.5	155.8	-7.3	136.2	6.0

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	10,725.2	10,951.5	11,420.7	11,795.0	6.5%	7.7%
영업이익	722.4	918.9	570.9	725.5	-21.0%	-21.0%
영업이익률	6.7%	8.4%	5.0%	6.2%	-1.7%p	-2.2%p
당기순이익	593.4	632.7	679.4	525.3	14.5%	-17.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	5,233.3	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.47	적정 PBR 0.80배에 할인율 40% 적용 (2018년 이후의 평균 할인율)
적정 시가총액(십억원)	2,451.0	
발행 주식수(백만주)	85,581	기말 주식수
적정주가(원)	29,000	
현재주가(원)	21,300	
상승여력(%)	36.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

적정 P/B(배)	0.78
COE(%)	11.6
Risk Free(%)	4.19
MRP(%)	6.0
52주 베타	1.23
12개월 선행 ROE (%)	9.0
2022E	12.1
2023E	8.4
2024E	8.9
영구성장률	-

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
주요 지표												
수주	1,811.0	2,987.0	2,630.0	5,902.0	3,391.0	4,378.0	4,678.0	2,349.5	12,411.0	13,330.0	14,796.5	16,949.5
수주 잔고	44,269.0	45,793.0	46,050.0	48,623.0	52,677.0	54,309.0	56,059.0	55,386.3	43,689.0	48,623.0	55,386.3	60,636.6
실적 전망												
연결 매출	2,014.1	2,231.7	2,171.7	2,619.1	2,375.9	3,047.9	2,953.1	3,043.9	10,122.9	9,036.6	11,420.7	11,795.0
매출액 증가율(% YoY)	-17.5	-12.4	-6.3	-7.0	18.0	36.6	36.0	16.2	-2.8	-10.7	26.4	3.3
인프라	189.0	210.0	177.0	204.0	227.0	266.0	261.0	265.2	883.0	780.0	1,019.2	935.7
플랜트	412.0	360.0	180.0	349.0	209.0	82.0	223.0	146.1	2,753.0	1,301.0	660.1	970.2
신사업	171.0	186.0	189.0	230.0	192.0	259.0	262.0	265.2	611.0	776.0	978.2	1,091.5
주택건축	1,225.0	1,451.0	1,604.0	1,812.0	1,723.0	2,412.0	2,182.0	2,345.8	5,805.0	6,092.0	8,662.8	8,701.7
기타	17.1	24.7	21.7	24.1	24.9	28.9	25.0	21.6	70.9	87.6	100.4	95.9
매출원가	1,698	1,844	1,874	2,270	2,074	2,709	2,662	2,740	8,588	7,686	10,184	10,382
매출원가율(%)	84.3	82.6	86.3	86.7	87.3	88.9	90.1	90.0	84.8	85.1	89.2	88.0
인프라(%)	89.6	93.6	117.2	116.4	99.4	93.1	94.5	96.0	93.7	103.9	95.6	97.0
플랜트(%)	97.4	96.9	136.2	116.7	89.3	412.2	90.3	92.0	101.9	108.2	112.2	97.0
신사업(%)	81.4	81.1	86.1	83.6	84.0	88.4	86.9	86.0	78.8	83.1	86.5	85.0
주택건축(%)	79.7	77.6	77.3	78.0	85.4	82.3	89.9	89.5	76.8	78.1	86.8	86.3
매출총이익	316.5	387.6	297.5	349.1	302.4	339.0	291.2	304.3	1,535.1	1,350.8	1,236.9	1,413.5
판관비	139.9	262.7	145.2	156.4	149.1	174.7	166.1	176.1	784.7	704.3	666.0	688.0
영업이익	176.6	124.9	152.3	192.7	153.3	164.4	125.1	128.2	750.4	646.5	570.9	725.5
영업이익률(%)	8.8	5.6	7.0	7.4	6.5	5.4	4.2	4.2	7.4	7.2	5.0	6.2
영업이익 성장률(% YoY)	3.3	-24.4	-27.3	-6.0	-13.2	31.6	-17.8	-33.5	-2.2	-13.8	-11.7	27.1
금융손익	-32.1	-10.0	-17.1	4.4	-19.0	-72.2	-110.2	-86.9	-12.5	-54.7	-288.3	29.9
기타손익	80.1	-13.5	55.6	-61.1	68.0	154.4	216.5	212.3	-213.4	61.1	651.2	-31.9
종속,관계기업 관련 손익	-0.9	0.8	2.8	2.5	5.9	-1.6	0.2	0.3	-6.1	5.1	4.7	1.1
세전이익	223.7	102.2	193.6	138.4	208.2	245.0	231.5	253.8	518.4	657.9	938.5	724.6
법인세	65.8	40.1	60.3	62.8	52.8	65.4	71.1	69.8	188.8	229.1	259.1	199.3
법인세율(%)	29.4	39.3	31.2	45.4	25.4	26.7	30.7	27.5	36.4	34.8	27.6	27.5
당기순이익	157.9	62.1	133.3	75.6	155.4	179.6	160.4	184.0	329.7	428.8	679.4	525.3
당기순이익률(%)	7.8	2.8	6.1	2.9	6.5	5.9	5.4	6.0	3.3	4.7	5.9	4.5
순이익 성장률(% YoY)	20.0	-27.1	29.7	642.2	-1.6	189.3	20.3	143.5	-26.3	30.1	58.4	-22.7
지배주주 순이익	154.1	55.5	128.6	70.2	143.5	142.2	144.4	161.8	311.7	408.5	591.9	447.0

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	10,122.9	9,036.6	11,420.7	11,795.0	12,885.2
매출액증가율 (%)	-2.8	-10.7	26.4	3.3	9.2
매출원가	8,587.8	7,685.8	10,183.8	10,381.5	11,188.2
매출총이익	1,535.1	1,350.8	1,236.9	1,413.5	1,697.0
판매관리비	784.7	704.3	666.0	688.0	812.4
영업이익	750.4	646.5	570.9	725.5	884.6
영업이익률	7.4	7.2	5.0	6.2	6.9
금융손익	-12.5	-54.7	-288.3	29.9	59.4
중속/관계기업손익	-6.1	5.1	4.7	1.1	0.7
기타영업외손익	-213.4	61.1	65.2	-31.9	-133.5
세전계속사업이익	518.4	657.9	938.5	724.6	811.2
법인세비용	188.8	229.1	259.1	199.3	223.1
당기순이익	329.7	428.8	679.4	525.3	588.1
지배주주지분 손이익	311.7	408.5	591.9	447.1	506.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,251.9	8,195.1	10,122.3	10,596.4	11,433.7
현금및현금성자산	2,118.9	2,718.4	3,757.4	4,077.5	4,397.7
매출채권	135.7	42.9	49.8	51.0	55.1
재고자산	1,430.1	1,477.1	1,716.7	1,758.2	1,897.7
비유동자산	6,518.8	6,988.6	7,745.7	7,867.5	8,115.6
유형자산	1,426.8	1,543.4	1,749.6	1,853.7	1,974.0
무형자산	744.3	680.4	899.4	871.3	845.2
투자자산	1,721.6	1,889.2	2,162.0	2,207.8	2,361.7
자산총계	13,770.7	15,183.7	17,868.0	18,464.0	19,549.4
유동부채	5,728.9	6,769.3	8,136.2	8,299.3	8,846.8
매입채무	1,124.8	1,226.8	1,425.8	1,460.3	1,576.1
단기차입금	391.7	269.3	667.5	667.5	667.5
유동성장기부채	602.2	701.1	729.4	729.4	729.4
비유동부채	3,729.7	3,541.7	4,078.5	4,096.4	4,156.6
사채	785.4	672.5	614.9	614.9	614.9
장기차입금	1,459.5	1,722.1	2,233.8	2,233.8	2,233.8
부채총계	9,458.6	10,311.0	12,214.7	12,395.7	13,003.3
자본금	403.5	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	815.7	951.3	958.0	958.0	958.0
기타포괄이익누계액	-117.4	-122.8	-111.5	-111.5	-111.5
이익잉여금	3,076.1	3,405.7	3,910.4	4,247.1	4,643.4
비지배주주지분	170.9	247.4	505.4	583.6	665.0
자본총계	4,312.1	4,872.7	5,653.3	6,068.3	6,546.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	553.9	1,107.5	1,298.7	759.8	932.9
당기순이익(손실)	329.7	428.8	679.4	525.3	588.1
유형자산상각비	121.7	121.5	142.1	169.2	194.0
무형자산상각비	38.2	32.4	39.8	28.1	26.1
운전자본의 증감	-356.6	521.0	568.4	37.2	124.7
투자활동 현금흐름	-269.0	-531.2	-813.7	-332.3	-512.4
유형자산의증가(CAPEX)	-127.7	-134.9	-237.7	-273.3	-314.3
투자자산의감소(증가)	-157.2	-167.6	-268.5	-45.8	-153.9
재무활동 현금흐름	50.9	-4.9	520.0	-107.4	-100.3
차입금의 증감	482.2	38.2	877.2	3.0	10.1
자본의 증가	16.4	160.0	6.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	326.0	599.5	1,039.0	320.1	320.2
기초현금	1,793.0	2,118.9	2,718.4	3,757.4	4,077.5
기말현금	2,118.9	2,718.4	3,757.4	4,077.5	4,397.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	126,342	106,037	133,448	137,822	150,561
EPS(지배주주)	3,890	4,793	6,916	5,224	5,921
CFPS	16,098	10,848	12,513	11,404	12,618
EBITDAPS	11,362	9,391	8,797	10,783	12,908
BPS	51,311	54,046	60,153	64,087	68,718
DPS	1,200	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.2	3.3	6.1	6.1	6.1
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	8.3	3.1	4.1	3.6
PCR	2.3	3.7	1.7	1.9	1.7
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1
PBR	0.7	0.7	0.4	0.3	0.3
EBITDA	910.3	800.3	752.9	922.8	1,104.7
EV/EBITDA	5.1	5.5	3.8	2.9	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	9.3	12.1	8.4	8.9
EBITDA 이익률	9.0	8.9	6.6	7.8	8.6
부채비율	219.3	211.6	216.1	204.3	198.6
금융비용부담률	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
이자보상배율(x)	6.5	7.0	4.7	5.0	5.7
매출채권회전율(x)	87.1	101.2	246.5	234.0	243.0
재고자산회전율(x)	8.8	6.2	7.2	6.8	7.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

