

2023. 1. 6



▲ 유틸리티/건설
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **29,000 원**

현재주가 (1.5) **21,350 원**

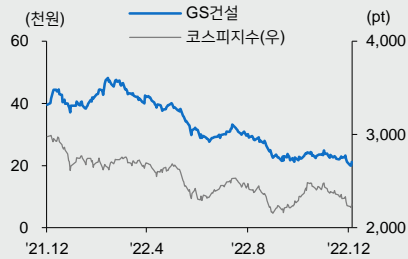
상승여력 **35.8%**

KOSPI	2,264.65pt
시가총액	18,272억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	74.90%
외국인비중	27.99%
52주 최고/최저가	48,200원/19,950원
평균거래대금	271.0억원

주요주주(%)	
허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	9.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	-29.0	-50.0
상대주가	-4.4	-26.5	-34.8

주가그래프



GS건설 006360

4Q22 Preview: 예상보다 늦어지는 마진 개선

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 1,282억원을 기록하며 컨센서스(1,410억원) 소폭 하회 전망
- ✓ 3Q22에 이어 주택 이익률 부진이 주요 요인. 1H23까지 마진 불확실성 지속
- ✓ 분양 실적은 2022년 가이던스를 상회. 당분간 매출은 견조할 것으로 판단
- ✓ 해외 모멘텀이 부족한 상황에서, 금리 안정화 및 주택 업황 반등이 추가 변수
- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 29,000원 유지

아직 마진에 대한 불확실성이 견히지 않은 4Q22

4Q22 연결 영업이익은 1,282억원(-6.0% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,410억원)를 소폭 하회할 전망이다. 3Q22 예상보다 낮은 이익을 기록했던 배경이었던 일부 현장에 대한 원가율 점검이 4Q22에도 지속되는 것이 주요 원인이다. 원가율 점검이 2023년 상반기 내에도 지속될 것으로 예상되지만 현 시점에 대해서는 선불리 마진 개선 여부를 예단할 수 없다. 4분기 반영될 성과급 관련 비용도 변수가 될 수 있다. 한편, 시장 둔화에도 불구하고 분양 물량은 2022년 연간 28,000세대를 기록하며 가이던스 27,400세대를 소폭 상회했다. 이에 따라 2024년 상반기까지 주택 매출은 성장을 지속할 전망이다.

신사업 부문의 성장 눈여겨 볼만 하지만, 결국 주택이 중요

2023년 GS이니마의 오만 구브라(9,200억원) 및 베트남 뚜띠엠 사업(3,000억원) 등 해외 수주 파이프라인이 존재하며, 신사업 부문의 매출 성장도 기대 가능하다. GS이니마의 담수화 프로젝트(구브라), 베트남 나베 프로젝트 등의 매출 기여가 시작되기 때문이다. 다만 주택 투자 심리 악화를 상쇄시켜줄 수 있는 규모는 아니다.

업황 반등 시 가장 탄력적인 주가 상승 기대

주택 사업 비중이 높고, 순차입금 상태라는 점에서 커버리지 사업 내 타 건설사 대비 주택 업황에 대한 민감도가 높다. 주택 시장 둔화의 가장 큰 원인인 금리 상승세가 안정화되는 신호가 보인다면, 주가 반등폭도 가장 탄력적일 것으로 보인다. 이외의 주가 트리거는 하반기 주택 이익률 개선 여부이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 29,000원을 유지한다.

(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	453.5	5,298	23.9	58,540	4.0	0.4	5.3	9.4	209.8
2023E	12,152.5	655.9	392.2	4,583	-12.4	61,833	4.7	0.3	5.1	7.6	191.9
2024E	11,932.2	757.1	505.1	5,901	25.4	66,445	3.6	0.3	3.8	9.2	176.4

표1 GS건설 4Q22 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,043.9	2,619.1	16.2	2,953.1	3.1	3,104.5	-2.0
영업이익	128.2	192.7	-33.5	125.1	2.5	141.0	-9.1
세전이익	52.7	138.4	-61.9	231.5	-77.2	135.7	-61.1
지배순이익	23.3	70.2	-66.8	144.4	-83.8	102.3	-77.2

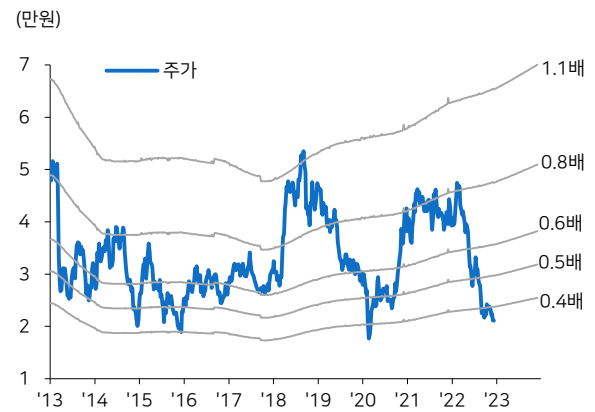
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 GS건설 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	11,420.7	11,795.0	11,420.7	12,152.5	0.0%	3.0%
영업이익	570.9	725.5	570.9	655.9	0.0%	-9.6%
영업이익률	5.0%	6.2%	5.0%	5.4%	0.0%p	-0.8%p
당기순이익	679.4	525.3	533.6	467.6	-21.5%	-11.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 GS건설 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	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	13,837.5
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	57,167.1
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	12,152.5
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	6.4
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	682.7
신사업	171.0	186.0	189.0	230.0	192.0	259.0	262.0	265.2	611.0	776.0	978.2	1,309.3
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	9,128.9
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	10,809
매출원가율(%)	84.3	82.6	86.3	86.7	87.3	88.9	90.2	90.0	84.8	85.1	89.2	88.9
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	88.0
주택건축(%)	79.7	77.6	77.3	78.0	85.4	82.3	89.9	89.5	76.8	78.1	86.8	87.6
매출총이익	316.5	387.6	297.5	349.1	302.4	339.0	290.8	304.3	1,535.1	1,350.8	1,236.4	1,343.7
판관비	139.9	262.7	145.2	156.4	149.1	174.7	165.7	176.1	784.7	704.3	665.5	687.8
영업이익	176.6	124.9	152.3	192.7	153.3	164.4	125.1	128.2	750.4	646.5	570.9	655.9
영업이익률(%)	8.8	5.6	7.0	7.4	6.5	5.4	4.2	4.2	7.4	7.2	5.0	5.4
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	14.9
금융손익	-32.1	-10.0	-17.1	4.4	-19.0	-72.2	-163.5	27.9	-12.5	-54.7	-226.8	-54.8
기타손익	80.1	-13.5	55.6	-61.1	68.0	154.4	261.9	-103.9	-213.4	61.1	380.4	41.0
종속,관계기업 관련 손익	-0.9	0.8	2.8	2.5	5.9	-1.6	8.0	0.6	-6.1	5.1	12.9	2.9
세전이익	223.7	102.2	193.6	138.4	208.2	245.0	231.5	52.7	518.4	657.9	737.4	644.9
법인세	65.8	40.1	60.3	62.8	52.8	65.4	71.1	14.5	188.8	229.1	203.8	177.4
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	38.2	329.7	428.8	533.6	467.6
당기순이익률(%)	7.8	2.8	6.1	2.9	6.5	5.9	5.4	1.3	3.3	4.7	4.7	3.8
순이익 성장률(% YoY)	20.0	-27.1	29.7	642.2	-1.6	189.3	20.3	-49.4	-26.3	30.1	24.4	-12.4
지배주주 순이익	154.1	55.5	128.6	70.2	143.5	142.2	144.4	23.3	311.7	408.5	453.4	392.2

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	12,152.5	11,932.2
매출액증가율 (%)	-2.8	-10.7	26.4	6.4	-1.8
매출원가	8,587.8	7,685.8	10,184.3	10,808.8	10,464.6
매출총이익	1,535.1	1,350.8	1,236.4	1,343.7	1,467.6
판매관리비	784.7	704.3	665.5	687.8	710.5
영업이익	750.4	646.5	570.9	655.9	757.1
영업이익률	7.4	7.2	5.0	5.4	6.3
금융손익	-12.5	-54.7	-226.8	-54.8	-68.5
중속/관계기업손익	-6.1	5.1	12.9	2.9	2.8
기타영업외손익	-213.4	61.1	380.4	41.0	117.3
세전계속사업이익	518.4	657.9	737.4	644.9	808.8
법인세비용	188.8	229.1	203.8	177.4	222.4
당기순이익	329.7	428.8	533.6	467.6	586.4
지배주주지분 손이익	311.7	408.5	453.5	392.2	505.1

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,251.9	8,195.1	9,292.1	9,150.4	9,482.0
현금및현금성자산	2,118.9	2,718.4	2,927.1	2,475.7	2,974.8
매출채권	135.7	42.9	49.8	52.2	50.9
재고자산	1,430.1	1,477.1	1,716.7	1,800.2	1,755.0
비유동자산	6,518.8	6,988.6	7,814.7	8,009.9	8,081.4
유형자산	1,426.8	1,543.4	1,856.7	1,986.8	2,133.6
무형자산	744.3	680.4	925.5	898.4	873.0
투자자산	1,721.6	1,889.2	2,169.4	2,261.5	2,211.7
자산총계	13,770.7	15,183.7	17,106.8	17,160.2	17,563.4
유동부채	5,728.9	6,769.3	7,613.0	7,411.3	7,489.0
매입채무	1,124.8	1,226.8	1,425.8	1,495.2	1,457.6
단기차입금	391.7	269.3	867.2	823.8	782.6
유동성장기부채	602.2	701.1	892.5	892.5	892.5
비유동부채	3,729.7	3,541.7	3,971.8	3,869.8	3,719.2
사채	785.4	672.5	653.9	621.2	590.1
장기차입금	1,459.5	1,722.1	2,106.8	2,001.4	1,901.3
부채총계	9,458.6	10,311.0	11,584.8	11,281.0	11,208.2
자본금	403.5	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	815.7	951.3	957.9	957.9	957.9
기타포괄이익누계액	-117.4	-122.8	-122.9	-122.9	-122.9
이익잉여금	3,076.1	3,405.7	3,783.8	4,065.7	4,460.4
비지배주주지분	170.9	247.4	512.0	587.4	668.7
자본총계	4,312.1	4,872.7	5,522.0	5,879.2	6,355.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	553.9	1,107.5	357.9	244.3	1,056.0
당기순이익(손실)	329.7	428.8	533.6	467.6	586.4
유형자산상각비	121.7	121.5	135.1	161.2	188.4
무형자산상각비	38.2	32.4	47.6	27.2	25.4
운전자본의 증감	-356.6	521.0	-186.5	-411.6	255.9
투자활동 현금흐름	-269.0	-531.2	-692.7	-410.1	-270.9
유형자산의증가(CAPEX)	-127.7	-134.9	-253.4	-291.4	-335.1
투자자산의감소(증가)	-157.2	-167.6	-267.9	-92.2	49.9
재무활동 현금흐름	50.9	-4.9	468.3	-285.7	-286.0
차입금의 증감	482.2	38.2	1,133.4	-175.3	-175.6
자본의 증가	16.4	160.0	6.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	326.0	599.5	208.8	-451.5	499.1
기초현금	1,793.0	2,118.9	2,718.4	2,927.1	2,475.7
기말현금	2,118.9	2,718.4	2,927.1	2,475.7	2,974.8

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	126,342	106,037	133,448	141,999	139,425
EPS(지배주주)	3,890	4,793	5,298	4,583	5,901
CFPS	16,098	10,848	9,758	10,658	12,888
EBITDAPS	11,362	9,391	8,806	9,865	11,344
BPS	51,311	54,046	58,540	61,833	66,445
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	4.0	4.7	3.6
PCR	2.3	3.7	2.2	2.0	1.7
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	0.7	0.7	0.4	0.3	0.3
EBITDA	910.3	800.3	753.6	844.3	970.8
EV/EBITDA	5.1	5.5	5.3	5.1	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	9.3	9.4	7.6	9.2
EBITDA 이익률	9.0	8.9	6.6	6.9	8.1
부채비율	219.3	211.6	209.8	191.9	176.4
금융비용부담률	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3
이자보상배율(x)	6.5	7.0	4.6	4.3	4.8
매출채권회전율(x)	87.1	101.2	246.5	238.2	231.4
재고자산회전율(x)	8.8	6.2	7.2	6.9	6.7

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

