

2023. 4. 5



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

Buy

적정주가 (12개월) **29,000 원**

현재주가 (4.4) **21,300 원**

상승여력 **36.2%**

KOSPI	2,480.51pt
시가총액	18,229억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	74.90%
외국인비중	25.50%
52주 최고/최저가	44,650원/19,950원
평균거래대금	181.9억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	9.22
BlackRock Fund Advisors 외 11 인	5.14

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.2	-9.7	-52.2
상대주가	-8.0	-19.6	-46.8

주가그래프



GS건설 006360

1Q23 Preview: 숨겨진 폐배터리 가치를 찾아서

- ✓ 1Q23 연결 영업이익은 1,557억원을 기록하며 컨센서스(1,696억원) 소폭 하회 전망
- ✓ 주택원가율 4Q22 대비 큰 개선 없지만, 베트남 나베 사업이 수익성을 방어
- ✓ 서울, 수도권 사업지를 중심으로 1분기 3,440세대 공급. 연간 목표 달성 가능해보임
- ✓ 폐배터리 자회사 1,100억원 출자. 2024년부터 매출 발생. 숨겨진 가치 재평가 필요
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 29,000원을 유지

원가율 개선은 아직이지만, 베트남 신사업이 수익성을 방어

1Q23 연결 영업이익은 1,557억원(+1.6% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,696억원)를 소폭 하회할 전망이다. 2022년도 하반기부터 부진한 주택원가율이 아직 제 궤도에 오르지 못했지만(-0.6%p QoQ), 베트남 나베 1-1 입주 시작으로 인한 신사업 부문 이익 증가가 수익성을 방어할 전망이다. 2023년 연간 약 2,000억원의 매출과 30% 이상의 총이익률이 예상되는데, 입주 상황에 따라 달라질 수 있겠으나 당사는 이중 약 절반의 매출이 1Q23에 반영될 것을 가정하였다.

양호한 주택 공급. 2024년 이후 주택 업황 반등 시 강력한 발판

1Q23 주택 공급은 5개 사업에서 3,440세대를 기록했다. 아직 초반이지만, 올해 연간 목표인 19,880세대 달성을 향해 무난한 페이스로 진행되고 있다. 분양 시장이 좋지 않지만 서울, 수도권을 중심으로 도시 정비 사업 비중이 높은 동사의 사업 특성 상 작년에 이어 공급 목표 달성이 유력해 보인다. 2024년 이후 미분양 우려가 걷힌다면 주택 원가율 개선과 함께 빠른 반등의 근거가 될 수 있다.

폐배터리 사업. 주택 사업에 가려진 Hidden Value

동사는 자회사 에너지머티리얼즈(舊 에네르마)에 3월 24일 1,100억원을 출자했다. 에너지머티리얼즈는 선행 업체와 제휴를 맺고 폐배터리 재활용 사업을 추진 중인데, 연 2만톤의 블랙파우더 처리를 목표로 현재 공장을 짓고 있다. 2024년 1분기 준공 이후 매출 발생이 예상된다. 사업 가시화가 멀지 않은 만큼 연내 고객사와의 파트너십, 수주 관련 뉴스도 기대할 수 있다. 주택 사업을 떠나 숨겨진 주가 상승 트리거다. 투자의견 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 (%)
2021	9,036.6	646.5	408.5	4,793	22.3	54,046	8.3	0.7	5.5	9.3	211.6
2022	12,299.2	554.8	339.3	3,964	2.5	56,457	5.3	0.4	5.6	7.2	216.4
2023E	12,623.7	685.2	293.4	3,429	-17.6	58,596	6.2	0.4	4.1	6.0	197.3
2024E	12,303.6	780.7	375.4	4,386	23.7	61,692	4.9	0.3	3.5	7.3	181.4
2025E	12,335.7	776.7	394.7	4,612	4.5	65,015	4.6	0.3	3.2	7.3	166.7

표1 GS건설 1Q23 Preview

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,911.0	2,375.9	22.5	3,922.4	-25.8	3,053.7	-4.7
영업이익	155.7	153.3	1.6	112.1	38.9	169.6	-8.2
세전이익	99.5	208.2	-52.2	-19.8	흑전	145.0	-31.4
지배순이익	55.5	143.5	-61.3	-90.9	흑전	102.7	-45.9

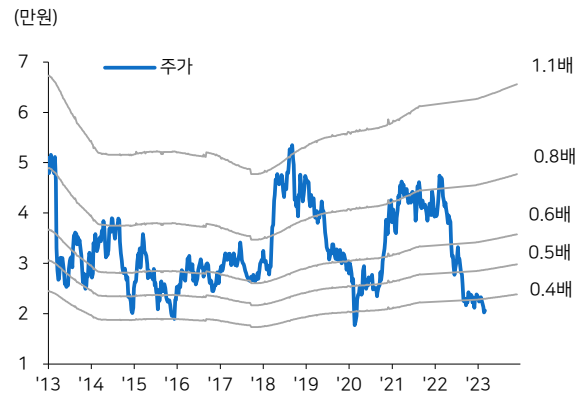
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 GS건설 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	12,961.6	12,761.1	12,623.7	12,303.6	-2.6%	-3.6%
영업이익	704.2	791.7	685.2	780.7	-2.7%	-1.4%
영업이익률	5.4%	6.2%	5.4%	6.3%	0.0%p	0.1%p
당기순이익	392.7	568.6	363.6	449.9	-7.4%	-20.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 GS건설 12개월 선행 PBR



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 지표												
수주	3,391.0	4,378.0	4,678.0	3,628.0	3,055.0	3,590.2	4,078.4	3,056.1	13,330.0	16,075.0	13,779.7	14,047.3
수주 잔고	52,677.0	54,309.0	56,059.0	55,793.0	55,958.4	56,397.1	57,534.9	57,048.3	48,623.0	55,793.0	57,048.3	58,897.2
실적 전망												
연결 매출	2,375.9	3,047.9	2,953.1	3,922.4	2,911.0	3,178.8	2,964.4	3,569.5	9,036.6	12,299.2	12,623.7	12,303.6
매출액 증가율(% YoY)	18.0	36.6	36.0	49.8	22.5	4.3	0.4	-9.0	-10.7	36.1	2.6	-2.5
인프라	227.0	266.0	261.0	307.0	215.8	248.7	260.3	298.8	780.0	1,061.0	1,023.6	999.9
플랜트	209.0	82.0	223.0	257.0	123.6	128.9	232.5	300.4	1,301.0	771.0	785.4	854.6
신사업	192.0	259.0	262.0	312.0	402.0	304.6	311.5	257.0	776.0	1,025.0	1,275.1	1,097.0
주택건축	1,723.0	2,412.0	2,182.0	3,018.0	2,148.1	2,469.4	2,136.3	2,686.6	6,092.0	9,335.0	9,440.4	9,246.8
기타	24.9	28.9	25.0	28.4	21.4	27.3	23.8	26.8	87.6	107.1	99.3	105.3
매출원가	2,074	2,709	2,662	3,568	2,596	2,839	2,635	3,164	7,686	11,013	11,234	10,789
매출원가율(%)	87.3	88.9	90.2	91.0	89.2	89.3	88.9	88.6	85.1	89.5	89.0	87.7
인프라(%)	99.4	93.1	94.5	85.9	93.0	93.0	93.0	93.0	103.9	92.7	93.0	93.0
플랜트(%)	89.3	412.2	90.3	112.7	97.0	97.0	97.0	97.0	108.2	115.8	97.0	97.0
신사업(%)	84.0	88.4	86.9	84.5	80.0	85.0	85.0	90.0	83.1	86.0	84.4	89.0
주택건축(%)	85.4	82.3	89.9	90.6	90.0	89.0	88.0	87.0	78.1	87.3	88.4	86.0
매출총이익	302.4	339.0	290.8	354.4	314.7	339.8	329.1	405.9	1,350.8	1,286.6	1,389.4	1,514.6
판관비	149.1	174.7	165.7	242.3	159.0	174.9	171.0	199.3	704.3	731.8	704.2	733.9
영업이익	153.3	164.4	125.1	112.1	155.7	164.8	158.1	206.6	646.5	554.8	685.2	780.7
영업이익률(%)	6.5	5.4	4.2	2.9	5.3	5.2	5.3	5.8	7.2	4.5	5.4	6.3
영업이익 성장률(% YoY)	-13.2	31.6	-17.8	-41.8	1.6	0.3	26.4	84.3	-13.8	-14.2	23.5	13.9
금융손익	-19.0	-72.2	-163.5	155.9	85.1	-56.5	31.9	14.8	-54.7	-98.7	75.3	-7.6
기타손익	68.0	154.4	261.9	-293.8	-142.3	29.1	-85.3	-64.5	61.1	190.5	-263.0	-156.8
종속,관계기업 관련 손익	5.9	-1.6	8.0	6.0	1.0	1.0	1.0	0.9	5.1	18.3	4.0	4.2
세전이익	208.2	245.0	231.5	-19.8	99.5	138.5	105.7	157.9	657.9	664.9	501.5	620.5
법인세	52.8	65.4	71.1	34.4	27.4	38.1	29.1	43.4	229.1	223.7	137.9	170.6
법인세율(%)	25.4	26.7	30.7	-173.6	27.5	27.5	27.5	27.5	34.8	33.6	27.5	27.5
당기순이익	155.4	179.6	160.4	-54.2	72.1	100.4	76.6	114.5	428.8	441.2	363.6	449.9
당기순이익률(%)	6.5	5.9	5.4	-1.4	2.5	3.2	2.6	3.2	4.7	3.6	2.9	3.7
순이익 성장률(% YoY)	-1.6	189.3	20.3	적전	-53.6	-44.1	-52.2	흑전	30.1	2.9	-17.6	23.7
지배주주 순이익	143.5	142.2	144.4	-90.9	55.5	82.4	59.8	95.7	408.5	339.3	293.4	375.4

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,036.6	12,299.2	12,623.7	12,303.6	12,335.7
매출액증가율 (%)	-10.7	36.1	2.6	-2.5	0.3
매출원가	7,685.8	11,012.6	11,234.3	10,789.1	10,824.0
매출총이익	1,350.8	1,286.6	1,389.4	1,514.6	1,511.7
판매관리비	704.3	731.8	704.2	733.9	735.0
영업이익	646.5	554.8	685.2	780.7	776.7
영업이익률	7.2	4.5	5.4	6.3	6.3
금융손익	-54.7	-98.7	75.3	-7.6	-72.1
중속/관계기업손익	5.1	18.3	4.0	4.2	5.9
기타영업외손익	61.1	190.5	-263.0	-156.8	-61.9
세전계속사업이익	657.9	664.9	501.5	620.5	648.6
법인세비용	229.1	223.7	137.9	170.6	178.4
당기순이익	428.8	441.2	363.6	449.9	470.2
지배주주지분 손이익	408.5	339.3	293.4	375.4	394.7

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,195.1	9,411.6	9,274.8	9,346.8	9,406.7
현금및현금성자산	2,718.4	2,023.7	2,260.5	2,454.3	2,650.9
매출채권	42.9	81.6	74.3	71.4	68.6
재고자산	1,477.1	1,499.9	1,365.0	1,311.5	1,261.4
비유동자산	6,988.6	7,535.0	7,400.6	7,395.6	7,419.8
유형자산	1,543.4	1,819.8	1,882.2	1,968.4	2,078.0
무형자산	680.4	888.3	863.8	840.9	819.4
투자자산	1,889.2	2,189.0	2,016.8	1,948.4	1,884.4
자산총계	15,183.7	16,946.6	16,675.5	16,742.4	16,826.4
유동부채	6,769.3	8,205.5	7,855.6	7,714.0	7,562.3
매입채무	1,226.8	1,682.4	1,531.1	1,471.0	1,414.8
단기차입금	269.3	879.1	835.2	793.4	753.8
유동성장기부채	701.1	1,272.5	1,272.5	1,272.5	1,272.5
비유동부채	3,541.7	3,384.9	3,210.5	3,079.4	2,955.3
사채	672.5	386.1	366.8	348.4	331.0
장기차입금	1,722.1	1,847.9	1,755.5	1,667.7	1,584.3
부채총계	10,311.0	11,590.4	11,066.0	10,793.5	10,517.6
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	951.3	942.7	942.7	942.7	942.7
기타포괄이익누계액	-122.8	-162.0	-162.0	-162.0	-162.0
이익잉여금	3,405.7	3,659.8	3,842.9	4,107.9	4,392.3
비지배주주지분	247.4	524.6	594.8	669.2	744.8
자본총계	4,872.7	5,356.2	5,609.5	5,949.0	6,308.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,107.5	-7.3	593.5	744.0	804.4
당기순이익(손실)	428.8	441.2	363.6	449.9	470.2
유형자산상각비	121.5	158.6	277.5	304.6	339.8
무형자산상각비	32.4	55.7	24.5	22.9	21.5
운전자본의 증감	521.0	-655.6	-72.1	-33.4	-27.1
투자활동 현금흐름	-531.2	-1,311.2	-79.9	-287.7	-352.9
유형자산의증가(CAPEX)	-134.9	-295.5	-339.8	-390.8	-449.4
투자자산의감소(증가)	-167.6	-299.8	172.3	68.3	64.0
재무활동 현금흐름	-4.9	624.7	-276.8	-262.5	-254.8
차입금의 증감	38.2	976.1	-166.4	-152.1	-144.5
자본의 증가	160.0	-8.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	599.5	-694.7	236.8	193.8	196.7
기초현금	2,118.9	2,718.4	2,023.7	2,260.5	2,454.3
기말현금	2,718.4	2,023.7	2,260.5	2,454.3	2,650.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	106,037	143,713	147,505	143,765	144,139
EPS(지배주주)	4,793	3,964	3,429	4,386	4,612
CFPS	10,848	11,237	10,365	12,007	12,643
EBITDAPS	9,391	8,987	11,535	12,949	13,297
BPS	54,046	56,457	58,596	61,692	65,015
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.3	6.1	6.1	6.1	6.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	5.3	6.2	4.9	4.6
PCR	3.7	1.9	2.1	1.8	1.7
PSR	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
EBITDA	800.3	769.1	987.2	1,108.2	1,138.0
EV/EBITDA	5.5	5.6	4.1	3.5	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	7.2	6.0	7.3	7.3
EBITDA 이익률	8.9	6.3	7.8	9.0	9.2
부채비율	211.6	216.4	197.3	181.4	166.7
금융비용부담률	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
이자보상배율(x)	7.0	3.7	4.6	5.1	5.2
매출채권회전율(x)	101.2	197.6	161.9	169.0	176.2
재고자산회전율(x)	6.2	8.3	8.8	9.2	9.6

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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

