

2023. 10. 31



▲ 유틸리티/건설

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

RA **윤동준**  
02. 6454-4886  
dongjun.yoon@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월) 19,000 원**

**현재주가 (10.30) 13,320 원**

**상승여력 42.6%**

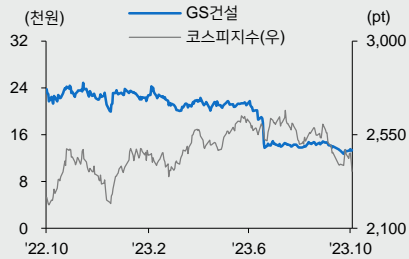
KOSPI	2,310.55pt
시가총액	11,399억원
발행주식수	8,558만주
유통주식비율	74.90%
외국인비중	18.99%
52주 최고/최저가	24,900원/12,750원
평균거래대금	95.8억원

**주요주주(%)**

허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	6.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-38.3	-40.4
상대주가	1.3	-33.2	-41.5

**주가그래프**



# GS건설 006360

## 3Q23 Review: 비 온 뒤 땅 굳어질까

- ✓ 3Q23 연결 영업이익은 602억원을 기록하며 컨센서스(1,105억원)를 하회
- ✓ 원가 점검 영향으로 건축/주택 부문의 매출액과 GPM 모두 기대치를 하회
- ✓ 가락프라자, 노량진 1구역 등 대규모 정비 사업장에서의 수주 결과에 주목
- ✓ 당장 실적보다 2025년 이후 개선될 것이라는 믿음이 필요
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 19,000원으로 -19% 하향

### 붕괴 사고 여파가 만든 아쉬운 실적

3Q23 연결 영업이익은 602억원(-51.9% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,105억원)를 하회했다. 건축/주택 부문의 매출액(2,26조원, +3.7% YoY)과 GPM(-5.1%p YoY) 모두 기대치를 하회했다. 붕괴 사고 이후 사업 현장에서 대대적으로 점검이 이루어지면서 작업 속도가 둔화됐고, 원가율 역시 상향 조정되었다. 점검이 3Q23에 특히 강하게 이뤄진 점은 있겠으나, 1Q24까지는 비슷한 트렌드가 유지될 것으로 보인다. 또한 자이 C&A의 매출액이 LG그룹의 투자 감소로 -1,160억원 QoQ 감소했다.

### 대규모 정비 사업장에서의 수주 결과에 주목

11월 초 서울 송파구 가락프라자아파트의 시공사가 선정될 예정(약 5,000억원 규모)이다. 연초에도 노량진 1구역 등이, 이후에는 한남4구역, 미아2구역 등에서 수주 전이 벌어진다. 인천검단신도시 사고 이후 견재함을 보여줄 수 있는 기회다. 수주 활동이 정상적으로 이뤄지고 있다는 증거가 이뤄진다면 밸류에이션 반등의 근거를 마련할 수 있다.

### 당장의 비보다는 땅이 굳을 것이라는 믿음이 필요

투자의견 Buy, 적정주가는 19,000원으로 -19% 하향한다. 밸류에이션 기준을 2025년으로 바꾸었다. 붕괴사고 이후 1~2년 간의 실적 부진에 대한 우려감은 상당 부분 반영되었다. 주택 부문의 이익 규모가 2021년 이전으로 돌아가기까지는 지난한 과정이 필요하고, PF를 둘러싼 불안감도 여전하다. 그러나 수주 활동이 정상적으로 이뤄지고 2025년 이후 원가율이 일부 회복될 수 있다는 믿음(수요 회복 및 원가 안정화)만 있다면 현 주가에서는 점진적인 반등을 기대해볼 수 있다.

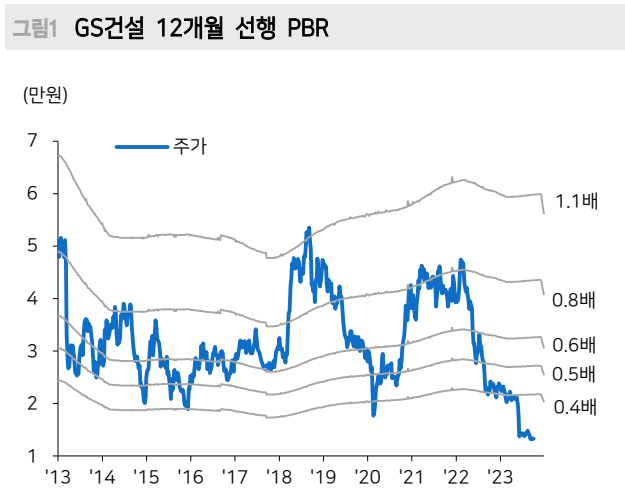
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	9,036.6	646.5	408.5	4,793	22.3	54,046	8.3	0.7	5.5	9.3	211.6
2022	12,299.2	554.8	339.3	3,964	2.5	56,457	5.3	0.4	5.6	7.2	216.4
2023E	13,877.6	-95.4	-116.6	-1,362	적전	54,627	-9.8	0.2	43.2	-2.5	228.3
2024E	12,865.2	389.6	175.2	2,047	흑전	55,384	6.5	0.2	6.9	3.7	214.4
2025E	12,229.7	523.6	277.9	3,247	45.2	57,341	4.1	0.2	5.2	5.8	196.9

(십억원)	3Q23	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	3,107.3	2,953.1	5.2	3,495.1	-11.1	3,284.3	-5.4	3,082.4	0.8
영업이익	60.2	125.1	-51.9	-413.8	흑전	110.5	-45.6	138.4	-56.5
세전이익	38.9	231.5	-83.2	-418.2	흑전	107.4	-63.8	105.0	-63.0
순이익	0.4	144.4	-99.7	-298.6	흑전	73.9	-99.4	59.3	-99.3

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	13,642.4	12,914.4	13,877.6	12,865.2	1.7%	-0.4%
영업이익	105.1	711.0	-95.4	389.6	적전	-45.2%
영업이익률	5.4%	6.2%	-0.7%	3.0%	-6.1%p	-3.2%p
당기순이익	78.7	477.9	-45.7	239.1	적전	-50.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	4,846.8	2025년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.34	적정 PBR 0.57배(2025년 예상 ROE 5.8%, COE 10.2%, 영구성장률 0%)에 역사적인 평균 할인율 40% 적용 (2018년 이후 평균)
적정 시가총액(십억원)	1,650.5	
발행 주식수(백만주)	85,581	기말 주식수
<b>적정주가(원)</b>	<b>19,000</b>	
현재주가(원)	13,320	
상승여력(%)	42.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주요 지표</b>												
수주	3,391.0	4,378.0	4,678.0	3,628.0	2,099.0	3,592.0	1,978.0	3,927.1	16,075.0	11,596.1	11,613.6	11,844.2
수주 잔고	52,677.0	54,309.0	57,518.0	56,400.0	55,733.0	56,256.0	55,151.0	55,342.2	56,400.0	55,342.2	54,200.2	53,925.6
<b>실적 전망</b>												
<b>연결 매출</b>	<b>2,375.9</b>	<b>3,047.9</b>	<b>2,953.1</b>	<b>3,922.4</b>	<b>3,512.7</b>	<b>3,495.1</b>	<b>3,107.3</b>	<b>3,762.6</b>	<b>12,299.2</b>	<b>13,877.6</b>	<b>12,865.2</b>	<b>12,229.7</b>
매출액 증가율(% YoY)	18.0	36.6	36.0	49.8	47.8	14.7	5.2	-4.1	36.1	12.8	-7.3	-4.9
인프라	227.0	266.0	261.0	307.0	274.0	310.0	296.0	306.3	1,061.0	1,186.3	1,233.9	1,274.2
플랜트	209.0	82.0	223.0	257.0	116.0	139.0	157.0	148.4	771.0	560.4	629.2	661.4
신사업	192.0	259.0	262.0	312.0	325.0	336.0	368.0	411.8	1,025.0	1,440.8	1,726.2	1,901.1
주택건축	1,723.0	2,412.0	2,182.0	3,018.0	2,767.0	2,685.0	2,262.0	2,869.4	9,335.0	10,583.4	9,166.2	8,282.1
기타	24.9	28.9	25.0	28.4	31.0	25.0	25.0	26.8	107.1	107.8	109.6	110.9
매출원가	2,074	2,709	2,662	3,568	3,167	3,745	2,882	3,474	11,013	13,268	11,761	11,001
매출원가율(%)	87.3	88.9	90.2	91.0	90.1	107.2	92.8	92.3	89.5	95.6	91.4	90.0
인프라(%)	99.4	93.1	94.5	85.9	91.8	91.7	92.6	93.0	92.7	92.3	93.0	93.0
플랜트(%)	89.3	412.2	90.3	112.7	130.7	95.6	96.4	99.0	115.8	105.2	97.5	97.5
신사업(%)	84.0	88.4	86.9	84.5	76.5	81.8	83.4	85.0	86.0	81.9	85.0	85.0
주택건축(%)	85.4	82.3	89.9	90.6	90.2	112.5	95.0	93.0	87.3	97.6	92.0	90.0
<b>매출총이익</b>	<b>302.4</b>	<b>339.0</b>	<b>290.8</b>	<b>354.4</b>	<b>346.1</b>	<b>-250.3</b>	<b>225.2</b>	<b>288.7</b>	<b>1,286.6</b>	<b>609.7</b>	<b>1,103.9</b>	<b>1,228.8</b>
판관비	149.1	174.7	165.7	242.3	187.2	163.5	165.0	189.3	731.8	705.1	714.3	705.2
<b>영업이익</b>	<b>153.3</b>	<b>164.4</b>	<b>125.1</b>	<b>112.1</b>	<b>158.9</b>	<b>-413.8</b>	<b>60.2</b>	<b>99.3</b>	<b>554.8</b>	<b>-95.4</b>	<b>389.6</b>	<b>523.6</b>
영업이익률(%)	6.5	5.4	4.2	2.9	4.5	-11.8	1.9	2.6	4.5	-0.7	3.0	4.3
영업이익 성장률(% YoY)	-13.2	31.6	-17.8	-41.8	3.7	적전	-51.9	-11.4	-14.2	적전	흑전	34.4
금융손익	-19.0	-72.2	-163.5	155.9	-77.5	-36.8	-5.6	-33.2	-98.7	-153.1	31.6	-28.8
기타손익	68.0	154.4	261.9	-293.8	97.0	28.6	-19.6	13.7	190.5	119.7	-124.5	-35.9
종속,관계기업 관련 손익	5.9	-1.6	8.0	6.0	31.8	3.8	2.7	2.7	18.3	40.9	33.0	20.0
<b>세전이익</b>	<b>208.2</b>	<b>245.0</b>	<b>231.5</b>	<b>-19.8</b>	<b>210.2</b>	<b>-418.2</b>	<b>38.9</b>	<b>82.6</b>	<b>664.9</b>	<b>-86.5</b>	<b>329.8</b>	<b>478.9</b>
법인세	52.8	65.4	71.1	34.4	46.8	-137.6	27.1	22.7	223.7	-40.9	90.7	131.7
법인세율(%)	25.4	26.7	30.7	-173.6	22.3	32.9	69.8	27.5	33.6	47.2	27.5	27.5
<b>당기순이익</b>	<b>155.4</b>	<b>179.6</b>	<b>160.4</b>	<b>-54.2</b>	<b>163.3</b>	<b>-280.6</b>	<b>11.7</b>	<b>59.9</b>	<b>441.2</b>	<b>-45.7</b>	<b>239.1</b>	<b>347.2</b>
당기순이익률(%)	6.5	5.9	5.4	-1.4	4.7	-8.0	0.4	1.6	3.6	-0.3	1.9	2.8
순이익 성장률(% YoY)	-1.6	189.3	20.3	적전	5.1	적전	-92.7	흑전	2.9	적전	흑전	45.2
<b>지배주주 순이익</b>	<b>143.5</b>	<b>142.2</b>	<b>144.4</b>	<b>-90.9</b>	<b>137.7</b>	<b>-298.6</b>	<b>0.4</b>	<b>43.9</b>	<b>339.3</b>	<b>-116.6</b>	<b>175.1</b>	<b>277.9</b>

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

## GS 건설 (006360)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>9,036.6</b>	<b>12,299.2</b>	<b>13,877.6</b>	<b>12,865.2</b>	<b>12,229.7</b>
매출액증가율(%)	-10.7	36.1	12.8	-7.3	-4.9
매출원가	7,685.8	11,012.6	13,268.0	11,761.3	11,000.9
매출총이익	1,350.8	1,286.6	609.7	1,104.0	1,228.8
판매관리비	704.3	731.8	705.1	714.3	705.2
<b>영업이익</b>	<b>646.5</b>	<b>554.8</b>	<b>-95.4</b>	<b>389.6</b>	<b>523.6</b>
영업이익률(%)	7.2	4.5	-0.7	3.0	4.3
금융손익	-54.7	-98.7	-153.1	31.6	-28.8
중속/관계기업손익	5.1	18.3	41.0	33.0	20.0
기타영업외손익	61.1	190.5	119.7	-124.5	-35.9
세전계속사업이익	657.9	664.9	-87.8	329.8	478.9
법인세비용	229.1	223.7	-41.8	90.7	131.7
<b>당기순이익</b>	<b>428.8</b>	<b>441.2</b>	<b>-46.0</b>	<b>239.1</b>	<b>347.2</b>
지배주주지분 손이익	408.5	339.3	-116.6	175.2	277.9

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>8,195.1</b>	<b>9,411.6</b>	<b>9,582.3</b>	<b>9,234.8</b>	<b>8,958.0</b>
현금및현금성자산	2,718.4	2,023.7	2,315.4	2,248.3	2,293.7
매출채권	42.9	81.6	78.3	73.2	67.7
재고자산	1,477.1	1,499.9	1,438.8	1,344.3	1,244.4
<b>비유동자산</b>	<b>6,988.6</b>	<b>7,535.0</b>	<b>7,711.6</b>	<b>7,734.0</b>	<b>7,768.0</b>
유형자산	1,543.4	1,819.8	2,084.6	2,239.2	2,412.0
무형자산	680.4	888.3	950.1	938.5	927.3
투자자산	1,889.2	2,189.0	2,093.6	1,972.9	1,845.4
<b>자산총계</b>	<b>15,183.7</b>	<b>16,946.6</b>	<b>17,293.9</b>	<b>16,968.8</b>	<b>16,726.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>6,769.3</b>	<b>8,205.5</b>	<b>8,178.9</b>	<b>7,907.3</b>	<b>7,605.5</b>
매입채무	1,226.8	1,682.4	1,613.9	1,507.9	1,395.8
단기차입금	269.3	879.1	957.1	909.2	863.8
유동성장기부채	701.1	1,272.5	1,508.1	1,508.1	1,508.1
<b>비유동부채</b>	<b>3,541.7</b>	<b>3,384.9</b>	<b>3,847.3</b>	<b>3,665.1</b>	<b>3,487.2</b>
사채	672.5	386.1	394.5	374.8	356.0
장기차입금	1,722.1	1,847.9	2,371.1	2,252.5	2,139.9
<b>부채총계</b>	<b>10,311.0</b>	<b>11,590.4</b>	<b>12,026.2</b>	<b>11,572.4</b>	<b>11,092.7</b>
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	951.3	942.7	944.5	944.5	944.5
기타포괄이익누계액	-122.8	-162.0	-85.9	-85.9	-85.9
이익잉여금	3,405.7	3,659.8	3,425.4	3,490.1	3,657.7
비지배주주지분	247.4	524.6	592.6	656.6	726.0
<b>자본총계</b>	<b>4,872.7</b>	<b>5,356.2</b>	<b>5,267.7</b>	<b>5,396.4</b>	<b>5,633.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,107.5</b>	<b>-7.3</b>	<b>-87.2</b>	<b>426.3</b>	<b>575.3</b>
당기순이익(손실)	428.8	441.2	-46.0	239.1	347.2
유형자산상각비	121.5	158.6	174.7	216.8	254.3
무형자산상각비	32.4	55.7	18.9	11.6	11.3
운전자본의 증감	521.0	-655.6	-679.3	-41.1	-37.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-531.2</b>	<b>-1,311.2</b>	<b>-85.7</b>	<b>-189.4</b>	<b>-234.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-134.9	-295.5	-323.0	-371.4	-427.1
투자자산의감소(증가)	-167.6	-299.8	131.0	120.7	127.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-4.9</b>	<b>624.7</b>	<b>442.7</b>	<b>-304.0</b>	<b>-295.1</b>
차입금의 증감	38.2	976.1	799.5	-193.7	-184.8
자본의 증가	160.0	-8.6	1.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	599.5	-694.7	291.7	-67.1	45.4
기초현금	2,118.9	2,718.4	2,023.7	2,315.4	2,248.3
기말현금	2,718.4	2,023.7	2,315.4	2,248.3	2,293.7

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	106,037	143,713	162,157	150,327	142,901
EPS(지배주주)	4,793	3,964	-1,362	2,047	3,247
CFPS	10,848	11,237	8,460	6,867	9,036
EBITDAPS	9,391	8,987	1,148	7,221	9,222
BPS	54,046	56,457	54,627	55,384	57,341
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.3	6.1	9.8	9.8	9.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	8.3	5.3	-9.8	6.5	4.1
PCR	3.7	1.9	1.6	1.9	1.5
PSR	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2
EBITDA(십억원)	800.3	769.1	98.2	618.0	789.2
EV/EBITDA	5.5	5.6	43.2	6.9	5.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.3	7.2	-2.5	3.7	5.8
EBITDA 이익률	8.9	6.3	0.7	4.8	6.5
부채비율	211.6	216.4	228.3	214.4	196.9
금융비용부담률	1.0	1.2	1.6	1.2	1.3
이자보상배율(x)	7.0	3.7	-0.4	2.4	3.4
매출채권회전율(x)	101.2	197.6	173.6	169.9	173.6
재고자산회전율(x)	6.2	8.3	9.4	9.2	9.4

**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 추천 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** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

