

2024. 1. 8



▲ 유틸리티/건설

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

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

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 16,000 원

현재주가 (1.8) 14,310 원

상승여력 11.8%

KOSPI	2,567.82pt
시가총액	12,247억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	74.90%
외국인비중	17.99%
52주 최고/최저가	24,300원/12,750원
평균거래대금	91.0억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	7.41

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.0	4.1	-38.2
상대주가	-11.8	2.4	-44.9

주가그래프



GS건설 006360

4Q23 Preview: 중첩된 불확실성 개선을 기다릴 때

- ✓ 4Q23 연결 영업이익은 586억원을 기록하며 컨센서스(821억원)를 하회할 전망
- ✓ 현장 점검으로 인한 주택원가율 하락세, 1Q24까지는 큰 개선이 없을 전망
- ✓ 우발채무, 회사채 롤오버 관점에서 3월 말~ 4월이 변곡점
- ✓ 상반기 내 유동성 개선이 관찰된다면 하반기 재조정 필요
- ✓ 적정주가를 16,000원으로 -16% 하향하며 투자의견을 Buy에서 Hold로 하향

주택원가율 부진은 1Q24까지 지속

4Q23 연결 영업이익은 586억원(-47.8% YoY)을 기록하며 컨센서스(821억원)를 하회할 전망이다. 검단 사태 이후 전 현장에 걸쳐 원가율 점검이 이루어지며 3Q23 주택 GPM이 5.0%까지 하락했는데, 1Q24까지는 여기에서 큰 개선이 없을 것으로 보인다. 다만 조업률에 미친 부정적인 영향이 사라지며 주택 매출은 정상 궤도에 복귀할 전망이다(+19.4% QoQ). 주택 분양은 4Q23 약 9,000세대, 2023년 누적 약 22,100세대를 기록하며 가이던스(19,000세대)를 상회했다.

3월 말~ 4월이 변곡점

시행사항 PF 지급보증 1.8조 중 미착공은 1.7조원이며, 7천억원을 연내 착공 전환할 계획이다. 1.7조원 중 3분의 1 이상은 1Q24 내 만기가 도래한다. 일반 Loan 비중이 높아 만기 연장이 용이한 면이 있다. 또한 회사채 중 일부(2천억원)가 4월 만기다. 해당 우발채무/회사채의 만기 연장이 결정되는 3월 말~ 4월이 유동성 상황의 변곡점이 될 수 있는데, 당국의 PF 연락처 의지를 감안하면 큰 문제는 없을 전망이다. 한편, 이니마 매각 등 유동성 확보 전략은 검토 단계이며 확정된 사항은 없다.

불확실성 해소를 기다려야 하는 시점

적정주가를 16,000원으로 -16% 하향하며 투자의견을 Buy에서 Hold로 하향 조정한다. 순자산에 일부 우발채무 가능성을 반영했다. 상반기 내 유동성 확보 전략이 구체화되고, 우발채무/회사채의 순탄한 만기 연장이 관찰된다면 투자 의견 재조정을 검토할 수 있다. 하반기 실적 개선 전망은 매력적이다. 어려운 상황에서도 상대적으로 양호했던 분양에 주목한다(2021~2023년 2.7만, 2.8만, 2.2만 세대 분양).

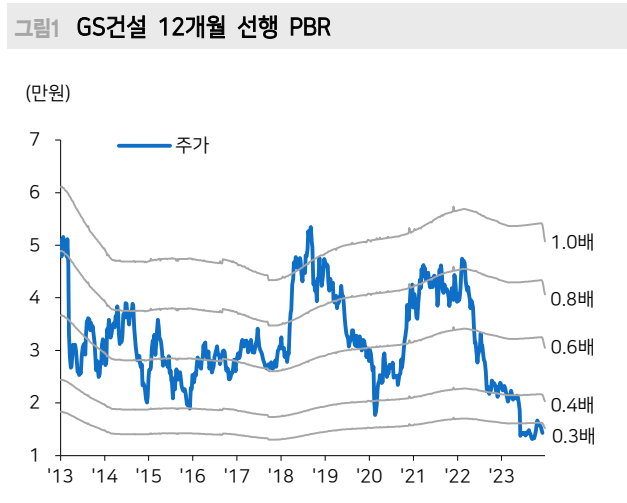
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	9,036.6	646.5	408.5	4,793	22.3	54,046	8.3	0.7	5.5	9.3	211.6
2022	12,299.2	554.8	339.3	3,964	2.5	56,457	5.3	0.4	5.6	7.2	216.4
2023E	13,652.4	-136.2	-157.1	-1,835	적전	53,799	-8.2	0.3	79.4	-3.3	236.3
2024E	13,184.7	313.0	100.1	1,170	흑전	54,969	12.2	0.3	8.2	2.2	221.8
2025E	12,533.4	539.5	253.6	2,963	100.9	56,643	4.8	0.3	5.4	5.3	206.7

(십억원)	4Q23E	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,537.1	3,922.4	-9.8	3,107.5	13.8	3,550.4	-0.4
영업이익	58.6	112.1	-47.8	60.2	-2.6	82.1	-28.6
세전이익	24.0	-19.8	흑전	38.7	-38.0	68.4	-64.9
지배순이익	3.5	-90.9	흑전	0.3	1,040.7	9.4	-62.4

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	13,877.6	12,865.2	13,652.4	13,184.7	-1.6%	2.5%
영업이익	-95.4	389.6	-136.2	313.0	적확	-19.7%
영업이익률	5.4%	6.2%	-1.0%	2.4%	-6.4%p	-3.8%p
당기순이익	-45.7	239.1	-88.3	160.2	적확	-33.0%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 GS건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	3,901.8	2025년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치에 PF 지급보증액의 약 절반인 9천억원을 차감(우발채무 발생 가능성 감안)
적정 배수(배)	0.36	적정 PBR 0.60배 (2025년 예상 ROE 5.3%, COE 8.8%, 영구성장률 0%)에 역사적인 평균 할인율 40% 적용(2018년 이후 평균)
적정 시가총액(십억원)	1,408.8	
발행 주식수(백만주)	85,581	기말 주식수
적정주가(원)	16,000	
현재주가(원)	14,310	
상승여력(%)	11.8	

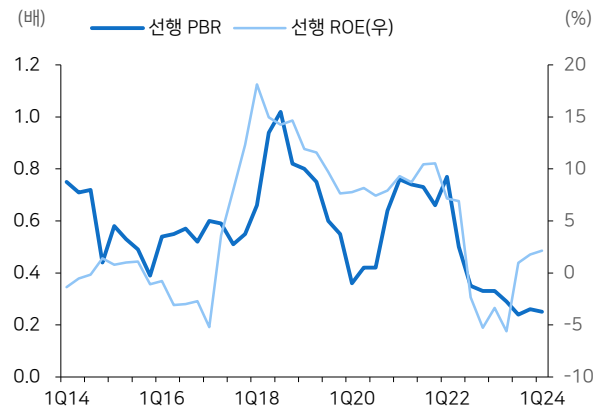
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 적정 PBR 산출 과정

적정 P/B (배)	0.60
COE (%)	8.8
Risk Free	3.0
MRP	6.0
52주 베타 (ppt)	0.97
12개월 선행 ROE (%)	1.8
2023E	-3.3
2024E	2.2
2025E	5.3
영구성장률	-

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 선행 PBR 및 ROE 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표5 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
주요 지표												
수주	2,099.0	3,592.0	1,978.0	2,527.1	2,346.1	3,477.8	1,945.7	2,416.0	16,075.0	10,196.1	10,185.6	10,387.7
수주 잔고	55,733.0	56,256.0	55,325.0	54,341.7	53,290.9	53,393.0	52,370.8	51,452.3	56,400.0	54,341.7	51,452.3	49,417.5
실적 전망												
연결 매출	3,512.7	3,495.1	3,107.5	3,537.1	3,425.4	3,403.1	2,993.4	3,362.7	12,299.2	13,652.4	13,184.7	12,533.4
매출액 증가율(% YoY)	47.8	14.7	5.2	-9.8	-2.5	-2.6	-3.7	-4.9	36.1	11.0	-3.4	-4.9
인프라	274.0	310.0	296.0	286.9	268.7	306.3	289.6	282.7	1,061.0	1,166.9	1,147.3	1,134.8
플랜트	116.0	139.0	157.0	139.2	129.8	149.8	165.7	154.9	771.0	551.2	600.2	643.2
신사업	325.0	336.0	368.0	382.4	385.9	395.3	404.2	401.2	1,025.0	1,411.4	1,586.6	1,659.9
주택건축	2,767.0	2,685.0	2,262.0	2,701.9	2,612.5	2,524.3	2,108.4	2,495.8	9,335.0	10,415.9	9,741.0	8,984.6
기타	31.0	25.0	25.0	26.8	28.5	27.5	25.5	28.1	107.1	107.8	109.6	110.9
매출원가	3,167	3,745	2,882	3,289	3,186	3,164	2,737	3,078	11,013	13,083	12,165	11,281
매출원가율(%)	90.1	107.2	92.7	93.0	93.0	93.0	91.4	91.5	89.5	95.8	92.3	90.0
인프라(%)	91.8	91.7	92.6	93.0	93.0	93.0	93.0	93.0	92.7	92.3	93.0	93.0
플랜트(%)	130.7	95.6	96.4	99.0	97.0	97.0	97.0	99.0	115.8	105.4	97.5	97.5
신사업(%)	76.5	81.8	83.4	84.0	85.0	85.0	85.0	85.0	86.0	81.6	85.0	85.0
주택건축(%)	90.2	112.5	95.0	94.0	94.0	94.0	92.0	92.0	87.3	98.0	93.1	90.0
매출총이익	346.1	-250.3	225.4	247.9	239.6	238.9	256.6	284.4	1,286.6	569.1	1,019.4	1,252.7
판관비	187.2	163.5	165.2	189.3	164.6	165.5	161.7	214.6	731.8	705.3	706.5	713.2
영업이익	158.9	-413.8	60.2	58.6	75.1	73.3	94.9	69.7	554.8	-136.2	313.0	539.5
영업이익률(%)	4.5	-11.8	1.9	1.7	2.2	2.2	3.2	2.1	4.5	-1.0	2.4	4.3
영업이익 성장률(% YoY)	3.7	적전	-51.9	-47.8	-52.8	흑전	57.7	19.1	-14.2	적전	흑전	72.4
금융손익	-77.5	-36.8	-78.9	-47.7	-11.9	-22.7	-43.2	-56.9	-98.7	-240.9	-134.8	-65.7
기타손익	97.0	28.6	53.2	10.3	-32.5	-15.1	15.9	32.9	190.5	189.1	1.2	-69.7
종속,관계기업 관련 손익	31.8	3.8	4.3	2.8	27.8	4.2	4.5	4.9	18.3	42.7	41.5	39.6
세전이익	210.2	-418.2	38.7	24.0	58.5	39.7	71.9	50.8	664.9	-145.3	220.9	443.7
법인세	46.8	-137.6	27.1	6.6	16.1	10.9	19.8	14.0	223.7	-57.1	60.7	122.0
법인세율(%)	22.3	32.9	70.0	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	33.6	39.3	27.5	27.5
당기순이익	163.3	-280.6	11.6	17.4	42.4	28.8	52.2	36.8	441.2	-88.3	160.2	321.7
당기순이익률(%)	4.7	-8.0	0.4	0.5	1.2	0.8	1.7	1.1	3.6	-0.6	1.2	2.6
순이익 성장률(% YoY)	5.1	적전	-92.8	흑전	-74.0	흑전	348.8	111.5	2.9	적전	흑전	100.9
지배주주 순이익	137.7	-298.6	0.3	3.5	27.3	14.3	36.6	22.0	339.3	-157.0	100.1	253.6

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,036.6	12,299.2	13,652.4	13,184.7	12,533.4
매출액증가율(%)	-10.7	36.1	11.0	-3.4	-4.9
매출원가	7,685.8	11,012.6	13,083.3	12,165.2	11,280.7
매출총이익	1,350.8	1,286.6	569.1	1,019.4	1,252.7
판매관리비	704.3	731.8	705.3	706.5	713.2
영업이익	646.5	554.8	-136.2	313.0	539.5
영업이익률(%)	7.2	4.5	-1.0	2.4	4.3
금융손익	-54.7	-98.7	-240.9	-134.8	-65.7
중속/관계기업손익	5.1	18.3	42.7	41.5	39.6
기타영업외손익	61.1	190.5	189.1	1.2	-69.7
세전계속사업이익	657.9	664.9	-145.3	220.9	443.7
법인세비용	229.1	223.7	-57.1	60.8	122.0
당기순이익	428.8	441.2	-88.3	160.2	321.7
지배주주지분 순이익	408.5	339.3	-157.1	100.1	253.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,195.1	9,411.6	9,763.6	9,605.0	9,494.9
현금및현금성자산	2,718.4	2,023.7	2,309.5	2,373.7	2,463.8
매출채권	42.9	81.6	73.6	70.0	66.8
재고자산	1,477.1	1,499.9	1,352.6	1,285.9	1,226.7
비유동자산	6,988.6	7,535.0	7,685.9	7,605.6	7,559.2
유형자산	1,543.4	1,819.8	2,215.0	2,231.4	2,271.7
무형자산	680.4	888.3	939.5	928.0	916.8
투자자산	1,889.2	2,189.0	1,990.4	1,905.2	1,829.6
자산총계	15,183.7	16,946.6	17,449.5	17,210.6	17,054.1
유동부채	6,769.3	8,205.5	8,704.8	8,463.6	8,243.6
매입채무	1,226.8	1,682.4	1,517.2	1,442.3	1,375.9
단기차입금	269.3	879.1	1,216.2	1,155.4	1,097.6
유동성장기부채	701.1	1,272.5	1,476.9	1,476.9	1,476.9
비유동부채	3,541.7	3,384.9	3,556.3	3,398.5	3,250.6
사채	672.5	386.1	392.5	372.8	354.2
장기차입금	1,722.1	1,847.9	2,141.4	2,034.3	1,932.6
부채총계	10,311.0	11,590.4	12,261.1	11,862.1	11,494.3
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	-117.4	-117.4	-117.4
이익잉여금	3,405.7	3,659.8	3,386.0	3,486.2	3,629.4
비지배주주지분	247.4	524.6	584.2	644.2	712.3
자본총계	4,872.7	5,356.2	5,188.3	5,348.5	5,559.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,107.5	-7.3	-121.1	333.5	505.1
당기순이익(손실)	428.8	441.2	-88.3	160.2	321.7
유형자산상각비	121.5	158.6	169.1	188.6	195.4
무형자산상각비	32.4	55.7	22.7	11.5	11.2
운전자본의 증감	521.0	-655.6	-626.0	-26.7	-23.2
투자활동 현금흐름	-531.2	-1,311.2	15.7	-76.5	-121.8
유형자산의증가(CAPEX)	-134.9	-295.5	-410.1	-205.0	-235.8
투자자산의감소(증가)	-167.6	-299.8	238.5	85.2	75.6
재무활동 현금흐름	-4.9	624.7	372.3	-192.8	-293.2
차입금의 증감	38.2	976.1	769.7	-192.8	-182.9
자본의 증가	160.0	-8.6	1.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	599.5	-694.7	285.8	64.2	90.1
기초현금	2,118.9	2,718.4	2,023.7	2,309.5	2,373.7
기말현금	2,718.4	2,023.7	2,309.5	2,373.7	2,463.8

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	106,037	143,713	159,525	154,060	146,449
EPS(지배주주)	4,793	3,964	-1,835	1,170	2,963
CFPS	10,848	11,237	8,503	6,518	9,348
EBITDAPS	9,391	8,987	649	5,996	8,718
BPS	54,046	56,457	53,799	54,969	56,643
DPS	1,300	1,300	0	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.3	6.1	0.0	9.1	9.1
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	5.3	-8.2	12.2	4.8
PCR	3.7	1.9	1.8	2.2	1.5
PSR	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	800.3	769.1	55.6	513.1	746.1
EV/EBITDA	5.5	5.6	79.4	8.2	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	7.2	-3.3	2.2	5.3
EBITDA 이익률	8.9	6.3	0.4	3.9	6.0
부채비율	211.6	216.4	236.3	221.8	206.7
금융비용부담률	1.0	1.2	2.3	2.6	2.3
이자보상배율(x)	7.0	3.7	-0.4	0.9	1.9
매출채권회전율(x)	101.2	197.6	175.9	183.7	183.3
재고자산회전율(x)	6.2	8.3	9.6	10.0	10.0

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

