

# GS건설 (006360)

이태환

taehwan.lee@daishin.com

투자 의견

## Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

16,000

상향

현재주가

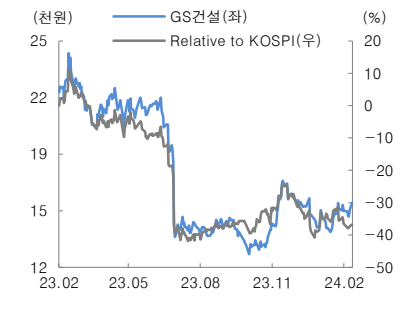
15,700

(24.02.19)

건설업종

KOSPI	2,680.26
시가총액	1,344십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	428십억원
52주 최고/최저	24,300원 / 12,750원
120일 평균거래대금	90억원
외국인지분율	18.48%
주요주주	허창수 외 16 인 23.64% 국민연금공단 7.41%

주요수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	-0.7	13.8	-31.0
상대수익률	1.6	-8.5	6.3	-36.9



## 체질 개선 후 상승 가능

- 4Q23 연결 영업손실 -1,937억원(적자전환 yoy) 기록. 컨센서스 하회
- 빅배스 개념의 주택 예정원가율 대폭 상향 조정. 선제적, 보수적 비용 반영
- 상승 잠재력 높은 PBR 구간. 다만, 수익성, 유동성, 시장환경 등 개선 필요

### 투자 의견 시장수익률, 목표주가 16,000원 상향(+14.3%)

목표주가는 2024E BPS 48,506원에 타깃 PBR 0.33배 적용. 타깃 PBR은 24E, 25E 평균 ROE를 기준으로 PBR-ROE 방식으로 산출한 이론 PBR을 30% 할인

### 4Q23 Review 빅 배스(Big Bath)

4Q23 연결기준 매출액 3,300억(-15.3% yoy), 영업손실 -1,937억원(적자전환 yoy) 기록. 잠정치는 당사 전망치 및 시장 컨센서스를 크게 하회

주택 부문은 3분기에 이어 기존 현장('23년 착공 현장 제외)의 원가 재점검 과정에서 예정원가율이 대폭 상승함에 따라 적자 전환하였고, 이외 인프라 부문에서도 해외 현장에서 일회성 비용 발생 영향으로 적자 발생. 선제적, 보수적 비용 반영

연간 분양은 22,098세대 기록. 준수한 공급과 더불어 미분양도 미미했던 것으로 파악. 기존 주택 현장 원가 재점검이 대부분 완료되었고, 남은 현장(16개, '23년 착공)의 실행 원가는 하락 조정될 것을 감안하면 주택 부문 원가율은 점차 안정화 예상

### 체질 개선 후 상승 가능

2월 1일 영업정지 9개월(국토부 8개월/서울시 1개월) 처분에 대해 공시. 현재 집행 정지 가처분 신청 및 행정처분 취소 소송에 들어간 상태로, 가처분 인용 시 당장의 수주 영업에 미치는 영향은 없으며 과거 사례를 감안 시 1년 이상 기간 소요 예상

당사의 PBR은 0.3배 미만으로 역사적 최저 수준에 근접하여 밸류에이션 매력도가 높으나, 안정적 주가 상승을 위해서는 1) 수익성 안정화 확인, 2) 유동성 확보(선수금 수령, 자산유동화), 3) 금리 인하 및 부동산 정책 환경 개선 등 필요. 아직 불확실성이 제거되지 않아 추가 TP 상향은 유보하나, 향후 상승 잠재력은 높다고 판단

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23			1Q24				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,922	3,108	3,427	3,321	-15.3	6.9	3,490	3,249	-7.5	-2.2
영업이익	112	60	35	-194	적전	적전	60	27	-82.9	흑전
순이익	-91	0	25	-321	적지	적전	0	25	-81.9	흑전

자료: GS건설, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,037	12,299	13,437	13,459	13,431
영업이익	646	555	-388	203	490
세전순이익	658	665	-517	211	484
총당기순이익	429	441	-419	147	336
지배지분순이익	408	339	-482	142	326
EPS	4,793	3,964	-5,630	1,661	3,810
PER	8.3	5.3	NA	9.2	4.0
BPS	54,274	56,457	48,932	48,506	49,974
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
ROE	9.3	7.2	-10.7	3.4	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: GS건설, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	13,542	13,288	13,437	13,459	-0.8	1.3
판매비와 관리비	721	735	650	655	-9.7	-10.9
영업이익	-160	298	-388	203	적자유지	-32.0
영업이익률	-1.2	2.2	-2.9	1.5	적자유지	-0.7
영업외손익	26	67	-128	8	적자조정	-87.6
세전순이익	-134	365	-517	211	적자유지	-42.2
자비차분순이익	-136	257	-482	142	적자유지	-44.7
순이익률	-0.6	2.0	-3.1	1.1	적자유지	-0.9
EPS(자비차분순이익)	-1,583	3,006	-5,630	1,661	적자유지	-44.7

자료: GS건설, 대신증권 Research Center

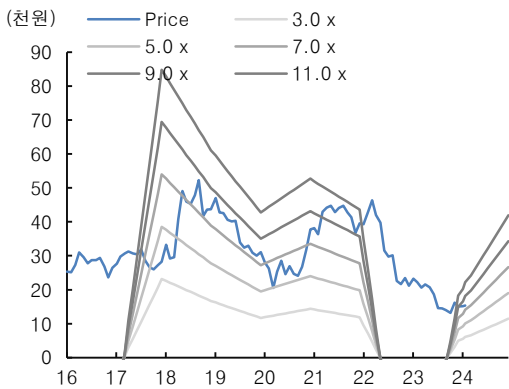
표 1. GS 건설 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
BPS	48,506	GS 건설 2024E BPS
Target PBR	0.33	적정 PBR 을 30% 할인 적용 $\text{적정 PBR} = (\text{ROE} - g) / (\text{COE} - g)$ 1) GS 건설 24E, 25E 평균 ROE: 5.6% 2) 영구성장률(g): 1.33% 3) 자기자본비용: 10.4% (Rf: 3.9%, Rm: 10%, 104주베타: 1.07)
적정주가	15,829	BPS * Target PBR
목표주가	16,000	15,829 ≈ 16,000
현재주가		2024.02.19 기준
현재 PBR		2024.02.19 기준
상승여력(%)		

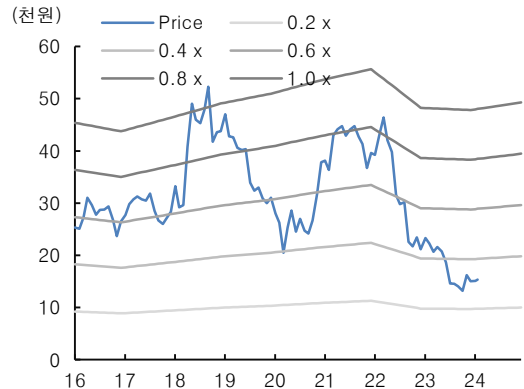
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. GS 건설 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. GS 건설 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 2. GS 건설 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, 세대)

(단위)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E
<b>연결 매출액 (십억원)</b>	<b>3,513</b>	<b>3,495</b>	<b>3,108</b>	<b>3,321</b>	<b>3,249</b>	<b>3,471</b>	<b>3,320</b>	<b>3,419</b>	<b>13,437</b>	<b>13,459</b>
YoY (%)	47.8	14.7	5.2	-15.3	-7.5	-0.7	6.8	3.0	9.2	0.2
QoQ (%)	-10.4	-0.5	-11.1	6.9	-2.2	6.8	-4.4	3.0	0.0	0.0
국내 (십억원)	2,907	2,830	2,454	2,731	2,685	2,699	2,588	2,555	10,922	10,527
해외 (십억원)	606	665	654	590	564	772	732	865	2,515	2,932
건축/주택 (십억원)	2,767	2,685	2,262	2,523	2,434	2,600	2,340	2,452	10,237	9,827
신사업 (십억원)	325	336	368	385	389	399	421	432	1,414	1,639
플랜트 (십억원)	80	79	74	68	65	117	196	174	301	553
인프라 (십억원)	274	310	296	225	256	254	255	249	1,105	1,015
ECO (십억원)	36	60	83	93	77	74	81	85	272	318
기타 (십억원)	31	25	25	28	27	26	27	27	109	107
<b>연결 매출총이익 (십억원)</b>	<b>346</b>	<b>-250</b>	<b>225</b>	<b>-59</b>	<b>183</b>	<b>218</b>	<b>221</b>	<b>235</b>	<b>262</b>	<b>857</b>
GPM (%)	9.9	-7.2	7.3	-1.8	5.6	6.3	6.7	6.9	1.9	6.4
국내 (십억원)	285	-311	150	-87	129	150	149	160	36	588
해외 (십억원)	62	62	77	28	54	68	72	75	228	269
건축/주택 (십억원)	271	-336	113	-78	117	144	135	154	-30	550
신사업 (십억원)	76	61	61	44	48	50	56	54	243	208
플랜트 (십억원)	-25	3	3	2	2	4	6	6	-17	18
인프라 (십억원)	22	26	22	-46	9	9	9	9	24	35
ECO (십억원)	-6	-3	23	17	5	9	13	11	32	39
기타 (십억원)	6	-3	3	1	2	2	2	2	7	8
<b>연결 영업이익 (십억원)</b>	<b>159</b>	<b>-414</b>	<b>60</b>	<b>-194</b>	<b>27</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>63</b>	<b>-388</b>	<b>203</b>
YoY (%)	3.7	적전	-51.9	적전	-82.9	흑전	-6.0	흑전	적전	흑전
QoQ (%)	41.7	적전	흑전	적전	흑전	104.8	1.6	12.2	0.0	0.0
OPM (%)	4.5	-11.8	1.9	-5.8	0.8	1.6	1.7	1.9	-2.9	1.5
<b>연결 지배순이익 (십억원)</b>	<b>138</b>	<b>-299</b>	<b>-0</b>	<b>-321</b>	<b>25</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>-482</b>	<b>142</b>
YoY (%)	-4.1	적전	적지	적전	-81.9	흑전	13,217.0	흑전	적전	흑전
QoQ (%)	-251.6	적전	적전	적지	흑전	44.8	14.3	-2.6		
NIM (%)	3.9	-8.5	0.0	-9.7	0.8	1.0	1.2	1.2	-3.6	1.1

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

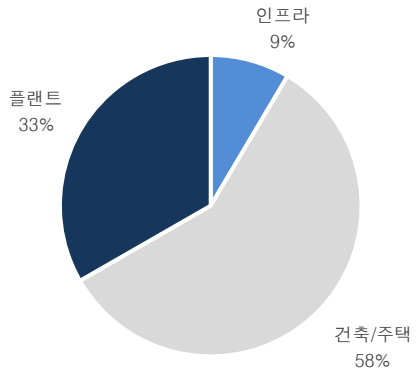
- 인프라사업, 건축/주택사업, 플랜트사업을 주요 사업으로 하고 있으며, 분산형에너지사업 등 신사업을 진행
- 자산 18조 1,138억원, 부채 12조 9,428억원, 자본 5조 1,709억원
- 발행주식 수: 85,581,490주 / 자기주식수: 692,595주

주가 변동요인

- 정부 부동산 정책 발표
- 금리 인하 여부
- 신사업 진행 속도
- 행정 처분 이슈

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2023년 9월 기준  
 자료: GS건설 대신증권 Research Center

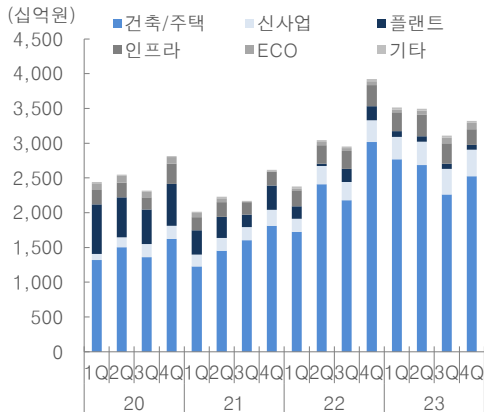
매출 비중 추이



자료: GS건설 대신증권 Research Center

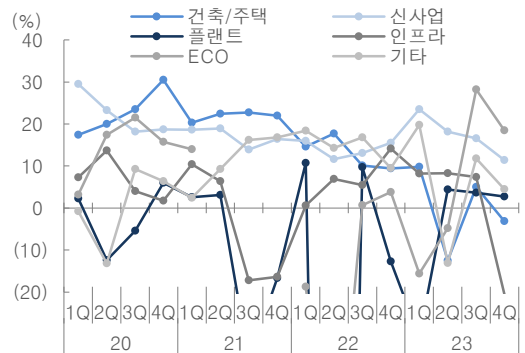
Earnings Driver

부문별 매출액 추이



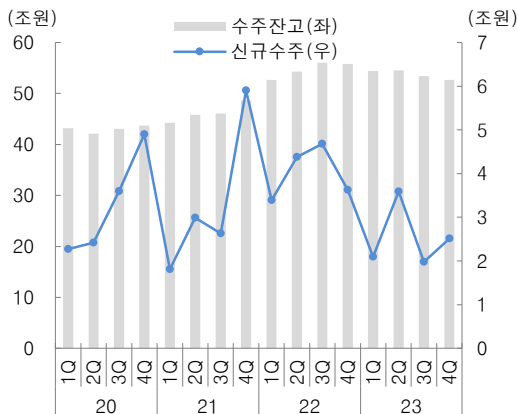
자료: GS건설 대신증권 Research Center

부문별 매출총이익률



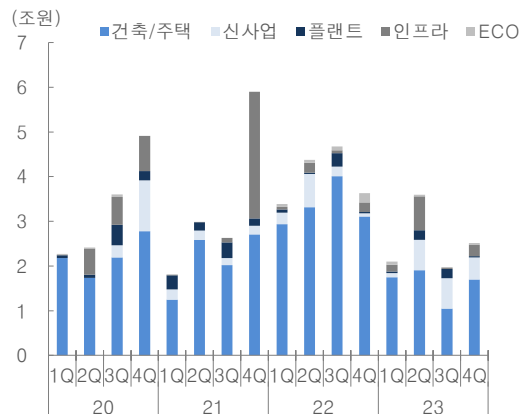
자료: GS건설 대신증권 Research Center

신규수주 및 수주잔고 추이



자료: GS건설 대신증권 Research Center

부문별 신규수주 추이



자료: GS건설 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	9,037	12,299	13,437	13,459	13,431
매출원가	7,686	11,013	13,175	12,601	12,304
매출총이익	1,351	1,287	262	857	1,127
판매비와판매비	704	732	650	655	637
영업이익	646	555	-388	203	490
영업외수익	72	45	-29	1.5	3.6
EBITDA	800	769	-152	463	759
영업외손익	11	110	-128	8	-6
관계기업손익	5	18	45	26	26
금융수익	128	196	247	200	220
외환관련이익	197	324	96	96	96
금융비용	-182	-295	-563	-365	-408
외환관련손실	88	143	372	235	278
기타	61	191	143	148	156
법인세비용차감전순이익	658	665	-517	211	484
법인세비용	-229	-224	98	-64	-148
계속사업순이익	429	441	-419	147	336
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	429	441	-419	147	336
당기순이익	4.7	3.6	-3.1	1.1	2.5
비재계분순이익	20	102	63	4	10
재계분순이익	408	339	-482	142	326
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	448	442	-419	147	336
비재계분포괄이익	24	117	63	4	10
재계분포괄이익	424	325	-482	142	326

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	4,793	3,964	-5,630	1,661	3,810
PER	8.3	5.3	NA	9.2	4.0
BPS	54,274	56,457	48,932	48,506	49,974
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	9,391	8,987	-1,778	5,416	8,864
EV/EBITDA	5.5	5.6	NA	8.5	5.7
SPS	106,037	143,713	157,004	157,262	156,940
PSR	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	10,847	11,237	1,934	8,964	12,512
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감률	-10.7	36.1	9.2	0.2	-0.2
영업이익 증/감률	-13.8	-14.2	작전	흑전	141.6
순이익 증/감률	30.1	2.9	작전	흑전	129.3
수익성					
ROIC	123.0	603.2	-177.1	48.8	101.0
ROA	4.5	3.5	-2.2	1.1	2.7
ROE	9.3	7.2	-10.7	3.4	7.7
안정성					
부채비율	211.6	216.4	282.0	285.8	278.8
순차입금비율	16.3	36.6	34.9	47.6	53.0
이자보상비율	7.0	3.7	-2.1	1.6	3.9

자료: GS 건설 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,195	9,412	9,730	9,267	9,053
현금및현금성자산	2,718	2,024	3,515	2,797	2,315
매출채권 및 기타채권	2,126	2,860	3,006	3,152	3,305
재고자산	1,477	1,500	1,639	1,641	1,638
기타유동자산	1,873	3,028	1,570	1,677	1,795
비유동자산	6,989	7,535	8,005	8,488	8,907
유형자산	1,543	1,820	1,937	2,035	2,117
관계기업투자지급	173	231	273	315	357
기타비유동자산	5,272	5,484	5,794	6,138	6,433
자산총계	15,184	16,947	17,735	17,755	17,961
유동부채	6,769	8,205	8,841	8,828	8,815
매입채무 및 기타채무	2,734	2,948	3,103	3,106	3,102
차입금	269	879	1,379	1,379	1,379
유동상채무	701	1,272	1,209	1,148	1,091
기타유동부채	3,065	3,106	3,150	3,195	3,242
비유동부채	3,542	3,385	4,252	4,325	4,405
차입금	2,395	2,234	3,034	3,034	3,034
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,147	1,151	1,218	1,291	1,371
부채총계	10,311	11,590	13,092	13,153	13,219
자본부분	4,625	4,832	4,188	4,151	4,277
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	951	943	943	943	943
이익잉여금	3,406	3,660	3,088	3,099	3,315
기타보전비등	-160	-199	-251	-319	-409
비재계분	247	525	455	451	464
자본총계	4,873	5,356	4,642	4,602	4,741
순차입금	795	1,960	1,621	2,188	2,512

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,107	-7	-655	-182	21
당기순이익	429	441	-419	147	336
비현금항목의기감	496	520	585	621	735
감가상각비	154	214	236	261	269
외환손익	-76	-104	221	113	119
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	417	410	127	247	347
자산부채의증감	521	-656	-856	-866	-866
기타현금흐름	-338	-313	36	-83	-184
투자활동 현금흐름	-531	-1,311	-1,385	-1,432	-1,386
투자자산	-127	-196	-294	-331	-374
유형자산	-130	-293	-293	-293	-293
기타	-274	-823	-798	-808	-719
재무활동 현금흐름	-5	625	1,870	573	576
단기차입금	0	0	500	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	800	0	0
유상증자	149	0	0	0	0
현금배당	-121	-120	-110	-110	-110
기타	-34	744	681	684	687
현금의증감	599	-695	1,492	-719	-481
기초 현금	2,119	2,718	2,024	3,515	2,797
기말 현금	2,718	2,024	3,515	2,797	2,315
NOPLAT	421	368	-315	141	340
FCF	418	257	-474	6	314

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이태환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### GS건설(006360) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

	24.02.20	24.01.15	23.12.07	23.12.02	23.10.30	23.08.28
제시일자	24.02.20	24.01.15	23.12.07	23.12.02	23.10.30	23.08.28
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	16,000	14,000	14,000	14,000	14,000	16,000
과표율(평균%)		8.32	9.21	9.74	8.89	(12.37)
과표율(최대/최소%)		(6.00)	(6.00)	(6.00)	21.21	(7.25)
제시일자	23.07.27	23.06.30	23.05.11	23.05.07	23.01.31	22.11.17
투자의견	Marketperform	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	16,000	28,000	32,000	32,000	32,000	35,000
과표율(평균%)	(11.65)	(46.34)	(32.88)	(32.13)	(32.07)	(34.73)
과표율(최대/최소%)	(8.69)	(32.07)	(24.06)	(24.06)	(24.06)	(28.86)

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240216)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.2%	10.8%	0.0%

**산업 투자의견**

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상