

2023. 7. 7



▲ 유틸리티/건설

Analyst **문경원, CFA**

02. 6454-4881

kyeongwon.moon@meritz.co.kr

RA **윤동준**

02. 6454-4886

dongjun.yoon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **23,500 원**

현재주가 (7.6) **14,520 원**

상승여력 **61.8%**

KOSPI 2,556.29pt

시가총액 12,426억원

발행주식수 8,558만주

유동주식비율 74.90%

외국인비중 19.84%

52주 최고/최저가 33,200원/14,520원

평균거래대금 176.7억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인 23.64

국민연금공단 10.01

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -31.8 -37.3 -49.8

상대주가 -30.3 -43.8 -55.0

주가그래프



(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	13,642.4	105.1	18.3	214	-82.2	54,355	67.9	0.3	13.5	0.4	232.6
2024E	12,914.4	711.0	402.0	4,697	507.0	57,763	3.1	0.3	4.0	8.4	211.9
2025E	12,460.2	688.5	394.9	4,615	-1.6	61,088	3.1	0.2	3.8	7.8	192.0

GS건설 006360

2Q23 Preview: 비용 불확실성은 일단 해소됐지만.....

- ✓ 2Q23 연결 영업이익은 -3,434억원을 기록하며 컨센서스를 크게 하회할 전망
- ✓ 전날 공시한 인천 검단 아파트 전면 재시공 비용 5,500억원을 매출원가에 반영
- ✓ 향후 일부 비용이 환입될 가능성 있으나 시점이 불확실
- ✓ 명시적인 비용은 반영됐으나, 국토부 조사 이후 영업 영향은 불확실성이 남아있음
- ✓ 투자 의견 Buy를 유지하고, 적정주가를 -19% 하향

재시공 비용 5,500억원 반영으로 2Q23 컨센서스 크게 하회 전망

2Q23 연결 영업이익은 -3,434억원(적전 YoY)을 기록하며 컨센서스(1,675억원)를 크게 하회할 전망이다. 전날 공시한 인천 검단 아파트 전면 재시공 비용 5,500억원(당사는 재시공비 3,000억원, 철거비용 1,000억원, 지체상금 및 주거지원비 등 1,500억원 등으로 구성된 것으로 추정)을 모두 매출원가에 반영했다. 해당 비용은 타 시공사, LH와의 비용 분배를 고려하지 않은 금액으로(GS건설의 해당 현장 지분율은 40%), 이후 협의에 따라 비용이 환입이 될 가능성이 있지만 그 시기를 가늠하기 쉽지 않다. 이 외에는 2Q23 주택 매출 호조(+17.3% YoY), 건조한 분양상반기 누적 6,980세대로 연간 목표 대비 35% 달성) 등 긍정적인 부분도 관찰되었다.

명시적 비용은 반영되었으나, 향후 영업가치 영향은 아직 불확실

붕괴 사고(4월 29일) 이후 시가총액이 약 6,000억원(-32.7%) 하락했으므로 명시적인 비용은 반영되었다고 본다. 비용이 5년 분할 투입된 예정인 점을 감안하면 유동성 우려는 제한적이고, 일부 언론에서 1조원 비용 반영을 언급하던 상황에서 빠른 소통으로 비용 관련 불확실성이 완화된 점도 긍정적이다. 다만 1)8월까지 국토부의 현장 조사, 이후 행정 처분(영업정지 여부 등)에 대한 불확실성, 2)부정적인 평판으로 인한 수주 활동에서의 핸디캡 등 무형적인 비용을 확인하고 나서야 주가 반등을 이야기할 수 있다. 참고로, 2022년 HDC산업개발의 경우 8개월 영업정지 처분을 받았으나 법원이 집행정지 신청을 받아들이면서 영업을 지속했다. 투자 의견 Buy를 유지하고, 적정주가를 23,500원으로 -19% 하향한다. 적정 주가 산출에 있어 멀티플에 대한 할인율은 유지했다. 국토부 조사 이후 중장기적 영업에 미치는 부정적 영향이 관찰될 경우, 추가적인 적정주가 하향을 고려할 수 있다.

표1 GS건설 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,532.6	3,047.9	15.9	3,512.7	0.6	3,486.3	1.3
영업이익	-343.4	164.4	적전	158.9	적전	167.5	N/A
세전이익	-346.5	245.0	적전	210.2	적전	147.8	N/A
지배순이익	-251.6	142.2	적전	137.7	적전	92.5	N/A

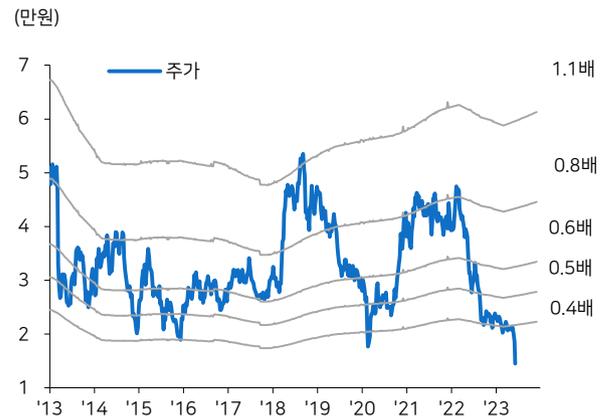
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 GS건설 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	13,616.0	13,256.2	13,642.4	12,914.4	0.2%	-2.6%
영업이익	651.9	753.3	105.1	711.0	-83.9%	-5.6%
영업이익률	5.4%	6.2%	0.8%	5.5%	-4.7%p	-0.7%p
당기순이익	489.0	500.1	78.7	477.9	-83.9%	-4.4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 GS건설 12개월 선행 PBR



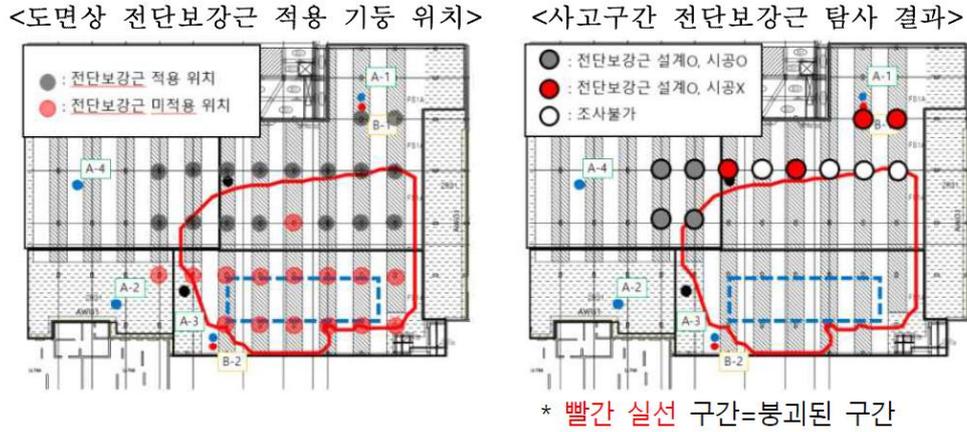
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 GS건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	4,696.1	12개월 선행 지배주주 자본총계 + 자사주 가치
적정 배수(배)	0.43	적정 PBR 0.80배에 할인율 40% 적용 (2018년 이후의 평균 할인율)
적정 시가총액(십억원)	2,009.5	
발행 주식수(백만주)	85,581	기말 주식수
적정주가(원)	23,500	
현재주가(원)	14,520	
상승여력(%)	61.8	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 전단보강근의 미설치, 콘크리트 품질 미흡 등이 주요 사고 원인. 설계 상의 오류, 시공 상의 누락이 모두 있었음



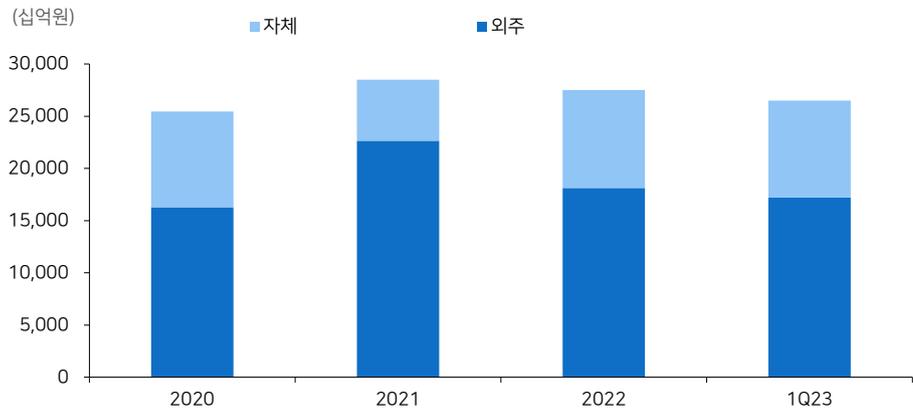
자료: 국토교통부

그림3 GS건설 시가총액 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 HDC산업개발 주택 수주 잔고 추이: 2022년 이후 외주 사업의 외형 감소



자료: HDC산업개발, 메리츠증권 리서치센터

표4 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망												
(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
주요 지표												
수주	3,391.0	4,378.0	4,678.0	3,628.0	2,099.0	1,530.6	3,996.4	3,974.1	13,330.0	16,075.0	11,600.1	11,131.1
수주 잔고	52,677.0	54,309.0	57,518.0	56,400.0	55,733.0	53,758.3	54,696.2	55,182.3	48,623.0	56,400.0	55,182.3	53,509.1
실적 전망												
연결 매출	2,375.9	3,047.9	2,953.1	3,922.4	3,512.7	3,532.6	3,082.4	3,514.8	9,036.6	12,299.2	13,642.4	12,914.4
매출액 증가율(% YoY)	18.0	36.6	36.0	49.8	47.8	15.9	4.4	-10.4	-10.7	36.1	10.9	-5.3
인프라	227.0	266.0	261.0	307.0	274.0	237.7	240.0	287.9	780.0	1,061.0	1,039.6	1,027.2
플랜트	209.0	82.0	223.0	257.0	116.0	96.2	142.2	156.4	1,301.0	771.0	510.8	435.3
신사업	192.0	259.0	262.0	312.0	325.0	342.1	263.1	286.0	776.0	1,025.0	1,216.2	1,717.6
주택건축	1,723.0	2,412.0	2,182.0	3,018.0	2,767.0	2,829.3	2,413.2	2,757.7	6,092.0	9,335.0	10,767.3	9,624.2
기타	24.9	28.9	25.0	28.4	31.0	27.3	23.8	26.8	87.6	107.1	108.9	110.2
매출원가	2,074	2,709	2,662	3,568	3,167	3,701	2,773	3,164	7,686	11,013	12,805	11,455
매출원가율(%)	87.3	88.9	90.2	91.0	90.1	104.8	90.0	90.0	85.1	89.5	93.9	88.7
인프라(%)	99.4	93.1	94.5	85.9	91.8	95.0	95.0	95.0	103.9	92.7	94.2	95.0
플랜트(%)	89.3	412.2	90.3	112.7	130.7	97.0	97.0	99.0	108.2	115.8	106.1	97.7
신사업(%)	84.0	88.4	86.9	84.5	76.5	76.0	90.0	90.0	83.1	86.0	82.5	89.0
주택건축(%)	85.4	82.3	89.9	90.6	90.2	109.4	89.0	89.0	78.1	87.3	94.7	87.5
매출총이익	302.4	339.0	290.8	354.4	346.1	-168.5	309.4	350.6	1,350.8	1,286.6	837.6	1,459.7
판관비	149.1	174.7	165.7	242.3	187.2	174.9	171.0	199.3	704.3	731.8	732.5	748.7
영업이익	153.3	164.4	125.1	112.1	158.9	-343.4	138.4	151.3	646.5	554.8	105.1	711.0
영업이익률(%)	6.5	5.4	4.2	2.9	4.5	-9.7	4.5	4.3	7.2	4.5	0.8	5.5
영업이익 성장률(% YoY)	-13.2	31.6	-17.8	-41.8	3.7	적전	10.6	34.9	-13.8	-14.2	-81.1	576.5
금융손익	-19.0	-72.2	-163.5	155.9	-77.5	-55.8	41.7	14.0	-54.7	-98.7	-77.6	18.4
기타손익	68.0	154.4	261.9	-293.8	97.0	50.2	-77.6	-43.2	61.1	190.5	26.3	-103.0
종속,관계기업 관련 손익	5.9	-1.6	8.0	6.0	31.8	2.6	2.6	2.6	5.1	18.3	39.6	32.7
세전이익	208.2	245.0	231.5	-19.8	210.2	-346.5	105.0	124.8	657.9	664.9	93.5	659.2
법인세	52.8	65.4	71.1	34.4	46.8	-95.3	28.9	34.3	229.1	223.7	14.7	181.3
법인세율(%)	25.4	26.7	30.7	-173.6	22.3	27.5	27.5	27.5	34.8	33.6	15.8	27.5
당기순이익	155.4	179.6	160.4	-54.2	163.3	-251.2	76.1	90.5	428.8	441.2	78.7	477.9
당기순이익률(%)	6.5	5.9	5.4	-1.4	4.7	-7.1	2.5	2.6	4.7	3.6	0.6	3.7
순이익 성장률(% YoY)	-1.6	189.3	20.3	적전	5.1	적전	-52.5	흑전	30.1	2.9	-82.2	507.0
지배주주 순이익	143.5	142.2	144.4	-90.9	137.7	-251.6	59.3	72.9	408.5	339.3	18.3	402.0

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	9,036.6	12,299.2	13,642.4	12,914.4	12,460.2
매출액증가율 (%)	-10.7	36.1	10.9	-5.3	-3.5
매출원가	7,685.8	11,012.6	12,804.8	11,454.7	11,014.1
매출총이익	1,350.8	1,286.6	837.6	1,459.7	1,446.1
판매관리비	704.3	731.8	732.5	748.7	757.6
영업이익	646.5	554.8	105.1	711.0	688.5
영업이익률	7.2	4.5	0.8	5.5	5.5
금융손익	-54.7	-98.7	-77.6	18.4	-9.6
중속/관계기업손익	5.1	18.3	39.6	32.7	19.7
기타영업외손익	61.1	190.5	26.4	-103.0	-49.7
세전계속사업이익	657.9	664.9	93.5	659.2	648.9
법인세비용	229.1	223.7	14.7	181.3	178.5
당기순이익	428.8	441.2	78.7	477.9	470.5
지배주주지분 순이익	408.5	339.3	18.3	402.0	394.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,195.1	9,411.6	9,923.5	9,905.9	9,786.0
현금및현금성자산	2,718.4	2,023.7	2,748.1	2,861.2	3,007.5
매출채권	42.9	81.6	73.1	70.8	66.5
재고자산	1,477.1	1,499.9	1,344.1	1,300.3	1,222.2
비유동자산	6,988.6	7,535.0	7,478.0	7,559.5	7,617.0
유형자산	1,543.4	1,819.8	2,026.4	2,175.3	2,343.6
무형자산	680.4	888.3	915.9	904.5	893.3
투자자산	1,889.2	2,189.0	1,996.0	1,940.2	1,840.5
자산총계	15,183.7	16,946.6	17,401.5	17,465.4	17,403.0
유동부채	6,769.3	8,205.5	8,497.7	8,345.3	8,083.4
매입채무	1,226.8	1,682.4	1,507.6	1,458.5	1,370.9
단기차입금	269.3	879.1	897.0	852.2	809.6
유동성장기부채	701.1	1,272.5	1,678.1	1,678.1	1,678.1
비유동부채	3,541.7	3,384.9	3,671.1	3,519.9	3,359.3
사채	672.5	386.1	517.8	491.9	467.3
장기차입금	1,722.1	1,847.9	2,099.0	1,994.0	1,894.3
부채총계	10,311.0	11,590.4	12,168.9	11,865.3	11,442.7
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	-129.5	-129.5	-129.5
이익잉여금	3,405.7	3,659.8	3,447.5	3,739.2	4,023.8
비지배주주지분	247.4	524.6	580.8	656.7	732.2
자본총계	4,872.7	5,356.2	5,232.6	5,600.1	5,960.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,107.5	-7.3	153.6	671.3	685.4
당기순이익(손실)	428.8	441.2	78.7	477.9	470.5
유형자산상각비	121.5	158.6	170.8	204.1	237.7
무형자산상각비	32.4	55.7	15.4	11.5	11.1
운전자본의 증감	521.0	-655.6	-118.6	-22.2	-33.9
투자활동 현금흐름	-531.2	-1,311.2	52.0	-268.7	-255.6
유형자산의증가(CAPEX)	-134.9	-295.5	-307.0	-353.0	-406.0
투자자산의감소(증가)	-167.6	-299.8	224.7	55.9	99.7
재무활동 현금흐름	-4.9	624.7	489.7	-289.5	-283.5
차입금의 증감	38.2	976.1	769.8	-179.2	-173.1
자본의 증가	160.0	-8.6	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	599.5	-694.7	724.4	113.1	146.3
기초현금	2,118.9	2,718.4	2,023.7	2,748.1	2,861.2
기말현금	2,718.4	2,023.7	2,748.1	2,861.2	3,007.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	106,037	143,713	159,408	150,902	145,595
EPS(지배주주)	4,793	3,964	214	4,697	4,615
CFPS	10,848	11,237	3,722	10,427	10,602
EBITDAPS	9,391	8,987	3,403	10,827	10,952
BPS	54,046	56,457	54,355	57,763	61,088
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.3	6.1	9.0	9.0	9.0
Valuation(Multiple)					
PER	8.3	5.3	67.9	3.1	3.1
PCR	3.7	1.9	3.9	1.4	1.4
PSR	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3	0.2
EBITDA	800.3	769.1	291.2	926.6	937.3
EV/EBITDA	5.5	5.6	13.5	4.0	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.3	7.2	0.4	8.4	7.8
EBITDA 이익률	8.9	6.3	2.1	7.2	7.5
부채비율	211.6	216.4	232.6	211.9	192.0
금융비용부담률	1.0	1.2	1.4	1.2	1.2
이자보상배율(x)	7.0	3.7	0.6	4.4	4.4
매출채권회전율(x)	101.2	197.6	176.3	179.5	181.5
재고자산회전율(x)	6.2	8.3	9.6	9.8	9.9

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 (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	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

