

(Analyst) 김기룡 kiryong.kim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

006360 · 건설

GS건설

악재를 딛고 점진적 개선 전망

(신규)

매수

목표주가

23,000원

상승여력

37.5%

현재주가(23/11/21)

16,730원

KOSPI	2,510.42	시가총액(십억원)	1,432	발행주식수(백만주)	86	외국인 보유비중(%)	18.3
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

주택 둔화 우려에 더해진 인천 사고 여파

2023년, 주택 업황 둔화와 더불어 4월에 발생한 인천 검단 사고가 주가와 실적에 부정적 여파를 미쳤다. 주택 현장에 대한 보수적 원가율 기조로 전사 실적은 점진적인 개선 흐름을 예상한다.

2024년, 신사업 변화는 지속

2024년, 동사의 신사업 변화는 이어질 전망이다. 기존 GS이니마를 통한 수처리 사업 EPC 확장, 해외 모듈러 사업에 이어 2차전지 배터리 재활용 공장 준공이 예정되어 있다.

투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 신규 커버리지 개시

목표주가는 인천 사고 이전 Band 하단인 Target PBR 0.4x를 적용하여 산출했다. 회사 존속 여부의 극단적 시나리오를 배제한다면 PBR 0.3x 수준의 현 주가에서는 매수로 대응해야 한다는 판단한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.1	-20.7	-25.5
상대주가	18.4	-19.8	-28.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	9,037	12,299	13,415	13,455	13,578
영업이익 (십억원)	646	555	-108	473	521
영업이익률 (%)	7.1	4.5	-0.8	3.5	3.8
순이익 (십억원)	408	339	-101	276	319
EPS (원)	4,793	3,964	-1,178	3,228	3,722
ROE (%)	9.3	7.2	-2.1	5.8	6.3
P/E (배)	8.3	5.3	-	5.2	4.5
P/B (배)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	3.3	6.1	3.6	4.8	6.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

주택 둔화 우려에 더해진 인천 사고 여파

2023년, 주택 업황 둔화와 더불어 4월에 발생한 인천 검단 사고가 주가와 실적에 부정적 여파를 미쳤다. 동사는 인천 사고 현장에 대한 재시공 결정과 2분기 약 5,500억원의 관련 비용을 반영한 바 있다. 2023년 영업손익은 -1,083억원으로 2013년 해외 대규모 손실 반영 이후 10년 만에 첫 적자를 기록할 것으로 추정한다. 추가적인 총당금 반영 가능성 및 예상 규모는 낮다고 판단하나, 주택 현장에 대한 보수적 원가율 기조로 점진적인 실적 개선 흐름을 예상한다.

국토교통부는 사고 이후 동사에 대해 1) 최장 10개월의 영업정지 추진, 2) 83개 현장의 자체 점검 결과 발표를 예고했다. 1) 에 대해서는 국토교통부와 서울시로부터 각각 8개월, 2개월의 처분사전통지서를 받았으며, 2) 에 대해서는 적정 의견을 제시했다.

과거, 건설사의 영업정지 사례를 살펴보면 1) 사건 발생 이후 행정처분, 2) 취소소송 제소 이후 실제 영업정지 효력 재개까지 상당한 시차를 보였으며 과징금 대체, (대표이사) 윤리교육 수료를 통한 15일 감경 조치의 예시 역시 존재한다. 사고 직후 눈에 띄는 주주 감소나 계약 해지 사례가 등장하지 않았다는 점은 불행 중 다행으로 판단한다.

2024년, 신사업 변화는 지속

2024년, 동사의 신사업 부문 매출 성장과 변화는 이어질 전망이다. 동사의 신사업은 1) GS이니마를 통한 해외 수처리 사업, 2) 폴란드 단우드, 영국 엘리먼츠를 통한 해외 모듈러, 3) 프리캐스트 콘크리트(Precast Concrete) 사업 등이 이에 해당한다.

GS이니마는 기존 장기 Concession(위탁 운영)에서 EPC(설계·구매·시공) 분야로 확대하고 있으며 오만 구부라, UAE 슈웨이하트가 이에 해당한다. 베트남 개발사업 역시 올해 나베 1-1 실적 인식을 시작으로 진행 중이다. 2024년에는 포항에 2만톤 규모의 2차전지 배터리 재활용 공장 준공으로 관련 실적이 반영될 예정이다.

투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 신규 커버리지 개시

GS건설에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 BPS 57,870원에 인천 사고 이전 Band 하단인 Target PBR 0.4x를 적용하여 산출하였다. 인천 검단 붕괴 사고에 대한 우려는 상존하나, 1) LH와의 책임 분담 2) 영업정지 우려 축소 3) 연말 배당 가능성 등은 주가의 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 회사 존속 여부의 극단적 시나리오를 배제한다면 PBR 0.3x 수준의 현 주가에서 투자의견은 매수로 대응해야 한다는 판단이다.

표 41. 국내 시공사 영업정지 처분 사례

사건	기업명	사고	① 사고	② 행정처분	처분내역
1	KCC건설	터널공사, 설계상 기준 미달 시공	15.04	15.07	토목건축공사법에 대한 영업정지 1개월
2	쌍용건설	상수도 공사 중 근로자 2명 사망	15.09	18.07	영업정지 2개월[대표이사 건설업윤리교육 수료로 15일 감경]
3	코오롱글로벌	상수도 공사 중 근로자 2명 사망	15.09	18.07	토목건축공사법 영업정지 3개월[대표이사 윤리교육 수료 15일 감경]
4	포스코이앤씨	경기도 전철 4공구 건설공사 중 4명 사망	16.06	21.02	영업정지 2개월(2021.03.01~2021.04.30)
5	한양	경기도 전철 4공구 건설공사 중 4명 사망	16.06	21.03	영업정지 2개월(2021.04.01~2021.05.31)
6	현대엔지니어링	경기도 전철 4공구 건설공사 중 4명 사망	16.06	21.04	영업정지 2개월(2021.04.19~2021.06.18)
7	태영건설	신축공사 하청업체 근로자 2명 사망	17.10	20.10	영업정지 3개월[대표이사 건설업윤리교육 수료로 15일 감경]
8	부영주택	철근 시공 누락 등 설계상 기준 미달 시공	18.02	18.11	영업정지 2개월(2018.12.24~2019.02.23)
9	GS건설	종합타운 공사 중 하청업체 근로자 3명 사망	19.03	22.03	산업설비업 영업정지 2개월[대표이사 윤리교육 수료로 15일 감경]
10	한신공영	부산 신축공사 중 근로자 2명 사망	19.06	21.07	토목건축공사법에 대한 영업정지 2개월(2021.08.30~2021.10.29)
11	HDC현산	광주 학동 철거 붕괴로 9명 사망	21.06	22.03 22.04	토목건축공사법 영업정지 8개월(2022.04.18~2022.12.17) 토목건축공사법 영업정지 8개월(2022.12.18~2023.08.17)
12	HDC현산	광주 화정아이파크 붕괴	22.01	미정 미정	2022.04.12: 등록말소 또는 영업정지 1년의 처분사전통지 수령 2022.04.18: 영업정지 처분사전통지 수령
13	GS건설	인천 검단 아파트 주차장 붕괴	23.04	미정 미정	국토교통부, 영업정지 8개월 사전처분통지 서울시, 영업정지 2개월 사전처분통지

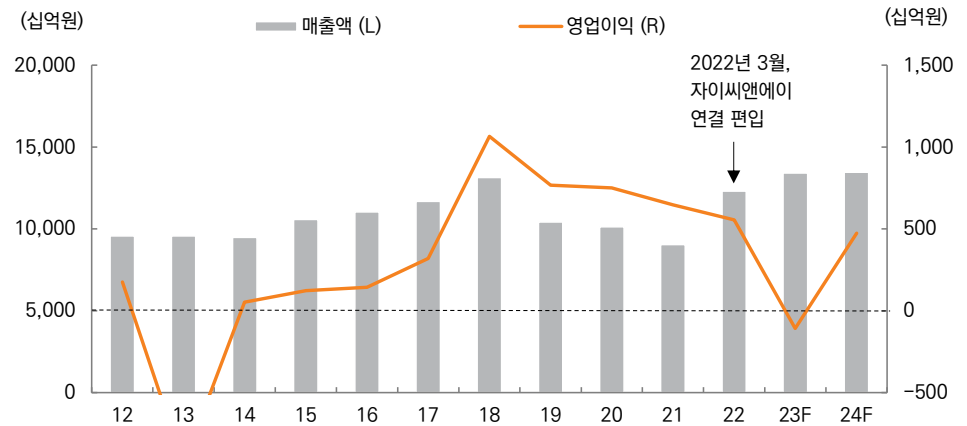
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 국내 시공사 영업정지 처분 사례

사건	기업명	조치 내용	③ 영업정지	①~② 사차	②~③사차
1	KCC건설	2015/07: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소 2016/12: 원고패소에 따라 효력재개	16.12~17.01	3개월	17개월
2	쌍용건설	2018/08: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소 2021/07: 가처분 기각으로 소송 종료, 집행정지된 영업정지기간 개시	21.07~21.09	34개월	36개월
3	코오롱글로벌	2018/08: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소 2021/08: 원고패소에 따라 효력재개	21.08~21.10	34개월	37개월
4	포스코이앤씨	2021/02: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소	-	56개월	진행 중
5	한양	2021/03: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소	-	57개월	진행 중
6	현대엔지니어링	2021/04: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소	-	58개월	진행 중
7	태영건설	2022/10: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소 2022/03: 원고패소에 따라 효력재개	22.04~22.07	36개월	17개월
8	부영주택	2018/11: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소 2018/11: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소	- -	9개월 9개월	진행 중 진행 중
9	GS건설	2022/03: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소 2022/12: 원고의 집행정지 가처분 소취하로 소송 종료, 영업정지기간 개시	22.12~23.02	36개월	9개월
10	한신공영	2021/08: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소	-	25개월	진행 중
11	HDC현산	2022/03: 집행정지 가처분 신청 및 영업정지처분 취소소송 제소 2022/04: 과징금 부과처분(406,234,000원)	- X	9개월 10개월	진행 중 과징금 대체
12	HDC현산	미정 미정	- -	진행 중 진행 중	진행 중 진행 중
13	GS건설	미정	-	진행 중	진행 중

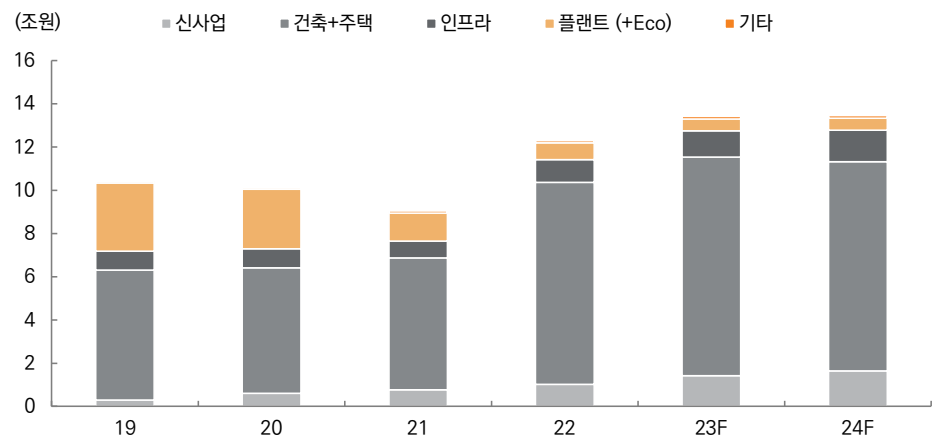
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. GS건설 연간 매출액, 영업이익 추이 및 전망



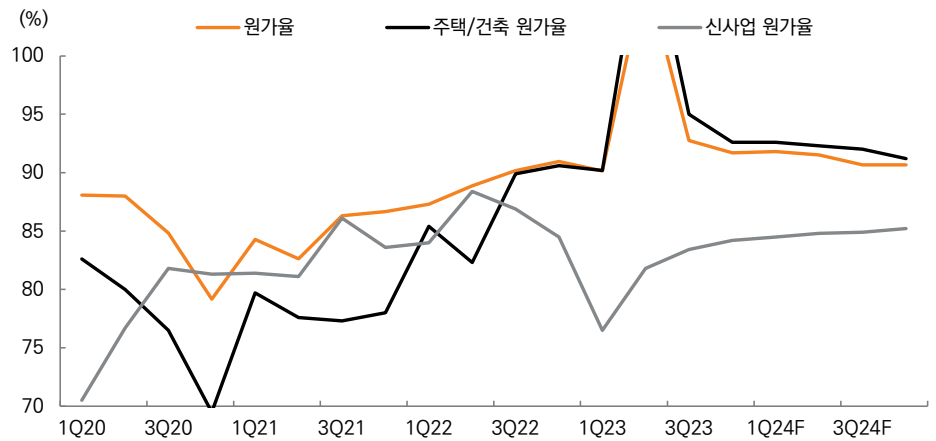
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. GS건설 사업부문별 매출 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. GS건설 사업부문별 원가율 추이 및 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 43. GS건설 실적 Table

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023F	2024F
매출액	2,376	3,048	2,953	3,922	12,299	3,513	3,495	3,108	3,299	13,415	13,455
- 인프라	227	266	261	307	1,061	274	310	296	336	1,216	1,451
- 건축/주택	1,723	2,412	2,182	3,018	9,335	2,767	2,685	2,262	2,404	10,118	9,689
- 플랜트(+Eco)	209	82	223	257	771	116	139	157	133	545	562
- 신사업	192	259	262	312	1,025	325	336	368	396	1,425	1,638
- 기타	25	27	25	28	105	31	25	25	30	111	115
매출원가	2,074	2,709	2,662	3,568	11,013	3,167	3,745	2,882	3,025	12,820	12,261
% 원가율	87.3%	88.9%	90.2%	90.9%	89.5%	90.2%	107.2%	92.8%	91.7%	95.6%	91.1%
- 인프라	99.4%	93.1%	94.5%	85.7%	92.7%	91.8%	91.7%	92.6%	92.0%	92.0%	91.8%
- 건축/주택	85.4%	82.3%	89.9%	90.6%	87.3%	90.2%	112.5%	95.0%	92.6%	97.8%	92.0%
- 플랜트(+Eco)	93.4%	271.8%	91.8%	109.2%	117.2%	126.0%	99.7%	83.4%	97.8%	100.1%	93.2%
- 신사업	84.0%	88.4%	86.9%	84.5%	86.0%	76.5%	81.8%	83.4%	84.2%	81.7%	84.9%
- 기타	81.6%	85.7%	83.2%	90.5%	85.4%	80.2%	112.4%	88.2%	88.3%	91.4%	89.1%
매출총이익	302	339	291	354	1,287	346	-250	225	274	595	1,194
판관비	149	175	166	242	732	187	164	165	187	703	721
% 판관비율	6.3%	5.7%	5.6%	6.2%	5.9%	5.3%	4.7%	5.3%	5.7%	5.2%	5.4%
영업이익	153	164	125	112	555	159	-414	60	86	-108	473
영업이익률	6.5%	5.4%	4.2%	2.9%	4.5%	4.5%	-11.8%	1.9%	2.6%	-0.8%	3.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 44. GS건설 목표주가 산정

(원, %)

항목	금액 비교
BPS	57,870 2024년 추정치 기준
Target PBR	0.4 붕괴사고 이전 PBR Band 하단
목표주가	23,000 반올림 적용
현재주가	16,730 11월 21일 종가 기준
% 상승여력	37%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

GS건설 (006360)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	12,299	13,415	13,455	13,578
매출원가	11,013	12,820	12,261	12,330
매출총이익	1,286	595	1,194	1,248
판매비와관리비	732	703	721	728
조정영업이익	555	-108	473	521
영업이익	555	-108	473	521
비영업손익	110	72	83	77
금융손익	-23	-68	-51	-37
관계기업등 투자손익	18	36	33	14
세전계속사업손익	665	-36	556	598
계속사업법인세비용	224	-20	161	173
계속사업이익	441	-16	395	425
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	441	-16	395	425
지배주주	339	-101	276	319
비지배주주	102	85	118	106
총포괄이익	442	67	395	425
지배주주	325	-22	326	351
비지배주주	117	89	69	74
EBITDA	769	86	673	724
FCF	-303	451	295	345
EBITDA 마진율 (%)	6.3	0.6	5.0	5.3
영업이익률 (%)	4.5	-0.8	3.5	3.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	-0.8	2.1	2.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,412	9,936	10,183	10,316
현금 및 현금성자산	2,024	2,698	2,842	2,909
매출채권 및 기타채권	2,723	2,813	2,863	2,889
재고자산	1,500	1,464	1,487	1,501
기타유동자산	3,165	2,961	2,991	3,017
비유동자산	7,535	7,830	7,915	8,036
관계기업투자등	231	212	218	229
유형자산	1,820	1,985	2,035	2,098
무형자산	888	946	949	956
자산총계	16,947	17,766	18,097	18,352
유동부채	8,205	8,745	8,881	8,824
매입채무 및 기타채무	1,874	1,907	1,927	1,958
단기금융부채	2,271	2,670	2,778	2,712
기타유동부채	4,060	4,168	4,176	4,154
비유동부채	3,385	3,722	3,575	3,530
장기금융부채	2,687	3,012	2,855	2,802
기타비유동부채	698	710	720	728
부채총계	11,590	12,468	12,455	12,354
지배주주지분	4,831	4,691	4,916	5,166
자본금	428	428	428	428
자본잉여금	943	944	944	944
이익잉여금	3,660	3,441	3,666	3,917
비지배주주지분	525	607	726	832
자본총계	5,356	5,298	5,642	5,998

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-7	665	513	577
당기순이익	441	-16	395	425
비현금수익비용가감	520	801	370	391
유형자산감가상각비	159	165	168	170
무형자산상각비	56	29	32	33
기타	305	607	170	188
영업활동으로인한자산및부채의변동	-656	43	-49	-37
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-94	-73	-7	-3
재고자산 감소(증가)	203	201	-23	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	101	-8	14	28
법인세납부	-234	-141	-161	-173
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,311	-352	-292	-322
유형자산처분(취득)	-293	-214	-218	-232
무형자산감소(증가)	-30	-19	-35	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-724	-308	-26	-20
기타투자활동	-264	189	-13	-30
재무활동으로 인한 현금흐름	625	368	-101	-187
장단기금융부채의 증가(감소)	976	725	-50	-119
자본의 증가(감소)	-9	2	0	0
배당금의 지급	-120	-126	-51	-68
기타재무활동	-222	-233	0	0
현금의 증가	-695	674	144	67
기초현금	2,718	2,024	2,698	2,842
기말현금	2,024	2,698	2,842	2,909

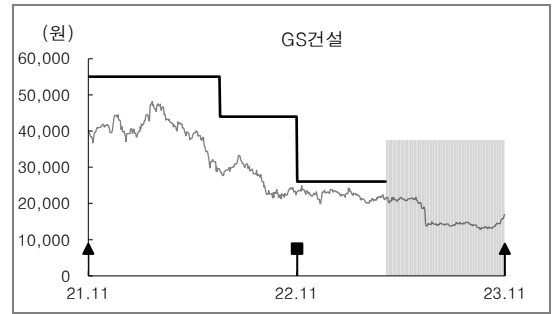
자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	5.3	-	5.2	4.5
P/CF (x)	1.9	1.8	1.9	1.8
P/B (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	5.6	45.7	5.7	5.2
EPS (원)	3,964	-1,178	3,228	3,722
CFPS (원)	11,237	9,172	8,937	9,534
BPS (원)	56,882	55,237	57,870	60,798
DPS (원)	1,300	600	800	1,000
배당성향 (%)	25.0	-323.0	17.2	20.0
배당수익률 (%)	6.1	3.6	4.8	6.0
매출액증가율 (%)	36.1	9.1	0.3	0.9
EBITDA증가율 (%)	-3.9	-88.9	686.5	7.6
조정영업이익증가율 (%)	-14.2	-	-	10.2
EPS증가율 (%)	-17.3	-	-	15.3
매출채권 회전율 (회)	197.6	158.1	146.9	140.5
재고자산 회전율 (회)	8.3	9.1	9.1	9.1
매입채무 회전율 (회)	7.6	7.6	7.1	7.1
ROA (%)	2.7	-0.1	2.2	2.3
ROE (%)	7.2	-2.1	5.8	6.3
ROIC (%)	10.9	-4.4	7.4	7.9
부채비율 (%)	216.4	235.3	220.8	205.9
유동비율 (%)	114.7	113.6	114.7	116.9
순차입금/자기자본 (%)	36.6	35.4	29.5	24.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.7	-0.4	1.6	1.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
GS건설 (006360)				
2023.11.23	매수	23,000	-	-
2023.04.28	분석 대상 제외		-	-
2022.11.23	Trading Buy	26,000	-14.43	-4.23
2022.07.11	매수	44,000	-39.45	-24.55
2022.03.30	1년 경과 이후	55,000	-30.41	-15.27
2021.03.30	매수	55,000	-22.26	-12.18



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 GS건설 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.