

GS 건설

| Bloomberg Code (006360 KS) | Reuters Code (006360.KS)

2024년 2월 1일

[건설]

김선미 연구위원
☎ 02-3772-1514
✉ sunmi.kim@shinhan.com

이지우 연구원
☎ 02-3772-1578
✉ jwlee8991@shinhan.com

이제 관심은 현금흐름



Trading BUY
(유지)

현재주가 (1월 31일)
15,110 원

목표주가
15,000 원 (유지)

상승여력
-0.7%

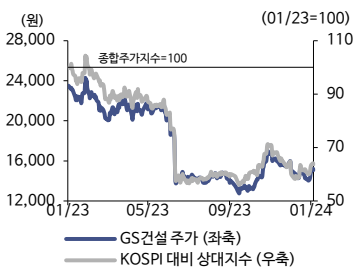
- ◆ 현장 전수조사에 따른 대규모 일회성 원가 반영, 4Q 영업적자 시현
- ◆ 실적은 회복 가능. 2024년 재무구조 개선 여부가 중요
- ◆ 하반기 관심있게 지켜볼 필요



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

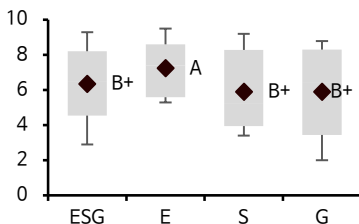
시가총액	1,291.4십억원
발행주식수	85.6백만주
유동주식수	64.1백만주(74.9%)
52주 최고가/최저가	24,300원/12,750원
일평균 거래량 (60일)	592,124주
일평균 거래액 (60일)	9,132백만원
외국인 지분율	18.16%
주요주주	
허창수 외 16인	23.64%
국민연금공단	7.41%
절대수익률	
3개월	13.3%
6개월	7.0%
12개월	-35.0%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	4.8%
6개월	11.7%
12개월	-36.2%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



현장 전수조사에 따른 대규모 일회성 원가 반영, 4Q 영업적자 시현

4Q23 연결실적은 매출액 3.3조원(YoY -15.3%, QoQ +6.9%), 영업적자 1,937억원(YoY, QoQ 적자전환)으로 컨센서스를 큰 폭 하회했다. 1) 현장별 품질/안전점검 후 보수적인 기준 하에 원가/비용 재산정(주택 총 82개 현장 중 66개 현장 실행원가를 확정), 2) 공기지연 현장 돌관비용 반영으로 대규모 일회성 원가가 발생한 것이 대규모 영업적자의 원인이다.

CEO 교체 및 현장 전수조사 진행으로 예상됐던 빅베쓰인만큼 4Q 실적 부진에 따른 주가 충격은 제한적일 전망이다. 그러나 일회성 원가 제거한 정상수준의 주택 원가율은 93~94%대로 파악된 만큼 2024년 실적 컨센서스는 하향이 불가피해 보인다.

실적은 회복 가능. 2024년 재무구조 개선 여부가 중요

2024년 가이드선으로 신규수주 13.3조원(YoY +30.6%/해외 5조원), 매출액 13.5조원(+0.5%), 신규분양 2.0만세대(-10.0%)를 제시했다.

실적은 1Q24부터 흑자전환 후 점진적으로 개선될 전망이다. 올해 동사 관전포인트는 재무구조 개선 여부이다. 2023년말 순차입금은 2.5조원(본사 2.0조원)으로 YoY +0.6조원 증가해 이자비용이 QoQ로 증가하고 있고, 원가 상승 현장에서 현금유출도 예정되어 있기 때문이다.

올해 1) 2020~21년 분양물량에서의 입주잔금 회수, 2) 신규분양 현장에서의 선수금 확보, 2) 이니마 등 주요 자회사 유동화가 계획되어 있어 2023년 대비 재무구조 개선은 가능할 전망이다. 그러나 외부환경의 민감도가 높아진 만큼 시점은 하반기 이후가 될 것으로 예상된다.

하반기 관심있게 지켜볼 필요

SOTP Valuation으로 산정한 동사에 대한 목표주가 1.5만원과 Trading BUY 의견을 유지한다.

PF구조조정 및 인천검단 영업정지 판결(2월초 1차 발표)로 불확실성이 높은 시점이라 단기 주가 반등 요인은 제한적이다. 그러나 하반기부터 확인될 1) 실적/재무구조 개선, 2) 금리 인하, 3) 주택경기 회복 기대감 등을 고려 시 관심있게 지켜볼 필요가 있다고 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	9,036.6	646.5	408.5	4,793	54,046	8.3	5.5	0.7	9.3	16.3
2022	12,299.2	554.8	339.3	3,964	56,457	5.3	5.6	0.4	7.2	36.6
2023	13,436.6	(388.5)	(481.8)	(5,630)	48,714	(2.7)	(21.3)	0.3	(10.7)	51.3
2024F	12,968.7	265.5	47.5	555	47,979	27.2	9.7	0.3	1.1	46.7
2025F	12,230.0	499.4	214.7	2,509	49,199	6.0	6.6	0.3	5.2	45.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

GS건설 2023년 4분기 실적 리뷰

(십억원, %)	4Q23P	3Q23	QoQ	4Q22	YoY	컨센서스	신한
매출액	3,321.4	3,107.5	6.9	3,922.4	(15.3)	3,516.4	3,368.3
영업이익	(193.7)	60.2	적전	112.1	적전	67.8	(23.4)
세전이익	(347.6)	38.7	적전	(19.8)	적지	52.0	(112.3)
순이익	(321.3)	0.3	적전	(90.9)	적지	6.6	(28.7)
영업이익률	(5.8)	1.9	(7.8)	2.9	(8.7)	1.9	(0.7)

자료: 전자공시, Quantiwise, 신한투자증권

GS건설 수익 예상 변경

(십억원, %, %p)	변경전		변경후		변경률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	13,250.7	12,648.1	12,968.7	12,230.0	(2.1)	(3.3)
영업이익	314.4	442.0	265.5	499.4	(15.6)	13.0
세전이익	170.6	340.0	109.3	383.3	(35.9)	12.8
순이익	43.3	102.2	47.5	214.7	9.6	110.0
영업이익률	2.4	3.5	2.0	4.1	(0.3)	0.6

자료: 신한투자증권 추정

주: 순이익은 지배주주 순이익 기준

GS건설 Sum-of-the-parts Valuation

(억원, 원, 배)				
A. 영업가치(억원)	17,548			
Fw 12MNOPLAT	2,899	NOPLAT 기준, 국내외 PER배수 가중평균 적용		
적용 multiple	6.1	(해외 5배, 국내 6배, 신사업 10배 적용)		
B. 비영업가치(억원)	15,623			
항목	지분율	장부가	적정가치	비고
공정가치 측정 금융자산		1,832	1,832	2023.09월 공정가치 기준
관계기업 투자증권		13,417	9,392	2023.09월 장부가 기준, 30% 할인
투자부동산		6,284	4,399	2029.09월 장부가 기준, 30% 할인
C. 순차입금(억원)	20,000			본사, 2023F 기준
D. 주당 기업가치(원)	15,000			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

GS건설 세부 실적 추정 내역											
(억원, %, %p)	2023	2024F	YoY (chg, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
신규수주	101,610	129,387	27.3	20,990	35,920	19,780	24,920	26,914	40,684	27,221	34,569
인프라(토목)	11,860	24,959	110.4	1,550	7,550	240	2,520	4,473	10,674	3,062	6,750
플랜트	4,870	8,170	67.8	320	2,150	2,090	310	3,000	3,000	2,090	80
ECO	1,620	1,736	7.1	680	330	210	400	728	354	226	428
건축/주택	63,910	60,140	(5.9)	17,450	19,050	10,450	16,960	14,356	15,632	11,249	18,904
신사업	19,580	34,383	75.6	990	6,840	6,790	4,960	4,358	11,024	10,595	8,406
매출액	134,370	129,687	(3.5)	35,130	34,950	31,080	33,220	32,408	32,591	31,412	33,276
인프라(토목)	11,050	11,253	1.8	2,740	3,100	2,960	2,250	2,657	3,192	2,746	2,657
플랜트	3,010	3,944	31.0	800	790	740	680	774	1,034	1,122	1,014
ECO	2,720	2,754	1.3	360	600	830	930	506	571	801	877
건축/주택	102,370	94,434	(7.8)	27,670	26,850	22,620	25,230	24,379	23,809	22,029	24,217
신사업	14,140	16,157	14.3	3,250	3,360	3,680	3,850	3,767	3,722	4,451	4,216
원가율	98.1	92.9	(5.2)	90.2	107.2	92.8	101.8	93.4	93.3	92.3	92.6
인프라(토목)	97.8	92.6	(5.2)	91.8	91.7	92.6	120.5	92.7	92.7	92.5	92.5
플랜트	105.5	94.0	(11.5)	130.7	95.6	96.4	97.3	94.0	94.0	94.0	94.0
ECO	88.2	97.0	8.8	115.6	104.8	71.8	81.5	97.0	97.0	97.0	97.0
건축/주택	99.7	94.1	(5.6)	90.2	112.5	95.0	103.1	94.5	94.3	94.0	93.5
신사업	82.8	85.9	3.0	76.5	81.8	83.4	88.6	87.0	87.0	83.0	87.0
영업이익	(3,885)	2,655	흑전	1,589	(4,138)	1,251	(1,937)	533	622	762	738
OPM	-2.4	2.0	4.5	4.5	-11.8	4.0	-5.8	1.6	1.9	2.4	2.2

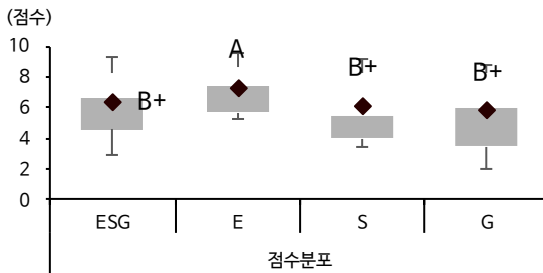
자료: 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

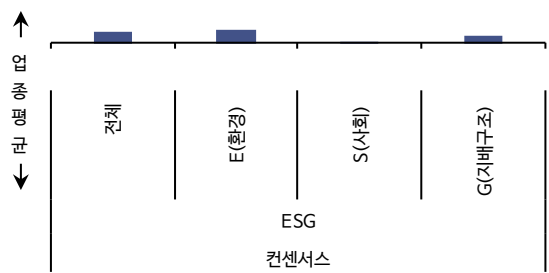
- ◆ ‘50년까지 BAU대비 온실가스 배출량 31.86% 감축 목표. 3가지 환경관리비 투자 진행, 환경경영활동에 적극 참여 중
- ◆ 남성 육아휴직제도 장려 및 협력사 ESG 리스크 관리 등 가족친화적 복지와 상생경영을 위해 노력

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

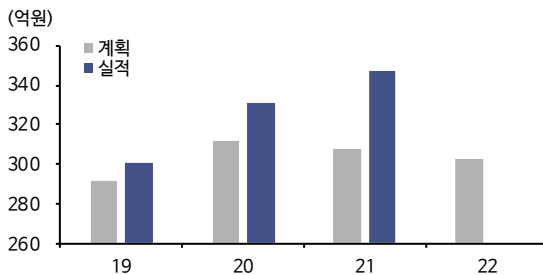
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

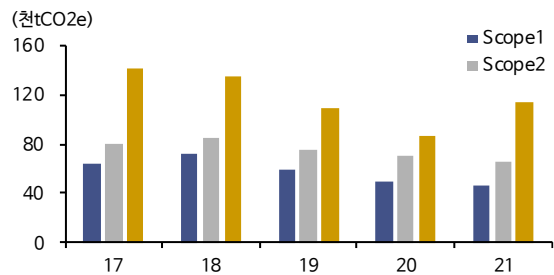
Key Chart

환경 관리비 현황



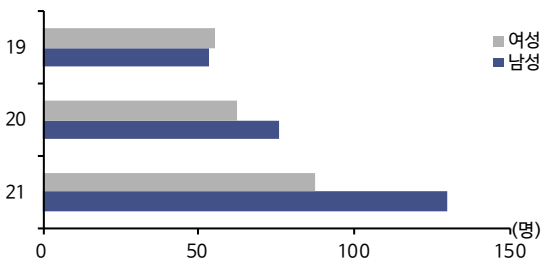
자료: 삼성전자, 신한투자증권

온실가스 배출량



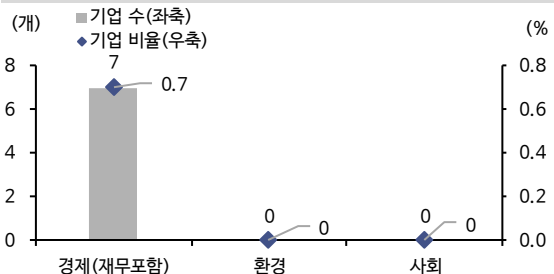
자료: 삼성전자, 신한투자증권

육아휴직 사용자



자료: 신한투자증권

21년 협력회사 리스크 기업 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	15,183.7	16,946.6	16,768.6	15,154.7	14,629.0
유동자산	8,195.1	9,411.6	9,054.3	7,595.3	7,304.7
현금및현금성자산	2,718.4	2,023.7	2,107.4	896.6	554.2
매출채권	42.9	81.6	73.0	54.4	38.0
재고자산	1,477.1	1,499.9	1,321.5	1,324.0	1,244.0
비유동자산	6,988.6	7,535.0	7,714.3	7,559.3	7,324.3
유형자산	1,543.4	1,819.8	2,123.5	1,976.7	1,858.3
무형자산	680.4	888.3	939.5	928.0	916.8
투자자산	1,889.2	2,189.0	2,110.3	2,113.5	2,008.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	10,311.0	11,590.4	12,021.7	10,445.8	9,759.9
유동부채	6,769.3	8,205.5	8,370.4	6,902.9	6,252.7
단기차입금	269.3	879.1	1,280.2	1,280.2	1,280.2
매출채무	1,226.8	1,682.4	1,424.6	1,427.3	1,341.0
유동성장기부채	701.1	1,272.5	1,158.8	(187.3)	(486.1)
비유동부채	3,541.7	3,384.9	3,651.2	3,543.0	3,507.2
사채	672.5	386.1	413.1	413.1	413.1
장기차입금(경기금융부채 포함)	2,232.0	2,300.9	2,647.1	2,537.7	2,537.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,872.7	5,356.2	4,746.9	4,708.8	4,869.1
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	951.3	942.7	944.5	944.5	944.5
기타자본	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)	(36.8)
기타포괄이익누계액	(122.8)	(162.0)	(117.4)	(117.4)	(117.4)
이익잉여금	3,405.7	3,659.8	2,950.9	2,888.0	2,992.4
지배주주지분	4,625.3	4,831.6	4,169.0	4,106.1	4,210.5
비지배주주지분	247.4	524.6	577.9	602.7	658.6
*충차입금	3,981.9	4,958.1	5,600.5	4,145.2	3,840.2
*순차입금(순현금)	794.8	1,960.2	2,434.7	2,197.5	2,214.8

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,107.5	(7.3)	39.4	262.6	(129.6)
당기순이익	428.8	441.2	(419.3)	72.3	270.6
유형자산상각비	121.5	158.6	164.0	146.7	118.5
무형자산상각비	32.4	55.7	22.7	11.5	11.2
외화환산손실(이익)	(73.7)	(100.7)	14.8	12.0	(15.6)
자산처분손실(이익)	0.1	(0.0)	0.4	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(5.6)	(19.1)	(43.8)	(3.7)	(5.1)
운전자본변동	521.0	(655.6)	(185.5)	23.8	(509.1)
(법인세납부)	(282.5)	(234.0)	(81.8)	(37.0)	(112.7)
기타	365.5	346.6	567.9	37.0	112.6
투자활동으로인한현금흐름	(531.2)	(1,311.2)	(243.7)	(4.2)	105.9
유형자산의증가(CAPEX)	(134.9)	(295.5)	(318.5)	(20.0)	0.0
유형자산의감소	4.8	2.4	5.3	20.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(22.0)	(29.7)	(20.8)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	118.0	97.2	457.1	0.4	110.6
기타	(497.1)	(1,085.6)	(366.8)	(4.6)	(4.7)
FCF	1,326.4	(987.3)	18.6	432.6	120.3
재무활동으로인한현금흐름	(4.9)	624.7	245.0	(1,565.6)	(415.3)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(333.2)	(1,455.3)	(304.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(120.6)	(119.6)	(132.4)	(110.4)	(110.4)
기타	115.7	744.3	710.6	0.1	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	24.1	96.5	96.5
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	28.0	(0.9)	18.9	0.0	0.0
현금의증가(감소)	599.5	(694.7)	83.7	(1,210.7)	(342.5)
기초현금	2,118.9	2,718.4	2,023.7	2,107.4	896.6
기말현금	2,718.4	2,023.7	2,107.4	896.6	554.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	9,036.6	12,299.2	13,436.6	12,968.7	12,230.0
증감률 (%)	(10.7)	36.1	9.2	(3.5)	(5.7)
매출원가	7,685.8	11,012.6	13,175.2	12,049.2	11,096.4
매출총이익	1,350.8	1,286.6	261.4	919.5	1,133.6
매출총이익률 (%)	14.9	10.5	1.9	7.1	9.3
판매관리비	704.3	731.8	649.9	654.0	634.2
영업이익	646.5	554.8	(388.5)	265.5	499.4
증감률 (%)	(13.8)	(14.2)	적전	흑전	88.1
영업이익률 (%)	7.2	4.5	(2.9)	2.0	4.1
영업외손익	11.4	110.1	(128.4)	(156.2)	(116.1)
금융손익	(54.7)	(98.7)	(236.5)	(184.1)	(173.4)
기타영업외손익	61.1	190.5	64.3	24.2	52.2
중속 및 관계기업관련손익	5.1	18.3	43.8	3.7	5.1
세전계속사업이익	657.9	664.9	(516.9)	109.3	383.3
법인세비용	229.1	223.7	(97.6)	37.0	112.7
계속사업이익	428.8	441.2	(419.3)	72.3	270.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	428.8	441.2	(419.3)	72.3	270.6
증감률 (%)	30.1	2.9	적전	흑전	274.5
순이익률 (%)	4.7	3.6	(3.1)	0.6	2.2
(지배주주)당기순이익	408.5	339.3	(481.8)	47.5	214.7
(비지배주주)당기순이익	20.3	101.9	62.5	24.8	55.9
총포괄이익	447.5	441.7	(366.8)	72.3	270.6
(지배주주)총포괄이익	423.6	325.1	(626.1)	116.0	434.6
(비지배주주)총포괄이익	23.9	116.6	259.4	(43.8)	(164.0)
EBITDA	800.3	769.1	(201.8)	423.7	629.0
증감률 (%)	(12.1)	(3.9)	적전	흑전	48.5
EBITDA 이익률 (%)	8.9	6.3	(1.5)	3.3	5.1

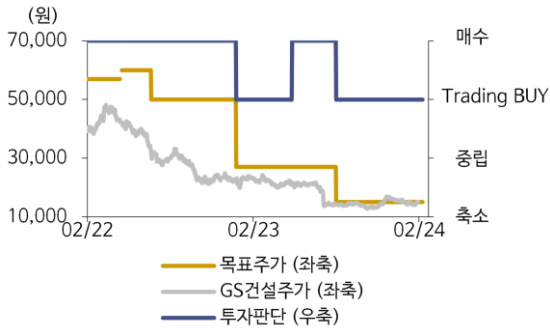
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	5,032	5,155	(4,900)	844	3,162
EPS (지배순이익, 원)	4,793	3,964	(5,630)	555	2,509
BPS (자본총계, 원)	56,937	62,586	55,467	55,022	56,894
BPS (지배지분, 원)	54,046	56,457	48,714	47,979	49,199
DPS (원)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
PER (당기순이익, 배)	7.9	4.1	(3.1)	17.9	4.8
PER (지배순이익, 배)	8.3	5.3	(2.7)	27.2	6.0
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (배)	5.5	5.6	(21.3)	9.7	6.6
배당성향 (%)	27.0	32.5	(22.9)	232.5	51.4
배당수익률 (%)	3.3	6.1	8.7	8.6	8.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	8.9	6.3	(1.5)	3.3	5.1
영업이익률 (%)	7.2	4.5	(2.9)	2.0	4.1
순이익률 (%)	4.7	3.6	(3.1)	0.6	2.2
ROA (%)	3.0	2.7	(2.5)	0.5	1.8
ROE (지배순이익, %)	9.3	7.2	(10.7)	1.1	5.2
ROIC (%)	19.5	14.7	(14.8)	5.4	10.7
안정성					
부채비율 (%)	211.6	216.4	253.3	221.8	200.4
순차입금비율 (%)	16.3	36.6	51.3	46.7	45.5
현금비율 (%)	40.2	24.7	25.2	13.0	8.9
이자보상배율 (배)	7.0	3.7	(1.2)	0.9	2.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(147.1)	92.7	25.0	53.0	33.4
재고자산회수기간 (일)	58.7	44.2	38.3	37.2	38.3
매출채권회수기간 (일)	3.6	1.8	2.1	1.8	1.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

GS건설(006360)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 07월 29일	매수	57,000	(25.9)	(15.4)
2022년 04월 15일	커버리지제외		-	-
2022년 04월 18일	매수	60,000	(35.1)	(29.0)
2022년 06월 22일	매수	50,000	(47.2)	(33.6)
2022년 12월 23일	6개월경과		(55.0)	(55.0)
2022년 12월 26일	Trading BUY	27,000	(18.4)	(10.0)
2023년 04월 28일	매수	27,000	(30.6)	(19.4)
2023년 08월 03일	Trading BUY	15,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선미, 이지우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 30일 기준)

매수 (매수)	92.21%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------