

(Analyst) 김기룡 kiryong.kim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

006360 · 건설

# GS건설

## 보수적 스탠스, 높아진 원가율

(유지)

매수

목표주가

21,000원 ▼

상승여력

39.0%

현재주가(24/1/31)

15,110원

KOSPI	2,497.09	시가총액(십억원)	1,293	발행주식수(백만주)	86	외국인 보유비중(%)	18.2
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 4Q23 Review : 영업이익 적자 전환

2023년 4분기, GS건설 영업손익 -1,937억원(적전, YoY)으로 시장 예상치(1개월 기준, 영업이익 383억원)를 하회했습니다. 높아진 주택 원가율과 해외 인프라 현장의 추가 원가가 반영되었기 때문입니다.

#### 높아진 주택 원가율, 더딘 이익 개선 속도

품질 및 현장 안전 강화 기조와 높아진 주택/부문의 높아진 원가율 레벨은 전사 이익 개선 속도를 더디게 만드는 요인이 될 것으로 예상합니다. 2023년 착공 현장의 실행 원가율 조정(전체 공사 현장의 약 20% 수준)을 통한 Mix 개선 효과가 2024년 수익성 회복 속도를 결정할 전망입니다.

#### 목표주가는 21,000원으로 9% 하향 제시

2024년 기준, BPS 조정분을 고려해 목표주가는 21,000원(Target PBR 0.4x)으로 9% 하향합니다. GS이니마 지분 매각 등을 통한 유동성 개선 가능성, 점진적인 이익 회복을 고려해 투자의견은 Buy를 유지합니다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.6	3.4	-35.2
상대주가	7.0	9.0	-37.0

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	9,037	12,299	13,437	13,479	13,567
영업이익 (십억원)	646	555	-389	371	451
영업이익률 (%)	7.1	4.5	-2.9	2.8	3.3
순이익 (십억원)	408	339	-482	126	190
EPS (원)	4,793	3,964	-5,637	1,476	2,216
ROE (%)	9.3	7.2	-10.6	2.9	4.3
P/E (배)	8.3	5.3	-	10.2	6.8
P/B (배)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	3.3	6.1	4.0	5.3	6.6

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

## 4Q23 Review : 영업이익 적자 전환

2023년 4분기, GS건설 연결 잠정 실적은 매출액 3.32조원(-15.3%, YoY), 영업손익 -1,937억원(적전, YoY)으로 시장 예상치(1개월 기준, 영업이익 383억원)를 하회했다. 당 분기 영업이익은 1) 인천 검단 사고 이후 주택 현장의 전반적인 품질/안전 강화 요인과 추가 비용 2) 해외 인프라 현장 추가 원가 반영으로 적자 전환했다. 당 분기 주택/건축 부문 원가율은 100%를 상회했다[90.6%('4Q22) → 103.1%('4Q23)]. 세전이익은 차입금 증가에 따른 순이자비용 증가와 환 관련 평가손실 반영으로 적자 폭이 보다 확대되었다.

## 높아진 주택 원가율, 더딘 이익 개선 속도

2023년 주택 분양 실적은 약 2.2만 세대로 경쟁사 대비 많은 분양 실적을 기록했다. 반면, 품질 및 현장 안전 강화 기조와 높아진 주택/건축 부문의 높아진 원가율 레벨은 전사 이익의 회복 속도를 더디게 만드는 요인이 될 전망이다. 2023년 착공 현장의 실행 원가율 조정(전체 공사 현장의 약 20% 수준)을 통한 Mix 개선 효과가 2024년 수익성 회복의 속도를 결정할 전망이다.

2024년, 주택 분양 가이드스는 전년 대비 소폭 감소한 약 2.0만 세대를 제시했다. 동사의 부동산 PF 보증잔액은 시행사 관련 1.8조원을 포함해 총 3.2조원 수준이다. 외주 사업 미착공 PF 잔액은 1.4조원 수준으로 연내 0.5~0.6조원 규모의 착공 전환을 통해 관련 우려를 축소해 나갈 계획이다.

## 투자의견은 Buy 유지, 목표주가는 21,000원으로 9% 하향 제시

GS건설에 대한 목표주가는 2024년 영업이익 추정치 하향(4,726억원 → 3,713억원)과 BPS 조정 분(57,870원 → 51,666원)을 반영해 기존 23,000원에서 21,000원(Target PBR 0.4x 유지)으로 9% 하향 제시한다. 2023년 4월 발생한 인천 검단 사고와 관련한 국토교통부(8개월), 서울시(2개월)의 영업정지 처분 결과는 2월 중 발표되는 것으로 파악되고 있다. GS이니마 지분 매각 등을 활용한 유동성 개선 가능성, 점진적인 이익 회복 흐름을 고려해 투자의견은 Buy를 유지한다.

표 1. GS건설 분기 실적 테이블

(십억원)

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,922	3,513	3,495	3,108	3,321	-15.3%	6.9%	3,481	-4.6%
영업이익	112	159	-414	60	-194	적전	적전	38	적전
세전이익	-20	210	-418	39	-348	적지	적전	8	적전
지배주주순이익	-91	138	-299	0	-321	적지	적전	18	적전
영업이익률	2.9%	4.5%	-11.8%	1.9%	-5.8%			1.1%	
세전이익률	-0.5%	6.0%	-12.0%	1.2%	-10.5%			0.2%	
순이익률	-2.3%	3.9%	-8.5%	0.0%	-9.7%			0.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

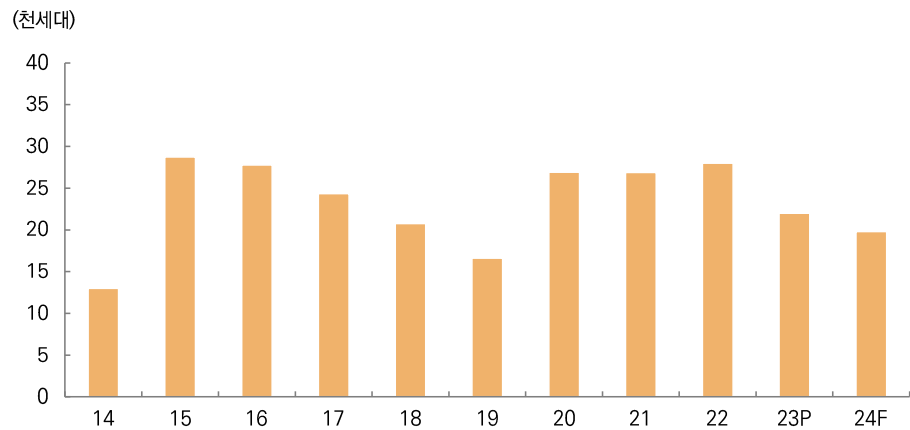
표 2. GS건설 실적 Table

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023P	2024F
매출액	2,376	3,046	2,953	3,922	12,297	3,513	3,495	3,108	3,322	13,438	13,479
- 인프라	227	266	261	307	1,061	274	310	296	225	1,105	1,258
- 건축/주택	1,723	2,412	2,182	3,018	9,335	2,767	2,685	2,262	2,523	10,237	9,814
- 플랜트(+그린)	209	82	223	257	771	116	139	157	161	573	669
- 신사업	192	259	262	312	1,025	325	336	368	385	1,414	1,626
- 기타	25	27	25	28	105	31	25	25	28	109	112
매출원가	2,074	2,709	2,663	3,567	11,012	3,167	3,746	2,883	3,382	13,178	12,426
% 원가율	87.3%	88.9%	90.2%	90.9%	89.5%	90.2%	107.2%	92.8%	101.8%	98.1%	92.2%
- 인프라	99.4%	93.1%	94.5%	85.7%	92.7%	91.8%	91.7%	92.6%	120.5%	97.8%	91.8%
- 건축/주택	85.4%	82.3%	89.9%	90.6%	87.3%	90.2%	112.5%	95.0%	103.1%	100.3%	93.5%
- 플랜트(+그린)	93.4%	271.8%	91.8%	109.2%	117.2%	126.0%	99.7%	83.4%	88.2%	97.3%	92.7%
- 신사업	84.0%	88.4%	86.9%	84.5%	86.0%	76.5%	81.8%	83.4%	88.6%	82.8%	84.9%
- 기타	81.6%	85.7%	83.2%	90.5%	85.4%	80.2%	112.4%	88.2%	95.5%	93.4%	89.1%
매출총이익	302	339	291	355	1,287	346	-251	225	-61	258	1,052
% 매출총이익률	12.7%	11.1%	9.8%	9.1%	10.5%	9.8%	-7.2%	7.2%	-1.8%	1.9%	7.8%
판관비	149	175	166	242	732	187	164	165	134	650	681
% 판관비율	6.3%	5.7%	5.6%	6.2%	5.9%	5.3%	4.7%	5.3%	4.0%	4.8%	5.1%
영업이익	153	165	125	113	555	158	-415	59	-194	-391	371
% 영업이익률	6.4%	5.4%	4.2%	2.9%	4.5%	4.5%	-11.9%	1.9%	-5.9%	-2.9%	2.8%
세전이익	208	245	232	-20	665	210	-418	37	-348	-519	234
% 세전이익률	8.8%	8.0%	7.8%	-0.5%	5.4%	6.0%	-12.0%	1.2%	-10.5%	-3.9%	1.7%
지배주주순이익	144	142	144	-91	339	138	-299	0	-321	-482	126
% 지배주주순이익률	6.0%	4.7%	4.9%	-2.3%	2.8%	3.9%	-8.5%	0.0%	-9.7%	-3.6%	0.9%

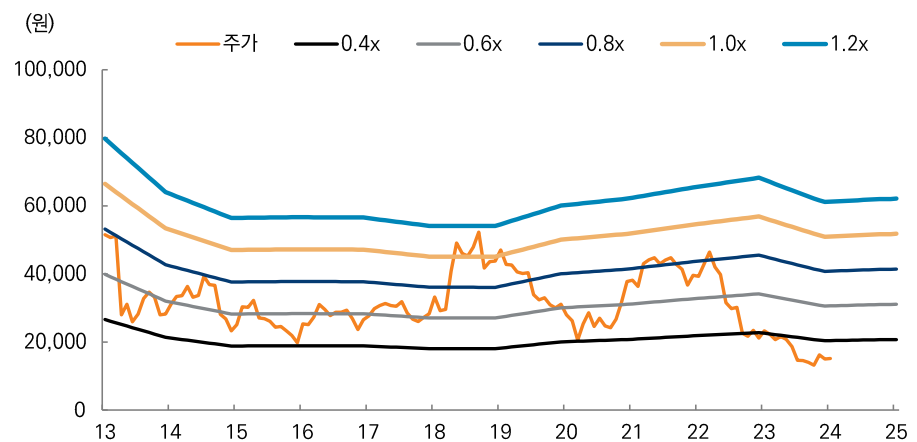
자료: 대우건설, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 연간 국내 주택 분양물량 및 가이드스



자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. GS건설 PBR Chart



자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. GS건설 목표주가 산정

(원, %)

항목	금액	비고
BPS	51,666	2024년 추정치 기준
Target PBR	0.4	인천 사건 이전 PBR Band 하단
목표주가	21,000	반올림 적용
현재주가	15,110	1월 30일 종가 기준
% 상승여력	39%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## GS건설 (006360)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	12,299	13,437	13,479	13,567
매출원가	11,013	13,176	12,426	12,430
매출총이익	1,286	261	1,053	1,137
판매비와관리비	732	650	681	686
조정영업이익	555	-389	371	451
영업이익	555	-389	371	451
비영업손익	110	-129	-137	-141
금융손익	-23	-106	-152	-147
관계기업등 투자손익	18	36	33	14
세전계속사업손익	665	-518	234	310
계속사업법인세비용	224	-98	66	87
계속사업이익	441	-420	168	223
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	441	-420	168	223
지배주주	339	-482	126	190
비지배주주	102	63	42	33
총포괄이익	442	-336	168	223
지배주주	325	-422	178	236
비지배주주	117	85	-10	-13
EBITDA	769	-197	568	653
FCF	-303	-97	205	212
EBITDA 마진율 (%)	6.3	-1.5	4.2	4.8
영업이익률 (%)	4.5	-2.9	2.8	3.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.8	-3.6	0.9	1.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	9,412	9,636	9,639	9,613
현금 및 현금성자산	2,024	2,340	2,388	2,338
매출채권 및 기타채권	2,723	2,850	2,893	2,920
재고자산	1,500	1,339	1,358	1,338
기타유동자산	3,165	3,107	3,000	3,017
비유동자산	7,535	8,077	8,120	8,211
관계기업투자등	231	212	218	226
유형자산	1,820	2,256	2,287	2,329
무형자산	888	940	945	953
자산총계	16,947	17,712	17,759	17,824
유동부채	8,205	9,078	9,157	9,109
매입채무 및 기타채무	1,874	1,935	1,954	1,985
단기금융부채	2,271	2,866	2,937	2,875
기타유동부채	4,060	4,277	4,266	4,249
비유동부채	3,385	3,746	3,597	3,555
장기금융부채	2,687	3,025	2,867	2,815
기타비유동부채	698	721	730	740
부채총계	11,590	12,825	12,754	12,664
지배주주지분	4,831	4,310	4,385	4,507
자본금	428	428	428	428
자본잉여금	943	944	944	944
이익잉여금	3,660	3,061	3,136	3,258
비지배주주지분	525	578	620	653
자본총계	5,356	4,888	5,005	5,160

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-7	349	403	424
당기순이익	441	-420	168	223
비현금수익비용가감	520	780	379	421
유형자산감가상각비	159	164	167	170
무형자산상각비	56	28	30	32
기타	305	588	182	219
영업활동으로인한자산및부채의변동	-656	172	71	13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-94	-236	-4	-2
재고자산 감소(증가)	203	357	-19	20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	101	-19	12	26
법인세납부	-234	-82	-66	-87
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,311	-565	-242	-293
유형자산처분(취득)	-293	-446	-198	-212
무형자산감소(증가)	-30	-27	-35	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-724	-338	4	-17
기타투자활동	-264	246	-13	-24
재무활동으로 인한 현금흐름	625	536	-138	-183
장단기금융부채의 증가(감소)	976	933	-87	-115
자본의 증가(감소)	-9	2	0	0
배당금의 지급	-120	-132	-51	-68
기타재무활동	-222	-267	0	0
현금의 증가	-695	316	48	-50
기초현금	2,718	2,024	2,340	2,388
기말현금	2,024	2,340	2,388	2,338

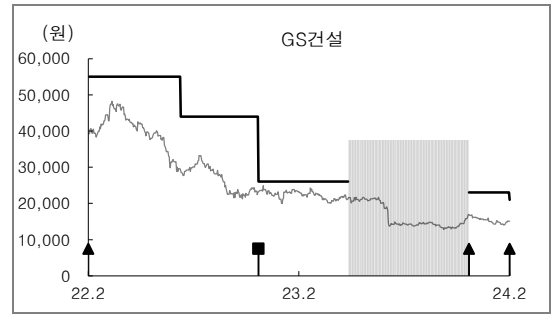
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	5.3	-	10.2	6.8
P/CF (x)	1.9	3.6	2.4	2.0
P/B (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	5.6	-	7.4	6.4
EPS (원)	3,964	-5,637	1,476	2,216
CFPS (원)	11,237	4,203	6,402	7,523
BPS (원)	56,882	50,785	51,666	53,089
DPS (원)	1,300	600	800	1,000
배당성향 (%)	25.0	-12.1	40.3	38.0
배당수익률 (%)	6.1	4.0	5.3	6.6
매출액증가율 (%)	36.1	9.2	0.3	0.7
EBITDA증가율 (%)	-3.9	-	-	14.8
조정영업이익증가율 (%)	-14.2	-	-	21.5
EPS증가율 (%)	-17.3	-	-	50.1
매출채권 회전율 (회)	197.6	158.5	150.2	146.5
재고자산 회전율 (회)	8.3	9.5	10.0	10.1
매입채무 회전율 (회)	7.6	7.8	7.2	7.2
ROA (%)	2.7	-2.4	0.9	1.3
ROE (%)	7.2	-10.6	2.9	4.3
ROIC (%)	10.9	-10.6	5.7	6.9
부채비율 (%)	216.4	262.4	254.8	245.4
유동비율 (%)	114.7	106.1	105.3	105.5
순차입금/자기자본 (%)	36.6	49.8	45.7	42.8
조정영업이익/금융비용 (x)	3.7	-1.2	1.1	1.3

자료: GS건설, 미래에셋증권 리서치센터

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
GS건설 (006360)				
2024.02.01	매수	21,000	-	-
2023.11.23	매수	23,000	-33.63	-26.91
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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 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.