

# GS건설 (006360)

## 적자생존의 길

### 투자의견 Hold, 목표주가 16,500원 제시

GS건설에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 16,500원 제시. '23년 4월 인천 검단 사고 이후 국내 주택 사업 영위 Peer 4개사 대비 동사 12개월 선행 PBR 할인율은 최대 40%까지 확대 후 16%로 축소. 목표배수는 Peer 그룹의 '24년 평균 PBR 0.36배에 15% 할인 적용

동사 현 주가는 Forward PBR 밸류에이션 밴드의 역사적 하단에 근접한 상황으로 '23년 빅배스를 단행한 만큼 하향 리스크는 제한적이라고 판단. 그러나 동사 매출에서 약 80%를 차지하는 건축·주택 사업에서 유의미한 원가율 개선을 기대하기 어려운 업황이 지속될 전망이다 가운데, 자회사 GS이니마 EPC 매출 확대와 베트남 분양 매출 축소에 따라 신사업 수익성 하락이 우려되는 점과 행정제재 관련 불확실성은 주가의 상방도 제한할 것으로 판단

### 부동산 PF 우발채무, 자세히 보아야 괜찮다

GS건설은 '24년 건설업종 주요 리스크 요인인 PF 우발채무 현실화 가능성이 낮다고 판단. '23년 말, 동사 부동산 PF 우발채무 규모는 약 3.3조원(자기자본 대비 77%). 그러나 미착공 우발채무 규모는 1.8조원(자기자본 대비 41%)으로 이마저도 사업성 저하로 인해 부실 우려가 제기되는 지방 소재 현장만 고려하면 5,480억원(자기자본 대비 13%)으로 축소. 나아가 동사는 연내 4~6천억원 규모 브릿지론을 본PF로 전환할 계획

### 새로운 GS건설의 변모, 중장기 성장 전략 구체화 필요

'23년 인천 검단 사고 영향으로 10년만의 적자 기록 후 새로운 대표이사 체제를 본격화하는 GS건설의 주요 당면 과제는 저하된 수익성과 재무안정성 회복. 동사는 GS이니마 지분 매각을 포함한 유동성 확보, 사업 포트폴리오 재구성, 중장기 비전 수립 등을 상반기 내 구체화할 예정으로, 실적 턴어라운드와 2.5조원에 육박한 순차입금 축소를 달성할 방안을 공유한다면 밸류에이션 회복의 근거를 마련할 수 있을 것



장윤석 건설/건자재  
yoonseok.chang@yuantakorea.com

**HOLD (I)**

**목표주가 16,500원 (I)**

현재주가 (4/16) **14,300원**

상승여력 **15%**

시가총액	12,238억원
총발행주식수	85,581,490주
60일 평균 거래대금	76억원
60일 평균 거래량	497,778주
52주 고/저	22,300원 / 12,750원
외인지분율	17.82%
배당수익률	0.00%
주요주주	허창수 외 16 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.1)	(2.2)	(34.4)
상대	(5.0)	(6.4)	(35.4)
절대 (달러환산)	(11.3)	(6.6)	(38.9)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,135	-10.7	-5.6	3,188	-1.6
영업이익	41	-73.9	흑전	60	-30.9
세전계속사업이익	-31	적전	적지	43	-170.9
지배순이익	-13	적전	적지	25	-150.7
영업이익률 (%)	1.3	-3.2 %pt	흑전	1.9	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	-0.4	적전	적지	0.8	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	12,299	13,437	13,049	12,903
영업이익	555	-388	222	344
지배순이익	339	-482	114	238
PER	8.4	-3.2	10.7	5.1
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.9	-23.8	9.2	6.5
ROE	7.2	-10.5	2.6	5.1

자료: 유안타증권

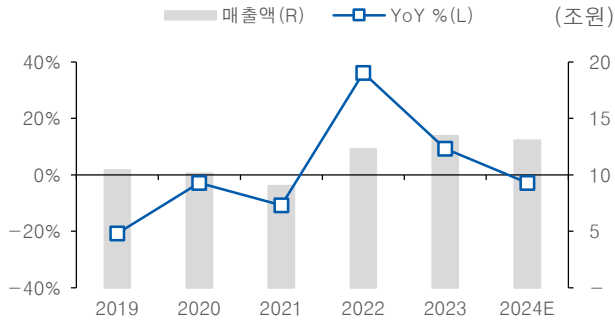
[표-1] GS 건설 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>3,512.7</b>	<b>3,495.1</b>	<b>3,107.5</b>	<b>3,321.4</b>	<b>3,135.3</b>	<b>3,295.5</b>	<b>3,012.4</b>	<b>3,605.8</b>	<b>13,436.7</b>	<b>13,049.0</b>	<b>12,902.8</b>
YoY (%)	48%	15%	5%	-15%	-11%	-6%	-3%	9%	9%	-3%	-1%
건축·주택	2,766.6	2,684.8	2,263.0	2,522.7	2,254.7	2,370.1	2,096.6	2,568.5	10,237.1	9,289.9	8,539.4
신사업	325.3	337.2	367.0	384.9	344.1	391.0	408.8	463.6	1,414.4	1,607.5	1,849.7
플랜트	79.8	78.7	73.6	68.4	184.3	126.6	118.8	182.0	300.5	611.7	903.8
인프라	273.6	310.0	295.9	224.5	261.8	298.8	278.8	279.4	1,104.1	1,118.7	1,124.1
그린	36.5	59.5	82.5	93.2	64.4	81.2	83.2	83.4	271.8	312.3	376.9
기타	30.7	24.9	25.5	27.7	26.0	27.8	26.2	28.9	108.8	108.8	108.8
<b>매출총이익</b>	<b>345.9</b>	<b>(251.1)</b>	<b>224.9</b>	<b>(59.4)</b>	<b>203.7</b>	<b>229.1</b>	<b>216.8</b>	<b>260.2</b>	<b>260.4</b>	<b>909.9</b>	<b>1,055.9</b>
YoY (%)	14%	적전	-22%	적전	-41%	흑전	-4%	흑전	-80%	249%	16%
건축·주택	271.1	(335.6)	113.2	(78.2)	130.8	137.5	136.3	179.8	(29.5)	584.3	665.4
신사업	76.5	61.4	60.9	44.3	60.2	67.3	55.6	48.7	243.0	231.8	275.9
플랜트	(24.5)	3.5	2.6	1.8	2.4	0.5	1.9	4.9	(16.5)	9.7	23.4
인프라	22.4	25.7	21.9	(46.0)	5.8	9.9	9.5	12.6	24.0	37.7	34.8
그린	(5.7)	(3.0)	23.3	17.5	2.8	12.2	11.8	12.4	32.1	39.2	49.2
기타	6.1	(3.1)	3.0	1.2	1.7	1.9	1.7	1.9	7.3	7.3	7.3
<b>영업이익</b>	<b>158.9</b>	<b>(413.8)</b>	<b>60.2</b>	<b>(193.2)</b>	<b>41.4</b>	<b>56.1</b>	<b>54.6</b>	<b>69.7</b>	<b>(387.9)</b>	<b>221.8</b>	<b>343.6</b>
YoY (%)	4%	적전	-52%	적전	-74%	흑전	-9%	흑전	적전	흑전	55%
<b>세전이익</b>	<b>210.2</b>	<b>(418.2)</b>	<b>38.7</b>	<b>(348.2)</b>	<b>(30.6)</b>	<b>45.8</b>	<b>(20.6)</b>	<b>155.0</b>	<b>(517.5)</b>	<b>140.3</b>	<b>284.4</b>
YoY (%)	1%	적전	-83%	적지	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	103%
<b>지배주주 순이익</b>	<b>137.7</b>	<b>(298.6)</b>	<b>0.3</b>	<b>(321.4)</b>	<b>(12.7)</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(10.7)</b>	<b>150.8</b>	<b>(481.9)</b>	<b>114.2</b>	<b>237.7</b>
YoY (%)	-4%	적전	-100%	적지	적전	적지	적전	흑전	적전	흑전	108%
<b>이익률</b>											
<b>매출총이익률</b>	<b>9.8%</b>	<b>-7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>1.9%</b>	<b>7.0%</b>	<b>8.2%</b>
건축·주택	9.8%	-12.5%	5.0%	-3.1%	5.8%	5.8%	6.5%	7.0%	-0.3%	6.3%	7.8%
신사업	23.5%	18.2%	16.6%	11.5%	17.5%	17.2%	13.6%	10.5%	17.2%	14.4%	14.9%
플랜트	-30.7%	4.4%	3.6%	2.7%	1.3%	0.4%	1.6%	2.7%	-5.5%	1.6%	2.6%
인프라	8.2%	8.3%	7.4%	-20.5%	2.2%	3.3%	3.4%	4.5%	2.2%	3.4%	3.1%
그린	-15.6%	-5.0%	28.2%	18.8%	4.4%	15.0%	14.2%	14.8%	11.8%	12.5%	13.0%
기타	19.8%	-12.4%	11.8%	4.5%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
<b>영업이익률</b>	<b>4.5%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>-5.8%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>-2.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.7%</b>
<b>세전이익률</b>	<b>6.0%</b>	<b>-12.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>-10.5%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>4.3%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.2%</b>
<b>지배주주 순이익률</b>	<b>3.9%</b>	<b>-8.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-9.7%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>4.2%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.8%</b>

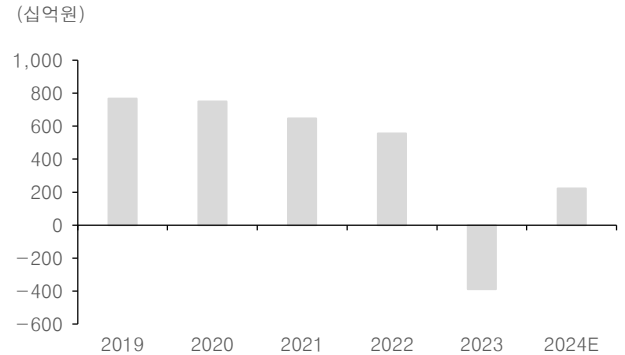
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

[그림-1] GS건설 연간 매출액 추이 및 전망



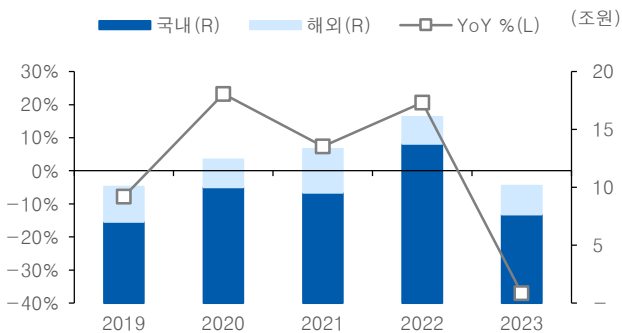
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

[그림-2] GS건설 연간 영업이익 추이 및 전망



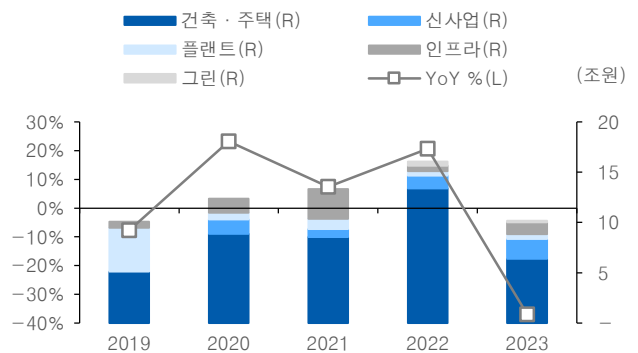
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

[그림-3] GS건설 연간 신규수주 추이 - 지역별



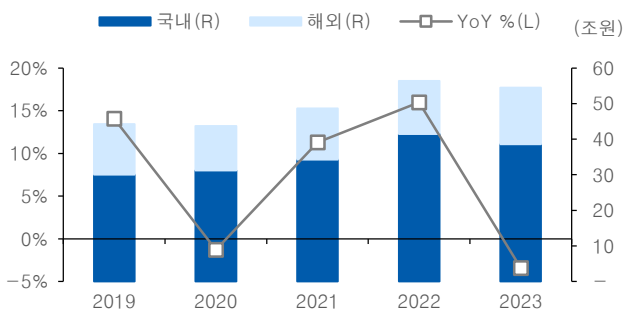
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

[그림-4] GS건설 연간 신규수주 추이 - 공종별



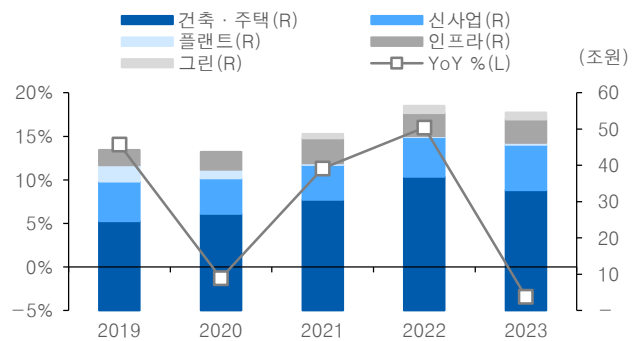
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

[그림-5] GS건설 연간 수주잔고 추이 - 지역별



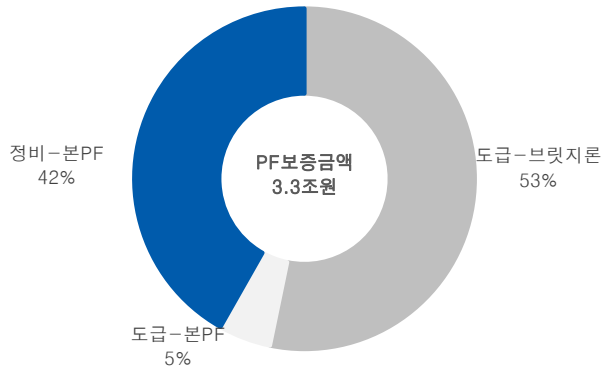
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

[그림-6] GS건설 연간 수주잔고 추이 - 공종별



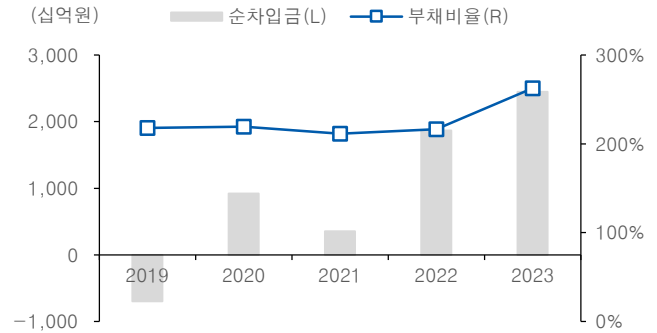
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

[그림-7] GS 건설 PF 보증금액 현황



자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터, 주: 2023 년 말 기준

[그림-8] GS 건설 순차입금 및 부채비율 추이



자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터, 주: 연결 재무제표 기준

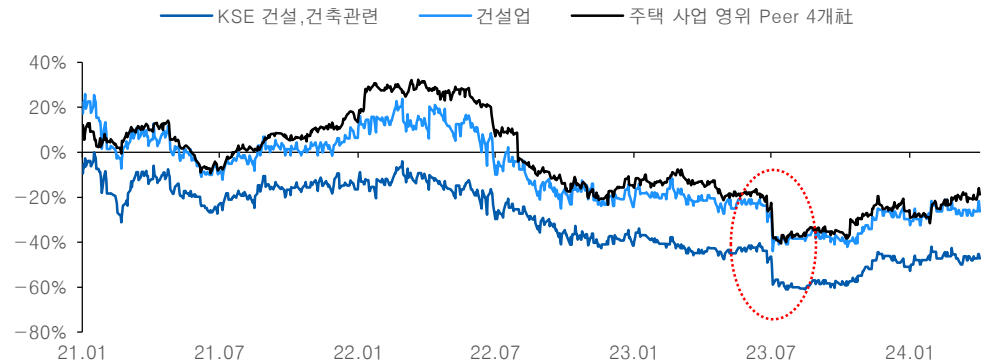
[표-2] GS 건설 PF 보증 만기 현황

(단위: 십억원)

구분	종류	1Q	2Q	3Q	4Q	2024년	2025년~	합계
도급	브릿지론	608	390	415	145	1,558	200	1,758
	본 PF	35	20	0	0	55	109	164
	계	643	410	415	145	1,613	309	1,922
정비	브릿지론	0	0	0	0	0	0	0
	본 PF	0	126	136	164	426	954	1,380
	계	0	126	136	164	426	954	1,380
합계		643	536	552	309	2,039	1,262	3,302

자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터, 주: 1) 2023 년 말 기준, 2) PF 연대보증, 채무인수, 자금보충이 제공된 우발채무 잔액 기준

[그림-9] 국내 Peer 대비 GS 건설 12개월 선행 PBR 할인율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 주택 사업 영위 Peer 4 개社は 현대건설, 대우건설, DL 이앤씨, HDC 현대산업개발 포함

[그림-10] GS 건설 12개월 선행 PBR 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

[표- 3] GS 건설 목표주가 산정

목표배수 (a) - 국내 Peer 그룹의 2024년 평균 12개월 선행 PBR 0.36배에 15% 할인 적용	0.31배
GS 건설 2024년 추정 BPS (b)	53,151원
<b>목표주가 (c = a x b)</b>	<b>16,500원</b>
현재 주가 (4월 16일 종가 기준)	14,300원
<b>상승여력</b>	<b>+15%</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

## GS 건설 (006360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	12,299	13,437	13,049	12,903	13,559
매출원가	11,013	13,174	12,139	11,847	12,177
매출총이익	1,287	262	910	1,056	1,382
판매비	732	650	688	712	774
영업이익	555	-388	222	344	609
EBITDA	769	-195	419	544	812
영업외손익	110	-130	-82	-59	-37
외환관련손익	117	8	11	11	11
이자손익	-23	-108	-109	-87	-65
관계기업관련손익	18	40	40	40	40
기타	-2	-70	-23	-23	-23
법인세비용차감전순이익	665	-517	140	284	571
법인세비용	224	-98	41	77	143
계속사업순이익	441	-420	99	207	428
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	441	-420	99	207	428
지배지분순이익	339	-482	114	238	491
포괄순이익	442	-336	183	290	511
지배지분포괄이익	325	-406	221	351	617

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-7	470	1,043	1,457	1,673
당기순이익	441	-420	99	207	428
감가상각비	159	167	173	178	182
외환손익	-101	-5	-11	-11	-11
종속, 관계기업관련손익	-18	-40	-40	-40	-40
자산부채의 증감	-783	27	-202	101	95
기타현금흐름	295	740	1,023	1,021	1,020
투자활동 현금흐름	-1,311	-763	-373	-432	-626
투자자산	-196	-17	65	24	-109
유형자산 증가 (CAPEX)	-296	-476	-200	-200	-200
유형자산 감소	2	1	0	0	0
기타현금흐름	-823	-271	-238	-256	-317
재무활동 현금흐름	625	484	-227	-247	-265
단기차입금	622	399	-3	-1	5
사채 및 장기차입금	354	420	0	0	0
자본	-9	-1	0	0	0
현금배당	-120	-110	0	-23	-48
기타현금흐름	-223	-223	-223	-223	-223
연결범위변동 등 기타	-1	0	38	-486	-418
현금의 증감	-695	191	482	291	364
기초 현금	2,718	2,024	2,215	2,696	2,988
기말 현금	2,024	2,215	2,696	2,988	3,351
NOPLAT	555	-388	222	344	609
FCF	-303	-6	843	1,257	1,473

자료: 유안타증권

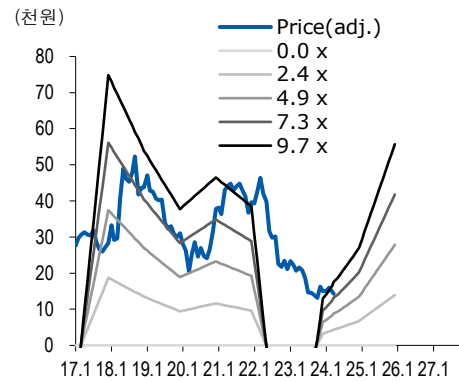
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,412	9,482	9,838	10,049	10,772
현금및현금성자산	2,024	2,245	2,696	2,988	3,351
매출채권 및 기타채권	2,860	3,101	2,790	2,759	2,899
재고자산	1,500	1,339	1,635	1,616	1,699
비유동자산	7,535	8,225	8,163	8,138	8,244
유형자산	1,820	2,256	2,283	2,306	2,324
관계기업 등 지분관련자산	231	215	208	206	217
기타투자자산	1,958	2,288	2,230	2,208	2,307
자산총계	16,947	17,707	18,001	18,187	19,016
유동부채	8,205	8,796	8,927	8,854	9,185
매입채무 및 기타채무	2,948	2,842	3,078	3,043	3,198
단기차입금	879	1,286	1,286	1,286	1,286
유동성장기부채	1,272	1,051	1,051	1,051	1,051
비유동부채	3,385	4,026	4,006	3,998	4,032
장기차입금	1,848	2,467	2,467	2,467	2,467
사채	386	443	443	443	443
부채총계	11,590	12,822	12,933	12,852	13,217
지배지분	4,832	4,314	4,512	4,810	5,337
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	943	942	942	942	942
이익잉여금	3,660	3,046	3,161	3,375	3,819
비지배지분	525	571	556	525	461
자본총계	5,356	4,885	5,068	5,335	5,799
순차입금	1,960	2,511	2,086	1,804	1,396
총차입금	4,958	5,777	5,774	5,772	5,778

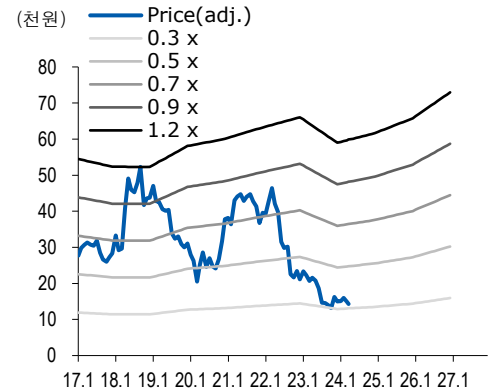
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	3,964	-5,631	1,334	2,778	5,743
BPS	56,917	50,825	53,151	56,664	62,875
EBITDAPS	8,987	-2,273	4,901	6,362	9,488
SPS	143,713	157,005	152,474	150,766	158,437
DPS	1,300	0	269	560	1,158
PER	8.4	-3.2	10.7	5.1	2.5
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	6.9	-23.8	9.2	6.5	3.8
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	36.1	9.2	-2.9	-1.1	5.1
영업이익 증가율 (%)	-14.2	적전	흑전	54.9	77.1
지배순이익 증가율 (%)	-16.9	적전	흑전	108.1	106.8
매출총이익률 (%)	10.5	2.0	7.0	8.2	10.2
영업이익률 (%)	4.5	-2.9	1.7	2.7	4.5
지배순이익률 (%)	2.8	-3.6	0.9	1.8	3.6
EBITDA 마진 (%)	6.3	-1.4	3.2	4.2	6.0
ROIC	15.6	-10.0	5.1	8.6	16.1
ROA	2.1	-2.8	0.6	1.3	2.6
ROE	7.2	-10.5	2.6	5.1	9.7
부채비율 (%)	216.4	262.5	255.2	240.9	227.9
순차입금/자기자본 (%)	40.6	58.2	46.2	37.5	26.2
영업이익/금융비용 (배)	3.7	-1.3	0.7	1.0	1.8

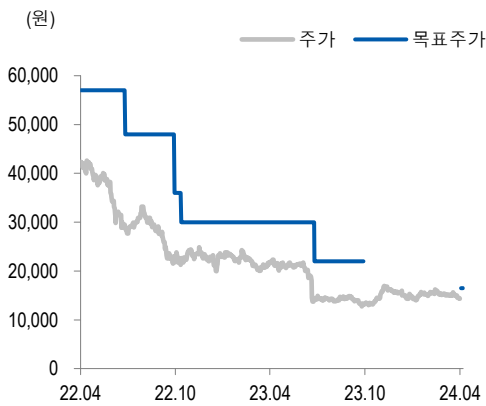
P/E band chart



P/B band chart



GS 건설 (006360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-04-17	HOLD	16,500	1년		
	담당자변경				
2023-07-11	BUY	22,000	1년	-35.41	-32.27
2022-10-27	BUY	30,000	1년	-27.23	-17.00
2022-10-14	BUY	36,000	1년	-37.60	-33.89
2022-07-11	BUY	48,000	1년	-41.07	-30.83
2021-07-29	BUY	57,000	1년	-28.10	-15.44

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-04-16

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **장윤석**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.