

# GS 건설

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

2023년 12월 12일

## [건설]

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

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

## 의미있는 회복은 2024년 하반기에나..



**Trading BUY**

(유지)

현재주가 (12월 11일)

15,540 원

목표주가

15,000 원 (유지)

상승여력

-3.5%

- ◆ 자산유동화 및 영업현금흐름 개선으로 재무구조 방어
- ◆ 어려운 상황에도 연간 2만세대의 신규분양 지속
- ◆ 불확실성이 문제. 해소까지 기다림이 필요한 시점



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

시가총액	1,360.7십억원
발행주식수	85.6백만주
유동주식수	64.1백만주(74.9%)
52 주 최고가/최저가	24,300원/12,750원
일평균 거래량 (60 일)	619,249 주
일평균 거래액 (60 일)	9,115 백만원
외국인 지분율	18.94%

주요주주	
허창수 외 16 인	23.64%
국민연금공단	7.41%

절대수익률	
3개월	10.4%
6개월	-25.4%
12개월	-29.5%

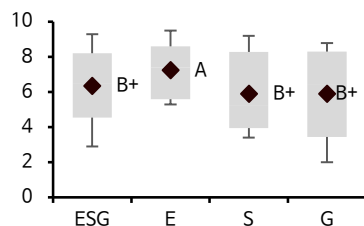
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	11.7%
6개월	-22.6%
12개월	-33.6%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 자산유동화 및 영업현금흐름 개선으로 재무구조 방어

GS건설이 100% 자회사인 GS이니마의 소수 지분 매각을 추진하는 것으로 알려졌다. 지분 약 20%를 매각해 1,000억원을 확보하는 안이 유력하다. 2019년 이래로 적극적인 신사업 투자를 진행해온 결과, GS건설 3Q말 연결 순차입금은 2.2조원으로 경쟁사 대비 높다. 향후에도 해외 부지매입 및 개발사업 진행 등의 신사업 투자가 예정되어 있으며, 인천 검단 사고로 예상치 못한 현금유출까지 발생하고 있어 당분간 GS건설은 유동성 확보에 주력할 가능성이 높다.

단 우려와 달리 재무구조가 추가적으로 악화되지는 않을 전망이다. 2023년 신규분양 현장에서의 선수금 유입 및 3만세대에 달하는 입주 현장에서의 공사비 회수로 영업현금흐름이 개선세이기 때문이다. 현금 유출 증가에도 2024년 순차입금은 현 수준을 유지할 것으로 보인다.

## 어려운 상황에도 연간 2만세대의 신규분양 지속

12월 현재 동사 아파트 신규분양은 1.9만세대로 연간 2.15만세대 공급이 가능할 전망이다. 양호한 입지, 경쟁력 있는 분양가, 일부 미착공 PF의 착공전환이 상대적 호실적의 이유이다. 사측은 2024년에도 약 2만세대의 신규분양이 가능할 것으로 예상했다. 과거 호황기 대비해서는 분양 세대수는 적으나 공사비 증액으로 총 공사매출 규모는 현 수준을 유지할 수 있을 전망이다.

문제는 수익성이다. 현재 주택 전현장에 대해 자체적인 품질점검 강화를 진행 중이며 이 과정에서 수익성 악화가 예상된다. 일반적으로 현장별 예정원가를 조정이 완료되는 데까지 약 1년 정도 소요됨을 고려하면 2024년 2~3Q까지는 주택부문 수익성은 다소 낮을 가능성이 높다. 신규현장 매출 비중이 높아지고, 원가조정이 마무리되는 2024년 하반기에나 주택부문의 의미있는 실적 개선이 가능할 전망이다.

## 불확실성이 문제. 해소까지 기다림이 필요한 시점

실적 추정치는 하향했으나 기준년도 변경 및 Target multiple 조정(국내 6배, 해외 5배, 신사업 10배)으로 목표주가 1.5만원 및 Trading Buy 의견을 유지한다. 수주(제재) 및 실적 관련 불확실성이 높은 시점에서 valuation 매력은 의미가 적다. 기다림이 필요한 시점이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
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
2023F	13,604.5	(156.8)	(170.9)	(1,996)	52,348	(8.0)	134.7	0.3	(3.7)	41.5
2024F	13,326.3	327.2	54.1	632	51,690	25.2	7.9	0.3	1.2	37.4
2025F	12,697.9	456.1	106.4	1,243	51,644	12.8	6.7	0.3	2.4	37.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## GS건설 Sum-of-the-parts Valuation

(억원, 원, 배)				
A. 영업가치(억원)	16,049			
Fw 12MNOPLAT	2,480	NOPLAT 기준, 국내외 PER배수 가중평균 적용		
적용 multiple	6.5	(해외 5배, 국내 6배. 신사업 10배 적용)		
B. 비영업가치(억원)	14,341			
항목	지분율	장부가	적정가치	비고
공정가치 측정 금융자산		1,832	1,832	2023.09월 공정가치 기준
관계기업 투자증권		11,585	8,110	2023.09월 장부가 기준, 30% 할인
투자부동산		6,284	4,399	2029.09월 장부가 기준, 30% 할인
C. 순차입금(억원)	18,000			본사, 2023F 기준
D. 주당 기업가치(원)	15,000			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## GS건설 세부 실적 추정 내역

(억원, %, %p)	2022	2023F	YoY (chg, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
신규수주	160,750	112,704	(29.9)	33,910	43,780	46,780	36,280	20,990	35,920	19,780	36,014
인프라(토목)	5,500	16,040	191.6	520	2,200	650	2,130	1,550	7,550	240	6,700
플랜트	4,310	5,110	18.6	750	270	3,010	280	320	2,150	2,090	550
ECO	4,330	3,435	(20.7)	700	700	860	2,070	680	330	210	2,215
건축/주택	134,260	67,160	(50.0)	29,380	33,670	40,140	31,070	17,450	19,050	10,450	20,210
신사업	12,850	20,960	63.1	2,560	7,440	2,120	730	990	6,840	6,790	6,340
매출액	122,990	136,053	10.6	23,760	30,480	29,530	39,220	35,130	34,950	31,075	34,893
인프라(토목)	10,610	11,880	12.0	2,270	2,660	2,610	3,070	2,740	3,100	2,960	3,080
플랜트	5,990	3,104	(48.2)	1,790	340	1,850	2,010	800	790	740	774
ECO	1,720	2,429	41.2	300	480	380	560	360	600	830	639
건축/주택	93,350	103,147	10.5	17,230	24,120	21,820	30,180	27,670	26,850	22,620	26,007
신사업	10,250	14,389	40.4	1,920	2,590	2,620	3,120	3,250	3,360	3,680	4,099
원가율 (%)	89.5	96.0	6.4	87.3	88.8	90.1	91.0	90.2	107.2	92.7	93.5
인프라(토목)	92.7	92.2	(0.5)	99.4	93.1	94.5	85.9	91.8	91.7	92.6	92.7
플랜트	106.0	104.7	(1.4)	89.2	412.2	90.3	112.7	130.7	95.6	96.4	95.0
ECO	122.0	93.6	(28.4)	118.7	172.3	99.3	96.2	115.6	104.8	71.8	99.0
건축/주택	87.3	97.7	10.3	85.4	82.3	89.9	90.6	90.2	112.5	95.0	95.0
신사업	86.0	81.6	(4.4)	84.0	88.4	86.9	84.5	76.5	81.8	83.4	84.0
영업이익	5,529	(1,568)	(128.4)	1,535	1,644	1,251	1,099	1,589	(4,138)	602	379
OPM (%)	4.5	(1.2)	(5.6)	6.5	5.4	4.2	2.8	4.5	(11.8)	1.9	1.1

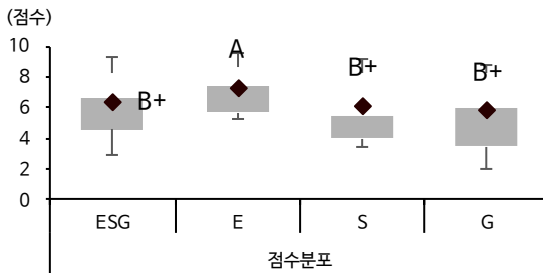
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## ESG Insight

### Analyst Comment

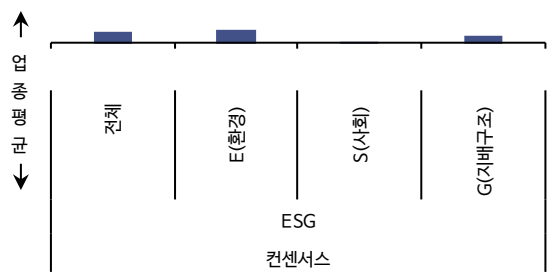
- ◆ '50년까지 BAU대비 온실가스 배출량 31.86% 감축 목표, 3가지 환경관리비 투자 진행, 환경경영활동에 적극 참여 중
- ◆ 남성 육아휴직제도 장려 및 협력사 ESG 리스크 관리 등 가족친화적 복지와 상생경영을 위해 노력

#### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

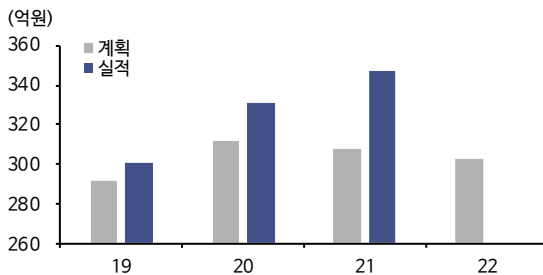
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

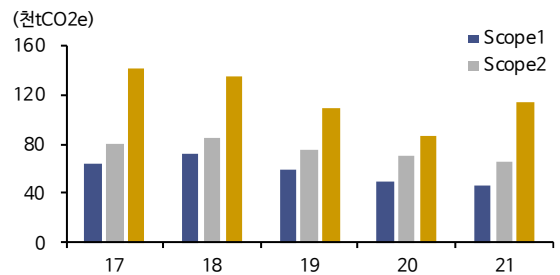
### Key Chart

#### 환경 관리비 현황



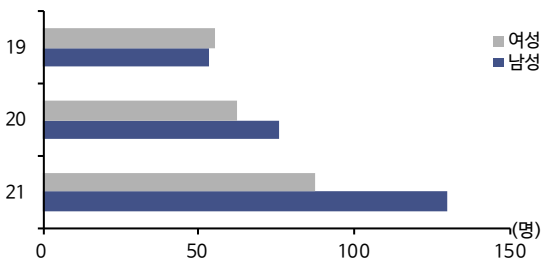
자료: 삼성전자, 신한투자증권

#### 온실가스 배출량



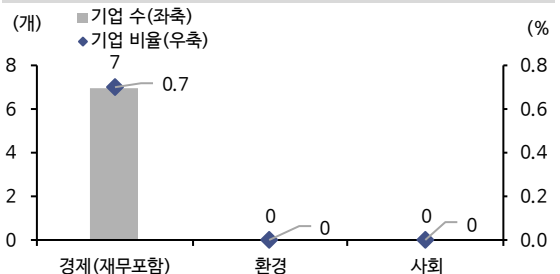
자료: 삼성전자, 신한투자증권

#### 육아휴직 사용자



자료: 신한투자증권

#### 21년 협력회사 리스크 기업 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>15,183.7</b>	<b>16,946.6</b>	<b>17,189.6</b>	<b>15,661.2</b>	<b>15,209.7</b>
유동자산	8,195.1	9,411.6	9,470.4	8,042.2	7,770.7
현금및현금성자산	2,718.4	2,023.7	2,452.9	1,277.1	968.2
매출채권	42.9	81.6	76.7	58.9	42.6
재고자산	1,477.1	1,499.9	1,388.3	1,434.6	1,394.3
비유동자산	6,988.6	7,535.0	7,719.2	7,619.0	7,438.9
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	2,115.2	2,173.2	2,122.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>10,311.0</b>	<b>11,590.4</b>	<b>12,141.1</b>	<b>10,643.5</b>	<b>10,159.6</b>
유동부채	6,769.3	8,205.5	8,460.0	7,051.0	6,585.2
단기차입금	269.3	879.1	1,280.2	1,280.2	1,280.2
매출채무	1,226.8	1,682.4	1,496.6	1,546.5	1,503.1
유동성장기부채	701.1	1,272.5	1,158.8	(187.3)	(486.1)
비유동부채	3,541.7	3,384.9	3,681.1	3,592.4	3,574.4
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
<b>자본총계</b>	<b>4,872.7</b>	<b>5,356.2</b>	<b>5,048.5</b>	<b>5,017.7</b>	<b>5,050.0</b>
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	3,261.9	3,205.6	3,201.6
<b>지배주주지분</b>	<b>4,625.3</b>	<b>4,831.6</b>	<b>4,480.0</b>	<b>4,423.7</b>	<b>4,419.7</b>
비지배주주지분	247.4	524.6	568.5	594.0	630.3
*총차입금	3,981.9	4,958.1	5,605.6	4,153.6	3,851.8
*순차입금(순현금)	794.8	1,960.2	2,094.2	1,874.2	1,915.3

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>1,107.5</b>	<b>(7.3)</b>	<b>334.4</b>	<b>294.9</b>	<b>(88.7)</b>
당기순이익	428.8	441.2	(117.8)	79.6	142.7
유형자산상각비	121.5	158.6	164.0	146.7	118.5
무형자산상각비	32.4	55.7	22.7	11.5	11.2
외환환손실(이익)	(73.7)	(100.7)	(35.6)	23.5	19.5
자산처분손실(이익)	0.1	(0.0)	0.4	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(5.6)	(19.1)	(43.8)	(20.5)	(30.6)
운전자본변동	521.0	(655.6)	(141.7)	54.1	(350.0)
(법인세납부)	(282.5)	(234.0)	(87.6)	(114.9)	(203.6)
기타	365.5	346.6	573.8	114.9	203.6
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(531.2)</b>	<b>(1,311.2)</b>	<b>(198.2)</b>	<b>(4.9)</b>	<b>95.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(134.9)	(295.5)	(318.5)	(20.0)	0.0
유형자산의감소	4.8	2.4	5.3	20.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(22.0)	(29.7)	(20.8)	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	118.0	97.2	452.1	(37.5)	81.0
기타	(497.1)	(1,085.6)	(316.3)	32.6	14.6
<b>FCF</b>	<b>1,326.4</b>	<b>(987.3)</b>	<b>247.1</b>	<b>393.4</b>	<b>89.6</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(4.9)</b>	<b>624.7</b>	<b>250.1</b>	<b>(1,562.3)</b>	<b>(412.2)</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	(328.1)	(1,451.9)	(301.9)
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	0.0	0.1
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
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>599.5</b>	<b>(694.7)</b>	<b>429.2</b>	<b>(1,175.8)</b>	<b>(308.9)</b>
기초현금	2,118.9	2,718.4	2,023.7	2,452.9	1,277.1
기말현금	2,718.4	2,023.7	2,452.9	1,277.1	968.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>9,036.6</b>	<b>12,299.2</b>	<b>13,604.5</b>	<b>13,326.3</b>	<b>12,697.9</b>
증감률 (%)	(10.7)	36.1	10.6	(2.0)	(4.7)
<b>매출원가</b>	<b>7,685.8</b>	<b>11,012.6</b>	<b>13,056.3</b>	<b>12,295.7</b>	<b>11,553.7</b>
<b>매출총이익</b>	<b>1,350.8</b>	<b>1,286.6</b>	<b>548.2</b>	<b>1,030.6</b>	<b>1,144.1</b>
매출총이익률 (%)	14.9	10.5	4.0	7.7	9.0
<b>판매관리비</b>	<b>704.3</b>	<b>731.8</b>	<b>705.1</b>	<b>703.4</b>	<b>688.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>646.5</b>	<b>554.8</b>	<b>(156.8)</b>	<b>327.2</b>	<b>456.1</b>
증감률 (%)	(13.8)	(14.2)	적전	흑전	39.4
영업이익률 (%)	7.2	4.5	(1.2)	2.5	3.6
영업외손익	11.4	110.1	(52.8)	(132.7)	(109.9)
금융손익	(54.7)	(98.7)	(234.3)	(165.9)	(157.4)
기타영업외손익	61.1	190.5	137.7	12.7	17.0
중속 및 관계기업관련손익	5.1	18.3	43.8	20.5	30.6
<b>세전계속사업이익</b>	<b>657.9</b>	<b>664.9</b>	<b>(209.6)</b>	<b>194.5</b>	<b>346.2</b>
법인세비용	229.1	223.7	(91.9)	114.9	203.6
계속사업이익	428.8	441.2	(117.8)	79.6	142.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>428.8</b>	<b>441.2</b>	<b>(117.8)</b>	<b>79.6</b>	<b>142.7</b>
증감률 (%)	30.1	2.9	적전	흑전	79.3
순이익률 (%)	4.7	3.6	(0.9)	0.6	1.1
(지배주주)당기순이익	408.5	339.3	(170.9)	54.1	106.4
(비지배주주)당기순이익	20.3	101.9	53.1	25.5	36.3
총포괄이익	447.5	441.7	(65.2)	79.6	142.7
(지배주주)총포괄이익	423.6	325.1	(141.8)	127.8	229.1
(비지배주주)총포괄이익	23.9	116.6	76.6	(48.2)	(86.5)
<b>EBITDA</b>	<b>800.3</b>	<b>769.1</b>	<b>29.9</b>	<b>485.4</b>	<b>585.7</b>
증감률 (%)	(12.1)	(3.9)	(96.1)	1,524.9	20.7
EBITDA 이익률 (%)	8.9	6.3	0.2	3.6	4.6

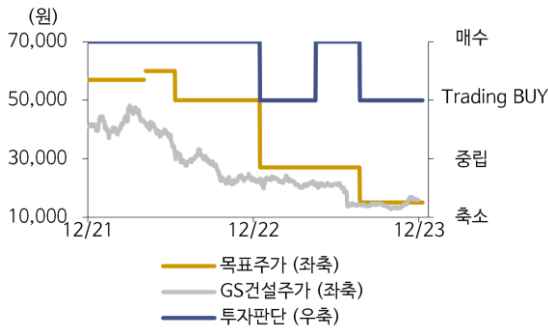
## 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	5,032	5,155	(1,376)	930	1,667
EPS (지배순이익, 원)	4,793	3,964	(1,996)	632	1,243
BPS (자본총계, 원)	56,937	62,586	58,990	58,631	59,009
BPS (지배지분, 원)	54,046	56,457	52,348	51,690	51,644
DPS (원)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
PER (당기순이익, 배)	7.9	4.1	(11.3)	16.7	9.3
PER (지배순이익, 배)	8.3	5.3	(7.8)	24.6	12.5
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	133.6	7.8	6.6
배당성향 (%)	27.0	32.5	(64.6)	204.1	103.7
배당수익률 (%)	3.3	6.1	8.4	8.4	8.4
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	8.9	6.3	0.2	3.6	4.6
영업이익률 (%)	7.2	4.5	(1.2)	2.5	3.6
순이익률 (%)	4.7	3.6	(0.9)	0.6	1.1
ROA (%)	3.0	2.7	(0.7)	0.5	0.9
ROE (지배순이익, %)	9.3	7.2	(3.7)	1.2	2.4
ROIC (%)	19.5	14.7	(7.9)	4.3	5.9
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	211.6	216.4	240.5	212.1	201.2
순차입금비율 (%)	16.3	36.6	41.5	37.4	37.9
현금비율 (%)	40.2	24.7	29.0	18.1	14.7
이자보상배율 (배)	7.0	3.7	(0.5)	1.1	2.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(147.1)	92.7	25.4	55.1	43.0
재고자산회수기간 (일)	58.7	44.2	38.7	38.7	40.7
매출채권회수기간 (일)	3.6	1.8	2.1	1.9	1.5

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 투자의 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 (2023년 12월 08일 기준)

매수 (매수)	93.33%	Trading BUY (중립)	4.71%	중립 (중립)	1.96%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------