

2023. 1. 31



▲ 유틸리티/건설
Analyst **문경원, CFA**
02. 6454-4881
kyeongwon.moon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **29,000 원**

현재주가 (1.30) **23,200 원**

상승여력 **25.0%**

KOSPI	2,450.47pt
시가총액	19,855억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	74.90%
외국인비중	27.90%
52주 최고/최저가	48,200원/19,950원
평균거래대금	270.1억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	9.22
Morgan Stanley & Co. International plc	5.41

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	-22.1	-40.9
상대주가	0.1	-22.1	-35.8

주가그래프



GS건설 006360

4Q22 Review: 개선의 실마리

- ✓ 4Q22 연결 영업이익은 1,118억원을 기록하며 컨센서스(1,223억원)를 하회
- ✓ 매출 성장 폭 컸으나 주택 원가율 상승 및 해외 일회성 비용으로 이익 악화
- ✓ 4Q22 주택 원가율 점검 상당수 마무리. 1Q23 이익 방향성 전환 기대
- ✓ 이익 반등, 신사업 성장 기대되지만 추세적 상승 위해서는 분양 수요 개선 필요
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 29,000원 유지

4Q22 기대치 하회했지만, 이익 방향성 전환에 대한 근거 마련

4Q22 연결 영업이익은 1,118억원(-42.0% YoY)을 기록하며 컨센서스(1,223억원)를 하회했다. 개포4단지, 여의도 브라이튼을 비롯한 다수의 현장에서 원가 투입이 증가하며 주택/건축 매출 성장이 예상치를 웃돌았음에도 불구하고(+66.6% YoY), 1)주택/건축 부문의 이익률이 추가 악화되었고(-0.7% QoQ), 2) 이집트 현장에서 413억 원 가량의 일회성 원가가 잡혔던 점이 이익 악화로 이어졌다. 한편 4Q22를 끝으로 원가율 점검이 상당 부분 마무리된 것으로 파악되는데, 1Q23 이후 주택 이익률 개선에 대한 희망을 가질 수 있는 근거가 될 수 있다. 이에 더해 1Q23 베트남 나베 1-1 현장(2,000억원)의 매출 기여를 감안하면 이익 방향성은 바뀔 전망이다.

공격적인 신사업 수주 가이드언스에 주목

2023년 분양 가이드언스로 19,900세대(vs 2022년 2.8만 세대)를 제시했는데, 시장 기대치와 크게 차이나지 않는다. 도시정비 사업의 비중은 약 10,800세대다. 한편, 수주 가이드언스 14.5조원(신사업 3.5조원)은 눈에 띈다. GS이니마의 수주 파이프라인에 기존 오만 구브라(9,800억원) 이상이 존재하는 것으로 보인다. 실현된다면 재평가의 근거가 될 수 있다.

추세적 반등을 위해선 결국 분양 수요 개선이 필요

이익 방향성 전환 및 신사업 성장은 단기적인 반등 트리거가 될 수 있지만, 추세적 주가 상승을 위해서는 결국 주택 분양 수요가 개선되어야 한다. 경기도 광명 1R(3,585세대), 5R 구역(2,878) 등 대규모 단지의 분양 실적에 주목할 필요가 있다. 투자의견 Buy, 적정주가 29,000원을 유지한다.

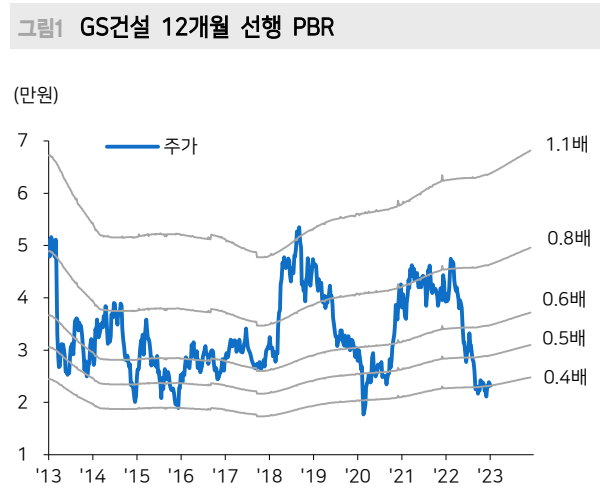
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	10,122.9	750.4	311.7	3,890	-26.6	51,311	9.7	0.7	5.1	7.7	219.3
2021	9,036.6	646.5	408.5	4,793	22.3	54,046	8.3	0.7	5.5	9.3	211.6
2022P	12,298.6	554.6	374.4	4,374	4.1	57,616	4.8	0.4	5.9	7.8	231.7
2023E	12,961.6	704.2	321.0	3,751	-12.4	60,078	6.2	0.4	4.8	6.4	214.6
2024E	12,761.1	791.7	488.2	5,705	44.8	64,493	4.1	0.4	4.0	9.2	192.3

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	3,921.8	2,619.1	49.7	2,953.1	32.8	3,061.7	28.1	3,043.9	28.8
영업이익	111.8	192.7	-42.0	125.1	-10.6	122.3	-8.5	128.2	-12.8
세전이익	-21.1	138.4	적전	231.5	적전	41.9	N/A	253.8	N/A
순이익	-65.7	70.2	적전	144.4	적전	50.0	N/A	184.0	N/A

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	11,420.7	11,795.0	12,298.6	12,961.6	7.7%	9.9%
영업이익	570.9	725.5	554.6	704.2	-2.9%	-2.9%
영업이익률	5.0%	6.2%	4.5%	5.4%	-0.5%p	-0.7%p
당기순이익	679.4	525.3	439.9	392.7	-35.3%	-25.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
주요 지표												
수주	3,391.0	4,378.0	4,678.0	3,628.0	3,055.0	3,590.2	4,078.4	3,056.1	13,330.0	16,075.0	13,779.7	14,047.3
수주 잔고	52,677.0	54,309.0	56,059.0	55,793.0	55,996.8	56,372.1	57,385.4	56,710.1	48,623.0	55,793.0	56,710.1	58,101.1
실적 전망												
연결 매출	2,375.9	3,047.9	2,953.1	3,921.8	2,872.7	3,242.2	3,088.8	3,757.9	9,036.6	12,298.6	12,961.6	12,761.1
매출액 증가율(% YoY)	18.0	36.6	36.0	49.7	20.9	6.4	4.6	-4.2	-10.7	36.1	5.4	-1.5
인프라	227.0	266.0	261.0	307.0	215.8	248.7	260.3	298.8	780.0	1,061.0	1,023.6	999.9
플랜트	209.0	82.0	223.0	257.0	123.6	128.9	232.5	300.4	1,301.0	771.0	785.4	854.6
신사업	192.0	259.0	262.0	312.0	402.0	365.5	433.9	443.3	776.0	1,025.0	1,644.7	1,579.6
주택건축	1,723.0	2,412.0	2,182.0	3,018.0	2,109.7	2,471.8	2,138.3	2,689.0	6,092.0	9,335.0	9,408.9	9,222.1
기타	24.9	28.9	25.0	27.8	21.4	27.3	23.8	26.5	87.6	106.6	99.0	104.8
매출원가	2,074	2,709	2,662	3,569	2,583	2,902	2,752	3,318	7,686	11,014	11,554	11,237
매출원가율(%)	87.3	88.9	90.2	91.0	89.9	89.5	89.1	88.3	85.1	89.6	89.1	88.1
인프라(%)	99.4	93.1	94.5	85.9	97.0	97.0	97.0	97.0	103.9	92.7	97.0	97.0
플랜트(%)	89.3	412.2	90.3	112.7	97.0	97.0	97.0	97.0	108.2	115.8	97.0	97.0
신사업(%)	84.0	88.4	86.9	84.5	83.0	88.0	90.0	90.0	83.1	86.0	87.8	89.0
주택건축(%)	85.4	82.3	89.9	90.6	90.0	88.5	87.0	86.0	78.1	87.3	87.8	86.0
매출총이익	302.4	339.0	290.8	352.5	290.1	340.6	337.0	439.8	1,350.8	1,284.6	1,407.5	1,524.2
판관비	149.1	174.7	165.7	240.6	159.0	174.9	171.0	198.4	704.3	730.0	703.3	732.5
영업이익	153.3	164.4	125.1	111.8	131.2	165.7	165.9	241.4	646.5	554.6	704.2	791.7
영업이익률(%)	6.5	5.4	4.2	2.9	4.6	5.1	5.4	6.4	7.2	4.5	5.4	6.2
영업이익 성장률(% YoY)	-13.2	31.6	-17.8	-42.0	-14.4	0.8	32.7	115.8	-13.8	-14.2	27.0	12.4
금융손익	-19.0	-72.2	-163.5	-45.1	124.7	-17.5	-19.2	-20.4	-54.7	-299.7	67.6	-70.1
기타손익	68.0	154.4	261.9	-94.1	-254.2	3.0	5.9	10.2	61.1	390.2	-235.0	57.6
종속,관계기업 관련 손익	5.9	-1.6	8.0	9.5	1.2	1.2	1.2	1.1	5.1	21.8	4.8	5.1
세전이익	208.2	245.0	231.5	-21.1	2.9	152.4	153.8	232.4	657.9	663.6	541.6	784.3
법인세	52.8	65.4	71.1	34.4	0.8	41.9	42.3	63.9	229.1	223.8	148.9	215.7
법인세율(%)	25.4	26.7	30.7	-163.4	27.5	27.5	27.5	27.5	34.8	33.7	27.5	27.5
당기순이익	155.4	179.6	160.4	-55.5	2.1	110.5	111.5	168.5	428.8	439.9	392.7	568.6
당기순이익률(%)	6.5	5.9	5.4	-1.4	0.1	3.4	3.6	4.5	4.7	3.6	3.0	4.5
순이익 성장률(% YoY)	-1.6	189.3	20.3	적전	-98.6	-38.4	-30.5	흑전	30.1	2.6	-10.7	44.8
지배주주 순이익	143.5	142.2	144.4	-65.7	-11.0	92.0	93.0	147.1	408.5	364.4	321.0	488.2

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	10,122.9	9,036.6	12,298.6	12,961.6	12,761.1
매출액증가율 (%)	-2.8	-10.7	36.1	5.4	-1.5
매출원가	8,587.8	7,685.8	11,014.0	11,554.1	11,237.0
매출총이익	1,535.1	1,350.8	1,284.6	1,407.5	1,524.2
판매관리비	784.7	704.3	730.1	703.3	732.5
영업이익	750.4	646.5	554.6	704.2	791.7
영업이익률	7.4	7.2	4.5	5.4	6.2
금융손익	-12.5	-54.7	-299.7	67.6	-70.1
중속/관계기업손익	-6.1	5.1	21.8	4.8	5.1
기타영업외손익	-213.4	61.1	390.2	-235.0	57.6
세전계속사업이익	518.4	657.9	666.8	541.6	784.3
법인세비용	188.8	229.1	218.5	149.0	215.7
당기순이익	329.7	428.8	448.3	392.7	568.6
지배주주지분 손이익	311.7	408.5	374.4	321.0	488.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	553.9	1,107.5	539.9	548.0	740.2
당기순이익(손실)	329.7	428.8	448.3	392.7	568.6
유형자산상각비	121.7	121.5	135.1	161.2	188.4
무형자산상각비	38.2	32.4	47.6	27.2	25.4
운전자본의 증감	-356.6	521.0	80.9	-33.1	-42.2
투자활동 현금흐름	-269.0	-531.2	-1,396.0	-160.1	-172.8
유형자산의증가(CAPEX)	-127.7	-134.9	-253.4	-291.4	-335.1
투자자산의감소(증가)	-157.2	-167.6	-814.1	102.0	126.1
재무활동 현금흐름	50.9	-4.9	504.1	-298.4	-291.0
차입금의 증감	482.2	38.2	1,169.3	-188.1	-180.6
자본의 증가	16.4	160.0	6.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	326.0	599.5	-276.8	89.4	276.5
기초현금	1,793.0	2,118.9	2,718.4	2,441.6	2,531.1
기말현금	2,118.9	2,718.4	2,441.6	2,531.1	2,807.5

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	7,251.9	8,195.1	9,673.8	9,628.8	9,698.0
현금및현금성자산	2,118.9	2,718.4	2,441.6	2,531.1	2,807.5
매출채권	135.7	42.9	64.2	61.5	58.2
재고자산	1,430.1	1,477.1	2,211.8	2,119.4	2,005.1
비유동자산	6,518.8	6,988.6	8,360.9	8,362.0	8,357.3
유형자산	1,426.8	1,543.4	1,856.7	1,986.8	2,133.6
무형자산	744.3	680.4	925.5	898.4	873.0
투자자산	1,721.6	1,889.2	2,715.6	2,613.6	2,487.6
자산총계	13,770.7	15,183.7	18,034.7	17,990.8	18,055.3
유동부채	5,728.9	6,769.3	8,412.7	8,264.3	8,051.1
매입채무	1,124.8	1,226.8	1,837.0	1,760.2	1,665.3
단기차입금	391.7	269.3	867.2	823.8	782.6
유동성장기부채	602.2	701.1	892.5	892.5	892.5
비유동부채	3,729.7	3,541.7	4,185.3	4,007.4	3,827.0
사채	785.4	672.5	653.9	621.2	590.1
장기차입금	1,459.5	1,722.1	2,106.8	2,001.4	1,901.3
부채총계	9,458.6	10,311.0	12,598.1	12,271.8	11,878.1
자본금	403.5	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	815.7	951.3	957.9	957.9	957.9
기타포괄이익누계액	-117.4	-122.8	-122.9	-122.9	-122.9
이익잉여금	3,076.1	3,405.7	3,704.7	3,915.4	4,293.3
비지배주주지분	170.9	247.4	505.8	577.4	657.9
자본총계	4,312.1	4,872.7	5,436.7	5,719.0	6,177.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	126,342	106,037	143,707	151,453	149,111
EPS(지배주주)	3,890	4,793	4,374	3,751	5,705
CFPS	16,098	10,848	8,944	9,422	12,480
EBITDAPS	11,362	9,391	8,615	10,430	11,748
BPS	51,311	54,046	57,616	60,078	64,493
DPS	1,200	1,300	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.2	3.3	6.1	5.6	5.6
Valuation(Multiple)					
PER	9.7	8.3	4.8	6.2	4.1
PCR	2.3	3.7	2.4	2.5	1.9
PSR	0.3	0.4	0.1	0.2	0.2
PBR	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
EBITDA	910.3	800.3	737.3	892.6	1,005.4
EV/EBITDA	5.1	5.5	5.9	4.8	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	9.3	7.8	6.4	9.2
EBITDA 이익률	9.0	8.9	6.0	6.9	7.9
부채비율	219.3	211.6	231.7	214.6	192.3
금융비용부담률	1.1	1.0	1.0	1.2	1.2
이자보상배율(x)	6.5	7.0	4.4	4.6	5.0
매출채권회전율(x)	87.1	101.2	229.9	206.3	213.3
재고자산회전율(x)	8.8	6.2	6.7	6.0	6.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

