2024. 10. 4



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

RA **윤동준**
02. 6454-4886
dongjun.yoon@meritz.co.kr

GS건설 006360

3Q24 Preview: 템포 조절

- ✓ 3Q24 연결 영업이익은 768억원을 기록하며 컨센서스(898억원)를 하회할 전망
- ✓ 상반기 내 있었던 대규모 도급 증액이 하반기 반복되긴 어려움
- ✓ 하반기 입주 물량 상승과 미분양 소진으로 영업현금흐름 플러스 전환 전망
- ✓ 내년 상반기까지 집중될 입주 사이클에서 주택 원가율 개선이 가능할지 관찰 필요
- ✓ 투자의견 Hold를 유지, 적정주가는 18,000원으로 13% 상향

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	18,000 원
현재주가 (10.2)	18,000 원
상승여력	0.0%
KOSPI	2,561.69pt
시가총액	15,405억원
발행주식수	8,558만주
유동주식비율	74.90%
외국인비중	22.01%
52주 최고/최저가	21,550원/12,750원
평균거래대금	174.4억원
주요주주(%)	
허창수 외 16 인	23.64
국민연금공단	9.51

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.8	20.2	28.3
상대주가	-7.7	29.1	23.5

주가그래프



상반기 대비 하향 안정화될 주택 원가율

3Q24 연결 영업이익은 768억원(+27.7% YoY)을 기록하며 컨센서스(898억원)를 하회할 전망이다. 일부 준공 현장에서 정산 이익이 예상되기는 하지만 상반기 내 있었던 대규모 도급 증액이 하반기에 반복되기는 어렵다. 따라서 건축/주택 부문 GPM이 소폭 하락할 것으로 보았다(1Q 8.8%, 2Q 11.0%, 3Q 8.0% 예상). 다만 해외 부문, 비주택 사업에서의 일회성 비용 인식도 없을 것으로 본다. 한편, 3Q24 수주는 3.6조원(+80% YoY)을 기록하며 크게 성장한 것으로 추정된다. GS이니마 브라질 컨세션 프로젝트를 비롯한 신사업, 플랜트 부문에서의 수주 성장이 돋보였다. 4Q24에도 GS이니마, 플랜트에서 3Q24와 비슷하거나 그 이상의 수주가 예상된다.

한숨돌린 현금 흐름

하반기 입주 물량이 늘어나고 지방 미분양 현장이 소진되면서 영업현금흐름이 플러스 전환될 전망이다. 2025년 2~3분기 대형 현장 입주가 본격화되면서 본격적인 현금 유입이 예상된다. 이 전까지 우발채무 등으로 현금이 유출될 가능성은 제한적이며 GS이니마 매각 상황에 따라 비영업적인 현금 유입이 예상된다.

PF 시장 안정화가 긍정적, 원가율의 추세적인 개선 관찰이 필요

투자의견 Hold를 유지, 적정주가는 18,000원으로 13% 상향한다. 순자산에서 PF 우발채무의 절반을 차감하는 밸류에이션 방법을 유지하고 있는데, ABCP 금리가 하락하는 등 PF 시장이 안정화되는 모습을 보이고 있는데, 이것이 지속된다면 밸류에이션 방법 변경과 적정주가 재상향을 검토할 수 있다. 이후에는 2024년 말~2025년 상반기 입주 사이클 전후 주택 원가율의 추세적인 개선 여부가 중요하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	12,299.2	554.8	339.3	3,964	2.5	56,457	5.3	0.4	5.6	7.2	216.4
2023	13,436.7	-388.0	-481.9	-5,631	적전	50,414	-2.7	0.3	-22.4	-10.5	262.5
2024E	12,793.5	318.6	184.0	2,150	흑전	50,489	8.4	0.4	10.3	4.3	246.5
2025E	12,921.3	518.0	250.2	2,924	41.2	52,123	6.2	0.3	7.2	5.7	233.4
2026E	13,028.6	560.8	317.0	3,704	22.1	54,537	4.9	0.3	6.5	6.9	220.4

표1 GS건설 3Q24 Preview

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,124.5	3,107.5	0.5	3,297.2	-5.2	3,155.4	-1.0
영업이익	76.8	60.2	27.7	93.4	-17.8	89.8	-14.4
세전이익	26.2	38.7	-32.2	55.5	-52.8	58.1	-54.9
지배순이익	5.1	0.3	1,536.4	26.9	-81.2	43.2	-88.3

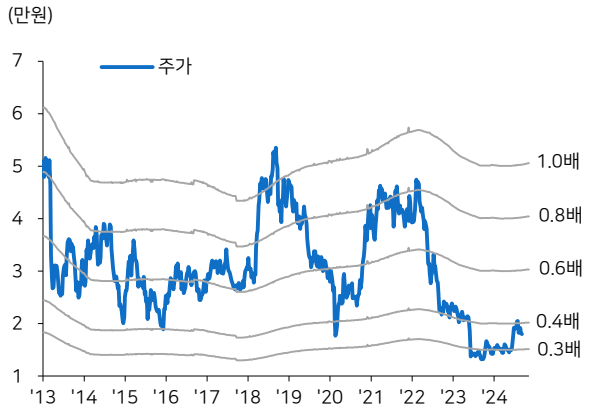
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 GS건설 실적 전망치 변경 내역

(십억원)	수정전		수정후		변화율	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	13,315.8	13,239.5	12,793.5	12,921.3	-3.9%	-2.4%
영업이익	317.7	643.2	318.6	518.0	0.3%	-19.5%
영업이익률	5.4%	6.2%	2.5%	4.0%	-2.9%p	-2.2%p
당기순이익	134.8	376.3	225.3	318.1	67.1%	-15.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 GS건설 12개월 선행 PBR



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 GS건설 적정주가 산출

구분	적용값	내용
순자산(십억원)	3,426.2	2025년 지배주주 자본총계 + 자사주 가치에 PF 지급보증액의 약 절반인 9천억원을 차감(우발채무 발생 가능성 감안)
적정 배수(배)	0.45	적정 PBR 0.74배 (2025년 예상 ROE 5.7%, COE 7.7%, 영구성장률 0%)에 역사적인 평균 할인율 40% 적용(2018년 이후 평균)
적정 시가총액(십억원)	1,533.2	
발행 주식수(백만주)	85,581	기말 주식수
적정주가(원)	**18,000**	
현재주가(원)	18,000	
상승여력(%)	-	

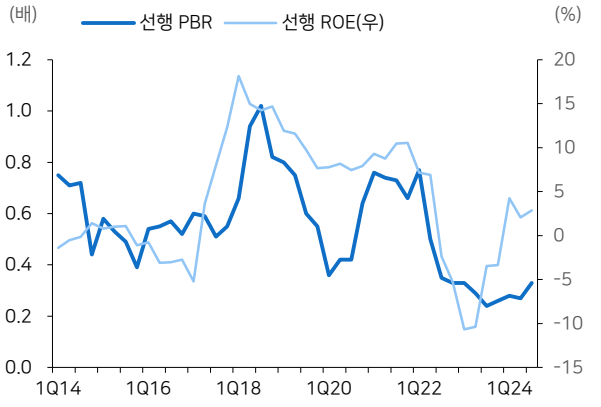
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 적정 PBR 산출 과정

적정 P/B (배)	**0.74**
COE (%)	**7.7**
Risk Free	2.7
MRP	6.0
52주 베타 (ppt)	0.84
2025년 예상 ROE (%)	**5.7**
2023	-10.5
2024E	4.3
2025E	5.7
영구성장률	**-**

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 선행 PBR 및 ROE 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표5 GS건설 연결 기준 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
주요 지표												
수주	2,099.0	3,592.0	1,978.0	2,515.0	3,301.7	5,044.8	3,556.4	3,382.1	16,075.0	10,184.0	15,284.9	14,051.3
수주 잔고	55,733.0	56,256.0	55,325.0	54,199.0	54,570.0	57,701.9	58,159.3	58,268.6	56,400.0	54,199.0	58,268.6	59,510.8
실적 전망												
연결 매출	**3,512.7**	**3,495.1**	**3,107.5**	**3,321.4**	**3,070.9**	**3,297.2**	**3,124.5**	**3,301.0**	**12,299.2**	**13,436.7**	**12,793.5**	**12,921.3**
매출액 증가율(% YoY)	47.8	14.7	5.2	-15.3	-12.6	-5.7	0.5	-0.6	36.1	9.2	-4.8	1.0
인프라	274.0	310.0	296.0	225.0	263.0	259.1	256.8	197.5	1,061.0	1,105.0	976.4	855.2
플랜트	116.0	139.0	157.0	161.0	101.5	129.5	170.8	285.2	771.0	573.0	687.0	1,115.7
신사업	325.0	336.0	368.0	385.0	287.4	350.3	403.5	458.5	1,025.0	1,414.0	1,499.6	2,003.4
주택건축	2,767.0	2,685.0	2,262.0	2,523.0	2,386.6	2,532.7	2,267.8	2,331.6	9,335.0	10,237.0	9,518.7	8,834.8
기타	31.0	25.0	25.0	27.0	32.4	25.6	25.5	28.2	107.1	108.0	111.7	112.1
매출원가	3,167	3,745	2,882	3,380	2,795	3,023	2,857	3,026	11,013	13,174	11,701	11,684
매출원가율(%)	90.1	107.2	92.7	101.8	91.0	91.7	91.5	91.7	89.5	98.0	91.5	90.4
인프라(%)	91.8	91.7	92.6	120.5	97.6	112.6	93.0	93.0	92.7	97.8	99.4	93.0
플랜트(%)	130.7	95.6	96.4	97.3	87.5	145.5	97.0	99.0	115.8	105.5	103.4	97.5
신사업(%)	76.5	81.8	83.4	88.6	83.4	83.4	85.0	85.0	86.0	82.8	84.3	85.0
주택건축(%)	90.2	112.5	95.0	103.1	91.2	89.0	92.0	92.0	87.3	100.3	91.0	90.5
매출총이익	**346.1**	**-250.3**	**225.4**	**-59.0**	**275.4**	**274.3**	**267.1**	**275.5**	**1,286.6**	**262.2**	**1,092.3**	**1,237.6**
판관비	187.2	163.5	165.2	134.2	204.9	180.9	190.3	197.7	731.8	650.1	773.8	719.5
영업이익	**158.9**	**-413.8**	**60.2**	**-193.2**	**70.5**	**93.4**	**76.8**	**77.8**	**554.8**	**-387.9**	**318.6**	**518.0**
영업이익률(%)	4.5	-11.8	1.9	-5.8	2.3	2.8	2.5	2.4	4.5	-2.9	2.5	4.0
영업이익 성장률(% YoY)	3.7	적전	-51.9	적전	-55.6	흑전	27.7	흑전	-14.2	적전	흑전	62.6
금융손익	-77.5	-36.8	-78.9	-13.3	-100.2	-97.9	-5.7	-53.2	-98.7	-206.5	-257.0	-151.1
기타손익	97.0	28.6	53.2	-141.7	207.5	61.1	-47.6	16.0	190.5	37.0	236.9	40.6
종속,관계기업 관련 손익	31.8	3.8	4.3	0.1	0.9	-1.1	2.7	3.1	18.3	39.9	5.6	31.3
세전이익	**210.2**	**-418.2**	**38.7**	**-348.2**	**178.8**	**55.5**	**26.2**	**43.7**	**664.9**	**-517.5**	**304.2**	**438.8**
법인세	46.8	-137.6	27.1	-34.3	39.4	20.3	7.2	12.0	223.7	-98.0	78.9	120.7
법인세율(%)	22.3	32.9	70.0	9.9	22.0	36.6	27.5	27.5	33.6	18.9	25.9	27.5
당기순이익	**163.3**	**-280.6**	**11.6**	**-313.8**	**139.4**	**35.2**	**19.0**	**31.7**	**441.2**	**-419.5**	**225.3**	**318.1**
당기순이익률(%)	4.7	-8.0	0.4	-9.4	4.5	1.1	0.6	1.0	3.6	-3.1	1.8	2.5
순이익 성장률(% YoY)	5.1	적전	-92.8	적확	-14.7	흑전	63.6	흑전	2.9	적전	흑전	41.2
지배주주 순이익	**137.7**	**-298.6**	**0.3**	**-321.4**	**134.9**	**26.9**	**5.1**	**17.1**	**339.3**	**-481.9**	**184.0**	**250.2**

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**12,299.2**	**13,436.7**	**12,793.5**	**12,921.3**	**13,028.6**
매출액증가율(%)	36.1	9.2	-4.8	1.0	0.8
매출원가	11,012.6	13,174.5	11,701.2	11,683.7	11,711.8
매출총이익	1,286.6	262.2	1,092.3	1,237.6	1,316.8
판매관리비	731.8	650.1	773.8	719.6	756.0
영업이익	**554.8**	**-388.0**	**318.6**	**518.0**	**560.8**
영업이익률(%)	4.5	-2.9	2.5	4.0	4.3
금융손익	-98.7	-206.5	-257.0	-151.1	-108.2
종속/관계기업손익	18.3	39.9	5.6	31.3	38.9
기타영업외손익	190.5	37.0	237.0	40.6	44.2
세전계속사업이익	664.9	-517.5	304.2	438.8	535.7
법인세비용	223.7	-98.0	78.9	120.7	147.3
당기순이익	**441.2**	**-419.5**	**225.3**	**318.1**	**388.4**
지배주주지분 순이익	339.3	-481.9	184.0	250.2	317.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**-7.3**	**469.8**	**-85.0**	**550.8**	**669.5**
당기순이익(손실)	441.2	-419.5	225.3	318.1	388.4
유형자산상각비	158.6	167.3	180.9	220.3	261.6
무형자산상각비	55.7	26.1	19.4	11.2	10.9
운전자본의 증감	-783.3	27.5	-383.4	1.2	8.7
투자활동 현금흐름	**-1,311.2**	**-763.1**	**-339.0**	**-405.6**	**-489.5**
유형자산의증가(CAPEX)	-295.5	-476.2	-343.5	-395.0	-454.2
투자자산의감소(증가)	-299.8	-313.9	52.9	-7.3	-24.2
재무활동 현금흐름	**624.7**	**496.5**	**-88.3**	**-304.4**	**-241.6**
차입금의 증감	976.1	818.7	91.1	-194.1	-131.2
자본의 증가	-8.6	-0.7	-37.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-694.7	221.2	-488.7	-159.2	-61.6
기초현금	2,718.4	2,023.7	2,244.9	1,756.2	1,596.9
기말현금	2,023.7	2,244.9	1,756.2	1,596.9	1,535.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,411.6	9,482.0	9,099.8	8,963.6	8,964.5
현금및현금성자산	2,023.7	2,244.9	1,756.2	1,596.9	1,535.4
매출채권	81.6	73.4	73.0	73.2	74.0
재고자산	1,499.9	1,338.7	1,330.4	1,334.8	1,349.3
비유동자산	7,535.0	8,225.3	8,388.1	8,558.8	8,764.8
유형자산	1,819.8	2,256.2	2,513.0	2,687.7	2,880.3
무형자산	888.3	961.0	970.1	958.9	947.9
투자자산	2,189.0	2,503.0	2,450.1	2,457.4	2,481.6
자산총계	**16,946.6**	**17,707.3**	**17,487.9**	**17,522.5**	**17,729.3**
유동부채	8,205.5	8,796.2	8,508.3	8,472.2	8,526.0
매입채무	1,682.4	1,606.3	1,596.4	1,601.6	1,619.0
단기차입금	879.1	1,286.2	1,100.6	1,045.6	1,045.6
유동성장기부채	1,272.5	1,051.5	1,418.4	1,418.4	1,418.4
비유동부채	3,384.9	4,025.9	3,932.1	3,795.0	3,670.1
사채	386.1	443.1	308.1	292.7	278.1
장기차입금	1,847.9	2,467.3	2,479.9	2,355.9	2,238.1
부채총계	**11,590.4**	**12,822.1**	**12,440.4**	**12,267.2**	**12,196.1**
자본금	427.9	427.9	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	942.7	942.0	904.7	904.7	904.7
기타포괄이익누계액	-162.0	-65.0	-143.7	-143.7	-143.7
이익잉여금	3,659.8	3,046.4	3,230.3	3,370.1	3,576.7
비지배주주지분	524.6	570.7	726.6	794.5	865.9
자본총계	**5,356.2**	**4,885.2**	**5,047.5**	**5,255.2**	**5,533.2**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	143,713	157,005	149,490	150,982	152,236
EPS(지배주주)	3,964	-5,631	2,150	2,924	3,704
CFPS	12,729	7,983	6,812	9,458	10,707
EBITDAPS	8,987	-2,273	6,062	8,758	9,736
BPS	56,457	50,414	50,489	52,123	54,537
DPS	1,300	0	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	6.1	0.0	7.2	7.2	7.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.3	-2.7	8.4	6.2	4.9
PCR	1.7	1.9	2.6	1.9	1.7
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PBR	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	769.1	-194.5	518.8	749.5	833.3
EV/EBITDA	5.6	-22.4	10.3	7.2	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	-10.5	4.3	5.7	6.9
EBITDA 이익률	6.3	-1.4	4.1	5.8	6.4
부채비율	216.4	262.5	246.5	233.4	220.4
금융비용부담률	1.2	2.3	2.4	1.9	1.6
이자보상배율(x)	3.7	-1.3	1.0	2.2	2.8
매출채권회전율(x)	197.6	173.3	174.8	176.8	177.0
재고자산회전율(x)	8.3	9.5	9.6	9.7	9.7

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 추천 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 하시기 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 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024 년 9 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.09.27	Indepth	Buy	34,000	문경원	-33.0	-26.6
2022.10.27	기업브리프	Buy	29,000	문경원	-24.4	-14.1
2023.07.07	기업브리프	Buy	23,500	문경원	-40.2	-36.6
2023.10.31	기업브리프	Buy	19,000	문경원	-19.2	-10.7
2024.01.08	기업브리프	Hold	16,000	문경원	1.7	34.7
2024.10.04	기업브리프	Hold	18,000	문경원	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

