

GS건설 (006360)

이익 반등은 긍정적이나, 재무 건전성은 속제

투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 유지

GS건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가를 기존 24,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.45배를 적용한 것이다. GS건설의 주가는 8월 고점 대비 17% 하락했다. 건설업 전반적인 부진과 최근 대출 규제가 주택주 투자심리에 부정적인 영향을 준 것으로 보인다. GS건설은 최근 2년간에도 많은 분양 물량을 소화하며, 2025년에도 외형 성장이 가시성이 확보되어 있어 주택 마진 개선 시 경쟁사 대비 영업이익 반등의 폭이 더욱 클 것으로 예상된다. 단기적으로 높은 부채비율을 우려할 수 있지만, GS이니마 매각도 활용할 수 있어 실제 유동성 리스크로 번지지는 않을 것으로 예상된다.

3Q24 영업이익 컨센서스 하회 예상

GS건설의 3Q24 매출액은 3.1조원(-0.7% YoY), 영업이익은 844억원(+40.4 YoY, OPM 2.7%)이 예상된다. 추정 영업이익은 시장 컨센서스를 6% 하회하는 것이다. 건축/주택 2.3조원(+2.8% YoY), GPM은 7.6%(+2.6%p YoY)가 예상된다. 일부 현장의 도급 증액에도 원가율 압박이 지속되며 건축/주택 마진의 개선세는 2Q24의 GPM(+11.0%)만큼 두드러지는 않을 것으로 보인다. 플랜트 부문은 매출액은 810억원(+9.3% YoY), GPM은 7.6%(+3.0%p YoY)로 사우디 Fadhili 등 플랜트 부문 수주 증가로 매출에서 본격적인 YoY 증가가 예상된다. 신사업 부문의 매출액은 3,734억원(+1.5% YoY), GPM은 16.0%(-0.9%p YoY)가 예상된다. 신사업 매출의 70% 수준을 차지하는 GS이니마, 모듈러(Danwood, Elements)에서 안정적인 매출 성장과 수익성이 지속되고 있다. 2024년 3분기 누적 분양 물량은 12,600세대 수준으로 연간 가이드스 19,880세대 대비 63%를 달성했다. 일부 프로젝트의 이연 가능성을 감안해도 2024년 분양 물량은 가이드스 대비 80% 이상을 무난히 달성할 것으로 기대된다.

외형 확보의 가시성은 확보, 재무건전성 회복은 속제

GS건설은 2020~2022년 평균 2.7만세대의 분양 물량을 기록한 데 이어, 건설업이 크게 침체되었던 2023년에도 2.2만세대의 분양 물량을 소화했다. 2024년에도 1.8~2.0만세대의 분양이 가능할 것으로 보인다. 또한 적극적인 플랜트 수주로 3Q24 누적 2조원 이상의 플랜트 수주를 기록한 것으로 보이는데, 이는 2023년과 비교하여 4배 이상 늘어난 것이다. 또한 신사업 부문에서는 GS이니마, 모듈러 법인의 안정적인 성장이 지속되는 가운데, 2025년에는 베트남 개발 사업에서 약 2,500억원 이상의 매출 기여가 예상된다. 따라서 주택/건축 부문의 마진 개선 속도에 따라 영업이익 반등 폭은 경쟁사 대비 클 것으로 예상된다. 예상 2025년 GS건설의 매출액과 영업이익은 각각 13.2조원(+3.5% YoY), 5,885억원(+66.5% YoY)다.

다만 안정적인 영업활동을 위해서는 재무건전성은 해결해야 하는 부분이다. 2Q24말 GS건설의 현금성자산은 2.3조원, 차입금은 6.0조원 순차입금은 3.7조원에 달한다. 부채비율 역시 251%다. 현재 GS건설은 자회사 GS이니마의 경영권 매각 등을 포함한 현금 확보를 위한 다양한 방안을 구상하고 있다. GS이니마의 경영권 매각 시 1.5조원 이상의 현금 확보를 기대할 수 있어 재무건전성은 크게 개선될 것으로 보인다. 하지만 이 경우 수익성에 부정적인 영향을 줄 것으로 보이는데, 2023년 GS이니마의 매출액은 4,930억원, 순이익은 522억원에 달한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	24,000원(유지)
증가(2024.10.07)	17,810원
상승여력	34.8%

Stock Indicator

자본금	428십억원
발행주식수	8,558만주
시가총액	1,524십억원
외국인지분율	22.0%
52주 주가	12,750~21,550원
60일평균거래량	938,648주
60일평균거래대금	17.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.4	18.3	17.8	33.9
상대수익률	-5.0	27.1	21.6	25.5

Price Trend



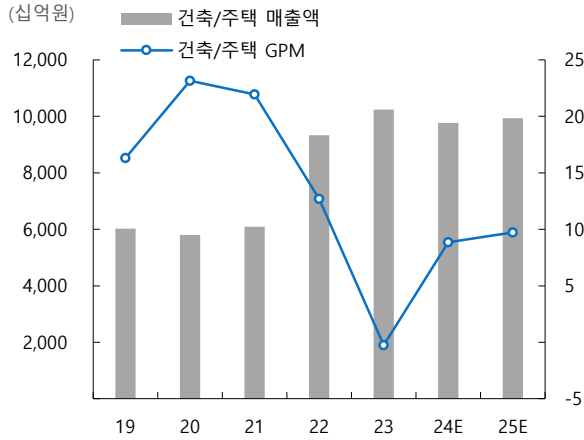
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,437	12,773	13,226	12,573
영업이익(십억원)	-388	352	589	641
순이익(십억원)	-482	252	330	377
EPS(원)	-5,631	2,945	3,854	4,406
BPS(원)	50,413	51,294	54,505	58,268
PER(배)		6.0	4.6	4.0
PBR(배)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	-10.5	5.7	7.1	7.6
배당수익률(%)		2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	-	9.3	5.3	5.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

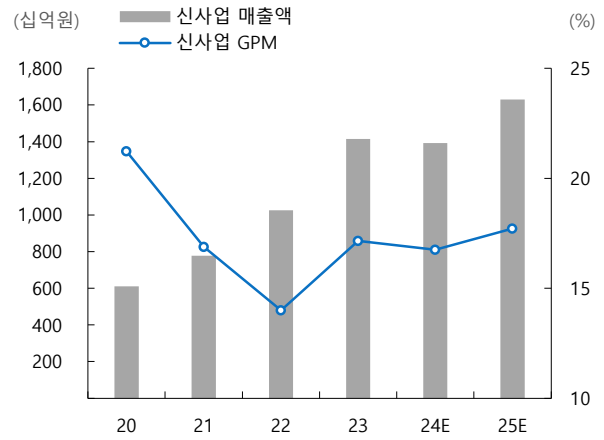
배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

그림1. GS 건설 연간 건축/주택 매출액 및 GPM 추이 및 전망



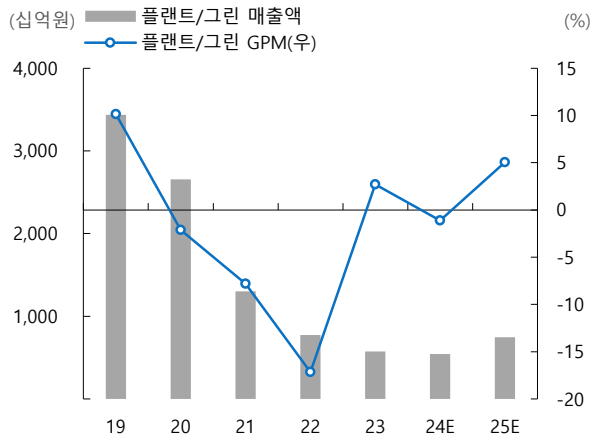
자료: GS건설, iM증권
 주: 2022년 3월 부로 자이C&A 연결 편입

그림2. GS 건설 신사업 매출액 및 GPM 추이 및 전망



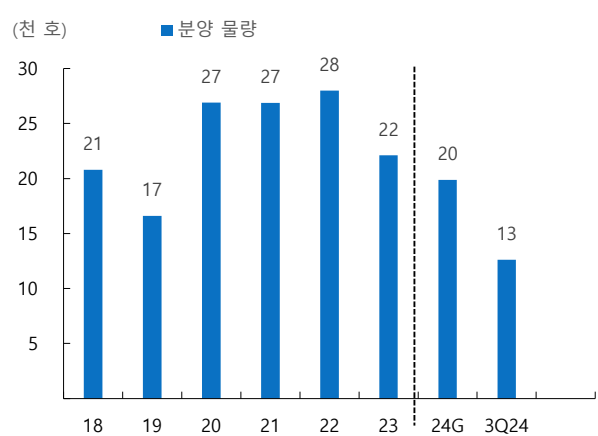
자료: GS건설, iM증권

그림3. GS 건설 플랜트/그린 매출액 추이 및 전망



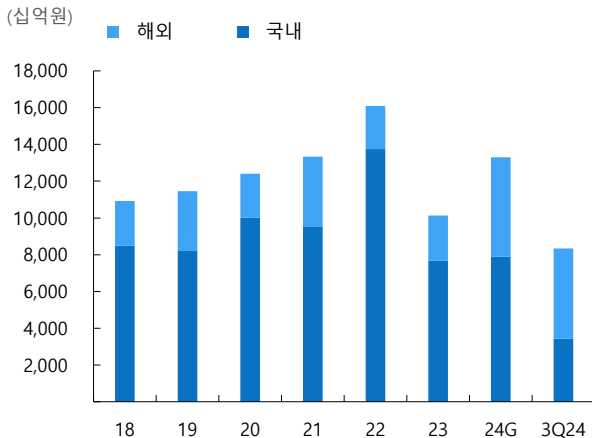
자료: GS건설, iM증권

그림4. GS 건설 연간 분양 추이 및 전망



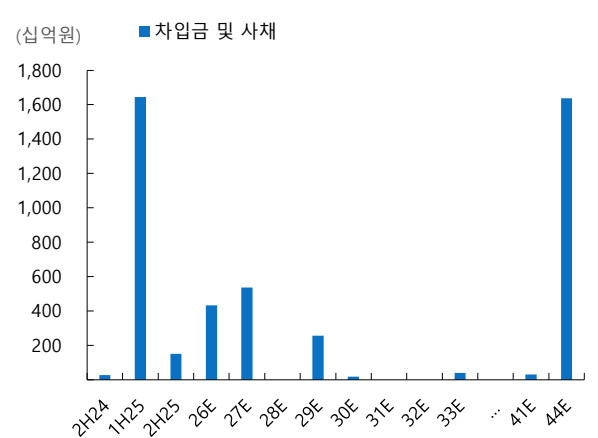
자료: GS건설, iM증권

그림5. GS 건설 신규 수주 추이 및 전망



자료: GS건설, iM증권

그림6. GS 건설 차입금/사채 만기 일정(추정)



자료: GS건설, iM증권
 주: 3Q24 만기 차입금의 경우 6개월 만기 연장 가정

표1. GS건설 3Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	3Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q23	YoY %	3Q24E	Diff %	3Q24E	Diff %
매출액	3,086	3,108	-0.7	3,155	-2.2	3,100	-0.4
영업이익	84	60	40.4	90	-6.0	82	3.0
세전이익	42	39	9.8	58	-26.3	41	3.6
지배주주순이익	29	0	6,982.6	43	-32.8	28	4.0
영업이익률	2.7	1.9	0.8	2.8	-0.1	2.6	0.1
지배주주순이익률	0.9	0.0	0.9	1.4	-0.4	0.9	0.0

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표2. GS건설 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023E	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	12,773	13,437	-4.9	12,850	-0.6	12,754	0.1
영업이익	353	-388	흑전	339	4.2	341	3.7
세전이익	370	-517	흑전	353	4.8	320	15.5
지배주주순이익	252	-482	흑전	259	-2.8	218	15.6
영업이익률	2.8	-2.9	5.7	2.6	0.1	2.7	0.1
지배주주순이익률	2.0	-3.6	5.6	2.0	0.0	1.7	0.3

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표3. GS건설 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2023E	2025E
매출액	12,773	13,226	12,754	13,157	0.1	0.5
영업이익	353	589	341	580	3.7	1.5
영업이익률	2.8	4.4	2.7	4.4	0.1	0.0
세전이익	370	489	320	490	15.5	-0.2
지배주주순이익	252	330	218	328	15.6	0.6
지배주주순이익률	2.0	2.5	1.7	2.5	0.3	0.0
EPS	2,945	3,854	2,542	3,828	15.9	0.7
BPS	51,294	54,505	51,600	54,785	-0.6	-0.5
ROE	5.7	7.1	4.9	7.0	0.8	0.1

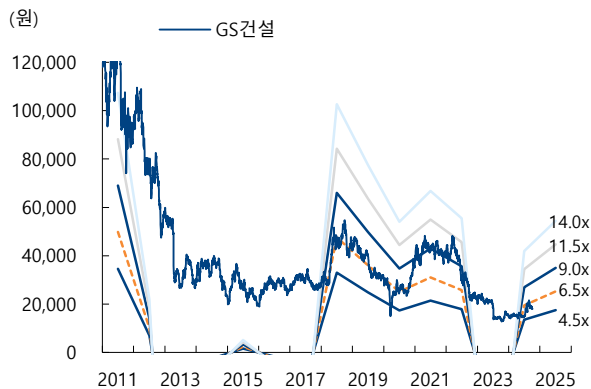
자료: iM증권

표4. GS건설 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	비고
EPS (원)	3,862	4,773	3,964	-5,629	2,945	3,854	
BPS (원)	51,311	54,046	56,456	50,413	51,294	54,505	
고점 P/E (배)	10.0	10.1	12.2	N/A			최근 5년 평균: 7.3
평균 P/E (배)	7.0	8.8	8.4	N/A			최근 5년간 평균: 5.6
저점 P/E (배)	3.9	7.5	5.3	N/A			최근 5년간 평균: 4.0
고점 P/B (배)	0.75	0.89	0.85	0.48			최근 5년간 평균: 0.79
평균 P/B (배)	0.53	0.78	0.59	0.36			최근 5년간 평균: 0.60
저점 P/B (배)	0.29	0.67	0.37	0.25			최근 5년간 평균: 0.44
ROE(%)	7.5	8.8	7.0	-11.2	5.7	7.1	
적용 BPS (원)					53,703		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.45		최근 3년 P/B 중하단
목표주가 (원)					24,000		Target P/E 6.5배
전일 증가 (원)					17,810		
상승 여력					34.8		

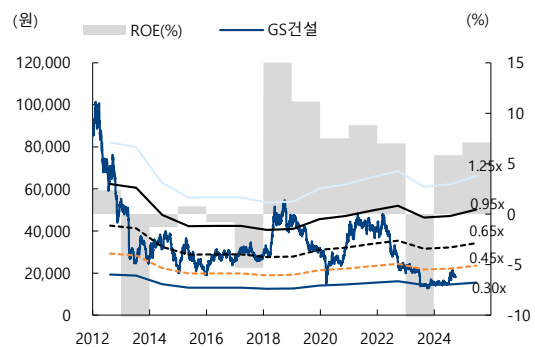
자료: iM증권 리서치본부

그림1. GS건설 P/E Band (Implied P/E 6.5x)



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. GS건설 P/B Band (Implied P/B 0.45x)



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표1. GS 건설 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,513	3,495	3,108	3,321	3,071	3,297	3,086	3,319	12,299	13,437	12,773	13,226
YoY	47.8	14.7	5.2	-15.3	-12.6	-5.7	-0.7	-0.1	36.1	9.2	-4.9	3.5
건축/주택	2,767	2,685	2,262	2,523	2,387	2,533	2,326	2,527	9,335	10,237	9,773	9,941
YoY	60.6	11.3	3.7	-16.4	-13.7	-5.7	2.8	0.2	53.3	9.7	-4.5	1.7
신사업	325.0	336	368.0	385	287.0	350	373.4	381	1,025	1,414	1,392	1,630
YoY	69.2	29.7	40.5	23.4	-11.7	4.3	1.5	-1.0	31.9	37.9	-1.6	17.1
플랜트	80	79	74	68	54	60.5	81	98	599	301	293	512
YoY	-55.4	132.4	-60.0	-66.2	-32.5	-23.4	9.3	43.9	-53.9	-49.8	-2.6	74.7
인프라	274	310	296	225	263	259	237	239	1,060	1,105	998	896
YoY	21.0	16.5	13.4	-26.7	-4.0	-16.4	-19.9	6.3	35.9	4.2	-9.6	-10.3
그린	36	60	83	93	48	69	66	69	172	272	252	234
YoY	18.9	25.0	118.4	66.1	33.3	15.0	-20.9	-25.8		57.9	-7.5	-7.2
기타	31	25	25	28	32	26	3	4	105	109	65	14
YoY	25.7	-7.4	0.0	0.0	3.2	2.4	-86.4	-84.9	18.8	4.1	-40.1	-79.0
매출총이익	347	-250	225	-60	274	274	254	281	1,289	261	1,083	1,328
YoY	14.6	-173.9	-23.1	-116.9	-20.8	-209.4	13.1	-569.1	-4.6	-79.8	315.2	22.6
매출총이익률	9.9	-7.2	7.2	-1.8	8.9	8.3	8.2	8.5	10.5	1.9	8.5	10.0
건축/주택	272	-335	113	-77	210	279	176	198	1,185	-27	864	966
신사업	76	61	61	44	48	58	60	64	143	243	229	286
플랜트	-25	3	3	2	7	-28	6	8	-94	-17	-7	28
인프라	22	26	22	-46	6	-33	8	8	77	24	-10	37
Eco	-6	-3	23	17	-3	-2	3	2	-38	32	1	9
기타	6	-3	3	1	7	-1	0	0	13	7	7	1
건축/주택 GPM	9.8	-12.5	5.0	-3.1	8.8	11.0	7.6	7.9	12.7	-0.3	8.8	9.7
신사업 GPM	23.5	18.2	16.6	11.4	16.6	16.6	16.0	16.8	14.0	17.2	16.5	17.6
플랜트 GPM	-30.7	4.4	3.6	2.7	12.5	-45.5	7.6	7.8	-15.8	-5.5	-2.4	5.5
인프라 GPM	8.2	8.3	7.4	-20.5	2.4	-12.6	3.6	3.3	7.3	2.2	-1.0	4.1
그린 GPM	-15.6	-4.8	28.2	18.5	-6.5	-2.8	4.8	3.5	-22.0	11.8	0.2	3.9
판매관리비	187	164	165	134	205	181	170	176	732	650	731	739
판매관리비율	5.3	4.7	5.3	4.0	6.7	5.5	5.5	5.3	5.9	4.8	5.7	5.6
영업이익	158.9	-413.8	60	-193	71	93	84	105	554.8	-388	353	589
YoY	3.7	적전	-51.9	적전	-55.6	흑전	40.4	흑전	-14.2	-169.9	-191.1	66.5
영업이익률	4.5	-11.8	1.9	-5.8	2.3	2.8	2.7	3.2	4.5	-2.9	2.8	4.4
영업외손익	51	-4	-21	-155	108	-38	-42	-12	110	-130	16	-100
세전이익	210	-418	39	-348	179	56	42	93	665	-517	370	489
당기순이익	163	-281	12	-314	138	37	31	67	441	-419	273	354
지배주주순이익	138	-299	0	-332	134	27	29	51	339	-482	252	330
YoY	-4.1	-310.0	-99.7	265.7	-2.8	흑전	6,982.6	흑전	-16.9	-242.0	-152.3	30.9
지배주주순이익률	3.9	-8.5	0.0	-10.0	4.4	0.8	0.9	1.5	2.8	-3.6	2.0	2.5

자료: Dart, iM증권

주: 1) 자이C&A 2022년 3월 부로 연결 편입(건축/주택 부문)

K-IFRS 연결 요약 재무제표

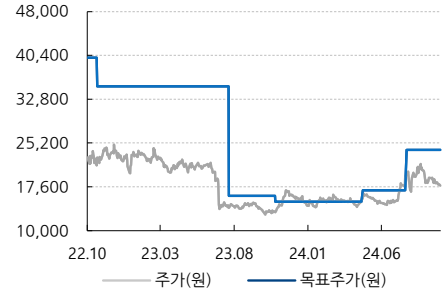
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,482	10,304	10,494	10,521	매출액	13,437	12,773	13,226	12,573
현금 및 현금성자산	2,245	2,760	3,088	2,953	증가율(%)	9.2	-4.9	3.5	-4.9
단기금융자산	1,021	994	829	829	매출원가	13,174	11,690	11,898	11,229
매출채권	3,101	3,189	3,275	3,644	매출총이익	262	1,083	1,328	1,344
재고자산	1,339	1,467	1,369	1,270	판매비와관리비	650	731	739	703
비유동자산	8,225	8,100	8,423	8,651	연구개발비	38	37	38	36
유형자산	2,256	2,116	2,424	2,637	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	961	992	1,024	1,056	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	17,707	18,404	18,917	19,171	영업이익	-388	352	589	641
유동부채	8,796	9,125	9,198	8,960	증가율(%)	적전	흑전	67.1	8.9
매입채무	1,606	1,686	1,733	1,603	영업이익률(%)	-2.9	2.8	4.4	5.1
단기차입금	1,286	1,159	1,154	1,149	이자수익	198	169	170	170
유동성장기부채	1,051	1,418	1,413	1,408	이자비용	306	311	308	308
비유동부채	4,026	4,054	4,074	4,094	지분법이익(손실)	40	-2	-16	-11
사채	443	325	335	345	기타영업외손익	37	348	375	162
장기차입금	2,467	2,614	2,624	2,634	세전계속사업이익	-517	370	489	560
부채총계	12,822	13,180	13,272	13,055	법인세비용	-98	97	134	154
지배주주지분	4,314	4,633	5,029	5,472	세전계속이익률(%)	-3.9	2.9	3.7	4.5
자본금	428	428	428	428	당기순이익	-420	273	354	406
자본잉여금	942	942	942	942	순이익률(%)	-3.1	2.1	2.7	3.2
이익잉여금	3,046	3,256	3,543	3,878	지배주주귀속 순이익	-482	252	330	377
기타자본항목	-37	-37	-37	-37	기타포괄이익	83	83	83	83
비지배주주지분	571	591	616	645	총포괄이익	-336	356	438	489
자본총계	4,885	5,224	5,644	6,116	지배주주귀속총포괄이익	-336	356	438	489

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	470	500	923	531	주당지표(원)				
당기순이익	-420	273	354	406	EPS	-5,631	2,945	3,854	4,406
유형자산감가상각비	-	-	-	-	BPS	50,413	51,294	54,505	58,268
무형자산상각비	26	-	-	-	CFPS	-5,326	2,945	3,854	4,406
지분법관련손실(이익)	40	-2	-16	-11	DPS	-	500	500	500
투자활동 현금흐름	-763	-318	-49	-120	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-476	-492	-363	-269	PER		6.0	4.6	4.0
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.3	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	-47	27	166	-	PCR	-2.8	6.0	4.6	4.0
재무활동 현금흐름	496	268	-32	-32	EV/EBITDA	-	9.3	5.3	5.1
단기금융부채의증감	-	-91	-6	-6	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	29	20	20	ROE	-10.5	5.7	7.1	7.6
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	-2.7	2.8	4.4	5.1
배당금지급	-135	-	-42	-42	부채비율	262.5	252.3	235.1	213.4
현금및현금성자산의증감	221	515	328	-135	순부채비율	40.6	33.7	28.5	28.7
기초현금및현금성자산	2,024	2,245	2,760	3,088	매출채권회전율(x)	4.5	4.1	4.1	3.6
기말현금및현금성자산	2,245	2,760	3,088	2,953	재고자산회전율(x)	9.5	9.1	9.3	9.5

자료 : GS건설, iM증권 리서치본부

GS건설 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-10-27	Buy	35,000	-39.0%	-28.9%
2023-07-27	Hold	16,000	-12.4%	-7.3%
2023-10-31	Hold	15,000	1.1%	13.1%
2024-04-29	Hold	17,000	-7.7%	13.0%
2024-07-29	Buy	24,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%