



GS건설 (006360)

리스크보단 개선에 무게를

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / ▶ RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(상향): 24,000원

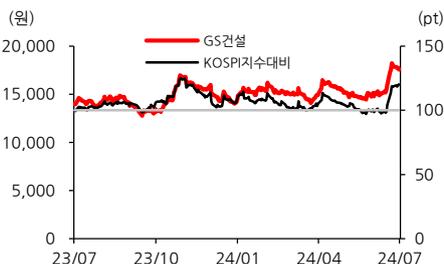
현재 주가(7/25)	17,570 원
상승여력	▲36.6%
시가총액	15,037 억원
발행주식수	85,581 천주
52 주 최고가 / 최저가	18,220 / 12,750 원
90 일 일평균 거래대금	84.35 억원
외국인 지분율	21.4%
주주 구성	
허창수 (외 17 인)	23.6%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	0.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.0	17.8	21.5	21.9
상대수익률(KOSPI)	19.3	14.6	11.8	19.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	12,299	13,437	12,860	13,077
영업이익	555	-388	312	463
EBITDA	769	-195	540	713
지배주주순이익	339	-482	186	236
EPS	3,964	-5,631	2,191	2,784
순차입금	1,960	2,511	2,835	2,704
PER	5.3	-2.7	8.0	6.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.9	-19.5	8.0	5.9
배당수익률	6.1	n/a	n/a	n/a
ROE	7.2	-10.5	4.3	5.2

주가 추이



동사의 2 분기 영업이익은 시장 기대치를 9% 상회했습니다. 주택 마진 개선 영향이 컸습니다. 리스크에 대한 우려보다는 개선에 대한 기대에 무게를 둘 필요가 있었습니다. GS 건설에 대해 투자 의견 Buy 를 유지하며, 목표주가를 24,000 원으로 상향합니다.

2Q24 Review: 영업이익, 시장 기대치 9% 상회

GS건설의 2분기 매출액은 3.3조 원, 영업이익은 937억 원으로 전년동기 대비 각각 -5.7%, 흑자전환을 기록했다. 영업이익이 기대치를 상회한 주요인은 주택 마진 개선에 있다. 주택 GPM은 1분기 10.1%, 2분기 10.7%로 양호했는데, 이는 도급증액 및 정산이익 효과 덕분이다. 그러나 내년 이후 구조적인 주택 마진 개선을 예상하고 있는 현 시점에 하반기 마진 축소 가능성은 주가에 더 이상 부정적 요인이 아니라는 판단이다. 주택 외 플랜트 및 인프라 해외 현장에서는 추가 원가 반영이 이루어졌는데, 남은 해외 현장도 많지 않을뿐더러 원가 반영이 2분기에 집중된 것으로 파악돼 남은 실적 리스크가 크지 않아 보인다.

리스크에 대한 우려보단 개선에 대한 기대를

문제는 재무 리스크다. 상반기 말 순차입금 3.2조 원, 부채비율 251.5%로 차입금 규모가 절대적으로 크다. 동사는 이번 실적 발표를 통해 1) 단기 현금흐름 양호, 2) PF 지급보증 잔액 유지, 3) 신사업 방향 재정립을 통한 중장기 재무구조 개선 등을 언급하며 재무 리스크에 대한 우려를 다소 누그러뜨렸다. 리스크가 지금보다 더 확대되지만 않는다면 지금부터는 개선에 대한 기대에 좀더 무게를 실을 필요가 있다는 판단이다. 한편, 상반기 신규수주는 8.3조 원으로 연간 목표의 63%를 달성했으며, 주택 분양공급은 8486세대로 연간 2만 세대 분양 계획의 43%를 소화했다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 24,000원으로 상향

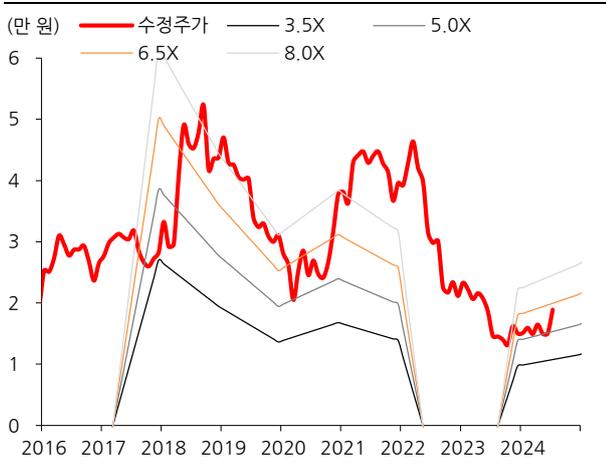
GS건설에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 19,000원에서 24,000원으로 26% 상향한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수를 기존 0.35배에서 0.45배(예상 ROE 4.8%)로 상향 적용해 산출했다. 주택시장 회복 분위기가 감지되는 가운데 실적 리스크도 크지 않은 만큼 작년 상반기 수준의 주가 회복은 기대해볼 수 있다는 판단이다. 현 주가(7/25)는 시장 컨센서스 기준 12M Fwd. P/B 0.32배, P/E 5.4배 수준이다.

[표1] GS 건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	53,481	12개월 예상 BPS 기준
적정 P/B(배)	0.45	12개월 예상 ROE 4.8%, COE 9.0%, 영구성장률 1% 가정 시 산출된 목표배수를 할인
적정 주가(원)	24,068	
목표 주가(원)	24,000	기준 19,000 원에서 상향
현재 주가(원)	17,570	
상승 여력	37%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



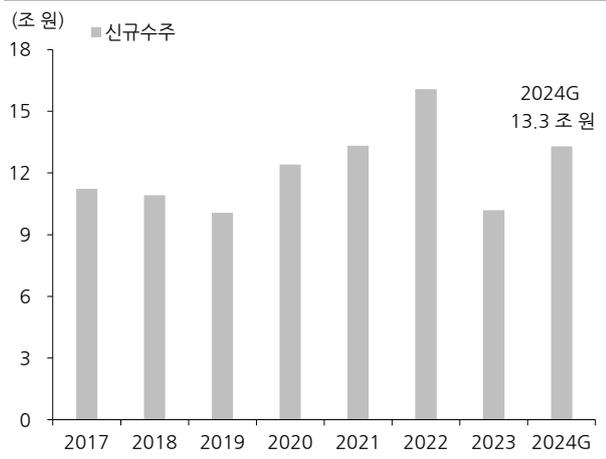
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



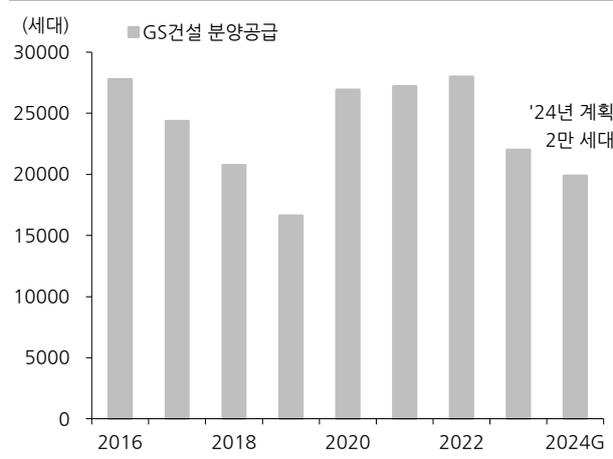
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] GS 건설 신규수주 추이 및 목표: 1H 달성률 62.8%



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GS 건설 분양 추이 및 계획: 1H 8486세대 공급



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[표2] GS 건설 2024년 2분기 실적

(단위: 십억 원)

	2Q23	1Q24	2Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	3,495	3,071	3,297	3,141	3,249	-5.7%	7.4%	5.0%	1.5%
영업이익	-414	71	94	80	86	후자전환	32.7%	17.7%	9.2%
지배주주순이익	-299	135	27	61	56	후자전환	-79.9%	-55.4%	-51.3%
영업이익률	-11.8%	2.3%	2.8%	2.5%	2.6%	14.7%P	0.5%P	0.3%P	0.2%P
순이익률	-8.5%	4.4%	0.8%	1.9%	1.7%	9.4%P	-3.6%P	-1.1%P	-0.9%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] GS 건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,513	3,495	3,108	3,321	3,071	3,297	3,048	3,444	12,299	13,437	12,860	13,077
YoY(%)	47.8	14.7	5.2	-15.3	-12.6	-5.7	-1.9	3.7	36.1	9.3	-4.3	1.7
토목	274	310	296	224	263	259	281	373	1,061	1,104	1,176	1,246
플랜트	116	139	157	161	102	130	218	349	772	573	797	1,067
신사업	325	336	368	385	287	350	404	452	1,025	1,414	1,494	1,857
건축/주택	2,767	2,685	2,262	2,523	2,387	2,533	2,121	2,242	9,335	10,237	9,282	8,797
매출원가	3,167	3,745	2,882	3,380	2,795	3,022	2,800	3,185	11,013	13,174	11,803	11,875
매출원가율(%)	90.1	107.2	92.7	101.8	91.0	91.6	91.9	92.5	89.5	98.0	91.8	90.8
토목	91.8	91.7	92.6	120.5	97.6	112.6	95.0	95.8	92.7	97.8	99.7	97.0
플랜트	126.0	99.7	83.4	88.1	96.4	122.7	95.0	97.1	117.2	97.3	100.6	96.0
신사업	76.5	81.8	83.4	88.5	83.4	83.4	83.5	85.3	86.0	82.8	84.0	84.0
건축/주택	90.2	112.5	95.0	103.1	91.2	89.0	92.8	92.6	87.3	100.3	91.3	90.8
판관비	187	164	165	134	205	182	171	188	732	650	746	739
판관비율(%)	5.3	4.7	5.3	4.0	6.7	5.5	5.6	5.5	6.0	4.8	5.8	5.7
영업이익	159	-414	60	-193	71	94	77	70	555	-388	312	463
YoY(%)	3.7	적자전환	-51.9	적자전환	-55.6	후자전환	27.7	후자전환	-14.2	-169.9	-180.3	48.6
영업이익률(%)	4.5	-11.8	1.9	-5.8	2.3	2.8	2.5	2.0	4.5	-2.9	2.4	3.5
영업외손익	51	-4	-21	-155	108	-37	-32	-83	110	-130	-43	-127
세전이익	210	-418	39	-348	179	57	45	-12	665	-517	269	336
순이익	163	-281	12	-314	139	37	33	-9	441	-420	200	249
YoY(%)	5.1	적자전환	-92.8	적자전환	-14.7	후자전환	187.4	적자지속	2.9	-195.1	-147.8	24.1
순이익률(%)	4.7	-8.0	0.4	-9.4	4.5	1.1	1.1	-0.3	3.6	-3.1	1.6	1.9
지배주주순이익	138	-299	0	-321	135	27	33	-9	339	-482	186	236

자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	9,037	12,299	13,437	12,860	13,077
매출총이익	1,351	1,287	262	1,057	1,202
영업이익	646	555	-388	312	463
EBITDA	800	769	-195	540	713
순이자손익	-37	-12	-99	-132	-118
외화관련손익	116	117	8	131	0
지분법손익	6	19	40	1	0
세전계속사업손익	658	665	-517	269	336
당기순이익	429	441	-420	200	249
지배주주순이익	408	339	-482	186	236
증가율(%)					
매출액	-5.5	36.1	9.2	-4.3	1.7
영업이익	흑전	-14.2	적전	흑전	48.6
EBITDA	흑전	-3.9	적전	흑전	31.9
순이익	흑전	2.9	적전	흑전	24.1
이익률(%)					
매출총이익률	14.9	10.5	2.0	8.2	9.2
영업이익률	7.2	4.5	-2.9	2.4	3.5
EBITDA 이익률	8.9	6.3	-1.4	4.2	5.4
세전이익률	7.3	5.4	-3.9	2.1	2.6
순이익률	4.7	3.6	-3.1	1.6	1.9

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	1,107	-7	470	640	745
당기순이익	429	441	-420	200	249
자산상각비	154	214	193	229	250
운전자본증감	521	-783	27	-565	231
매출채권 감소(증가)	-437	-94	-288	139	302
재고자산 감소(증가)	17	203	314	-120	-42
매입채무 증가(감소)	40	101	-96	-204	-76
투자현금흐름	-531	-1,311	-763	-732	-649
유형자산처분(취득)	-130	-293	-475	-421	-392
무형자산 감소(증가)	-22	-30	-28	-54	-55
투자자산 감소(증가)	-167	-203	32	-144	-35
재무현금흐름	-5	625	496	195	-22
차입금의 증가(감소)	-86	-106	-117	-122	-22
자본의 증가(감소)	-121	-120	-135	0	0
배당금의 지급	-121	-120	-135	0	0
총현금흐름	924	1,089	683	1,299	514
(-)운전자본증가(감소)	-870	1,163	-611	679	-231
(-)설비투자	135	296	476	423	392
(+)자산매각	-17	-27	-26	-52	-55
Free Cash Flow	1,642	-397	791	145	298
(-)기타투자	561	405	876	-1	167
잉여현금	1,082	-802	-85	146	131
NOPLAT	421	368	-281	232	343
(+) Dep	154	214	193	229	250
(-)운전자본투자	-870	1,163	-611	679	-231
(-)Capex	135	296	476	423	392
OpFCF	1,310	-876	47	-641	431

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	8,195	9,412	9,482	9,754	9,685
현금성자산	3,187	2,998	3,266	3,223	3,332
매출채권	2,126	2,860	3,101	3,019	2,717
재고자산	1,477	1,500	1,339	1,486	1,528
비유동자산	6,989	7,535	8,225	8,158	8,523
투자자산	4,765	4,827	5,008	4,613	4,780
유형자산	1,543	1,820	2,256	2,541	2,712
무형자산	680	888	961	1,004	1,031
자산총계	15,184	16,947	17,707	17,912	18,208
유동부채	6,769	8,205	8,796	8,402	8,434
매입채무	2,734	2,948	2,842	2,793	2,717
유동성이자부채	1,077	2,271	2,449	2,420	2,398
비유동부채	3,542	3,385	4,026	4,417	4,444
비유동이자부채	2,905	2,687	3,328	3,639	3,639
부채총계	10,311	11,590	12,822	12,819	12,878
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	951	943	942	942	942
이익잉여금	3,406	3,660	3,046	3,232	3,469
자본조정	-160	-199	-102	-163	-163
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
자본총계	4,873	5,356	4,885	5,093	5,330

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	4,773	3,964	-5,631	2,191	2,784
BPS	54,046	56,457	50,413	51,870	54,632
DPS	1,300	1,300	0	0	0
CFPS	10,802	12,729	7,983	15,182	6,002
ROA(%)	2.8	2.1	-2.8	1.0	1.3
ROE(%)	9.3	7.2	-10.5	4.3	5.2
ROIC(%)	7.9	6.1	-4.1	3.2	4.6
Multiples(x, %)					
PER	8.3	5.3	-2.7	8.0	6.3
PBR	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
PSR	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	3.7	1.7	1.9	1.2	2.9
EV/EBITDA	5.2	4.9	-19.5	8.0	5.9
배당수익률	3.3	6.1	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	211.6	216.4	262.5	251.7	241.6
Net debt/Equity	16.3	36.6	51.4	55.7	50.7
Net debt/EBITDA	99.3	254.9	-1,290.6	524.7	379.5
유동비율	121.1	114.7	107.8	116.1	114.8
이자보상배율(배)	7.0	3.7	n/a	1.0	1.6
자산구조(%)					
투하자본	39.7	46.5	45.5	48.7	48.2
현금+투자자산	60.3	53.5	54.5	51.3	51.8
자본구조(%)					
차입금	45.0	48.1	54.2	54.3	53.1
자기자본	55.0	51.9	45.8	45.7	46.9

[Compliance Notice]

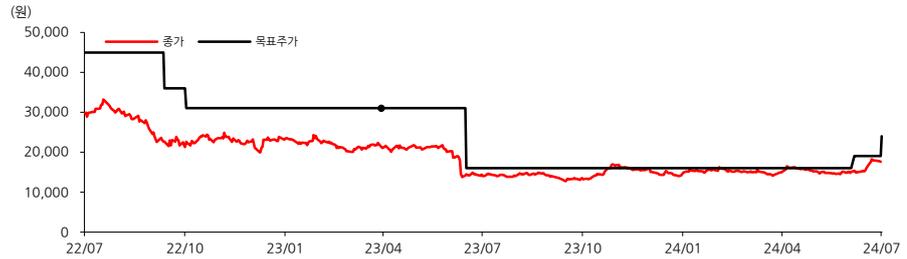
(공표일: 2024년 7월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[GS건설 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.07.28	2022.10.07	2022.10.27	2022.11.07	2023.01.06
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		45,000	36,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2023.01.31	2023.02.06	2023.03.09	2023.04.14	2023.04.28	2023.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000	31,000
일 시	2023.05.25	2023.07.11	2023.08.10	2023.09.12	2023.10.12	2023.11.10
투자의견	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	31,000	16,000	16,000	16,000	16,000	16,000
일 시	2023.12.14	2024.07.01	2024.07.26			
투자의견	Hold	Buy	Buy			
목표가격	16,000	19,000	24,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.07	Buy	36,000	-37.71	-33.89
2022.10.27	Buy	31,000	-29.56	-19.68
2023.07.11	Hold	16,000	-7.33	6.06
2024.07.01	Buy	19,000	-13.48	-4.11
2024.07.26	Buy	24,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%