

## 3Q23 Review: 아직은 시간이 필요

### Analyst 신동현

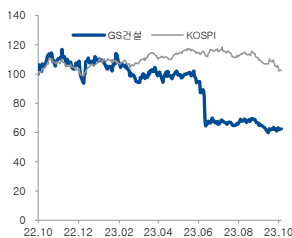
02-3787-2335 dhshin@hmsec.com

현재주가 (10/30)	13,320원
상승여력	20.1%
시가총액	1,140십억원
발행주식수	85,581천주
자본금/액면가	428십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	24,900원/12,750원
일평균 거래대금 (60일)	10십억원
외국인지분율	18.99%
주요주주	허창수 외 16 인 23.64%
<b>주가상승률</b>	1M 3M 6M
<b>절대주가(%)</b>	-5.1 -5.5 -38.3
<b>상대주가(%p)</b>	1.3 6.6 -33.2

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	715	4,967	16,000
After	-970	2,665	16,000
Consensus	-71	4,125	17,000
Cons. 차이	1266.2%	-35.4%	-5.9%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 3Q23 연결 매출액 3조 1,075억원(+5.2% YoY, -11.1% QoQ), 영업이익 602억원(-51.9% YoY, 흑자전환 QoQ) 기록
- 전체 현장 안전점검이 공사 진행률에 미치는 영향이 예상했던 것보다 컸으며, 각 현장에서의 추가적인 원가 반영이 증가해 건축/주택부문 GPM이 크게 훼손됨

### 주요이슈 및 실적전망

- 3Q23 연결 매출액 3조 1,075억원, 영업이익 602억원으로 컨센서스 및 당사 추정치 크게 하회
- 분기별 건축/주택부문 매출액의 YoY 증가율은 지난 3년간의 많은 분양물량에도 불구하고 전 현장 안전점검의 영향으로 조업도가 하락해 크게 감소함(1Q23 +61% YoY, 2Q23 +11% YoY, 3Q23 +4% YoY)
- 건축/주택부문 원가율은 재시공비용 반영 전인 1Q23 9.8%의 거의 절반인 5.0% 기록. 각 현장에서 콘크리트 강도 상향 등 품질 관련 추가 원가가 발생했고, 안전관련 비용도 증가함
- 세전이익의 YoY 감소폭이 유독 커진 것은 이자손익의 감소(-348억원 YoY)와 외화환산이익의 부재(3Q22 2,280억원으로 이례적인 환산이익 발생)에 따른 기저효과 때문으로 추정됨
- 건축/주택부문의 매출액은 4Q23부터 다시 정상화될 수 있을 것으로 보이지만, 아직 점검이 지속되고 있고 예정원가 상향작업이 진행 중인 현상이 남아있기 때문에 원가율은 4Q23에도 당분기 수준에서 크게 개선되기 어려울 전망
- 다만 적자가 불가피했던 올해에 사고 여파에 따른 추가 원가를 모두 반영하고 나면, '24년부터는 불확실성을 최소화한 상태로 실적 개선을 기대할 수 있으며, 실적 부진에 대한 우려는 낮아진 주가에 이미 충분히 반영되었다고 판단함

### 주가전망 및 Valuation

- 전체적인 실적 악화 속에서도 신사업부문의 신규수주와 실적기여도는 매년 상승하는 모습을 보여주고 있음. 내년 본업 정상화와 가시화되는 시기에 신사업의 Value 역시 주가에 본격적으로 반영되기 시작할 것으로 전망
- 이미 악재는 모두 반영되었다는 판단 하에 목표주가 16,000원 유지하며, 주가하락에 따른 상승여력 확대로 투자조건 BUY로 상향하나, 이익률이 정상 궤도에 오를 때까지는 관망을 추천함

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	9,037	646	408	800	4,793	23.2	8.3	0.7	5.0	9.3	3.3
2022	12,299	555	339	769	3,964	-17.3	5.3	0.4	5.1	7.2	6.1
2023F	13,749	-105	-83	99	-970	적전	NA	0.2	40.3	NA	9.8
2024F	13,916	380	228	609	2,665	흑전	5.0	0.2	6.9	4.8	9.8
2025F	13,089	510	327	746	3,824	43.5	3.5	0.2	5.8	6.6	9.8

\* K-IFRS 연결 기준

<표1> GS건설 3Q23 실적

(단위: 십억원)	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	3Q22	2Q23	3Q23P	(YoY)	(QoQ)	3Q23F	Diff.	3Q23F	Diff.
매출액	2,953	3,495	3,108	5.2%	-11.1%	3,077	1.0%	3,284	-5.4%
영업이익	125	-414	60	-51.9%	흑전	125	-51.9%	110	-45.7%
세전이익	232	-418	39	-83.2%	흑전	119	-67.2%	107	-63.8%
당기순이익	160	-281	12	-92.7%	흑전	95	-87.6%	79	-85.2%

자료: FnGuide, 현대차증권

<표2> GS건설 연간 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		변화율	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	13,749	13,916	13,876	11,942	-0.9%	16.5%
영업이익	(105)	380	66	622	-258.7%	-38.9%
세전이익	(68)	386	121	720	-156.6%	-46.4%
당기순이익	(25)	271	146	504	-117.1%	-46.4%

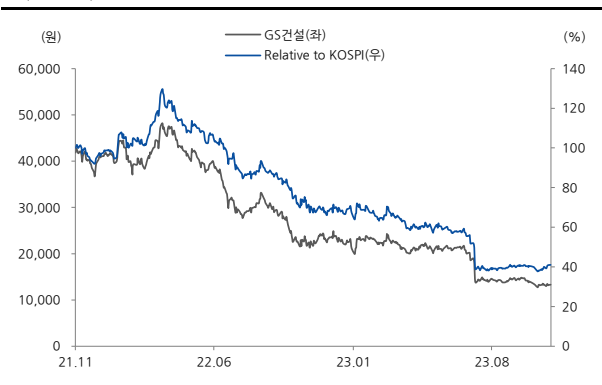
자료: 현대차증권

<표3> GS건설 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	55,019	- 2023F BPS
Target P/B (배)	0.29	- 안전사고 이후 주가가 하락했던 유사 케이스의 할인율 적용
적정주가 (원)	15,955	- Target P/B * 2023F BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>16,000</b>	
전일종가 (원)	13,320	- 2023.10.30 종가
상승여력 (%)	20.1	
<b>투자의견</b>	<b>BUY</b>	

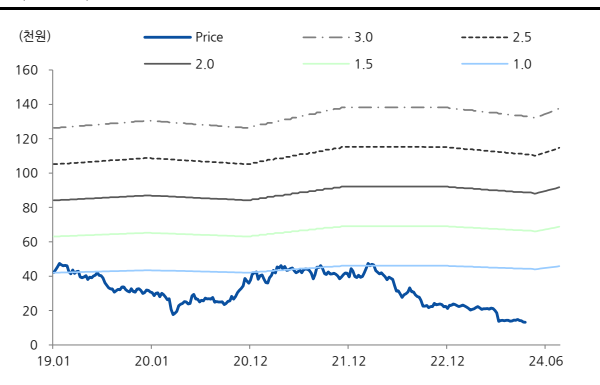
자료: 현대차증권

<그림1> GS건설 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> GS건설 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

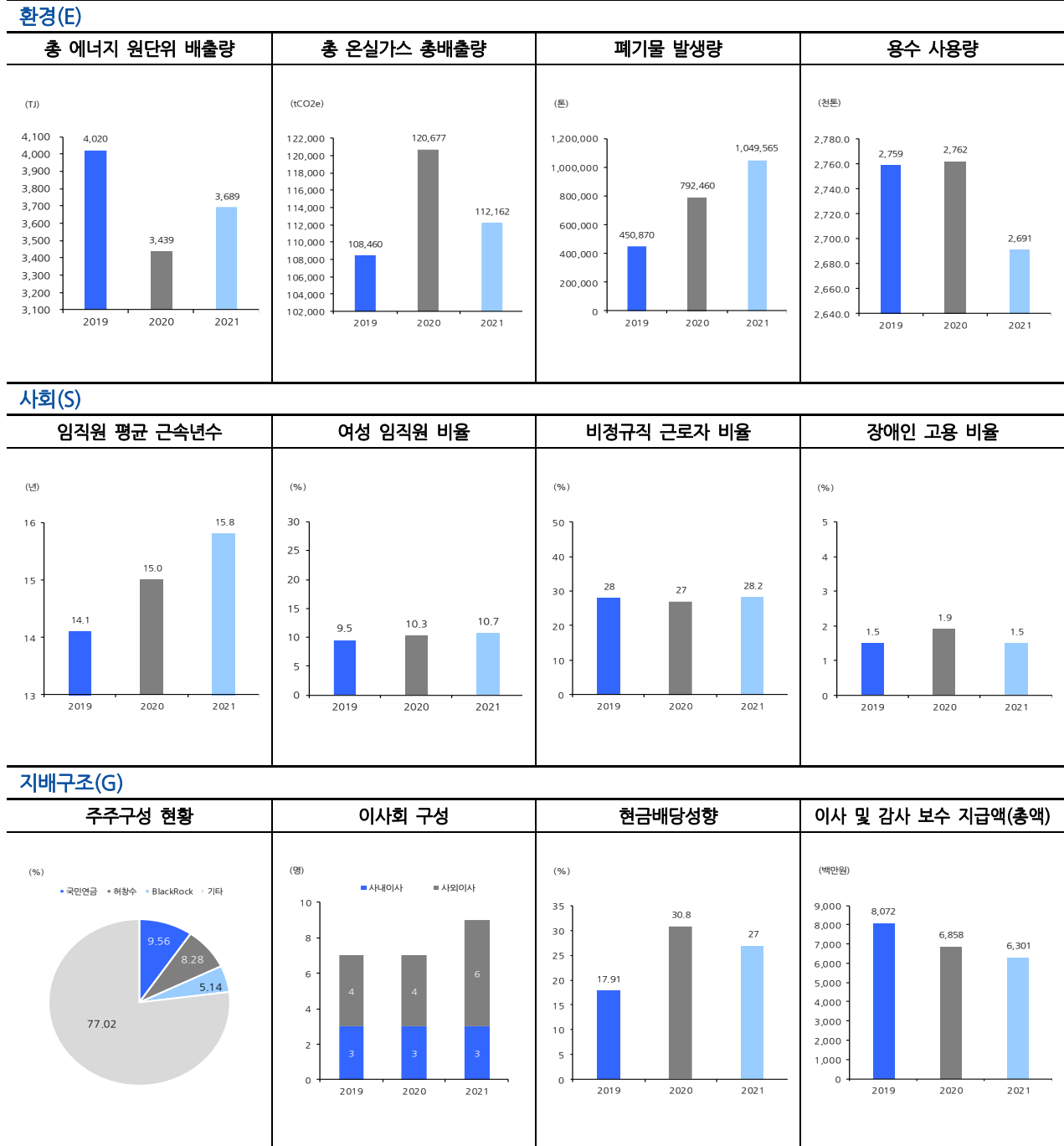
〈표4〉 GS건설 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	3,513	3,495	3,108	3,635	3,306	3,557	3,235	3,818	12,299	13,749	13,916
YoY	47.8%	14.7%	5.2%	-7.3%	-5.9%	1.8%	4.1%	5.0%	36.1%	11.8%	1.2%
>건축/주택	2,767	2,685	2,262	2,783	2,504	2,734	2,367	2,966	9,335	10,497	10,572
YoY	60.6%	11.3%	3.7%	-7.8%	-9.5%	1.8%	4.7%	6.6%	53.3%	12.4%	0.7%
>플랜트/환경	116	139	156	221	166	185	200	185	772	632	736
YoY	-44.5%	67.5%	-30.0%	-13.8%	43.2%	32.9%	28.2%	-16.6%	-48.0%	-18.1%	16.3%
>인프라	274	310	296	294	286	281	304	297	1,061	1,174	1,168
YoY	20.7%	16.5%	13.4%	-4.1%	4.3%	-9.3%	2.6%	0.8%	36.0%	10.7%	-0.6%
>신사업	325	337	367	311	325	332	339	345	1,025	1,340	1,341
YoY	69.3%	30.1%	40.1%	-0.4%	0.0%	-1.5%	-7.7%	11.1%	31.7%	30.7%	0.1%
매출총이익	346	-250	225	265	252	285	274	335	1,287	586	1,145
YoY	14.5%	적전	-22.6%	-25.3%	-27.1%	흑전	21.7%	26.4%	-4.7%	-54.5%	95.6%
GPM	9.9%	-7.2%	7.2%	7.3%	7.6%	8.0%	8.5%	8.8%	10.5%	4.3%	8.2%
>건축/주택	271	-337	119	167	163	191	178	237	1,186	221	769
YoY	7.8%	적전	-45.4%	-42.1%	-40.0%	흑전	48.7%	42.1%	-11.1%	-81.4%	248.0%
GPM	9.8%	-12.5%	5.3%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	12.7%	2.1%	7.3%
>플랜트/환경	-30	0	26	13	10	13	15	13	-133	9	50
YoY	적전	흑전	-79.3%	흑전	흑전	2484.8%	-44.1%	0.4%	적지	흑전	453.0%
GPM	-26.0%	0.3%	16.7%	5.7%	6.2%	6.8%	7.3%	6.9%	-17.2%	1.4%	6.8%
>인프라	22	25	22	21	21	22	23	24	23	24	22
YoY	1549.6%	38.5%	-0.5%	-42.7%	-4.6%	-11.5%	5.3%	15.2%	1.3%	4.2%	-9.0%
GPM	8.2%	8.2%	7.3%	7.0%	7.5%	8.0%	7.5%	8.0%	2.1%	2.0%	1.9%
>신사업	76	61	61	61	55	55	56	58	144	260	224
YoY	148.6%	103.3%	79.4%	26.3%	-28.3%	-9.6%	-8.2%	-6.0%	9.1%	81.2%	-13.9%
GPM	27.9%	19.8%	20.6%	20.9%	19.2%	19.7%	18.4%	19.5%	14.0%	19.4%	16.7%
영업이익	159	-414	60	90	70	89	96	125	555	-105	380
YoY	3.7%	적전	-51.9%	-19.4%	-55.7%	흑전	59.8%	38.0%	-14.2%	적전	흑전
OPM	4.5%	-11.8%	1.9%	2.5%	2.1%	2.5%	3.0%	3.3%	4.5%	-0.8%	2.7%
세전이익	210	-418	39	101	39	109	105	134	665	-68	386
YoY	0.9%	적전	-83.2%	흑전	-81.4%	흑전	169.7%	32.8%	1.1%	적전	흑전
세전이익률	6.0%	-12.0%	1.3%	2.8%	1.2%	3.1%	3.2%	3.5%	5.4%	-0.5%	2.8%
당기순이익	163	-281	12	81	27	76	73	94	441	-25	271
YoY	5.1%	적전	-92.7%	흑전	-83.3%	흑전	525.8%	16.2%	2.9%	적전	흑전
당기순이익률	4.7%	-8.0%	0.4%	2.2%	0.8%	2.1%	2.3%	2.5%	3.6%	-0.2%	1.9%
자배주순이익	138	-299	10	68	23	64	62	79	339	-83	228
YoY	-4.1%	적전	-93.2%	흑전	-83.3%	흑전	525.8%	16.2%	-16.9%	적전	흑전
자배주순이익률	3.9%	-8.5%	0.3%	1.9%	0.7%	1.8%	1.9%	2.1%	2.8%	-0.6%	1.6%
수주잔고	55,733	56,256	55,153	54,683	54,302	54,470	54,660	54,267	56,400	54,683	54,267
>건축/주택	35,915	35,028	33,811	33,028	32,524	31,790	31,922	31,456	36,828	33,028	31,456
>플랜트/환경	2,236	2,371	2,445	2,374	2,407	2,423	2,423	2,438	2,287	2,374	2,438
>인프라	6,229	6,742	6,470	6,276	6,090	6,709	6,505	6,308	6,372	6,276	6,308
>신사업	11,353	12,115	12,427	13,006	13,281	13,549	13,810	14,065	10,913	13,006	14,065

자료: 현대차증권

## ESG Index & Summary Report

<그림3> GS건설 주요 ESG INDEX



자료 : GS건설 지속가능경영보고서, 현대차증권

**GS건설**

ESG Rating Profile - 2023 상반기

Sector: 자본재



**Company & Sector Performance**

**ESG 종합평가**

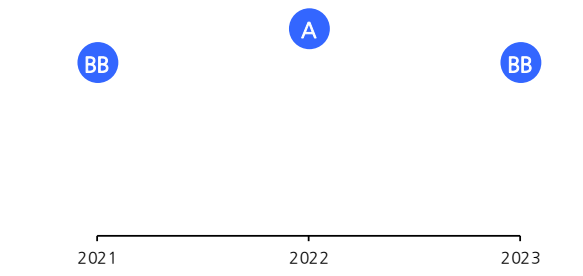
<b>BB</b>	<b>ESG 총점</b>	<b>73.9</b>
	전체 순위	563/1253
	섹터 순위	77/153

\* 등급은 총 7등급(AA/A/BB/B/C/D/E)으로 구분됩니다.

**ESG 성과**

	점수	섹터평균	가중치
환경 (E)	88.8	35.5	25%
사회 (S)	64.5	39.8	35%
지배구조 (G)	50.7	57.2	40%

**연도별 성과**



**ESG 브리프**

2023 상반기 GS건설의 ESG 등급은 BB 등급으로 투자적격 등급에 해당됩니다. 전년 동기 대비 등급이 하락되어 체제개선을 위한 관리가 필요합니다.

**부문별 성과**

부문	점수	섹터평균	가중치
환경(E)			
혁신 활동	92.0	42.0	중
생산 공정	78.0	31.4	중
공급망 관리	100.0	52.8	하
고객관리	100.0	22.6	하

부문	점수	섹터평균	가중치
사회(S)			
인적자원관리	67.5	46.9	상
공급망 관리	82.0	34.8	하
고객관리	100.0	43.6	하
사회공헌 및 지역사회	83.5	26.5	하

\* 일반주주의 환경/사회는 계열회사의 성과가 반영됨

**섹터 내 기업비교**

	최상위 기업	최하위 기업
2조원이상	서울주택도시공사	한신공영
5천억원이상	광주광역시도시공사	와이지-원
5천억원미만	한국종합기술	다이나믹디자인

**컨트로버시 이슈**

내용
[2022하] 사회, Level5, GS건설, 인천 계양구 아파트 건축 현장에서 근로자 추락사 (발생일: 2022년 10월 5일)

부문	점수	섹터평균	가중치
지배구조(G)			
주주의 권리	46.5	55.0	중
정보의 투명성	56.8	65.3	하
이사회 의 구성과 활동	64.7	58.9	중
이사의 보수	43.9	67.3	하
관계사 위험	57.5	66.0	하
지속가능경영 인프라	94.3	38.8	하

본 보고서는 ㈜서스틴베스트가 실시한 기업의 ESG 평가결과를 요약한 보고서입니다. 평가대상종목은 상장기업 1,055개, 비상장기업 198개로 섹터별 특성이 고려된 평가지표와 가중치를 적용하였으며 섹터 특성 상 평가 대상에서 제외되는 항목의 가중치는 '평가제외'로 표시하였습니다. 본 자료의 내용은 현대차증권이 제시한 투자의견과 일치하지 않을 수 있습니다.

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	9,037	12,299	13,749	13,916	13,089
증가율 (%)	-10.7	36.1	11.8	1.2	-5.9
<b>매출원가</b>	7,686	11,013	13,164	12,771	11,793
매출원가율 (%)	85.1	89.5	95.7	91.8	90.1
<b>매출총이익</b>	1,351	1,287	586	1,145	1,296
매출이익률 (%)	14.9	10.5	4.3	8.2	9.9
증가율 (%)	-12.0	-4.7	-54.5	95.4	13.2
<b>판매관리비</b>	704	732	690	765	785
판매비율 (%)	7.8	6.0	5.0	5.5	6.0
<b>EBITDA</b>	800	769	99	609	746
EBITDA 이익률 (%)	8.9	6.3	0.7	4.4	5.7
증가율 (%)	-12.1	-3.9	-87.1	515.2	22.5
<b>영업이익</b>	646	555	-105	380	510
영업이익률 (%)	7.1	4.5	-0.8	2.7	3.9
증가율 (%)	-13.9	-14.1	적전	흑전	34.2
<b>영업외손익</b>	7	92	0	7	21
금융수익	128	196	275	316	207
금융비용	182	295	385	173	156
기타영업외손익	61	191	110	-136	-30
종속/관계기업관련손익	5	18	36	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	658	665	-68	386	532
세전계속사업이익률	7.3	5.4	-0.5	2.8	4.1
증가율 (%)	27.0	1.1	적전	흑전	37.8
법인세비용	229	224	-43	116	144
계속사업이익	429	441	-25	271	388
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	429	441	-25	271	388
당기순이익률 (%)	4.7	3.6	-0.2	1.9	3.0
증가율 (%)	30.0	2.8	적전	흑전	43.2
지배주주지분 순이익	408	339	-83	228	327
비지배주주지분 순이익	20	102	58	42	61
기타포괄이익	19	0	83	0	0
총포괄이익	448	442	58	271	388

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	1,107	-7	196	468	556
당기순이익	429	441	-25	271	388
유형자산 상각비	121	159	178	203	212
무형자산 상각비	32	56	26	26	24
외환손익	-74	-101	-35	0	0
운전자본의 감소(증가)	521	-656	-427	-31	-69
기타	78	94	479	-1	1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-531	-1,311	-467	-556	-433
투자자산의 감소(증가)	-168	-298	-174	-261	-237
유형자산의 감소	5	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-135	-296	-425	-250	-250
기타	-233	-719	132	-45	54
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-5	625	635	-5	-17
차입금의 증가(감소)	290	118	627	0	0
사채의 증가(감소)	-113	-286	29	0	0
자본의 증가	160	-9	2	0	0
배당금	-121	-120	-126	-110	-110
기타	-221	922	103	105	93
<b>기타현금흐름</b>	28	-1	22	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	599	-695	386	-93	106
기초현금	2,119	2,718	2,024	2,410	2,316
기말현금	2,718	2,024	2,410	2,316	2,422

\* K/FRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	8,195	9,412	9,481	9,744	9,423
현금성자산	2,718	2,024	2,410	2,316	2,422
단기투자자산	469	974	903	948	894
매출채권	43	82	114	120	113
채고자산	1,477	1,500	1,577	1,656	1,561
기타유동자산	3,488	4,832	4,478	4,703	4,433
<b>비유동자산</b>	6,989	7,535	8,114	8,396	8,647
유형자산	1,543	1,820	2,184	2,231	2,268
무형자산	680	888	943	917	893
투자자산	1,889	2,189	2,405	2,665	2,903
기타비유동자산	2,877	2,638	2,582	2,583	2,583
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	15,184	16,947	17,595	18,140	18,070
<b>유동부채</b>	6,769	8,205	8,389	8,785	8,530
단기차입금	269	879	1,007	1,107	1,207
매입채무	1,227	1,682	1,823	1,915	1,804
유동성장기부채	701	1,272	1,508	1,508	1,508
기타유동부채	4,572	4,372	4,051	4,255	4,011
<b>비유동부채</b>	3,542	3,385	3,917	3,907	3,813
사채	673	386	415	415	415
장기차입금	1,722	1,848	2,496	2,496	2,496
장기금융부채	89	81	61	61	61
기타비유동부채	1,058	1,070	945	935	841
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	10,311	11,590	12,306	12,692	12,344
<b>지배주주지분</b>	4,626	4,831	4,709	4,826	5,043
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	951	943	944	944	944
자본조정 등	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄이익누계액	-123	-162	-86	-86	-86
이익잉여금	3,406	3,660	3,459	3,577	3,793
<b>비지배주주지분</b>	247	525	580	623	684
<b>자본총계</b>	4,873	5,356	5,289	5,449	5,727

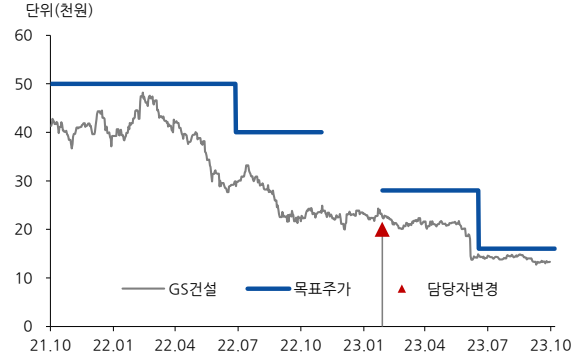
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	5,032	5,155	-291	3,161	4,536
EPS(지배순이익 기준)	4,793	3,964	-970	2,665	3,824
BPS(자본총계 기준)	56,937	62,586	61,798	63,670	66,916
BPS(지배지분 기준)	54,046	56,457	55,019	56,394	58,928
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
P/E(당기순이익 기준)	7.9	4.1	-45.7	4.2	2.9
P/E(지배순이익 기준)	8.3	5.3	-13.7	5.0	3.5
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.3	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(Reported)	5.0	5.1	40.3	6.9	5.8
배당수익률	3.3	6.1	9.8	9.8	9.8
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	22.3	2.5	적전	흑전	43.5
EPS(지배순이익 기준)	23.2	-17.3	적전	흑전	43.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	9.3	8.6	-0.5	5.0	6.9
ROE(지배순이익 기준)	9.3	7.2	-1.7	4.8	6.6
ROA	3.0	2.7	-0.1	1.5	2.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	211.6	216.4	232.7	232.9	215.5
순차입금비율	7.7	29.7	43.2	44.8	43.3
이자보상배율	7.0	3.7	NA	2.5	3.3

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.07.05	BUY	50,000	-15.81	-7.70
2022.01.05	AFTER 6M	50,000	-21.62	-3.60
2022.07.28	BUY	40,000	-34.88	-17.00
2023.02.27	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2023.02.27	BUY	28,000	-26.79	-18.39
2023.07.18	M.PERFORM	16,000	-12.30	-7.25
2023.10.31	BUY	16,000		

▶ 최근 2년간 GS건설 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 신동현의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.10.01~2023.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	89.1%
보유	18건	10.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.