

## 신사업에 거는 기대가 크다

### Analyst 신동현

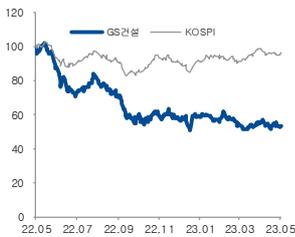
02-3787-2335 1300891@hmsec.com

현재주가 (5/18)	20,900원		
상승여력	34.0%		
시가총액	1,789십억원		
발행주식수	85,581천주		
자본금/액면가	428십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	40,050원/19,950원		
일평균 거래대금 (60일)	17십억원		
외국인지분율	25.07%		
주요주주	허창수 외 16 인 23.64%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.5	-8.1	-10.5
상대주가(%p)	-1.3	-10.5	-13.0

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	5,970	6,025	28,000
After	5,970	6,025	28,000
Consensus	4,850	5,149	29,559
Cons. 차이	23.1%	17.0%	-5.3%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 베트남 개발사업, 수처리 플랜트, 주택 모듈러 등 신사업 부문의 기여도가 지속적으로 증가하는 중. 토목 및 플랜트 등 전통적인 해외사업부문의 부재를 성장성으로 대체
- '22년 주택 공급 약 28,000세대로 주택부문 매출 지속성 확보. 주택 마진율은 바닥을 확인하였다고 판단

### 주요이슈 및 실적전망

- 신사업 부문의 기여도는 1Q23 기준 매출 비중 9.3%(1Q22 8.1%, '22년 8.3%), 매출총이익 비중 22.1%(1Q22 10.1%, '22년 11.2%)로 확대 지속
- 베트남 투티엠 개발사업은 올해 하반기 약 3천억원의 추가 수주 예정이며 내년부터 매출액 인식. 내베 1-1단계의 잔여 매출액 약 1,200억원은 2분기 중 인식되고 동시에 추가 수주 500억원 예상
- GS Inima는 하반기 중 Al-Ghubra 3단계에서의 추가 수주 약 1조원과 중동 지역에서의 해수담수화 컨세션 사업 신규수주 약 9천억원을 인식할 것으로 기대
- 올해 주택 매출액은 안정적으로 이어질 것이며 원가율의 추가 상승도 제한적이라고 판단. 공급 예정 물량의 절반 이상이 도시정비사업이며 서울/수도권 핵심지역 비중은 약 76%로 미분양에 대한 우려는 낮은 상황
- 검단신도시 현장 사고로 7월 초까지 전국 아파트 현장에 대한 정밀안전점검 실시 예정. 총당금 설정 등 일회성 비용 발생 가능성 있으나 당장 공사가 중단되는 것은 아니기에 매출에 미치는 영향은 미미할 것

### 주가전망 및 Valuation

- 신사업 기여도 확대와 주택 지표 개선에 따른 기대감 반영으로 주가는 우상향 전망
- 다만 검단신도시 사고 이슈로 최근 주가는 약세를 시현, 연초 수준으로 회귀함. 현재 P/B는 0.4배에 못 미치는 수준. COVID-19 쇼크 당시를 제외하면 역사적인 저평가 구간에 있어 Valuation 매력도 충분함
- 투자 의견 BUY, 목표주가 28,000원 유지

### 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	13,627	656	511	942	5,970	50.6	3.5	0.3	3.7	10.2	6.3
2024F	13,333	662	516	946	6,025	0.9	3.4	0.3	3.5	9.5	6.3
2025F	13,630	815	627	1,096	7,328	21.6	2.8	0.3	2.7	10.6	6.3

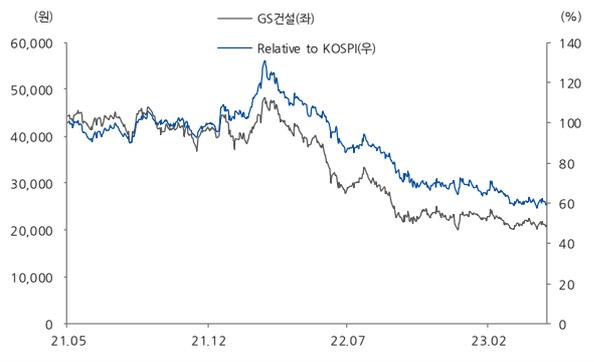
\* K-IFRS 연결 기준

<표1> GS건설 목표주가 산정

항목	내용	비고
Target BPS (원)	61,137	- 2023F BPS
Target P/B (배)	0.45	- 국내 주택 시장상황 유사 국면 '15~'17년 평균 P/B
적정주가 (원)	27,512	- Target P/B * 2023F BPS
<b>목표주가 (원)</b>	<b>28,000</b>	
전일종가 (원)	20,900	- 2023.05.18 종가
상승여력 (%)	34.0	
<b>투자 의견</b>	<b>BUY</b>	

자료: FnGuide, 현대차증권

<그림1> GS건설 주가 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

<그림2> GS건설 P/B 밴드 추이



자료: FnGuide, 현대차증권

〈표2〉 GS건설 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	3,513	3,369	3,016	3,728	3,097	3,471	2,912	3,854	12,299	13,627	13,333
YoY	47.9%	10.6%	2.1%	-5.0%	-11.9%	3.0%	-3.5%	3.4%	36.1%	10.8%	-2.2%
> 건축/주택	2,767	2,599	2,275	2,875	2,102	2,514	2,019	2,854	9,335	10,517	9,489
YoY	60.6%	7.8%	4.3%	-4.7%	-24.0%	-3.3%	-11.3%	-0.7%	53.3%	12.7%	-9.8%
> 플랜트/환경	116	139	147	205	348	312	248	232	772	607	1,141
YoY	-44.5%	67.4%	-34.0%	-20.3%	200.1%	124.9%	68.8%	13.1%	-48.0%	-21.4%	87.9%
> 인프라	274	259	283	315	300	290	283	276	1,061	1,131	1,150
YoY	20.7%	-2.5%	8.3%	2.7%	9.4%	11.9%	0.2%	-12.4%	36.0%	6.6%	1.6%
> 신사업	325	347	286	307	322	329	336	467	1,025	1,265	1,454
YoY	69.3%	34.0%	9.2%	-1.6%	-0.9%	-5.3%	17.4%	52.2%	31.7%	23.4%	14.9%
매출총이익	346	344	326	400	338	383	332	453	1,287	1,416	1,506
YoY	14.4%	1.5%	12.0%	12.8%	-2.3%	11.3%	2.0%	13.2%	-4.7%	10.0%	6.4%
GPM	9.8%	10.2%	10.8%	10.7%	10.9%	11.0%	11.4%	11.7%	10.5%	10.4%	11.3%
> 건축/주택	271	260	250	316	242	289	242	342	1,186	1,098	1,116
YoY	7.8%	-39.1%	14.4%	9.6%	-10.9%	11.3%	-3.2%	8.3%	-11.1%	-7.4%	1.6%
GPM	9.8%	10.0%	11.0%	11.0%	11.5%	11.5%	12.0%	12.0%	12.7%	10.4%	11.8%
> 플랜트/환경	-30	7	8	11	24	22	17	16	-133	-4	79
YoY	적전	흑전	-93.5%	흑전	흑전	225.3%	110.6%	36.2%	적지	적지	흑전
GPM	-26.0%	4.8%	5.6%	5.6%	6.9%	6.9%	7.0%	6.7%	-17.2%	-0.6%	6.9%
> 인프라	22	14	16	18	16	15	16	15	16	15	15
YoY	1549.6%	-22.3%	-25.9%	-50.1%	-29.3%	7.8%	-3.3%	-15.5%	1.3%	-2.6%	-3.0%
GPM	8.2%	5.5%	5.7%	5.7%	5.3%	5.3%	5.5%	5.5%	1.5%	1.3%	1.3%
> 신사업	76	60	48	51	53	54	54	76	144	236	237
YoY	148.6%	99.4%	41.8%	5.2%	-30.3%	-10.6%	12.6%	49.0%	9.1%	64.4%	0.7%
GPM	27.9%	23.2%	17.0%	16.2%	17.8%	18.5%	19.1%	27.6%	14.0%	18.6%	16.3%
영업이익	159	142	160	195	124	151	159	228	555	656	662
YoY	3.7%	-13.7%	27.8%	73.8%	-21.7%	6.3%	-0.7%	17.1%	-14.2%	18.2%	1.0%
OPM	4.5%	4.2%	5.3%	5.2%	4.0%	4.3%	5.5%	5.9%	4.5%	4.8%	5.0%
세전이익	209	159	188	209	143	188	192	244	665	765	767
YoY	0.6%	-35.2%	-18.9%	흑전	-31.7%	18.6%	2.4%	16.4%	1.1%	15.1%	0.3%
세전이익률	6.0%	4.7%	6.2%	5.6%	4.6%	5.4%	6.6%	6.3%	5.4%	5.6%	5.8%
당기순이익	163	105	125	139	100	132	134	171	441	532	537
YoY	4.9%	-41.3%	-22.3%	흑전	-38.6%	25.1%	7.9%	22.8%	2.9%	20.6%	0.9%
당기순이익률	4.6%	3.1%	4.1%	3.7%	3.2%	3.8%	4.6%	4.4%	3.6%	3.9%	4.0%
지배주주순이익	157	101	120	133	96	127	129	164	339	511	516
YoY	9.1%	-28.9%	-17.1%	흑전	-38.6%	25.1%	7.9%	22.8%	-16.9%	50.6%	0.9%
지배주주순이익률	4.5%	3.0%	4.0%	3.6%	3.1%	3.6%	4.4%	4.3%	2.8%	3.7%	3.9%
수주잔고	55,017	55,699	57,077	57,585	57,413	56,867	57,381	56,951	56,400	57,585	56,951
> 건축/주택	35,806	35,207	34,932	34,556	34,454	33,940	34,421	34,067	36,828	34,556	34,067
> 플랜트/환경	2,271	2,332	2,525	3,080	2,932	2,819	2,771	2,739	2,287	3,080	2,739
> 인프라	6,253	6,720	7,337	7,072	6,872	6,682	6,498	6,322	6,372	7,072	6,322
> 신사업	10,687	11,440	12,284	12,877	13,155	13,426	13,690	13,823	10,913	12,877	13,823

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	9,037	12,299	13,627	13,333	13,630
증가율 (%)	-10.7	36.1	10.8	-2.2	2.2
매출원가	7,686	11,013	12,211	11,828	11,924
매출원가율 (%)	85.1	89.5	89.6	88.7	87.5
매출총이익	1,351	1,287	1,416	1,506	1,705
매출이익률 (%)	14.9	10.5	10.4	11.3	12.5
증가율 (%)	-12.0	-4.7	10.0	6.4	13.2
판매관리비	704	732	760	844	890
판매비율 (%)	7.8	6.0	5.6	6.3	6.5
EBITDA	800	769	942	946	1,096
EBITDA 이익률 (%)	8.9	6.3	6.9	7.1	8.0
증가율 (%)	-12.1	-3.9	22.5	0.4	15.9
영업이익	646	555	656	662	815
영업이익률 (%)	7.1	4.5	4.8	5.0	6.0
증가율 (%)	-13.9	-14.1	18.2	0.9	23.1
영업외손익	7	92	78	105	80
금융수익	128	196	290	313	229
금융비용	182	295	201	196	147
기타영업외손익	61	191	-11	-12	-2
증속/관계기업관련손익	5	18	31	0	0
세전계속사업이익	658	665	765	767	895
세전계속사업이익률	7.3	5.4	5.6	5.8	6.6
증가율 (%)	27.0	1.1	15.0	0.3	16.7
법인세비용	229	224	233	230	242
계속사업이익	429	441	532	537	653
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	429	441	532	537	653
당기순이익률 (%)	4.7	3.6	3.9	4.0	4.8
증가율 (%)	30.0	2.8	20.6	0.9	21.6
지배주주지분 순이익	408	339	511	516	627
비지배주주지분 순이익	20	102	21	21	26
기타포괄이익	19	0	0	0	0
총포괄이익	448	442	532	537	653

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	1,107	-7	1,023	893	880
당기순이익	429	441	532	537	653
유형자산 상각비	121	159	233	238	241
무형자산 상각비	32	56	53	46	40
외환손익	-74	-101	32	45	0
운전자본의 감소(증가)	521	-656	203	27	-54
기타	78	94	-30	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-531	-1,311	-442	-584	-422
투자자산의 감소(증가)	-168	-298	-208	-257	-235
유형자산의 감소	5	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-135	-296	-250	-250	-250
기타	-233	-719	16	-77	63
재무활동으로인한현금흐름	-5	625	-116	-6	-18
차입금의 증가(감소)	290	118	0	0	0
사채의 증가(감소)	-113	-286	0	0	0
자본의 증가	160	-9	0	0	0
배당금	-121	-120	-110	-110	-110
기타	-221	922	-6	104	92
기타현금흐름	28	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	599	-695	465	302	440
기초현금	2,119	2,718	2,024	2,489	2,791
기말현금	2,718	2,024	2,489	2,791	3,231

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,195	9,412	9,620	10,165	10,118
현금성자산	2,718	2,024	2,489	2,791	3,231
단기투자자산	469	974	926	957	894
매출채권	43	82	130	135	126
채고자산	1,477	1,500	1,483	1,534	1,432
기타유동자산	3,488	4,832	4,592	4,748	4,435
비유동자산	6,989	7,535	7,737	7,961	8,165
유형자산	1,543	1,820	1,837	1,849	1,858
무형자산	680	888	835	789	750
투자자산	1,889	2,189	2,428	2,685	2,920
기타비유동자산	2,877	2,638	2,637	2,638	2,637
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,184	16,947	17,358	18,126	18,284
유동부채	6,769	8,205	8,248	8,555	8,239
단기차입금	269	879	879	979	1,079
매입채무	1,227	1,682	1,942	2,008	1,875
유동성장기부채	701	1,272	1,272	1,272	1,272
기타유동부채	4,572	4,372	4,155	4,296	4,013
비유동부채	3,542	3,385	3,332	3,366	3,297
사채	673	386	386	386	386
장기차입금	1,722	1,848	1,848	1,848	1,848
장기금융부채	89	81	81	81	81
기타비유동부채	1,058	1,070	1,017	1,051	982
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	10,311	11,590	11,580	11,921	11,536
지배주주지분	4,626	4,831	5,232	5,638	6,154
자본금	428	428	428	428	428
자본잉여금	951	943	943	943	943
자본조정 등	-37	-37	-37	-37	-37
기타포괄이익누계액	-123	-162	-162	-162	-162
이익잉여금	3,406	3,660	4,060	4,466	4,982
비지배주주지분	247	525	546	567	593
자본총계	4,873	5,356	5,778	6,205	6,747

(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	5,032	5,155	6,217	6,275	7,631
EPS(지배순이익 기준)	4,793	3,964	5,970	6,025	7,328
BPS(자본총계 기준)	56,937	62,586	67,514	72,499	78,840
BPS(지배지분 기준)	54,046	56,457	61,137	65,872	71,911
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
P/E(당기순이익 기준)	7.9	4.1	3.3	3.3	2.7
P/E(지배순이익 기준)	8.3	5.3	3.5	3.4	2.8
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	5.0	5.1	3.7	3.5	2.7
배당수익률	3.3	6.1	6.3	6.3	6.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	22.3	2.5	20.6	0.9	21.6
EPS(지배순이익 기준)	23.2	-17.3	50.6	0.9	21.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.3	8.6	9.6	9.0	10.1
ROE(지배순이익 기준)	9.3	7.2	10.2	9.5	10.6
ROA	3.0	2.7	3.1	3.0	3.6
안정성 (%)					
부채비율	211.6	216.4	200.4	192.1	171.0
순차입금비율	7.7	29.7	20.2	15.1	9.7
이자보상배율	7.0	3.7	5.2	5.3	6.4