



GS건설 (006360)

언제까지 제일 쌀까?

▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152 / RA 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

Buy (유지)

목표주가(상향): 40,000원

현재 주가(6/4)	29,250원
상승여력	▲36.8%
시가총액	23,429억원
발행주식수	80,098천주
52 주 최고가 / 최저가	42,300 / 15,050원
90 일 일평균 거래대금	168.3억원
외국인 지분율	29.6%

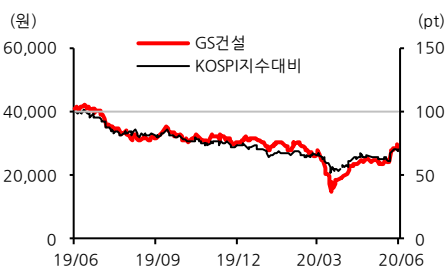
주주 구성	
허창수 (외 17 인)	25.6%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
GS 건설우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.1	8.9	-2.8	-28.6
상대수익률(KOSPI)	6.6	4.5	-6.8	-32.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	13,139	10,417	10,936	10,759
영업이익	1,064	767	726	784
EBITDA	1,118	902	906	975
지배주주순이익	582	443	461	498
EPS	7,753	5,555	5,757	6,211
순차입금	231	1,146	1,446	1,208
PER	5.6	5.6	5.1	4.7
PBR	1.0	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.3	4.0	4.2	3.6
배당수익률	2.3	n/a	3.4	3.4
ROE	17.3	11.8	11.1	10.9

주가 추이



올해 분양 성과를 바탕으로 하반기 이후 주택 매출이 본격적인 회복세를 나타낼 전망입니다. 이에 이익이 점차 개선될 것으로 예상되는 만큼 밸류에이션 회복도 필요하다는 판단입니다. GS 건설에 대해 투자의견 Buy 를 유지하며, 목표주가는 40,000 원으로 상향합니다.

2020년 분양 증가의 의미

GS건설의 2020년 분양 물량 증가는 확실해졌다. 당사는 올해 25641 세대의 분양을 계획하고 있는데 상반기에만 1.5만 세대의 분양을 소화 하며 전년의 16616세대에 근접했기 때문이다. 이에 따라 하반기부터 주택 매출 성장이 나타날 전망이다, 개포8단지(도급액 8600억 원), 과 천 제이드자이(5800억 원) 등 대형 현장의 매출화가 본격화되는 가운데 흑석 리버파크자이(4500억 원)를 포함한 일부 현장이 조기 착공한 영향 덕분이다. 주택 매출이 성장으로 가닥을 잡은 만큼 하반기 이후 이익 개선도 기대해볼 수 있겠다. 해외 부문에서의 추가 원가 반영 가능성 등을 감안해 원가율을 보수적으로 추정했으나 주택 착공이 물리는 시점에 원가율이 일시적으로 개선되는 효과까지 고려하면 당사 이익 추정치를 상회할 여지도 충분히 존재한다.

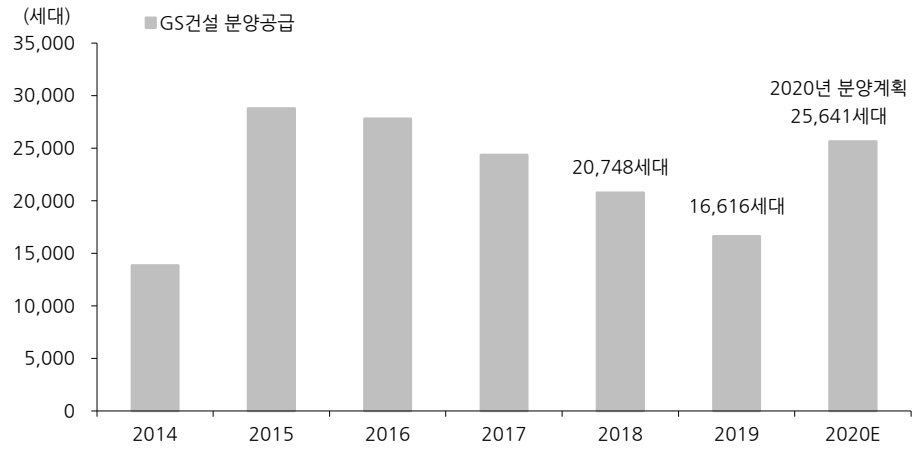
그렇다면 지금의 밸류에이션은?

그에 비해 현재 밸류에이션은 지나치게 낮다. 2018년 이전 GS건설의 밸류에이션은 KOSPI 건설업을 웃돌았으나 2019년에 들어서는 업종 평균 이하로 낮아졌다. 건설업 이익 개선은 지속되는 반면, GS건설의 영업이익은 해외수주 부진과 분양 감소가 이어지면서 2018년을 정점으로 꺾인 탓이다. 그러나 지금부터는 동사의 밸류에이션 회복이 나타날 것으로 예상하는데 1) 하반기부터는 주택 실적에 힘입어 업종 평균 이상의 이익 성장이 기대되고 2) 해외가 리스크의 영역으로 변모한 만큼 국내에 집중하는 전략이 더 이상 저평가의 요인이 아니기 때문이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 40,000원으로 상향

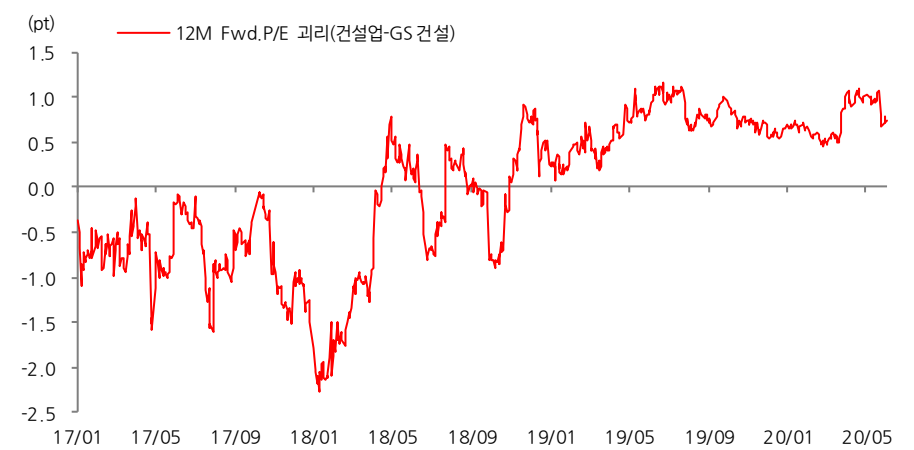
동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 32,000원에서 40,000원으로 상향한다. 목표배수를 기존 0.6배에서 0.7배로 올려잡았으며, 이를 PER로 환산 시 6.7배 수준이다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.5배, P/E 4.5배로 대형건설사 중 가장 낮다.

[그림1] GS건설의 국내 주택 분양성과 및 목표: 상반기 약 1.5만 세대 분양



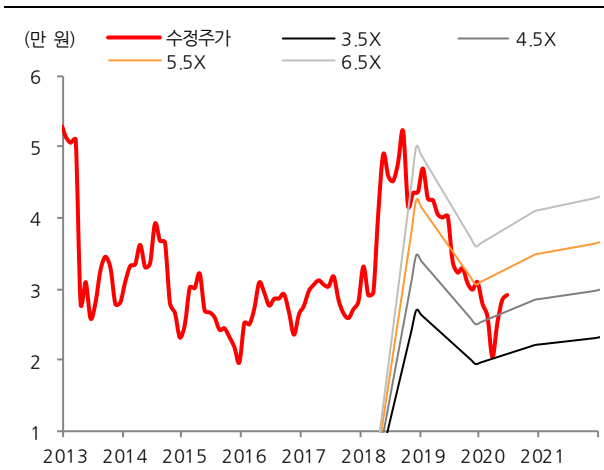
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] KOSPI 건설업과 GS 건설의 12M Fwd. P/E 기준 밸류에이션 갭 추이



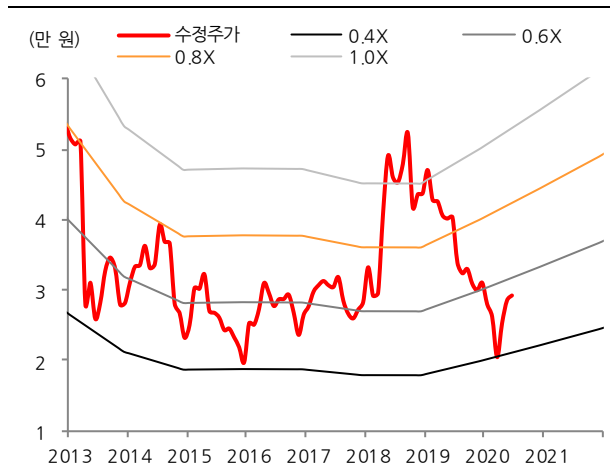
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 12개월 fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 12개월 fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표1] GS 건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	56,959	12 개월 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.7	12 개월 예상 ROE 11.0%, COE 8.7%, 영구성장을 1% 가정 시 산출된 목표배수를 할인
적정 주가(원)	39,887	
목표 주가(원)	40,000	기존 32,000 원에서 상향
현재 주가(원)	29,250	
상승 여력	37%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] GS 건설의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,602	2,574	2,442	2,976	2,441	2,700	2,723	3,073	13,139	10,416	10,936	10,759
YoY(%)	-16.8	-28.1	-23.6	-7.9	-6.2	4.9	11.5	3.2	12.5	-20.7	5.0	-1.6
토목	231	215	208	217	206	216	207	220	1,116	870	849	932
플랜트	661	758	823	1,195	711	693	652	795	4,804	3,437	2,851	2,281
분산형에너지	116				99	98	98	104			399	358
신사업	62				90	220	224	229			763	872
건축/주택	1,511	1,579	1,393	1,545	1,318	1,454	1,522	1,704	7,138	6,029	5,998	6,241
매출원가	2,248	2,232	2,114	2,578	2,151	2,390	2,388	2,701	11,513	9,018	9,630	9,384
매출원가율(%)	86.4	86.7	86.6	86.6	88.1	88.5	87.7	87.9	87.6	86.6	88.1	87.2
토목	91.9	96.3	88.6	95.3	92.7	93.2	93.2	96.0	93.3	93.1	93.8	93.8
플랜트	86.1	89.6	91.4	91.1	97.7	98.0	96.5	97.0	89.4	89.9	97.3	95.0
분산형에너지	92.6				96.8	96.8	96.8	97.6			97.0	97.0
신사업	75.2				70.5	82.0	82.0	82.5			80.8	81.0
건축/주택	85.7	83.8	83.3	81.9	82.6	83.6	83.3	82.9	85.4	83.7	83.1	83.6
판관비	163	136	140	192	119	133	137	191	563	631	580	592
판관비율(%)	6.3	5.3	5.7	6.4	4.9	4.9	5.0	6.2	4.3	6.1	5.3	5.5
영업이익	191	206	188	182	171	177	198	181	1,064	767	726	784
YoY(%)	-50.9	-6.1	-19.6	-17.8	-10.6	-14.2	5.2	-0.8	234.0	-27.9	-5.4	8.0
영업이익률(%)	7.4	8.0	7.7	6.1	7.0	6.5	7.3	5.9	8.1	7.4	6.6	7.3
영업외손익	-14	7	50	-137	14	-19	-26	-55	-229	-94	-87	-105
세전이익	178	213	238	45	185	158	171	125	835	674	639	679
순이익	129	145	173	0	132	117	127	93	588	447	468	503
YoY(%)	-38.1	0.1	25.9	적전	1.7	-19.8	-26.7	흑전	흑전	-23.9	4.5	7.5
순이익률(%)	5.0	5.6	7.1	0.0	5.4	4.3	4.7	3.0	4.5	4.3	4.3	4.7
지배주주순이익	127	143	172	0	128	115	125	92	582	443	461	498

자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,679	13,139	10,417	10,936	10,759
매출총이익	803	1,628	1,398	1,306	1,376
영업이익	319	1,064	767	726	784
EBITDA	376	1,118	902	906	975
순이자손익	-146	-83	-97	-89	-92
외화관련손익	-159	-1	28	52	0
지분법손익	-6	8	-5	-7	-7
세전계속사업손익	-161	835	674	639	679
당기순이익	-164	587	447	468	503
지배주주순이익	-168	582	443	461	498
증가율(%)					
매출액	5.8	12.5	-20.7	5.0	-1.6
영업이익	122.9	234.0	-27.9	-5.4	8.0
EBITDA	78.3	197.5	-19.3	0.4	7.7
순이익	적지	흑전	-23.8	4.5	7.5
이익률(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	13.4	11.9	12.8
영업이익률	2.7	8.1	7.4	6.6	7.3
EBITDA 이익률	3.2	8.5	8.7	8.3	9.1
세전이익률	-1.4	6.4	6.5	5.8	6.3
순이익률	-1.4	4.5	4.3	4.3	4.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-205	1,033	759	531	686
당기순이익	-164	587	447	468	503
자산상각비	57	54	134	180	191
운전자본증감	-573	-104	105	-202	-49
매출채권 감소(증가)	-615	186	817	-778	-297
재고자산 감소(증가)	30	140	192	-194	-80
매입채무 증가(감소)	158	-475	-448	826	304
투자현금흐름	14	-235	-748	-487	-385
유형자산처분(취득)	-5	15	-136	-139	-148
무형자산 감소(증가)	-5	-19	-16	-39	-39
투자자산 감소(증가)	-2	-64	52	26	-18
재무현금흐름	300	-1,656	184	244	43
차입금의 증가(감소)	345	-1,601	313	247	123
자본의 증가(감소)	-1	-21	-83	-79	-80
배당금의 지급	1	21	83	79	80
총현금흐름	521	1,386	1,056	839	735
(-)운전자본증가(감소)	-170	-697	-224	127	49
(-)설비투자	21	14	143	140	148
(+)자산매각	11	9	-9	-37	-39
Free Cash Flow	681	2,079	1,128	534	499
(-)기타투자	716	967	767	410	181
잉여현금	-35	1,112	362	124	318
NOPLAT	231	749	510	531	580
(+) Dep	57	54	134	180	191
(-)운전자본투자	-170	-697	-224	127	49
(-)Capex	21	14	143	140	148
OpFCF	437	1,486	725	444	575

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	9,582	7,828	7,329	8,957	9,738
현금성자산	2,812	2,034	2,191	2,536	2,897
매출채권	4,668	4,130	3,358	4,220	4,517
재고자산	1,091	1,034	875	1,134	1,214
비유동자산	4,114	4,205	5,842	6,475	6,643
투자자산	3,007	3,148	4,176	4,277	4,451
유형자산	898	841	1,176	1,370	1,354
무형자산	209	216	490	828	839
자산총계	13,697	12,033	13,171	15,432	16,382
유동부채	8,581	6,360	5,801	7,083	7,577
매입채무	4,288	3,955	3,378	4,316	4,620
유동성이자부채	3,061	1,118	992	1,118	1,241
비유동부채	1,876	2,049	3,227	3,820	3,859
비유동이자부채	1,018	1,147	2,345	2,864	2,864
부채총계	10,457	8,409	9,028	10,903	11,436
자본금	358	397	400	400	400
자본잉여금	627	812	802	802	802
이익잉여금	2,334	2,487	2,827	3,205	3,622
자본조정	-209	-175	-82	-82	-82
자기주식	-76	-36	-36	-36	-36
자본총계	3,240	3,625	4,143	4,529	4,946

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-2,360	7,753	5,555	5,757	6,211
BPS	44,190	44,750	49,623	54,335	59,547
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	7,308	18,462	13,236	10,473	9,177
ROA(%)	-1.2	4.5	3.5	3.2	3.1
ROE(%)	-5.2	17.3	11.8	11.1	10.9
ROIC(%)	5.8	18.7	11.3	9.5	9.7
Multiples(x, %)					
PER	-12.0	5.6	5.6	5.1	4.7
PBR	0.6	1.0	0.6	0.5	0.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.9	2.4	2.3	2.8	3.2
EV/EBITDA	8.8	3.3	4.0	4.2	3.6
배당수익률	1.1	2.3	3.2	3.4	3.4
안정성(%)					
부채비율	322.8	232.0	217.9	240.8	231.2
Net debt/Equity	39.1	6.4	27.7	31.9	24.4
Net debt/EBITDA	337.1	20.7	127.1	159.7	123.9
유동비율	111.7	123.1	126.3	126.5	128.5
이자보상배율(배)	1.7	7.9	5.2	5.0	5.2
자산구조(%)					
투하자본	42.0	42.2	45.1	46.4	45.3
현금+투자자산	58.0	57.8	54.9	53.6	54.7
자본구조(%)					
차입금	55.7	38.5	44.6	46.8	45.4
자기자본	44.3	61.5	55.4	53.2	54.6

[Compliance Notice]

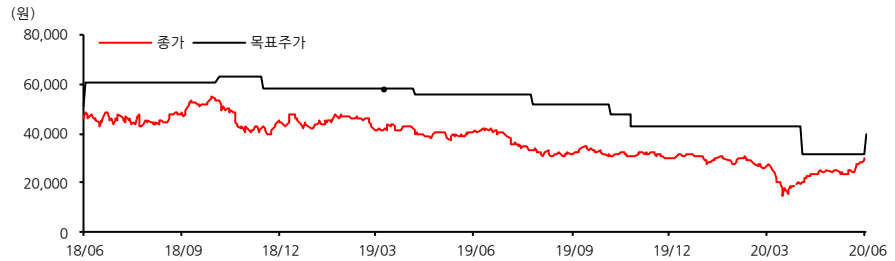
(공표일: 2020년 6월 5일)

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 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (송유림, 이재연)

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	2018.06.05	2018.07.09	2018.08.07	2018.09.10	2018.10.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		61,000	61,000	61,000	61,000	63,000
일 시	2018.10.24	2018.11.19	2019.01.07	2019.01.30	2019.02.07	2019.04.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	63,000	58,000	58,000	58,000	58,000	56,000
일 시	2019.04.29	2019.05.20	2019.07.02	2019.07.29	2019.08.13	2019.08.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	56,000	56,000	56,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2019.10.10	2019.10.29	2019.11.21	2020.01.21	2020.02.03	2020.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	48,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2020.03.10	2020.04.06	2020.04.16	2020.04.20	2020.05.04	2020.05.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000
일 시	2020.06.05					
투자의견	Buy					
목표가격	40,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.06.05	Buy	61,000	-22.57	-10.33
2018.10.08	Buy	63,000	-28.64	-15.87
2018.11.20	Buy	58,000	-24.14	-17.67
2019.04.09	Buy	56,000	-30.32	-24.46
2019.07.29	Buy	52,000	-37.57	-32.50
2019.10.10	Buy	48,000	-34.12	-31.67
2019.10.29	Buy	43,000	-34.35	-23.84
2020.04.06	Buy	32,000	-22.78	-6.88
2020.06.05	Buy	40,000		

[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: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%