



GS건설 (006360)

진격의 하반기

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 40,000원

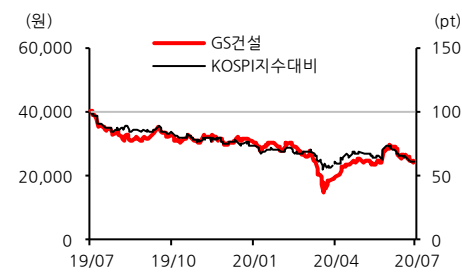
현재 주가(7/1)	24,800원
상승여력	▲61.3%
시가총액	19,864억원
발행주식수	80,098천주
52 주 최고가 / 최저가	40,500 / 15,050원
90 일 일평균 거래대금	150.59억원
외국인 지분율	30.1%
주주 구성	
허창수 (외 17 인)	25.6%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
GS 건설우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.6	29.5	-20.1	-38.8
상대수익률(KOSPI)	-15.6	4.5	-16.0	-37.7

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	13,139	10,417	10,915	10,696
영업이익	1,064	767	729	814
EBITDA	1,118	902	908	1,005
지배주주순이익	582	443	463	519
EPS	7,753	5,555	5,784	6,485
순차입금	231	1,146	1,456	1,161
PER	5.6	5.6	4.3	3.8
PBR	1.0	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.3	4.0	3.8	3.1
배당수익률	2.3	3.2	4.0	4.0
ROE	17.3	11.8	11.1	11.4

주가 추이



동사의 2 분기 영업이익은 코로나 19 영향으로 부진한 것으로 파악됩니다. 다만, 하반기부터 주택 매출 회복을 바탕으로 이익 개선이 나타날 전망이다. 이에 지나치게 낮은 밸류에이션도 회복이 필요하다고 판단합니다. GS 건설에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 40,000 원을 유지합니다.

2분기 영업이익, 시장 기대치 하회

GS건설의 2분기 매출액은 전년 동기대비 0.7% 감소한 2.6조 원으로, 영업이익은 전년 동기대비 22.0% 감소한 1606억 원으로 추정된다. 시장 컨센서스인 영업이익 1992억 원보다 19.4% 낮은 수치다. 해외수주 부진 및 분양 감소 여파가 매출 감소로 이어지는 가운데 코로나 19의 영향이 더해지며 해외부문의 매출화가 기대보다 더딘 것으로 파악된다. 지난 1분기 해외 현장의 공기지연에 따른 추가원가 반영이 이루어진 점을 감안하면 2분기 원가율 상승은 제한적일 것으로 예상하며, 하반기 이후 주택 매출이 확실히 돌아서는 만큼 연간 실적 추정치의 조정도 크지 않다.

진격의 하반기

동사의 2020년 분양 물량 증가는 확실해졌다. 동사는 올해 25641세대의 분양을 계획하고 있는데 상반기에만 약 1.5만 세대의 분양을 소화하며 전년의 16616세대에 근접했기 때문이다. 이에 따라 하반기부터 주택 매출 성장이 나타날 전망이다. 개포8단지(도급액 8600억 원), 과천 제이드 자이(5800억 원) 등 대형 현장의 매출 본격화와 흑석 리버파크자이(4500억 원)를 포함한 일부 현장의 조기 착공, 연결 자회사 자이에스앤디의 매출 기여(2020년 예상 주택 매출 1008억 원) 증가 덕분이다. 주택 매출이 성장으로 가닥을 잡은 만큼 하반기 이후 이익 개선도 가능할 전망이며, 주택 착공이 몰리는 시점에 원가율이 일시적으로 개선되는 효과까지 고려하면 당사 이익 추정치를 상회할 여지도 충분히 존재한다.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원 유지

동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 40,000원을 유지한다. 비우호적인 사업 환경에도 불구하고 약 35조 원의 풍부한 주택 수주잔고(약정포함)를 바탕으로 안정적인 이익 창출이 가능할 전망이며, 신사업에 가장 적극적인 만큼 이와 관련된 새로운 소식도 기대해볼 수 있다. 목표배수는 이전과 같이 P/B 0.7배를 적용했으며, 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.42배, P/E 3.8배로 대형건설사 중 가장 낮다.

[표1] GS 건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	57,562	12 개월 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.7	12 개월 예상 ROE 11.3%, COE 8.7%, 영구성장을 1% 가정 시 산출된 목표배수를 할인
적정 주가(원)	40,266	
목표 주가(원)	40,000	
현재 주가(원)	24,800	
상승 여력	61%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

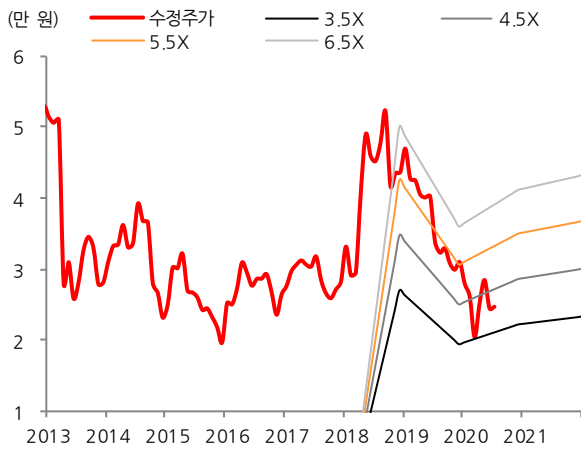
[표2] GS 건설 실적 추정치 변화

(단위: 십억 원)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E	2Q20E	2020E	2021E
매출액	2,700	10,936	10,759	2,557	10,914	10,696	-5.3%	-0.2%	-0.6%
영업이익	177	726	784	161	729	814	-9.1%	0.4%	3.8%
지배주주순이익	115	461	498	104	463	519	-10.3%	0.5%	4.4%
영업이익률	6.5%	6.6%	7.3%	6.3%	6.7%	7.6%	-0.3%P	0.0%P	0.3%P
순이익률	4.3%	4.2%	4.6%	4.0%	4.2%	4.9%	-0.2%P	0.0%P	0.2%P

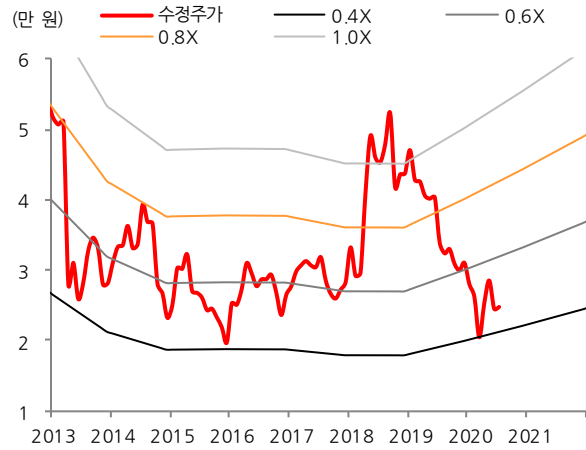
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] GS 건설의 2020년 2분기 실적 예상치

(단위: 십억 원)

	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,574	2,442	2,976	2,441	2,557	2,694	-0.7%	4.8%	-5.1%
영업이익	206	188	182	171	161	199	-22.0%	-6.1%	-19.4%
지배주주순이익	143	172	0	128	104	121	-27.6%	-19.4%	-14.4%
영업이익률	8.0%	7.7%	6.1%	7.0%	6.3%	7.4%	-1.7%P	-0.7%P	-1.1%P
순이익률	5.6%	7.1%	0.0%	5.3%	4.0%	4.5%	-1.5%P	-1.2%P	-0.4%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표4] GS 건설의 분기 및 연간 실적 추이

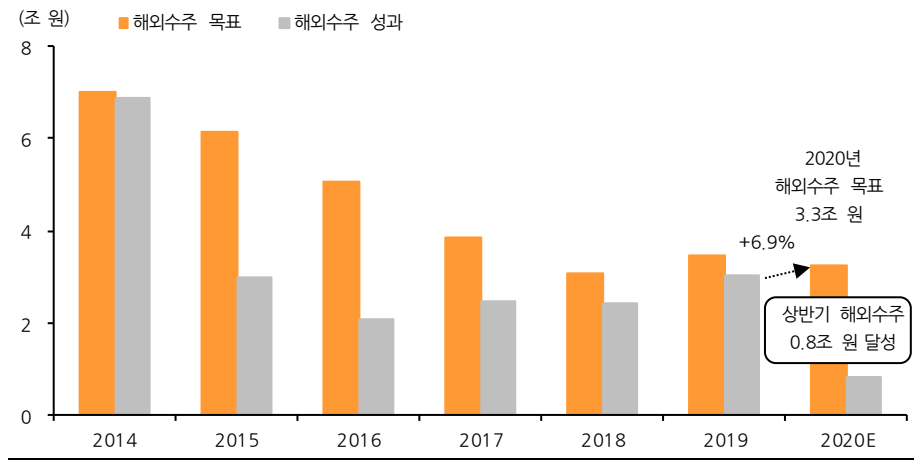
(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,602	2,574	2,442	2,976	2,441	2,557	2,806	3,110	13,139	10,416	10,914	10,696
YoY(%)	-16.8	-28.1	-23.6	-7.9	-6.2	-0.7	14.9	4.5	12.5	-20.7	4.8	-2.0
토목	231	215	208	217	206	195	216	233	1,116	870	849	908
플랜트	661	758	823	1,195	711	660	706	774	4,804	3,437	2,851	2,281
분산형에너지	116				99	98	98	104			399	358
신사업	62				90	184	216	252			741	833
건축/주택	1,511	1,579	1,393	1,545	1,318	1,403	1,551	1,726	7,138	6,029	5,998	6,241
매출원가	2,248	2,232	2,114	2,578	2,151	2,264	2,466	2,726	11,513	9,018	9,607	9,294
매출원가율(%)	86.4	86.7	86.6	86.6	88.1	88.5	87.9	87.7	87.6	86.6	88.0	86.9
토목	91.9	96.3	88.6	95.3	92.7	94.3	93.1	95.0	93.3	93.1	93.8	93.8
플랜트	86.1	89.6	91.4	91.1	97.7	98.0	96.5	97.1	89.4	89.9	97.3	94.0
분산형에너지	92.6				96.8	96.8	96.8	97.6			97.0	97.0
신사업	75.2				70.5	82.0	82.0	82.6			80.8	81.0
건축/주택	85.7	83.8	83.3	81.9	82.6	83.4	83.3	82.7	85.4	83.7	83.0	83.4
판관비	163	136	140	192	119	133	137	190	563	631	578	588
판관비율(%)	6.3	5.3	5.7	6.4	4.9	5.2	4.9	6.1	4.3	6.1	5.3	5.5
영업이익	191	206	188	182	171	161	204	194	1,064	767	729	814
YoY(%)	-50.9	-6.1	-19.6	-17.8	-10.6	-22.0	8.6	6.2	234.0	-27.9	-5.0	11.6
영업이익률(%)	7.4	8.0	7.7	6.1	7.0	6.3	7.3	6.2	8.1	7.4	6.7	7.6
영업외손익	-14	7	50	-137	14	-19	-26	-55	-229	-94	-87	-105
세전이익	178	213	238	45	185	141	178	138	835	674	642	709
순이익	129	145	173	0	132	105	131	102	588	447	470	525
YoY(%)	-38.1	0.1	25.9	-100.1	1.7	-28.0	-24.0	흑전	흑전	-23.8	5.0	11.7
순이익률(%)	5.0	5.6	7.1	0.0	5.4	4.1	4.7	3.3	4.5	4.3	4.3	4.9
지배주주순이익	127	143	172	0	128	104	130	101	582	443	463	519

주: 2019년 2~4분기 분산형에너지 및 신사업 부문 실적 미구분

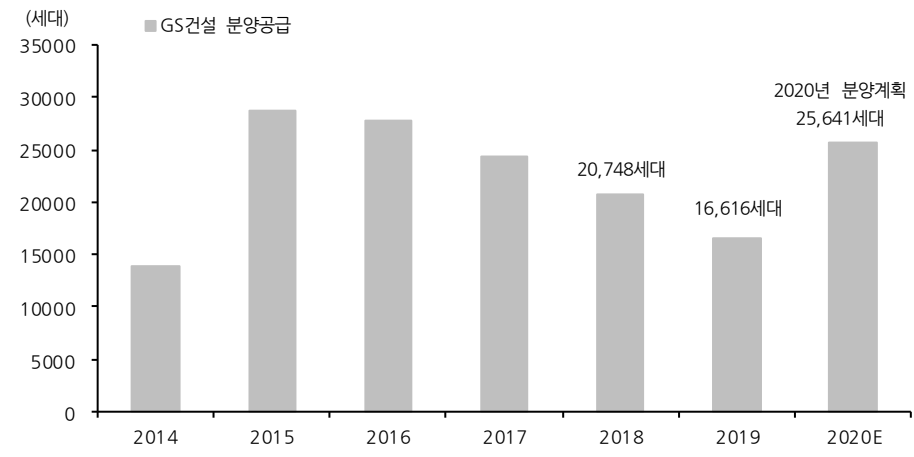
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] GS 건설의 해외수주 성과 및 목표: 2020년 해외수주 3.25조 원 목표



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GS 건설의 국내 주택 분양성과 및 목표: 2020년 상반기 14500세대 공급



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[표5] GS 건설 2020년 수주 파이프라인

시기	프로젝트명	규모	수주 시기	비고
2020년 [목표 3.3조 원]	1분기 수주성과	0.14조 원		목표 달성률 4.3%
	싱가포르 ITC	5500억 원	2분기	4/20 LOA 접수
	호주 인프라 NEL	20억 달러	2H20	6월 말 입찰 완료, 2개 컨소시엄 경쟁
	카타르 암모니아	6억 달러	2H20	총 11억 불(W/도요)
	싱가포르 레일 CR101, CR102	각 5억 달러	2H20	2/4 CR101 입찰 마감, 경쟁 입찰
	롯데케미칼 라인	40억 달러	2020	3개 패키지 분할 발주, 메인패키지(2조 원) 수주 기대

자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,679	13,139	10,417	10,915	10,696
매출총이익	803	1,628	1,398	1,308	1,402
영업이익	319	1,064	767	729	814
EBITDA	376	1,118	902	908	1,005
순이자손익	-146	-83	-97	-89	-92
외화관련손익	-159	-1	28	52	0
지분법손익	-6	8	-5	-7	-7
세전계속사업손익	-161	835	674	642	709
당기순이익	-164	587	447	470	525
지배주주순이익	-168	582	443	463	519
증가율(%)					
매출액	5.8	12.5	-20.7	4.8	-2.0
영업이익	122.9	234.0	-27.9	-5.0	11.6
EBITDA	78.3	197.5	-19.3	0.7	10.6
순이익	적지	흑전	-23.8	5.0	11.7
이익률(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	13.4	12.0	13.1
영업이익률	2.7	8.1	7.4	6.7	7.6
EBITDA 이익률	3.2	8.5	8.7	8.3	9.4
세전이익률	-1.4	6.4	6.5	5.9	6.6
순이익률	-1.4	4.5	4.3	4.3	4.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-205	1,033	759	520	742
당기순이익	-164	587	447	470	525
자산상각비	57	54	134	179	191
운전자본증감	-573	-104	105	-214	-15
매출채권 감소(증가)	-615	186	817	-829	-157
재고자산 감소(증가)	30	140	192	-208	-42
매입채무 증가(감소)	158	-475	-448	878	161
투자현금흐름	14	-235	-748	-487	-384
유형자산처분(취득)	-5	15	-136	-138	-147
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	841	757
(-)운전자본증가(감소)	-170	-697	-224	139	15
(-)설비투자	21	14	143	140	147
(+)자산매각	11	9	-9	-37	-39
Free Cash Flow	681	2,079	1,128	524	556
(-)기타투자	716	967	767	410	181
잉여현금	-35	1,112	362	114	375
NOPLAT	231	749	510	534	602
(+) Dep	57	54	134	179	191
(-)운전자본투자	-170	-697	-224	139	15
(-)Capex	21	14	143	140	147
OpFCF	437	1,486	725	433	632

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	9,582	7,828	7,329	9,012	9,673
현금성자산	2,812	2,034	2,191	2,526	2,944
매출채권	4,668	4,130	3,358	4,271	4,428
재고자산	1,091	1,034	875	1,148	1,190
비유동자산	4,114	4,205	5,842	6,474	6,642
투자자산	3,007	3,148	4,176	4,277	4,451
유형자산	898	841	1,176	1,370	1,353
무형자산	209	216	490	828	839
자산총계	13,697	12,033	13,171	15,486	16,315
유동부채	8,581	6,360	5,801	7,135	7,486
매입채무	4,288	3,955	3,378	4,368	4,529
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	10,955	11,345
자본금	358	397	400	400	400
자본잉여금	627	812	802	802	802
이익잉여금	2,334	2,487	2,827	3,207	3,646
자본조정	-209	-175	-82	-82	-82
자기주식	-76	-36	-36	-36	-36
자본총계	3,240	3,625	4,143	4,531	4,970

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-2,360	7,753	5,555	5,784	6,485
BPS	44,190	44,750	49,623	54,363	59,847
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	7,308	18,462	13,236	10,499	9,450
ROA(%)	-1.2	4.5	3.5	3.2	3.3
ROE(%)	-5.2	17.3	11.8	11.1	11.4
ROIC(%)	5.8	18.7	11.3	9.6	10.1
Multiples(x, %)					
PER	-12.0	5.6	5.6	4.3	3.8
PBR	0.6	1.0	0.6	0.5	0.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.9	2.4	2.3	2.4	2.6
EV/EBITDA	8.8	3.3	4.0	3.8	3.1
배당수익률	1.1	2.3	3.2	4.0	4.0
안정성(%)					
부채비율	322.8	232.0	217.9	241.8	228.3
Net debt/Equity	39.1	6.4	27.7	32.1	23.4
Net debt/EBITDA	337.1	20.7	127.1	160.3	115.5
유동비율	111.7	123.1	126.3	126.3	129.2
이자보상배율(배)	1.7	7.9	5.2	5.0	5.4
자산구조(%)					
투하자본	42.0	42.2	45.1	46.5	45.0
현금+투자자산	58.0	57.8	54.9	53.5	55.0
자본구조(%)					
차입금	55.7	38.5	44.6	46.8	45.2
자기자본	44.3	61.5	55.4	53.2	54.8

[Compliance Notice]

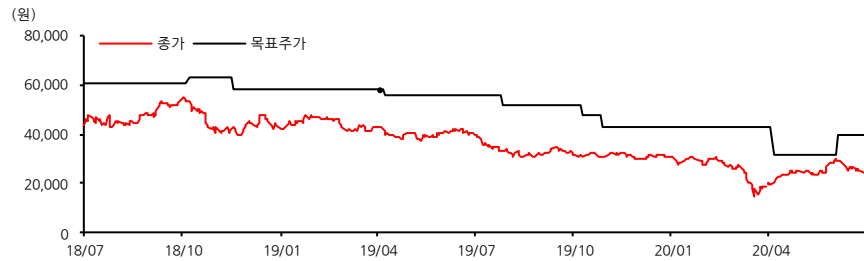
(공표일: 2020년 7월 2일)

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 종목을 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	2018.07.09	2018.08.07	2018.09.10	2018.10.08	2018.10.24
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		61,000	61,000	61,000	63,000	63,000
일 시	2018.11.19	2019.01.07	2019.01.30	2019.02.07	2019.04.09	2019.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	58,000	58,000	58,000	56,000	56,000
일 시	2019.05.20	2019.07.02	2019.07.29	2019.08.13	2019.08.22	2019.10.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	56,000	56,000	52,000	52,000	52,000	48,000
일 시	2019.10.29	2019.11.21	2020.01.21	2020.02.03	2020.02.04	2020.03.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2020.04.06	2020.04.16	2020.04.20	2020.05.04	2020.05.26	2020.06.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000	40,000
일 시	2020.07.02					
투자의견	Buy					
목표가격	40,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.10.08	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	-22.43	-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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%