



# GS건설 (006360)

확실해진 분양

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

## Buy (유지)

목표주가(유지): 40,000원

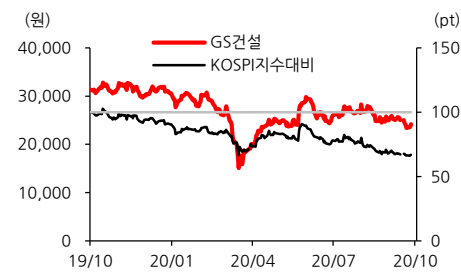
현재 주가(10/5)	24,700원
상승여력	▲61.9%
시가총액	19,784억원
발행주식수	80,098천주
52 주 최고가 / 최저가	33,000 / 15,050원
90 일 일평균 거래대금	138.87억원
외국인 지분율	27.6%
주주 구성	
허창수 (외 17 인)	25.6%
국민연금공단 (외 1 인)	13.2%
GS 건설우리아사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.0	-5.2	26.0	-21.1
상대수익률(KOSPI)	-0.6	-14.7	-10.6	-37.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	13,139	10,417	10,161	10,421
영업이익	1,064	767	710	818
EBITDA	1,118	902	889	1,009
지배주주순이익	582	443	404	507
EPS	7,753	5,555	5,046	6,331
순차입금	231	1,146	1,370	994
PER	5.6	5.6	4.9	3.9
PBR	1.0	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.3	4.0	3.8	2.9
배당수익률	2.3	3.2	4.0	4.0
ROE	17.3	11.8	9.8	11.2

### 주가 추이



동사의 3분기 영업이익은 코로나 19와 긴 장마의 영향으로 시장 기대치를 소폭 하회한 것으로 파악됩니다. 다만, 확실한 분양 증가와 신사업 확대를 바탕으로 내년 이후의 이익 성장은 보다 편안해졌습니다. GS 건설에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 40,000 원을 유지합니다.

### 3분기 영업이익, 시장 기대치 소폭 하회 예상

GS건설의 3분기 매출액은 전년 동기대비 0.9% 증가한 2.5조 원으로, 영업이익은 전년 동기대비 2.9% 감소한 1822억 원으로 추정된다. 시장 컨센서스인 영업이익 1918억 원보다 5.0% 낮은 수치다. 주택 부문 매출이 YoY 개선됐음에도 불구하고 긴 장마의 영향으로 전반적으로 매출화가 더딘 가운데 코로나 19 여파로 해외 매출 감소도 두드러진 것으로 파악된다. 다만, 지난 2분기 해외 현장에서 대규모 추가원가 반영이 이루어진 점을 감안하면 3분기 원가를 상승은 제한적일 것으로 예상하며, 수주나 분양 성과가 양호한 만큼 올해의 실적 부진은 내년 이익 성장률을 높이는 요인으로 작용할 전망이다.

### 분양만 확실하다면

동사의 올해 3분기 누적 분양 성과는 22221세대로 연간 계획 25641세대의 약 87%를 소화했다. 이에 전년의 16616세대를 크게 넘어섬과 동시에 연간 계획을 초과 달성할 가능성도 높아졌다. 더불어 지난 2분기 실적발표를 통해 내년 2.5만 세대 수준의 분양 계획도 언급했는데, 이를 바탕으로 올해 하반기부터 내후년까지 주택 부문 매출은 성장하는 구간에 들어설 전망이다. 해외 부문의 익스포저(계약잔고 기준 9.5%)가 크게 줄어들고, 신사업의 실적 성장이 확실히 보태지고 있는 상황에서 주택까지 돌아선다면 향후 이익 성장을 보다 편안하게 누릴 수 있겠다는 판단이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원 유지

동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 40,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS에 목표배수 0.7배를 적용해 산출했다. 4년 만의 분양 증가로 주택 부문의 실적 턴어라운드 기반을 마련했다는 점에 주목할 필요가 있으며, 다양한 분야에서의 신사업 확대를 검토 및 추진 중인 만큼 이를 중심으로 중장기적 실적 성장도 기대해볼 수 있다는 점이 매력적이다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.42배, P/E 4.0배 수준이다.

[표1] GS건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	58,066	12 개월 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.7	12 개월 예상 ROE 11.0%, COE 8.7%, 영구성장률 1% 가정 시 산출된 목표배수를 할인
적정 주가(원)	40,650	
<b>목표 주가(원)</b>	<b>40,000</b>	
현재 주가(원)	24,700	
상승 여력	62%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

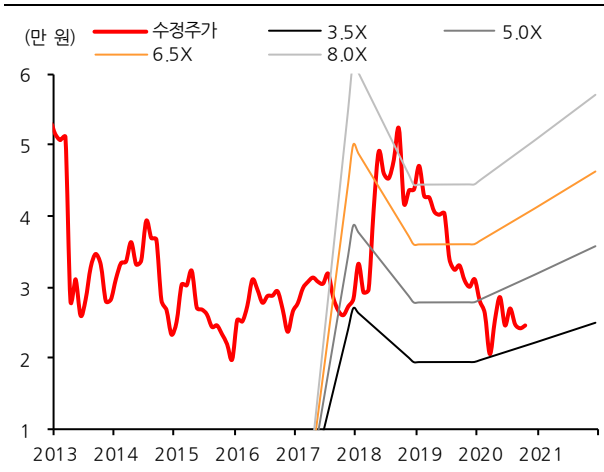
[표2] GS건설 실적 추정치 변화

(단위: 십억 원)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E	3Q20E	2020E	2021E
매출액	2,627	10,486	10,711	2,465	10,161	10,421	-6.2%	-3.1%	-2.7%
영업이익	197	735	803	182	710	818	-7.6%	-3.5%	1.9%
지배주주순이익	121	436	496	96	404	507	-20.5%	-7.4%	2.2%
영업이익률	7.5%	7.0%	7.5%	7.4%	7.0%	7.9%	-0.1%P	0.0%P	0.4%P
순이익률	4.6%	4.2%	4.6%	3.9%	4.0%	4.9%	-0.7%P	-0.2%P	0.2%P

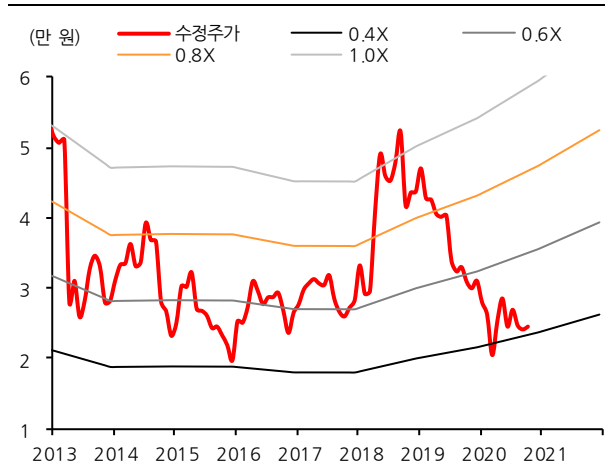
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] GS 건설의 2020년 3분기 실적 예상치

(단위: 십억 원)

	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E		증감		컨센서스 차이
					예상치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,442	2,797	2,441	2,547	2,465	2,552	0.9%	-3.2%	-3.4%
영업이익	188	182	171	165	182	192	-2.9%	10.4%	-5.0%
지배주주순이익	172	0	128	80	96	118	-44.4%	19.8%	-18.6%
영업이익률	7.7%	6.5%	7.0%	6.5%	7.4%	7.5%	-0.3%P	0.9%P	-0.1%P
순이익률	7.1%	0.0%	5.3%	3.1%	3.9%	4.6%	-3.2%P	0.7%P	-0.7%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표4] GS 건설의 분기 및 연간 실적 추이

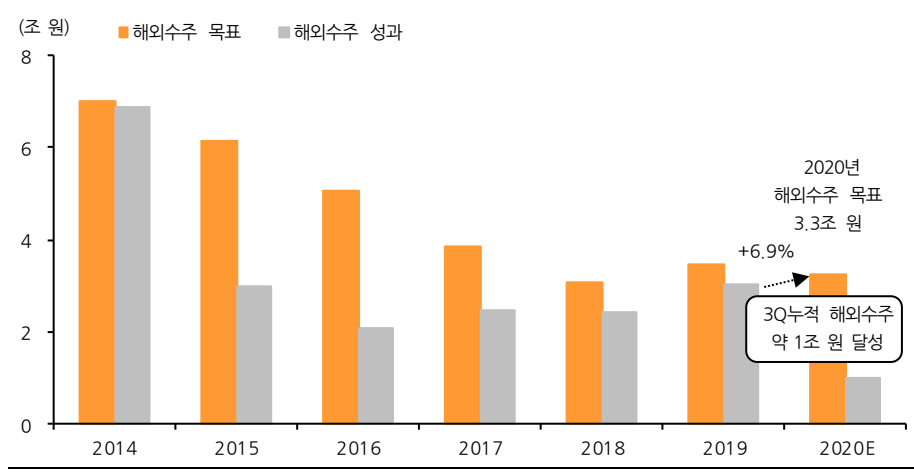
(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,602	2,575	2,442	2,797	2,441	2,547	2,465	2,708	13,139	10,417	10,161	10,421
YoY(%)	-16.8	-28.1	-23.6	-13.5	-6.2	-1.1	0.9	-3.2	12.5	-20.7	-2.4	2.6
토목	230	215	208	218	206	209	199	214	1,116	870	828	887
플랜트	664	556	823	1,017	711	576	503	515	4,804	3,437	2,305	2,097
분산형에너지	112	138	0	0	99	98	99	103			399	358
신사업	62	65			90	144	199	221			654	820
건축/주택	1,513	1,579	1,393	1,543	1,318	1,503	1,447	1,631	7,138	6,029	5,900	6,185
매출원가	2,248	2,233	2,113	2,425	2,151	2,241	2,139	2,331	11,513	9,019	8,862	9,004
매출원가율(%)	86.4	86.7	86.6	86.7	88.1	88.0	86.8	86.1	87.6	86.6	87.2	86.4
토목	91.9	96.3	88.6	95.3	92.7	86.3	93.1	95.9	93.3	93.1	92.0	93.8
플랜트	86.1	90.0	91.4	92.1	97.7	112.4	97.0	96.7	89.4	89.9	101.0	95.0
분산형에너지	92.6	94.9			96.8	82.6	95.5	96.8			93.0	95.0
신사업	75.2	71.8			70.5	76.7	78.5	78.5			77.0	79.0
건축/주택	85.7	83.8	83.3	81.9	82.6	80.0	82.6	82.1	85.4	83.7	81.8	82.8
판관비	163	136	141	191	119	141	143	185	563	631	589	599
판관비율(%)	6.3	5.3	5.8	6.8	4.9	5.5	5.8	6.8	4.3	6.1	5.8	5.8
영업이익	191	206	188	182	171	165	182	192	1,064	767	710	818
YoY(%)	-50.9	-6.1	-19.6	-17.8	-10.6	-19.8	-2.9	5.2	234.0	-27.9	-7.5	15.3
영업이익률(%)	7.4	8.0	7.7	6.5	7.0	6.5	7.4	7.1	8.1	7.4	7.0	7.9
영업외손익	-14	7	50	-137	14	-38	-46	-50	-229	-94	-121	-100
세전이익	178	213	238	45	185	127	136	141	835	674	588	719
순이익	129	145	173	0	132	85	98	102	588	447	416	517
YoY(%)	-38.1	0.1	25.9	적전	1.7	-41.4	-43.4	흑전	흑전	-23.9	-7.0	24.4
순이익률(%)	5.0	5.6	7.1	0.0	5.4	3.3	4.0	3.8	4.5	4.3	4.1	5.0
지배주주순이익	127	143	172	0	128	80	96	100	582	443	404	507

주: 2019년 하반기 분산형에너지 및 신사업 매출은 플랜트 매출에 포함

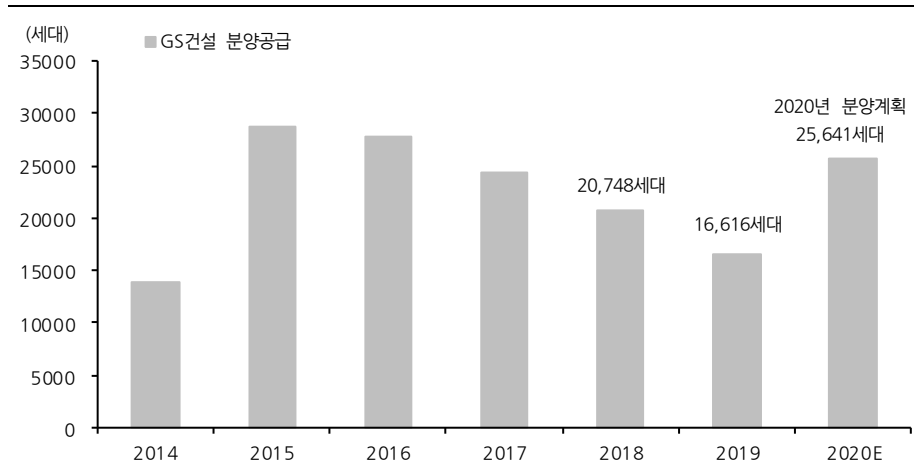
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

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



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GS 건설 주택 분양성과 및 목표: 3분기 누적 22,221세대 공급(계획대비 86.7%)



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[표5] GS 건설 2020년 해외수주 파이프라인

시기	프로젝트명	규모	수주 시기	비고
2020년 [목표 3.3조 원]	상반기 수주성과	0.7조 원		목표 달성률 22.4%
	턴어라운드 다수	각 1억 달러	2H20	UAE, 사우디, 인도네시아 등
	호주 인프라 NEL	20억 달러	4Q20	6/24 입찰 완료, 2개 컨소시엄 경쟁, 협상 지연 중
	터키 PDHPP	10억 달러	4Q20	FEED 수행 완료, EPC 전환 프로젝트, 발주처와 협상 중
	인도네시아 올레핀 FEED	-	4Q20	총 규모 30~40억 달러, '21년 EPC 전환

자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,679	13,139	10,417	10,161	10,421
매출총이익	803	1,628	1,398	1,300	1,417
영업이익	319	1,064	767	710	818
EBITDA	376	1,118	902	889	1,009
순이자손익	-146	-83	-97	-89	-92
외화관련손익	-159	-1	28	13	0
지분법손익	-6	8	-5	-7	-7
세전계속사업손익	-161	835	674	588	719
당기순이익	-164	587	447	416	517
지배주주순이익	-168	582	443	404	507
<b>증가율(%)</b>					
매출액	5.8	12.5	-20.7	-2.4	2.6
영업이익	122.9	234.0	-27.9	-7.5	15.3
EBITDA	78.3	197.5	-19.3	-1.4	13.5
순이익	적지	흑전	-23.8	-7.0	24.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	6.9	12.4	13.4	12.8	13.6
영업이익률	2.7	8.1	7.4	7.0	7.9
EBITDA 이익률	3.2	8.5	8.7	8.7	9.7
세전이익률	-1.4	6.4	6.5	5.8	6.9
순이익률	-1.4	4.5	4.3	4.1	5.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-205	1,033	759	596	819
당기순이익	-164	587	447	416	517
자산상각비	57	54	134	179	190
운전자본증감	-573	-104	105	-78	75
매출채권 감소(증가)	-615	186	817	-277	210
재고자산 감소(증가)	30	140	192	-60	56
매입채무 증가(감소)	158	-475	-448	314	-215
투자현금흐름	14	-235	-748	-477	-380
유형자산처분(취득)	-5	15	-136	-128	-143
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	781	744
(-)운전자본증가(감소)	-170	-697	-224	4	-75
(-)설비투자	21	14	143	130	143
(+)자산매각	11	9	-9	-37	-39
Free Cash Flow	681	2,079	1,128	611	637
(-)기타투자	716	967	767	410	181
잉여현금	-35	1,112	362	201	456
NOPLAT	231	749	510	502	589
(+) Dep	57	54	134	179	190
(-)운전자본투자	-170	-697	-224	4	-75
(-)Capex	21	14	143	130	143
OpFCF	437	1,486	725	547	712

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	9,582	7,828	7,329	8,398	8,674
현금성자산	2,812	2,034	2,191	2,612	3,112
매출채권	4,668	4,130	3,358	3,719	3,509
재고자산	1,091	1,034	875	1,000	943
비유동자산	4,114	4,205	5,842	6,465	6,629
투자자산	3,007	3,148	4,176	4,277	4,451
유형자산	898	841	1,176	1,360	1,340
무형자산	209	216	490	828	839
<b>자산총계</b>	<b>13,697</b>	<b>12,033</b>	<b>13,171</b>	<b>14,863</b>	<b>15,304</b>
유동부채	8,581	6,360	5,801	6,571	6,546
매입채무	4,288	3,955	3,378	3,804	3,589
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
<b>부채총계</b>	<b>10,457</b>	<b>8,409</b>	<b>9,028</b>	<b>10,391</b>	<b>10,405</b>
자본금	358	397	400	400	400
자본잉여금	627	812	802	802	802
이익잉여금	2,334	2,487	2,827	3,148	3,575
자본조정	-209	-175	-82	-82	-82
자기주식	-76	-36	-36	-36	-36
<b>자본총계</b>	<b>3,240</b>	<b>3,625</b>	<b>4,143</b>	<b>4,472</b>	<b>4,898</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	-2,360	7,753	5,555	5,046	6,331
BPS	44,190	44,750	49,623	53,624	58,954
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	7,308	18,462	13,236	9,755	9,284
ROA(%)	-1.2	4.5	3.5	2.9	3.4
ROE(%)	-5.2	17.3	11.8	9.8	11.2
ROIC(%)	5.8	18.7	11.3	9.1	10.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-12.0	5.6	5.6	4.9	3.9
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	2.5	2.7
EV/EBITDA	8.8	3.3	4.0	3.8	2.9
배당수익률	1.1	2.3	3.2	4.0	4.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	322.8	232.0	217.9	232.4	212.4
Net debt/Equity	39.1	6.4	27.7	30.6	20.3
Net debt/EBITDA	337.1	20.7	127.1	154.1	98.5
유동비율	111.7	123.1	126.3	127.8	132.5
이자보상배율(배)	1.7	7.9	5.2	4.9	5.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	42.0	42.2	45.1	45.6	43.5
현금+투자자산	58.0	57.8	54.9	54.4	56.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	55.7	38.5	44.6	47.1	45.6
자기자본	44.3	61.5	55.4	52.9	54.4

[ Compliance Notice ]

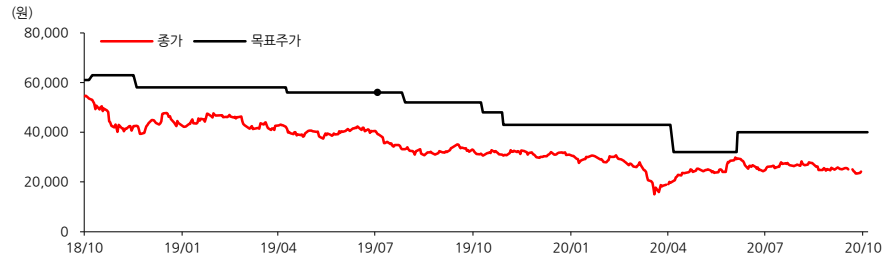
(공표일: 2020년 10월 6일)

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, 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	2018.10.08	2018.10.24	2018.11.19	2019.01.07	2019.01.30
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		63,000	63,000	58,000	58,000	58,000
일 시	2019.02.07	2019.04.09	2019.04.29	2019.05.20	2019.07.02	2019.07.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	58,000	56,000	56,000	56,000	56,000	52,000
일 시	2019.08.13	2019.08.22	2019.10.10	2019.10.29	2019.11.21	2020.01.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	48,000	43,000	43,000	43,000
일 시	2020.02.03	2020.02.04	2020.03.10	2020.04.06	2020.04.16	2020.04.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	32,000	32,000	32,000
일 시	2020.05.04	2020.05.26	2020.06.05	2020.07.02	2020.07.30	2020.08.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	32,000	40,000	40,000	40,000	40,000
일 시	2020.08.11	2020.09.21	2020.10.06			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	40,000	40,000	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 9월 30일)

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