2021년 1월 6일 I Equity Research

GS건설 (006360)

4Q20 Preview: 재평가는 이제 시작

2021년 주택 분양 2.7만호 상회할 전망

2020년 GS건설의 주택 분양세대수는 약 2.7만호로 최대 분양 목표 2.9만호의 92%를 달성한 것으로 파악된다. 기존 분양 계획 소폭 하회는 약 2.5천세대(인천용현학익+송도자이)가 2021년 초로 분양 이연 된 것에 기인한다. 2021년에는 2.7~2.8만세대의 신규 분양이 가능할 것으로 파악되며 ① 작년 하반기부터 지속되고있는 양호한 수도권/광역시 주택 분양 경기와 ② 연초 이연 된 분양 물량을 감안 시 연내 최대 2.9만호까지도 분양 가능할 전망이다.

4Q20 Preview: 매출 2.7조원, 영업이익 2,080억원 추정

2020년 4분기 매출액은 2.7조원으로 YoY 5% 감소, 영업이익은 2,080억원으로 YoY 14% 증가할 것으로 추정한다. 4분기 매출의 전년비 감소는 플랜트 잔고 레벨 하락에 (4Q19말 3.9조원 → 3Q20말 2.6조원) 따른 매출 둔화를 반영했다. 4분기 영업이익은 ① 2020년 신사업 비중확대에 따른 원가율 개선과 ② 4Q19 경영성과급 지급에 따른 영업이익 기저효과로 YoY 증가하는 모습 보일 전망이다. 2020년 연간 수주는 4분기 부산/진해 주택 재개발사업 수주와 고속도로/도시철도 수주 등을 합산 시 연결 기준 12조원에 달할 것으로 추정한다. 이는 연초 사측 가이던스 11.5조원을 소폭 상회하는 수준이기에 긍정적이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 4.8만원으로 상향

GS건설에 대한 투자의견 BUY 유지하며 목표주가를 기존 4.2만원에서 신규 4.8만원으로 14% 상향한다. 금번 목표주가 상향은 ① 목표주가 산정 시 적용하는 추정 BPS를 2020~2021F 평균값에서 2021F BPS로 변경한 것과 ② 최근 건설업종 멀티플 리레이팅에 따라 목표 PBR을 0.8배로 상향 조정한 것에 기인한다. 연말 이후 지속되고있는 건설업종 리레이팅은 과도하게 낮아져있던 업종 밸류에이션이 정상화되는 과정으로 볼 수 있다. GS건설은 장기적으로 ① 단독주택 사업(단우드)과 수처리 컨세션사업(GS이니마) 확장을 통한 해외사업 체질 개선과 ② '자이'의 높은 브랜드 경쟁력을 통한 수도권/광역시 정비사업 점유율 확대가 기대되어 대형 건설사 최선호주로 지속 제시한다.

Earnings Preview

BUY

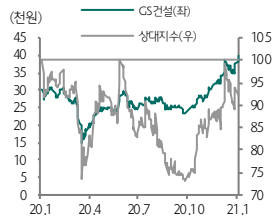
I TP(12M): 48,000원(상향) I CP(1월 5일): 40,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,990.57
52주 최고/최저(원)	40,000/15,050
시가총액(십억원)	3,214.8
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	80,370.3
60일 평균 거래량(천주)	749.6
60일 평균 거래대금(십억원)	24.5
20년 배당금(예상,원)	1,000
20년 배당수익률(예상,%)	2.65
외국인지분율(%)	27.33
주요주주 지분율(%)	
허창수 외 16 인	25.60
국민연금공단	12.51

주가상승률	1M	6M	12M
절대	16.4	53.6	31.1
상대	6.4	10.5	(4.6)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	10,038.4	10,703.1
영업이익(십억원)	746.0	885.3
순이익(십억원)	440.9	560.9
EPS(원)	5,286	6,724
BPS(원)	53,661	59,402

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	13,139.4	10,416.6	9,978.5	10,882.1	11,452.3
영업이익	십억원	1,064.5	767.3	755.2	925.5	1,016.0
세전이익	십억원	835.0	673.7	582.6	799.6	915.7
순이익	십억원	582.1	443.4	396.0	575.8	659.4
EPS	원	7,713	5,552	4,942	7,164	8,204
증감율	%	흑전	(28.02)	(10.99)	44.96	14.52
PER	배	5.67	5.59	7.65	5.58	4.88
PBR	배	0.97	0.62	0.70	0.67	0.60
EV/EBITDA	배	3.38	4.22	4.46	3.50	2.81
ROE	%	17.34	11.79	9.58	12.68	13.01
BPS	원	45,130	50,078	53,847	60,019	67,034
DPS	원	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200

건설 Analyst 윤승현
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

Analyst 윤승현 02-3771-8121

2020년 4분기 GS건설 실적 프리뷰

4Q20 매출액 2.7조원 (YoY -5%)
영업이익 2,080억원 (YoY +14%)
추정

2020년 4분기 매출액은 2.7조원으로 YoY 5% 감소, 영업이익은 2,080억원으로 YoY 14% 증가할 것으로 추정한다. 4분기 매출의 전년비 감소는 플랜트 잔고 레벨 하락에 (4Q19말 3.9조원 → 3Q20말 2.6조원) 따른 매출 둔화를 반영했다. 4분기 영업이익은 ① 2020년 신사업 비중확대에 따른 원가율 개선과 ② 4Q19 경영성과급 지급에 따른 영업이익 기저효과로 YoY 증가하는 모습 보일 전망이다.

2020년 연간 수주는 4분기 부산/진해 주택 재개발사업 수주와 고속도로/도시철도 수주 등을 합산 시 연결 기준 12조원에 달할 것으로 추정한다. 이는 연초 사측 가이던스 11.5조원을 소폭 상회하는 수준이기에 긍정적이다.

표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F
매출액	**2,441**	**2,547**	**2,320**	**2,669**	**2,599**	**2,630**	**2,803**	**2,851**	**10,417**	**9,978**	**10,882**
(% YoY)	-6.2%	-1.1%	-5.0%	-4.6%	6.4%	3.2%	20.8%	6.8%	-20.7%	-4.2%	9.1%
토목	207	209	177	217	223	222	248	255	880	810	948
건축/주택	1,318	1,503	1,362	1,660	1,616	1,671	1,770	1,809	6,015	5,842	6,866
플랜트	711	576	498	501	465	437	474	469	2,664	2,287	1,845
분산형에너지	99	98	76	77	72	79	86	90	484	350	327
신사업(이니마/모듈)	90	144	185	200	205	203	207	208	294	620	824
매출원가	**2,150**	**2,242**	**1,967**	**2,297**	**2,238**	**2,260**	**2,402**	**2,438**	**9,019**	**8,656**	**9,339**
(% YoY)	-4.3%	0.4%	-6.9%	-5.3%	4.1%	0.8%	22.1%	6.1%	-21.7%	-4.0%	7.9%
(% 원가율)	88.1%	88.0%	84.8%	86.1%	86.1%	85.9%	85.7%	85.5%	86.6%	86.7%	85.8%
토목	191	181	170	204	213	211	235	241	819	746	900
건축/주택	1,088	1,202	1,042	1,364	1,326	1,374	1,449	1,480	5,034	4,697	5,629
플랜트	695	648	525	489	454	425	460	454	2,392	2,357	1,793
분산형에너지	96	81	60	63	61	67	73	77		300	278
신사업(이니마/모듈)	64	111	151	162	166	166	169	170		487	670
매출총이익	**291**	**306**	**353**	**372**	**361**	**370**	**400**	**412**	**1,398**	**1,322**	**1,543**
(% YoY)	-17.8%	-10.6%	7.7%	-0.3%	24.1%	20.9%	13.3%	10.7%	-14.1%	-5.4%	16.7%
(% GPM)	11.9%	12.0%	15.2%	13.9%	13.9%	14.1%	14.3%	14.5%	13.4%	13.3%	14.2%
판관비	**120**	**140**	**142**	**164**	**144**	**146**	**158**	**169**	**631**	**567**	**618**
(% 판관비율)	4.9%	5.5%	6.1%	6.2%	5.6%	5.5%	5.6%	5.9%	6.1%	5.7%	5.7%
영업이익	**171**	**165**	**210**	**208**	**217**	**224**	**242**	**243**	**767**	**754**	**926**
(% YoY)	-10.6%	-19.8%	12.1%	14.1%	26.8%	35.4%	15.1%	16.8%	-27.9%	-1.7%	22.7%
(% OPM)	7.0%	6.5%	9.1%	7.8%	8.3%	8.5%	8.6%	8.5%	7.4%	7.6%	8.5%
세전이익	185	127	136	135	189	192	207	212	674	583	800
지배순이익	128	80	90	97	136	138	149	153	443	396	576

자료: GS건설, 하나금융투자

Analyst 윤승현 02-3771-8121

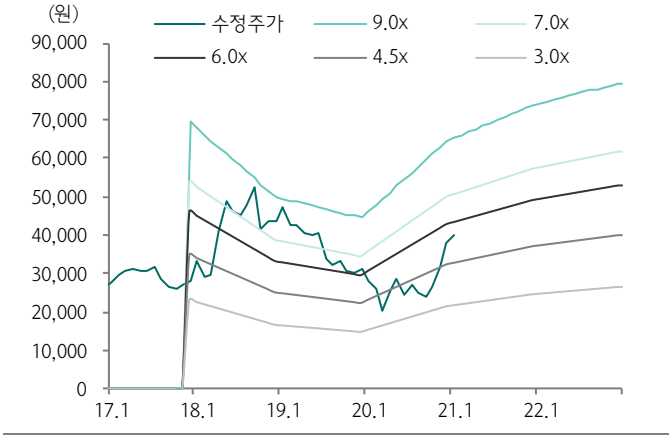
투자의견 BUY 유지, 목표주가 신규 4.8만원으로 종전 대비 14% 상향

GS건설 투자의견 BUY 유지
목표주가 기존 4.2만원에서
신규 4.8만원으로 14% 상향

하나금융투자는 지난 11월 9일 발간한 2021년 전망 자료 '건설(Overweight): 주택 건설사, 디레이팅의 끝에서 공급을 보다'에서 GS건설의 목표주가를 신규 4.2만원으로 제시하고 대형 건설사 Top Pick으로 제시한 바 있다. 최근 건설업종 리레이팅은 2020년 주택 분양 성과가 양호한 대형건설사를 중심으로 지속되고 있으며 이는 그동안 과도하게 낮아져 있던 업종 밸류에이션이 정상화되는 과정으로 볼 수 있다.

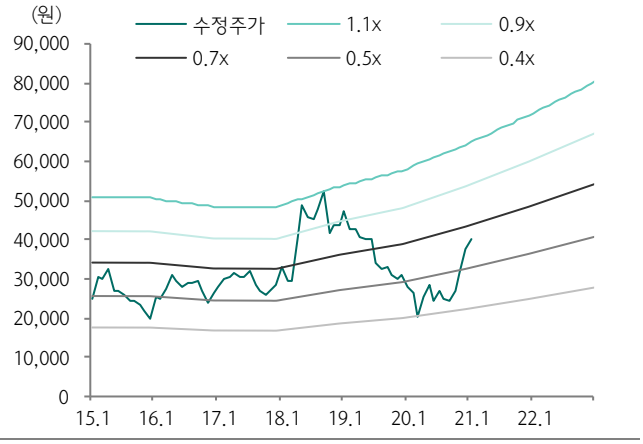
GS건설에 대한 투자의견 BUY 유지하며 목표주가를 기존 4.2만원에서 신규 4.8만원으로 14% 상향한다. 금번 목표주가 상향은 ① 목표주가 산정 시 적용하는 추정 BPS를 기존 2020~2021F 평균값에서 신규 2021F BPS로 변경한 것과 ② 최근 건설업종 멀티플 리레이팅에 따라 목표 PBR을 0.8배로 상향 조정한 것에 기인한다. GS건설은 장기적으로 ① 단독주택사업(단우드)과 수처리 컨세션사업(GS이니마) 확장을 통한 해외사업 체질 개선과 ② '자이'의 높은 브랜드 경쟁력을 통한 수도권/광역시 정비사업 점유율 확대가 기대되어 대형 건설사 최선호주로 지속 제시한다.

그림 1. GS건설 12개월 선행 PER 밴드



주: GS건설은 2017년 순이익 적자 시현
자료: 하나금융투자

그림 2. GS건설 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 2. GS건설 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

구분	값	비고
자기자본비용 (%)	**9.80**	
52주수정베타	1.29	
시장기대수익률 (%)	7.91	KOSPI 2000~ 12M Rolling 평균
무위험수익률 (%)	1.50	국고 10년물 최근 12개월 평균
지속가능성장률 (%)	2.07	(ROE x 목표 유보율 25%)
지속가능 ROE (%)	8.28	2020~2024F 평균 ROE 조정
목표 PBR (배)	**0.80**	
선행 BPS (원)	60,019	기존 2020~2021F 평균 BPS → 신규 2021F BPS
목표주가 (TP, 원)	**48,000**	
현재주가 (CP, 원)	40,000	
Upside(%)	20%	

자료: 하나금융투자

Analyst 윤승현 02-3771-8121

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**13,139.4**	**10,416.6**	**9,978.5**	**10,882.1**	**11,452.3**
매출원가	11,511.8	9,018.7	8,656.1	9,338.8	9,775.3
매출총이익	1,627.6	1,397.9	1,322.4	1,543.3	1,677.0
판관비	563.1	630.6	567.2	617.7	661.0
영업이익	**1,064.5**	**767.3**	**755.2**	**925.5**	**1,016.0**
금융손익	(176.6)	34.5	(101.6)	(83.2)	(58.5)
종속/관계기업손익	6.5	(2.9)	(3.7)	(2.8)	(1.8)
기타영업외손익	(59.3)	(125.1)	(60.0)	(40.0)	(40.0)
세전이익	**835.0**	**673.7**	**582.6**	**799.6**	**915.7**
법인세	247.6	226.3	166.9	193.5	221.6
계속사업이익	587.4	447.5	415.7	606.1	694.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**587.4**	**447.5**	**415.7**	**606.1**	**694.1**
비지배주주지분 순이익	5.3	4.1	19.8	30.3	34.7
지배주주순이익	**582.1**	**443.4**	**396.0**	**575.8**	**659.4**
지배주주지분포괄이익	565.1	453.5	413.7	603.1	690.7
NOPAT	748.8	509.6	538.9	701.5	770.1
EBITDA	1,118.1	901.7	886.0	1,040.1	1,130.0
성장성(%)					
매출액증가율	12.50	(20.72)	(4.21)	9.06	5.24
NOPAT증가율	130.76	(31.94)	5.75	30.17	9.78
EBITDA증가율	197.53	(19.35)	(1.74)	17.39	8.64
영업이익증가율	234.01	(27.92)	(1.58)	22.55	9.78
(지배주주)순익증가율	흑전	(23.83)	(10.69)	45.40	14.52
EPS증가율	흑전	(28.02)	(10.99)	44.96	14.52
수익성(%)					
매출총이익률	12.39	13.42	13.25	14.18	14.64
EBITDA이익률	8.51	8.66	8.88	9.56	9.87
영업이익률	8.10	7.37	7.57	8.50	8.87
계속사업이익률	4.47	4.30	4.17	5.57	6.06

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	7,713	5,552	4,942	7,164	8,204
BPS	45,130	50,078	53,847	60,019	67,034
CFPS	18,365	13,228	9,904	12,362	13,608
EBITDAPS	14,814	11,291	11,059	12,942	14,060
SPS	174,097	130,434	124,549	135,399	142,494
DPS	1,000	1,000	1,000	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	5.67	5.59	7.65	5.58	4.88
PBR	0.97	0.62	0.70	0.67	0.60
PCFR	2.38	2.35	3.82	3.24	2.94
EV/EBITDA	3.38	4.22	4.46	3.50	2.81
PSR	0.25	0.24	0.30	0.30	0.28
재무비율(%)					
ROE	17.34	11.79	9.58	12.68	13.01
ROA	4.52	3.52	2.99	4.17	4.48
ROIC	15.40	10.64	10.30	13.30	14.09
부채비율	231.98	217.91	198.03	186.18	171.04
순부채비율	6.39	27.66	16.46	4.38	(4.98)
이자보상배율(배)	7.88	5.21	6.10	8.22	8.19

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**7,828.2**	**7,328.9**	**7,521.5**	**8,435.5**	**9,164.5**
금융자산	2,033.9	2,190.6	2,598.2	3,068.9	3,518.1
현금성자산	1,592.6	1,793.0	2,207.6	2,663.8	3,103.8
매출채권	1,739.9	1,186.0	1,136.1	1,239.0	1,303.9
재고자산	1,034.2	875.1	838.3	914.2	962.1
기타유동자산	3,020.2	3,077.2	2,948.9	3,213.4	3,380.4
비유동자산	**4,205.1**	**5,842.3**	**5,815.9**	**5,865.4**	**5,990.8**
투자자산	977.1	1,329.9	1,284.2	1,378.4	1,437.9
금융자산	903.7	1,277.5	1,234.0	1,323.7	1,380.2
유형자산	841.0	1,176.0	1,210.6	1,180.8	1,260.9
무형자산	**215.7**	**490.0**	**474.6**	**459.8**	**445.7**
기타비유동자산	**2,171.3**	**2,846.4**	**2,846.5**	**2,846.4**	**2,846.3**
자산총계	**12,033.3**	**13,171.2**	**13,337.4**	**14,300.9**	**15,155.3**
유동부채	**6,359.7**	**5,800.9**	**5,672.1**	**6,037.0**	**6,248.8**
금융부채	1,118.2	991.7	990.3	943.3	895.2
매입채무	3,688.3	3,142.0	3,079.1	3,358.0	3,533.9
기타유동부채	1,553.2	1,667.2	1,602.7	1,735.7	1,819.7
비유동부채	**2,048.9**	**3,227.3**	**3,190.2**	**3,266.7**	**3,315.1**
금융부채	**1,147.2**	**2,344.6**	**2,344.6**	**2,344.6**	**2,344.6**
기타비유동부채	901.7	882.7	845.6	922.1	970.5
부채총계	**8,408.6**	**9,028.2**	**8,862.2**	**9,303.7**	**9,563.9**
지배주주지분	**3,548.5**	**3,974.7**	**4,291.2**	**4,787.4**	**5,351.1**
자본금	**397.2**	**400.5**	**400.5**	**400.5**	**400.5**
자본잉여금	811.8	802.3	802.3	802.3	802.3
자본조정	(77.0)	(9.4)	(9.4)	(9.4)	(9.4)
기타포괄이익누계액	(70.5)	(46.0)	(46.0)	(46.0)	(46.0)
이익잉여금	2,487.1	2,827.4	3,143.9	3,640.0	4,203.8
비지배주주지분	**76.2**	**168.3**	**183.9**	**209.9**	**240.4**
자본총계	**3,624.7**	**4,143.0**	**4,475.1**	**4,997.3**	**5,591.5**
순금융부채	231.4	1,145.8	736.7	219.0	(278.2)

현금흐름표

(단위: 십억원)

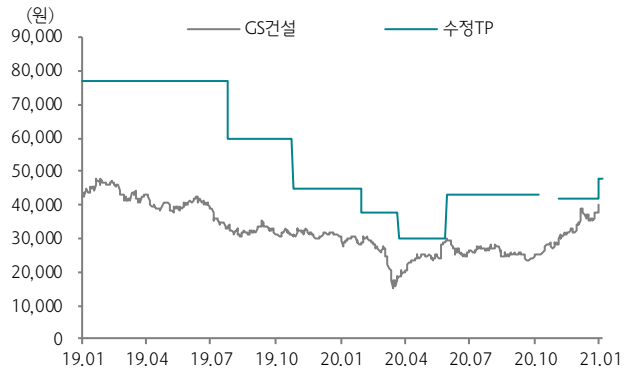
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**1,032.9**	**759.3**	**610.7**	**590.5**	**726.3**
당기순이익	587.4	447.5	415.7	606.1	694.1
조정	55	21	13	12	11
감가상각비	53.6	134.5	130.8	114.6	114.0
외환거래손익	(31.1)	(37.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(7.9)	5.0	0.0	0.0	0.0
기타	40.4	(80.6)	(117.8)	(102.6)	(103.0)
영업활동 자산부채 변동	(103.6)	105.1	63.4	(130.8)	(82.6)
투자활동 현금흐름	**(234.8)**	**(747.6)**	**(101.5)**	**(183.0)**	**(252.9)**
투자자산감소(증가)	14.6	(352.7)	41.4	(98.4)	(63.7)
자본증가(감소)	14.7	(135.8)	(150.0)	(70.0)	(180.0)
기타	(264.1)	(259.1)	7.1	(14.6)	(9.2)
재무활동 현금흐름	**(1,655.6)**	**183.5**	**(81.6)**	**(127.3)**	**(144.4)**
금융부채증가(감소)	(1,813.8)	1,071.0	(1.5)	(47.0)	(48.1)
자본증가(감소)	223.4	(6.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(44.1)	(798.3)	(0.7)	(0.6)	(0.7)
배당지급	(21.1)	(83.0)	(79.4)	(79.7)	(95.6)
현금의 증감	**(849.7)**	**200.3**	**414.6**	**456.2**	**440.0**
Unlevered CFO	1,386.1	1,056.4	793.5	993.5	1,093.7
Free Cash Flow	1,019.3	616.4	460.7	470.5	426.3

자료: 하나금융투자

Analyst 윤승현 02-3771-8121

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GS건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.5	BUY	48,000		
20.11.8	BUY	42,000	-19.35%	-7.98%
20.6.3	BUY	43,000	-38.89%	-31.51%
20.3.27	BUY	30,000	-19.99%	-3.83%
20.2.3	BUY	38,000	-33.76%	-19.21%
19.10.29	BUY	45,000	-31.65%	-27.22%
19.7.30	BUY	60,000	-46.25%	-41.50%
18.10.2	BUY	77,000	-45.05%	-29.74%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.31%	6.69%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 1월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식등을 보유한 법인(5%미만)
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤승현)는 2021년 1월 6일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 법률 또는 계약으로 매매거래 등이 제한된 법인
- IB업무관련 비밀유지약정 체결법인으로 해당 정보가 미공개 된 경우
- 보증 · 배서 · 담보제공 · 채무인수 등 채무이행 직 · 간접 보장 법인

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.