유안타증권 元大證券

GS건설 (006360)

해외 리스크를 무색하게 만든 주택 이익

건설

김기룡
02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	54,000원 (M)
현재주가 (1/25)	42,300원
상승여력	28%

시가총액	34,172억원
총발행주식수	80,784,763주
60일 평균 거래대금	323억원
60일 평균 거래량	880,091주
52주 고	44,500원
52주 저	15,050원
외인지분율	26.96%
주요주주	허창수 외 16 인 25.47%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	18.0	49.5	39.6
상대	3.2	10.0	(2.3)
절대(달러환산)	18.2	53.8	48.2

4Q20 Review : 시장 예상치 부합

2020년 4분기, GS건설 연결 실적은 매출액 2.82조원(+0.7%, YoY), 영업이익 2,057억원(+12.8%)으로 시장 예상치에 부합했다. GS건설은 4분기 매출액과 영업이익 잠정 수치를 지난 22일 공시한 바 있다. 당분기 판관비는 1) 해외 Project 미청구공사 대손처리 관련 사우디 PP-12 906억원, 카타르 도하 메트로 550억원 2) 성과급 추정치 405억원 반영으로 전년동기대비 크게 증가하였다[1,913억원(4Q19) → 3,819억원(4Q20P)]. 다만, 주택/건축 부문 실적은 준공 정산이익에 따른 큰 폭의 마진율 개선[18.1%(4Q19) → 30.5%(4Q20P)]으로 매출총이익 기준 전년동기대비 2,000억원 이상의 개선효과가 반영되었다. 원/달러 하락에 따른 환 관련 평가손실 1,140억원으로 세전이익은 시장 예상치를 54% 하회했으며 법인세비용 관련 변동 요인으로 순이익은 별도로 공시하지 않았다.

2021년, 실적 개선과 해외 수주 기대감 회복

2021년, 주택 분양 가이던스는 전년대비 약 1,700세대 증가한 28,600세대를 제시했으나, 2021년 4분기 분양실적을 '0'으로 가정한 수치임을 감안한다면 상회 가능성 역시 기대해볼 수 있는 상황이다. 2020년 분양실적 반등 및 2021년 증가 기조가 이어지며 주택/건축 부문의 실적 성장세는 지속될 전망이다. 신사업 부문 역시 GS이니마 오만 Project, 해외 모듈 실적 성장으로 전년동기대비 큰 폭의 매출 증가가 예상된다. 2020년 상대적으로 낮아졌던 해외 수주 기대감은 2021년 터키 세이한(12억불)을 비롯해 호주 인프라 관련 NEL(2.5조원), 인랜드 레일(1.0조원) 등으로 재차 높아질 전망이다. [해외 수주 : 2.4조원(20P) → 5.1조원(21E), 2021년 GS이니마 오만 수주 인식 예정 1.0조원 포함]

투자의견 Buy 및 목표주가 54,000원, 당사 최선호주 의견 유지

GS건설에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 54,000원, 건설업종 최선호주 의견을 유지한다. 주택/건축 및 자회사(GS이니마, 자이에스앤디)를 중심으로 한 안정적인 이익 성장과 다양한 신사업(2차전지 재활용, 데이터센터 등) 추진 및 구체화가 업종 내 차별화된 투자포인트가 될 전망이다. 베트남 개발사업은 2022년 상반기 냐베 1-1 구역, 2023년 투티엠 실적 반영(인도 기준 인식)을 시작으로 점차 구체화 될 예정이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	28,173	0.7	21.6	27,035	4.2
영업이익	2,057	12.8	-1.8	2,047	0.5
세전계속사업이익	666	47.3	-53.0	1,476	-54.8
지배순이익	282	5,665.8	-70.9	1,055	-73.3
영업이익률 (%)	7.3	+0.8 %pt	-1.7 %pt	7.6	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	+1.0 %pt	-3.2 %pt	3.9	-2.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	131,394	104,166	101,229	105,587
영업이익	10,645	7,673	7,512	9,101
지배순이익	5,821	4,434	3,337	5,525
PER	5.3	6.7	9.1	6.2
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.0	4.7	5.3	4.4
ROE	17.3	11.8	8.2	12.5

자료: 유안타증권

GS 건설 4Q20 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,798	2,441	2,547	2,317	2,817	0.7%	21.6%	2,713	3.8%
영업이익	182	171	165	209	206	12.8%	-1.8%	203	1.2%
세전이익	45	185	127	142	67	47.3%	-53.0%	145	-54.1%
지배주주순이익	0	128	80	97	-	-	-	106	-
영업이익률	6.5%	7.0%	6.5%	9.0%	7.3%			7.5%	
세전이익률	1.6%	7.6%	5.0%	6.1%	2.4%			5.4%	
지배주주순이익률	0.0%	5.3%	3.2%	4.2%	-			3.9%	

자료: 유안타증권 리서치센터

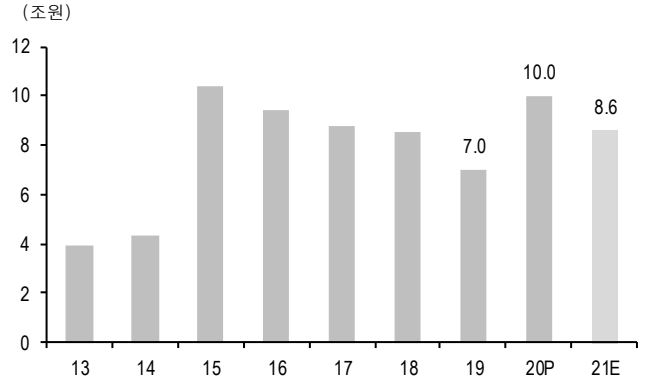
GS 건설 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2020	2021E
매출액	2,602	2,575	2,442	2,798	10,417	2,441	2,547	2,317	2,817	10,123	10,559
- 인프라	230	215	208	218	871	206	209	177	291	884	933
- 건축/주택	1,512	1,579	1,392	1,541	6,024	1,318	1,503	1,362	1,622	5,804	6,365
- 플랜트	665	556	653	809	2,683	711	576	498	602	2,389	1,891
- 분산형에너지	112	138	101	116	467	99	98	76	93	366	351
- 신사업	62	65	70	95	292	90	144	186	191	611	947
- 기타	21	22	18	19	80	17	17	18	18	70	72
매출원가	2,248	2,233	2,113	2,425	9,019	2,150	2,242	1,965	2,230	8,587	9,022
% 매출원가율	86.4%	86.7%	86.6%	86.7%	86.6%	88.1%	88.0%	84.8%	79.1%	84.8%	85.4%
- 인프라	91.9%	96.2%	88.7%	95.5%	93.1%	92.7%	86.3%	96.0%	98.3%	93.7%	95.5%
- 건축/주택	85.7%	83.9%	83.3%	81.9%	83.7%	82.6%	80.0%	76.5%	69.5%	76.8%	80.9%
- 플랜트	86.1%	90.1%	94.1%	88.6%	89.6%	97.7%	112.4%	105.4%	93.9%	101.9%	97.9%
- 분산형에너지	92.5%	95.0%	91.3%	126.8%	101.5%	96.8%	82.6%	78.5%	84.3%	86.0%	83.5%
- 신사업	74.3%	72.7%	66.7%	74.8%	72.3%	70.5%	76.7%	81.8%	81.2%	78.7%	81.0%
- 기타	84.1%	101.5%	93.9%	93.0%	93.2%	100.8%	113.2%	90.7%	93.7%	99.4%	100.2%
매출총이익	354	342	328	374	1,398	291	306	352	588	1,536	1,536
판관비	163	136	141	191	631	120	140	142	382	785	626
% 판관비율	6.3%	5.3%	5.8%	6.8%	6.1%	4.9%	5.5%	6.1%	13.6%	7.8%	5.9%
영업이익	191	206	188	182	767	171	165	209	206	751	910
% 영업이익률	7.4%	8.0%	7.7%	6.5%	7.4%	7.0%	6.5%	9.0%	7.3%	7.4%	8.6%

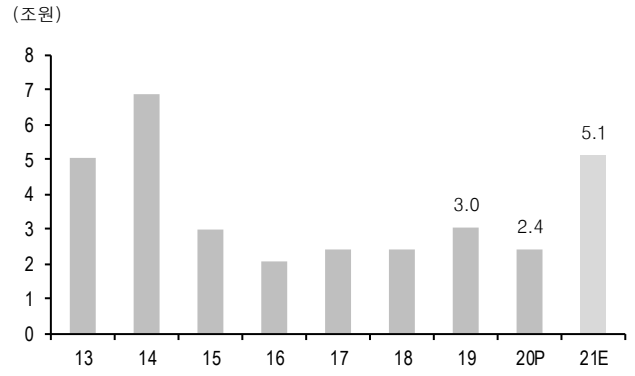
자료: 유안타증권 리서치센터

국내 수주 실적 및 가이던스



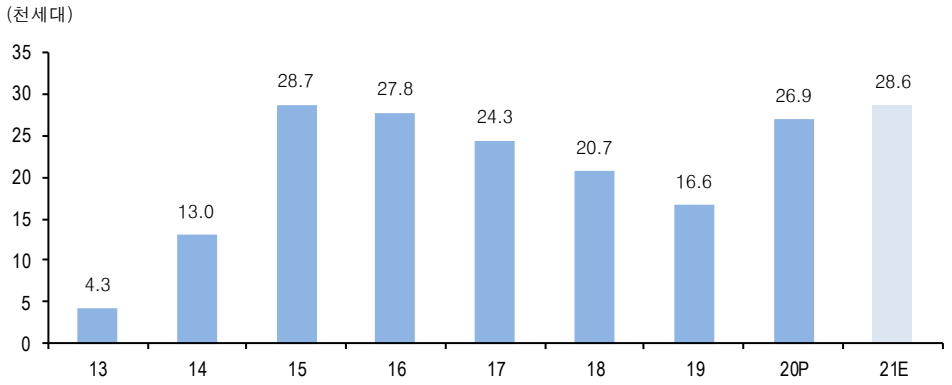
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

해외 수주 실적 및 가이던스



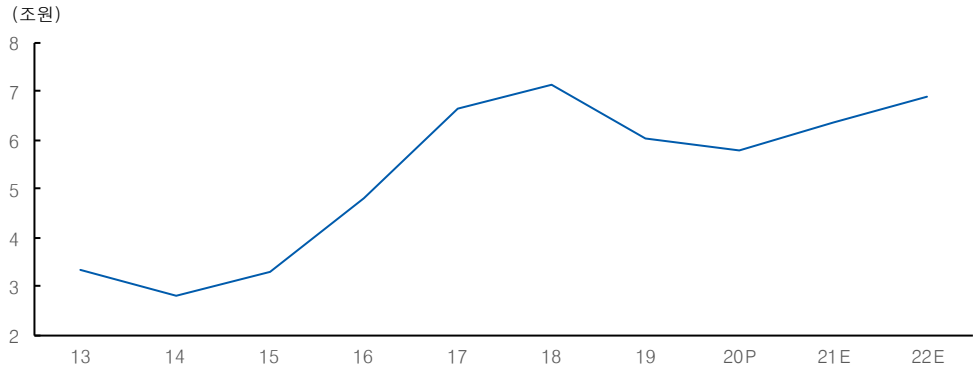
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

국내 주택 분양 실적 및 가이던스 [2021 년 가이던스는 4 분기 분양 '0' 가정]



자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

GS 건설 주택/건축부문 매출 추이 및 전망



자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

GS 건설 (006360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**131,394**	**104,166**	**101,229**	**105,587**	**115,670**
매출원가	115,118	90,187	85,869	90,224	98,396
매출총이익	16,276	13,979	15,360	15,363	17,274
판관비	5,631	6,306	7,848	6,262	6,759
영업이익	**10,645**	**7,673**	**7,512**	**9,101**	**10,515**
EBITDA	11,181	9,017	9,143	10,561	12,015
영업외손익	-2,294	-935	-2,311	-852	-719
외환관련손익	-7	276	-673	190	160
이자손익	-840	-974	-1,003	-900	-870
관계기업관련손익	65	-29	-35	-16	-8
기타	-1,512	-209	-600	-127	-1
법인세비용차감전순손익	8,350	6,737	5,200	8,249	9,797
법인세비용	2,476	2,263	1,706	2,433	2,890
계속사업순손익	5,874	4,475	3,495	5,816	6,907
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,874	4,475	3,495	5,816	6,907
지배지분순이익	**5,821**	**4,434**	**3,337**	**5,525**	**6,561**
포괄순이익	5,657	4,558	2,672	5,686	6,787
지배지분포괄이익	5,651	4,535	2,784	5,476	6,550

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**10,329**	**7,593**	**2,911**	**9,376**	**10,389**
당기순이익	5,874	4,475	3,495	5,816	6,907
감가상각비	419	1,184	1,218	1,230	1,260
외환손익	-311	-379	517	-190	-160
종속,관계기업관련손익	-65	29	35	16	8
자산부채의 증감	-1,036	1,051	-4,381	1,195	455
기타현금흐름	5,448	1,233	2,027	1,310	1,920
투자활동 현금흐름	**-2,348**	**-7,476**	**-2,671**	**-4,274**	**-3,978**
투자자산	-243	-3,126	-1,735	-198	-248
유형자산 증가 (CAPEX)	-137	-1,428	-1,183	-3,023	-2,293
유형자산 감소	284	70	302	302	302
기타현금흐름	-2,252	-2,992	-56	-1,355	-1,740
재무활동 현금흐름	**-16,556**	**1,835**	**-322**	**-1,675**	**-1,155**
단기차입금	0	0	-229	-330	-340
사채 및 장기차입금	0	0	-430	-1,680	-1,360
자본	0	0	31	0	0
현금배당	-211	-830	-895	-901	-901
기타현금흐름	-16,346	2,665	1,201	1,236	1,446
연결범위변동 등 기타	78	52	2,178	205	-2,524
현금의 증감	**-8,497**	**2,003**	**2,095**	**3,633**	**2,732**
기초 현금	24,423	15,926	17,930	20,025	23,658
기말 현금	15,926	17,930	20,025	23,658	26,390
NOPLAT	**10,645**	**7,673**	**7,512**	**9,101**	**10,515**
FCF	**6,852**	**6,063**	**1,115**	**6,049**	**7,075**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**78,282**	**73,289**	**75,695**	**77,618**	**80,720**
현금및현금성자산	15,926	17,930	20,025	23,658	26,390
매출채권 및 기타채권	41,513	33,919	26,230	24,880	26,140
재고자산	10,342	8,751	14,300	12,980	11,620
비유동자산	42,051	58,423	61,775	64,062	65,402
유형자산	8,410	11,760	14,267	15,758	16,488
관계기업등 지분관련자산	735	524	892	1,074	1,314
기타투자자산	9,037	12,775	13,170	13,400	13,680
자산총계	**120,333**	**131,712**	**137,469**	**141,680**	**146,122**
유동부채	63,597	58,009	57,035	57,024	57,204
매입채무 및 기타채무	43,672	39,802	19,165	21,824	23,434
단기차입금	5,939	4,509	4,690	4,360	4,020
유동성장기부채	3,620	5,057	5,810	5,190	4,690
비유동부채	20,489	32,273	37,226	35,896	34,906
장기차입금	9,588	11,878	15,911	15,551	15,071
사채	998	6,576	6,114	5,414	5,034
부채총계	**84,086**	**90,282**	**94,260**	**92,920**	**92,110**
지배지분	35,485	39,747	41,473	46,801	51,842
자본금	3,972	4,005	4,035	4,035	4,035
자본잉여금	8,118	8,023	8,023	8,023	8,023
이익잉여금	24,871	28,274	30,805	35,530	40,551
비지배지분	762	1,683	1,736	1,959	2,170
자본총계	**36,247**	**41,430**	**43,209**	**48,760**	**54,012**
순차입금	**1,576**	**11,106**	**16,401**	**10,178**	**5,616**
총차입금	21,915	33,012	38,706	36,576	34,956

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

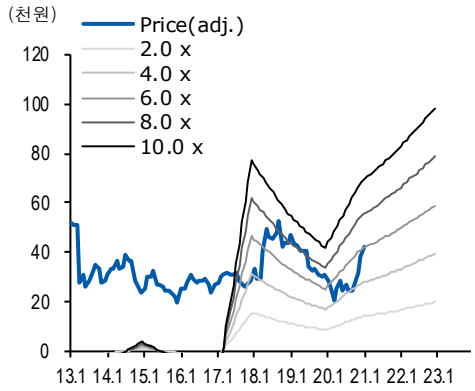
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	7,713	5,552	4,161	6,845	8,130
BPS	45,064	50,056	51,831	58,490	64,790
EBITDAPS	14,814	11,291	11,400	13,086	14,887
SPS	174,097	130,434	126,222	130,825	143,319
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	**5.3**	**6.7**	**9.1**	**6.2**	**5.2**
PBR	**0.9**	**0.7**	**0.7**	**0.7**	**0.7**
EV/EBITDA	**3.0**	**4.7**	**5.3**	**4.4**	**3.5**
PSR	**0.2**	**0.3**	**0.3**	**0.3**	**0.3**

재무비율 (단위: 배, %)

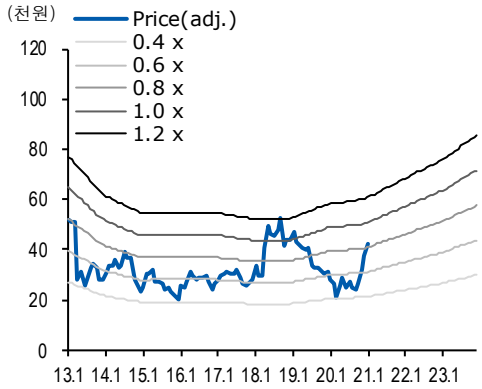
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	**12.5**	**-20.7**	**-2.8**	**4.3**	**9.5**
영업이익 증가율 (%)	**234.0**	**-27.9**	**-2.1**	**21.2**	**15.5**
지배순이익 증가율 (%)	**흑전**	**-23.8**	**-24.7**	**65.5**	**18.8**
매출총이익률 (%)	12.4	13.4	15.2	14.6	14.9
영업이익률 (%)	**8.1**	**7.4**	**7.4**	**8.6**	**9.1**
지배순이익률 (%)	4.4	4.3	3.3	5.2	5.7
EBITDA 마진 (%)	8.5	8.7	9.0	10.0	10.4
ROIC	37.8	28.3	20.2	22.1	26.6
ROA	4.5	3.5	2.5	4.0	4.6
ROE	**17.3**	**11.8**	**8.2**	**12.5**	**13.3**
부채비율 (%)	232.0	217.9	218.1	190.6	170.5
순차입금/자기자본 (%)	4.4	27.9	39.5	21.7	10.8
영업이익/금융비용 (배)	7.9	5.2	5.3	6.5	7.6

자료: 유안타증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

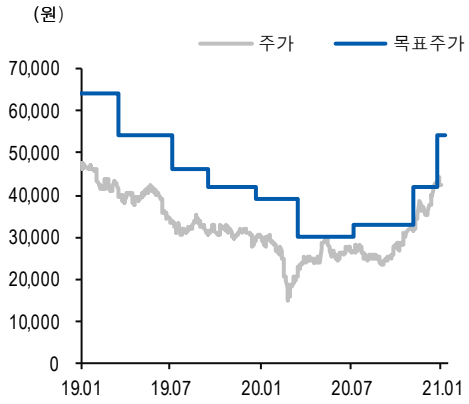
P/E band chart



P/B band chart



GS 건설 (006360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-26	BUY	54,000	1년		
2021-01-18	BUY	54,000	1년		
2020-11-30	BUY	42,000	1년	-10.81	2.26
2020-07-30	BUY	33,000	1년	-18.05	-0.30
2020-04-10	BUY	30,000	1년	-13.50	-0.67
2020-01-14	BUY	39,000	1년	-35.33	-21.28
2019-10-10	BUY	42,000	1년	-25.89	-21.90
2019-07-29	BUY	46,000	1년	-29.46	-23.70
2019-04-12	BUY	54,000	1년	-27.86	-21.67
2019-01-09	BUY	64,000	1년	-31.27	-25.63

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	93.0
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-24

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.