



# GS건설 (006360)

마진도 자이(Xi)급

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

## Buy (유지)

목표주가(상향): 51,000원

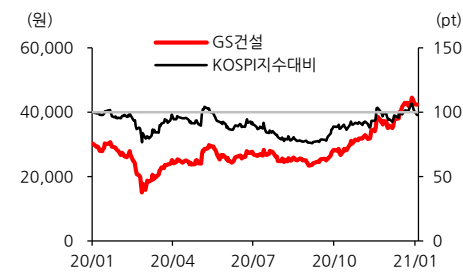
현재 주가(1/25)	42,300원
상승여력	▲20.6%
시가총액	34,172억원
발행주식수	80,785천주
52 주 최고가 / 최저가	44,500 / 15,050원
90 일 일평균 거래대금	313.15억원
외국인 지분율	27.0%
주주 구성	
허창수 (외 17 인)	25.5%
국민연금공단 (외 1 인)	13.1%
GS 건설우리사주 (외 1 인)	1.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.0	49.5	57.8	39.6
상대수익률(KOSPI)	3.7	13.5	12.0	-3.3

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	10,417	10,123	10,361	10,767
영업이익	767	751	962	1,070
EBITDA	902	920	1,157	1,261
지배주주순이익	443	351	605	680
EPS	5,555	4,384	7,548	8,489
순차입금	1,146	2,686	2,204	2,350
PER	5.6	8.6	5.6	5.0
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.0	6.2	4.9	4.6
배당수익률	3.2	2.6	2.4	2.4
ROE	11.8	8.6	13.5	13.5

### 주가 추이



GS 건설의 4분기 영업이익은 시장 기대치에 부합했습니다. 분양 시장 호조와 입주물량 유지, 월등한 마진 등으로 주택 부문 실적에 대한 기대감은 더욱 높아질 전망입니다. GS 건설에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 목표주가를 51,000 원으로 소폭 상향합니다.

### 4분기 영업이익, 시장 기대치 부합

GS건설의 4분기 매출액은 2.8조 원, 영업이익은 2057억 원으로 전년동기 대비 각각 +0.7%, +12.8%의 증감률을 기록했다. 주택 부문의 매출 성장에 두드러진 마진 개선(주택건축 GPM 4Q19 18.1% → 4Q20 30.5%)이 더해지며 기대 이상의 매출총이익을 시현했다. 다만, 판관비에 성과급(405억 원)과 해외 미청구공사에 대한 대손상각비(카타르 도하 550억 원, 사우디 PP12 906억 원)가 대거 반영되며 영업이익은 시장 기대치 수준에 머물렀고, 영업외로 환평가손실이 1140억 원 반영됨에 따라 세전이익은 상대적으로 부진했다.

### 누르기 어려운 주택 기대감

2020년 분양 공급은 26909세대로 전년의 16616세대 대비 크게 늘었다. 2021년 분양 계획은 28651세대로 밝혔으나 4분기 계획이 제외된 숫자임을 감안하면 다소 보수적이라는 판단이다. 작년 하반기 주택부문 GPM이 25~30% 수준을 기록하면서 주택 마진에 대한 기대감도 높아졌다. 물론 4분기 마진에는 준공정산이익, Profit Sharing, 착공 현장의 원가 올 현실화 등 일회성 요인이 녹아있으나 분양시장 호조가 지속되고 있고, 2021년에도 입주물량이 줄지 않는다는 점에서 주택 실적에 대한 기대치를 크게 낮추기도 어려운 상황이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 51,000원으로 상향

GS건설에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 기존 49,000원에서 51,000원으로 소폭 상향한다. 목표주가 변동은 2021년 순이익 추정치 상향(+5.3%)에 기인한다. 2020~21년의 분양공급 증가로 향후 1~2년 동안의 실적 성장이 두드러질 전망이다. 주택 부문의 이익 기여도가 크게 높아진 현 시점에서 이를 이어받기 위한 신사업 부문의 성장 그림이 그려진다는 부분은 긍정적이라고 판단한다. 현 주가는 12M Fwd. P/B 0.71배, P/E 6.0배 수준이다.

[표1] GS건설의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	59,836	12개월 예상 BPS 기준
목표 P/B(배)	0.85	12개월 예상 ROE 13.5%, COE 8.7%, 영구성장을 1% 가정 시 산출된 목표배수를 할인
적정 주가(원)	50,970	기준 49,000 원에서 상향
<b>목표 주가(원)</b>	<b>51,000</b>	
현재 주가(원)	42,300	
상승 여력	21%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

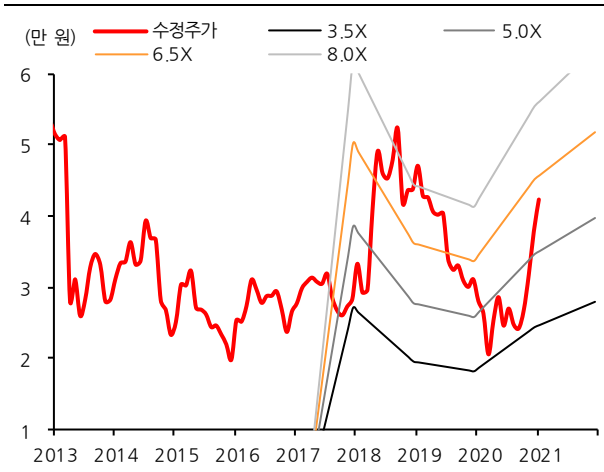
[표2] GS건설 실적 추정치 변화

(단위: 십억 원)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20P	2020P	2021E	4Q20P	2020P	2021E
매출액	2,679	9,985	10,365	2,817	10,123	10,361	5.1%	1.4%	0.0%
영업이익	213	759	918	206	751	962	-3.6%	-1.0%	4.8%
지배주주순이익	58	364	574	46	351	605	-21.9%	-3.5%	5.3%
영업이익률	8.0%	7.6%	8.9%	7.3%	7.4%	9.3%	-0.7%P	-0.2%P	0.4%P
순이익률	2.2%	3.6%	5.5%	1.6%	3.5%	5.8%	-0.6%P	-0.2%P	0.3%P

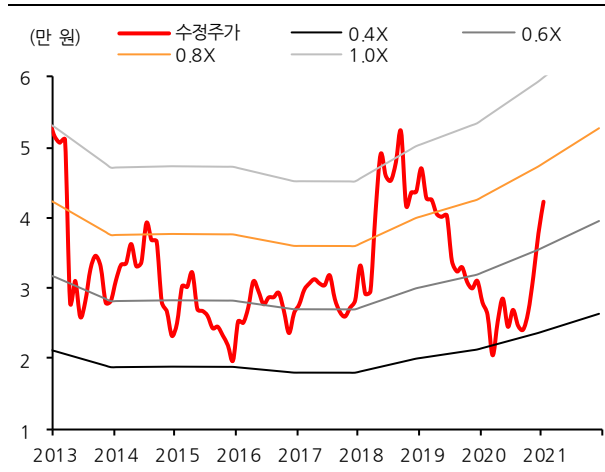
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 12M Fwd. P/E 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 12M Fwd. P/B 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표3] GS 건설 2020년 4분기 실적

(단위: 십억 원)

	4Q19	3Q20	4Q20P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,798	2,317	2,817	2,679	2,703	0.7%	21.6%	5.1%	4.2%
영업이익	182	209	206	213	205	12.8%	-1.8%	-3.6%	0.5%
세전이익	45	142	67	85	148	47.3%	-53.0%	-21.9%	-54.8%
영업이익률	6.5%	9.0%	7.3%	8.0%	7.6%	0.8%P	-1.7%P	-0.7%P	-0.3%P
세전이익률	1.6%	6.1%	2.4%	3.2%	5.5%	0.7%P	-3.8%P	-0.8%P	-3.1%P

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표4] GS 건설의 분기 및 연간 실적 추이

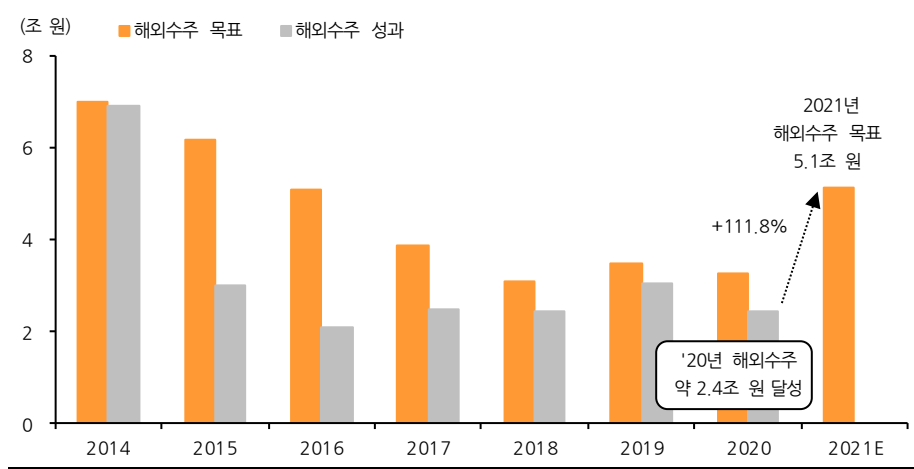
(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020P	2021E
매출액	2,441	2,547	2,317	2,817	2,436	2,655	2,540	2,730	13,139	10,417	10,123	10,361
YoY(%)	-6.2	-1.1	-5.1	0.7	-0.2	4.2	9.6	-3.1	12.5	-20.7	-2.8	2.4
토목	206	209	177	291	191	213	225	286	1,116	871	884	915
플랜트	711	576	498	602	436	399	369	378	4,804	2,682	2,389	1,582
분산형에너지	99	98	76	93	41	47	51	59		467	366	198
신사업	90	144	189	191	199	221	230	259		293	611	908
건축/주택	1,318	1,503	1,362	1,622	1,552	1,759	1,647	1,730	7,138	6,024	5,804	6,688
매출원가	2,151	2,241	1,965	2,229	2,074	2,242	2,135	2,305	11,513	9,019	8,587	8,757
매출원가율(%)	88.1	88.0	84.8	79.1	85.2	84.4	84.1	84.4	87.6	86.6	84.8	84.5
토목	92.7	86.3	96.0	98.3	93.0	93.0	95.0	97.8	93.3	93.1	93.7	95.0
플랜트	97.7	112.4	105.4	93.9	97.0	97.0	97.0	97.0	89.4	89.6	101.9	97.0
분산형에너지	96.8	82.6	78.5	84.3	92.0	91.0	91.0	93.7		101.5	86.0	92.0
신사업	70.5	76.7	81.2	81.2	81.8	82.5	83.0	84.3		72.3	78.7	83.0
건축/주택	82.6	80.0	76.5	69.5	81.0	80.5	79.5	79.1	85.4	83.7	76.9	80.0
판매비	119	141	142	382	136	153	155	200	563	631	785	642
판매비율(%)	4.9	5.5	6.1	13.6	5.6	5.7	6.1	7.3	4.3	6.1	7.8	6.2
영업이익	171	165	209	206	226	261	250	225	1,064	767	751	962
YoY(%)	-10.6	-19.8	11.5	12.9	32.2	58.0	19.4	9.4	234.0	-27.9	-2.1	28.1
영업이익률(%)	7.0	6.5	9.0	7.3	9.3	9.8	9.8	8.2	8.1	7.4	7.4	9.3
영업외손익	14	-38	-67	-139	-9	-23	-22	-29	-229	-94	-231	-83
세전이익	185	127	142	67	217	238	228	197	835	674	520	879
순이익	132	85	103	48	156	172	164	141	588	447	367	633
YoY(%)	1.7	-41.4	-40.5	흑전	18.6	101.3	59.6	194.9	흑전	-23.9	-17.9	72.3
순이익률(%)	5.4	3.3	4.4	1.7	6.4	6.5	6.5	5.2	4.5	4.3	3.6	6.1
지배주주순이익	128	80	97	46	149	164	157	135	582	443	351	605

주: 2018년 분산형에너지 및 신사업 매출은 플랜트 매출에 포함, 2020년 4분기 순이익은 당사 추정치

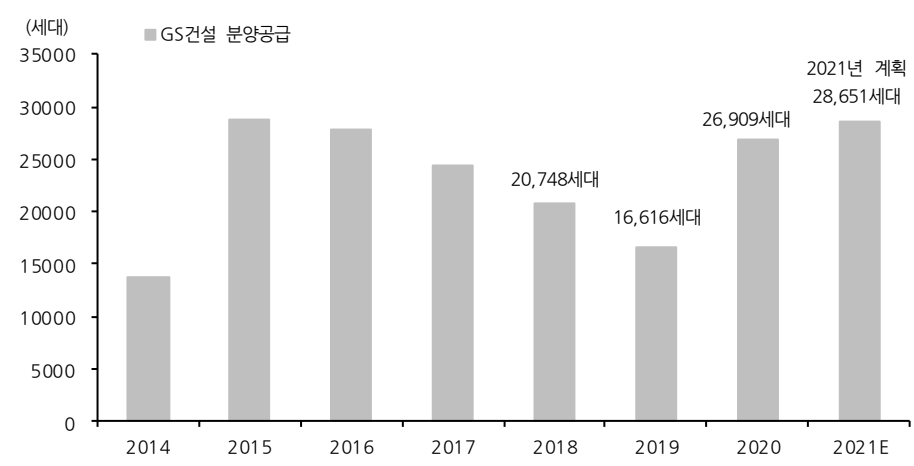
자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] GS 건설 해외수주 성과 및 목표: 2021년 해외수주 5.1조 원 목표



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GS 건설 분양공급 추이 및 계획: '20년 2.7만 세대, '21년 2.9만 세대 계획



자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[표5] GS 건설 해외수주 파이프라인

시기	프로젝트명	규모	수주 시기	비고
2021년 [목표 5.1조 원]	2020년 누적 수주성과	2.4조 원		목표 달성률 74.1%
	터키 PDHPP	12억 달러	1Q21	FEED 수행 완료, EPC 전환 예정
	오만 해수 담수화	1.4조 원	2Q21	총 2.3조 원 중 '20년 40%, '21년 60% 인식
	호주 인프라 NEL	20억 달러	2Q21	3월 말 상업입찰, 2개 컨소시엄 경쟁
	호주 인랜드 레일	10억 달러	2H21	4분기 우선협상대상자 선정
	차량기지	10억 달러	2021	2개 프로젝트, 각 5억 달러
	싱가폴 크로스 아일랜드	5억 달러	2021	3분기 입찰 마감
	턴어라운드 다수	각 1억 달러	-	UAE, 사우디, 인도네시아 등

자료: GS건설, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	13,139	10,417	10,123	10,361	10,767
매출총이익	1,628	1,398	1,536	1,605	1,727
영업이익	1,064	767	751	962	1,070
EBITDA	1,118	902	920	1,157	1,261
순이자손익	-83	-97	-79	-67	-65
외화관련손익	-1	28	-105	0	0
지분법손익	8	-5	-3	-3	-3
세전계속사업손익	835	674	520	879	989
당기순이익	587	447	367	633	712
지배주주순이익	582	443	351	605	680
<b>증가율(%)</b>					
매출액	12.5	-20.7	-2.8	2.4	3.9
영업이익	234.0	-27.9	-2.1	28.1	11.2
EBITDA	197.5	-19.3	2.0	25.7	9.0
순이익	흑전	-23.8	-17.9	72.3	12.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.4	13.4	15.2	15.5	16.0
영업이익률	8.1	7.4	7.4	9.3	9.9
EBITDA 이익률	8.5	8.7	9.1	11.2	11.7
세전이익률	6.4	6.5	5.1	8.5	9.2
순이익률	4.5	4.3	3.6	6.1	6.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업현금흐름	1,033	759	-622	889	273
당기순이익	587	447	367	633	712
자산상각비	54	134	169	195	191
운전자본증감	-104	105	-337	54	-634
매출채권 감소(증가)	186	817	0	72	-936
재고자산 감소(증가)	140	192	-139	33	-433
매입채무 증가(감소)	-475	-448	131	-56	729
투자현금흐름	-235	-748	-220	-339	-352
유형자산처분(취득)	15	-136	-101	-142	-148
무형자산 감소(증가)	-19	-16	3	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-64	52	63	-13	-13
재무현금흐름	-1,656	184	82	43	-80
차입금의 증가(감소)	-1,601	313	193	123	0
자본의 증가(감소)	-21	-83	-79	-80	-80
배당금의 지급	-21	-83	-79	-80	-80
총현금흐름	1,386	1,056	63	835	907
(-)운전자본증가(감소)	-697	-224	1,137	-54	634
(-)설비투자	14	143	131	142	148
(+)자산매각	9	-9	33	-10	-10
Free Cash Flow	2,079	1,128	-1,172	737	116
(-)기타투자	967	767	-616	175	182
잉여현금	1,112	362	-555	562	-66
NOPLAT	749	510	531	693	770
(+) Dep	54	134	169	195	191
(-)운전자본투자	-697	-224	1,137	-54	634
(-)Capex	14	143	131	142	148
OpFCF	1,486	725	-569	800	179

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	7,828	7,329	5,677	6,214	7,476
현금성자산	2,034	2,191	1,358	1,963	1,817
매출채권	4,130	3,358	2,324	2,252	3,188
재고자산	1,034	875	1,075	1,042	1,475
비유동자산	4,205	5,842	6,413	6,542	6,687
투자자산	3,148	4,176	4,236	4,408	4,587
유형자산	841	1,176	1,427	1,399	1,380
무형자산	216	490	749	735	720
<b>자산총계</b>	<b>12,033</b>	<b>13,171</b>	<b>12,090</b>	<b>12,756</b>	<b>14,163</b>
유동부채	6,360	5,801	3,991	4,100	4,873
매입채무	3,955	3,378	1,811	1,755	2,484
유동성이자부채	1,118	992	1,138	1,261	1,261
비유동부채	2,049	3,227	3,708	3,740	3,774
비유동이자부채	1,147	2,345	2,906	2,906	2,906
<b>부채총계</b>	<b>8,409</b>	<b>9,028</b>	<b>7,698</b>	<b>7,840</b>	<b>8,647</b>
자본금	397	400	400	400	400
자본잉여금	812	802	802	802	802
이익잉여금	2,487	2,827	3,098	3,622	4,222
자본조정	-175	-82	-82	-82	-82
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
<b>자본총계</b>	<b>3,625</b>	<b>4,143</b>	<b>4,392</b>	<b>4,916</b>	<b>5,516</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020P	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	7,753	5,555	4,384	7,548	8,489
BPS	44,750	49,623	52,663	59,212	66,701
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
CFPS	18,462	13,236	792	10,419	11,325
ROA(%)	4.5	3.5	2.8	4.9	5.1
ROE(%)	17.3	11.8	8.6	13.5	13.5
ROIC(%)	18.7	11.3	8.7	9.9	10.4
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	5.6	5.6	8.6	5.6	5.0
PBR	1.0	0.6	0.7	0.7	0.6
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PCR	2.4	2.3	47.7	4.1	3.7
EV/EBITDA	3.3	4.0	6.2	4.9	4.6
배당수익률	2.3	3.2	2.6	2.4	2.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	232.0	217.9	175.3	159.5	156.8
Net debt/Equity	6.4	27.7	61.2	44.8	42.6
Net debt/EBITDA	20.7	127.1	292.0	190.5	186.4
유동비율	123.1	126.3	142.3	151.6	153.4
이자보상배율(배)	7.9	5.2	5.9	7.7	8.6
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	42.2	45.1	55.6	52.5	54.8
현금+투자자산	57.8	54.9	44.4	47.5	45.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	38.5	44.6	47.9	45.9	43.0
자기자본	61.5	55.4	52.1	54.1	57.0

[ Compliance Notice ]

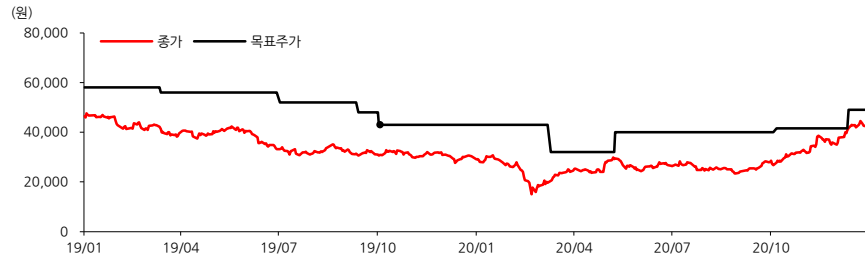
(공표일: 2021년 1월 26일)

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 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	2019.01.30	2019.02.07	2019.04.09	2019.04.29	2019.05.20
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		58,000	58,000	56,000	56,000	56,000
일 시	2019.07.02	2019.07.29	2019.08.13	2019.08.22	2019.10.10	2019.10.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	56,000	52,000	52,000	52,000	48,000	43,000
일 시	2019.11.21	2020.01.21	2020.02.03	2020.02.04	2020.03.10	2020.04.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	43,000	43,000	43,000	32,000
일 시	2020.04.16	2020.04.20	2020.05.04	2020.05.26	2020.06.05	2020.07.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	32,000	32,000	32,000	32,000	40,000	40,000
일 시	2020.07.30	2020.08.10	2020.08.11	2020.09.21	2020.10.06	2020.10.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
일 시	2020.11.02	2020.11.26	2021.01.04	2021.01.08	2021.01.26	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	41,500	41,500	41,500	49,000	51,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-34.52	-23.84
2020.04.06	Buy	32,000	-22.43	-6.88
2020.06.05	Buy	40,000	-34.62	-26.38
2020.11.02	Buy	41,500	-18.87	-1.69
2021.01.08	Buy	49,000	-12.41	-9.18
2021.01.26	Buy	51,000		

**[ 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 투자 의견 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 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%