

2021. 1. 26



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 54,000 원

현재주가 (1.25) 42,300 원

상승여력 27.7%

KOSPI 3,208.99pt

시가총액 34,172억원

발행주식수 8,078만주

유동주식비율 71.78%

외국인비중 26.96%

52주 최고/최저가 44,500원/15,050원

평균거래대금 322.5억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인 25.47

국민연금공단 13.10

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 18.0 57.8 39.6

상대주가 3.2 8.2 -2.3

주가그래프



GS건설 006360

Housing!

- ✓ 4분기 실적은 컨센서스 부합
- ✓ 성과급과 해외 손실 처리에도 불구하고, 주택 부문 수익성으로 양호한 실적 달성
- ✓ 2021년 신규 수주 목표는 전년 대비 10% 상승한 13.7조원 제시
- ✓ 주택 분양 물량 증가와 해외 플랜트 수익성 개선으로 영업이익 성장 전망
- ✓ 투자 의견 매수와 목표주가 54,000원 제시

4Q20 Earnings Review

4분기 매출액과 영업이익은 각각 2.8조원(+0.7% YOY), 2,060억원(+13.2% YOY)으로 시장 컨센서스 수준이다. 405억원 수준의 성과급과 코로나19로 인해 생긴 협상 지연으로 카타르 도하 550억원, 사우디 PP 12에서 906억원을 대손 처리하며 4분기 3,819억원의 판관비가 발생했다. 하지만 4분기 8,500세대 이상의 준공 정산이익의 영향으로 건축 및 주택 부문에서 69.5%의 원가율로 최대 수준의 수익성을 달성하면서 영업이익은 시장 예상치 수준에 부합하였다.

2021년 분양물량 증가 및 주택 매출 확대

2021년 분양 계획은 전년보다 증가한 28,600세대로, 1분기에 9,700세대, 2분기 9,270세대, 3분기 9,600세대, 그리고 4분기에 추가적인 분양이 예상된다. 1월달에 송도(1,503세대), 가평(505세대), 판교(282세대)에서 분양을 완료했고, 주택 공급 정책 확대와 함께 2021년도 목표 분양물량 달성은 충분히 가능할 것으로 판단된다.

유형별로는 외주가 43%, 정비가 50%, 자체 사업이 7%이고, 2020년 3분기말 기준 약정을 포함한 주택 수주잔고가 정비 27.4조를 포함한 36조원 수준이다. 정비 부분에서의 수주잔고를 기반으로 한 안정적인 사업이 가능할 것으로 예상된다.

2020년 12.4조원에 달하는 신규수주를 달성하였다. 주요 수주 프로젝트로는 송도 크리스탈 오션 자이(1.3조원), 울산 서부동(5,330억원), 안양 데이터센터(2,680억원), LG화학(1,800억원) 등이 있으며, 플랜트 부문에서는 알 구브라 IWP(6,540억원), 바르카 5단계 IWP(2,790억원), MFC 프로젝트(2,950억원) 등이 있다.

2021년 수주 가이드선은 국내 8.6조원, 해외 5.1조원을 합한 13.7조원을 제시하였다. 투자의견 매수와 적정 주가 54,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	13,139.4	1,064.5	582.1	7,713	-439.5	44,672	5.7	1.0	3.4	17.3	232.0
2019	10,416.6	767.3	443.4	5,552	-28.0	49,623	5.6	0.6	4.2	11.8	217.9
2020E	9,795.1	715.6	400.4	4,998	-6.4	51,116	7.6	0.7	5.1	9.9	225.5
2021E	10,041.5	901.4	566.0	7,043	42.6	56,870	6.0	0.7	4.3	13.0	204.6
2022E	11,109.5	1,014.8	652.5	8,119	15.3	63,700	5.2	0.7	3.5	13.5	189.2

표1 GS건설 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,817.0	2,798.1	0.7	2,316.8	21.6	2,708.9	4.0	2,489.5	13.2
영업이익	206.0	182.3	13.0	209.4	-1.6	204.0	1.0	170.1	21.1
세전이익	67.0	45.2	48.2	141.9	-52.8	158.4	-57.7	132.5	-49.4
영업이익률(%)	7.3	6.5	12.3	9.0	-18.9	7.5	-2.7	8.0	-8.8

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 2020, 2021년 분기별 컨센서스

(십억원)	2020				2021E			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	2,591.9	2,519.3	2,509.2	2,704.4	2,535.4	2,647.6	2,610.8	2,863.5
영업이익	186.2	172.9	184.2	203.1	210.4	219.5	223.8	233.3
세전계속사업이익	175.8	140.4	163.7	155.2	186.6	186.7	194.8	197.0
당기순이익	115.3	99.4	110.5	108.3	134.2	142.8	137.8	123.7

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 2014~2021년 연도별 컨센서스

(십억원)	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20E	'21E
매출액	9,487.6	10,572.6	11,035.6	11,679.5	13,139.4	10,416.6	10,023.6	10,724.8
영업이익	51.2	122.1	143.0	318.7	1,064.5	767.3	745.8	899.9
세전계속사업이익	-29.6	31.3	21.3	-160.7	835.0	673.7	611.0	795.0
당기순이익	-22.5	29.5	-20.4	-163.7	587.4	447.5	434.4	577.4

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요 투자포인트

주택 분양확대와 매출 성장

신규 분양물량
19년 1.6만호
20년 2.7만호
21년 2.9만호 계획

- 2020년 이후의 분양물량 증가에 따라 2021~2023년 주택부문 매출이 성장 국면에 진입할 것
- 2020년 주택 및 건축 매출액은 5.8조원 수준
- 분양계획이 달성 시 2022년 주택 건축 매출은 연간 7조원을 상회할 것

주택 수익성

주택 GPM 최대
18년 14.6%
19년 16.3%
20년 23.1%

- 연평균 입주물량 2만호 수준
- 20년, 21년 준공물량은 각각 2.3만호이며, 가격 상승 효과를 감안하면 정산 이익은 지속 될 것
- 분양가 상승, 표준 건축비 증가, 입주 정산효과 등에 따라 향후에도 주택 부문은 높은 수익성이 유지될 것으로 전망

해외 플랜트 손실 감소 효과

- COVID19 영향으로 공기 지연, 플랜트 손실 발생
- 20년 플랜트 매출 2.4조원, 원가율 101.9% 수준
- 과거 플랜트 원가율 90%를 감안하면, 공기지연 손실이 줄어들 경우 실적 개선 효과가 클 것으로 판단
- 21년에는 영업이익률 기준 최소 BEP 수준까지는 개선될 것으로 전망되며, 영업이익 기준으로 개선 효과는 1,000억 내외

베트남 개발사업

- 2005년 이후 베트남 토지 매입 (총 투입금액 0.5조원, 확보한 부지는 160만평)
- 2020년 15년 만에 처음으로 신규 분양사업, 2021년 나베 1-1 착공 이후 개발 속도에 관심
- 나베 1단계 '22 준공 예정
- 나베 1-3 1단계 착공 예정(880세대 APT 분양/총 2,400세대)
- 뚜띠엠 '23 준공 계획이며, 임대 후 분야에서 직접 분양으로 전환

M&A

1분기 모듈러 주택 업체 2개 인수(분기 매출 1,000억원, GPM 10% 수준), 두산 인프라 인수 참여 등 소규모 M&A 진행 지속

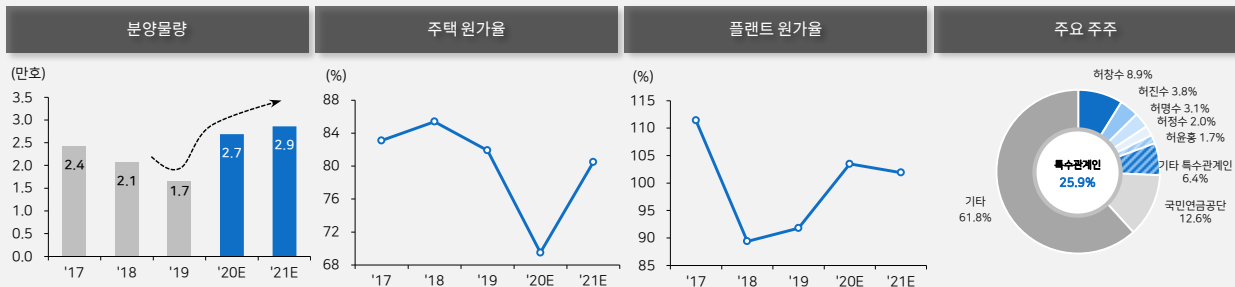
신기술 투자

일반 건설업체와 달리 신기술 관련 시장 진입에 적극적, 2020년 데이터 센터, 2차전지 리사이클링 등 진행

오너쉽

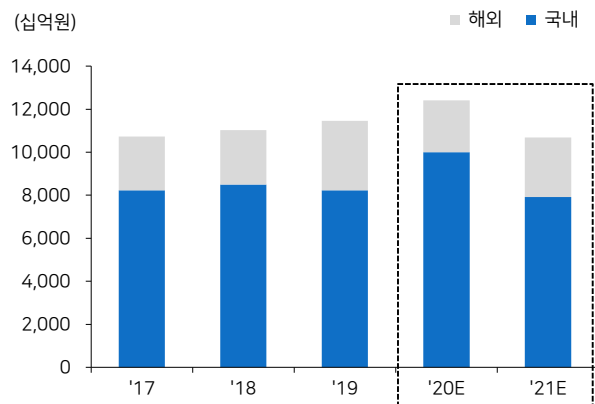
허유흥 사장

- 2013년 입사
- 2020년 사장 승진
- 지분 매입 확대 (0.43%→1.66%) - 2020년 12월 허정수로부터 증여 받음



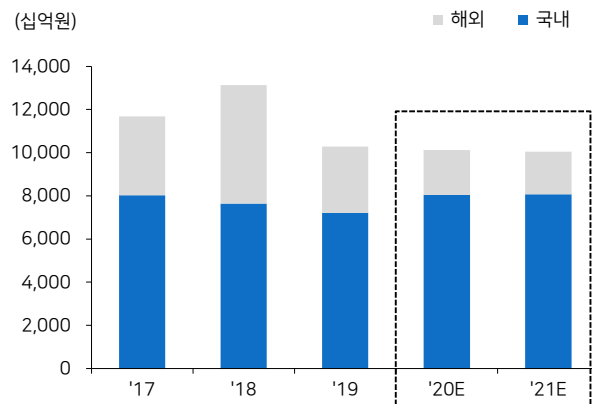
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림2 신규수주



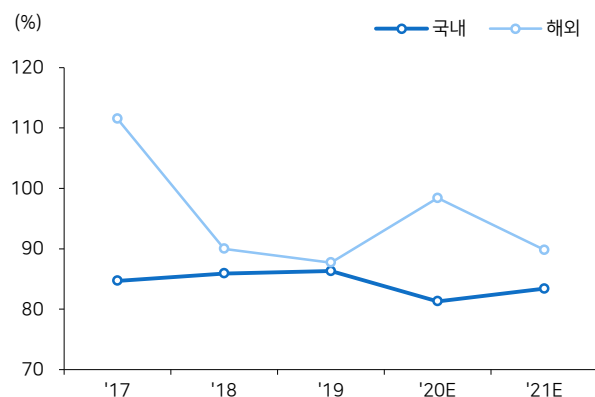
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림3 매출액



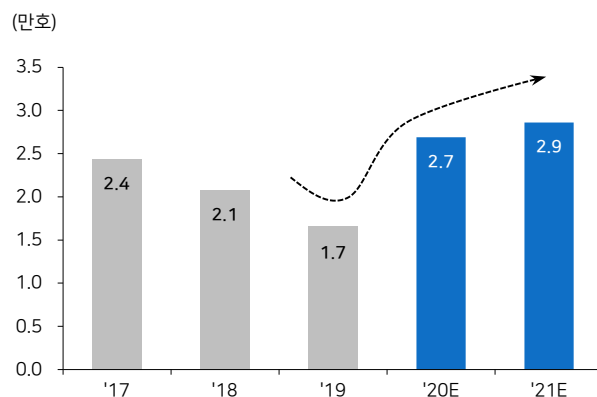
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림4 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림5 분양 물량



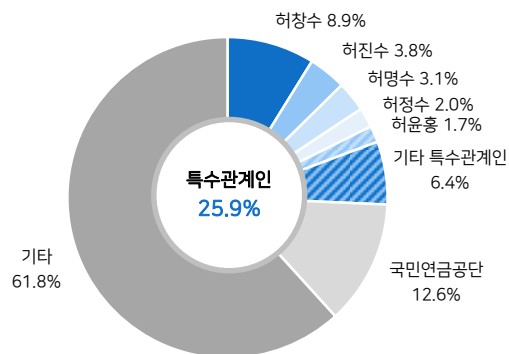
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PBR



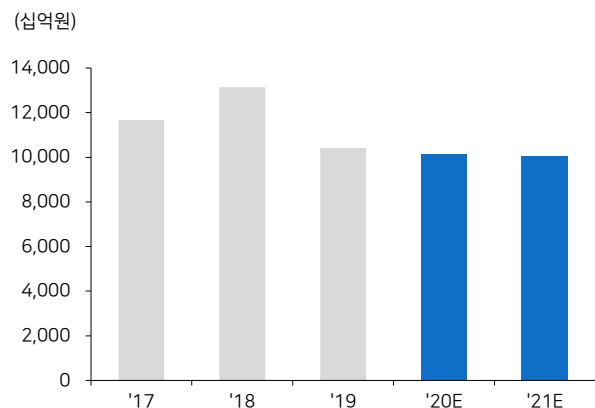
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주주 현황



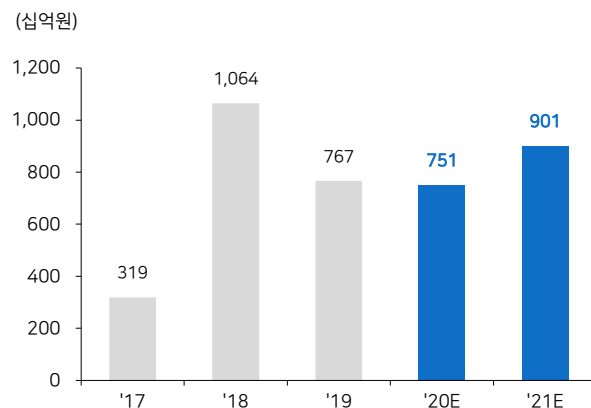
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림8 매출액



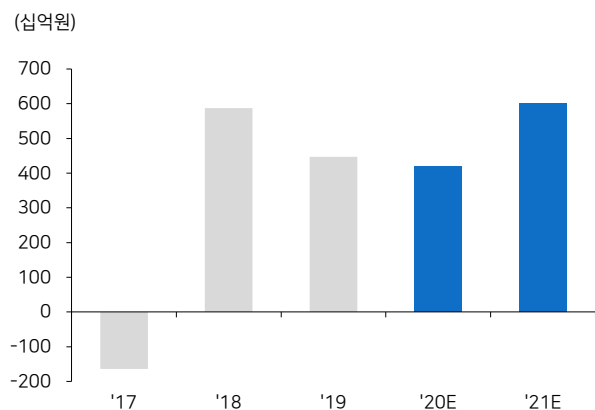
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림9 영업이익



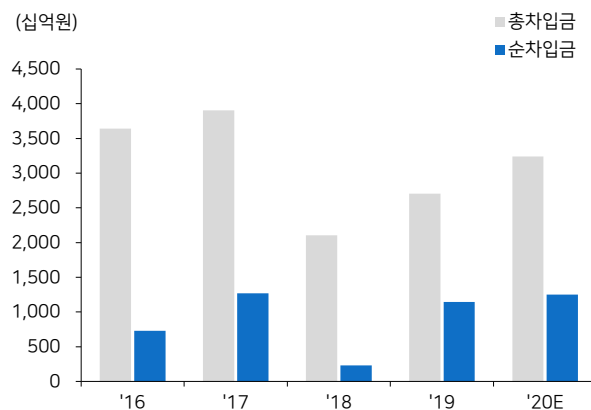
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림10 순이익



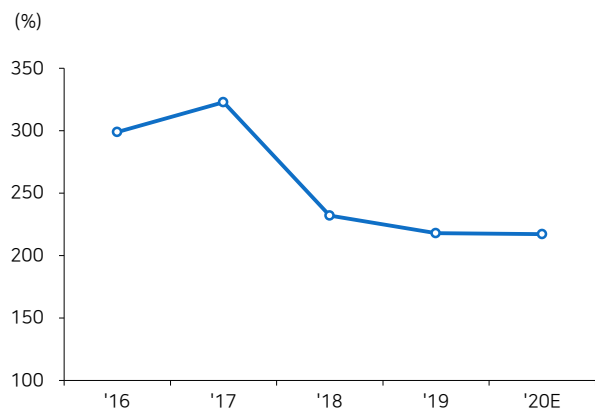
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림11 차입금



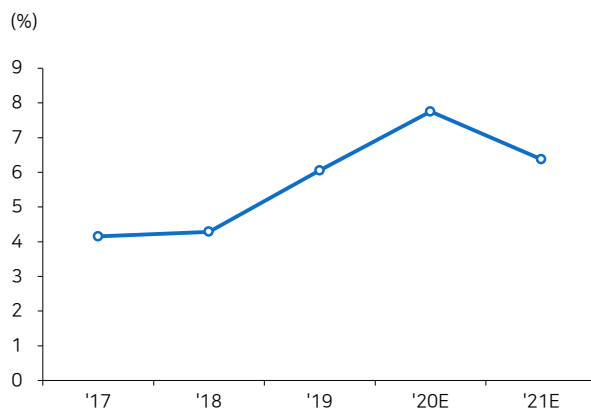
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림12 부채비율



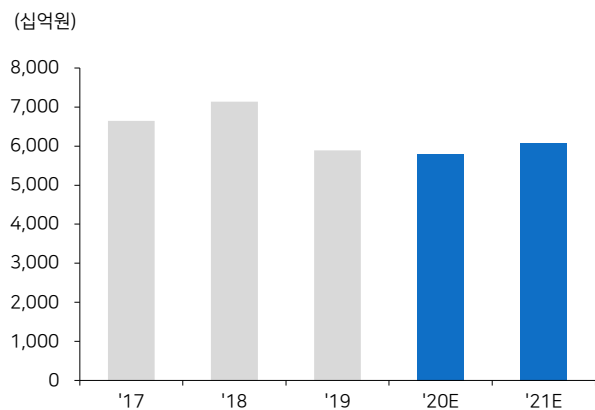
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림13 판관비율



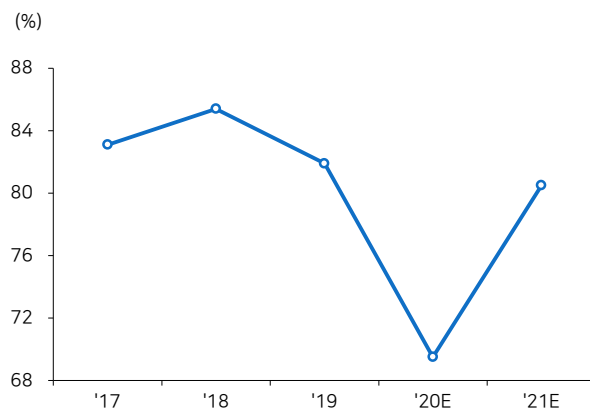
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림14 연간 주택 매출액



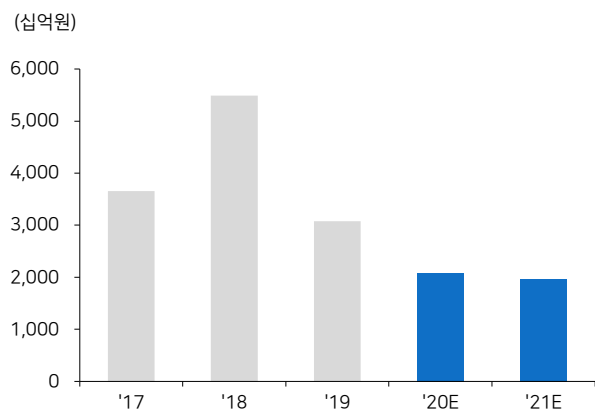
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 주택 원가율



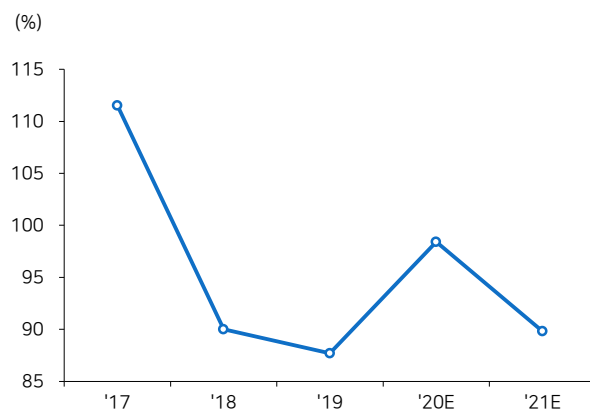
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 해외 매출액



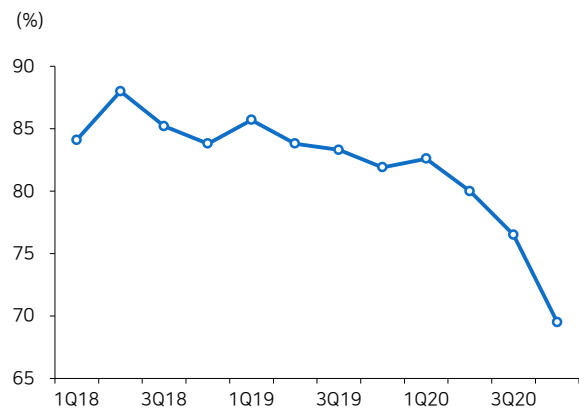
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연간 해외 원가율



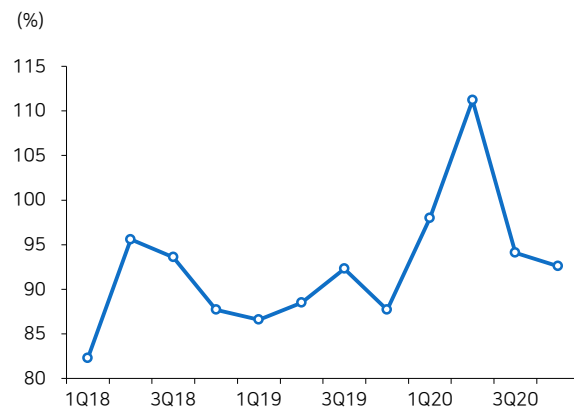
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림18 분기별 주택 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림19 분기별 해외 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표4 GS건설 주요 수주 현황

2020	▪ 목표 11.5조원 (국내 8.25조원 + 해외 3.25조원) ▪ 싱가포르 철도종합시험선 5,500억원 ▪ GS이니마 중동 오만 해수담수화 사업 1.4조원 인식 (총 2.4조원 중 1조원은 21년 인식) ▪ 안양 데이터센터 2,680억원 ▪ LG화학 자동차 전지 공장 1,800억원 ▪ 송도 크리스탈 오션 자이 1.3조원 ▪ 울산 서부동 5,330억원 ▪ 2020년 신규수주 12.4조원(국내 10조원 + 해외 2.4조원)
2021	▪ 터키 세이한 PDH/PP 12억달러 협상단계, 올해 인식 계획 ▪ 호주 North East Link (GS건설 지분 2.5조원, 3월말까지 상업입찰) ▪ 호주 Inland Rail (GS건설 지분 1조원, 6월까지 제안서 제출) ▪ 싱가포르 Cross Island Rail (5억 달러, 2월 입찰) ▪ 싱가포르 차량기지 2개 프로젝트 (각각 5억 달러, 1분기 입찰)

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,139.4	10,416.6	9,795.1	10,041.5	11,109.5
매출액증가율 (%)	12.5	-20.7	-6.0	2.5	10.6
매출원가	11,511.8	9,018.7	8,467.4	8,499.8	9,428.6
매출총이익	1,627.6	1,397.9	1,327.7	1,541.7	1,681.0
판매관리비	563.1	630.6	612.1	640.3	666.1
영업이익	1,064.5	767.3	715.6	901.4	1,014.8
영업이익률	8.1	7.4	7.3	9.0	9.1
금융손익	-176.6	34.5	-99.5	-74.3	-61.4
중속/관계기업손익	6.5	-2.9	-3.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-59.3	-125.1	-27.2	-36.0	-41.5
세전계속사업이익	835.1	673.7	586.0	791.1	911.9
법인세비용	247.6	226.3	165.7	189.9	218.9
당기순이익	587.4	447.5	420.2	601.2	693.1
지배주주지분 순이익	582.1	443.4	400.4	566.0	652.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,828.2	7,328.9	7,780.6	8,397.5	9,327.0
현금및현금성자산	1,592.6	1,793.0	2,403.0	2,397.2	2,736.5
매출채권	12.6	96.7	86.0	94.7	104.9
재고자산	1,034.2	875.1	892.6	981.9	1,031.0
비유동자산	4,205.1	5,842.4	6,176.3	6,179.7	6,219.8
유형자산	841.1	1,176.0	1,422.1	1,338.9	1,270.6
무형자산	215.7	490.0	747.0	723.4	701.2
투자자산	977.1	1,329.9	1,337.7	1,448.0	1,578.5
자산총계	12,033.3	13,171.2	13,956.9	14,577.3	15,546.8
유동부채	6,359.7	5,800.9	6,027.4	6,371.5	6,808.4
매입채무	1,756.9	1,394.2	1,352.4	1,420.0	1,491.0
단기차입금	593.9	450.9	441.9	391.9	371.9
유동성장기부채	362.0	505.7	474.0	424.0	364.0
비유동부채	2,048.9	3,227.3	3,641.7	3,420.3	3,363.5
사채	99.8	657.6	611.4	411.4	361.4
장기차입금	958.8	1,187.8	1,641.1	1,541.1	1,441.1
부채총계	8,408.6	9,028.2	9,669.1	9,791.9	10,171.9
자본금	397.2	400.5	400.5	400.5	400.5
자본잉여금	811.8	802.3	802.3	802.3	802.3
기타포괄이익누계액	-70.5	-46.0	-109.7	-109.7	-109.7
이익잉여금	2,487.1	2,827.4	3,051.6	3,514.0	4,062.9
비지배주주지분	76.2	168.4	179.5	214.7	255.3
자본총계	3,624.7	4,143.0	4,287.8	4,785.4	5,374.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,033.0	759.3	562.1	634.9	840.4
당기순이익(손실)	587.4	447.5	420.2	601.2	693.1
유형자산상각비	41.9	118.4	120.5	106.2	91.3
무형자산상각비	11.7	16.0	34.8	23.6	22.2
운전자본의 증감	-103.6	105.1	-32.6	-96.2	33.9
투자활동 현금흐름	-234.8	-747.6	191.1	-148.2	-171.3
유형자산의증가(CAPEX)	-13.7	-142.8	-112.3	-23.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	14.6	-352.7	-10.9	-110.2	-130.6
재무활동 현금흐름	-1,655.6	183.5	-158.7	-492.5	-329.9
차입금의 증감	-1,813.8	1,071.0	467.1	-396.9	-226.3
자본의 증가	223.4	-6.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-849.7	200.3	610.0	-5.8	339.3
기초현금	2,442.3	1,592.6	1,793.0	2,403.0	2,397.2
기말현금	1,592.6	1,793.0	2,403.0	2,397.2	2,736.5

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	174,097	130,434	122,261	124,941	138,229
EPS(지배주주)	7,713	5,552	4,998	7,043	8,119
CFPS	18,365	13,228	12,428	12,383	13,522
EBITDAPS	14,814	11,291	10,870	12,831	14,039
BPS	44,672	49,623	51,116	56,870	63,700
DPS	1,000	1,000	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	2.3	3.2	3.2	2.8	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	5.7	5.6	7.6	6.0	5.2
PCR	2.4	2.3	3.0	3.4	3.1
PSR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	1.0	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	1,118.1	901.7	870.9	1,031.2	1,128.3
EV/EBITDA	3.4	4.2	5.1	4.3	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.3	11.8	9.9	13.0	13.5
EBITDA 이익률	8.5	8.7	8.9	10.3	10.2
부채비율	232.0	217.9	225.5	204.6	189.2
금융비용부담률	1.0	1.4	1.3	1.1	0.9
이자보상배율(x)	7.9	5.2	5.7	8.0	9.9
매출채권회전율(x)	256.5	190.6	107.2	111.2	111.4
재고자산회전율(x)	12.4	10.9	11.1	10.7	11.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.12	산업분석	Buy	66,000	박형렬	-36.7	-27.7	
2019.07.29	기업브리프	Buy	57,000	박형렬	-43.4	-38.4	
2019.10.29	기업브리프	Buy	49,000	박형렬	-37.2	-33.2	
2020.02.03	기업브리프	Buy	43,000	박형렬	-43.8	-28.6	
2020.04.29	산업분석	Buy	37,000	박형렬	-28.9	-15.9	
2020.11.13	산업분석	Buy	42,000	박형렬	-13.0	6.0	
2021.01.22	기업브리프	Buy	54,000	박형렬	-	-	