

2021. 8. 27



▲ 건설/부동산

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 57,000 원

현재주가 (8.26) 40,550 원

상승여력 40.6%

KOSPI 3,128.53pt

시가총액 34,703억원

발행주식수 8,558만주

유동주식비율 73.63%

외국인비중 25.81%

52주 최고/최저가 48,300원/23,400원

평균거래대금 282.9억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인 23.78

국민연금공단 13.04

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.0 11.6 61.2

상대주가 -4.1 7.4 22.1

주가그래프



GS건설 006360

3분기부터 주택 매출 성장

- ✓ 2분기 실적 부진 및 부동산 정책 기대감 악화로 주가 조정
- ✓ 하반기 이후 2023년까지 실적 성장국면
- ✓ 2020년~2021년 급증한 주택 분양물량이 하반기부터 매출 증가로 연결
- ✓ 주택 부문의 고수익성 유지 및 판관비 감소 반영
- ✓ 2022년 상반기 자회사 상장 모멘텀 부각 전망

분양물량은 19년 1.7만호, 20년 2.7만호, 21년 3.2만호 계획

GS건설의 주택 분양물량은 19년 1.7만호에서 20년 2.7만호로 증가, 21년은 3.2만호를 계획하고 있다. 올해 7월까지 1.5만호를 이미 분양하였으며, 연간 계획은 충분히 달성 가능할 것으로 판단된다.

2분기 건축·주택 부문 매출액은 1.4조원 수준으로, 전년 동기대비 5.1% 감소했으나 주택 GP margin 26.3%의 높은 수익성을 기록하였다. 3개 프로젝트 현장에서 준공 정산 이익이 발생하였고, 일부 현장에서는 원가율 현실화 프로젝트를 통해 주택 부문 수익성이 개선되었다.

과거 분양 및 착공 상황을 반영하면(착공 시점부터 1년 정도 매출인식 비중 낮음) 하반기부터 본격적으로 주택 및 건축 부문의 매출이 증가하기 시작할 것으로 전망된다. 주택 및 건축부문 매출은 분기 평균 1.4조원에서 3분기와 4분기 1.7조원을 상회할 것으로 전망되며, 현재 주택부문의 수익성을 고려하면 하반기 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다.

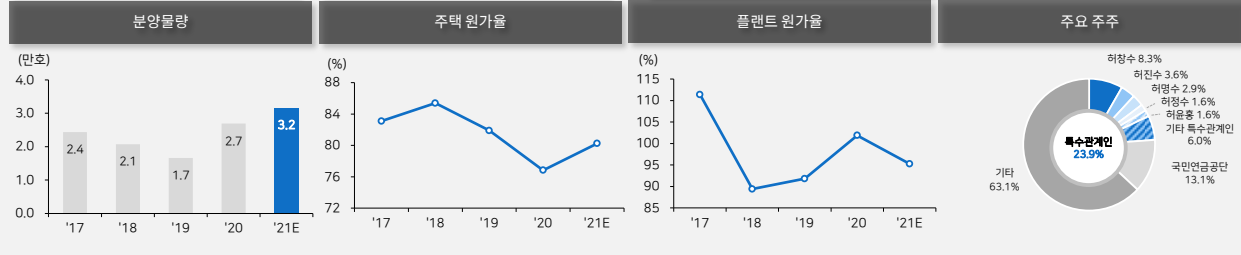
자회사 이니마 상장 준비중이며, 하반기 인프라 관련 수주 확대

상반기 실적 부진과 정책 모멘텀 소진 등으로 주가는 조정을 받고 있으나, 9월 이후 해외 신규수주, 실적 개선, 자회사 상장 등에 따른 회복이 가능할 것으로 판단된다. 인프라 수주는 호주 North East Link 프로젝트에서 우선 협상자로 선정, GS 이니마의 오만 해수 담수화 프로젝트(1.4조원) 또한 하반기 인식 예정이다. 현재 수처리 관련 자회사 이니마를 상장할 계획(2022년 상반기)이며, 환경관련 기업들의 Valuation 상승을 감안하면 모멘텀으로 부각될 수 있을 것이다. 투자 의견 매수와 적정주가를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	10,416.6	767.3	443.4	5,552	-28.0	49,623	5.6	0.6	4.4	11.8	217.9
2020	10,122.9	750.4	311.7	3,890	-26.6	51,311	9.7	0.7	5.1	7.7	219.3
2021E	9,901.0	841.0	543.9	6,382	61.0	54,132	6.4	0.7	4.3	12.4	196.5
2022E	11,484.1	1,044.6	669.4	7,822	21.8	60,664	5.2	0.7	3.1	13.6	174.0
2023E	11,601.8	1,151.4	782.4	9,142	16.9	68,517	4.4	0.6	2.1	14.2	151.8

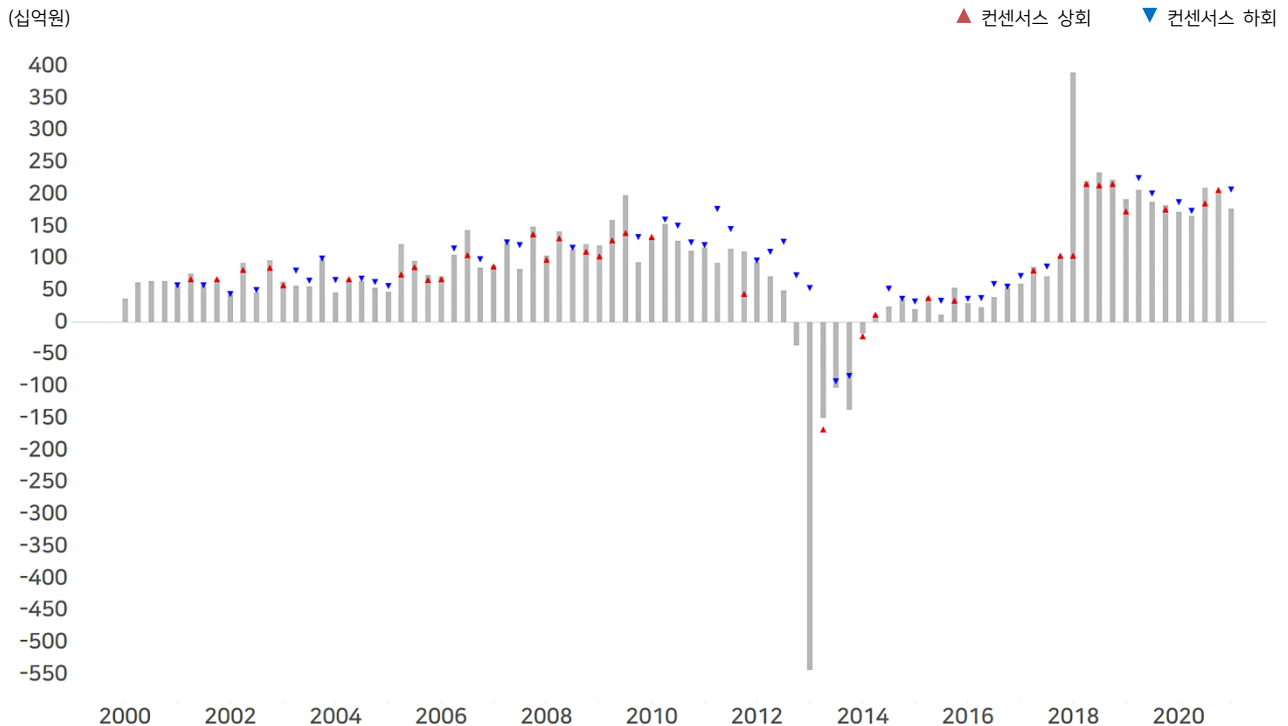
그림1 주요 투자포인트

<p>주택 분양확대와 매출 성장</p> <p>신규 분양물량 19년 1.7만호 20년 2.7만호 21년 3.2만호 계획</p> <ul style="list-style-type: none"> 2020년 이후의 분양물량 증가에 따라 2021~2023년 주택부문 매출이 성장 국면에 진입할 것 20년 주택 분양의 대부분이 6월 이후 진행 -> 21년 하반기 주택 매출 확대 전망 분양계획 달성 시 2022년 주택 건축 매출은 연간 7조원을 상회할 것 (21년 6조원) 	<p>주택 수익성</p> <p>주택 GPM 최대 18년 14.6% 19년 16.3% 20년 23.1% 21년 1분기 20.4% 21년 2분기 26.3%</p> <ul style="list-style-type: none"> 20년, 21년 준공물량은 각각 2.3만호이며, 가격 상승 효과를 감안하면 정산 이익은 지속될 것 분양가 상승, 표준 건축비 증가, 입주 정산 효과 등에 따라 향후에도 주택 부문 높은 수익성 전망 	<p>해외 플랜트 손실 감소 효과</p> <ul style="list-style-type: none"> COVID19 영향으로 공기 지연, 플랜트 손실 발생 20년 플랜트 매출 2.4조원, 원가율 101.9% 수준 21년 1분기 해외원가율 91.7%, 2분기는 싱가포르 마리나 사우스 개발현장 Bond call 이슈로 해외 원가율 증가 과거 플랜트 원가율 90%를 감안하면, 공기 지연 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 	<p>베트남 개발사업</p> <ul style="list-style-type: none"> 2005년 이후 베트남 토지 매입(총 투입 금액 0.5조원, 확보한 부지는 160만평) 2020년 15년 만에 처음으로 신규 분양 사업, 2021년 나베 1-1 착공 이후 개발 속도에 관심 나베 1-1 구역 319세대 가계약 체결, 매출은 22년 말 한꺼번에 인식 예정 (약 2500억원) 나베 1-3 1단계 착공 예정(800세대 APT 분양/총 2,400세대) 뚜띠엠 2022년 7월 준공 계획, 완공 후 일정기간 임대 후 분양 계획
<p>신사업</p> <ul style="list-style-type: none"> 단우드 모듈러 사업이 코로나 충격에서 벗어나며 수주 및 매출 확대 GS이니마, 지베스코 데이터센터 P.J, 포항 2차전지 재활용, 엘리베이터 사업 등 신사업 부문에 지속적 투자 	<p>IPO</p> <ul style="list-style-type: none"> GS이니마 IPO관련 현물출자 완료 상장을 위한 절차 순조롭게 진행 중으로, 2022년 초 상장 목표 	<p>오너십</p> <p>허용홍 사장</p> <ul style="list-style-type: none"> 2013년 입사 2020년 사장 승진 지분 매입 확대 (0.43% -> 1.66%) - 2020년 12월 허정수로부터 증여 받음 	



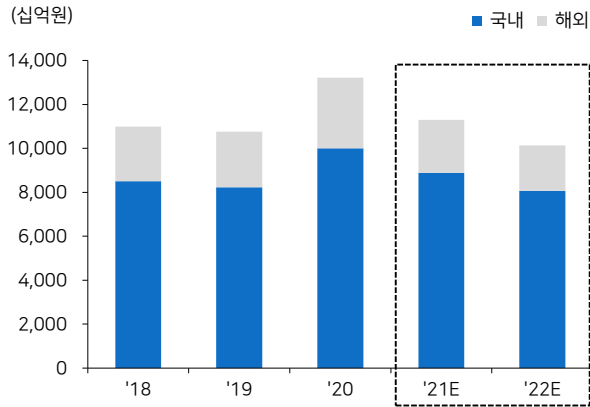
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영업이익 vs 컨센서스



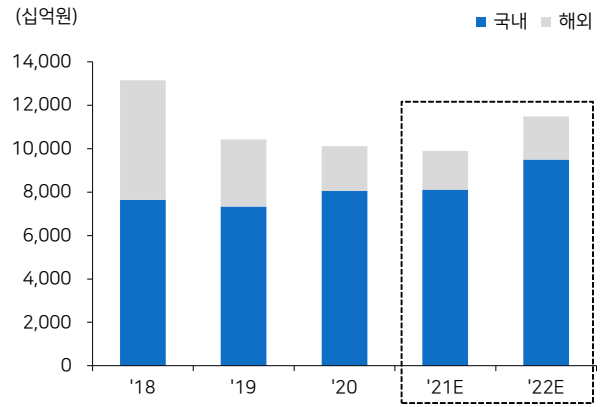
ss자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신규수주



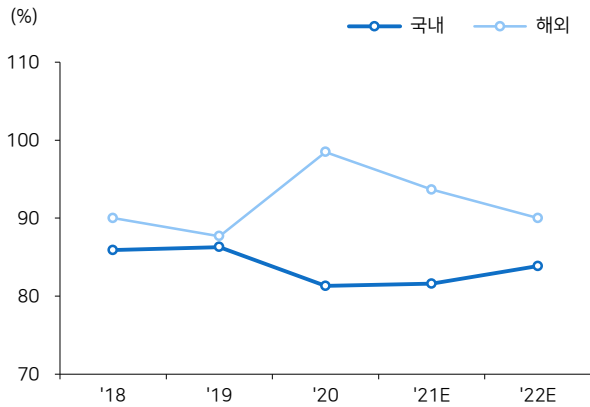
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출액



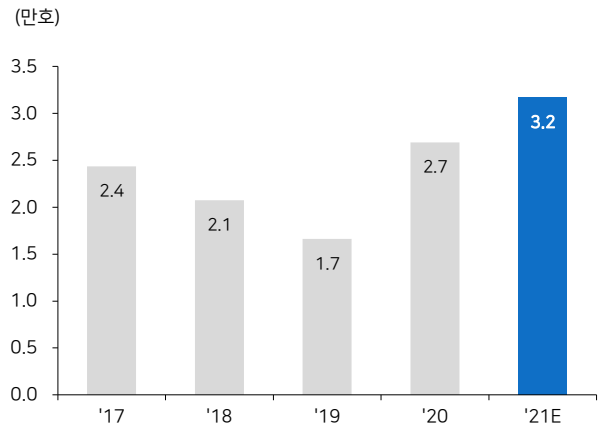
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림5 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림6 분양 물량



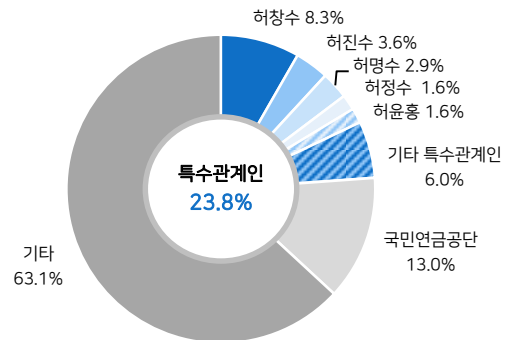
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PBR



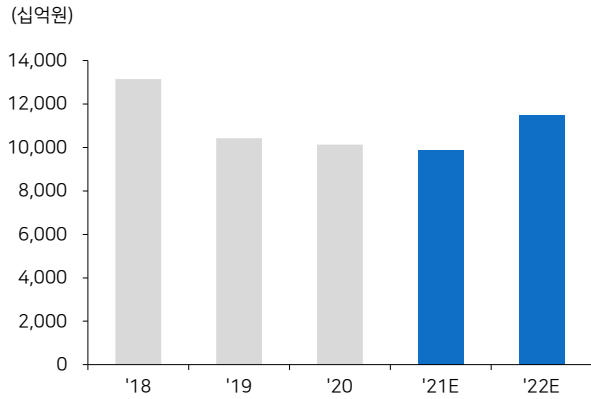
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주주현황



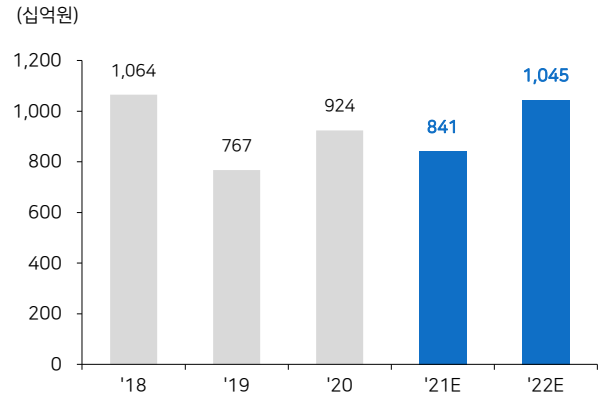
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림9 매출액



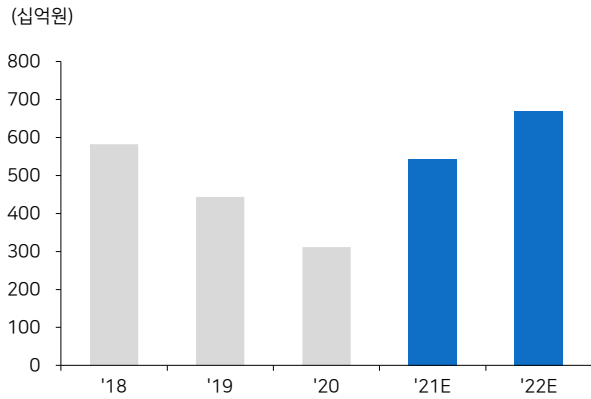
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림10 영업이익



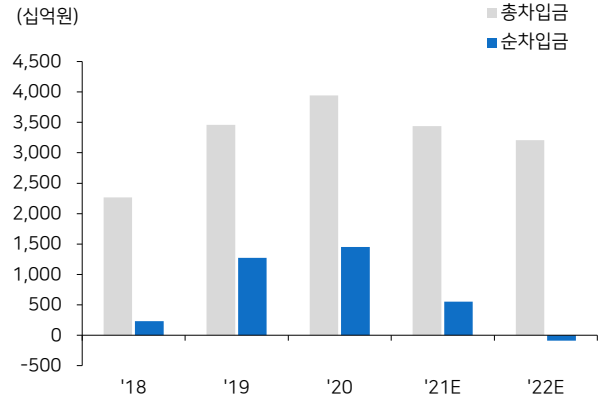
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림11 순이익



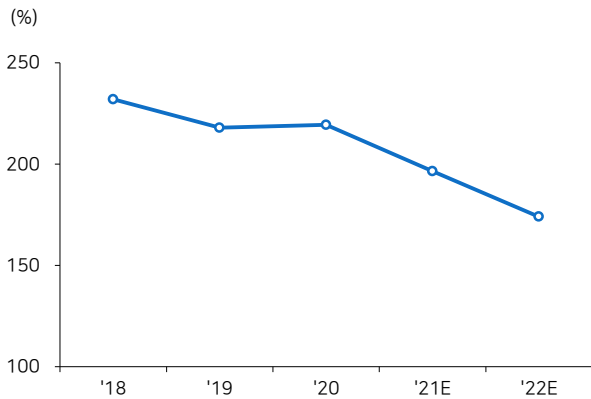
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림12 차입금



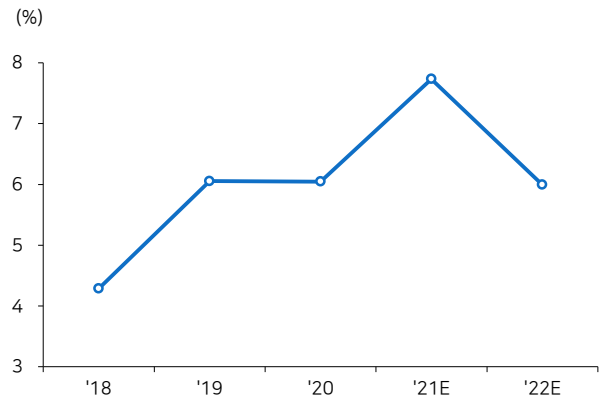
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림13 부채비율



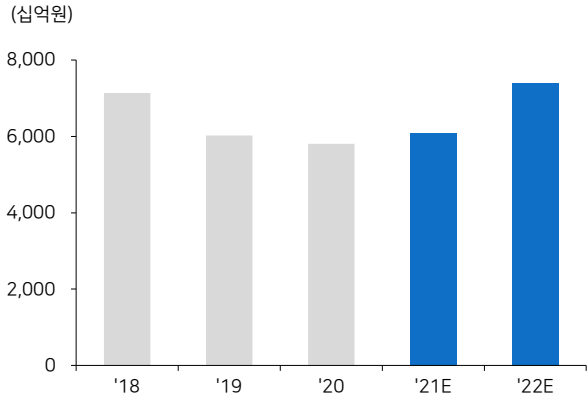
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림14 판관비율



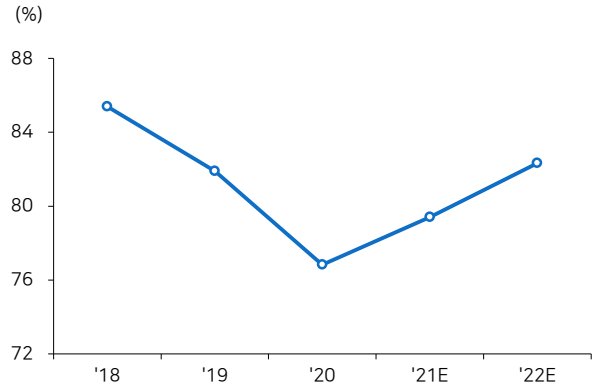
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 건축·주택 매출액



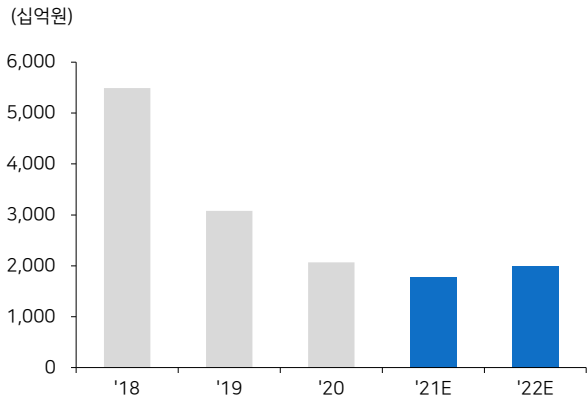
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 건축·주택 원가율



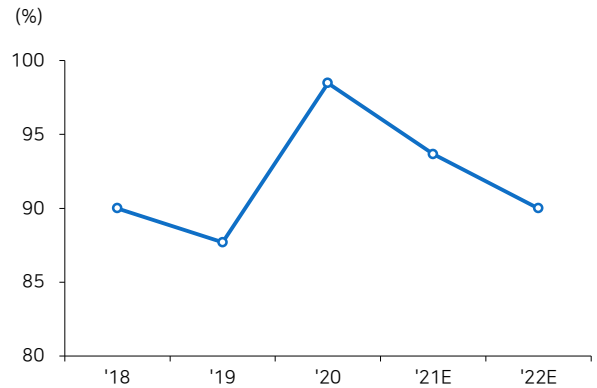
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연간 해외 매출액



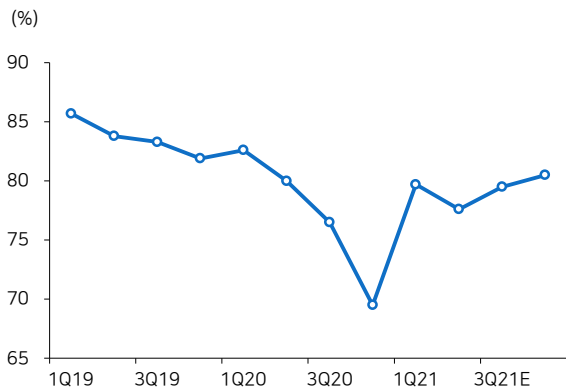
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연간 해외 원가율



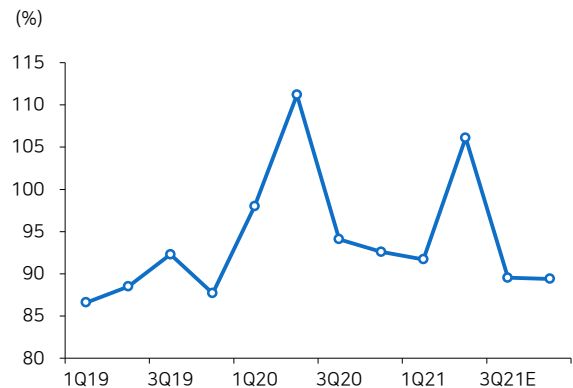
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림19 분기별 건축·주택 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림20 분기별 해외 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표1 GS건설 주요 해외 파이프라인

2021	<ul style="list-style-type: none">▪ 해외 수주 목표 5.1조원▪ 호주 North East Link 프로젝트(우선 협상자 선정, 8월말 수주 계획)▪ 필리핀 South Commuter Railway 3개 Pkg(pkg 당 4,500억원~8,000억원)▪ 호주 Inland Rail 프로젝트(GS건설 지분 약 1.4조원, 11월 우선 협상자 선정 예정)▪ 터키 세이한 PDH/PP 프로젝트(1.4조원, 발주처 협의중)
------	---

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	10,416.6	10,122.9	9,901.0	11,484.1	11,601.8
매출액증가율 (%)	-20.7	-2.8	-2.2	16.0	1.0
매출원가	9,018.7	8,587.8	8,294.4	9,751.0	9,734.4
매출총이익	1,397.9	1,535.1	1,606.6	1,733.1	1,867.4
판매관리비	630.6	784.7	765.7	688.4	716.0
영업이익	767.3	750.4	841.0	1,044.6	1,151.4
영업이익률	7.4	7.4	8.5	9.1	9.9
금융손익	34.5	-12.5	-64.4	-27.8	-14.2
중속/관계기업손익	-2.9	-6.1	-1.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-125.1	-213.4	27.9	-58.3	-46.7
세전계속사업이익	673.7	518.4	803.6	958.5	1,090.6
법인세비용	226.3	188.8	239.1	268.4	283.9
당기순이익	447.5	329.7	564.4	690.1	806.6
지배주주지분 순이익	443.4	311.7	543.9	669.4	782.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,328.9	7,251.9	7,526.5	8,103.7	8,705.2
현금및현금성자산	1,793.0	2,118.9	2,189.1	2,595.0	3,213.4
매출채권	96.7	135.7	150.4	152.6	156.3
재고자산	875.1	1,430.1	1,458.7	1,166.9	1,050.2
비유동자산	5,842.4	6,518.8	6,782.3	6,709.4	6,662.5
유형자산	1,176.0	1,426.8	1,390.3	1,317.6	1,257.4
무형자산	490.0	744.3	704.0	686.3	669.4
투자자산	1,564.4	1,721.6	2,069.3	2,086.9	2,117.0
자산총계	13,171.2	13,770.7	14,308.8	14,813.1	15,367.7
유동부채	5,800.9	5,728.9	6,131.4	6,188.4	6,320.6
매입채무	1,394.2	1,124.8	1,181.0	1,240.1	1,302.1
단기차입금	450.9	391.7	335.5	315.5	305.5
유동성장기부채	410.6	602.2	614.3	554.3	534.3
비유동부채	3,227.3	3,729.7	3,351.3	3,219.0	2,945.1
사채	657.6	785.4	589.6	539.6	539.6
장기차입금	1,187.8	1,459.5	1,189.9	1,089.9	789.9
부채총계	9,028.2	9,458.6	9,482.8	9,407.4	9,265.7
자본금	400.5	403.5	427.5	427.5	427.5
자본잉여금	802.3	815.7	940.8	940.8	940.8
기타포괄이익누계액	-46.0	-117.4	-123.1	-123.1	-123.1
이익잉여금	2,827.4	3,076.1	3,424.4	3,983.5	4,655.6
비지배주주지분	168.4	170.9	193.3	214.0	238.2
자본총계	4,143.0	4,312.1	4,826.0	5,405.8	6,102.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	759.3	553.9	1,289.1	790.3	1,117.7
당기순이익(손실)	447.5	329.7	564.4	690.1	806.6
유형자산상각비	118.4	121.7	110.1	95.8	83.2
무형자산상각비	16.0	38.2	23.1	17.8	16.9
운전자본의 증감	105.1	-356.6	630.9	-13.3	211.1
투자활동 현금흐름	-747.6	-269.0	-745.7	-46.7	-63.5
유형자산의증가(CAPEX)	-142.8	-127.7	-49.0	-23.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	-587.2	-157.2	-348.6	-17.6	-30.1
재무활동 현금흐름	183.5	50.9	-488.0	-337.7	-435.9
차입금의 증감	1,196.2	482.2	-507.0	-227.4	-325.5
자본의 증가	-6.2	16.4	149.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	200.3	326.0	70.2	405.9	618.4
기초현금	1,592.6	1,793.0	2,118.9	2,189.1	2,595.0
기말현금	1,793.0	2,118.9	2,189.1	2,595.0	3,213.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	130,434	126,342	116,180	134,189	135,564
EPS(지배주주)	5,552	3,890	6,382	7,822	9,142
CFPS	13,228	16,098	11,193	12,851	14,077
EBITDAPS	11,291	11,362	11,430	13,533	14,622
BPS	49,623	51,311	54,132	60,664	68,517
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
배당수익률(%)	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	9.7	6.4	5.2	4.4
PCR	2.3	2.3	3.6	3.2	2.9
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDA	901.7	910.3	974.1	1,158.1	1,251.4
EV/EBITDA	4.4	5.1	4.3	3.1	2.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.8	7.7	12.4	13.6	14.2
EBITDA 이익률	8.7	9.0	9.8	10.1	10.8
부채비율	217.9	219.3	196.5	174.0	151.8
금융비용부담률	1.4	1.1	0.9	0.7	0.6
이자보상배율(x)	5.2	6.5	9.9	13.5	16.0
매출채권회전율(x)	190.6	87.1	69.2	75.8	75.1
재고자산회전율(x)	10.9	8.8	6.9	8.7	10.5

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

