

2021. 10. 28



## ▲ 건설/부동산

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 57,000 원

현재주가 (10.27) 41,400 원

상승여력 37.7%

KOSPI 3,025.49pt

시가총액 35,431억원

발행주식수 8,558만주

유동주식비율 73.66%

외국인비중 26.06%

52주 최고/최저가 48,300원/26,700원

평균거래대금 244.6억원

## 주요주주(%)

허창수 외 16 인 23.74

국민연금공단 13.55

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.2 -14.3 47.9

상대주가 -2.9 -8.9 13.9

## 주가그래프



## GS건설 006360

## 2022년 영업이익 1조원 상회 전망

- ✓ 바레인 LNG 프로젝트 관련 공기 지연 배상금 1,430억원 반영
- ✓ 일회성을 제외할 경우 3,000억원에 가까운 영업이익
- ✓ 건축 부문의 매출이 1.6조원까지 회복, GP margin은 22.7% 기록
- ✓ 2020년 기록한 2.7만호 분양을 감안하면, 4분기부터 건축 매출 증가 본격화
- ✓ 2021년 분양계획은 3.2만호이며, 2022년부터 영업이익 1조원 상회할 것

## 일회성 손실로 3분기 실적은 컨센서스 하회

GS건설의 연결 기준 3분기 실적은 매출액 2조 1,717억원(-6.3% YoY), 영업이익은 1,523억원(-27.3%)을 기록하며 각각 시장 컨센서스인 2조 4,282억원, 2,318억원을 하회하였다. 2015년 12월 수주, 2020년 준공한 바레인 LNG Import Terminal 프로젝트 현장에서 발주처가 1,430억원 규모의 LD를 부과하며 영업이익이 감소하였다.

## 점진적인 주택 매출 상승과 양호한 수익성 유지

건축·주택 부문 매출은 2020년 분양물량 확대에 따라 1분기 1.2조원, 2분기 1.4조원, 3분기 1.6조원으로 점진적으로 증가하였다. 4분기 이후부터 2022년 분기 평균 건축 매출은 1.8조원~2.0조원까지 증가, GP margin 또한 22.7%로 양호한 수준을 유지하고 있다. 4분기 9,743세대의 준공이 예정되어 있어 준공 정산 이익을 감안한다면 건축·주택 부문의 수익성은 더욱 개선될 것으로 전망한다.

분양가 산정 문제로 일부 현장에서 분양시기가 지연되며, 3분기 누적 분양물량은 16,598세대를 기록하였다. 10월 이천자이 더 파크, 동해 자이 등 4,528세대의 분양이 계획되어 있고, 11~12월 나주역 자이 리버파크, 익산 자이 그랜드파크 등의 분양을 통해 연간 가이드언스를 달성할 계획이다.

## 2022년 이후 영업이익 급증 및 이니마 상장

현재 건축부문의 수익성을 감안하면, 향후 매출 증가 국면에서 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 전망되며, 2022년 영업이익은 1조원을 상회할 것으로 추정된다. 자회사인 GS이니마의 경우 2022년 하반기 상장이 예상되며, 수처리 및 환경분양의 Valuation 상승을 감안하면 기업가치 상승에 기여할 것으로 판단된다.

(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	9,443.6	726.1	464.7	5,453	37.7	54,862	7.6	0.8	4.5	10.5	189.3
2022E	11,538.3	1,045.1	677.6	7,917	44.0	61,490	5.2	0.7	2.8	13.6	168.5
2023E	11,991.6	1,217.8	841.1	9,828	24.1	70,028	4.2	0.6	1.7	14.9	150.4

표1 GS건설 3Q21 실적 Review

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,171.7	2,316.8	-6.3	2,231.7	-2.7	2,428.2	-10.6	2,532.8	-14.3
영업이익	152.3	209.4	-27.3	124.9	21.9	231.8	-34.3	259.5	-41.3
세전이익	193.6	141.9	36.5	102.2	89.4	198.0	-2.2	230.4	-16.0
순이익	128.6	96.8	32.9	55.6	131.5	132.0	-2.6	165.9	-22.5
영업이익률(%)	7.0	9.0		5.6		9.5		10.2	
순이익률(%)	5.9	4.2		2.5		5.4		6.6	

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표2 2020, 2021년 분기별 컨센서스

(십억원)	2020				2021E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	2,441.5	2,547.4	2,316.8	2,817.3	2,014.1	2,231.7	2,428.2	2,826.1
영업이익	171.0	165.1	209.4	204.9	176.6	124.9	231.8	249.2
세전계속사업이익	184.7	126.8	141.9	65.0	223.7	102.2	198.0	177.8
당기순이익	128.5	80.3	96.8	6.2	154.1	55.6	132.0	117.3

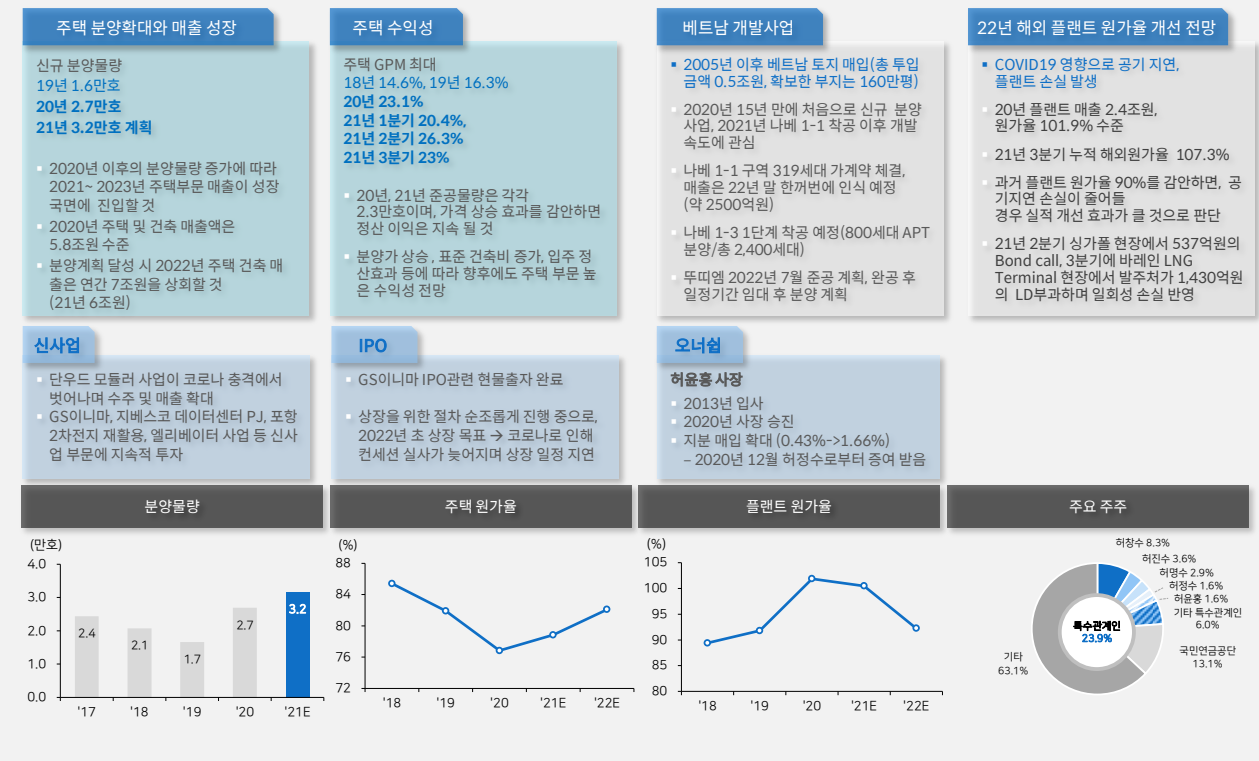
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 2014~2021년 연도별 실적 및 컨센서스

(십억원)	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21E
매출액	9,487.6	10,572.6	11,035.6	11,679.5	13,139.4	10,416.6	10,122.9	9,556.0
영업이익	51.2	122.1	143.0	318.7	1,064.5	767.3	750.4	786.2
세전계속사업이익	-29.6	31.3	21.4	-160.7	835.1	673.7	518.4	721.7
당기순이익	-41.1	26.1	-25.8	-168.4	582.1	443.4	311.7	479.1

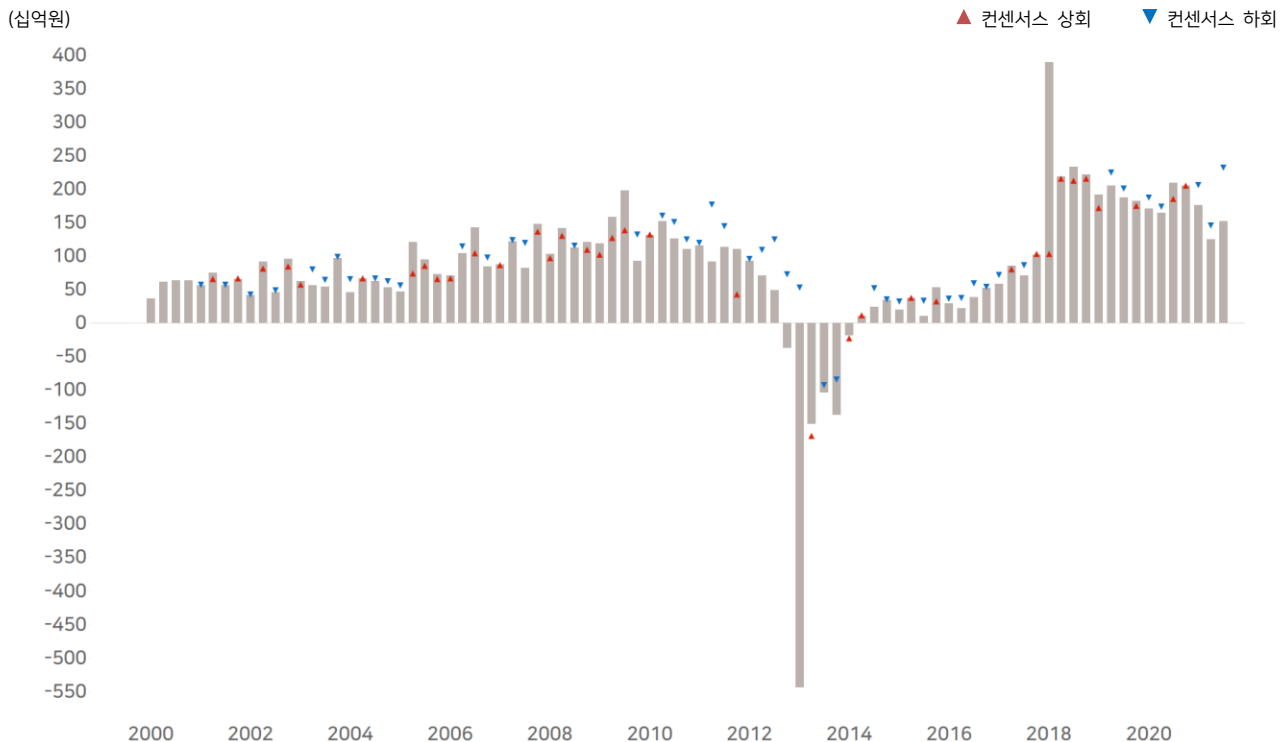
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요 투자포인트



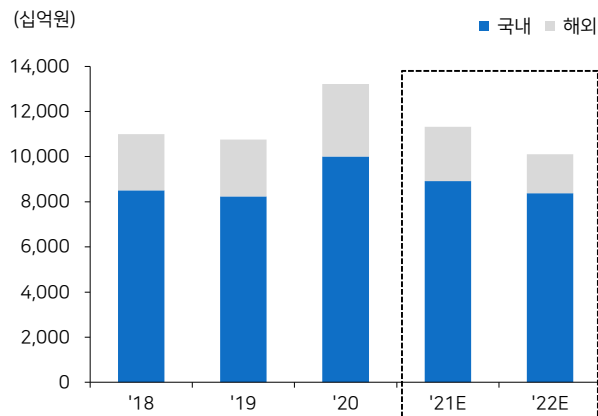
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영업이익 vs 컨센서스



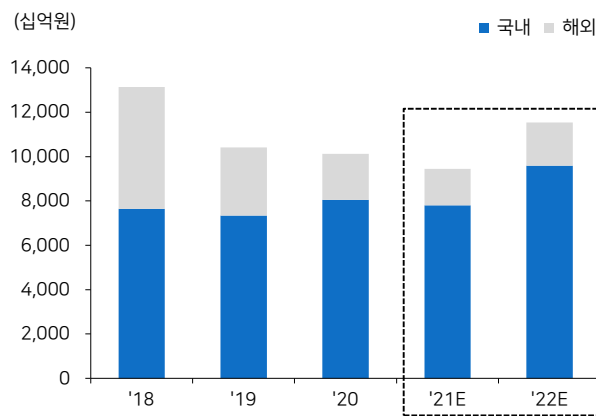
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내, 해외 신규수주 추이



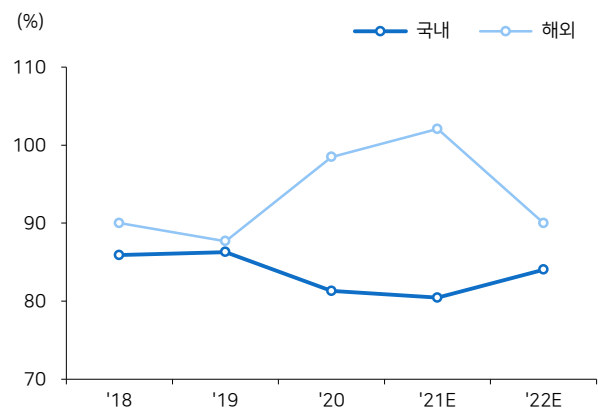
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내, 해외 매출액 추이



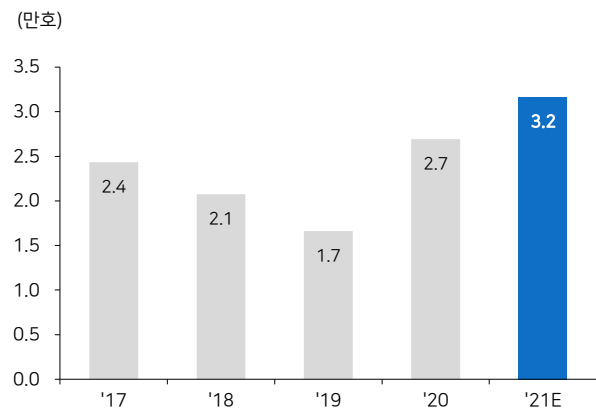
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국내, 해외 원가율 추이



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림6 분양물량 추이



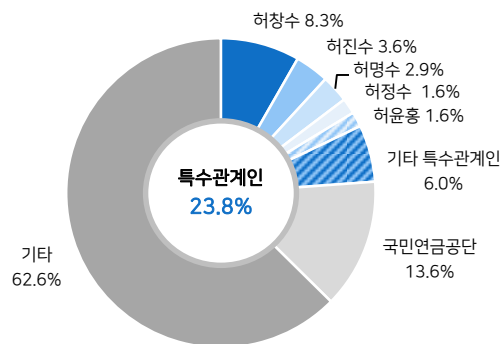
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PBR 추이



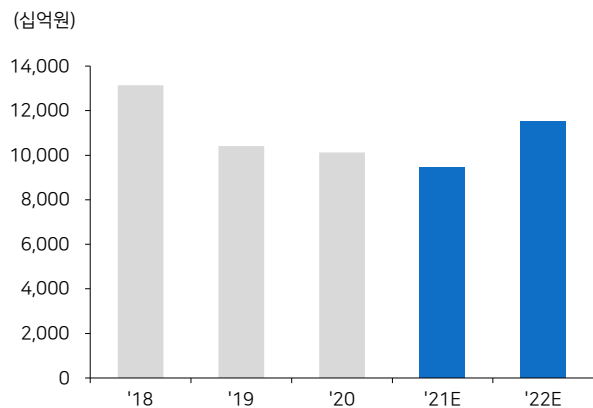
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주주현황



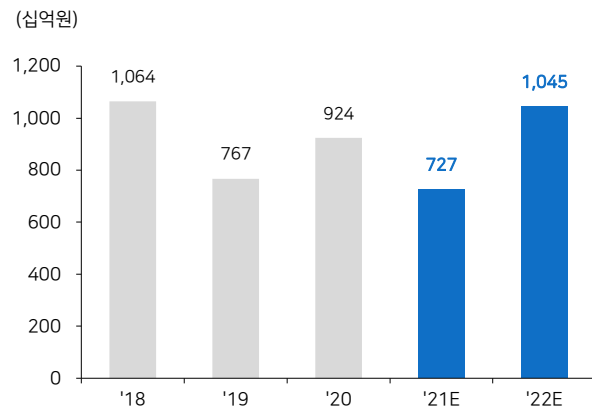
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림9 매출액 추이



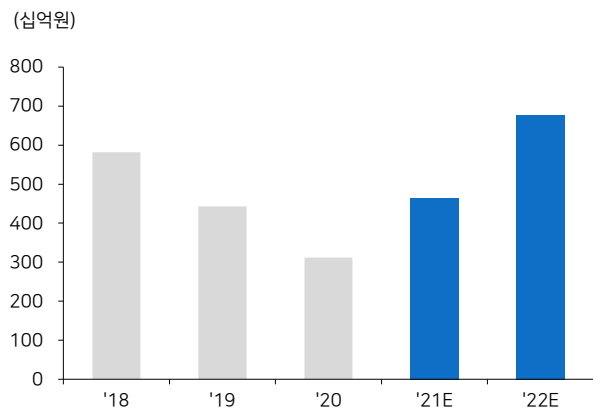
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림10 영업이익 추이



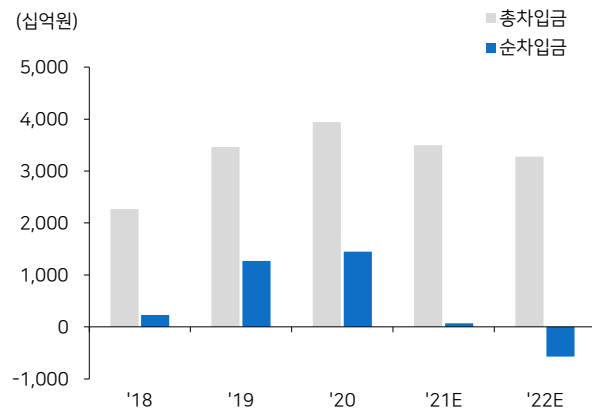
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림11 순이익 추이



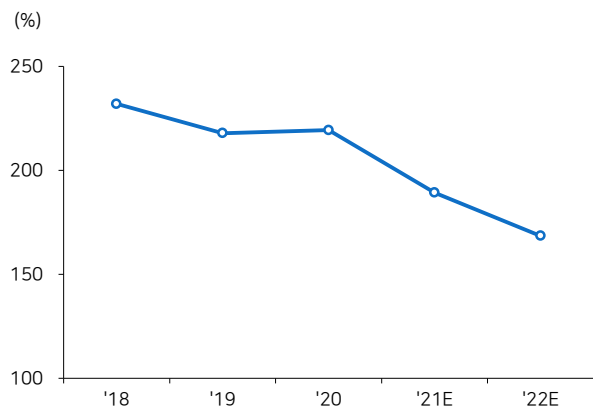
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림12 차입금 추이



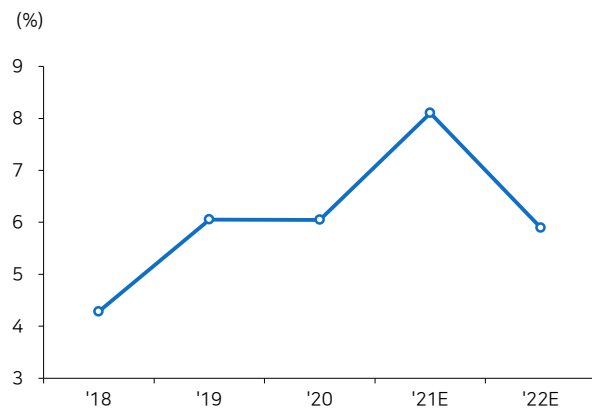
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림13 부채비율 추이



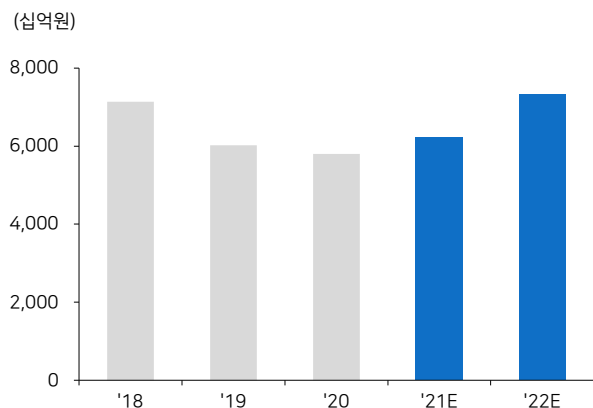
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림14 판관비율 추이



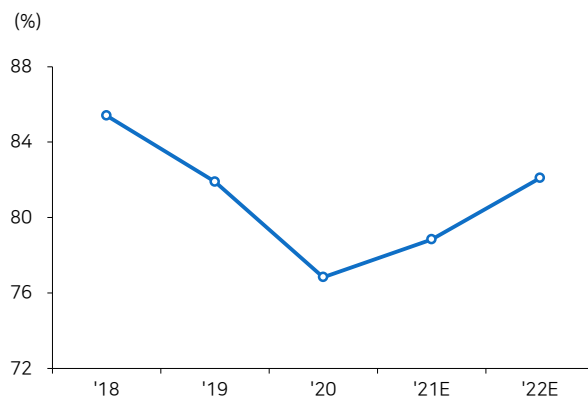
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 건축·주택 매출액 추이



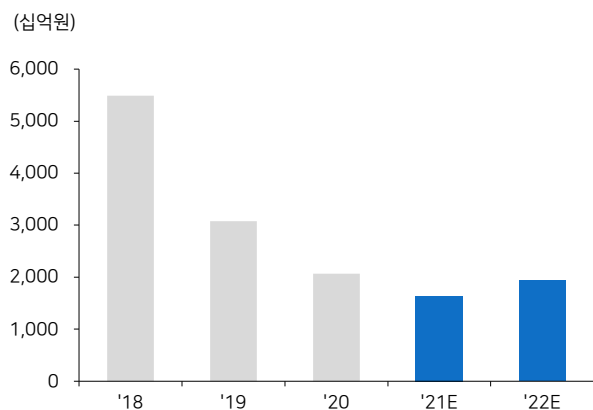
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 건축·주택 원가율 추이



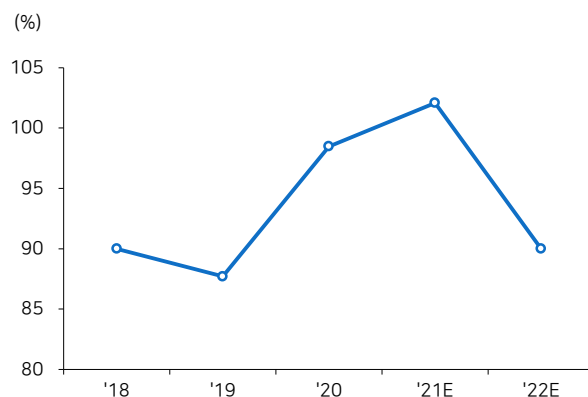
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연간 해외 매출액 추이



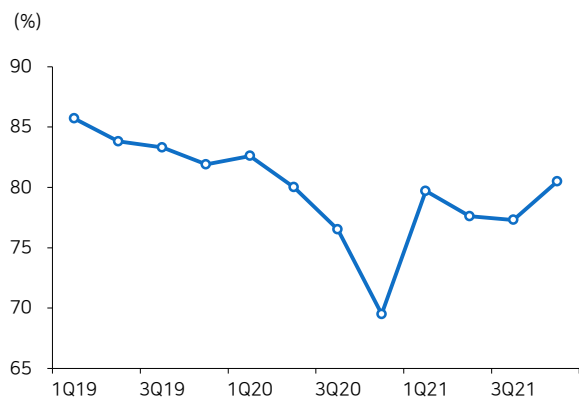
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연간 해외 원가율 추이



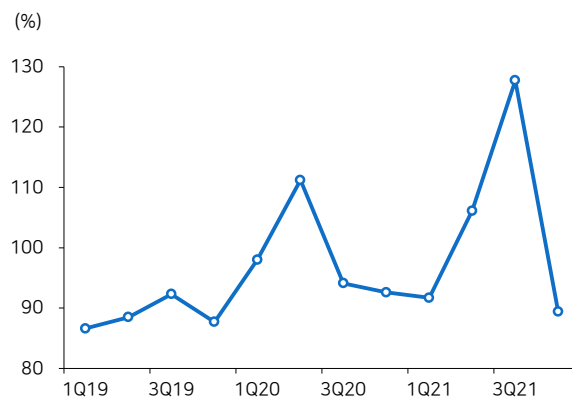
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림19 분기별 건축·주택 원가율 추이



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림20 분기별 해외 원가율 추이



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표4 GS건설 주요 해외 파이프라인

2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 해외 수주 목표 5.1조원</li> <li>▪ 호주 North East Link 프로젝트</li> <li>▪ 필리핀 South Commuter Railway 3개 Pkg</li> <li>▪ 호주 Inland Rail 프로젝트</li> <li>▪ 3분기 누적 해외 수주 7,440억원 달성</li> </ul>
------	--

자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

## GS 건설 (006360)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	10,416.6	10,122.9	9,443.6	11,538.3	11,991.6
매출액증가율 (%)	-20.7	-2.8	-6.7	22.2	3.9
매출원가	9,018.7	8,587.8	7,951.8	9,812.8	10,066.8
매출총이익	1,397.9	1,535.1	1,491.8	1,725.5	1,924.8
판매관리비	630.6	784.7	765.7	680.4	707.0
영업이익	767.3	750.4	726.1	1,045.1	1,217.8
영업이익률	7.4	7.4	7.7	9.1	10.2
금융손익	34.5	-12.5	-60.9	-17.6	0.7
중속/관계기업손익	-2.9	-6.1	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-125.1	-213.4	26.0	-57.4	-45.9
세전계속사업이익	673.7	518.4	691.1	970.1	1,172.5
법인세비용	226.3	188.8	208.2	271.6	305.5
당기순이익	447.5	329.7	482.9	698.5	867.1
지배주주지분 순이익	443.4	311.7	464.7	677.6	841.1

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	759.3	553.9	1,256.1	832.2	1,251.0
당기순이익(손실)	447.5	329.7	482.9	698.5	867.1
유형자산상각비	118.4	121.7	119.5	109.4	93.9
무형자산상각비	16.0	38.2	26.6	17.0	16.2
운전자본의 증감	105.1	-356.6	663.6	7.3	273.9
투자활동 현금흐름	-747.6	-269.0	-8.8	-106.2	-158.0
유형자산의증가(CAPEX)	-142.8	-127.7	-88.3	-23.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	-587.2	-157.2	251.3	-62.3	-101.2
재무활동 현금흐름	183.5	50.9	-355.4	-331.3	-425.7
차입금의 증감	1,196.2	482.2	-443.6	-221.0	-315.3
자본의 증가	-6.2	16.4	160.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	200.3	326.0	908.8	394.8	667.4
기초현금	1,592.6	1,793.0	2,118.9	3,027.7	3,422.5
기말현금	1,793.0	2,118.9	3,027.7	3,422.5	4,089.9

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,328.9	7,251.9	8,067.5	8,653.8	9,528.8
현금및현금성자산	1,793.0	2,118.9	3,027.7	3,422.5	4,089.9
매출채권	96.7	135.7	145.7	153.3	165.5
재고자산	875.1	1,430.1	1,458.7	1,166.9	1,050.2
비유동자산	5,842.4	6,518.8	6,292.1	6,251.0	6,265.2
유형자산	1,176.0	1,426.8	1,456.6	1,370.2	1,299.3
무형자산	490.0	744.3	705.2	688.2	672.0
투자자산	1,564.4	1,721.6	1,470.1	1,532.4	1,633.6
자산총계	13,171.2	13,770.7	14,359.6	14,904.8	15,794.0
유동부채	5,800.9	5,728.9	5,777.3	5,846.1	6,194.7
매입채무	1,394.2	1,124.8	1,181.0	1,240.1	1,302.1
단기차입금	450.9	391.7	90.0	70.0	60.0
유동성장기부채	410.6	602.2	629.0	569.0	549.0
비유동부채	3,227.3	3,729.7	3,618.8	3,507.0	3,290.9
사채	657.6	785.4	765.0	715.0	715.0
장기차입금	1,187.8	1,459.5	1,321.1	1,221.1	921.1
부채총계	9,028.2	9,458.6	9,396.1	9,353.1	9,485.6
자본금	400.5	403.5	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	802.3	815.7	951.7	951.7	951.7
기타포괄이익누계액	-46.0	-117.4	-87.9	-87.9	-87.9
이익잉여금	2,827.4	3,076.1	3,441.3	4,008.5	4,739.2
비지배주주지분	168.4	170.9	268.3	289.3	315.3
자본총계	4,143.0	4,312.1	4,963.5	5,551.7	6,308.4

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	130,434	126,342	110,819	134,823	140,119
EPS(지배주주)	5,552	3,890	5,453	7,917	9,828
CFPS	13,228	16,098	10,655	13,018	14,979
EBITDAPS	11,291	11,362	10,234	13,689	15,515
BPS	49,623	51,311	54,862	61,490	70,028
DPS	1,000	1,200	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.2	3.2	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	9.7	7.6	5.2	4.2
PCR	2.3	2.3	3.9	3.2	2.8
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6
EBITDA	901.7	910.3	872.1	1,171.5	1,327.8
EV/EBITDA	4.4	5.1	4.5	2.8	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.8	7.7	10.5	13.6	14.9
EBITDA 이익률	8.7	9.0	9.2	10.2	11.1
부채비율	217.9	219.3	189.3	168.5	150.4
금융비용부담률	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	5.2	6.5	7.4	11.0	13.8
매출채권회전율(x)	190.6	87.1	67.1	77.2	75.2
재고자산회전율(x)	10.9	8.8	6.5	8.8	10.8



## 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	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 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)	
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	-22.0	-10.6	
2021.06.02	산업분석	Buy	57,000	박형렬	-	-	