

2022. 1. 27



▲ 건설/부동산

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

RA 최보규

02. 6454-4886

bokyu.choi@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 57,000 원

현재주가 (1.26) 38,650 원

상승여력 47.5%

KOSPI 2,709.24pt

시가총액 33,077억원

발행주식수 8,558만주

유동주식비율 73.66%

외국인비중 26.17%

52주 최고/최저가 48,300원/36,000원

평균거래대금 200.8억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인 23.74

국민연금공단 12.77

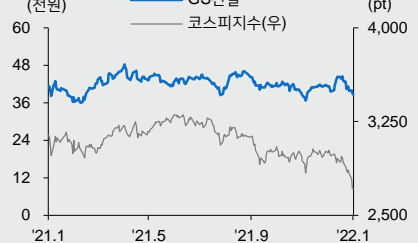
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.5 -11.4 -6.9

상대주가 2.8 5.5 8.0

주가그래프



GS건설 006360

일회성 비용과 주택의 장기 성장 사이

- ✓ 4분기 실적은 컨센서스를 하회
- ✓ 플랜트 부문의 공기지연 손실 반영과 인프라 부문의 일회성 손실
- ✓ 주택 및 건축부문 GP margin 22% 기록
- ✓ 2020~2021년 주택 분양물량 증가 효과로 현재 수익성이 유지될 경우 이익 급증
- ✓ 해외 부문의 잠재 손실은 여전히 있으나, 프로젝트 감소로 손실 축소 전망

일회성 비용 반영으로 영업이익은 시장 컨센서스 하회

GS건설(006360)의 4분기 연결기준 매출액은 2조 1,619억원(-7.0% YoY)으로 시장 컨센서스 2조 5,653억원 대비 2.1% 상회하였고, 영업이익은 1,924억원(-6.1% YoY)으로 컨센서스 2,304억원 대비 16.5% 하회하였다. 코로나19로 인한 영향으로 플랜트 부문에서 카이스 프로젝트 260억, 안양 열병합발전소 290억, 포천 열병합발전소 280억, 인프라 부문에서 싱가포르 T301 프로젝트 440억원의 일회성 비용이 반영되며 영업이익이 감소하였다.

2022년 주택부문 매출 본격화

2021년 분양물량은 분양가 상한제 등의 이슈로 일정이 지연되며 연초 가이드스 31,643세대의 84.9% 수준인 26,880세대를 기록하였다. 2020년과 2021년 모두 약 27,000세대의 분양을 달성하였으며, 2022년 당사의 분양물량 가이드스인 27,490세대는 이월 물량을 감안하면 충분히 달성 가능할 것으로 전망된다. 2021년 1분기 1.2조원에서 시작한 주택 건축 매출은 4분기 1.8조원까지 증가하였으며, 2022년은 연간 기준으로 25% 이상의 매출 성장이 가능할 것이다.

2021년 1~4분기 건축·주택 부문의 GP Margin은 20.3%, 22.4%, 22.7%, 22.0%로 높은 수준을 유지하고 있으며, 2022~2023년의 관련 부문 매출 성장을 감안하면 전체 영업이익은 크게 증가할 것으로 전망된다.

여전히 해외 부문의 손실 우려가 있으나, 2021년 2분기 플랜트 부문의 구조조정과 해외 신규 수주감소, 전체 진행 프로젝트 축소를 감안하면 손실처리 규모는 지속적으로 감소할 것으로 전망된다. 투자여건 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
2021P	9,036.5	646.2	404.2	4,743	21.1	53,899	8.3	0.7	5.7	9.2	184.9
2022E	11,555.8	922.7	576.5	6,737	39.4	59,346	5.7	0.7	3.8	11.9	169.6
2023E	12,854.8	1,127.7	756.9	8,844	31.3	66,901	4.4	0.6	2.6	14.0	156.6

표1 2020, 2021년 분기별 컨센서스

(십억원)	2020				2021P			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP
매출액	2,441.5	2,547.4	2,316.8	2,817.3	2,014.1	2,231.7	2,171.7	2,619.1
영업이익	171.0	165.1	209.4	204.9	176.6	124.9	152.3	192.4
세전계속사업이익	184.7	126.8	141.9	65.0	223.7	102.2	193.6	130.6
당기순이익	128.5	80.3	96.8	6.2	154.1	55.6	128.6	66.0

자료: GS건설, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 2014~2021년 연도별 실적 및 컨센서스

(십억원)	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21P
매출액	9,487.6	10,572.6	11,035.6	11,679.5	13,139.4	10,416.6	10,122.9	9,036.6
영업이익	51.2	122.1	143.0	318.7	1,064.5	767.3	750.4	646.2
세전계속사업이익	-29.6	31.3	21.4	-160.7	835.1	673.7	518.4	650.1
당기순이익	-41.1	26.1	-25.8	-168.4	582.1	443.4	311.7	404.2

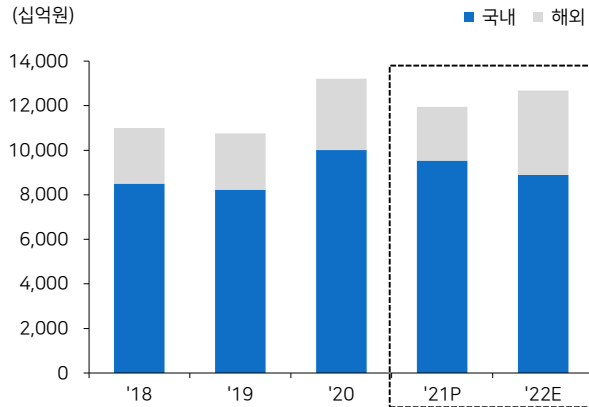
자료: GS건설, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 GS건설 주요 해외 파이프라인

2022	<ul style="list-style-type: none"> ■ 해외 수주 목표 4.0조원 ■ 오만 해수 담수화 프로젝트(1.4조원) ■ 필리핀 인프라 프로젝트(4,400억원) ■ Danwood 모듈러 부문 프로젝트(7,100억원) ■ 베트남 나베 1-1, 두띠엠 개발사업(3,900억원)
------	---

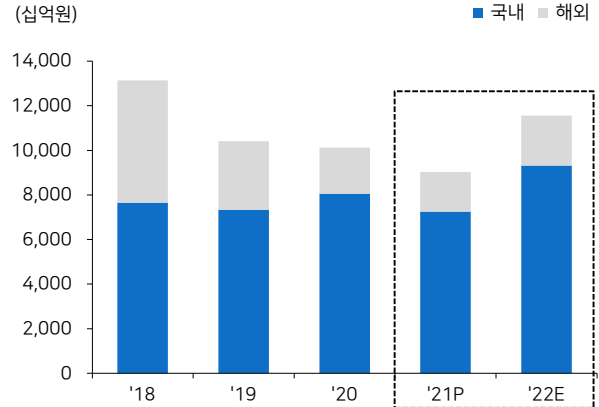
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림1 국내, 해외 신규수주 추이



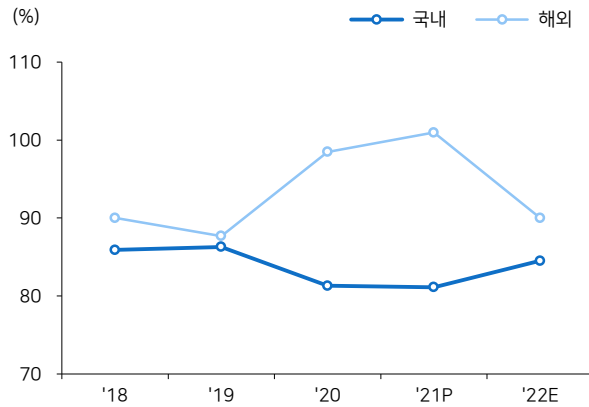
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내, 해외 매출액 추이



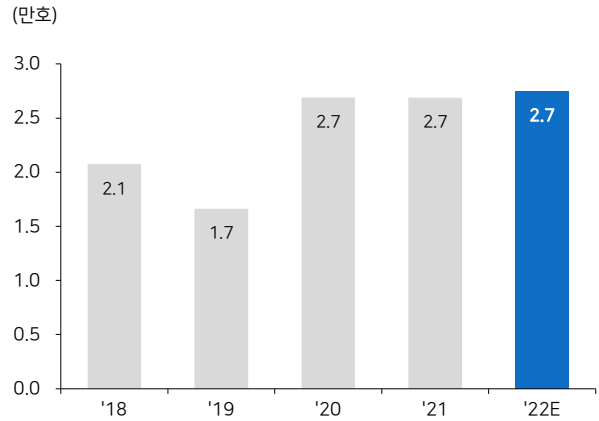
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국내, 해외 원가율 추이



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림4 분량물량 추이



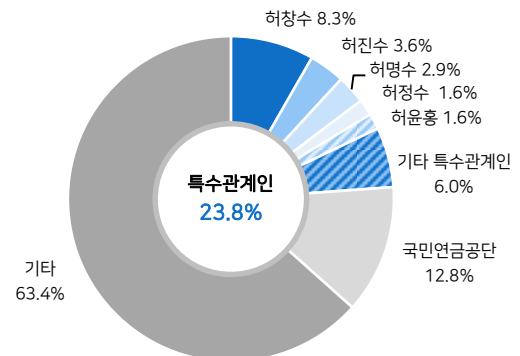
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PBR 추이



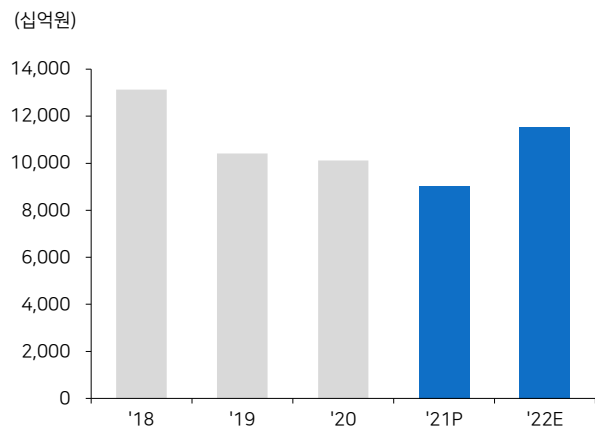
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주주현황



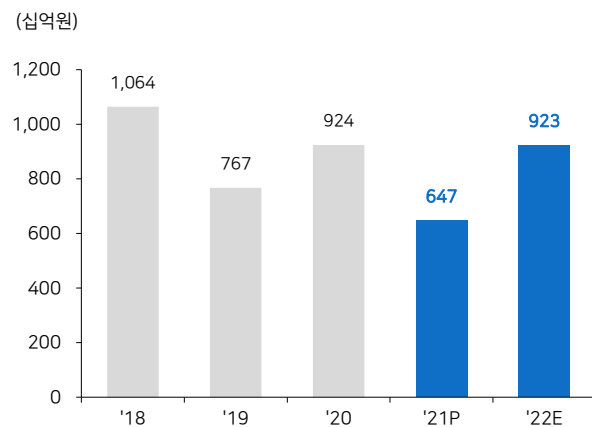
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림7 매출액 추이



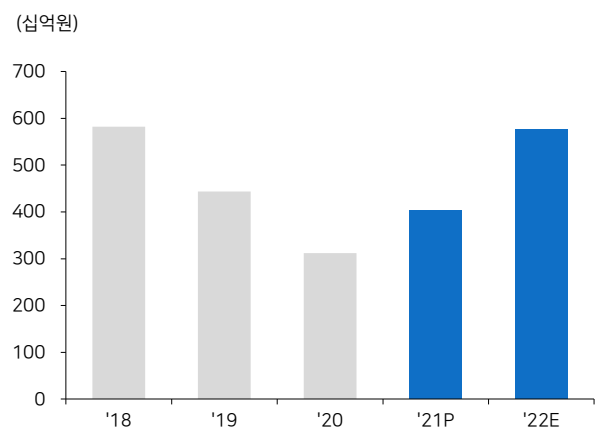
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림8 영업이익 추이



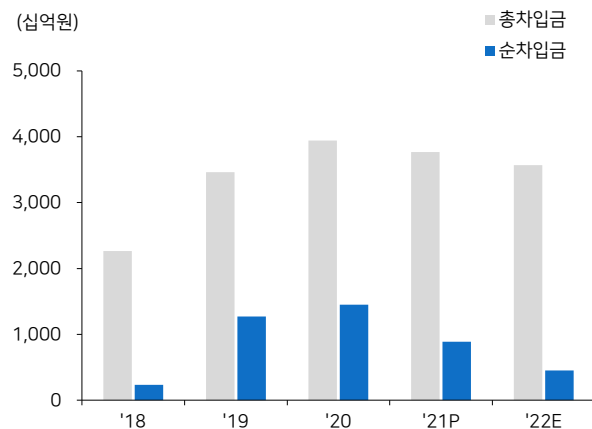
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림9 순이익 추이



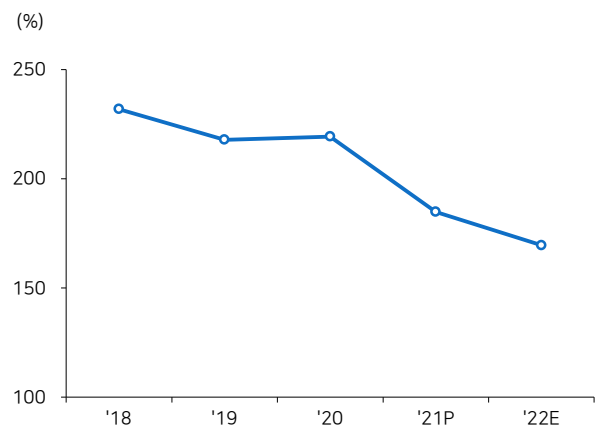
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림10 차입금 추이



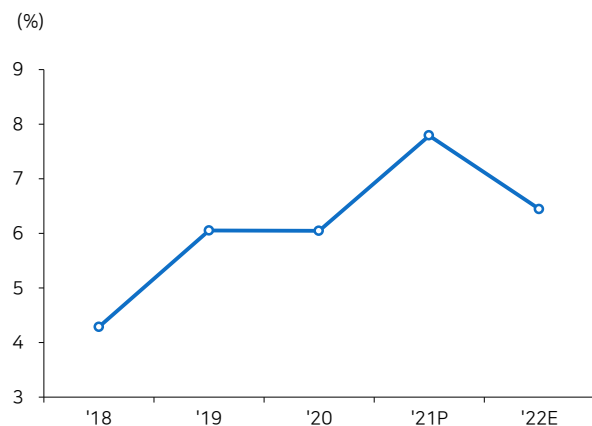
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림11 부채비율 추이



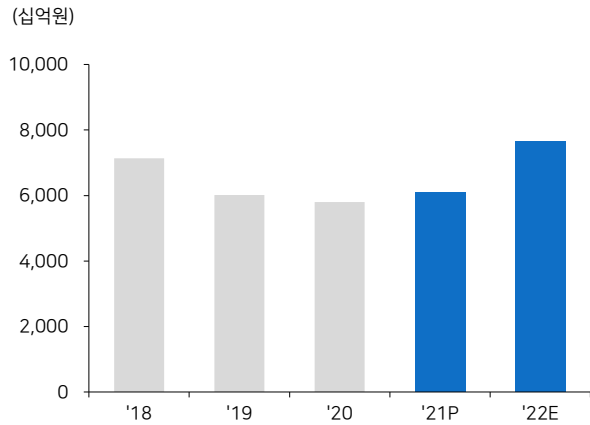
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림12 판관비율 추이



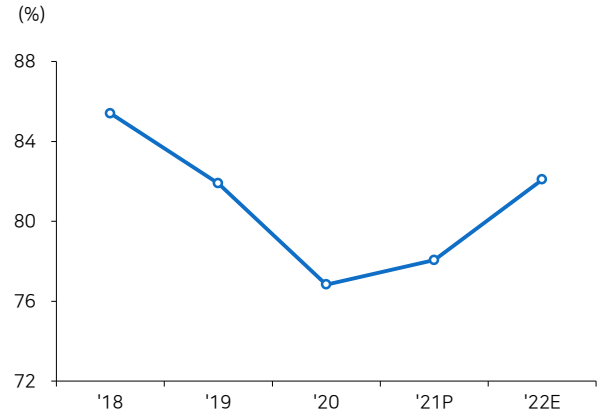
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림13 연간 건축·주택 매출액 추이



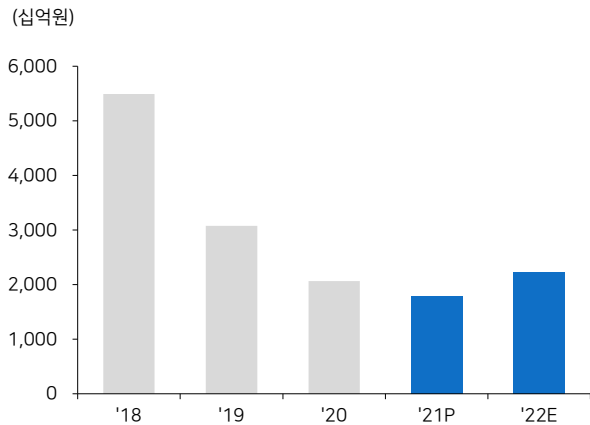
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림14 연간 건축·주택 원가율 추이



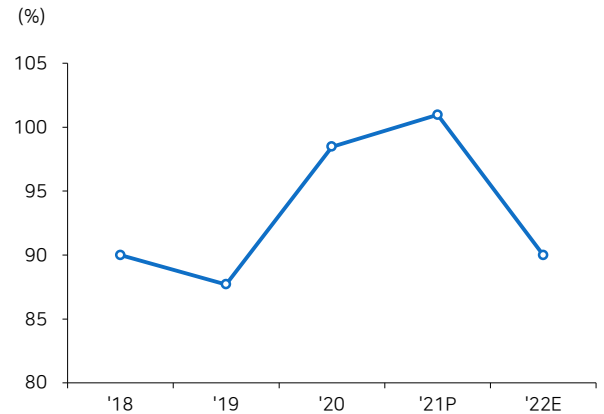
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 해외 매출액 추이



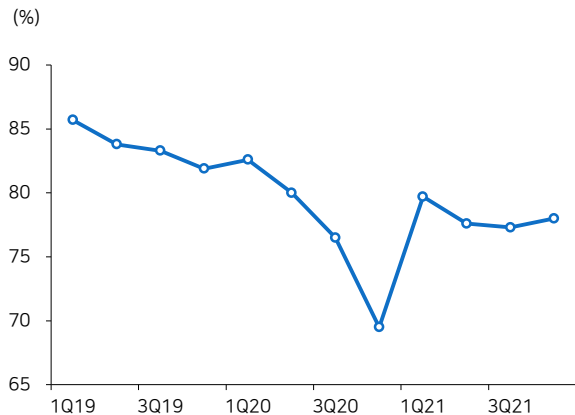
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 해외 원가율 추이



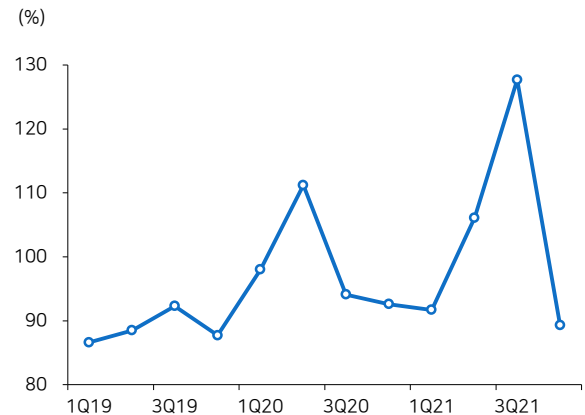
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림17 분기별 건축·주택 원가율 추이



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림18 분기별 해외 원가율 추이



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	10,416.6	10,122.9	9,036.5	11,555.8	12,854.8
매출액증가율 (%)	-20.7	-2.8	-10.7	27.9	11.2
매출원가	9,018.7	8,587.8	7,686.4	9,888.2	10,954.1
매출총이익	1,397.9	1,535.1	1,350.1	1,667.6	1,900.6
판매관리비	630.6	784.7	703.9	744.9	773.0
영업이익	767.3	750.4	646.2	922.7	1,127.7
영업이익률	7.4	7.4	7.2	8.0	8.8
금융손익	34.5	-12.5	-64.2	-10.5	-0.1
종속/관계기업손익	-2.9	-6.1	2.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-125.1	-213.4	65.8	-86.7	-69.3
세전계속사업이익	673.7	518.4	650.4	825.5	1,058.2
법인세비용	226.3	188.8	225.8	231.1	277.9
당기순이익	447.5	329.7	424.6	594.4	780.3
지배주주지분 손이익	443.4	311.7	404.2	576.5	756.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	759.3	553.9	482.6	823.6	1,174.1
당기순이익(손실)	447.5	329.7	424.6	594.4	780.3
유형자산상각비	118.4	121.7	129.6	132.9	111.3
무형자산상각비	16.0	38.2	28.6	14.2	13.7
운전자본의 증감	105.1	-356.6	-36.3	82.1	268.8
투자활동 현금흐름	-747.6	-269.0	86.2	-355.8	-281.1
유형자산의증가(CAPEX)	-142.8	-127.7	-116.9	-23.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	-587.2	-157.2	272.4	-257.4	-199.7
재무활동 현금흐름	183.5	50.9	-179.6	-307.6	-415.0
차입금의 증감	1,196.2	482.2	-175.4	-197.2	-304.6
자본의 증가	-6.2	16.4	159.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	200.3	326.0	415.0	160.2	478.0
기초현금	1,592.6	1,793.0	2,118.9	2,533.9	2,694.1
기말현금	1,793.0	2,118.9	2,533.9	2,694.1	3,172.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	7,328.9	7,251.9	7,499.9	7,925.9	8,847.6
현금및현금성자산	1,793.0	2,118.9	2,533.9	2,694.1	3,172.1
매출채권	96.7	135.7	126.2	153.4	174.6
재고자산	875.1	1,430.1	1,458.7	1,166.9	1,050.2
비유동자산	5,842.4	6,518.8	6,414.6	6,547.9	6,645.6
유형자산	1,176.0	1,426.8	1,510.0	1,400.1	1,311.8
무형자산	490.0	744.3	702.1	687.9	674.2
투자자산	1,564.4	1,721.6	1,451.9	1,709.3	1,909.0
자산총계	13,171.2	13,770.7	13,914.5	14,473.8	15,493.2
유동부채	5,800.9	5,728.9	5,541.5	5,653.0	6,166.0
매입채무	1,394.2	1,124.8	1,181.0	1,240.1	1,302.1
단기차입금	450.9	391.7	155.2	135.2	125.2
유동성장기부채	410.6	602.2	849.2	789.2	769.2
비유동부채	3,227.3	3,729.7	3,489.0	3,452.7	3,289.2
사채	657.6	785.4	676.4	626.4	626.4
장기차입금	1,187.8	1,459.5	1,428.8	1,328.8	1,028.8
부채총계	9,028.2	9,458.6	9,030.4	9,105.7	9,455.2
자본금	400.5	403.5	427.9	427.9	427.9
자본잉여금	802.3	815.7	950.4	950.4	950.4
기타포괄이익누계액	-46.0	-117.4	-109.5	-109.5	-109.5
이익잉여금	2,827.4	3,076.1	3,380.7	3,846.9	4,493.5
비지배주주지분	168.4	170.9	271.4	289.2	312.6
자본총계	4,143.0	4,312.1	4,884.1	5,368.1	6,038.1

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	130,434	126,342	106,042	135,026	150,205
EPS(지배주주)	5,552	3,890	4,743	6,737	8,844
CFPS	13,228	16,098	10,316	11,488	13,826
EBITDAPS	11,291	11,362	9,439	12,501	14,636
BPS	49,623	51,311	53,899	59,346	66,901
DPS	1,000	1,200	1,300	1,300	1,300
배당수익률(%)	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	9.7	8.3	5.7	4.4
PCR	2.3	2.3	3.8	3.4	2.8
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDA	901.7	910.3	804.4	1,069.8	1,252.6
EV/EBITDA	4.4	5.1	5.7	3.8	2.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.8	7.7	9.2	11.9	14.0
EBITDA 이익률	8.7	9.0	8.9	9.3	9.7
부채비율	217.9	219.3	184.9	169.6	156.6
금융비용부담률	1.4	1.1	0.9	0.5	0.5
이자보상배율(x)	5.2	6.5	8.0	14.8	19.2
매출채권회전율(x)	190.6	87.1	69.0	82.7	78.4
재고자산회전율(x)	10.9	8.8	6.3	8.8	11.6

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 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	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.11.11	산업분석	Buy	49,000	박형렬	-37.5	-33.3	
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	-	-	