

2021. 7. 29



▲ 건설/부동산

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 57,000 원

현재주가 (7.28) 44,800 원

상승여력 27.2%

KOSPI 3,236.86pt

시가총액 38,341억원

발행주식수 8,558만주

유동주식비율 73.63%

외국인비중 26.43%

52주 최고/최저가 48,300원/23,400원

평균거래대금 326.4억원

주요주주(%)

허창수 외 16 인 23.78

국민연금공단 13.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.3 11.7 69.7

상대주가 4.3 5.9 18.3

주가그래프



GS건설 006360

하반기 실적 개선과 모멘텀 동시 부각

- ✓ 싱가포르 마리나 복합개발 손실 및 구조조정 비용 반영으로 컨센서스 하회
- ✓ 3분기 이후 실적 개선 본격화 전망
- ✓ GP margin 26%를 기록한 주택부문의 매출 성장 및 판관비 감소
- ✓ 하반기 신규분양 증가 및 해외 인프라 신규수주 확대
- ✓ 2022년 자회사 이니마 상장준비 본격화

2분기 일회성 비용 반영으로 컨센서스 하회

2분기 매출액은 2조 2320억원(-12.4% YoY), 영업이익은 1,250억원(-24.2% YoY)으로 각각 시장 컨센서스 대비 하회하였다. 2분기 플랜트 부문 인력 구조조정 과정에서 1,000억원 정도의 판관비가 발생하였고, 2017년 10월 준공된 싱가포르 마리나 사우스 복합개발 현장에서 537억원 규모의 Bond call이 발생하며 영업이익이 감소하였다.

주택부문 최대 수익성 + 하반기 주택 매출 증가

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 원가를 현실화 프로젝트를 통해 주택 부문 수익성이 개선되었다. 2019년 1.7만호 분양, 2020년 2.7만호를 분양하였으며, 2020년 증가한 주택분양이 본격적으로 매출로 연결되는 시기는 3분기부터일 것으로 판단된다. 현재 주택부문의 수익성을 고려하면 하반기 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다.

장기 성장을 위한 주택 분양 확대 지속 및 해외 인프라 수주 확대

2021년 주택 분양은 7월 현재까지 14,500세대를 분양, 연초 가이드선스 31,600세대 대비 45.8%를 달성하였다. 하반기 주택 외주 사업과 도시정비 사업을 위주로 17,000세대를 분양할 계획이다. 해외 인프라 수주는 호주 North East Link 프로젝트에서 우선 협상자로 선정, GS이니마의 오만 해수 담수화 프로젝트(1.4조원) 또한 하반기 인식 예정이다. 2022년 자회사 이니마 상장계획까지 감안할 경우 실적 성장과 모멘텀 부각이 동시에 가능할 것으로 판단된다. 투자 의견과 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	7.0	0.8	4.7	12.4	196.5
2022E	11,484.1	1,044.6	669.4	7,822	21.8	60,664	5.7	0.7	3.4	13.6	174.0
2023E	11,601.8	1,151.4	782.4	9,142	16.9	68,517	4.9	0.7	2.4	14.2	151.8

표1 GS건설 2Q21 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,232.0	2,547.4	-12.4	2,014.1	10.8	2,500.6	-10.7	2,745.3	-18.7
영업이익	125.0	165.1	-24.3	176.6	-29.2	145.4	-14.1	253.9	-50.8
세전이익	103.0	126.8	-18.8	223.7	-54.0	113.0	-8.8	240.7	-57.2
순이익	66.9	80.3	-16.7	154.1	-56.6	77.9	-14.2	168.1	-60.2
영업이익률(%)	5.6	6.5		8.8		5.8		9.2	
순이익률(%)	3.0	3.2		7.7		3.1		6.1	

자료: GS건설, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 2020, 2021년 분기별 컨센서스

(십억원)	2020				2021E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	2,411.5	2,547.4	2,316.8	2,817.3	2,014.1	2,500.6	2,547.6	2,923.2
영업이익	171.0	165.1	209.4	204.9	176.6	145.4	233.7	250.6
세전계속사업이익	184.7	126.8	141.9	65.0	223.7	113.0	206.4	202.6
당기순이익	128.5	80.3	96.8	6.2	154.1	77.9	143.1	148.4

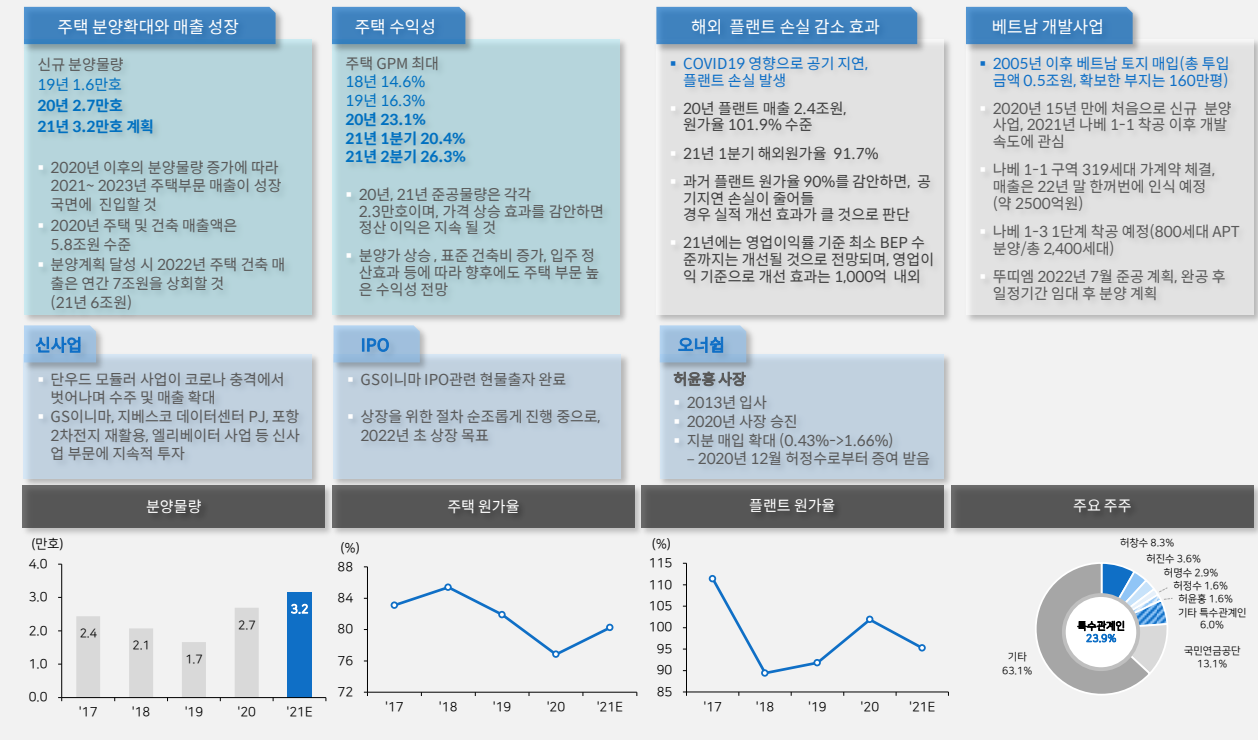
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 2014~2021년 연도별 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	10,000.2
영업이익	51.2	122.1	143.0	318.7	1,064.5	767.3	750.4	821.4
세전계속사업이익	-29.6	31.3	21.4	-160.7	835.1	673.7	518.4	770.3
당기순이익	-41.1	26.1	-25.8	-168.4	582.1	443.4	311.7	534.0

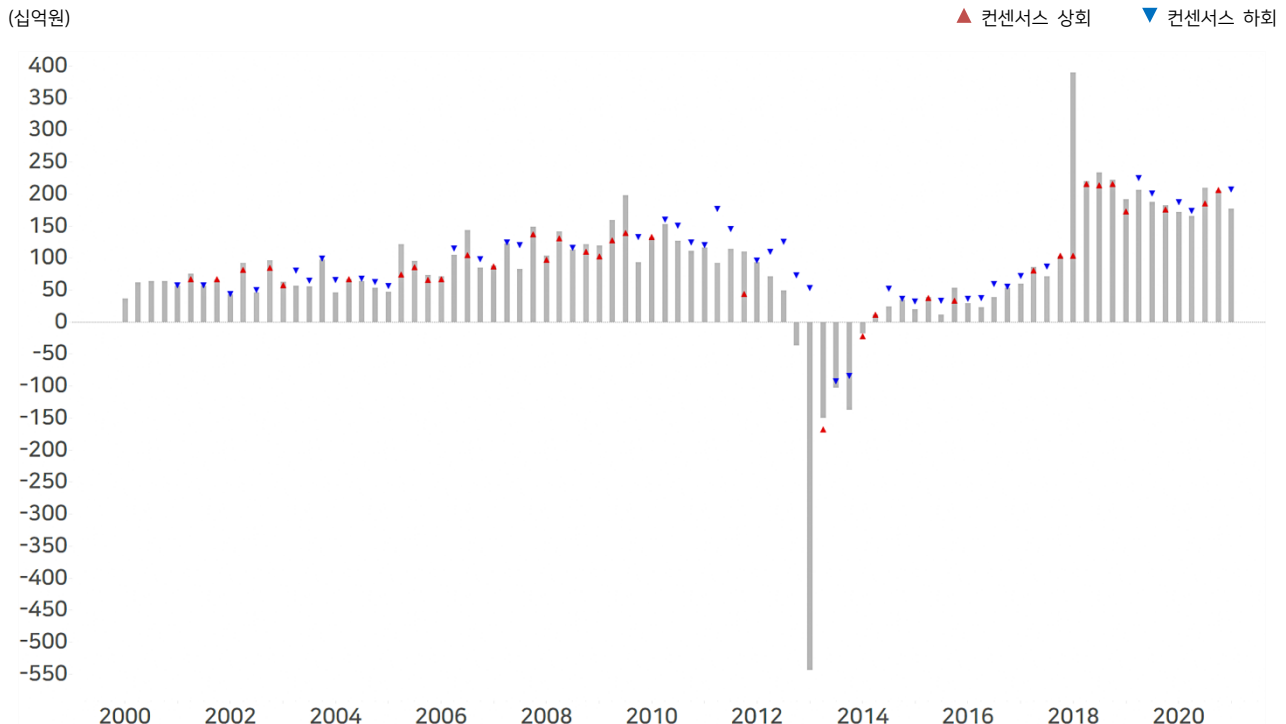
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요 투자포인트



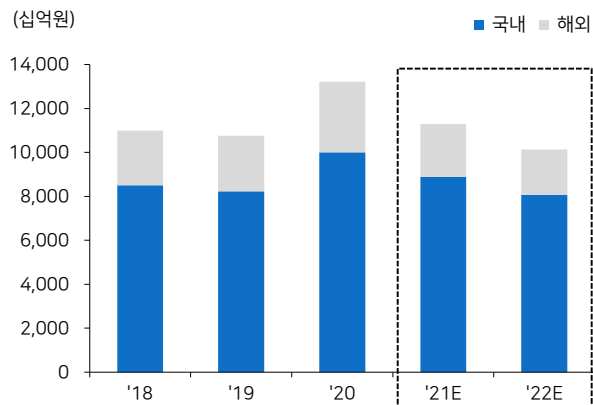
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림2 영업이익 vs 컨센서스



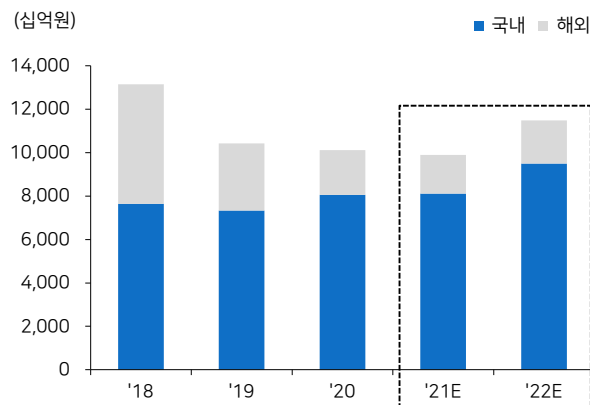
ss자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 신규수주



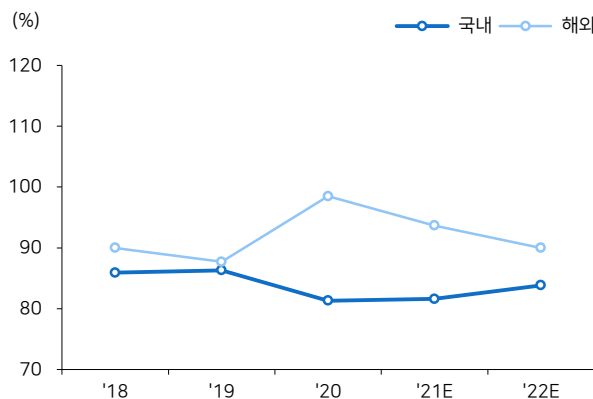
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림4 매출액



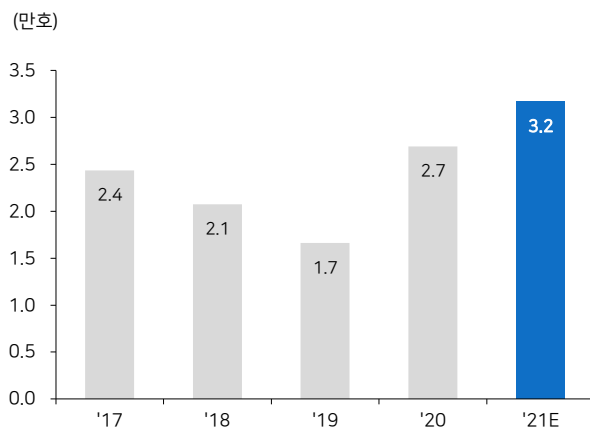
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림5 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림6 분양 물량



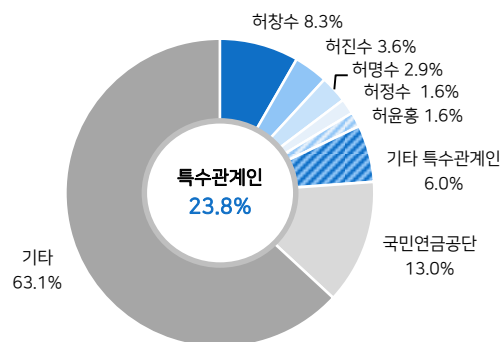
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PBR



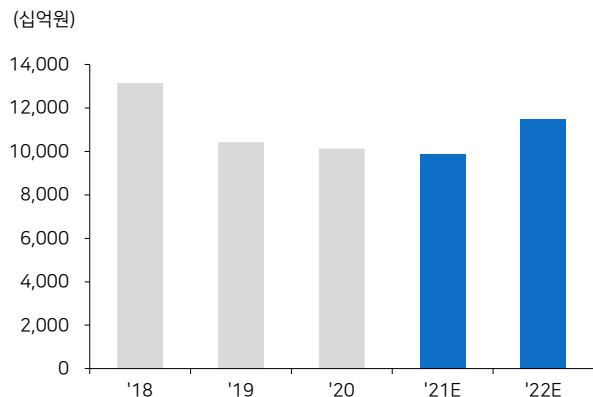
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 주주현황



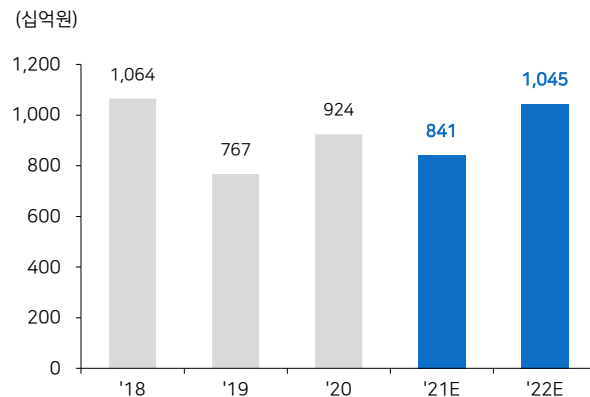
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림9 매출액



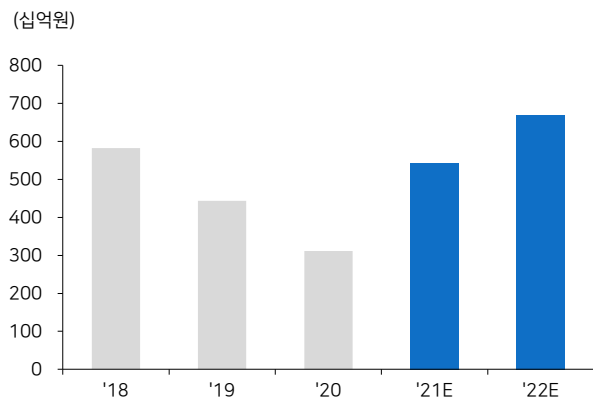
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림10 영업이익



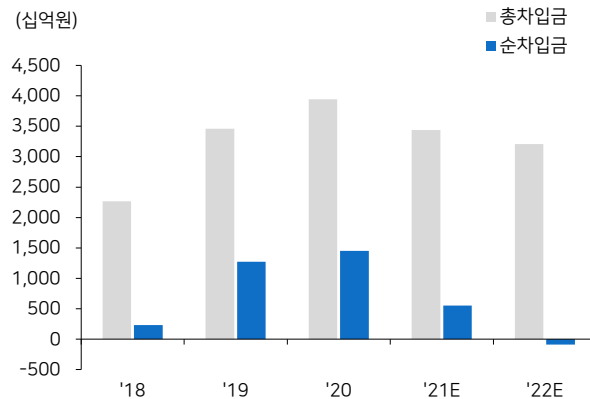
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림11 순이익



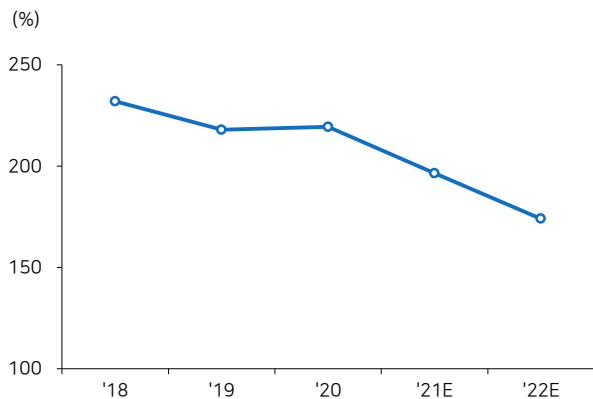
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림12 차입금



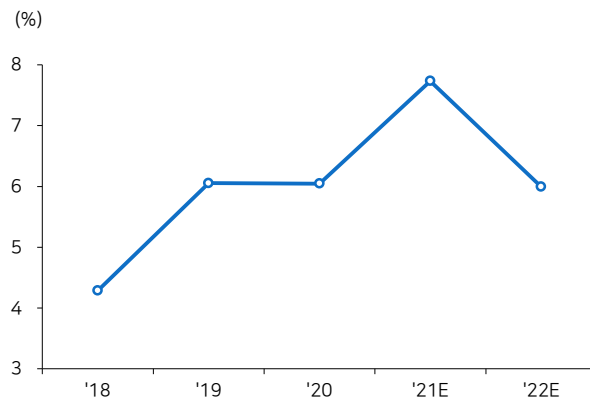
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림13 부채비율



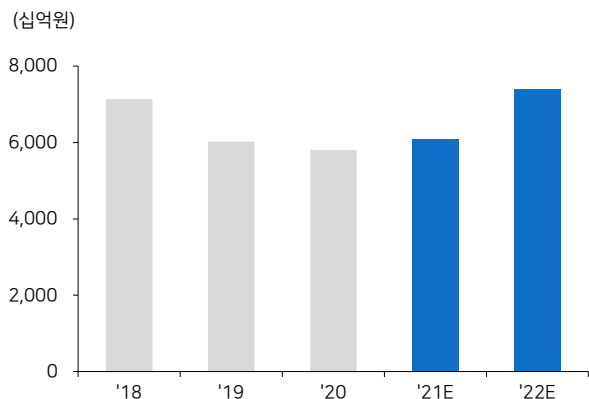
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림14 판관비율



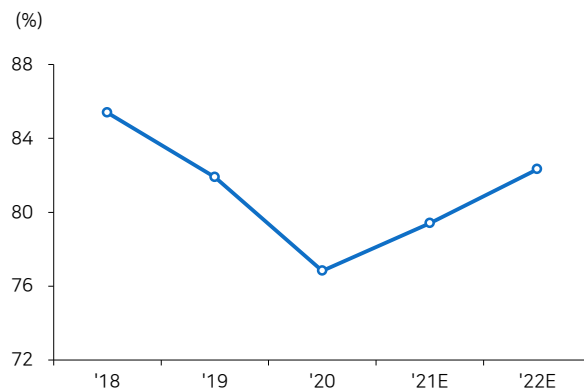
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림15 연간 건축·주택 매출액



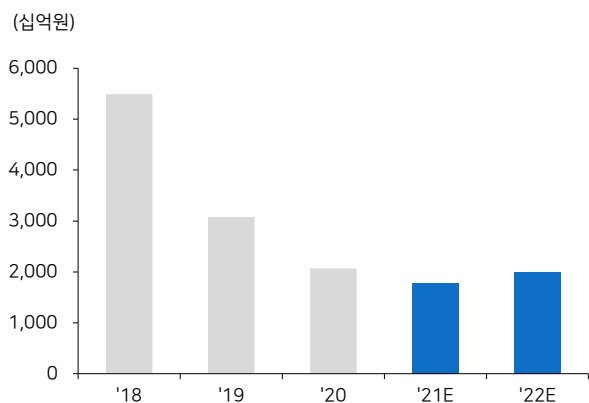
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림16 연간 건축·주택 원가율



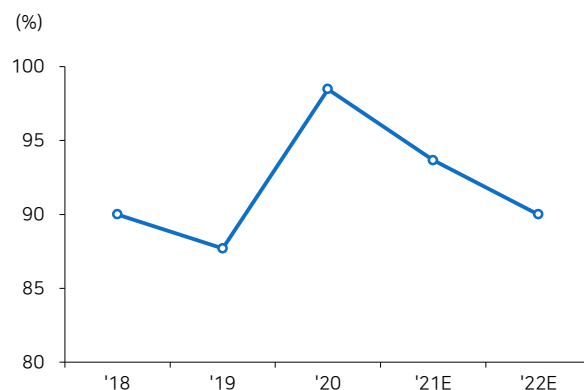
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림17 연간 해외 매출액



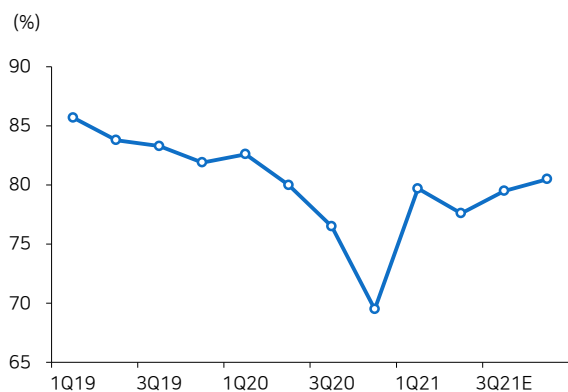
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림18 연간 해외 원가율



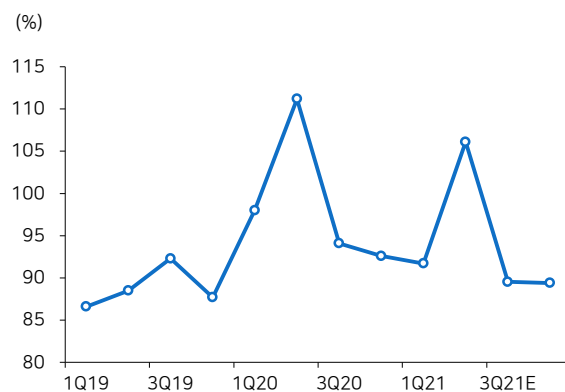
자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림19 분기별 건축·주택 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

그림20 분기별 해외 원가율



자료: GS건설, 메리츠증권 리서치센터

표4 GS건설 주요 해외 파이프라인

2021	▪ 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

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

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

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	2.7	2.7	2.7
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	9.7	7.0	5.7	4.9
PCR	2.3	2.3	4.0	3.5	3.2
PSR	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
PBR	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDA	901.7	910.3	974.1	1,158.1	1,251.4
EV/EBITDA	4.4	5.1	4.7	3.4	2.4
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 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	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

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-22.0	-10.6	
2021.06.02	산업분석	Buy	57,000	박형렬	-	-	