

GS건설(006360)

베트남 개발사업 가치 분석

8년만에 베트남 개발사업 재개

지난 9일, 베트남 언론에 따르면 호치민시 인민위원회는 GS건설에게 5월 말까지 냐베 부지 양도를 완료하기로 했다. 이로써 8년간 중단됐던 GS건설의 베트남 사업은 연말 착공이 가능해졌다. GS건설은 2004년부터 매입한 135만평의 베트남 부지를 보유하고 있으나 금융위기와 토지보상 지연으로 개발이 중단됐다. 드디어 올 연말, 투티엠 ‘3-11’(1.6억달러)과 냐베 ‘1-1’(1.5억달러) 착공을 시작으로 2032년 완공될 베트남 개발사업이 재개된다.[2016/5/11字 ‘베트남을 사자’ 참조].

2032년까지 진행될 개발사업 총 매출 7조~9조원으로 추정

GS건설의 베트남 개발은 3개 사업으로 나눠 진행된다. 1) 냐베신도시(106만평): 1.7만세대의 주택개발 예정지이며 자체투자로 부지를 확보했다. 2) 투티엠(1.2만평): 817세대의 고층 아파트를 분양할 계획이며 TBO 도로를 지어주는 대가로 받은 5개 부지 중 하나다. 3) 9군 미니신도시(28만평): 2020년 지하철 1호선 개통과 함께 6,500세대를 공급할 계획이다. 결국 총 2.5만세대를 공급하며 세대당 분양가를 2.0억~4.5억원으로 가정 시, 예상 매출은 6.9조~8.7조원이다. 2007년 대비 호치민 2군 지가는 5배 상승했다. 개발사업의 핵심은 토지 취득원가로, GS건설의 베트남 부지 취득가는 사업비의 8%에 불과한 것으로 추정돼 경쟁력이 높다.

베트남에서 창출할 순이익의 현재가치는 주당 10,700원

2032년까지 진행될 초대형 프로젝트라 많은 가정이 필요하다. 분양가는 2017년 대우건설이 분양한 하노이 스타레이크시티의 분양가와 유사하게, 건축비는 인프라를 함께 건설해야 하는 베트남 신도시 개발의 특성상 한국과 유사한 수준으로 산정했다. 이를 기반으로 프로젝트의 평균 영업이익률은 10~26%로 추정한다. 그간 불확실성이 커 밸류에이션에 반영되지 못했으나 이제 첫 삽을 뜨며 베트남 가치를 반영할 때다. 우리는 개발사업에서 창출할 순이익은 총 1.1조원, 현재가치로 환산 시 7,680억원, 주당가치 10,700원으로 추정했다. 베트남 사업 가치를 합산해 목표주가를 52,000원으로 33% 상향한다. 국내 주택시장의 쇠퇴기에도 불구하고, 베트남은 향후 10년간 GS건설에게 성장의 한 축이 될 것이다.

매수(유지)

목표주가: 52,000원(상향)

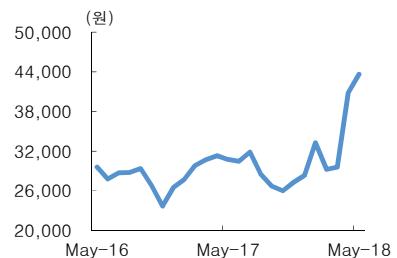
Stock Data

| | |
|-------------------|---------------|
| KOSPI(5/11) | 2,478 |
| 주가(5/11) | 43,600 |
| 시가총액(십억원) | 3,126 |
| 발행주식수(백만) | 72 |
| 52주 최고/최저가(원) | 43,600/25,750 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 20,634 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 66.2/13.2 |
| 주요주주(%) | 허창수 외 18 인 |
| | 28.7 |
| | 국민연금 |
| | 12.2 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|
| 절대주가(%) | 30.3 | 57.1 | 44.1 |
| KOSPI 대비(%p) | 29.0 | 59.7 | 36.2 |

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

베트남 개발사업 가치 분석

지난 9일, 베트남 현지 언론 베트남넷은 호치민시 인민위원회가 냐베신도시의 토지수용과 보상을 5월말까지 완료하고 GS건설에 부지를 양도한다고 보도했다. 이에 따라 8년간 중단됐던 GS건설의 베트남 개발사업이 가능해졌다. 2000년부터 추진했지만 금융위기와 토지수용 문제로 장기간 중단된 사업이다.

2005년 GS건설은 TBO 도로 건설의 대가로 부지를 받기로 했다. 베트남 최초의 외국인 Build-transfer방식이며 인프라 시공과 부동산 개발의 융합사업이다. TBO 도로는 2016년 준공돼 순차적으로 30만평에 달하는 5개소(투티엠, 9군, 리버사이드, 리버뷰, 그랜드코트) 부지를 이전받았다. 그랜드코트와 리버사이드는 2011년 매각했고 리버뷰는 2008년, 270세대의 아파트를 분양했는데 현재 월 임대료는 1,900~3,000달러다.

즉 GS건설은 현재 3개의 베트남 부지를 보유하고 있다. 1) 냐베신도시는 1.7만 세대의 주택개발 예정지다. 2) 투티엠은 1.2만평의 도심부지로 817세대의 고층 아파트를 분양할 계획이다. 3) 9군 미니신도시는 28만평으로 6,500세대를 공급 할 예정인데 2020년, 인근에 지하철 1호선이 개통된 이후에야 가능하다.

GS건설은 올 4분기 냐베와 투티엠부터 시작해 2032년까지 개발을 진행할 것이다. 우리는 분양가 가정에 따라 냐베 매출은 4.4조~6.1조원, 투티엠은 5,360억 ~6,180억원으로 추정한다. 착공시기가 미정인 9군 신도시는 1.9조원으로 추정, 총 사업 규모는 7조~9조원으로 추정한다. 영업이익률은 인프라나 상업용 건물 규모에 따라 다르지만 10~26%에 이를 전망이다. 가정은 다음과 같다.

〈표 1〉 베트남 개발사업 손익 추정

(단위: 십억원)

| | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 |
|-----------|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|----------|------|----------|------|------|------|------|
| 착공시기 | 투티엠 | 3-11 | 3-7 | 3-3 | | | | | | | | | | | | |
| | 나베 | 1-1 | 1-2 | 1-3 | 2-1 | 2-2 | 2-3 | 3-1 | 3-2 | 3-3, 4-1 | 4-2 | 4-3, 5-1 | 5-2 | 5-3 | | |
| | 9 군 | | | 9 군 | | | | | | | | | | | | |
| 매출 | 총계 | - | 512 | 1,292 | 2,497 | 2,233 | 1,617 | 737 | 737 | 737 | 412 | 412 | 412 | | | |
| 투티엠 | 1) 3-11 | | 264 | 616 | 880 | | | | | | | | | | | |
| 투티엠 | 2) 3-7 | | | 264 | 616 | 880 | | | | | | | | | | |
| 투티엠 | 3) 3-3 | | | | 264 | 616 | 880 | | | | | | | | | |
| | 나베 | | 248 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 | 412 |
| | 9 군 | | | | 325 | 325 | 325 | 325 | 325 | 325 | - | - | - | | | |
| 영업이익 | 총계 | | 64 | 143 | 272 | 249 | 197 | 122 | 122 | 122 | 68 | 68 | 68 | | | |
| 투티엠 | | | 22 | 75 | 150 | 127 | 75 | - | - | - | - | - | - | | | |
| 나베 | | | 41 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | 68 | | | |
| 9 군 | | | | | 54 | 54 | 54 | 54 | 54 | 54 | - | - | - | | | |
| 순이익 | | | 44 | 100 | 190 | 175 | 138 | 86 | 86 | 86 | 48 | 48 | 48 | | | |
| 순이익 NPV | | | 42 | 88 | 155 | 133 | 98 | 57 | 53 | 50 | 26 | 24 | 23 | | | |
| NPV Total | | | 749 | | | | | | | | | | | | | |

자료: 한국투자증권

2017년 분양한 대우건설의 하노이 아파트의 평균 분양가가 평당 1천만원이었다는 점, 베트남의 주력 면적이 120~140㎡이며 신도시에 아파트와 빌라가 혼재돼 공급됨을 감안해 초고층으로 지어질 투티엠의 세대당 분양가는 3.5억~4.5억원,

냐베신도시는 2억~3억원으로 단순 가정했다. 건축원가는 한국 주거시설 수준으로 비교적 높은 비용을 가정했다. 베트남 신도시의 주거시설 개발 시, 수도와 인근 도로 등 인프라 시설이 같이 공급해야 인허가가 가능하기 때문이다.

2018년 4분기, 투티엠의 레지던스 3개 블록 중 1개(3~11블록, 318세대)와 나베 신도시 1단계 중 첫번째 블록(1~1, 359세대) 분양으로 개발사업이 시작된다. 투티엠 3~11블록은 1.6억달러 규모로 3년간 매출이 인식되며 나베 1~1블록은 1.5억달러 규모의 빌라사업이라 1년에 걸쳐 매출 인식이 완료된다.

원활히 진행된다면 2019년부터 매출이 발생해 peak인 2021년부터 연 1조원대 매출이 인식된다. 개발사업의 핵심은 토지 취득이다. GS건설은 2004년부터 부지를 확보해 TBO 도로건설의 대가로 받는 투티엠과 9군의 토지 취득가는 3,600 억원, 나베는 1,920억원으로 추정된다. 토지비가 사업비의 8%에 불과한 것이다.

〈표 2〉 투티엠 사업 손익 시나리오 분석

(단위: 십억원)

| 세대당 분양가 | 1) Worst | 2) Base | 3) Best | 근거 |
|---------|----------|---------|---------|-------------------------------|
| | 0.35 | 0.40 | 0.45 | |
| 주거분양 매출 | 286 | 327 | 368 | 평균 분양가 평당 1,000~1,200 만원 가정 |
| 상업시설 매출 | 250 | 250 | 250 | |
| 총 매출 | 536 | 577 | 618 | |
| 건축비 | 110 | 110 | 110 | \$2,300/3.3 m ² 가정 |
| 토지 취득원가 | 360 | 360 | 360 | BTO 도로 건설비용 |
| 판관비 | 14 | 16 | 18 | 주거매출의 5% 가정 |
| 영업이익 | 52 | 91 | 129 | |
| 영업이익률 | 9.6% | 15.7% | 20.9% | |

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 나베 사업 손익 시나리오 분석

(단위: 십억원)

| 세대당 분양가 | 1) Worst | 2) Base | 3) Best | 근거 |
|-----------|----------|---------|---------|--|
| | 0.20 | 0.25 | 0.30 | |
| 주거분양 매출 | 3,400 | 4,250 | 5,100 | 세대당 평균 2~3 억원 가정 |
| 상업시설 매출 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | |
| 총 매출 | 4,400 | 5,250 | 6,100 | |
| 건축비 | 3,525 | 3,525 | 3,525 | \$3,000/3.3 m ² 가정(신도시 인프라) |
| 토지 취득원가 | 192 | 192 | 192 | |
| 판관비/인허가비용 | 396 | 472.5 | 549 | 총 매출의 8% 가정 |
| 영업이익 | 288 | 1,061 | 1,835 | |
| 영업이익률 | 6.5% | 20.2% | 30.1% | |

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 GS건설의 베트남 개발사업 요약

(단위: 세대, 십억원)

| 프로젝트 | 1) Worst | 2) Base | 3) Best | 세대수 | 면적 | 내용 |
|-------------|----------|----------|----------|--------|-----------|------------------------------|
| | 총 매출 | 총 매출 (2) | 총 매출 (3) | | | |
| 나베 | 4,400 | 5,250 | 6,100 | 17,000 | 1,055,725 | 외국인 직접투자 방식으로 2004년부터 매입, 확보 |
| BT | 2,486 | 2,527 | 2,568 | 7,575 | 295,041 | 도로공사 대가로 5개 지역 개발권 획득 |
| (1+2+3+4+5) | 536 | 577 | 618 | 817 | 12,167 | 초고층 아파트/상업용 건물 분양 |
| 1) 투티엠 | | | | | | |
| 2) 9 군 | 1,950 | 1,950 | 1,950 | 6,500 | 277,668 | 19,500 명 수용 |
| 총계 | 6,886 | 7,777 | 8,668 | 24,575 | 1,345,560 | |
| 완료 사업 | 3) 리버사이드 | | | 8,173 | | 토지 매각 |
| | 4) 그랜드코트 | | | 5,427 | | 토지 매각 |
| | 5) 리버뷰 | 516 | | 258 | 5,206 | 2008년 초고층 아파트 분양 완료 |

자료: 한국투자증권

GS건설의 베트남 사업은 2018년 4분기 시작되지만 본격 매출은 2020년부터라는 점, 인도기준으로 이익이 인식될 가능성이 높다는 점에서 2018~2019년 이익에 미치는 영향은 미미하다. 따라서 GS건설의 목표주가는 기존 이익 추정을 기반으로 PBR 0.8배를 적용한 주당 39,000원의 영업가치에 베트남 개발사업 가치 7,680억원을 주당 10,700원으로 환산해 합산한 52,000원으로 상향한다.

〈표 5〉 실적 추정

(단위: 십억원)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18P | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,701 | 2,994 | 2,820 | 3,164 | 3,127 | 3,001 | 2,609 | 3,219 | 11,036 | 11,680 | 11,957 | 11,336 |
| % YoY | 2.3 | 10.6 | 9.5 | 1.6 | 15.8 | 0.2 | (7.5) | 1.7 | 4.4 | 5.8 | 2.4 | (5.2) |
| 토목 | 292 | 344 | 290 | 372 | 270 | 318 | 265 | 244 | 1,383 | 1,298 | 1,096 | 977 |
| 플랜트 | 684 | 759 | 679 | 805 | 991 | 671 | 566 | 823 | 4,108 | 2,927 | 3,051 | 2,410 |
| 전력 | 155 | 185 | 241 | 148 | 129 | 132 | 132 | 94 | 663 | 728 | 487 | 541 |
| 건축/주택 | 1,550 | 1,685 | 1,591 | 1,819 | 1,716 | 1,865 | 1,632 | 2,040 | 4,814 | 6,646 | 7,254 | 7,337 |
| (국내) | 1,870 | 2,079 | 1,990 | 2,082 | 1,839 | 2,287 | 1,988 | 2,195 | 6,067 | 8,021 | 8,310 | 8,087 |
| (해외) | 831 | 915 | 830 | 1,082 | 1,288 | 714 | 621 | 1,024 | 4,969 | 3,659 | 3,648 | 3,248 |
| 기타 | 20 | 21 | 19 | 20 | 21 | 15 | 15 | 19 | 68 | 81 | 70 | 70 |
| 매출원가율(%) | 94.2 | 93.7 | 91.3 | 93.3 | 83.9 | 88.9 | 89.1 | 91.7 | 95.4 | 93.1 | 88.4 | 91.3 |
| 토목 | 93.5 | 92.9 | 98.3 | 100.9 | 92.4 | 100.0 | 97.0 | 107.2 | 95.5 | 96.5 | 99.0 | 99.0 |
| 플랜트 | 123.2 | 112.3 | 104.1 | 106.9 | 79.7 | 98.0 | 99.0 | 100.8 | 107.2 | 111.4 | 93.0 | 99.0 |
| 전력 | 106.1 | 111.4 | 85.1 | 124.2 | 93.7 | 100.0 | 100.0 | 108.7 | 102.5 | 104.2 | 100.0 | 100.0 |
| 건축/주택 | 80.4 | 83.4 | 85.4 | 83.3 | 84.1 | 83.0 | 83.5 | 85.2 | 84.7 | 83.1 | 84.0 | 87.0 |
| (국내) | 82.9 | 86.8 | 85.7 | 83.3 | 85.0 | 86.0 | 86.0 | 88.7 | 88.0 | 84.7 | 86.5 | 87.0 |
| (해외) | 119.5 | 109.3 | 104.5 | 112.6 | 82.3 | 98.4 | 99.1 | 97.9 | 104.1 | 111.5 | 92.7 | 101.9 |
| 기타 | 90.1 | 103.8 | 95.3 | 93.5 | 91.6 | 91.0 | 91.0 | 102.8 | 71.7 | 95.8 | 95.0 | 95.0 |
| 판관비 | 98 | 103 | 175 | 108 | 114 | 125 | 150 | 111 | 365 | 484 | 500 | 510 |
| 판관비율(%) | 3.6 | 3.4 | 6.2 | 3.4 | 3.7 | 4.2 | 5.7 | 3.4 | 3.3 | 4.1 | 4.2 | 4.5 |
| 영업이익 | 59 | 86 | 71 | 103 | 390 | 207 | 134 | 158 | 143 | 319 | 889 | 481 |
| 영업이익률(%) | 2.2 | 2.9 | 2.5 | 3.3 | 12.5 | 6.9 | 5.1 | 4.9 | 1.3 | 2.7 | 7.4 | 4.2 |
| 세전이익 | (78) | 19 | (4) | (96) | 311 | 157 | 84 | 108 | 21 | (160) | 661 | 312 |
| 순이익 | (67) | 11 | (8) | (88) | 209 | 39 | 21 | 231 | (20) | (164) | 501 | 237 |
| 지배주주순이익 | (68) | 10 | (10) | (89) | 207 | 39 | 21 | 231 | (26) | (168) | 501 | 237 |

자료: 한국투자증권

〈표 6〉 목표주가 산정 내역

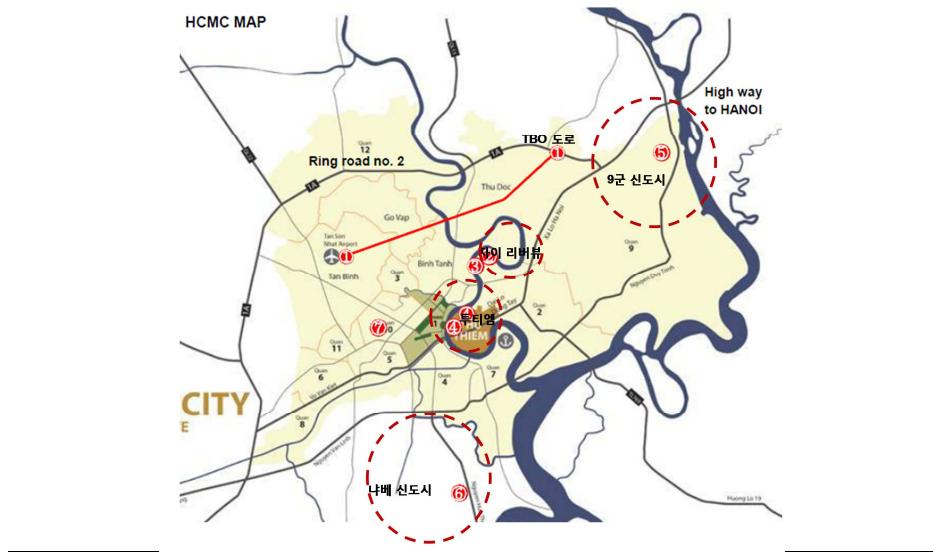
(단위: 원, 배)

| 항목 | 값 | 비고 |
|----------------|--------|-----------------------------|
| 기준 BPS | 52,464 | 2018년 기준 |
| 지속 가능한 ROE | 6.2% | 2018년 환입 영향 감안해 2019년 수치 사용 |
| Cost of equity | 7.8% | |
| 적정 PBR | 0.8 | |
| 영업가치 ① | 42,000 | |
| 베트남 사업 가치 ② | 10,500 | |
| 목표주가 ①+② | 52,500 | |

자료: 한국투자증권

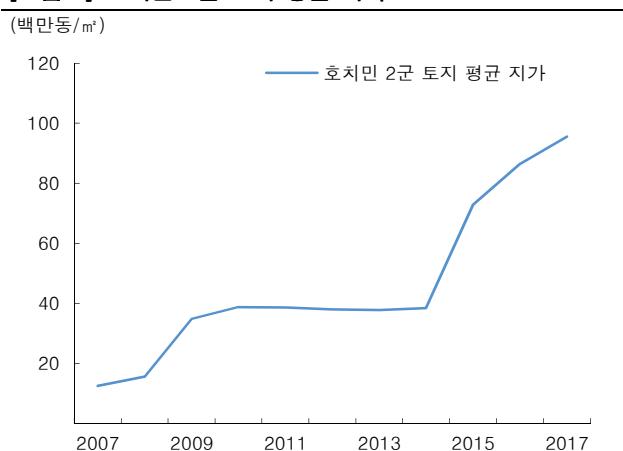
호치민의 주택가격은 2015년부터 오름세다. 중상류층 주택가격의 평균 매매가는 2015년 2,010달러/ m^2 에서 2017년 2,355달러/ m^2 로 2008년 고점을 넘어섰다. 2017년 가장 상승폭이 커 30% 이상 상승했고 2018년 1분기에도 추가로 20% 이상 상승한 것으로 추정된다. GS건설이 2012년 완공한 자이리버뷰의 분양가도 2,100~2,300달러/ m^2 였다. 2007년 대비 현재 하노이 지가는 Hoan Kiem군 기준 2배, 호치민 지가는 2군 기준 5배 상승한 상태다. 즉 GS건설의 베트남 부지 장부가는 총 5,520억원인데 최소 1조원의 가치로 환산된다는 의미다.

[그림 1] GS건설의 베트남 개발 부지



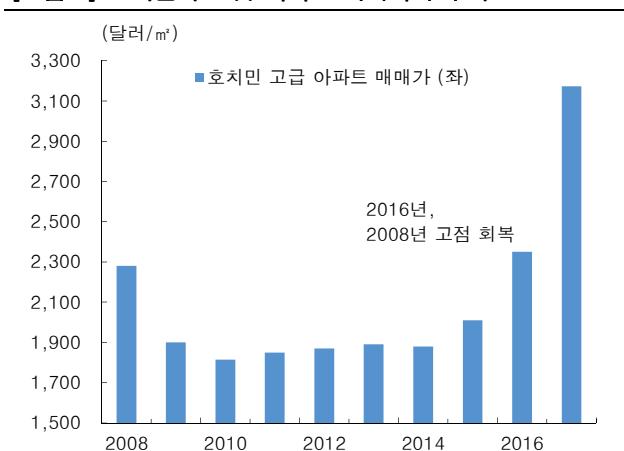
자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 2] 호치민 2군 토지 평균 지가



자료: CBRE, 한국투자증권

[그림 3] 호치민시 고급 아파트 매매가격 추이



자료: CBRE, 한국투자증권

우리는 ‘베트남을 사자, 신도시를 사자(2016/5/11字)’에서 베트남 부동산 시장을 전망한 바 있다. 당시는 베트남 부동산 upcycle의 초입기였고 지금은 본격 궤도에 진입한 상태다. GS건설의 사업여건이 더욱 좋아졌음을 의미한다. 해당 사업을 부지 별로 update했다.

1. 투티엠

투티엠 신도시(200만평)는 푸미홍에서 15분 거리의 신도시다. 베트남 정부는 투티엠에 2.7만세대, 총 14.5만명을 수용하기 위해 4개 다리와 지하철 2호선 등 인프리를 조성하고 있다. 푸미홍은 호치민 시내 중심에서 15분거리에 위치하며 외국기업에 의해 최초로 개발된 110만평 규모의 신도시였다. 투티엠은 푸미홍에 이어 향후 호치민의 새로운 부도심 역할을 할 신도시로 입지가 매우 양호하다. GS건설은 이 중 1.2만평의 부지를 확보하고 있으며 3개 블록(3-11, 3-7, 3-3)으로 나눠 1년 간격으로 순차적으로 착공할 예정이다. 이 중 첫번째인 3-11 블록이 연말 착공된다.

[그림 4] 투티엠 프로젝트 부지



자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 5] 2008년 분양한 Xi Riverview – 2군 사이공 강변



자료: GS건설, 한국투자증권

2. 냐베

њabe 신도시 사업은 105만평에 1.7만가구의 주택을 공급하는 사업이며 일반 외국인 투자 프로젝트다. 2004년 말 GS건설은 호치민 인민위원회와 MOU를 체결하고 호치민 중심부에서 10km 거리에 위치한 njabe 부지의 50년 부지 사용권을 확보했다(1년 연장 가능).

њabe 신도시의 위치는 최대 신도시인 푸미홍에서 35분 거리이며 자족기능을 갖춘 계획 신도시를 목표로 한다는 점에서 한국의 분당과 유사하다. 2008년 계획 초안은 용적률 230%였으나 최근 370%로 높여, 허용 층수도 18층에서 25층으로 늘어났다. 이에 따라 공급 세대수도 203세대 이상 늘어난 것으로 파악된다. 올 4분기 1-1단계를 시작으로 2~3년 간격으로 5단계까지 순차적으로 착공, 2032년 완공할 계획이다. 1-1단계 분양은 359세대 빌라부터 시작하며, 1-2단계는 662세대, 1-3단계는 2,446세대로 각각 2020년, 2021년에 착공한다.

[그림 6] 나베 신도시 계획 – 5개 블록



자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 7] 나베 신도시 계획

(만평, 세대)

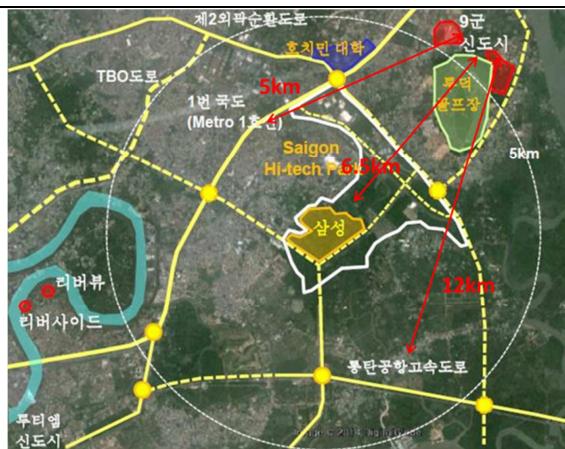
| 구분 | 면적 | 세대수 | 사업시기 |
|------|-----|--------|-----------|
| 1 단계 | 20 | 3,485 | 2018~2022 |
| 1-1 | 6 | 359 | 2018~2019 |
| 1-2 | 7 | 662 | 2020 |
| 1-3 | 7 | 2,464 | 2021 |
| 2 단계 | 15 | 1,678 | 2021~2024 |
| 3 단계 | 16 | 2,877 | 2023~2027 |
| 4 단계 | 24 | 2,732 | 2025~2028 |
| 5 단계 | 30 | 6,271 | 2027~2032 |
| 합 계 | 105 | 17,043 | |

자료: GS건설, 한국투자증권

3. 9군 미니신도시

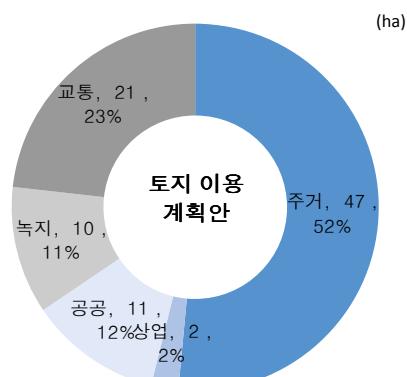
마지막으로 개발될 부지는 9군 미니신도시다. 28만평에 6,500세대를 조성하며 구체적 착공 시기는 미정이다. 지하철 1호선 개통시기가 2020년으로 지연되며 이 시기 착공이 예상된다. 인근에 삼성전자와 LG전자 공장이 입주해 수요가 탄탄하다. 9군 미니신도시 개발은 베트남 제조업 발전과 궤를 같이 한다.

[그림 8] 9군 미니신도시 부지 현황



자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 9] 9군 미니신도시의 토지 계획안



자료: GS건설, 한국투자증권

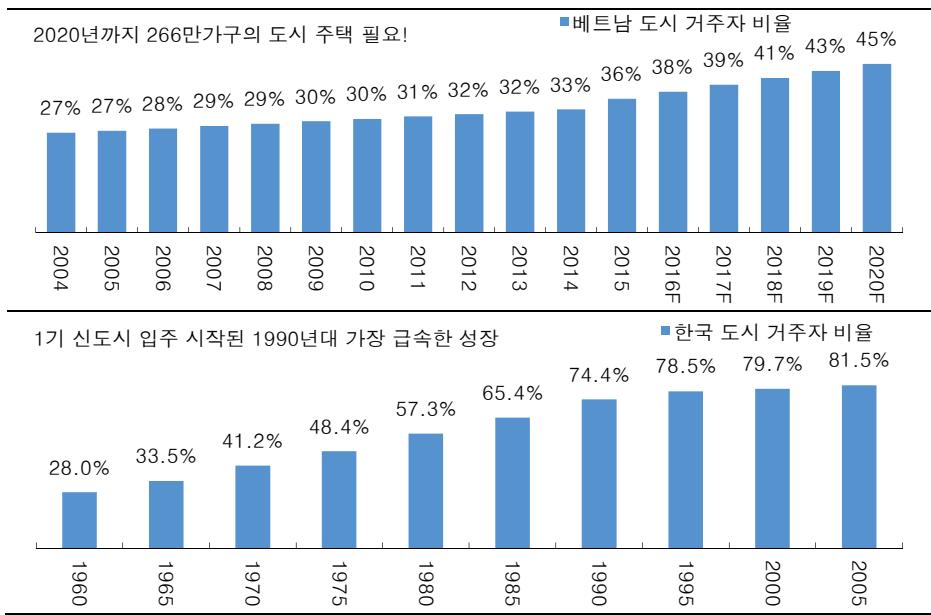
1989년 분당 vs 2018년 호치민 신도시

우리는 지금의 베트남이 분당을 비롯, 1기 신도시를 짓던 한국의 1989년과 유사하다고 판단한다. 1989년 한국토지공사는 1기 신도시 건설을 시작해 1991년 분당을 시작으로 입주가 시작됐다. 분당은 594만평 부지에 9.8만세대를 수용할 계획이었고 지금은 19만세대에 50만명의 거주 도시로 성장했다. 1기 신도시 건설의 배경은 심각한 주택 부족이었다. 택지부족과 주택 건설의 채산성 악화로 주택 수요는 팽창하는 반면 공급은 부진해 주택가격이 급등했다. 1988년 9월부터 1989년 초까지 강남 아파트 가격이 50% 오르는 기현상이 나타났다.

정부의 대응책은 1기 신도시였다. 1989년 분당 거주민 1.2만명 중 2/3는 농업/공장 근로자였고 계획면적의 70%가 논과 밭이었다. 분당은 강남과 인접한데다 경부고속도로에서 가까워 서울 외곽의 대규모 개발 가능지 중 1시간 내 출퇴근이 가능한 20~25km 지역이었다. 1989년 1기 신도시 건설이 시작돼 1996년까지 7년간 분당, 일산, 평촌, 산본, 중동 등 1,500만평 부지에 117만명을 수용할 5개 신도시가 지어졌다. 분당과 일산은 자족적 도시 형성이 가능하게 계획됐는데 베트남 호치민시의 ‘나베’가 이와 유사하게 성장할 것이다.

베트남의 도시화 속도가 빠르다. 지난 10년간 도시 인구는 연평균 3.5% 증가했고 2003~2013년 900만명이 도시로 이주했다. 베트남 정부는 ‘2020년 도시개발계획’ 발표를 통해 현재 35.7%인 도시화 비율을 2020년 45%로 높일 계획이다. 2015년 도시면적 3,400km²에서 2020년 4,600km²로 35% 확대함으로써 2020년 도시 인구는 2015년 대비 32% 증가한 4,400만명에 도달, 베트남 인구의 45%를 차지할 전망이다. 세대원수를 4명으로 가정하면 2020년까지 266만채의 아파트와 빌라 등 도시 주택이 필요하며 사업규모는 532조원으로 환산된다.

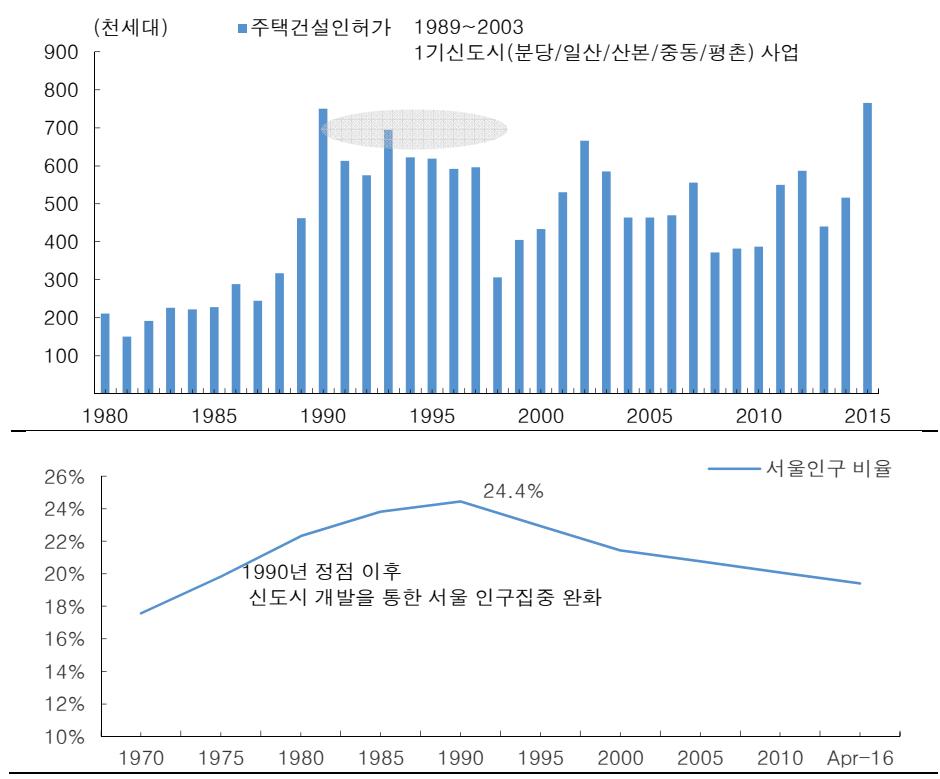
[그림 10] 베트남과 한국의 도시화율(도시 거주자율)



자료: 통계청, GSO, 한국투자증권

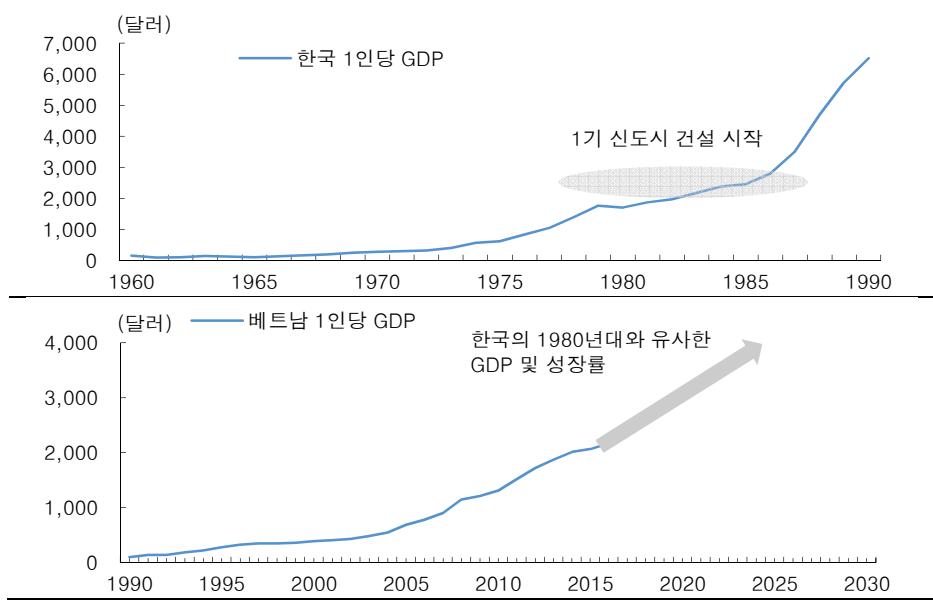
지금 베트남에 왜 신도시가 필요한가. 베트남의 인당 GDP는 2016년 2,171달러로 아파트가 주요 주거문화로 급속히 확산되던 1980년대 한국 수준이다. 1975~2005년 한국의 주거 유형 중 아파트 비중은 무려 51.1%p 상승했는데 1기 신도시가 입주했던 1995~2000년, 폭발적으로 늘었다. 1990년 인구의 24.4%가 서울에 집중된 과밀화 현상이 1기 신도시가 1989~2003년 집중 추진되며 1995년부터 완화되었다. 이 시기 건설업종 지수는 역대 최대폭으로 올랐다.

[그림 11] 분당 신도시 건설 시기 한국의 주택공급량



자료: 통계청, 한국투자증권

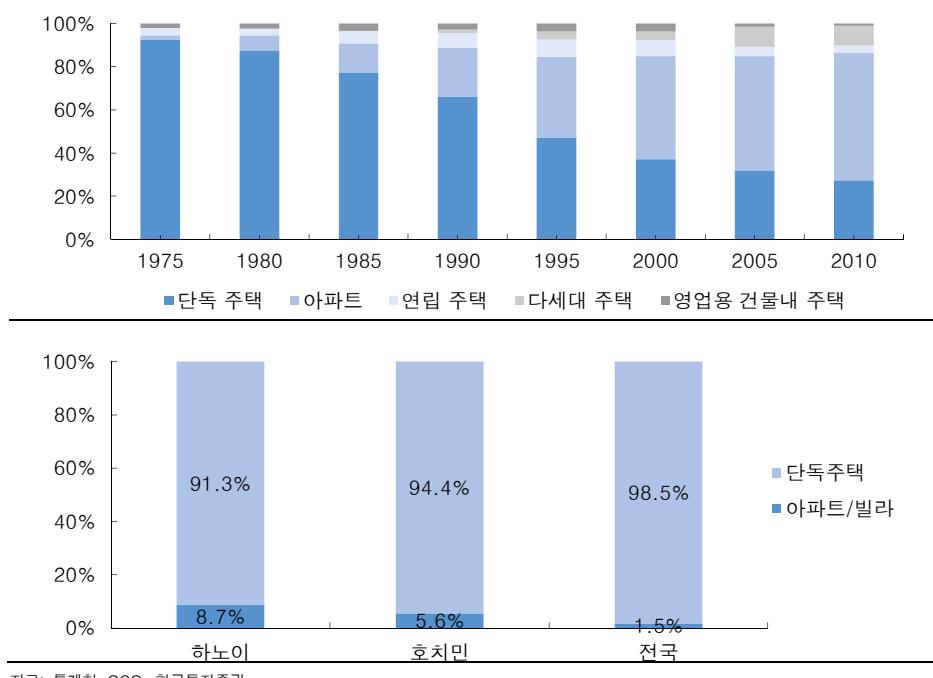
[그림 12] 베트남과 한국의 인당 GDP



자료: Bloomberg, World Bank, 한국투자증권

한국의 경제성장이 가능했던 데는 1기 신도시의 역할이 컸다. 베트남도 경제 성장으로 중산층이 확대되며 도시의 주택수요가 증가하고 있다. 베트남도 호치민과 하노이의 인구 집중을 완화하기 위해서는 핵심 도시에 인접하면서도 자족기능이 가능한 신도시가 필요하고 신도시는 베트남 경제 성장의 중추적 역할을 하게 될 것이다. 베트남 정부가 부동산 시장에 외국인 투자를 개방한 이유다.

[그림 13] 한국과 베트남의 주거 유형 비교



자료: 통계청, GSO, 한국투자증권

뜨거운 베트남

베트남은 2017년부터 외국인이 가장 선호하는 부동산 투자처로, 경제성장과 개혁, 과감한 시장 개혁으로 호치민과 하노이 등 주요 도시의 부동산 시장 열기가 뜨겁다. 일례로 나트랑 도심의 부동산 가격은 2017년에만 2배 급등하기도 했다.

베트남의 부동산 개발은 2005년 외국인 직접투자(FDI)가 늘며 시작됐다. 그러나 2008년 금융위기로 부동산 시장은 조정기에 진입했고 당시 GS건설의 개발사업도 중단됐다. 2009년 부동산 소득세율 규제(기준 10%에서 25%로 인상)를 신호탄으로 부동산 시장은 가파르게 하락했다. 2011년 호치민과 하노이 부동산 가격은 30% 이상 폭락했다. 이때부터 베트남 당국은 경제성장을 위해 부동산 시장을 살리는 동시에, 투기를 막기 위한 대대적 개혁과 개방 조치를 시작했다. 베트남자산관리공사(VAMC)는 부실자산 매입 등 시장 리스크 축소에 주력했다.

베트남 부동산 시장이 다시 회복세에 진입한 것은 2015년부터다. 베트남 정부가 주택법을 개정해 외국인의 부동산 매입을 허용한 것이 분기점이었다. 모든 외국인은 베트남 주택을 구입할 수 있게 됐고, 기존 주택 외에도 분양주택은 공급물량의 30%까지 외국인의 매입이 허용됐다. 참고로 사회주의 국가인 베트남은 중국과 마찬가지로 개인의 부동산 소유를 인정하지 않아, 외국인은 50년간 부동산 사용권을 매입하게 되며 1회 연장된다.

당분간 베트남 부동산 시장의 열기가 지속될 전망이다. 우선 경제가 안정적 성장을 유지하고 있다. 세계은행은 베트남이 2019년까지 6% 이상 GDP 성장률을 이어갈 것으로 전망하고 있다. 베트남의 젊은 인구구조도 중요하다. 15~54세 인구가 총 인구의 63%를 차지하며 20~34세 청년층이 특히 많다. 주택 실수요가 높은 수준을 유지할 것이라는 의미다.

물론 2018년 들어 우려도 제기되고 있다. 호치민 2군과 9군 등 대도시 중심이던 베트남의 부동산 열풍이 전국으로 확산되고 있다. 특히 호치민시 주변 남부 지역의 상승이 두드러진다. 나트랑 도심의 부동산 가격은 2017년에만 2배 급등하는 이상 현상으로 베트남 정부는 규제를 도입하고 있다. 베트남 재무부는 지난 4월 특별 기자회견을 열고 2020년부터 모든 택지와 건축비 3,300만원 이상 주택에 대해 연 0.3~0.4%의 재산세 신설계획을 발표했다.

기회가 큰 만큼 리스크도 감안해야 하는 시기다. 그러나 모든 개발사업의 핵심은 토지 취득원가이며 경쟁력 있는 분양가다. 예상 사업비에 토지 취득원가가 8%에 불과한 GS건설의 베트남 개발사업의 경쟁력은 높아진 상태다. 2004년부터 준비한 개발사업은 향후 10년간 성장의 한 축이 될 것이다.

기업개요

GS계열에 속해있는 종합건설업체. 주요 사업은 정유&가스, 석유화학 분야의 플랜트 사업, 복합화력/화력, 열병합, 원자력 분야의 발전사업, 수처리, 폐기물 처리 분야의 환경사업, 아파트 브랜드 '자이'를 중심으로 한 주택신축판매사업, 토목과 건축사업, 해외종합건설업 등. 자회사로는 이지빌, 자이서비스, 지에스텍, 지씨에스플러스, 비에스엠, 지에스오엔엠, 상락푸드 등이 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 9,737 | 9,582 | 9,684 | 9,180 | 8,504 |
| 현금성자산 | 2,356 | 2,442 | 2,391 | 2,267 | 2,100 |
| 매출채권및기타채권 | 4,791 | 4,689 | 4,783 | 4,534 | 4,200 |
| 재고자산 | 825 | 1,091 | 1,117 | 1,059 | 981 |
| 비유동자산 | 3,640 | 4,114 | 4,162 | 3,967 | 3,708 |
| 투자자산 | 958 | 992 | 1,015 | 963 | 892 |
| 유형자산 | 978 | 898 | 869 | 845 | 816 |
| 무형자산 | 194 | 209 | 214 | 203 | 188 |
| 자산총계 | 13,377 | 13,697 | 13,846 | 13,147 | 12,212 |
| 유동부채 | 7,225 | 8,581 | 8,539 | 7,680 | 6,559 |
| 매입채무및기타채무 | 4,250 | 4,677 | 3,416 | 3,239 | 3,000 |
| 단기차입금및단기사채 | 1,027 | 1,831 | 1,681 | 1,681 | 1,671 |
| 유동성장기부채 | 671 | 1,142 | 1,109 | 1,009 | 959 |
| 비유동부채 | 2,798 | 1,876 | 1,548 | 1,455 | 1,396 |
| 사채 | 534 | 265 | 65 | 65 | 65 |
| 장기차입금및금융부채 | 1,286 | 753 | 605 | 557 | 560 |
| 부채총계 | 10,023 | 10,457 | 10,088 | 9,134 | 7,955 |
| 지배주주지분 | 3,279 | 3,167 | 3,686 | 3,940 | 4,185 |
| 자본금 | 355 | 358 | 358 | 358 | 358 |
| 자본잉여금 | 611 | 627 | 627 | 627 | 627 |
| 기타자본 | (87) | (87) | (87) | (87) | (87) |
| 이익잉여금 | 2,504 | 2,334 | 2,814 | 3,030 | 3,236 |
| 비지배주주지분 | 74 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| 자본총계 | 3,353 | 3,240 | 3,758 | 4,012 | 4,257 |

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 11,036 | 11,679 | 11,957 | 11,336 | 10,501 |
| 매출원가 | 10,547 | 10,876 | 10,569 | 10,344 | 9,533 |
| 매출총이익 | 488 | 803 | 1,389 | 991 | 969 |
| 판매관리비 | 345 | 485 | 500 | 510 | 510 |
| 영업이익 | 143 | 319 | 889 | 481 | 459 |
| 금융수익 | 292 | 289 | 39 | 38 | 38 |
| 이자수익 | 45 | 44 | 39 | 38 | 38 |
| 금융비용 | 388 | 305 | 150 | 140 | 130 |
| 이자비용 | 127 | 191 | 150 | 140 | 130 |
| 기타영업외손익 | (28) | (457) | (120) | (70) | (70) |
| 관계기업관련손익 | 3 | (6) | 3 | 3 | 3 |
| 세전계속사업이익 | 21 | (161) | 661 | 312 | 300 |
| 법인세비용 | 42 | 3 | 160 | 76 | 73 |
| 연결당기순이익 | (20) | (164) | 501 | 237 | 227 |
| 지배주주지분순이익 | (26) | (168) | 501 | 237 | 227 |
| 기타포괄이익 | 29 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 총포괄이익 | 8 | (125) | 539 | 275 | 266 |
| 지배주주지분포괄이익 | (3) | (124) | 539 | 275 | 266 |
| EBITDA | 211 | 376 | 945 | 535 | 507 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 81 | (205) | 583 | (60) | (274) |
| 당기순이익 | (20) | (164) | 501 | 237 | 227 |
| 유형자산감가상각비 | 58 | 47 | 45 | 44 | 38 |
| 무형자산상각비 | 10 | 10 | 11 | 10 | 9 |
| 자산부채변동 | (172) | (573) | 17 | (321) | (510) |
| 기타 | 205 | 475 | 9 | (30) | (38) |
| 투자활동현금흐름 | (249) | 14 | (44) | 142 | 198 |
| 유형자산투자 | (79) | (21) | (32) | (35) | (25) |
| 유형자산매각 | 5 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 투자자산순증 | (159) | (78) | 18 | 94 | 113 |
| 무형자산순증 | (14) | (5) | (16) | 1 | 6 |
| 기타 | (2) | 103 | (29) | 67 | 89 |
| 재무활동현금흐름 | 78 | 300 | (590) | (207) | (91) |
| 자본의증가 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 0 | 0 | (569) | (186) | (70) |
| 배당금지급 | (1) | (1) | (21) | (21) | (21) |
| 기타 | 79 | 300 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 17 | (22) | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | (72) | 86 | (51) | (124) | (167) |

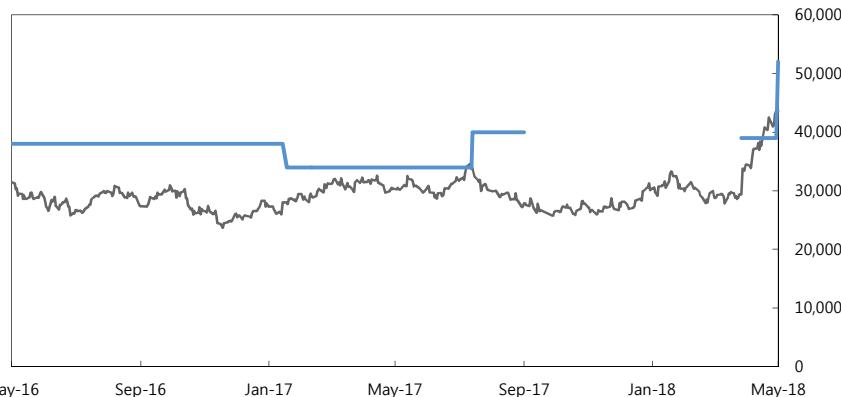
주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (394) | (2,431) | 7,128 | 3,369 | 3,233 |
| BPS | 47,247 | 45,246 | 52,464 | 56,011 | 59,424 |
| DPS | 0 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 성장성(%), YoY | | | | | |
| 매출증가율 | 4.4 | 5.8 | 2.4 | (5.2) | (7.4) |
| 영업이익증가율 | 17.1 | 122.9 | 178.9 | (45.8) | (4.7) |
| 순이익증가율 | NM | NM | NM | (52.7) | (4.0) |
| EPS증가율 | NM | NM | NM | (52.7) | (4.0) |
| EBITDA증가율 | 2.5 | 78.3 | 151.4 | (43.4) | (5.3) |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 1.3 | 2.7 | 7.4 | 4.2 | 4.4 |
| 순이익률 | (0.2) | (1.4) | 4.2 | 2.1 | 2.2 |
| EBITDA Margin | 1.9 | 3.2 | 7.9 | 4.7 | 4.8 |
| ROA | (0.2) | (1.2) | 3.6 | 1.8 | 1.8 |
| ROE | (0.8) | (5.2) | 14.6 | 6.2 | 5.6 |
| 배당수익률 | — | 1.1 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 배당성향 | NM | NM | 4.2 | 8.9 | 9.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 728 | 1,267 | 602 | 596 | 729 |
| 차입금/자본총계비율(%) | 108.6 | 125.9 | 89.7 | 80.3 | 74.3 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | NM | NM | 6.1 | 12.9 | 13.5 |
| PBR | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 12.4 | 8.8 | 3.9 | 6.9 | 7.6 |

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과거율 | |
|--------------|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| GS건설(006360) | 2016.05.10 | 매수 | 38,000원 | -26.6 | -17.1 |
| | 2017.01.30 | 매수 | 34,000원 | -9.9 | 1.8 |
| | 2017.07.26 | 매수 | 40,000원 | -25.7 | -17.5 |
| | 2017.09.14 | 중립 | - | - | - |
| | 2018.04.08 | 매수 | 39,000원 | -3.2 | 11.8 |
| | 2018.05.13 | 매수 | 52,000원 | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 13일 현재 GS건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

| 매수 | 중립 | 비중축소(매도) |
|-------|-------|----------|
| 80.3% | 19.2% | 0.5% |

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.