

GS건설 (006360)

건설



Ki-ryong Kim

+822 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (I)
목표주가	63,000원 (I)
현재주가 (7/11)	45,700원
상승여력	38%

시가총액	33,902억원
총발행주식수	76,705,406주
60일 평균 거래대금	488억원
60일 평균 거래량	1,108,973주
52주 고	51,600원
52주 저	25,750원
외인지분율	16.93%
주요주주	허창수 외 18 인 27.69%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.9)	36.6	41.5
상대	4.1	46.4	48.6
절대(달러환산)	(7.7)	30.1	45.4

강력한 모멘텀을 갖추다

하반기, 해외 모멘텀 부각

2018년 상반기 기준, 해외 수주 금액은 2분기 탄자니아 교량 1,370억원과 사우디 라빅 증액 2,000억원 등으로 약 1.0조원(해외 수주 가이던스 3.1조원) 수준을 기록할 것으로 예상된다. 태국 타이오일 CFP(50억불, 컨소시엄)을 비롯해 알제리 소나트랙 정유공장(총 40억불, 컨소시엄), UAE 가솔린 & 아로마틱(40억불, 단독) 등 하반기 다수의 대형 입찰 건 발표가 예정되어 있어 수주 모멘텀은 하반기에 보다 확대 될 전망이다. 2018년 말, 총 사업규모 10조원 수준으로 알려진 베트남 부지 개발(나베, 투티엠, 9군, 총 135만평)에 대한 시범 사업 착공 예정(나베 1.5억불, 뚜띠엠 1.6억불)으로 해외 개발사업에 대한 모멘텀 역시 긍정적이다.

강력한 이익 턴어라운드 모멘텀

2Q18 실적은 매출액 3.06조원(+2.3%, YoY), 영업이익 2,034억원(+136.6%, YoY)으로 높아진 시장 예상치에 부합할 것으로 추정한다. 국내 주택부문은 15년~17년 총 8.4만 세대 분양 현장 매출화, 연간 2.0~3.0만 세대 수준의 꾸준한 분양(건축/주택 수주잔고 26조원) 성과를 기반으로 안정적인 실적 기여가 예상된다. 사우디 PP-12(2018년 준공 목표)를 제외한 해외 현안 Project 준공과 관련 미청구 공사 Risk 감소로 1분기에 이어 해외부문의 손실 축소를 예상한다. 2018년 연간 영업이익은 전년 대비 202.5% 증가한 9,640억원으로 창사 이래 최대 실적을 기록할 것으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원으로 커버리지 개시. 당사 최선호주 추천

GS건설에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 63,000원으로 커버리지 개시하며 당사 최선호주 의견을 제시한다. 목표주가는 SOTP(Sum-Of-The-Parts)를 적용하여 12개월 선행 세후영업이익에 PER 9x(국내 EPC社 평균에 해외 턴어라운드를 감안하여 10% 할증)를 적용하여 산출하였다. 13년부터 시작된 대규모 해외 적자 구조 탈피, 하반기 수주 모멘텀 및 베트남 개발 시범 사업 등으로 현 주가에서 업사이드 요인은 충분하다는 판단이다. 2018년, 큰 폭의 이익 성장과 함께 작년 재개된 배당(주당 300원) 기대감도 유효할 전망이다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	30,627	2.3	-2.1	31,017	-1.3
영업이익	2,034	136.6	-47.8	2,113	-3.8
세전계속사업이익	1,642	792.2	-47.2	1,603	2.4
지배순이익	1,191	1,279.3	-42.4	1,371	-13.1
영업이익률 (%)	6.6	+3.7 %pt	-5.9 %pt	6.8	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	+3.6 %pt	-2.7 %pt	4.4	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	110,356	116,795	122,986	124,689
영업이익	1,430	3,187	9,503	8,122
지배순이익	-258	-1,684	4,929	4,425
PER	-75.1	-12.4	6.9	7.7
PBR	0.6	0.6	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.4	8.9	4.1	4.2
ROE	-0.8	-5.2	15.2	12.6

자료: 유안타증권

GS 건설 2Q18 Preview

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,994	2,820	3,164	3,127	3,063	2.3%	-2.1%	3,102	-1.3%
영업이익	86	71	103	390	203	136.6%	-47.8%	211	-3.8%
세전이익	18	-4	-97	311	164	792.2%	-47.2%	160	2.4%
지배주주순이익	9	-10	-99	207	119	1279.3%	-42.4%	137	-13.1%
영업이익률	2.9%	2.5%	3.2%	12.5%	6.6%				
세전이익률	0.6%	-0.1%	-3.1%	9.9%	5.4%				
지배주주순이익률	0.3%	-0.4%	-3.1%	6.6%	3.9%				

자료: 유안타증권 리서치센터

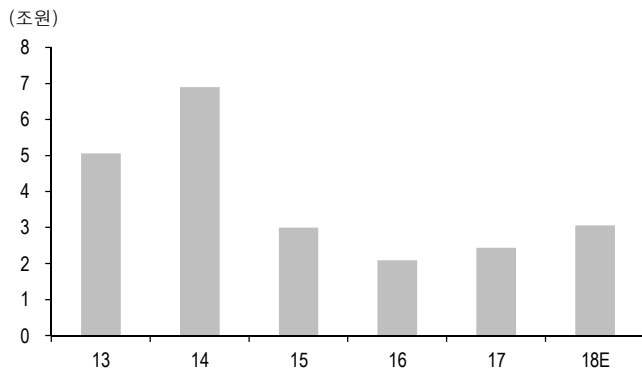
GS 건설 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	2,701	2,994	2,820	3,164	11,679	3,127	3,063	2,877	3,232	12,299	12,469
- 토목	292	344	290	372	1,298	270	312	279	337	1,198	1,149
- 건축/주택	1,550	1,685	1,591	1,819	6,645	1,716	1,780	1,674	1,837	7,007	7,041
- 플랜트	684	759	679	805	2,927	991	784	746	855	3,376	3,456
- 전력	155	185	241	148	729	129	166	158	182	636	738
- 기타	20	21	19	20	80	21	21	19	20	82	86
% 원가율	94.2%	93.7%	91.3%	93.3%	93.1%	83.9%	89.8%	90.3%	90.6%	88.6%	89.9%
- 토목	93.5%	92.9%	98.3%	100.8%	96.5%	92.4%	96.2%	95.8%	95.5%	95.1%	95.1%
- 건축/주택	80.4%	83.4%	85.4%	83.3%	83.2%	84.1%	84.7%	84.8%	85.2%	84.7%	84.9%
- 플랜트	123.2%	112.3%	104.1%	106.9%	111.5%	79.7%	96.8%	98.8%	98.2%	92.6%	96.6%
- 전력	106.1%	111.4%	85.1%	124.2%	104.2%	93.7%	98.8%	98.2%	99.2%	97.7%	97.4%
- 기타	90.1%	103.8%	95.3%	94.3%	95.2%	91.6%	98.8%	95.2%	95.5%	95.3%	95.0%
매출총이익	157	189	246	211	803	504	311	279	305	1,399	1,263
- 토목	19	24	5	-3	45	21	12	12	15	59	56
- 건축/주택	304	280	232	304	1,120	273	272	254	272	1,072	1,065
- 플랜트	-159	-93	-28	-56	-335	201	25	9	15	251	118
- 전력	-9	-21	36	-36	-30	8	2	3	1	14	20
- 기타	2	-1	1	1	3	2	0	1	1	4	4
판관비	98	103	175	109	485	114	108	117	110	449	451
% 판관비율	3.6%	3.4%	6.2%	3.4%	4.1%	3.6%	3.5%	4.1%	3.4%	3.6%	3.6%
영업이익	59	86	71	103	319	390	203	162	195	950	812
영업이익률	2.2%	2.9%	2.5%	3.2%	2.7%	12.5%	6.6%	5.6%	6.0%	7.7%	6.5%

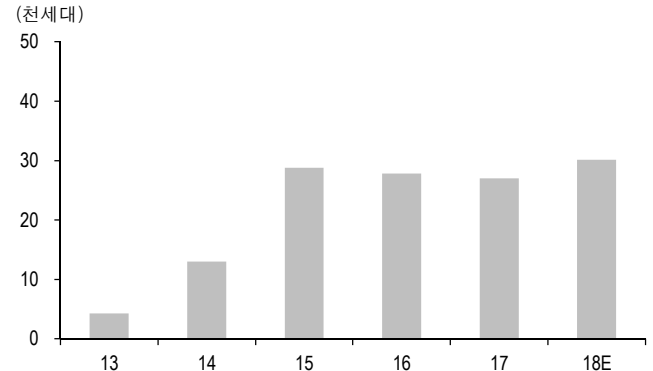
자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 연간 해외 수주 및 가이드스



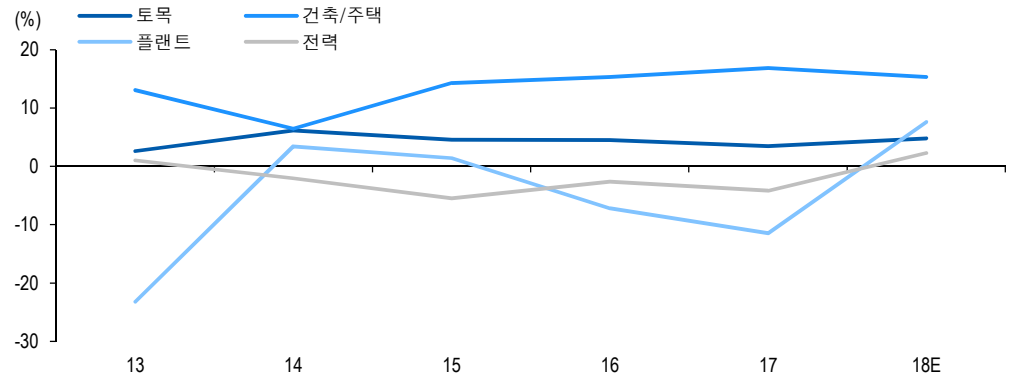
자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 연간 분양 실적 및 계획



자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 사업부문별 매출총이익률 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

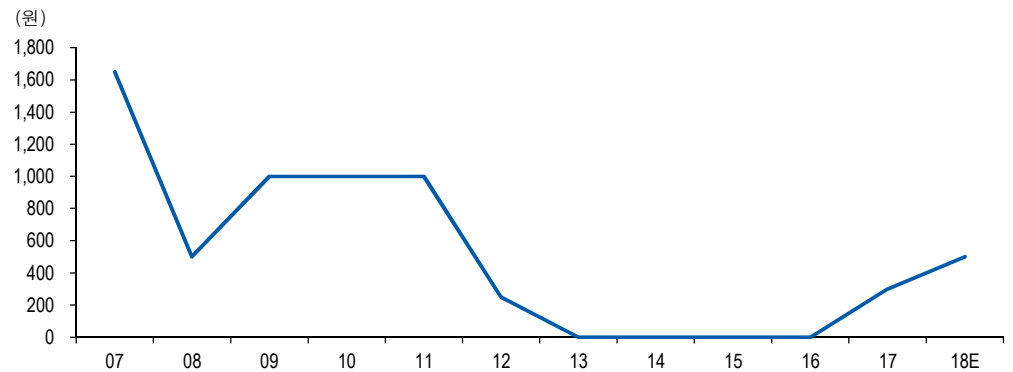
GS 건설 전환사채 요약

(단위: 천주)

18년 상반기 기준, 발행주식수	사채	잔여 전환사채금액 (백만원)	전환가액 (원)	전환가능주식수	만기 (YYYY.MM.DD)	합계
	국내	159,801	28,829	5,543	2021.03.12	
	해외	171,319	33,409	5,128	2021.07.14	
74,183				10,671		84,854

자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 DPS 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	4,924	
- 12개월 NOPLAT (연결)	547	12M 선행 영업이익, 법인세율 28% 적용
- PER(Multiple)	9	
2. 자산가치 (비영업가치)	895	
2-1) 관계기업투자	41	30% 할인
- 관계회사지분증권	59	
2-2) 매도가능금융자산	173	30% 할인
- SOC 지분증권 외	246	
2-3) 투자부동산	616	30% 할인
- 투자부동산	880	
2-4) 자사주	66	
3. 순차입금	487	1Q19 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	5,333	
- 발행주식수	84,854,009	전환사채 전량 전환 가정
목표주가	63,000	반올림 적용
현재주가	45,700	7월 11일 종가 기준
Upside	37.9%	

자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 (006360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	110,356	116,795	122,986	124,689	126,553
매출원가	105,474	108,761	108,997	112,060	113,787
매출총이익	4,882	8,033	13,989	12,629	12,767
판매비	3,453	4,847	4,486	4,507	4,596
영업이익	1,430	3,187	9,503	8,122	8,171
EBITDA	2,108	3,758	10,096	8,735	8,791
영업외손익	-1,216	-4,794	-2,412	-1,968	-1,577
외환관련손익	227	-1,588	-880	-447	-447
이자손익	-816	-1,472	-1,288	-1,010	-828
관계기업관련손익	30	-61	45	45	45
기타	-657	-1,673	-289	-556	-347
법인세비용차감전순이익	213	-1,607	7,092	6,154	6,594
법인세비용	418	29	2,122	1,662	1,780
계속사업순이익	-204	-1,637	4,969	4,493	4,814
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-204	-1,637	4,969	4,493	4,814
지배지분순이익	-258	-1,684	4,929	4,425	4,718
포괄손익	82	-1,250	5,507	5,031	5,352
지배지분포괄이익	-29	-1,238	5,456	4,955	5,245

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	97,365	95,823	84,938	86,534	88,552
현금및현금성자산	23,563	24,423	17,970	18,622	19,185
매출채권 및 기타채권	47,909	46,891	44,615	45,404	46,690
재고자산	8,253	10,907	11,160	11,314	11,484
비유동자산	36,401	41,143	42,130	41,829	41,718
유형자산	9,781	8,975	9,218	9,424	9,614
관계기업 등 자본관련자산	576	444	1,065	1,260	1,455
기타투자자산	9,006	9,473	8,941	8,780	8,648
자산총계	133,766	136,966	127,068	128,363	130,270
유동부채	72,250	85,813	76,522	74,318	72,092
매입채무 및 기타채무	42,496	46,765	46,721	47,884	48,129
단기차입금	10,271	16,835	12,218	11,418	9,918
유동성장기부채	6,706	11,420	7,208	4,520	3,550
비유동부채	27,984	18,756	16,659	16,097	15,876
장기차입금	12,018	6,669	4,272	3,672	3,502
사채	5,340	2,651	2,632	2,632	2,632
부채총계	100,234	104,569	93,181	90,415	87,968
지배지분	32,788	31,673	33,093	37,155	41,509
자본금	3,550	3,584	3,709	3,709	3,709
자본잉여금	6,109	6,272	6,276	6,276	6,276
이익잉여금	25,042	23,343	24,096	28,158	32,511
비지배지분	744	724	793	793	793
자본총계	33,532	32,397	33,886	37,948	42,302
순차입금	6,018	11,788	6,549	1,609	-1,744
총차입금	35,172	39,912	28,801	24,514	21,724

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	812	-2,055	11,124	8,815	7,963
당기순이익	-204	-1,637	4,969	4,493	4,814
감가상각비	579	470	481	502	518
외환손익	-633	1,183	744	447	447
종속, 관계기업 관련손익	-30	61	-45	-45	-45
자산부채의 증감	-1,719	-5,726	2,355	1,799	619
기타현금흐름	2,820	3,594	2,619	1,618	1,610
투자활동 현금흐름	-2,487	135	-1,760	-579	-779
투자자산	-1,294	-750	-564	-150	-150
유형자산 증가 (CAPEX)	-791	-208	-720	-720	-720
유형자산 감소	45	155	12	12	12
기타현금흐름	-447	939	-488	279	79
재무활동 현금흐름	782	3,000	-9,061	-1,963	-1,515
단기차입금	0	0	-200	-800	-1,500
사채 및 장기차입금	0	0	220	-3,288	-1,140
자본	0	0	124	0	0
현금배당	-8	-7	-218	-371	-371
기타현금흐름	790	3,007	-8,987	2,496	1,496
연결범위변동 등 기타	170	-220	-6,755	-5,621	-5,106
현금의 증감	-723	860	-6,453	652	563
기초 현금	24,286	23,563	24,423	17,970	18,622
기말 현금	23,563	24,423	17,970	18,622	19,185
NOPLAT	1,430	3,245	9,503	8,122	8,171
FCF	-3,200	-2,118	8,888	7,622	6,485

자료: 유안타증권

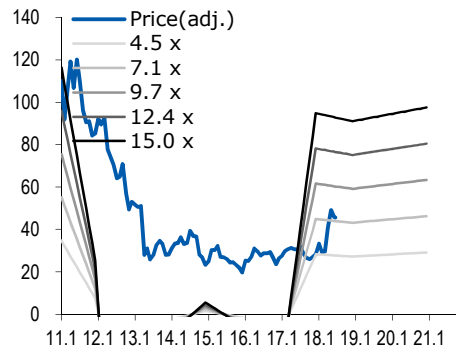
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	-363	-2,359	6,644	5,965	6,359
BPS	47,136	45,095	45,493	51,076	57,061
EBITDAPS	2,968	5,264	13,610	11,775	11,851
SPS	155,431	163,602	165,788	168,083	170,596
DPS	0	300	500	500	500
PER	-75.1	-12.4	6.9	7.7	7.2
PBR	0.6	0.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.4	8.9	4.1	4.2	3.7
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	4.4	5.8	5.3	1.4	1.5
영업이익 증가율 (%)	17.1	122.9	198.2	-14.5	0.6
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-10.2	6.6
매출총이익률 (%)	4.4	6.9	11.4	10.1	10.1
영업이익률 (%)	1.3	2.7	7.7	6.5	6.5
자배순이익률 (%)	-0.2	-1.4	4.0	3.5	3.7
EBITDA 마진 (%)	1.9	3.2	8.2	7.0	6.9
ROIC	-5.0	13.1	31.0	30.9	30.2
ROA	-0.2	-1.2	3.7	3.5	3.6
ROE	-0.8	-5.2	15.2	12.6	12.0
부채비율 (%)	298.9	322.8	275.0	238.3	208.0
순차입금/자기자본 (%)	18.4	37.2	19.8	4.3	-4.2
영업이익/금융비용 (배)	1.1	1.7	5.3	5.3	6.0

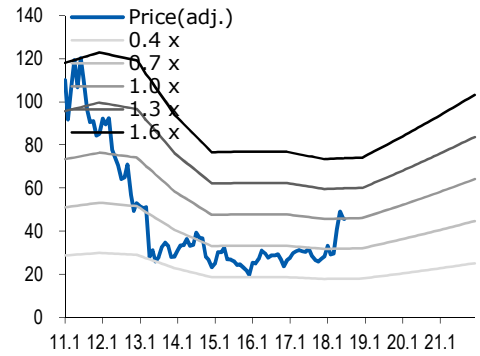
P/E band chart

(천원)

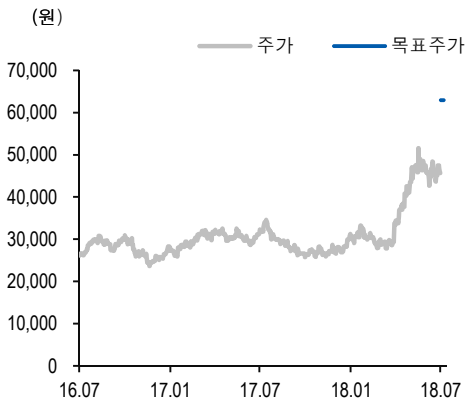


P/B band chart

(천원)



GS 건설 (006360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-12	BUY	63,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.3
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

