

GS건설 (006360)

건설

김기용



02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	63,000원 (M)
현재주가 (8/27)	47,950원
상승여력	31%

시가총액	37,485억원
총발행주식수	78,174,403주
60일 평균 거래대금	361억원
60일 평균 거래량	791,919주
52주 고	51,600원
52주 저	25,750원
외인지분율	22.79%
주요주주	허창수 외 18 인 26.32%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	11.1	4.5	63.1
상대	10.9	11.8	68.7
절대(달러환산)	11.6	1.1	65.2

변화하는 기업가치

본격적인 해외 수주 회복 기대

2018년 4분기를 기점으로 본격적인 해외 수주[상반기 1.0조원/연간 가이던스 3.1조원] 회복이 예상된다. 올해 하반기를 기점으로 주요 Target Project인 알제리 소나트랙 정유공장(25억불, +페트로팩)을 비롯해 UAE GAP(30억불, 단독), 인도네시아 발리파판 정유공장(총 40억불), 롯데케미칼 타이탄 NCC(총 40억불) 등 대형 현장에서 의미있는 수주 성과가 예상된다. 연내 수주를 목표하는 사우디 턴 어라운드 Project(약 3억불, 단독)는 사우디 Rabigh, UAE RRW 화재복구 공정 경험을 활용한 가동중인 플랜트 유지/보수 공정으로 향후 관련 공사 물량 확보에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

국내외 주택 사업 역량 발휘

총 10조원의 사업 규모로 알려진 베트남 개발 Project(해당 부지 규모 135만평, 평당 약 740만원 매출 규모)의 시범사업은 예정대로 진행될 전망이다. 호치민 3개 부지 중 투티엠과 나베 신도시에 각각 약 300세대 규모의 빌라와 아파트 착공 예정으로 하반기 사전청약 절차 이후 보다 구체적인 향후 일정 확인이 가능할 전망이다. 현재, 추정 실적에 미반영된 베트남 개발가치의 점진적인 구체화가 향후 동사의 추가적인 모멘텀이 될 전망이다. 2018년 국내 주택부문 분양 계획은 일부 단지 분양 지연으로 약 2.5만 세대(8월 누계 1.0만 세대 분양 완료)가 예상되나, 역으로 2019년에는 전년대비 소폭 증가한 3.0만 세대 분양 성과 달성도 가능할 전망이다. 현재 보유중인 수주잔고 감안 시(2Q18 건축/주택 수주잔고 26.1조원) 향후에도 현 수준의(연간 2.5~3.0만 세대) 분양 계획은 유효할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 63,000원. 당사 최선호주 의견 유지

주요 해외 현안 Project 준공에 따른 이익 성장(사우디 PP-12 4분기 준공 예정), 연간 2.5만 세대 규모 국내 주택 입주 Cycle 도래에 따른 현금흐름 개선으로 GS건설 기업가치 역시 한 단계 level-up 될 전망이다. 총 20조원 규모의 GS그룹 투자 계획과 더불어 안정적인 그룹사 물량 확보(연간 1.5~2.0조원 수준), 전년 재개한 배당 기대감 역시 긍정적이다. 잔여 전환사채(희석률 8.5%) 전환에 따른 단기적인 수급 부담 상존하나, 최근 양호한 주가 흐름 및 전환사채 희석 효과를 감안해도 현 주가에서의 상승 여력은 충분하다는 판단이다. 현 주가는 12개월 선행 PER 기준 8.1x에 해당한다. 건설 업종 내 당사 최선호주 의견을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	26,748	-5.2	-25.3	30,165	-11.3
영업이익	1,721	141.9	-21.5	1,924	-10.5
세전계속사업이익	1,327	흑전	-30.0	1,440	-7.9
지배순이익	960	흑전	-33.2	1,039	-7.6
영업이익률 (%)	6.4	+3.9 %pt	+0.3 %pt	6.4	0
지배순이익률 (%)	3.6	흑전	-0.4 %pt	3.4	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	110,356	116,795	123,984	129,108
영업이익	1,430	3,187	9,854	8,468
지배순이익	-258	-1,684	5,347	4,806
PER	-75.1	-12.4	7.0	7.8
PBR	0.6	0.7	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.4	8.9	4.2	4.3
ROE	-0.8	-5.2	16.3	13.2

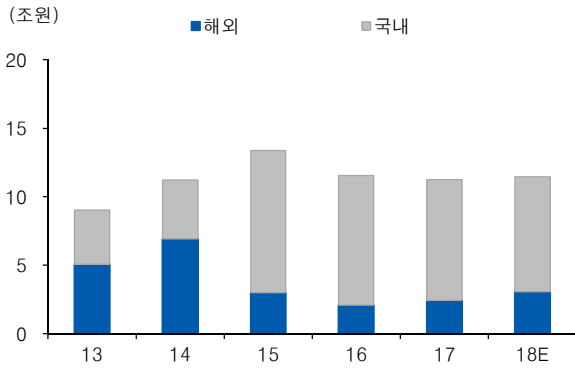
자료: 유안타증권

GS 건설 주요 해외 Target Project 요약

지역/국가	공종	Project	규모 (억달러)	전체 규모(억달러)	지분율	수주 예상시기
사우디	플랜트	턴어라운드	3.0	3.0	100%	2018년 4분기
투르크메니스탄	플랜트	D-WAX	3.0	3.0	100%	2018년 4분기
알제리	플랜트	HMD	12.5	25.0	50%	2018년 4분기
UAE	플랜트	가솔린 &아로마틱	30.0	30.0	100%	2019년 상반기
인도네시아	플랜트	발리파판	미정	40.0	미정	2019년 상반기
인도네시아	플랜트	타이탄 NCC	미정	40.0	미정	2019년 상반기

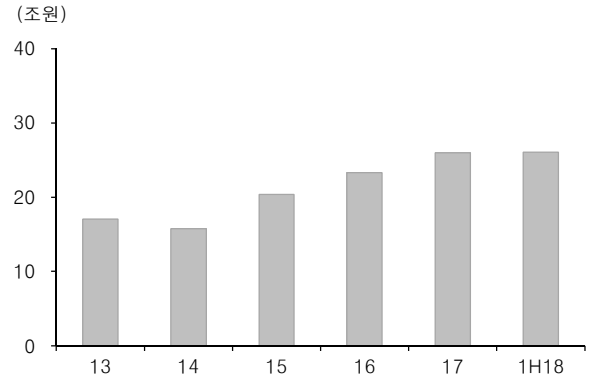
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 신규수주 추이 및 가이던스



자료: 유안타증권 리서치센터

연간 건축/주택 수주잔고 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 베트남 개발사업 요약

지역	면적	면적 (만평)	사업내용
투티엠	40,222 m²	1.2	New town (4,875 Units)
9군 신도시	91.8 ha	27.8	New Urban (17,000 units)
냐베 신도시	349 ha	105.6	Residential, Comm & Office 등
합 계		134.6	

자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

GS 그룹 투자 계획 요약 [에너지/유통/건설 부문에 향후 5년간 20조원 투자 계획 언급]

분야	금액	해당 회사	세부내용
에너지	14조원	GS 칼텍스	전남 여수 제2공장 인근 약 43만㎡ 부지에 연간 에틸렌 70만톤, 폴리에틸렌 50만톤 생산 가능한 올레핀 생산시설 투자
		GS 에너지	친환경 분산형 전원(집단에너지 분야), 안양 열병합 발전소 증설 공사/보령 LNG 터미널 추가 탱크 건설 및 설비 현대화 추진(GS 파워)
		GS EPS	바이오매스, 풍력 및 ESS(에너지저장장치)
		GS E&R	신규풍력단지 개발(3단계 약 40MW), 태양광 및 연계형 ESS 중심 재생에너지 사업 확대
유통	4조원	GS 리테일	편의점 GS25의 베트남 진출 및 GS 수퍼마켓 국내외 사업 확대 추진
		GS 홈쇼핑	투자 범위 확대 및 물류 혁신 위한 인프라 구축 집중
건설	2조원	GS 건설	글로벌 경쟁력 강화 위해 개발·운영 사업 확대 및 플랜트 기획 제안형 사업에 집중 투자. 남북경협 TF 구성, 미래 투자에 대비
		GS 글로벌	원유, 석탄 등 원료 생산부터 판매, 발전사업까지 에너지 전 분야 아우르는 벨류 체인 구축. 평택 및 당진항 배후 단지 조성사업 등 신성장동력 활용

자료: 언론자료, 유안타증권 리서치센터

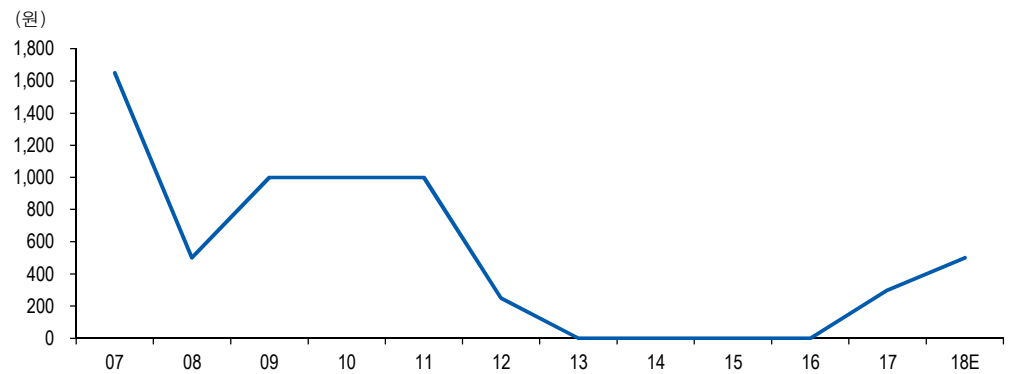
GS 건설 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	2019E
매출액	2,701	2,994	2,820	3,164	11,679	3,127	3,582	2,675	3,014	12,398	12,911
- 토목	292	344	290	372	1,298	270	317	276	335	1,198	1,149
- 건축/주택	1,550	1,685	1,591	1,819	6,645	1,716	1,984	1,606	1,869	7,175	7,492
- 플랜트	684	759	679	805	2,927	991	1,126	623	636	3,376	3,503
- 전력	155	185	241	148	729	129	136	151	152	568	682
- 기타	20	21	19	20	80	21	19	20	22	82	86
% 원가율	94.2%	93.7%	91.3%	93.3%	93.1%	83.9%	90.7%	90.0%	89.8%	88.6%	90.0%
- 토목	93.5%	92.9%	98.3%	100.8%	96.5%	92.4%	89.6%	92.8%	92.2%	91.7%	93.2%
- 건축/주택	80.4%	83.4%	85.4%	83.3%	83.2%	84.1%	88.0%	86.8%	86.6%	86.4%	86.5%
- 플랜트	123.2%	112.3%	104.1%	106.9%	111.5%	79.7%	94.9%	95.2%	95.5%	90.6%	94.8%
- 전력	106.1%	111.4%	85.1%	124.2%	104.2%	93.7%	95.9%	96.5%	99.2%	96.4%	97.1%
- 기타	90.1%	103.8%	95.3%	94.3%	95.2%	91.6%	113.7%	98.8%	98.5%	100.3%	97.5%
매출총이익	157	189	246	211	802	504	331	267	307	1,409	1,292
- 토목	19	24	5	-3	45	21	33	20	26	99	78
- 건축/주택	304	280	232	304	1,120	273	238	212	250	973	1,011
- 플랜트	-159	-93	-28	-56	-335	201	57	30	29	317	181
- 전력	-9	-21	36	-36	-30	8	6	5	1	20	20
- 기타	2	-1	1	1	3	2	-3	0	0	-1	2
판관비	98	103	175	109	485	114	113	95	102	424	445
% 판관비율	3.6%	3.4%	6.2%	3.4%	4.1%	3.6%	3.1%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%
영업이익	59	86	71	102	318	391	218	172	204	985	847
영업이익률	2.2%	2.9%	2.5%	3.2%	2.7%	12.5%	6.1%	6.4%	6.8%	7.9%	6.6%

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	5,097	
- 12개월 NOPLAT (연결)	566	12M 선행 영업이익, 법인세율 28% 적용
- PER(Multiple)	9	
2. 자산가치 (비영업가치)	900	
2-1) 관계기업투자	43	30% 할인
- 관계회사지분증권	61	
2-2) 매도가능금융자산	176	30% 할인
- SOC 지분증권 외	251	
2-3) 투자부동산	612	30% 할인
- 투자부동산	875	
2-4) 자사주	69	
3. 순차입금	582	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	5,416	
- 발행주식수	84,854,009	전환사채 전량 전환 가정(+6,679,606주)
목표주가	63,000	
현재주가	47,950	8월 27일 종가 기준
Upside	31.4%	

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	123,984	129,108	130,306
매출원가	105,474	108,761	109,889	116,190	117,123
매출총이익	4,882	8,033	14,095	12,919	13,183
판매비	3,453	4,847	4,240	4,450	4,476
영업이익	1,430	3,187	9,854	8,468	8,706
EBITDA	2,108	3,758	10,392	9,039	9,289
영업외손익	-1,216	-4,794	-2,300	-1,692	-1,452
외환관련손익	227	-1,588	-509	-604	-604
이자손익	-816	-1,472	-920	-672	-507
관계기업관련손익	30	-61	68	68	68
기타	-657	-1,673	-940	-484	-410
법인세비용차감전순이익	213	-1,607	7,554	6,776	7,254
법인세비용	418	29	2,156	1,897	2,031
계속사업순이익	-204	-1,637	5,398	4,879	5,223
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-204	-1,637	5,398	4,879	5,223
지배지분순이익	-258	-1,684	5,347	4,806	5,119
포괄손익	82	-1,250	4,874	4,355	4,699
지배지분포괄이익	-29	-1,238	4,843	4,289	4,605

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	86,813	88,580	91,626
현금및현금성자산	23,563	24,423	20,242	20,564	21,797
매출채권 및 기타채권	47,909	46,891	45,080	45,692	46,993
재고자산	8,253	10,907	10,394	11,227	11,739
비유동자산	36,401	41,143	42,423	41,883	41,628
유형자산	9,781	8,975	8,737	8,686	8,663
관계기업 등 자본관련자산	576	444	659	877	1,146
기타투자자산	9,006	9,473	9,417	9,247	9,109
자산총계	133,766	136,966	129,236	130,464	133,253
유동부채	72,250	85,813	78,698	76,121	74,403
매입채무 및 기타채무	42,496	46,765	47,952	49,145	49,897
단기차입금	10,271	16,835	12,264	11,464	9,964
유동성장기부채	6,706	11,420	8,610	5,520	4,550
비유동부채	27,984	18,756	15,657	15,039	14,812
장기차입금	12,018	6,669	5,005	4,405	4,235
사채	5,340	2,651	999	999	999
부채총계	100,234	104,569	94,354	91,160	89,215
지배지분	32,788	31,673	34,075	38,497	43,232
자본금	3,550	3,584	3,909	3,909	3,909
자본잉여금	6,109	6,272	7,594	7,594	7,594
이익잉여금	25,042	23,343	24,508	28,930	33,665
비지배지분	744	724	806	806	806
자본총계	33,532	32,397	34,881	39,304	44,039
순차입금	6,018	11,788	5,703	691	-3,331
총차입금	35,172	39,912	29,535	24,846	22,056

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	812	-2,055	13,314	14,071	13,824
당기순이익	-204	-1,637	5,398	4,879	5,223
감가상각비	579	470	427	461	481
외환손익	-633	1,183	183	604	604
종속, 관계기업 관련손익	-30	61	-68	-68	-68
자산부채의 증감	-1,719	-5,726	4,566	5,837	5,233
기타현금흐름	2,820	3,594	2,808	2,359	2,351
투자활동 현금흐름	-2,487	135	-2,027	-1,789	-2,089
투자자산	-1,294	-750	-72	-150	-200
유형자산 증가 (CAPEX)	-791	-208	-453	-633	-683
유형자산 감소	45	155	223	223	223
기타현금흐름	-447	939	-1,726	-1,230	-1,430
재무활동 현금흐름	782	3,000	-10,115	-2,389	-1,539
단기차입금	0	0	-300	-800	-1,500
사채 및 장기차입금	0	0	240	-3,690	-1,140
자본	0	0	50	0	0
현금배당	-8	-7	-218	-391	-391
기타현금흐름	790	3,007	-9,887	2,492	1,492
연결범위변동 등 기타	170	-220	-5,354	-9,570	-8,964
현금의 증감	-723	860	-4,181	323	1,232
기초 현금	24,286	23,563	24,423	20,242	20,564
기말 현금	23,563	24,423	20,242	20,564	21,797
NOPLAT	1,430	3,245	9,854	8,468	8,706
FCF	-3,200	-2,118	11,693	11,872	11,402

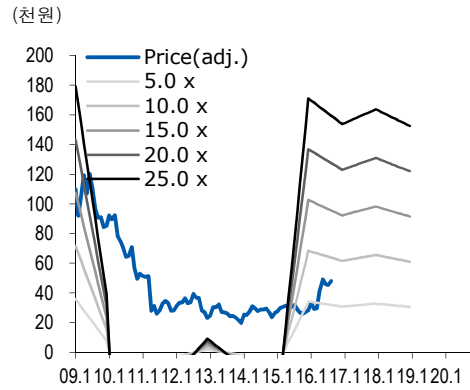
자료: 유안타증권

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

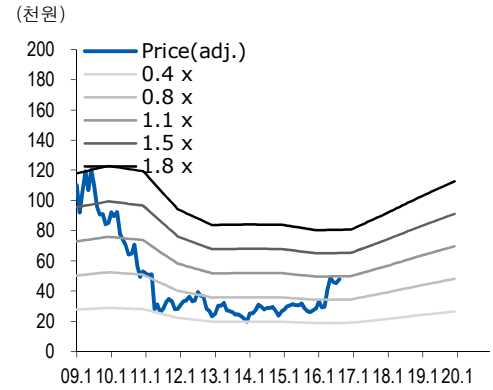
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	-363	-2,359	6,840	6,148	6,548
BPS	46,180	44,190	44,406	50,169	56,340
EBITDAPS	2,968	5,264	13,294	11,562	11,883
SPS	155,431	163,602	158,599	165,154	166,686
DPS	0	300	500	500	500
PER	-75.1	-12.4	7.0	7.8	7.3
PBR	0.6	0.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.4	8.9	4.2	4.3	3.8
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	6.2	4.1	0.9
영업이익 증가율 (%)	17.1	122.9	209.2	-14.1	2.8
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	-10.1	6.5
매출총이익률 (%)	4.4	6.9	11.4	10.0	10.1
영업이익률 (%)	1.3	2.7	7.9	6.6	6.7
자배순이익률 (%)	-0.2	-1.4	4.3	3.7	3.9
EBITDA 마진 (%)	1.9	3.2	8.4	7.0	7.1
ROIC	-5.0	13.1	34.5	35.4	35.4
ROA	-0.2	-1.2	4.0	3.7	3.9
ROE	-0.8	-5.2	16.3	13.2	12.5
부채비율 (%)	298.9	322.8	270.5	231.9	202.6
순차입금/자기자본 (%)	18.4	37.2	16.7	1.8	-7.7
영업이익/금융비용 (배)	1.1	1.7	6.8	7.0	8.2

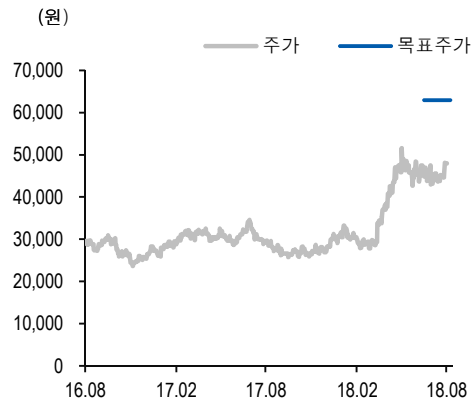
P/E band chart



P/B band chart



GS 건설 (006360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-28	BUY	63,000	1년		
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)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-26

※ 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.