



GS건설 (006360)

이젠 뭘 해도 다 되는 기업

1Q19 실적 서프라이즈 시현

GS건설의 2019년 1분기 실적은 매출액 2,600억원으로 전년비 16.8% 감소하고, 영업이익은 1,910억원으로 전년비 50.9% 감소하였다. 1Q18 실적의 1회성 환입영향(1,300억원)등을 고려해도 올해 실적은 감익이다. 그러나, 1Q19에 700억 규모의 성과급 지급 등을 집행하고도 1,910억의 영업이익을 달성함으로써 분기이익 2,600억원 수준을 보였다. 매분기 반복은 아닐지라도 영업이익률이 개선된 점과 시장기대치를 상회했다는 점에서 서프라이즈 실적이었다.

주택 1등 지속은 장기화 될 것

GS건설은 요약하면 이전 정부 부동산 부양책의 최대 수혜 기업이라 할 수 있다. 종전 정부 정책이 '신도시 억제-구도 심축진'이었고, 정비사업에서의 경쟁력을 토대로 향후 3년간의 분양물량을 일찌감치 확보했다. 2019년에도 2.8만호 이상을 분양하며 전체 건설사 중 목표1로 달려가고 있다. 비록 현 정부 부동산 정책은 180도 달라져 '신도시 촉진-구도심 억제'로 요약할 수 있기에 Top down관점에서 수혜는 아닐지 언정 3년 이상의 먹거리 확보와 개선된 재무구조를 통해서 이익측면에서 시장의 기대를 상회할 것으로 기대한다. 올해 베트남 사업도 2분기부터 본격화 될 예정이다.

뭘 해도 되는 기업으로 변신, ROE 16%대 기업은 매력적

2013년 1분기 5,000억대 손실발표하며 한국 플랜트EPC의 위기를 알린 GS건설이 5년 후인 2018년 1분기 3,860억원의 영업이익을 기록하며 완전히 회복했음을 알렸다. 그 후 1년이 지나, 2019년 1분기에는 이익체력 2,600억대로 돌아섰고, 주택이 그 중심에 섰다. 이제 GS건설은 2019년 순현금 기업과 순익 6,000억대로 ROE 15~17%대의 고성장이 기업되었고 소규모정비사업 집중용 자이S&D 등을 신규상장 시킬 계획이라 기만한 대응도 하고 있다. 해외도 플랜트EPC 집중을 벗어나 베트남 신도시사업을 추진하면 이익률이 올라갈 것으로 기대된다. 현 주가는 싸도 너무 싼 게 아닐까. 당분간 아웃퍼폼 기대해본다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 77,000원 | CP(4월 26일): 39,550원

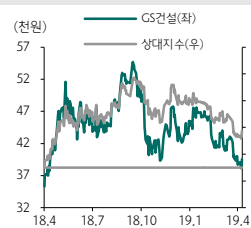
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,179.31
52주 최고/최저(원)	54,700/37,700
시가총액(십억원)	3,156.9
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	79,820.3
60일 평균 거래량(천주)	489.8
60일 평균 거래대금(십억원)	20.8
18년 배당금(예상, 원)	1,200
18년 배당수익률(예상, %)	3.03
외국인지분율(%)	31.15
주요주주 지분율(%)	
허창수 외 17인	25.62
국민연금	12.08
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.9) (7.2) 3.0
상대	(6.3) (13.6) 17.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	11,374.5	11,847.4
영업이익(십억원)	830.3	866.4
순이익(십억원)	512.1	550.7
EPS(원)	6,256	6,717
BPS(원)	51,571	57,730

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	11,679.5	13,139.4	11,611.3	11,574.2	11,782.8
영업이익	십억원	318.7	1,064.5	891.3	925.9	904.2
세전이익	십억원	(160.7)	835.0	862.7	925.9	944.2
순이익	십억원	(168.4)	582.1	629.7	676.5	696.9
EPS	원	(2,359)	7,713	7,893	8,475	8,730
증감률	%	적지	흑전	2.3	7.4	3.0
PER	배	N/A	5.67	5.01	4.67	4.53
PBR	배	0.63	0.97	0.76	0.67	0.60
EV/EBITDA	배	9.56	3.64	3.13	2.29	1.80
ROE	%	(5.22)	17.34	16.47	15.41	14.02
BPS	원	45,246	45,130	51,815	59,101	66,345
DPS	원	300	1,000	1,200	1,500	1,500



Analyst 채상욱

02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA 이송희

02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

1Q19 실적 서프라이즈 시현

GS건설의 2019년 1분기 실적은 매출액 2.6조원으로 전년비 16.8% 감소하고, 영업이익은 1,910억원으로 전년비 50.9% 감소하였다. 1Q18 실적의 1회성 환입영향(1,300억원)등을 고려해도 올해 실적은 감익이다. 그러나, 1Q19에 700억 규모의 성과급 지급등을 집행하고도 1,910억의 영업이익을 달성함으로써 분기이익 2,600억원 수준을 보였다. 매분기 반복은 아닐지라도 영업이익률이 개선된 점과 시장기대치를 상회했다는 점에서 서프라이즈 실적이었다.

표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19A	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결매출	11,679.5	13,139.4	11,611.3	3,127.5	3,581.9	3,197.3	3,246.6	2,601.9	3,018.9	2,786.7	3,203.7
YoY Growth	5.8%	12.5%	-11.6%	15.8%	19.6%	13.4%	2.6%	-16.8%	-15.7%	-12.8%	-1.3%
건설	11,599.0	13,061.0	11,461.3	3,106.0	3,563.0	3,179.0	3,213.0	2,581.0	2,979.9	2,750.7	3,149.7
토목	1,298.0	1,116.0	1,188.0	270.0	317.0	281.0	248.0	230.0	308.9	285.1	364.0
주택/건축	6,645.0	7,140.0	6,994.7	1,716.0	1,984.0	1,728.0	1,712.0	1,514.0	1,818.6	1,678.7	1,983.3
플랜트(화공)	2,927.0	4,375.0	3,278.7	991.0	1,126.0	1,005.0	1,253.0	837.0	852.5	786.9	802.3
비건설	80.5	100.0	150.0	21.5	18.9	26.0	33.6	21.0	39.0	36.0	54.0
매출원가	10,876.1	11,511.8	10,166.8	2,623.8	3,250.1	2,851.6	2,807.7	2,248.0	2,660.6	2,448.0	2,810.2
건설	10,800.0	11,407.8	10,039.5	2,577.6	3,229.0	2,824.3	2,777.0	2,230.4	2,627.4	2,417.4	2,764.3
토목	1,252.6	1,041.0	1,107.1	249.3	284.0	259.6	248.0	211.4	288.8	266.6	340.3
주택	5,525.4	6,072.6	5,956.1	1,418.1	1,745.9	1,472.3	1,436.4	1,297.5	1,545.8	1,426.9	1,685.8
플랜트	3,262.4	3,896.2	2,976.4	789.3	1,068.6	945.7	1,092.6	721.5	792.8	723.9	738.1
비건설	76.2	125.7	127.3	46.2	21.5	27.3	30.7	17.7	33.2	30.6	45.9
매출총이익	803.3	1,627.6	1,444.5	503.7	331.8	354.2	437.9	354.0	358.4	338.7	393.4
GPM	6.9%	12.4%	12.4%	16.1%	9.3%	11.1%	13.5%	13.6%	11.9%	12.2%	12.3%
건설	799.0	1,653.2	1,421.8	528.4	334.1	354.7	436.0	350.6	352.5	333.3	385.3
토목	45.4	75.0	80.9	20.7	33.0	21.4	0.0	18.6	20.1	18.5	23.7
주택	1,119.6	1,067.4	1,038.6	297.9	238.1	255.7	275.6	216.5	272.8	251.8	297.5
플랜트	-335.4	478.8	302.3	201.7	57.4	59.3	160.4	115.5	59.7	63.0	64.2
비건설	4.3	-25.6	22.7	-24.7	-2.3	-0.5	1.9	3.3	5.9	5.4	8.1
판매비	484.7	563.1	553.2	113.9	112.5	120.8	215.8	162.9	120.8	125.4	144.2
판매비율	4.1%	4.3%	4.8%	3.6%	3.1%	3.8%	6.6%	6.3%	4.0%	4.5%	4.5%
영업이익	318.7	1,064.5	891.3	389.8	219.2	233.3	222.1	191.1	237.6	213.3	249.3
YoY Growth	122.9%	234.0%	-16.3%	561.2%	155.0%	228.0%	116.5%	-51.0%	8.4%	-8.6%	12.2%
OPM	2.7%	8.1%	7.7%	12.5%	6.1%	7.3%	6.8%	7.3%	7.9%	7.7%	7.8%
건설	317.7	1,094.4	875.5	415.3	222.1	234.6	222.4	189.0	233.3	209.5	243.6
비건설	1.0	-29.9	15.8	-25.5	-2.9	-1.2	-0.3	2.0	4.3	3.8	5.7

자료: 하나금융투자

주택 1등 지속은 장기화 될 것

GS건설은 요약하면 이전 정부 부동산 부양책의 최대 수혜 기업이라 할 수 있다. 종전 정부 정책이 ‘신도시 억제-구도심축진’ 이었고, 정비사업에서의 경쟁력을 토대로 향후 3년간의 분양물량을 일찌감치 확보했다. 2019년에도 2.8만호 이상을 분양하며 전체 건설사 중 목표1로 달려가고 있다. 비록 현 정부 부동산 정책은 180도 달라져 ‘신도시 축진-구도심 억제’ 로 요약할 수 있기에 Top down관점에서 수혜는 아닐지언정 3년 이상의 먹거리 확보와 개선된 재무구조를 통해서 이익측면에서 시장의 기대를 상회할 것으로 기대한다. 올해 베트남 사업도 2분기부터 본격화 될 예정이다.

표 2. GS건설 2018년 주요 기 분양 및 2019년 분양 예정 단지

(단위: 호)

단지명	단지 세대 수 / (지분)	분양시기	사업유형	비고
춘천파크자이	965	2018년 1월	민간분양	현대건설, 현대엔지 컨소
디에이치자이개포	1,996/ (666)	2018년 3월	재건축	
마포프레스티지자이	1,694	2018년 4월	재개발	
고덕자이	1,824	2018년 6월	재건축	
안양씨엘포레자이	1,394	2018년 7월	재개발	
가경자이	992	2018년 7월	조합	
문성레이크자이	975	2018년 9월	민간분양	
탐석센트럴자이	2,573	2018년 11월	재건축	
일산자이3차(A2)	1,333	2018년 12월	민간분양	
비산자이아이파크	2,637/ (1,318)	2018년 12월	재개발	HDC현대산업개발 컨소
개포주공4단지(그랑자이)	3,343	2019년 연내	재건축	대우건설 컨소
장위4구역 자이	2,840	2019년 연내	재개발	
수원역 푸르지오자이	4,086/ (2,942)	2019년 3월	공공분양	
성남신흥2자이	2,213	2019년 4월	재개발	
프레스티지자이(과천주공6단지)	2,145	2019년 4월	재건축	
방배그랑자이	758	2019년 5월	재건축	
서초무지개 재건축	1,446	2019 6월	재건축	
천안백석5 재개발	1,321	2019 연내	재개발	
천안백석5 재개발	1,321	2019 연내	재개발	과천 별양동 재건축

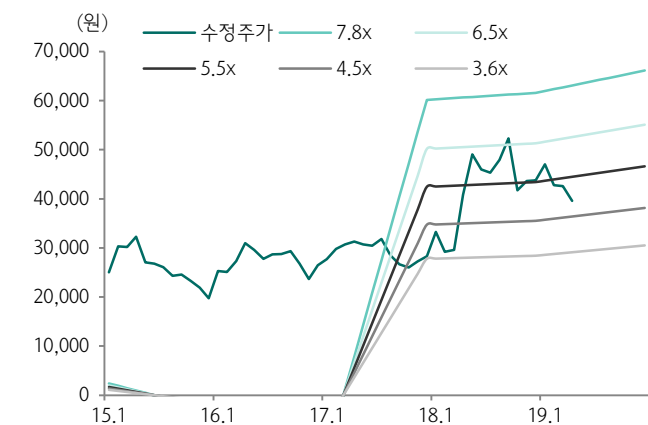
자료: REPS, 하나금융투자

표 3. 주요 건설사 해외수주 Pipe Line

건설사	1Q	2Q	3Q	4Q
대림산업	말레이시아 Petron (1400억원,수주) 여천 NCC(3200억원,수주)	현대케미칼 NCC(2조원) US PTTGC(6000억원)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불) LG 폴리카보네이트(3000억원)	러시아 정유공장(2000억원) S-Oil RHDS(2000억원)
대우건설		나이지리아 LNG(43억불) (Saipem + Chiyoda + 대우 vs KBR + Technip + JGC) UAE GAP(35억불)		카타르LNG (ITB,입찰초청)
삼성 엔지니어링		알제리 HMD(Lowest) 사우디 마르잔 가스플랜트 (60억불) 이집트 PDHPP(7억불) 아제르바이잔 PETRO	북미 대림-PTTGC ECC(FID) 롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불)	러시아LNG (ITB,입찰초청) 우즈베크 비료공장(8억불) 말레이시아 메탄올 플랜트 (FEED, 10억불)
현대건설		현대케미칼 NCC(2조원) 사우디 마르잔 가스플랜트 (60억불) 알제리 복합 화력발전소(7억불) 이라크 해수처리시설(25억불) 콜롬비아 메트로(26억불) 필리핀 매립 공사(10억불)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불) 카타르 병원(43억불) 쿠웨이트 병원(10억불) 인도네시아 수력발전(3억불) 사우디아람코 베리 GOSP(8억불) 파나마 메트로(20억불) 싱가포르 매립 공사(5억불)	카타르 LNG (ITB,입찰초청) UAE Hail&Ghasha Gas(40억불)
GS건설		터키 폴리프로필렌 플랜트 (13억불) UAE GAP(35억불)	롯데케미칼 타이탄 NCC(40억불) 투르크메니스탄 디악상(3억불) 사우디 Rabigh Turnaround (3억불) 카타르 Qafco 비료공장(4억불) 우즈베크 Gas Plant(3억불)	터키 폴리프로필렌 플랜트 (10억불, EPC) 태국 PP Plant(2억불) UAE Hail&Ghasha Sour Gas (40억불) 알제리 석유화학(4억불)

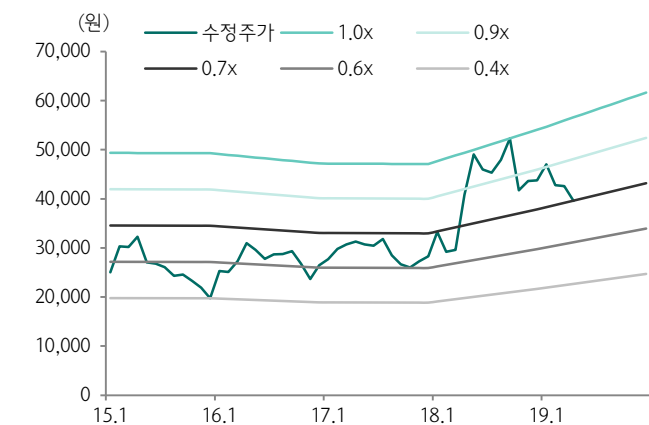
자료: 하나금융투자

그림 1. GS건설 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. GS건설 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

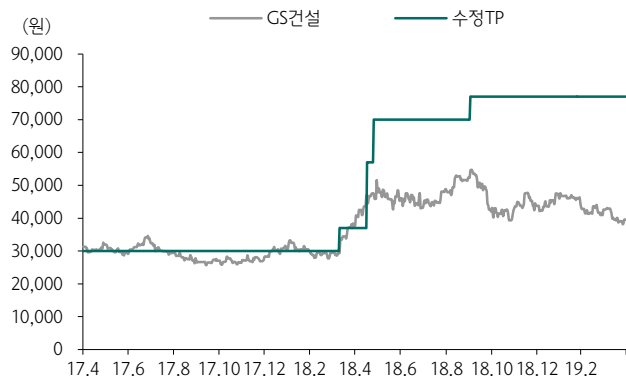
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679.5	13,139.4	11,611.3	11,574.2	11,782.8
매출원가	10,876.1	11,511.8	10,166.8	10,140.2	10,361.3
매출총이익	803.4	1,627.6	1,444.5	1,434.0	1,421.5
판관비	484.7	563.1	553.2	508.1	517.3
영업이익	318.7	1,064.5	891.3	925.9	904.2
금융손익	(16.0)	(176.6)	(20.0)	20.0	60.0
중속/관계기업손익	(6.1)	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(457.3)	(59.3)	(8.6)	(20.0)	(20.0)
세전이익	(160.7)	835.0	862.7	925.9	944.2
법인세	2.9	247.6	226.0	242.6	247.4
계속사업이익	(163.7)	587.4	636.6	683.3	696.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(163.7)	587.4	636.6	683.3	696.9
비지배주주지분 순이익	4.7	5.3	6.9	6.8	0.0
지배주주순이익	(168.4)	582.1	629.7	676.5	696.9
지배주주지분포괄이익	(123.8)	565.1	636.0	682.7	696.2
NOPAT	324.5	748.8	657.7	683.3	667.3
EBITDA	375.8	1,118.1	944.8	979.5	957.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.8	12.5	(11.6)	(0.3)	1.8
NOPAT증가율	흑전	130.8	(12.2)	3.9	(2.3)
EBITDA증가율	78.3	197.5	(15.5)	3.7	(2.2)
영업이익증가율	122.9	234.0	(16.3)	3.9	(2.3)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	8.2	7.4	3.0
EPS증가율	적지	흑전	2.3	7.4	3.0
수익성(%)					
매출총이익률	6.9	12.4	12.4	12.4	12.1
EBITDA이익률	3.2	8.5	8.1	8.5	8.1
영업이익률	2.7	8.1	7.7	8.0	7.7
계속사업이익률	(1.4)	4.5	5.5	5.9	5.9
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,359)	7,713	7,893	8,475	8,730
BPS	45,246	45,130	51,815	59,101	66,345
CFPS	7,303	18,363	12,079	12,664	12,731
EBITDAPS	5,264	14,814	11,844	12,271	11,999
SPS	163,602	174,097	145,550	145,003	147,617
DPS	300	1,000	1,200	1,500	1,500
추가지표(배)					
PER	N/A	5.7	5.0	4.7	4.5
PBR	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
PCR	3.9	2.4	3.3	3.1	3.1
EV/EBITDA	9.6	3.6	3.1	2.3	1.8
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(5.2)	17.3	16.5	15.4	14.0
ROA	(1.2)	4.5	5.2	5.5	5.3
ROIC	11.1	27.3	25.4	27.3	27.0
부채비율	322.8	232.0	186.9	167.1	150.9
순부채비율	46.0	14.5	(6.8)	(21.1)	(28.5)
이자보상배율(배)	1.7	7.9	9.2	9.4	9.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	9,582.3	7,828.2	8,046.0	8,823.2	9,432.5
금융자산	2,812.4	1,792.5	2,612.1	3,370.6	3,935.0
현금성자산	2,442.3	1,592.6	2,435.5	3,194.6	3,755.8
매출채권 등	4,689.1	4,151.3	3,736.2	3,923.0	4,119.1
재고자산	1,090.7	1,034.2	930.8	837.7	753.9
기타유동자산	990.1	850.2	766.9	691.9	624.5
비유동자산	4,114.3	4,205.1	3,954.5	3,918.8	3,990.7
투자자산	991.7	977.1	660.1	658.0	663.4
금융자산	947.3	673.4	595.1	593.2	605.1
유형자산	897.5	841.0	918.4	895.0	971.0
무형자산	209.5	215.7	204.8	194.6	185.1
기타비유동자산	2,015.6	2,171.3	2,171.2	2,171.2	2,171.2
자산총계	13,696.6	12,033.3	12,000.4	12,742.0	13,423.2
유동부채	8,581.3	6,359.7	5,843.8	5,969.6	6,028.2
금융부채	3,061.2	1,118.2	1,119.6	1,129.4	1,140.5
매입채무 등	4,676.5	4,367.2	3,930.5	4,048.4	4,088.9
기타유동부채	843.6	874.3	793.7	791.8	798.8
비유동부채	1,875.6	2,048.9	1,974.0	2,001.5	2,045.8
금융부채	1,018.0	1,147.2	1,177.2	1,207.2	1,237.2
기타비유동부채	857.6	901.7	796.8	794.3	808.6
부채총계	10,456.9	8,408.6	7,817.8	7,971.1	8,074.0
지배주주지분	3,167.3	3,548.5	4,099.5	4,681.1	5,259.3
자본금	358.4	397.2	397.2	397.2	397.2
자본잉여금	627.2	811.8	811.8	811.8	811.8
자본조정	(87.2)	(77.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
기타포괄이익누계액	(65.4)	(70.5)	(70.5)	(70.5)	(70.5)
이익잉여금	2,334.3	2,487.1	3,038.0	3,619.6	4,197.8
비지배주주지분	72.4	76.2	83.1	89.9	89.9
자본총계	3,239.7	3,624.7	4,182.6	4,771.0	5,349.2
순금융부채	1,489.9	525.7	(285.8)	(1,005.0)	(1,525.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(205.5)	1,032.9	670.7	832.4	768.0
당기순이익	(163.7)	587.4	636.6	683.3	696.9
조정	530.8	548.9	54.4	54.4	54.3
감가상각비	57.1	53.6	53.6	53.5	53.5
외환거래손익	118.3	(31.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.1	(7.9)	0.0	0.0	0.0
기타	349.3	534.3	0.8	0.9	0.8
영업활동 자산부채 변동	(572.6)	(103.4)	(20.3)	94.7	16.8
투자활동 현금흐름	13.5	(234.8)	220.3	(17.3)	(128.6)
투자자산감소(증가)	(27.4)	21.1	317.1	2.1	(5.4)
유형자산감소(증가)	(5.3)	14.7	(120.0)	(20.0)	(120.0)
기타	46.2	(270.6)	23.2	0.6	(3.2)
재무활동 현금흐름	300.0	(1,655.6)	(48.1)	(56.0)	(78.3)
금융부채증가(감소)	436.0	(1,813.8)	31.4	39.8	41.2
자본증가(감소)	19.7	223.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(155.0)	(44.1)	(0.8)	(0.9)	(0.8)
배당지급	(0.7)	(21.1)	(78.7)	(94.9)	(118.7)
현금의 증감	86.0	(849.7)	842.9	759.1	561.2
Unlevered CFO	521.4	1,385.9	963.6	1,010.9	1,016.2
Free Cash Flow	(226.3)	1,019.3	550.7	712.4	648.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GS건설



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.2	BUY	77,000		
18.5.25	BUY	70,000	-32.89%	-24.29%
18.5.16	BUY	57,000	-18.63%	-16.49%
18.4.9	BUY	37,000	3.06%	26.35%
17.7.23	Neutral	30,000	-3.81%	15.33%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.5%	7.9%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2019년 04월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.