

2019. 4. 29



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 66,000 원

현재주가 (4.26) 39,550 원

상승여력 66.9%

KOSPI 2,179.31pt

시가총액 31,569억원

발행주식수 7,982만주

유동주식비율 71.57%

외국인비중 31.15%

52주 최고/최저가 54,700원/37,700원

평균거래대금 208.1억원

주요주주(%)

허창수 외 17 인 25.62

국민연금 12.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.9 -7.2 3.0

상대주가 -6.3 -13.6 17.0

주가그래프



GS건설 006360

보수적 전략이 만들어내는 수익성 개선

- ✓ 해외(플랜트) 수익성 서프라이즈 GP margin 13.3% 기록
- ✓ 700억원 규모의 성과급 반영을 감안할 경우 시장 기대치 상회하는 영업실적
- ✓ 모멘텀 부진으로 주가는 하락하고 있으나, 보수적 전략이 높은 수익성으로 연결
- ✓ 이익의 기초 체력을 결정하는 주택 분양물량은 18년 2.1만호에서 19년 2.9만호 예정
- ✓ LG화학 및 GS칼텍스 물량, 소형 해외 플랜트 사업, 베트남 등이 2분기 가시화

주가 하락의 가장 큰 원인은 단기 모멘텀 부재

1분기 입찰한 대형 해외 플랜트 프로젝트의 주주 가능성이 낮은 것으로 파악되고, 6년만의 성과급 반영과 기저 효과로 1분기 실적이 부진할 것으로 우려되었으며, 주택 분양 역시 1개 프로젝트에 불과해 저조하였다. 2019년 PER valuation이 5.6x에 불과함에도 불구하고, 단기 모멘텀 부재로 주가는 지속적으로 약세를 보였다.

Valuation Level 의 하단을 깨는 것은 장기 실적에 대한 비관

일반적으로 건설업체의 Valuation 하단을 깨는 것은 장기적으로 비관적인 실적 전망이나 재무 Risk 이다. GS건설의 경우 사상 최대 규모의 현금흐름 유입이 지속되고 있고, 재건축/재개발 프로젝트를 중심으로 성장하고 해외 수익성이 안정화되면서 실적 변동성이 줄어들고 있다. 특히 베트남 개발사업이 느리지만 2분기 이후 진행될 예정으로 Valuation 하단에 대한 지지는 명확하다.

외형 보다는 수익성 개선을 중심으로 주가 회복 전망

2013년 이후 지속된 해외 플랜트 관련 손실이 2018년 종료되었으며, 악성프로젝트 매출이 전혀 없이 나타난 해외 부문 수익성이 예상보다 좋다. 2019년 연간으로 10%를 상회하는 GP margin을 보여줄 것으로 전망되며, 주택 부문 역시 2017년과 유사한 수익성을 보여줄 것으로 전망된다. 해외 부문에서는 수익성을 확보할 수 있는 소형 프로젝트, 규모는 크지 않지만 14년만에 착공되는 베트남 프로젝트 등에서 안정적인 실적 성장이 가능할 것으로 판단된다. 투자의견 매수와 적정주가 66,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	11,679.5	318.7	-168.4	-2,359	696.7	44,190	-12.0	0.6	9.0	-5.2	322.8
2018	13,139.4	1,064.5	582.1	7,713	-439.5	44,672	5.7	1.0	3.6	17.3	232.0
2019E	11,300.0	894.4	566.0	7,095	-7.5	50,359	5.6	0.8	2.9	15.0	191.5
2020E	12,979.2	1,065.3	734.2	9,198	29.6	58,269	4.3	0.7	1.8	16.9	172.4
2021E	12,730.9	1,142.7	820.9	10,285	11.8	67,265	3.8	0.6	0.9	16.4	134.4

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,679.5	13,139.4	11,300.0	12,979.2	12,730.9
매출액증가율 (%)	5.8	12.5	-14.0	14.9	-1.9
매출원가	10,876.1	11,511.8	9,921.4	11,464.3	11,131.4
매출총이익	803.3	1,627.6	1,378.6	1,514.9	1,599.5
판매관리비	484.7	563.1	484.2	449.6	456.7
영업이익	318.7	1,064.5	894.4	1,065.3	1,142.7
영업이익률	2.7	8.1	7.9	8.2	9.0
금융손익	-16.0	-176.6	-87.5	-50.3	-18.9
종속/관계기업손익	-6.1	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-457.3	-59.3	-43.4	-34.7	-27.8
세전계속사업이익	-160.7	835.1	763.5	980.3	1,096.1
법인세비용	2.9	247.6	189.1	235.3	263.1
당기순이익	-163.7	587.4	574.4	745.0	833.0
지배주주지분 순이익	-168.4	582.1	566.0	734.2	820.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-205.5	1,033.0	672.6	954.2	1,060.4
당기순이익(손실)	-163.7	587.4	574.4	745.0	833.0
유형자산상각비	47.0	41.9	43.4	41.0	38.8
무형자산상각비	10.1	11.7	9.2	8.6	8.1
운전자본의 증감	-572.6	-103.4	44.6	158.7	179.8
투자활동 현금흐름	13.5	-234.8	294.9	-74.9	-4.4
유형자산의증가(CAPEX)	-20.8	-13.7	-23.0	-20.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	-39.6	21.1	299.4	-23.7	14.3
재무활동 현금흐름	300.0	-1,655.6	-537.8	-234.2	-905.1
차입금의 증감	436.0	-1,813.8	-536.8	-138.5	-801.6
자본의 증가	19.7	223.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	86.0	-849.7	429.6	645.1	150.9
기초현금	2,356.3	2,442.3	1,592.6	2,022.2	2,667.3
기말현금	2,442.3	1,592.6	2,022.2	2,667.3	2,818.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	9,582.3	7,828.2	8,085.7	9,058.2	9,004.7
현금및현금성자산	2,442.3	1,592.6	2,022.2	2,667.3	2,818.2
매출채권	89.9	25.0	22.7	26.6	26.0
재고자산	1,090.7	1,034.2	982.5	933.4	840.0
비유동자산	4,114.3	4,205.1	3,876.2	3,870.2	3,832.1
유형자산	897.5	841.1	820.7	799.6	783.9
무형자산	209.5	215.7	206.5	197.9	189.7
투자자산	991.7	977.1	677.8	701.5	687.2
자산총계	13,696.6	12,033.3	11,961.9	12,928.4	12,836.7
유동부채	8,581.3	6,359.7	6,122.4	6,355.8	5,853.5
매입채무	2,333.0	1,756.9	1,669.0	1,619.0	1,699.9
단기차입금	1,684.3	593.9	493.9	443.9	443.9
유동성장기부채	1,130.5	362.0	162.0	112.0	-388.1
비유동부채	1,875.7	2,048.9	1,735.4	1,826.3	1,506.8
사채	265.1	99.8	69.8	69.8	69.8
장기차입금	667.9	958.8	758.8	708.8	408.8
부채총계	10,456.9	8,408.6	7,857.8	8,182.1	7,360.2
자본금	358.4	397.2	397.2	397.2	397.2
자본잉여금	627.2	811.8	811.8	811.8	811.8
기타포괄이익누계액	-65.4	-70.5	-70.5	-70.5	-70.5
이익잉여금	2,334.4	2,487.1	2,958.2	3,589.6	4,307.7
비지배주주지분	72.4	76.2	84.5	95.3	107.4
자본총계	3,239.7	3,624.7	4,104.1	4,746.3	5,476.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	163,602	174,097	141,647	162,606	159,494
EPS(지배주주)	-2,359	7,713	7,095	9,198	10,285
CFPS	7,303	18,363	11,326	13,533	14,556
EBITDAPS	5,264	14,814	11,870	13,968	14,904
BPS	44,190	44,672	50,359	58,269	67,265
DPS	300	1,000	1,200	1,300	1,300
배당수익률(%)	1.1	2.3	3.0	3.3	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	-12.0	5.7	5.6	4.3	3.8
PCR	3.9	2.4	3.5	2.9	2.7
PSR	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
PBR	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
EBITDA	375.8	1,118.1	947.0	1,115.0	1,189.6
EV/EBITDA	9.0	3.6	2.9	1.8	0.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.2	17.3	15.0	16.9	16.4
EBITDA 이익률	3.2	8.5	8.4	8.6	9.3
부채비율	322.8	232.0	191.5	172.4	134.4
금융비용부담률	1.6	1.0	1.4	0.9	0.8
이자보상배율(x)	1.7	7.9	5.8	8.7	10.8
매출채권회전율(x)	235.5	228.9	474.4	527.3	484.1
재고자산회전율(x)	12.2	12.4	11.2	13.5	14.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:박형렬)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-25.1	-15.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-27.5	-15.6	
2017.10.30	기업브리프	Buy	38,000	박형렬	-29.4	-25.7	
2017.11.22	산업분석	Buy	38,000	박형렬	-24.0	-12.5	
2018.04.09	기업브리프	Buy	48,000	박형렬	-16.2	-0.8	
2018.05.28	산업분석	Buy	61,000	박형렬	-23.7	-15.4	
2018.07.06	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-24.2	-15.4	
2018.07.26	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-22.0	-10.3	
2018.10.22	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-34.9	-26.1	
2018.11.12	산업분석	Buy	66,000	박형렬	-33.8	-26.1	
2019.01.30	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-34.4	-26.1	
2019.04.29	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-	-	

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 4월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:박형렬)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-25.1	-15.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-27.5	-15.6	
2017.10.30	기업브리프	Buy	38,000	박형렬	-29.4	-25.7	
2017.11.22	산업분석	Buy	38,000	박형렬	-24.0	-12.5	
2018.04.09	기업브리프	Buy	48,000	박형렬	-16.2	-0.8	
2018.05.28	산업분석	Buy	61,000	박형렬	-23.7	-15.4	
2018.07.06	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-24.2	-15.4	
2018.07.26	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-22.0	-10.3	
2018.10.22	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-34.9	-26.1	
2018.11.12	산업분석	Buy	66,000	박형렬	-33.8	-26.1	
2019.01.30	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-34.4	-26.1	
2019.04.29	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-	-	