

GS건설 (006360)

건설

김기룡



02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	46,000원 (D)
현재주가 (7/26)	33,200원
상승여력	39%

시가총액	26,535억원
총발행주식수	79,924,368주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	368,703주
52주 고	54,700원
52주 저	33,200원
외인지분율	32.27%
주요주주	허창수 외 17 인 25.59%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(16.6)	(16.1)	(22.8)
상대	(14.3)	(11.5)	(14.5)
절대(달러환산)	(18.6)	(17.7)	(27.1)

실적보다 모멘텀 부재 해소가 관건

2Q19 Review : 시장 예상치 소폭 하회

2019년 2분기, GS건설 연결 실적은 매출액 2.57조원(-28.1%, YoY), 영업이익 2,064억원(-5.9%, YoY)으로 시장 예상치를 각각 9%, 7% 하회하는 실적을 기록했다. 전사 실적을 견인하고 있는 건축/주택 부문을 비롯해 토목, 플랜트 등 주요 공종의 매출 둔화 기조는 보다 심화되었다. 해외 현장의 손실 반영 이슈는 없었으나, 매출 둔화 및 인프라 부문 수주비 인식 52억원 반영으로 판관비율은 전년동기대비 2.2%p 상승했다. 다만, 세전이익은 환차익(+101억원), 소송을 통한 공사비 회수(+84억원), 매각차익(+84억원)에 따른 영업외수지 개선으로 전년동기대비 12% 증가했다.

주택 우려 부각, 해외 수주 부재 해소가 관건

2019년, 해외 Target Project였던 주요 대형 현장(알제리 HMD, 호주 CRR, UAE GAP) 수주 실패로 상반기 해외 수주는 0.46조원(가이던스 : 3.45조원)에 그쳤다. 태국 HMC(2.3억불), 사우디 턴어라운드(1.3억불) 등에서의 수주 성과가 이어질 전망이다. 연간 가이던스 달성 가능성은 점차 낮아지고 있다. 다만, 국내 플랜트 부문은 작년 LG화학 Y2C 0.4조원에 이어 당분기 GS칼텍스 MFC 1.1조원 수주로 관계사 물량 확보를 통한 매출 기반 마련은 긍정적이다.

2019년, 국내 주택 분양 실적은 1.1만 세대(7월 누계 기준)로 연간 분양 계획의 약 38%를 달성했다. 타 건설사와는 달리, 연간 분양 계획(28,800세대)을 유지한만큼 하반기 주택 분양 성과가 보다 중요한 포인트가 될 전망이다.

투자 의견 Buy 및 목표주가는 46,000원으로 15% 하향 제시

GS건설에 대해 투자 의견 Buy을 유지하나, 목표주가는 해외 수주 부진 및 주택 불확실성에 기인한 멀티플 조정(7x → 6x)과 순차입금 조정분을 반영하여 46,000원으로 15% 하향 제시한다. 분양가상한제 우려에 기인한 주택 Risk 해소, 해외 수주 확보가 보다 동사의 부진한 주가 반등의 근거가 될 전망이다. 베트남 개발 Project는 나베 1-1 사업의 순차적 진행(하반기 사전청약 및 관련 계약금 수령)을 통해 점진적으로 구체화 될 전망이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	25,742	-28.1	-1.1	28,161	-8.6
영업이익	2,064	-5.9	7.8	2,239	-7.8
세전계속사업이익	2,133	12.4	20.0	1,875	13.8
지배순이익	1,433	-0.3	12.4	1,353	5.9
영업이익률 (%)	8.0	+1.9 %pt	+0.6 %pt	8.0	0
지배순이익률 (%)	5.6	+1.6 %pt	+0.7 %pt	4.8	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	116,795	131,394	109,815	114,514
영업이익	3,187	10,645	8,355	8,518
지배순이익	-1,684	5,821	5,737	5,978
PER	-12.4	5.3	4.6	4.7
PBR	0.6	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.9	3.2	3.8	3.4
ROE	-5.2	17.3	14.8	13.4

자료: 유안타증권

GS 건설 2Q19 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,582	3,197	3,233	2,602	2,574	-28.1%	-1.1%	2,828	-9.0%
영업이익	219	233	222	191	206	-5.9%	7.8%	222	-7.1%
세전이익	190	156	178	178	213	12.4%	20.0%	181	17.6%
지배주주순이익	144	135	96	127	143	-0.3%	12.4%	132	8.3%
영업이익률	6.1%	7.3%	6.9%	7.4%	8.0%			7.9%	
세전이익률	5.3%	4.9%	5.5%	6.8%	8.3%			6.4%	
지배주주순이익률	4.0%	4.2%	3.0%	4.9%	5.6%			4.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

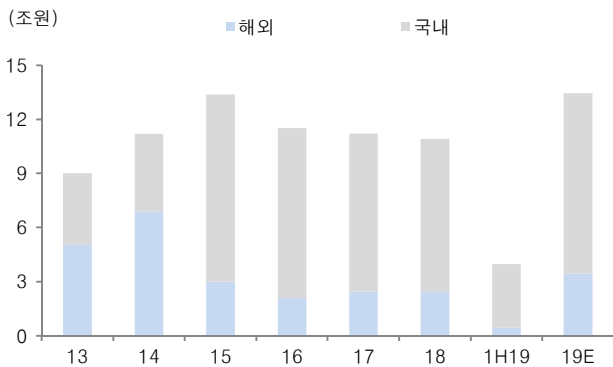
GS 건설 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	13,139	2,602	2,574	2,798	3,007	10,981	11,451
- 토목	270	317	281	248	1,116	230	215	243	277	965	1,078
- 건축/주택	1,716	1,984	1,728	1,710	7,138	1,514	1,579	1,660	1,817	6,571	6,570
- 플랜트+전력	1,120	1,262	1,170	1,253	4,805	837	758	875	892	3,362	3,718
- 기타	21	19	18	22	80	21	22	20	20	83	86
% 원가율	83.9%	90.7%	88.9%	86.5%	87.6%	86.4%	86.7%	87.2%	87.2%	86.9%	87.7%
- 토목	92.4%	89.6%	92.4%	100.0%	93.3%	91.9%	96.3%	94.8%	93.8%	94.2%	94.0%
- 건축/주택	84.1%	88.0%	85.2%	83.8%	85.4%	85.7%	83.8%	84.6%	84.5%	84.6%	84.8%
- 플랜트+전력	81.3%	95.0%	93.4%	87.2%	89.4%	86.2%	89.6%	89.8%	90.5%	89.0%	91.0%
- 기타	91.6%	113.7%	105.0%	91.6%	99.9%	84.1%	101.4%	96.0%	95.8%	94.4%	94.0%
매출총이익	504	332	354	438	1,628	354	343	358	384	1,439	1,403
- 토목	21	33	21	0	75	19	8	13	17	56	65
- 건축/주택	273	238	256	277	1,044	217	256	256	282	1,010	999
- 플랜트+전력	209	63	78	160	510	116	79	89	85	368	335
- 기타	1	-2	-1	1	-1	4	0	1	1	5	5
판관비	114	113	121	216	563	163	136	148	157	604	551
% 판관비율	3.6%	3.1%	3.8%	6.7%	4.3%	6.3%	5.3%	5.3%	5.2%	5.5%	4.8%
영업이익	390	219	233	222	1,064	191	206	211	227	836	852
% 영업이익률	12.5%	6.1%	7.3%	6.9%	8.1%	7.4%	8.0%	7.5%	7.6%	7.6%	7.4%

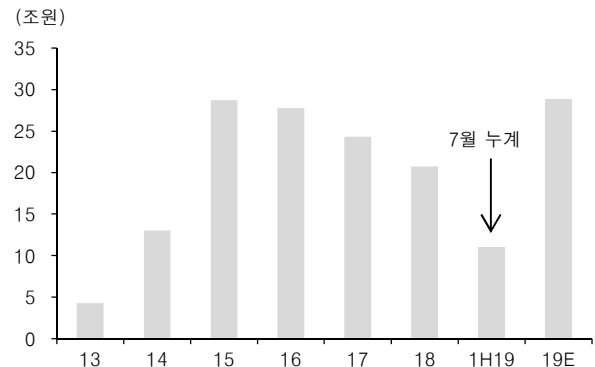
자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 국내/해외 신규수주 추이 및 가이드스



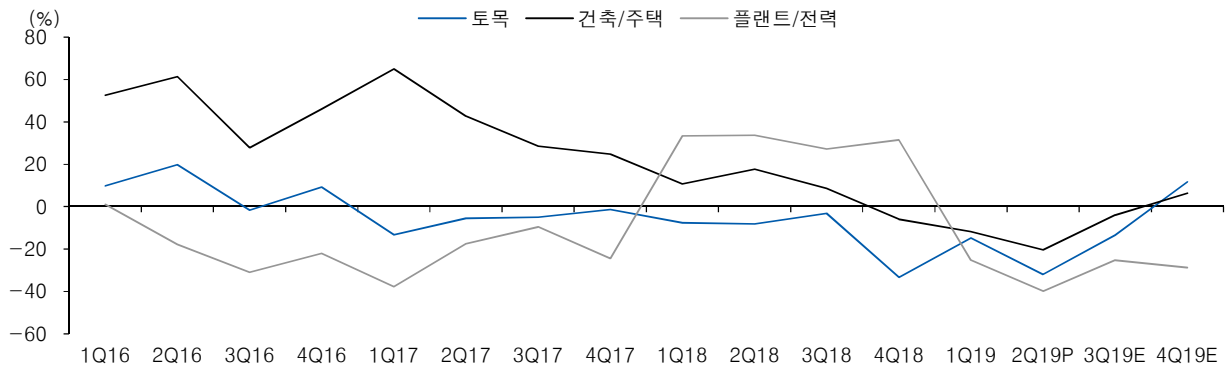
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

GS 건설 주택 분양물량 및 계획



자료: 유안타증권 리서치센터

분기 사업부문별 매출 YoY 증감률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	3,706	
- 12개월 NOPLAT (연결)	618	12개월 선행 기준, 법인세율 27% 적용
- Multiple	6	국내 EPC 사 평균 10%
2. 자산가치 (비영업가치)	640	장부가 30% 할인
- 투자부동산	915	
3. 순차입금	481	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,865	
- 발행주식수	84,913,428	전환사채 전량 전환 가정
목표주가	46,000	반올림 적용
현재주가	33,200	7월 26일 종가 기준
Upside	38.6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 (006360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	116,795	131,394	109,815	114,514	117,302
매출원가	108,761	115,118	95,420	100,483	102,906
매출총이익	8,033	16,276	14,395	14,031	14,396
판매비	4,847	5,631	6,040	5,512	5,814
영업이익	3,187	10,645	8,355	8,518	8,582
EBITDA	3,758	11,181	9,051	9,223	9,299
영업외손익	-4,794	-2,294	-251	-246	-104
외환관련손익	-1,588	-7	-307	-250	-250
이자손익	-1,472	-840	-881	-851	-821
관계기업관련손익	-61	65	61	61	61
기타	-1,673	-1,512	875	794	907
법인세비용차감전순이익	-1,607	8,350	8,104	8,272	8,478
법인세비용	29	2,476	2,294	2,234	2,289
계속사업순이익	-1,637	5,874	5,810	6,039	6,189
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,637	5,874	5,810	6,039	6,189
지배지분순이익	-1,684	5,821	5,737	5,978	6,127
포괄손익	-1,250	5,657	5,759	5,988	6,138
지배지분포괄이익	-1,238	5,651	5,743	5,928	6,077

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	95,823	78,282	80,421	83,876	85,256
현금및현금성자산	24,423	15,926	15,398	17,194	17,247
매출채권 및 기타채권	46,891	41,513	44,269	45,337	45,930
재고자산	10,907	10,342	10,850	11,150	11,580
비유동자산	41,143	42,051	50,523	52,098	54,444
유형자산	8,975	8,410	8,949	9,669	10,599
관계기업 등 지분관련자산	444	735	880	1,091	1,332
기타투자자산	9,473	9,037	7,830	8,289	9,070
자산총계	136,966	120,333	130,944	135,974	139,700
유동부채	85,813	63,597	65,284	67,430	66,322
매입채무 및 기타채무	46,765	43,672	46,157	47,024	47,967
단기차입금	16,843	5,939	5,215	4,335	3,635
유동성장기부채	11,305	3,620	4,104	6,329	4,979
비유동부채	18,756	20,489	22,567	20,315	19,864
장기차입금	6,679	9,588	9,335	8,665	8,215
사채	2,651	998	3,669	2,113	2,113
부채총계	104,569	84,086	87,851	87,746	86,187
지배지분	31,673	35,485	42,005	47,141	52,425
자본금	3,584	3,972	4,251	4,251	4,251
자본잉여금	6,272	8,118	9,502	9,502	9,502
이익잉여금	23,343	24,871	29,730	34,866	40,150
비지배지분	724	762	1,088	1,088	1,088
자본총계	32,397	36,247	43,094	48,229	53,513
순차입금	11,788	3,991	6,943	4,160	1,494
총차입금	39,912	21,915	24,456	23,526	20,976

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-2,055	10,329	5,499	8,712	9,021
당기순이익	-1,637	5,874	5,810	6,039	6,189
감가상각비	470	419	578	590	610
외환손익	1,183	-311	255	250	250
종속, 관계기업 관련손익	61	-65	-61	-61	-61
자산부채의 증감	-5,726	-1,036	-5,486	-471	-574
기타현금흐름	3,594	5,448	4,403	2,365	2,607
투자활동 현금흐름	135	-2,348	-2,783	-1,929	-2,495
투자자산	-750	-243	-1,866	-280	-410
유형자산 증가 (CAPEX)	-208	-137	-943	-1,460	-1,690
유형자산 감소	155	284	45	150	150
기타현금흐름	939	-2,252	-19	-339	-545
재무활동 현금흐름	3,000	-16,556	109	-2,925	-4,345
단기차입금	0	0	-450	-880	-700
사채 및 장기차입금	0	0	2,850	0	-1,800
자본	0	0	1,576	0	0
현금배당	-7	-211	-787	-843	-843
기타현금흐름	3,007	-16,346	-3,079	-1,202	-1,002
연결범위변동 등 기타	-220	78	-3,353	-2,062	-2,129
현금의 증감	860	-8,497	-528	1,796	53
기초 현금	23,563	24,423	15,926	15,398	17,194
기말 현금	24,423	15,926	15,398	17,194	17,247
NOPLAT	3,245	10,645	8,355	8,518	8,582
FCF	-2,118	6,852	257	4,992	4,718

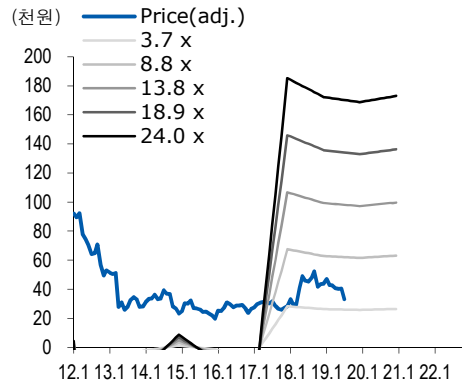
자료: 유안타증권

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

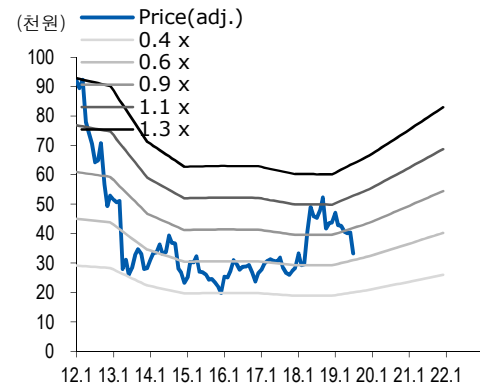
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-2,359	7,713	7,178	7,032	7,207
BPS	45,095	45,079	49,829	55,920	62,189
EBITDAPS	5,264	14,814	11,325	10,849	10,938
SPS	163,602	174,097	137,399	134,695	137,974
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	-12.4	5.3	4.6	4.7	4.6
PBR	0.6	0.9	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.9	3.2	3.8	3.4	3.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	5.8	12.5	-16.4	4.3	2.4
영업이익 증가율 (%)	122.9	234.0	-21.5	1.9	0.7
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	-1.4	4.2	2.5
매출총이익률 (%)	6.9	12.4	13.1	12.3	12.3
영업이익률 (%)	2.7	8.1	7.6	7.4	7.3
지배순이익률 (%)	-1.4	4.4	5.2	5.2	5.2
EBITDA 마진 (%)	3.2	8.5	8.2	8.1	7.9
ROIC	13.1	37.8	33.6	30.8	29.1
ROA	-1.2	4.5	4.6	4.5	4.4
ROE	-5.2	17.3	14.8	13.4	12.3
부채비율 (%)	322.8	232.0	203.9	181.9	161.1
순차입금/자기자본 (%)	37.2	11.2	16.5	8.8	2.8
영업이익/금융비용 (배)	1.7	7.9	6.3	6.5	6.7

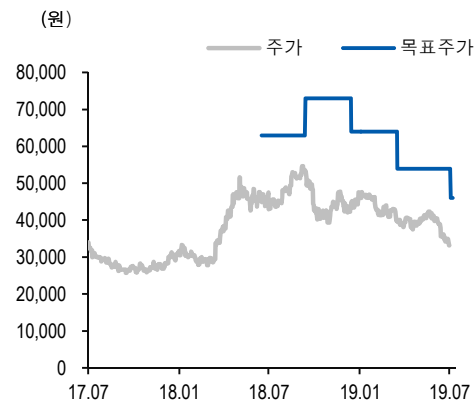
P/E band chart



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
2019-07-29	BUY	46,000	1년		
2019-04-12	BUY	54,000	1년	-27.86	-21.67
2019-01-09	BUY	64,000	1년	-31.27	-25.63
2018-10-08	BUY	73,000	1년	-39.52	-29.32
2018-07-12	BUY	63,000	1년	-24.13	-13.17

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)	0.5
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-07-26

※ 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.