

GS건설 (006360)

건설

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	42,000원 (D)
현재주가 (10/8)	31,350원
상승여력	34%

시가총액	25,056억원
총발행주식수	79,924,368주
60일 평균 거래대금	108억원
60일 평균 거래량	327,658주
52주 고	53,000원
52주 저	30,750원
외인자분율	31.14%
주요주주	허창수 외 17 인 25.59%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	(17.3)	(40.8)
상대	(4.0)	(16.6)	(34.8)
절대(달러환산)	(1.9)	(18.1)	(43.8)

실적 반등의 기반 마련이 중요해진 시점

3Q19 Preview : 시장 예상치 소폭 하회 전망

2019년 3분기, GS건설 연결 실적은 매출액 2.49조원(-22.2%, YoY), 영업이익 1,912억원(-18.1%, YoY)으로 현 시장 예상치를 소폭 하회할 것으로 추정한다. 신규 수주 부진에 기인한 플랜트/전력 부문과 주택 매출 둔화로 상반기에 이어 매출액은 전년동기대비 두 자리수 감소세를 이어갈 전망이다. 전사 실적을 견인하고 있는 건축/주택 원가율 역시 자체사업 매출 기여 축소와 입주물량 감소 영향으로 전분기 대비 소폭 상승할 전망이다. 다만, 사우디 PP-12를 비롯한 주요 현안 Project 종료로 플랜트 원가율은 전년동기대비 개선될 것으로 추정한다.

실적 반등의 기반 마련이 중요해진 시점

2019년 3분기 누계 기준, 국내 주택 분양실적은 10,047세대로 4분기 약 1.5만 세대 분양 계획의 실질적인 성과가 보다 중요한 요인이 되고 있다. [2019년 분양 계획 : 28,552세대]. 3분기 누계 해외 수주는 당분기 UAE RRW 증액(약 5,600억원, 향후 매출 인식 X), 태국 HMC PP4 (약 2,700억) 인식으로 약 1.5조원을 기록할 것으로 추정한다. 롯데케미칼 LINE(20억, NCC) 수주 예상 시기가 2020년 가능성이 높아지며 오만 PTA(7억불), 카타르 암모니아(5.5억불) 현장에서 추가 해외 수주를 목표하고 있다. [2019년 해외 수주 가이던스 : 3.5조원]

투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 42,000원으로 9% 하향 제시

GS건설에 대해 투자 의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 46,000원에서 42,000원으로 9% 하향 제시한다. 해외 수주 부진 등으로 건축/주택 매출 비중이 높아진만큼(2019년 상반기 60%) 주택 분양을 통한 매출 기반 마련이 보다 중요한 요인이 될 전망이다. 민간택지 분양가상한제 시행 우려로 Peer 대비 추가 하락폭이 확대되며 Valuation 매력은 높아진 반면, 주택 분양 불확실 성과 해외 수주 부진은 추세적인 주가 반등의 제한 요인으로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	24,883	-22.2	-3.4	26,808	-7.2
영업이익	1,912	-18.1	-7.2	2,066	-7.4
세전계속사업이익	1,800	15.3	-15.4	1,674	7.5
지배순이익	1,301	-3.9	-9.1	1,225	6.2
영업이익률 (%)	7.7	+0.4 %pt	-0.3 %pt	7.7	0
지배순이익률 (%)	5.2	+1.0 %pt	-0.4 %pt	4.6	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	116,795	131,394	103,704	105,946
영업이익	3,187	10,645	7,887	7,560
지배순이익	-1,684	5,821	5,401	5,083
PER	-12.4	5.3	4.6	5.2
PBR	0.6	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.9	3.0	4.2	4.0
ROE	-5.2	17.3	13.9	11.5

자료: 유안타증권

GS 건설 3Q19 Preview [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,197	3,233	2,602	2,575	2,488	-22.2%	-3.4%	2,630	-5.4%
영업이익	233	222	191	206	191	-18.1%	-7.2%	206	-7.3%
세전이익	156	178	178	213	180	15.3%	-15.4%	160	12.5%
지배주주순이익	135	96	127	143	130	-3.9%	-9.1%	131	-0.4%
영업이익률	7.3%	6.9%	7.4%	8.0%	7.7%			7.8%	
세전이익률	4.9%	5.5%	6.8%	8.3%	7.2%			6.1%	
지배주주순이익률	4.2%	3.0%	4.9%	5.6%	5.2%			5.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

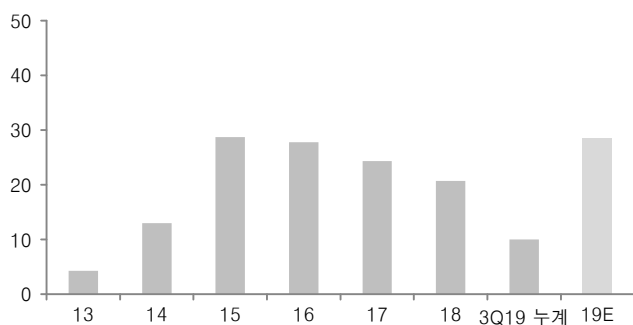
(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	13,139	2,602	2,575	2,488	2,705	10,370	10,595
- 토목	270	317	281	248	1,116	230	215	222	253	919	994
- 건축/주택	1,716	1,984	1,728	1,710	7,138	1,514	1,580	1,434	1,569	6,097	5,988
- 플랜트/전력	1,120	1,262	1,170	1,253	4,805	837	758	813	863	3,271	3,527
- 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%	87.0%	87.4%	86.9%	87.8%
- 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%	84.2%	84.5%	84.5%	84.8%
- 플랜트/전력	81.3%	95.0%	93.4%	98.1%	92.2%	86.2%	89.6%	89.7%	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	342	323	342	1,360	1,292
- 토목	21	33	21	0	75	19	8	12	16	54	60
- 건축/주택	273	238	256	277	1,044	217	256	227	243	942	910
- 플랜트/전력	209	63	78	24	374	116	79	84	82	360	317
- 기타	1	-2	-1	137	135	4	-1	1	1	4	5
판관비	114	113	121	216	563	163	136	131	142	572	536
% 판관비율	3.6%	3.1%	3.8%	6.7%	4.3%	6.3%	5.3%	5.3%	5.2%	5.5%	5.1%
영업이익	390	219	233	222	1,064	191	206	191	200	789	756
% 영업이익률	12.5%	6.1%	7.3%	6.9%	8.1%	7.4%	8.0%	7.7%	7.4%	7.6%	7.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 주택 분양물량 및 가이드스 추이

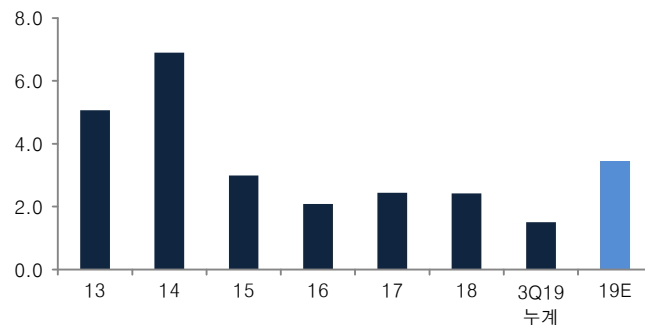
(천세대)



자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 해외수주 및 가이드스 추이

(조원)



자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	3,454	
- 12개월 NOPLAT (연결)	576	12개월 선행 기준, 법인세율 27% 적용
- Multiple	6	국내 EPC 사 평균
2. 자산가치 (비영업가치)	817	
- 투자부동산	640	장부가 30% 할인
- 매도가능금융자산	176	장부가 30% 할인
3. 순차입금	674	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,597	
- 발행주식수	84,913,428	전환사채 전량 전환 가정
목표주가	42,000	반올림 적용
현재주가	31,350	10월 8일 종가 기준
Upside	34.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 실적 추정치 변경 요약 [연결 기준]

(단위: 십억원)

항목	신규(a)		기존(b)		차이 (a/b-1)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	10,370	10,595	10,982	11,451	-5.6%	-7.5%
영업이익	789	756	836	852	-5.6%	-11.2%
세전이익	764	703	810	827	-5.8%	-15.0%
지배주주순이익	540	508	574	598	-5.9%	-15.0%
영업이익률	7.6%	7.1%	7.6%	7.4%	0.0%p	-0.3%p
세전이익률	7.4%	6.6%	7.4%	7.2%	0.0%p	-0.6%p
순이익률	5.2%	4.8%	5.2%	5.2%	0.0%p	-0.4%p

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	103,704	105,946	109,239
매출원가	108,761	115,118	90,100	93,022	95,894
매출총이익	8,033	16,276	13,604	12,924	13,345
판관비	4,847	5,631	5,717	5,364	5,421
영업이익	3,187	10,645	7,887	7,560	7,924
EBITDA	3,758	11,181	8,557	8,250	8,635
영업외손익	-4,794	-2,294	-252	-527	-384
외환관련손익	-1,588	-7	351	139	139
이자손익	-1,472	-840	-872	-860	-850
관계기업관련손익	-61	65	36	36	36
기타	-1,673	-1,512	234	158	291
법인세비용차감전순이익	-1,607	8,350	7,635	7,033	7,539
법인세비용	29	2,476	2,166	1,899	2,036
계속사업순이익	-1,637	5,874	5,469	5,134	5,504
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,637	5,874	5,469	5,134	5,504
지배지분손이익	-1,684	5,821	5,401	5,083	5,449
포괄손익	-1,250	5,657	5,889	5,554	5,924
지배지분포괄이익	-1,238	5,651	5,841	5,510	5,876

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	95,823	78,282	81,210	83,223	85,898
현금및현금성자산	24,423	15,926	16,307	18,370	20,835
매출채권 및 기타채권	46,891	41,513	44,175	44,305	44,475
재고자산	10,907	10,342	9,920	9,980	10,120
비유동자산	41,143	42,051	52,875	54,296	55,717
유형자산	8,975	8,410	9,213	9,300	9,377
관계기업 등 자본관련자산	444	735	956	1,579	2,202
기타투자자산	9,473	9,037	9,194	10,024	10,854
자산총계	136,966	120,333	134,084	137,519	141,615
유동부채	85,813	63,597	62,798	63,299	64,389
매입채무 및 기타채무	46,765	43,672	43,842	44,012	44,362
단기차입금	16,843	5,939	5,628	5,308	4,958
유동성장기부채	11,305	3,620	4,363	5,219	6,519
비유동부채	18,756	20,489	27,972	26,667	25,067
장기차입금	6,679	9,588	9,770	9,620	9,520
사채	2,651	998	5,247	3,692	2,192
부채총계	104,569	84,086	90,770	89,965	89,455
지배지분	31,673	35,485	42,128	46,368	50,973
자본금	3,584	3,972	4,251	4,251	4,251
자본잉여금	6,272	8,118	9,527	9,527	9,527
이익잉여금	23,343	24,871	29,379	33,619	38,224
비지배지분	724	762	1,187	1,187	1,187
자본총계	32,397	36,247	43,314	47,554	52,160
순차입금	11,788	1,576	9,633	6,400	3,285
총차입금	39,912	21,915	30,058	28,888	28,238

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-2,055	10,329	2,589	4,953	5,224
당기순이익	-1,637	5,874	5,469	5,134	5,504
감가상각비	470	419	550	572	602
외환손익	1,183	-311	-425	-139	-139
종속, 관계기업 관련손익	61	-65	-36	-36	-36
자산부채의 증감	-5,726	-1,036	-3,709	-1,945	-2,065
기타현금흐름	3,594	5,448	740	1,366	1,358
투자활동 현금흐름	135	-2,348	-3,796	-2,976	-3,026
투자자산	-750	-243	-1,488	-1,417	-1,417
유형자산 증가 (CAPEX)	-208	-137	-1,118	-730	-750
유형자산 감소	155	284	71	71	71
기타현금흐름	939	-2,252	-1,261	-900	-930
재무활동 현금흐름	3,000	-16,556	2,682	-2,684	-2,214
단기차입금	0	0	-350	-320	-350
사채 및 장기차입금	0	0	2,900	-850	-300
자본	0	0	1,570	0	0
현금배당	-7	-211	-824	-880	-880
기타현금흐름	3,007	-16,346	-614	-634	-684
연결범위변동 등 기타	-220	78	-1,096	2,770	2,481
현금의 증감	860	-8,497	380	2,063	2,465
기초 현금	23,563	24,423	15,926	16,306	18,369
기말 현금	24,423	15,926	16,306	18,369	20,834
NOPLAT	3,245	10,645	7,887	7,560	7,924
FCF	-2,118	6,852	1,493	3,534	3,681

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

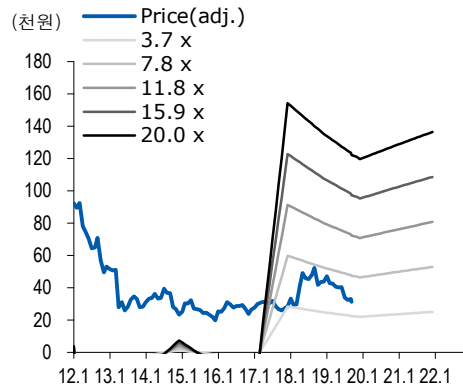
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

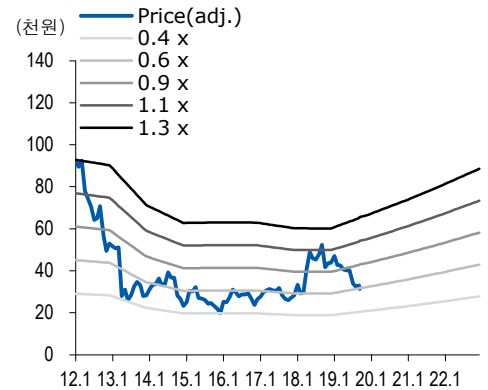
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-2,359	7,713	6,758	5,978	6,409
BPS	45,095	45,079	49,974	55,003	60,467
EBITDAPS	5,264	14,814	10,707	9,704	10,157
SPS	163,602	174,097	129,753	124,617	128,490
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	-12.4	5.3	4.6	5.2	4.9
PBR	0.6	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.9	3.0	4.2	4.0	3.4
PSR	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	5.8	12.5	-21.1	2.2	3.1
영업이익 증가율 (%)	122.9	234.0	-25.9	-4.1	4.8
지배지분이익 증가율 (%)	적지	흑전	-7.2	-5.9	7.2
매출총이익률 (%)	6.9	12.4	13.1	12.2	12.2
영업이익률 (%)	2.7	8.1	7.6	7.1	7.3
자본순이익률 (%)	-1.4	4.4	5.2	4.8	5.0
EBITDA 마진 (%)	3.2	8.5	8.3	7.8	7.9
ROIC	13.1	37.8	30.5	26.3	27.5
ROA	-1.2	4.5	4.2	3.7	3.9
ROE	-5.2	17.3	13.9	11.5	11.2
부채비율 (%)	322.8	232.0	209.6	189.2	171.5
순차입금/자기자본 (%)	37.2	4.4	22.9	13.8	6.4
영업이익/금융비용 (배)	1.7	7.9	5.8	5.6	5.9

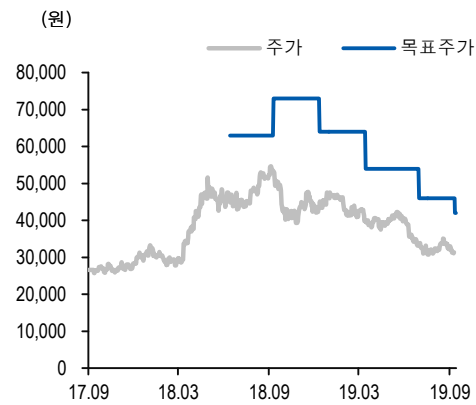
P/E band chart



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
2019-10-10	BUY	42,000	1년		
2019-07-29	BUY	46,000	1년	-29.46	-23.70
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)	0.6
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-07

※ 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.