

2019. 10. 29



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6454-4872

hr.park@meritz.co.kr

RA 김보라

02. 6454-4886

borakim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 49,000 원

현재주가 (10.28) 30,950 원

상승여력 58.3%

KOSPI 2,093.60pt

시가총액 24,737억원

발행주식수 7,992만주

유동주식비율 71.60%

외국인비중 30.66%

52주 최고/최저가 47,750원/30,600원

평균거래대금 105.6억원

주요주주(%)

허창수 외 17 인 25.59

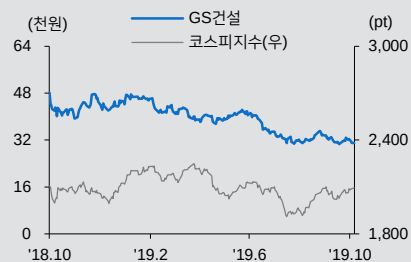
국민연금공단 13.27

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -3.9 -21.7 -27.3

상대주가 -5.9 -18.5 -29.7

주가그래프



GS건설 006360

성장하지 않는 기업의 밸류

- ✓ 3분기 실적에서 토목 및 주택 부문의 고수익성 지속
- ✓ 연휴 효과 및 신규 분양 지연 영향으로 매출이 부진
- ✓ 2019년 신규 분양은 연초 2.8만호 계획에서 크게 감소한 2.0만호
- ✓ 2020년 자체사업 확대, 지연된 분양 재개, 정비사업 증가 등으로 2.5만호 계획
- ✓ 단기적인 성장동력 부재를 감안하더라도 과도한 저평가 국면에 진입

여전히 수익성은 좋으나, 외형 둔화

3분기 영업이익은 컨센서스 대비 부진한 1,877억원을 기록하였다. 주택과 토목 부문의 수익성이 예상을 크게 상회하였음에도 불구하고, 추석 및 휴가철 영향으로 매출이 크게 부진하였다. 문제는 향후 매출의 기반이 되는 신규 분양이 부진하면서(연간 계획 2.8만호, 9월까지 누적 분양 1만호) 단기적으로 현재 수준의 영업이익을 크게 벗어나기 어려워졌다는 점이다.

주택 분양 확대가 제1의 조건, 해외수주 재개는 그 다음

전체 매출 변동에 가장 큰 영향을 주는 것은 주택 분양물량이다. 2018년 2.1만호를 분양하였으며 2019년 연간 계획은 연초 2.8만호였다. 여기서 흑석, 장위 등의 분양이 2020년으로 지연되면서 2019년 분양 계획은 2.0만호로 수정되었다. 실제로는 착공에 들어갔지만, 분양시점만 밀린 경우가 있어 당장 주택 매출을 우려하는 것은 시기상조이지만, 4분기 계획중인 1만호 수준의 분양이 정상적으로 이루어지지 않을 경우 2020년 역시 성장을 기대하기는 어려울 것으로 전망된다.

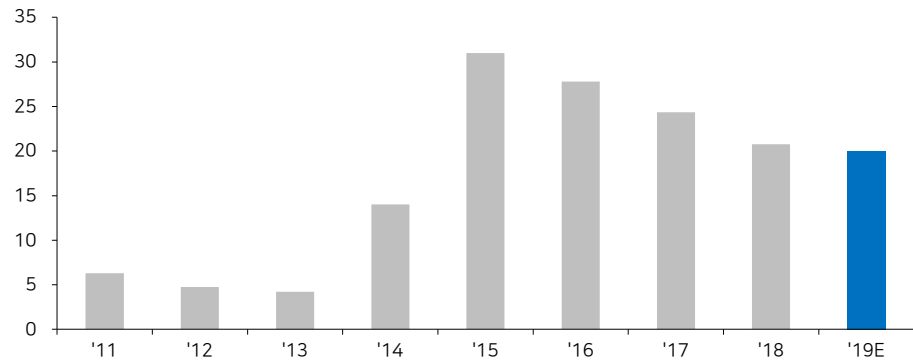
그럼에도 불구하고 연간 8,000억원 이상의 영업이익, 과도한 주가 하락

외형 둔화가 낮아진 Valuation 에 대한 근거로 작용하는 점을 감안하더라도 연간 8,000억원을 지속적으로 상회할 것으로 전망되는 영업이익과 자체 주택사업 확대를 위한 토지 매입 등의 투자, 2020년 이후 본격적으로 진행될 베트남 개발 사업 등을 감안하면 현재 주가는 과도하게 하락한 것으로 판단된다. 투자 의견 매수를 유지하며, 분양 지연에 따른 성장성 둔화와 신규 투자에 따른 순차입금 조정을 반영하여 적정주가를 57,000원에서 49,000원으로 하향한다.

(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	3.4	17.3	232.0
2019E	10,480.4	797.3	561.2	7,029	-8.7	49,448	4.4	0.6	3.8	15.0	206.7
2020E	12,031.9	814.1	573.6	7,177	2.1	55,325	4.3	0.6	3.2	13.7	191.8
2021E	12,591.4	956.4	694.4	8,688	21.1	62,713	3.6	0.5	2.0	14.7	173.6

그림1 GS건설 분양물량 추이

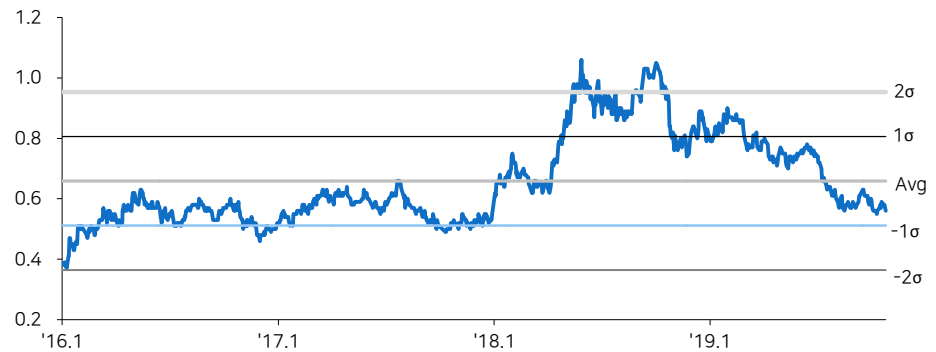
(천세대)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 GS건설 PBR 추이

(배)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 GS건설 3Q19 실적 Review

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠	(% diff.)
매출액	2,441.6	3,197.3	-23.6	2575.0	-5.2	2,610.1	-6.5	2,710.5	-9.9
영업이익	187.7	233.3	-19.6	205.9	-8.9	200.2	-6.2	200.1	-6.2
세전이익	239.5	156.1	53.5	212.8	12.6	161.6	48.2	158.5	51.1
지배순이익	167.5	135.4	23.7	143.2	17.0	120.3	39.2	118.6	41.2
영업이익률(%)	7.7	7.3		8.0		7.7		7.4	
순이익률(%)	6.9	4.2		5.6		4.6		4.4	

자료: GS건설, 메리츠증권증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	11,679.5	13,139.4	10,480.4	12,031.9	12,591.4
매출액증가율 (%)	5.8	12.5	-20.2	14.8	4.7
매출원가	10,876.1	11,511.8	9,134.7	10,702.1	11,107.0
매출총이익	803.3	1,627.6	1,345.7	1,329.8	1,484.5
판매관리비	484.7	563.1	548.4	515.7	528.1
영업이익	318.7	1,064.5	797.3	814.1	956.4
영업이익률	2.7	8.1	7.6	6.8	7.6
금융손익	-16.0	-176.6	-58.5	-67.2	-45.8
종속/관계기업손익	-6.1	6.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-457.3	-59.3	54.7	15.4	12.3
세전계속사업이익	-160.7	835.1	793.5	762.4	922.9
법인세비용	2.9	247.6	226.4	183.0	221.5
당기순이익	-163.7	587.4	567.1	579.4	701.4
지배주주지분 순이익	-168.4	582.1	561.2	573.6	694.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-205.5	1,033.0	91.9	704.2	960.7
당기순이익(손실)	-163.7	587.4	567.1	579.4	701.4
유형자산상각비	47.0	41.9	111.7	95.0	75.6
무형자산상각비	10.1	11.7	10.6	8.8	8.3
운전자본의 증감	-572.6	-103.6	-557.7	20.0	174.5
투자활동 현금흐름	13.5	-234.8	66.2	-70.5	-98.4
유형자산의증가(CAPEX)	-20.8	-13.7	-129.8	-20.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	-39.6	21.1	54.3	-22.3	-58.0
재무활동 현금흐름	300.0	-1,655.6	-691.6	-236.5	-398.4
차입금의 증감	436.0	-1,813.8	46.5	-139.6	-293.6
자본의 증가	19.7	223.4	11.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	86.0	-849.7	-538.0	397.2	464.0
기초현금	2,356.3	2,442.3	1,592.6	1,054.6	1,451.8
기말현금	2,442.3	1,592.6	1,054.6	1,451.8	1,915.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	9,582.3	7,828.2	7,649.5	8,494.2	9,300.4
현금및현금성자산	2,442.3	1,592.6	1,054.6	1,451.8	1,915.8
매출채권	89.9	25.0	22.1	25.6	27.8
재고자산	1,090.7	1,034.2	1,344.5	1,277.2	1,149.5
비유동자산	4,114.3	4,205.1	4,843.0	4,781.5	4,778.6
유형자산	897.5	841.1	882.7	807.7	755.0
무형자산	209.5	215.7	216.1	207.3	199.0
투자자산	991.7	977.1	922.9	945.2	1,003.1
자산총계	13,696.6	12,033.3	12,492.5	13,275.7	14,078.9
유동부채	8,581.3	6,359.7	6,071.0	6,301.5	6,728.8
매입채무	2,333.0	1,756.9	1,669.0	1,619.0	1,699.9
단기차입금	1,684.3	593.9	497.8	447.8	447.8
유동성장기부채	1,130.5	362.0	199.3	149.3	149.3
비유동부채	1,875.7	2,048.9	2,347.8	2,425.0	2,203.5
사채	265.1	99.8	208.7	208.7	208.7
장기차입금	667.9	958.8	810.0	760.0	460.0
부채총계	10,456.9	8,408.6	8,418.8	8,726.5	8,932.3
자본금	358.4	397.2	399.6	399.6	399.6
자본잉여금	627.2	811.8	821.1	821.1	821.1
기타포괄이익누계액	-65.4	-70.5	-54.7	-54.7	-54.7
이익잉여금	2,334.4	2,487.1	2,863.1	3,332.8	3,923.3
비지배주주지분	72.4	76.2	121.6	127.4	134.4
자본총계	3,239.7	3,624.7	4,073.7	4,549.2	5,146.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	163,602	174,097	131,261	150,540	157,542
EPS(지배주주)	-2,359	7,713	7,029	7,177	8,688
CFPS	7,303	18,365	12,829	11,677	13,170
EBITDAPS	5,264	14,814	11,517	11,484	13,016
BPS	44,190	44,672	49,448	55,325	62,713
DPS	300	1,000	1,200	1,300	1,300
배당수익률(%)	1.1	2.3	3.9	4.2	4.2
Valuation(Multiple)					
PER	-12.0	5.7	4.4	4.3	3.6
PCR	3.9	2.4	2.4	2.7	2.3
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.6	1.0	0.6	0.6	0.5
EBITDA	375.8	1,118.1	919.6	917.9	1,040.3
EV/EBITDA	9.0	3.4	3.8	3.2	2.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-5.2	17.3	15.0	13.7	14.7
EBITDA 이익률	3.2	8.5	8.8	7.6	8.3
부채비율	322.8	232.0	206.7	191.8	173.6
금융비용부담률	1.6	1.0	1.3	0.9	0.8
이자보상배율(x)	1.7	7.9	6.0	7.2	9.1
매출채권회전율(x)	235.5	228.9	445.1	503.8	471.1
재고자산회전율(x)	12.2	12.4	8.8	9.2	10.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

