GS건설 (006360)

건설

김기룡
02 3770 3521
kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	42,000원 (M)
현재주가 (10/28)	30,950원
상승여력	36%

시가총액	24,737억원
총발행주식수	79,924,368주
60일 평균 거래대금	106억원
60일 평균 거래량	326,071주
52주 고	47,750원
52주 저	30,600원
외인지분율	30.66%
주요주주	허창수 외 17 인 25.59%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.9)	(6.8)	(27.3)
상대	(5.9)	(8.0)	(29.7)
절대(달러환산)	(1.5)	(5.7)	(29.1)

수주와 매출, 분양 실적 모두 낮아진 기대치

3Q19 Review : 시장 예상치 소폭 하회

2019년 3분기, GS건설 연결 실적은 매출액 2.44조원(-23.7%, YoY), 영업이익 1,877억원(-19.6%, YoY)으로 시장 예상치를 소폭 하회했다. 전사 실적을 견인하고 있는 건축/주택 부문을 비롯해 토목, 플랜트/전력 등 기타 부문을 제외한 전 공종에 걸쳐 매출 감소 기조가 이어졌다. 지역별로는 해외 매출이 전년대비 절반 수준에 그쳤다[해외 매출 : 1,37조원(3Q18) → 0.68조원(3Q19P)]. 다만, 영업이익률은 해외 현장 축소와 본사 인력 증가로 인한 판관비 증가에도 불구, 1) 인프라 현장 원가율 개선 2) 주택 준공 정산이익이 반영되며 전년동기대비 0.4%p 개선되었다 [영업이익률 : 7.3%(3Q18) → 7.7%(3Q19P)]. 세전이익과 지배주주순이익은 환 관련이익 467억원 반영으로 전년동기대비 각각 54%, 24% 증가했다.

2019년, 수주와 매출, 분양 실적 모두 어려워진 상황

2019년 3분기 누계 기준, 신규 수주 실적은 6.6조원(가이던스 달성률 49%)에 그치며 올해 수주 가이던스 역시 하향 조정되었다[13.5조원 → 10.5~11.0조원]. 해외 수주 역시 롯데케미칼 LINE Project의 연내 수주 가능성이 낮아지며(NCC, 20억불) 오만 PTA(7억불), UAE PTS(3억불) 추가 수주 가능성에 그칠 전망이다. 건축/주택 부문과 연동되는 주택 분양실적 또한 3분기 누계 기준 1.0만 세대 그쳤다. 연내 계획했던 서울 주요 대형 재건축 현장의 분양 지연으로 2019년 주택 분양 가이던스 역시 기존 2.8만 세대에서 2.0만 세대로 하향 조정되었다. 다만, 실적 측면에서는 그룹사 기 수주(총 1.5조원, GS칼텍스 MFC+LG화학 Y2C) 현장과 4분기 추가 수주(0.5조원, LG화학)를 통한 약 2조원 규모의 플랜트/전력 부문 실적 반영이 2020년 매출 성장에 기여할 전망이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 42,000원 유지

GS건설에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 42,000원을 유지한다. 민간택지 분양가상한제 시행 우려로 주택 부문의 강점을 보유한 동사의 주가 하락과 함께 Valuation 매력은 부각되고 있다. 다만, 여전히 상존하는 주택 시장의 불확실성과 함께 낮아진 분양실적 눈높이, Peer 대비 부진한 해외 수주는 의미있는 주가 반등의 제한 요인으로 판단한다. 2020년 상반기, 착공 예정인 베트남 개발사업의 구체화와 함께 자회사 실적 기여 확대[(GS이니마, 자이에스앤디(11/6일 상장)] 가능성은 긍정적 요인이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	24,416	-23.6	-5.2	26,101	-6.5
영업이익	1,877	-19.6	-8.8	2,002	-6.2
세전계속사업이익	2,395	53.5	12.6	1,616	48.2
지배순이익	1,675	23.7	17.0	1,203	39.2
영업이익률 (%)	7.7	+0.4 %pt	-0.3 %pt	7.7	0
지배순이익률 (%)	6.9	+2.7 %pt	+1.3 %pt	4.6	+2.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	116,795	131,394	102,792	105,805
영업이익	3,187	10,645	7,805	7,508
지배순이익	-1,684	5,821	5,728	5,046
PER	-12.4	5.3	4.3	5.2
PBR	0.6	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.9	3.0	4.1	4.0
ROE	-5.2	17.3	14.7	11.3

자료: 유안타증권

GS 건설 3Q19 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,197	3,233	2,602	2,575	2,442	-23.6%	-5.2%	2,567	-4.9%
영업이익	233	222	191	206	188	-19.6%	-8.8%	198	-5.2%
세전이익	156	178	178	213	239	53.5%	12.6%	159	50.4%
지배주주순이익	135	96	127	143	167	23.7%	17.0%	121	38.8%
영업이익률	7.3%	6.9%	7.4%	8.0%	7.7%			7.7%	
세전이익률	4.9%	5.5%	6.8%	8.3%	9.8%			6.2%	
지배주주순이익률	4.2%	3.0%	4.9%	5.6%	6.9%			4.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

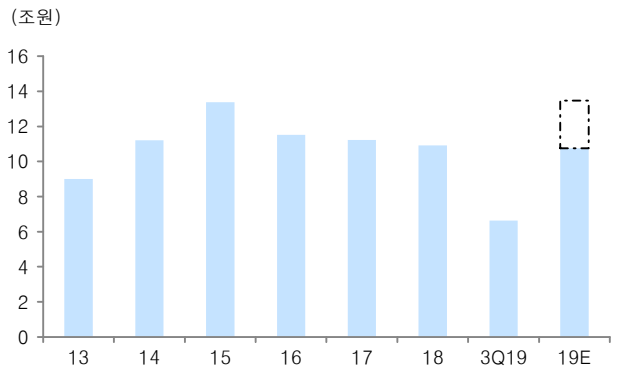
GS 건설 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2019E	2020E
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	13,139	2,602	2,575	2,442	2,661	10,279	10,580
- 토목	270	317	281	248	1,116	230	215	208	213	866	947
- 건축/주택	1,716	1,984	1,728	1,710	7,138	1,514	1,580	1,393	1,503	5,990	5,707
- 플랜트+전력	1,120	1,262	1,170	1,253	4,805	837	758	823	922	3,340	3,841
- 기타	21	19	18	22	80	21	22	18	22	83	86
매출원가	2,624	3,250	2,843	2,795	11,512	2,248	2,233	2,114	2,326	8,920	9,294
% 원가율	83.9%	90.7%	88.9%	86.5%	87.6%	86.4%	86.7%	86.6%	87.4%	86.8%	87.8%
- 토목	92.4%	89.6%	92.4%	100.0%	93.3%	91.9%	96.3%	88.6%	93.8%	92.7%	94.0%
- 건축/주택	84.1%	88.0%	85.2%	83.8%	85.4%	85.7%	83.8%	83.3%	84.5%	84.3%	84.6%
- 플랜트+전력	81.3%	95.0%	93.4%	87.2%	89.4%	86.2%	89.6%	91.4%	90.5%	89.4%	91.0%
- 기타	91.6%	113.7%	105.0%	91.6%	99.9%	84.1%	101.4%	93.9%	95.8%	93.9%	94.0%
매출총이익	504	332	354	438	1,628	354	342	328	335	1,359	1,286
- 토목	21	33	21	0	75	19	8	24	13	64	57
- 건축/주택	273	238	256	277	1,044	217	256	233	233	938	879
- 플랜트+전력	209	63	78	160	510	116	79	71	88	353	346
- 기타	1	-2	-1	1	-1	4	-1	1	1	5	5
판관비	114	113	121	216	563	163	136	140	139	578	536
% 판관비율	3.6%	3.1%	3.8%	6.7%	4.3%	6.3%	5.3%	5.7%	5.2%	5.6%	5.1%
영업이익	390	219	233	222	1,064	191	206	188	196	781	751
% 영업이익률	12.5%	6.1%	7.3%	6.9%	8.1%	7.4%	8.0%	7.7%	7.3%	7.6%	7.1%

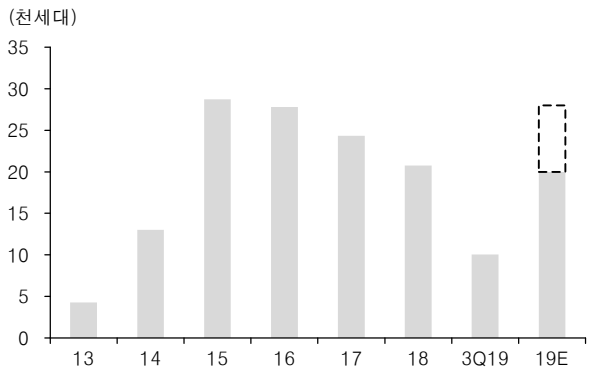
자료: 유안타증권 리서치센터

GS 건설 신규수주 추이 및 가이던스 하향 조정 [3Q19 수치는 누계 기준]



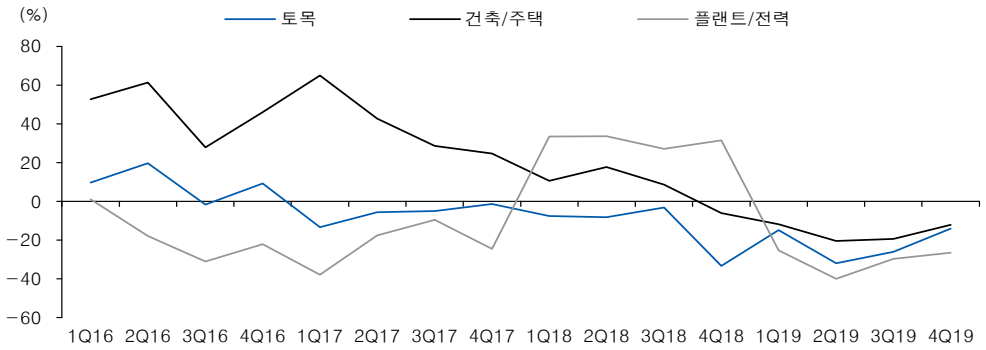
자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

GS 건설 주택 분양물량 및 가이던스 하향 조정 [3Q19 수치는 누계 기준]



자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

GS 건설 사업부문별 매출 YoY 증감률



자료: GS 건설, 유안타증권 리서치센터

GS 건설 SOTP(Sum-Of-The-Parts) 목표주가 산정 (단위: 십억원, 배, 원)

항목	기업가치	비고
1. 영업가치	3,419	
- 12개월 NOPLAT (연결)	570	12개월 선행 기준, 법인세율 27% 적용
- Multiple	6	국내 EPC 사 평균 10% 할인
2. 자산가치 (비영업가치)	817	
- 투자부동산	640	장부가 30% 할인
- 매도가능금융자산	176	장부가 30% 할인
3. 순차입금	636	12개월 선행 기준
4. 주주가치 (=1+2-3)	3,599	
- 발행주식수	84,913,428	전환사채 전량 전환 가정
목표주가	42,000	반올림 적용
현재주가	30,950	10월 28일 종가 기준
Upside	35.70%	

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**	**102,792**	**105,805**	**111,438**
매출원가	108,761	115,118	89,205	92,940	97,936
매출총이익	8,033	16,276	13,587	12,865	13,502
판관비	4,847	5,631	5,782	5,357	5,531
영업이익	**3,187**	**10,645**	**7,805**	**7,508**	**7,971**
EBITDA	3,758	11,181	8,476	8,196	8,678
영업외손익	-4,794	-2,294	361	-526	-364
외환관련손익	-1,588	-7	351	139	139
이자손익	-1,472	-840	-872	-860	-850
관계기업관련손익	-61	65	-2	-2	-2
기타	-1,673	-1,512	884	197	349
법인세비용차감전순손익	-1,607	8,350	8,166	6,982	7,608
법인세비용	29	2,476	2,377	1,885	2,054
계속사업순손익	-1,637	5,874	5,788	5,097	5,554
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,637	5,874	5,788	5,097	5,554
지배지분순이익	**-1,684**	**5,821**	**5,728**	**5,046**	**5,498**
포괄순이익	-1,250	5,657	6,208	5,517	5,974
지배지분포괄이익	-1,238	5,651	6,156	5,473	5,926

주: 영업이익 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**	**80,934**	**82,939**	**85,690**
현금및현금성자산	24,423	15,926	17,381	18,086	20,627
매출채권 및 기타채권	46,891	41,513	42,825	44,305	44,475
재고자산	10,907	10,342	9,920	9,980	10,120
비유동자산	41,143	42,051	53,487	54,873	56,260
유형자산	8,975	8,410	9,863	9,953	10,034
관계기업등 지분관련자산	444	735	918	1,503	2,088
기타투자자산	9,473	9,037	9,194	10,024	10,854
자산총계	**136,966**	**120,333**	**134,421**	**137,812**	**141,950**
유동부채	85,813	63,597	62,648	63,149	64,239
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	4,213	5,069	6,369
비유동부채	18,756	20,489	28,122	26,817	25,217
장기차입금	6,679	9,588	9,920	9,770	9,670
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	42,455	46,651	51,299
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	29,706	33,902	38,550
비지배지분	724	762	1,196	1,196	1,196
자본총계	**32,397**	**36,247**	**43,651**	**47,847**	**52,494**
순차입금	**11,788**	**1,576**	**8,559**	**6,684**	**3,493**
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**	**4,296**	**3,601**	**5,307**
당기순이익	-1,637	5,874	5,788	5,097	5,554
감가상각비	470	419	550	570	598
외환손익	1,183	-311	-425	-139	-139
종속,관계기업관련손익	61	-65	2	2	2
자산부채의 증감	-5,726	-1,036	-2,359	-3,295	-2,065
기타현금흐름	3,594	5,448	740	1,366	1,358
투자활동 현금흐름	**135**	**-2,348**	**-4,446**	**-2,976**	**-3,026**
투자자산	-750	-243	-1,488	-1,417	-1,417
유형자산 증가 (CAPEX)	-208	-137	-1,768	-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**	**-2,691**	**-2,221**
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	-887	-887
기타현금흐름	3,007	-16,346	-614	-634	-684
연결범위변동 등 기타	-220	78	-1,077	2,770	2,481
현금의 증감	**860**	**-8,497**	**1,455**	**704**	**2,541**
기초 현금	23,563	24,423	15,926	17,382	18,086
기말 현금	24,423	15,926	17,382	18,086	20,628
NOPLAT	**3,245**	**10,645**	**7,805**	**7,508**	**7,971**
FCF	**-2,118**	**6,852**	**2,076**	**2,144**	**3,711**

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-2,359	7,713	7,167	5,935	6,467
BPS	45,095	45,079	49,937	54,872	60,339
EBITDAPS	5,264	14,814	10,605	9,641	10,208
SPS	163,602	174,097	128,612	124,450	131,076
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	**-12.4**	**5.3**	**4.3**	**5.2**	**4.8**
PBR	**0.6**	**0.9**	**0.6**	**0.6**	**0.5**
EV/EBITDA	**8.9**	**3.0**	**4.1**	**4.0**	**3.4**
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**	**-21.8**	**2.9**	**5.3**
영업이익 증가율 (%)	**122.9**	**234.0**	**-26.7**	**-3.8**	**6.2**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**-1.6**	**-11.9**	**9.0**
매출총이익률 (%)	6.9	12.4	13.2	12.2	12.1
영업이익률 (%)	**2.7**	**8.1**	**7.6**	**7.1**	**7.2**
지배순이익률 (%)	-1.4	4.4	5.6	4.8	4.9
EBITDA 마진 (%)	3.2	8.5	8.2	7.7	7.8
ROIC	13.1	37.8	30.4	26.2	26.9
ROA	-1.2	4.5	4.5	3.7	3.9
ROE	**-5.2**	**17.3**	**14.7**	**11.3**	**11.2**
부채비율 (%)	322.8	232.0	207.9	188.0	170.4
순차입금/자기자본 (%)	37.2	4.4	20.2	14.3	6.8
영업이익/금융비용 (배)	1.7	7.9	5.7	5.6	5.9

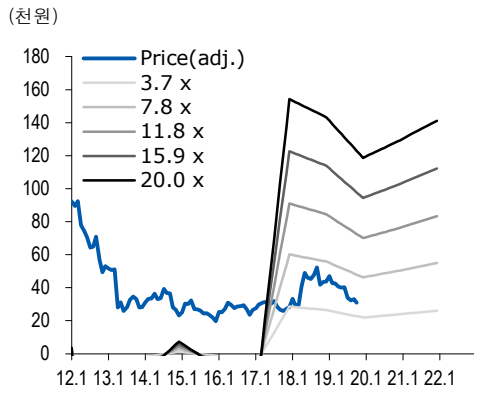
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

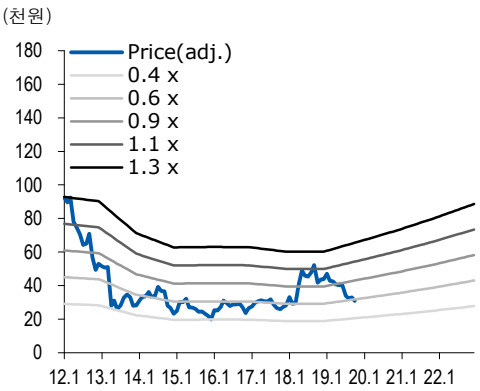
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

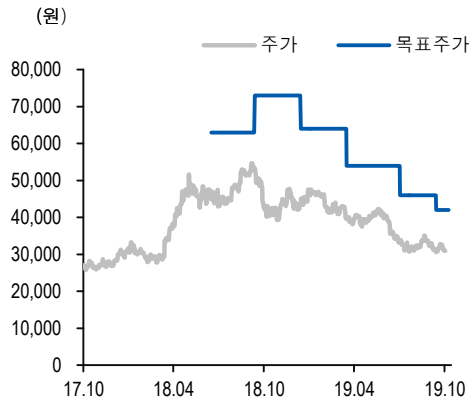
P/E band chart



P/B band chart



GS 건설 (006360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-10-29	BUY	42,000	1년		
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: 괴리율 = (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)	85.2
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-10-26

※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.