

투자의견(유지)	매수		
목표주가(12M,유지)	63,000원		
현재주가(18/12/04)	44,850원		
상승여력	40%		
영업이익(18F,십억원)	1,065		
Consensus 영업이익(18F,십억원)	1,050		
EPS 성장률(18F,%)	-		
MKT EPS 성장률(18F,%)	10.3		
P/E(18F,x)	5.3		
MKT P/E(18F,x)	8.7		
KOSPI	2,114.35		
시가총액(십억원)	3,555		
발행주식수(백만주)	79		
유동주식비율(%)	71.4		
외국인 보유비중(%)	25.5		
베타(12M) 일간수익률	1.29		
52주 최저가(원)	26,650		
52주 최고가(원)	54,700		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	-3.3	64.3
상대주가	3.4	11.9	94.4

[인프라/부동산]

이광수
02-3774-1457
kwangsoo.lee@miraasset.com

GS건설 (006360)

이제, 수주다.

2018년, 기업가치 상승은 실적이 이끌었다.

GS건설의 2018년은 높은 이익 증가가 돋보인 한 해였다. **1분기 영업이익 3,898억원을 기록하며 시장을 놀라게 한 이후 분기당 2,000억원 이상의 안정적인 영업이익을 달성 중이다.** 실적 개선 이유는 주택사업 매출증가와 해외사업의 수익개선이다. 2018년 3분기 누적기준 주택/건축 사업부의 매출은 5.4조원을 기록하여 2018년 같은 기간 대비 12.5% 증가했다. 플랜트(해외포함) 2018년 3분기 누적 매출이익률은 10.2%로 2017년 3분기 누적 -13.2% 대비 크게 개선되었다.

2019년, 기업가치는 수주가 이끌 차례

이익증가에 따라 기업가치가 상승했다. 12개월 절대 주가 상승률이 65%에 이른다. 반면, 2019년에는 이익 성장이 제한적일 전망이다. 아파트 분양이 감소했고 해외부문의 일회성 이익도 예상되지 않기 때문이다. **2019년 영업이익은 9,520억원으로 2018년과 비교하여 -11% 감소할 것으로 추정된다.**

이익 감소에 따른 시장 우려가 존재한다. 따라서, 2019년 GS건설에게 가장 필요한 건 다각화된 수주 확대다. 수주증기를 통해 장기이익 증가가 가능하다면 기업가치 상향이 가능할 수 있다는 판단이다. 특히, 해외사업 확대가 주가상승에 절대적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이러한 측면에서 국내 플랜트 및 해외 발주시장 회복은 GS건설 수주증가에 기여할 것으로 예상된다. **2019년 신규수주는 12조 3천억원으로 2018년 대비 22% 증가하며 주택을 제외한 수주는 2019년 7조 6천억원으로 2018년 대비 85% 증가할 것으로 추정된다.**

단기 실적보다 미래를 볼 시점, 스페인 건설회사 Role model

최근 국내 주택시장에서 GS건설이 보여준 성과는 놀랍다. 자체사업을 확대하고 재건축 시장에서 안정적인 시장 점유율을 확보했다. 자이 브랜드를 통해 주택시장에서 확고한 위치도 차지했다. 그러나, 향후 국내 주택시장 전망은 밝지 않다. 분양물량이 감소하고 분양가격 하락 가능성도 존재한다. 따라서, 새로운 성장 모멘텀이 필요한 상황이다.

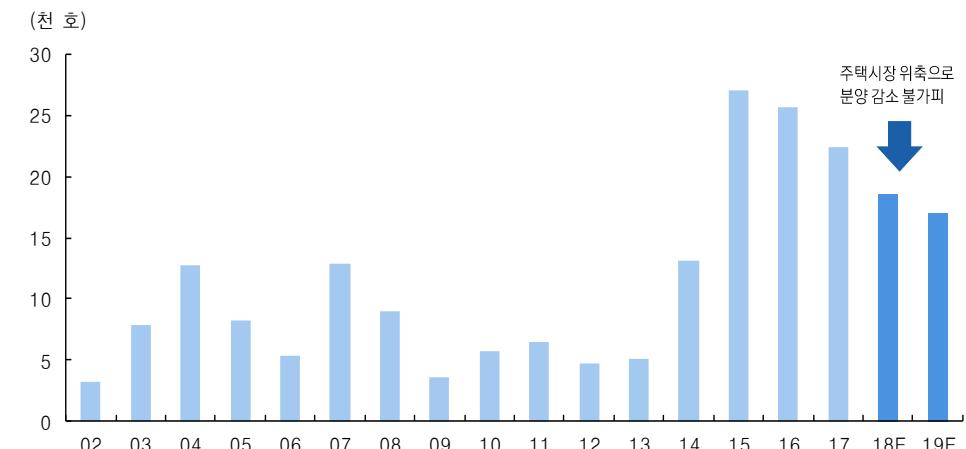
해외사업 확대차원에서 스페인 건설회사를 본받을 필요가 있다. 2008년 금융위기에 따른 국내 건설경기 위축 이후 스페인 건설회사들은 적극적으로 해외진출을 추진했다. 스페인의 대표적 건설회사인 Ferrovial(BME: FER)의 경우 2017년 매출에서 77% 이상이 해외에서 발생한다. 해외수주가 증가하면서 이익도 증가하고 있다. 2017년 순이익은 2016년과 비교하여 21% 증가했다. GS건설은 중동과 아시아 등 해외에서 현재까지 누적 수주액 585억 달리를 기록 중이다. 해외 플랜트와 아시아 인프라에서 풍부한 경험을 보유하고 있다. 적극적인 의지가 뒷받침된다면 해외 수주를 통한 성장이 가능하다는 판단이다. 2019년을 기대해 본다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	10,573	11,036	11,679	13,155	12,401	12,193
영업이익 (십억원)	122	143	319	1,065	952	864
영업이익률 (%)	1.2	1.3	2.7	8.1	7.7	7.1
순이익 (십억원)	26	-26	-168	633	685	670
EPS (원)	367	-363	-2,359	8,395	8,641	8,454
ROE (%)	0.8	-0.8	-5.2	18.8	17.5	14.7
P/E (배)	53.8	-	-	5.3	5.2	5.3
P/B (배)	0.4	0.6	0.6	1.0	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.1	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

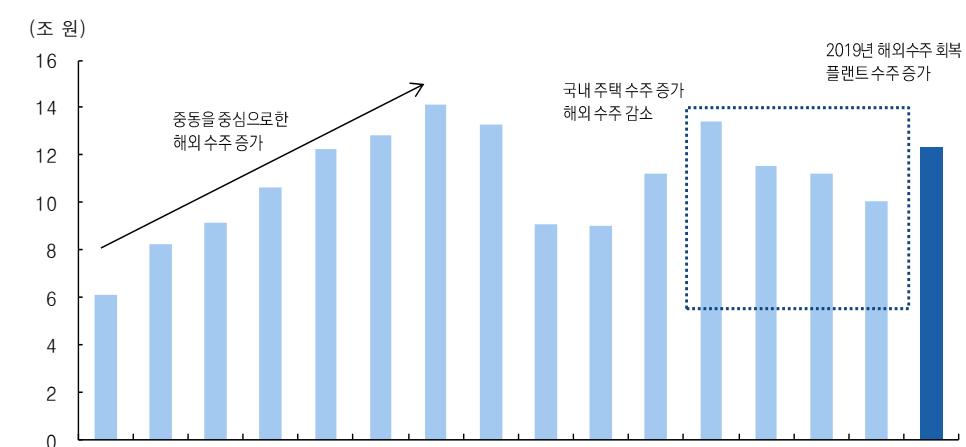
자료: GS건설, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. GS건설 아파트 분양 물량



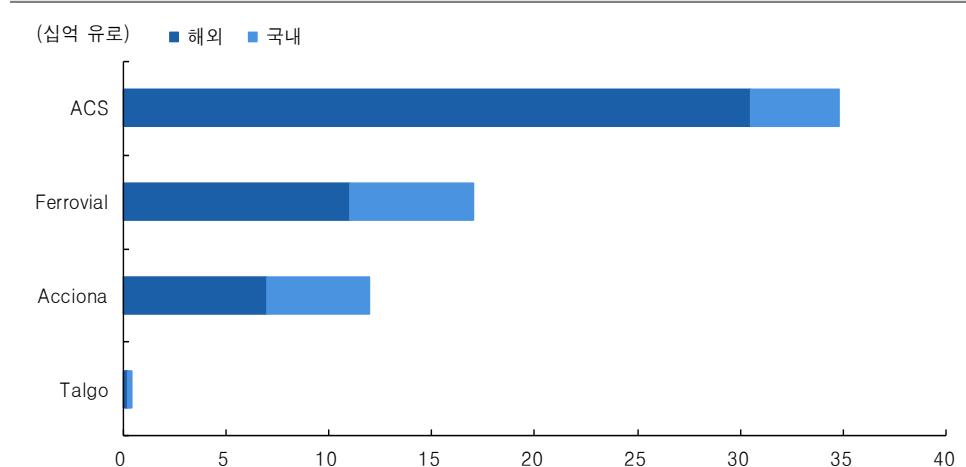
자료: 부동산 114, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. GS건설 신규수주 추이



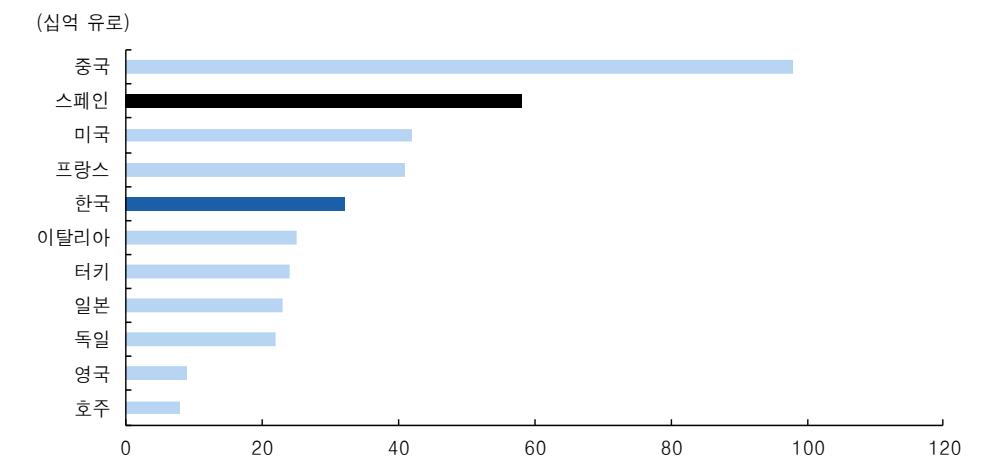
자료: GS건설, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 스페인 주요 건설회사, 해외-국내 매출 현황 (2017년 기준)



자료: FT, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 주요 국가, 건설회사 해외매출 현황



자료: FT, 미래에셋대우 리서치센터

GS건설 (006360)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	11,679	13,155	12,401	12,193
매출원가	10,876	11,624	10,976	10,822
매출총이익	803	1,531	1,425	1,371
판매비와관리비	485	467	474	507
조정영업이익	319	1,065	952	864
영업이익	319	1,065	952	864
비영업손익	-480	-203	2	69
금융손익	-147	-76	-54	-27
관계기업등 투자손익	-6	6	0	0
세전계속사업손익	-161	862	954	933
계속사업법인세비용	3	221	248	243
계속사업이익	-164	641	706	691
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-164	641	706	691
지배주주	-168	633	685	670
비지배주주	5	7	21	21
총포괄이익	-125	621	706	691
지배주주	-124	623	698	683
비지배주주	-1	-1	8	8
EBITDA	376	1,116	995	904
FCF	-226	610	924	938
EBITDA 마진율 (%)	3.2	8.5	8.0	7.4
영업이익률 (%)	2.7	8.1	7.7	7.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.4	4.8	5.5	5.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	9,582	7,430	7,193	7,150
현금 및 현금성자산	2,442	1,070	1,272	1,671
매출채권 및 기타채권	3,147	2,786	2,396	2,060
재고자산	1,091	1,046	1,049	1,001
기타유동자산	2,902	2,528	2,476	2,418
비유동자산	4,114	4,572	4,696	4,784
관계기업투자등	44	46	45	43
유형자산	898	838	805	776
무형자산	209	209	199	189
자산총계	13,697	12,002	11,889	11,933
유동부채	8,581	6,483	5,885	5,388
매입채무 및 기타채무	2,474	2,047	2,200	2,349
단기금융부채	3,061	1,480	1,208	965
기타유동부채	3,046	2,956	2,477	2,074
비유동부채	1,876	1,855	1,657	1,531
장기금융부채	1,018	923	667	518
기타비유동부채	858	932	990	1,013
부채총계	10,457	8,337	7,542	6,919
지배주주자분	3,168	3,586	4,248	4,895
자본금	358	394	394	394
자본잉여금	627	799	799	799
이익잉여금	2,334	2,548	3,209	3,856
비지배주주자분	72	78	99	119
자본총계	3,240	3,664	4,347	5,014

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	-205	618	924	938
당기순이익	-164	641	706	691
비현금수익비용가감	685	595	357	320
유형자산감가상각비	47	39	33	30
무형자산상각비	10	11	11	10
기타	628	545	313	280
영업활동으로인한자산및부채의변동	-573	-343	163	196
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-615	103	1	2
재고자산 감소(증가)	30	70	-3	48
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	158	-444	132	141
법인세납부	-41	-182	-248	-243
투자활동으로 인한 현금흐름	14	-462	-171	-124
유형자산처분(취득)	-5	17	0	0
무형자산감소(증가)	-5	-15	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	142	-310	-160	-113
기타투자활동	-118	-154	-11	-11
재무활동으로 인한 현금흐름	300	-1,550	-552	-417
장단기금융부채의 증가(감소)	436	-1,676	-528	-393
자본의 증가(감소)	20	208	0	0
배당금의 지급	-1	-21	-24	-24
기타재무활동	-155	-61	0	0
현금의 증가	86	-1,373	202	399
기초현금	2,356	2,442	1,070	1,272
기말현금	2,442	1,070	1,272	1,671

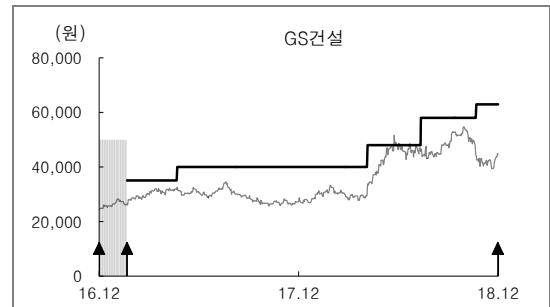
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	-	5.3	5.2	5.3
P/CF (x)	3.9	2.7	3.3	3.5
P/B (x)	0.6	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	9.0	4.1	3.9	3.5
EPS (원)	-2,359	8,395	8,641	8,454
CFPS (원)	7,303	16,381	13,410	12,753
BPS (원)	45,246	45,724	54,068	62,224
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-12.9	3.7	3.3	3.4
배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	5.8	12.6	-5.7	-1.7
EBITDA증가율 (%)	78.2	196.8	-10.8	-9.1
조정영업이익증가율 (%)	123.1	233.9	-10.6	-9.2
EPS증가율 (%)	-	-	2.9	-2.2
매출채권 회전율 (회)	235.5	183.6	234.7	238.6
재고자산 회전율 (회)	12.2	12.3	11.8	11.9
매입채무 회전율 (회)	4.8	5.6	5.8	5.3
ROA (%)	-1.2	5.0	5.9	5.8
ROE (%)	-5.2	18.8	17.5	14.7
ROIC (%)	11.1	22.2	29.4	28.8
부채비율 (%)	322.8	227.5	173.5	138.0
유동비율 (%)	111.7	114.6	122.2	132.7
순차입금/자기자본 (%)	39.1	26.0	5.3	-10.8
조정영업이익/금융비용 (x)	1.7	8.6	9.6	11.1

자료: GS건설, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
GS건설(006360)				
2018.10.25	매수	63,000	-	-
2018.07.16	매수	58,000	-16.98	-5.69
2018.04.09	매수	48,000	-9.26	7.50
2017.04.26	매수	40,000	-26.67	-13.50
2017.01.24	매수	35,000	-13.58	-7.86
2016.05.31	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(□)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당시는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당시는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.