

GS건설(006360)

해외 수주의 달라진 모습

플랜트 이익률 호조와 토목 사업부 정상화로 시장 기대치 상회
국내 수주 가이드선 달성은 무난. 해외 수주 추세는 모니터링 필요
매력적인 주가 구간 진입. 긴 호흡에서 매수 추천

Facts : 플랜트 이익률 호조와 토목 사업부 정상화로 시장 기대치 상회

1분기 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 17%, 51% 줄어든 2.6조원과 1,900억원으로 컨센서스를 상회했다. 일회성 환입 없이도 플랜트 사업부의 매출총이익률이 14%에 육박하며 2018년 연간 매출총이익률 대비 3%p 이상 개선됐고, 전분기 이익에 기여하지 못했던 토목사업부 역시 정상화됐기 때문이다. 주목할만한 부분은 해외 사업장의 매출총이익률이 국내와 유사한 13%를 기록한 점이다. 시장에서 예상했던 대로 2018년 경영성과에 대한 인센티브 700억원이 집행됐으나 이익률 개선 영향으로 우려했던 수준의 이익 감소는 발생하지 않았다.

Pros & cons : 국내 수주 가이드선 달성은 무난. 해외 수주 추세는 모니터링 필요

GS칼텍스 MFC(1조원), LG화학 NCC(0.5조원) 등 관계사 프로젝트의 계약이 2~3 분기중 이뤄질 것으로 예측되는 가운데 경영진은 국내 수주에 대해 낙관적인 입장을 밝혔다. 플랜트뿐만 아니라 주택 수주에 대해서도 자신감을 보였는데, 이는 기존 계약고에서 수주로 이어지는 안정적인 정비 물량이 주택 사업부를 받쳐주기 때문으로 풀이된다. 한편 알제리와 UAE에서 기대하던 프로젝트 수주에 난항을 겪으면서 해외 수주 추세는 모니터링이 필요할 것으로 보인다. 언론 보도에 따르면 상반기에 기대중이던 UAE GAP(32억달러)은 공구 분할 후 재입찰로 계약 시기가 더 지연될 것으로 알려졌다. 하지만 진행중인 다수의 프로젝트와 계약 변경 등의 가능성을 감안할 때 아직 실망하기에는 이른 시점으로 판단한다.

Action : 매력적인 주가 구간 진입. 긴 호흡에서 매수 추천

연초 이후 해외 수주에 대한 기대감 약화로 주가 역시 부진한 모습이다. 40,000원을 밑도는 현 주가는 2018년 11월 이후 가장 낮은 수준으로 해외 수주에 대한 우려를 온전히 반영한 것으로 판단된다. 하지만 이번 실적에서도 알 수 있듯 해외 사업장에 대한 우려는 이제 과거의 이야기가 되었다. 단기적으로 기대되는 대형 프로젝트가 없다는 점은 아쉽지만, 2018년 이후 GS건설의 달라진 모습은 반복해서 확인되고 있음에 주목할 필요가 있다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 57,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/26)	2,179
주가(4/26)	39,550
시가총액(십억원)	3,157
발행주식수(백만)	80
52주 최고/최저(원)	54,700/37,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	24,855
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.6/31.3
주요주주(%)	허창수 외 17 인 25.6
	국민연금 12.1

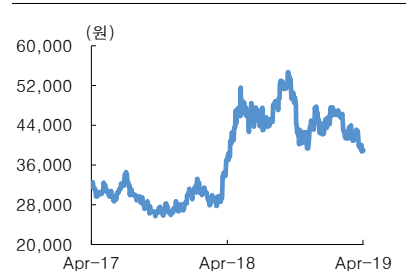
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	5.6	5.3	4.5
PBR(x)	1.0	0.8	0.7
ROE(%)	17.3	15.2	15.7
DY(%)	2.3	2.6	2.6
EV/EBITDA(x)	3.6	3.5	3.1
EPS(원)	7,788	7,310	8,639
BPS(원)	45,130	51,162	58,732

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.9)	(7.2)	3.0
KOSPI 대비(%p)	(6.3)	(14.7)	15.0

주가추이



자료: FnGuide

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 영업이익 컨센서스 상회

(단위: 십억원, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,127.5	3,581.9	3,197.3	3,232.7	2,601.9	(19.5)	(16.8)	2,719.5
영업이익	389.8	219.2	233.3	222.1	191.1	(14.0)	(51.0)	171.3
영업이익률(%)	12.5	6.1	7.3	6.9	7.3	0.5	(5.1)	6.3
세전이익	311.2	189.7	156.1	178.2	177.5	(0.4)	(42.9)	132.2
순이익	206.9	143.7	135.4	96.2	127.2	32.3	(38.5)	89.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	2,602	2,717	2,836	3,116	11,036	11,679	13,139	11,271	12,389
증감률(% YoY)	15.8	19.6	13.4	2.2	(16.8)	(24.1)	(11.3)	(3.6)	4.4	5.8	12.5	(14.2)	9.9
토목	269	317	281	248	230	271	286	301	1,383	1,298	1,116	1,088	1,316
플랜트	1,120	1,262	1,170	1,253	837	806	835	1,025	4,771	3,654	4,805	3,503	3,946
건축	1,716	1,984	1,728	1,712	1,514	1,615	1,690	1,761	4,814	6,646	7,140	6,580	7,026
기타	22	19	18	20	21	25	25	29	68	81	78	100	100
매출총이익률(%)	16.1	9.3	11.1	13.5	13.6	12.3	12.3	13.1	4.4	6.9	12.4	12.8	12.9
토목	7.6	10.4	7.6	0.0	8.1	7.5	7.5	7.0	4.5	3.5	6.7	7.5	8.0
플랜트	18.7	5.0	6.6	12.8	13.8	10.0	10.0	12.0	(6.5)	(10.0)	10.6	11.5	12.0
건축	15.9	12.0	14.8	16.1	14.3	14.3	14.3	15.0	15.3	16.8	14.6	14.5	14.4
기타	8.4	(13.7)	(5.0)	8.7	15.9	5.0	5.0	(2.8)	(0.0)	3.9	0.1	5.0	5.0
영업이익	390	219	233	222	191	224	234	290	143	319	1,064	940	1,063
증감률(% YoY)	561.2	155.0	228.0	116.5	(51.0)	2.4	0.5	30.4	17.1	122.9	234.2	(11.7)	13.1
영업이익률(%)	12.5	6.1	7.3	6.9	7.3	8.3	8.3	9.3	1.3	2.7	8.1	8.3	8.6
영업외수익/비용	(79)	(30)	(77)	(44)	(14)	(36)	(36)	(62)	(122)	(479)	(230)	(148)	(127)
세전계속사업이익	311	190	156	178	178	189	198	227	21	(161)	835	792	936
지배주주순이익	207	144	135	96	127	138	144	169	(26)	(168)	582	578	683
증감률(% YoY)	NM	1563.5	NM	NM	(38.5)	(4.2)	6.7	75.3	NM	NM	NM	(0.7)	18.2
순이익률(%)	6.6	4.0	4.2	3.0	4.9	5.1	5.1	5.4	(0.2)	(1.4)	4.4	5.1	5.5

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 수주/입찰 예정 프로젝트

(단위: 십억달러)

입찰 결과	국가/발주처	프로젝트	금액	입찰업체	비고
1Q19	알제리	HMD refinery	2.5	삼성엔지니어링+Tecnicas Reunidas, 현대건설, GS건설+페트로팩 등	총 25억달러 가운데 GS건설 10억달러 삼성ENG 컨소시엄 최저가 입찰
2Q19	사우디	라빅 턴어라운드	0.2	GS건설 수의계약	
2Q19	사우디/Aramco	턴어라운드	NA	GS건설 등	파일럿 2개 사업장의 턴어라운드 프로젝트. 이후 전체 사업장으로 확대 가능
2Q19	태국	HMC PP	0.2	GS건설 등 다수	5월 결과 발표 예상
2Q19	한국/현대케미칼	대산 HPC	2.7	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	대림산업 FEED 중 패키지 발주 예상
2Q19	투르크메니스탄	다락상 프로젝트	0.3	GS건설 수의계약	EPC계약서 합의 완료. Financing 협의중. 상반기 수주 유력
2Q19	우즈베키스탄	가스 프로젝트	0.2	GS건설 수의계약	2억~3억달러
2Q19	한국/GS칼텍스	MFC	2.4	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	GS건설 FEED 중. 예상 수주 1조원
2Q~3Q19	LG화학	NCC	2.3	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	4,000억원 규모 선공사 GS건설 수주 예상 수주 5,200억원
2H19	우즈베키스탄	우즈벡 Refinery(지적)	2.5	GS건설 수의계약	E, P 개별 발주
2H19~2020	알제리	화학플랜트	0.4	GS건설 등	
2H19~2020	UAE/ADNOC	Linear Alkyl Benzene Lab Complex	0.6	GS건설 등	Tecnicas Reunidas가 FEED 수행
2H19~2020	카타르/Qatar Fertiliser Co.	QAFCO VII Expansion	0.6	GS건설, Saipem, KBR, Maire Tecnimont 등	5월말 상업입찰 예정
2H19~2020	롯데케미칼	타이탄 NCC	4.0	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	GS건설 FEED 수행. 3개 패키지 분할 발주 예상. ITB 5개사 발급
2020	터키	PDH PP(FEED)	NA	GS건설 등 다수	2020년 EPC 전환 전망. 10억달러 규모 지분참여형 프로젝트
2020	UAE	Gasoline & Aromatics	3.2	GS건설, SK건설, 현대건설, JGC, 페트로팩 등	공공 분할해 재입찰 예정. 2020년 EPC 계약 전망

자료: GS건설, 한국투자증권

〈표 4〉 주요 해외 현안 프로젝트

(단위: 십억원)

프로젝트명	수주		수주총액	진행률 (%)	미청구공사				4Q18 손상차손	공사미수금	대손충당금
	1Q18	2Q18			1Q18	2Q18	3Q18	4Q18			
RRW Unit Restoration	2Q17	1Q19	1,444	88	-	-	169	553	-	24	-
ERC Refinery Project	3Q07	2Q19	2,484	96	195	104	181	193	-	6	-
Thomson-East Coast line Contract T301	1Q16	1Q24	1,499	35	54	67	86	105	-	30	-
PP-12 복합화학발전소건설공사	2Q12	2Q19	686	98	101	107	108	85	-	-	-
KOC Wara Pressure Maintenance Project	3Q11	2Q19	570	99	68	66	67	69	69	2	-
Star Project (C)	2Q13	2Q19	822	97	58	37	40	37	-	5	-
GP3	3Q17	4Q19	525	81	-	-	-	31	-	73	-
Doha Link project	4Q14	1Q19	620	94	-	3	11	24	-	68	-
Bahrain LNGIT Project	4Q15	1Q19	783	93	-	-	-	13	-	-	-
Marina South Parcel	3Q13	2Q18	551	89	28	9	10	12	-	13	-
Karbala Refinery Project	2Q14	4Q19		59	-	-	-	-	-	100	-
Clean Fuels Project	2Q14	2Q19		87	-	-	-	-	-	10	-
LPIC Project PKG 3	4Q15	4Q19		69	-	-	-	-	-	23	-

주 1. 4Q18 감사보고서 기준 미청구공사 혹은 공사미수금 100억원 이상 프로젝트

2. 음영 프로젝트는 과거 추가원가 반영 사례가 있는 프로젝트

자료: 한국투자증권

기업개요

1969년 설립된 GS그룹 계열의 종합건설업체. 창립 당시 사명은 '락회개발주식회사'였으며, 2005년 현재의 사명인 'GS건설주식회사'로 상호 변경. 주요 사업부는 공종별로 인프라(토목), 플랜트, 전력, 건축 등이 있으며, 2017년 연결재무제표 기준 각각의 매출비중은 11%, 25%, 6%, 57%. 아파트 전문 브랜드 '자이'로 대중들에게 알려져 있음. 2018년말 기준 주요 주주는 허창수 GS그룹 회장 및 특수관계인(25.74%), 국민연금(12.66%) 등.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	9,582	7,828	7,819	8,470	8,599
현금성자산	2,442	1,593	1,634	1,672	1,698
매출채권및기타채권	4,689	4,151	4,326	4,755	4,828
재고자산	1,091	1,034	928	1,019	1,035
비유동자산	4,114	4,205	3,814	3,952	3,956
투자자산	992	977	931	917	931
유형자산	898	841	826	774	733
무형자산	209	216	195	213	214
자산총계	13,697	12,033	11,633	12,422	12,555
유동부채	8,581	6,360	5,525	5,648	5,087
매입채무및기타채무	4,677	4,367	4,200	4,565	4,500
단기차입금및단기사채	1,843	682	617	607	602
유동성장기부채	1,131	362	342	392	397
비유동부채	1,876	2,049	1,984	2,046	2,115
사채	265	100	105	157	211
장기차입금및금융부채	753	1,047	1,012	936	937
부채총계	10,457	8,409	7,509	7,694	7,202
지배주주지분	3,167	3,549	4,047	4,652	5,278
자본금	358	397	397	397	397
자본잉여금	627	812	812	812	812
기타자본	(87)	(77)	(77)	(77)	(77)
이익잉여금	2,334	2,487	2,986	3,590	4,216
비지배주주지분	72	76	76	76	76
자본총계	3,240	3,625	4,124	4,728	5,354

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(205)	1,033	(167)	189	74
당기순이익	(164)	587	578	683	705
유형자산감가상각비	47	42	39	33	28
무형자산상각비	10	12	11	11	11
자산부채변동	(573)	(103)	(704)	(586)	(675)
기타	474	495	(91)	48	5
투자활동현금흐름	14	(235)	403	(87)	(24)
유형자산투자	(21)	(14)	(39)	(1)	(8)
유형자산매각	15	28	16	20	22
투자자산순증	(78)	(86)	50	18	(10)
무형자산순증	(5)	(19)	10	(30)	(12)
기타	101	(145)	366	(94)	(16)
재무활동현금흐름	300	(1,656)	(194)	(63)	(25)
자본의증가	1	3	0	0	0
차입금의순증	0	0	(115)	16	55
배당금지급	(1)	(21)	(79)	(79)	(79)
기타	300	(1,638)	(0)	0	0
기타현금흐름	(22)	8	0	0	0
현금의증가	86	(850)	42	38	25

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

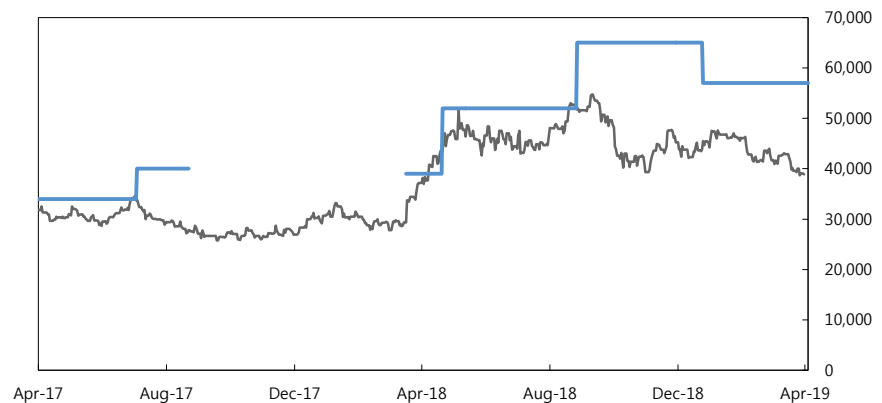
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679	13,139	11,271	12,389	12,577
매출원가	10,876	11,512	9,828	10,793	10,958
매출총이익	803	1,628	1,444	1,596	1,619
판매관리비	485	563	504	533	541
영업이익	319	1,064	940	1,063	1,078
금융수익	289	106	40	41	42
이자수익	44	51	40	41	42
금융비용	305	283	112	112	98
이자비용	191	135	95	96	98
기타영업외손익	(457)	(59)	(80)	(60)	(60)
관계기업관련손익	(6)	7	4	4	4
세전계속사업이익	(161)	835	792	936	966
법인세비용	3	248	214	253	261
연결당기순이익	(164)	587	578	683	705
지배주주지분순이익	(168)	582	578	683	705
기타포괄이익	39	(22)	0	0	0
총포괄이익	(125)	566	578	683	705
지배주주지분포괄이익	(124)	565	578	683	705
EBITDA	376	1,118	989	1,107	1,117

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,431)	7,788	7,310	8,639	8,913
BPS	45,246	45,130	51,162	58,732	66,574
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	5.8	12.5	(14.2)	9.9	1.5
영업이익증가율	122.9	234.0	(11.7)	13.1	1.4
순이익증가율	NM	NM	(0.7)	18.2	3.2
EPS증가율	NM	NM	(6.1)	18.2	3.2
EBITDA증가율	78.3	197.5	(11.5)	11.9	0.9
수익성(%)					
영업이익률	2.7	8.1	8.3	8.6	8.6
순이익률	(1.4)	4.4	5.1	5.5	5.6
EBITDA Margin	3.2	8.5	8.8	8.9	8.9
ROA	(1.2)	4.6	4.9	5.7	5.6
ROE	(5.2)	17.3	15.2	15.7	14.2
배당수익률	1.1	2.3	2.6	2.6	2.6
배당성향	NM	13.5	13.7	11.6	11.2
안정성					
순차입금(십억원)	1,267	231	324	283	309
차입금/자본총계비율(%)	125.9	62.5	52.1	45.8	41.5
Valuation(X)					
PER	NM	5.6	5.3	4.5	4.3
PBR	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.8	3.3	3.5	3.1	3.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
GS건설 (006360)	2017.01.30	매수	34,000원	-9.9	1.8
	2017.07.26	매수	40,000원	-25.7	-17.5
	2017.09.14	중립	-	-	-
	2018.04.08	매수	39,000원	-3.2	11.8
	2018.05.13	매수	52,000원	-10.4	1.9
	2018.09.18	매수	65,000원	-30.4	-15.8
	2019.01.16	매수	57,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 29일 현재 GS건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 GS건설 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.