

GS건설(006360)

매력적인 주가와 아쉬운 모멘텀

컨센서스에 부합하는 실적

주택 시장 규제에도 국내 수주는 무난할 전망. 해외에서는 대형 수주가 절실 매력적인 주가 구간이나 아쉬운 모멘텀. 목표주가 하향

Facts : 컨센서스에 부합하는 실적

2분기 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 28%, 6% 줄어든 2,060억원으로 낮아진 컨센서스에 부합했다. 인프라를 제외한 플랜트, 건축 부문에서 전년 동기 대비 4~5%p의 이익률 개선이 있었으며, 이에 따라 가파른 매출액 감소에도 상대적으로 영업이익의 감소폭은 적었다. 1분기에 이어 2분기에도 해외 사업장의 매출총이익률이 10%를 초과하며 해외 추가원가 우려에서 완전히 벗어난 모습을 다시 한 번 확인했다.

Pros & cons : 주택 시장 규제에도 국내 수주는 무난할 전망. 해외에 서는 대형 수주가 절실

GS칼텍스 MFC(1.1조원) 수주가 확정되며 국내 수주는 무난한 흐름을 이어갔다. 건축부문 수주가 상반기에 상대적으로 더뎠으나, 기존 계약고가 수주로 이어지는 안정적인 정비 물량을 감안하면 하반기 주택 수주 반등 가능성은 높다. 한편 해외 수주는 1분기에 이어 2분기에도 부진했는데, 상반기 기준 해외 수주는 연간 가이드스 의 13%를 달성했다. 올해 가이드스 달성을 위해서는 4분기 EPC계약을 기대하고 있는 롯데케미칼 타이탄NCC(40억달러)의 수주가 절실한 상황이다.

Action : 매력적인 주가 구간이나 아쉬운 모멘텀. 목표주가 하향

목표주가 산정 방법 변경(수주잔고-목표배수 밸류에이션 → PBR 밸류에이션)으로 목표주가를 21% 하향한다. 기존 밸류에이션 방법은 국내/해외수주가 늘어나는 구간에서 밸류에이션 확대를 설명할 수 있으나 해외수주 모멘텀이 둔화되고 분양시장 규제 가능성이 점증하는 상황에서는 PBR 밸류에이션이 더 높은 설명력을 가진다. 새로운 주가는 12개월 선행 BPS에 목표배수 0.8배(분양가 상한제 시행 시기 평균 PBR의 30% 할인)를 적용했다. 해외 수주 부진에 이은 주택시장 규제 강화로 연초 이후 주가는 가장 낮은 수준에서 거래되고 있다. 매출 감소가 이어지는 상황에서도 분기 영업이익 2,000억원 체력을 구비한 점은 긍정적이나, 정부의 분양가 규제를 극복할 뚜렷한 모멘텀이 들어오지 않는 점은 아쉬운 부분이다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 45,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(7/26)	2,066
주가(7/26)	33,200
시가총액(십억원)	2,653
발행주식수(백만)	80
52주 최고/최저가(원)	54,700/33,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	17,626
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.6/32.3
주요주주(%)	허창수 외 17 인 25.6
	국민연금공단 12.6

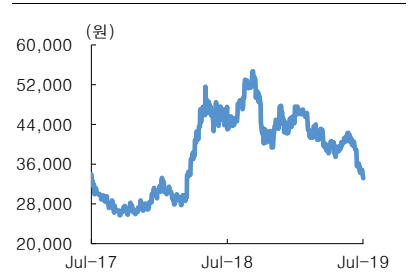
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	5.6	4.8	4.6
PBR(x)	1.0	0.7	0.6
ROE(%)	17.3	14.4	13.4
DY(%)	2.3	3.0	3.0
EV/EBITDA(x)	3.3	3.9	3.5
EPS(원)	7,788	6,891	7,222
BPS(원)	45,130	50,706	56,873

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.6)	(30.0)	(22.8)
KOSPI 대비(%p)	(14.0)	(24.8)	(13.1)

주가추이



자료: FnGuide

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	3,581.9	3,197.3	3,232.7	2,601.9	2,574.2	(1.1)	(28.1)	2,816.1
영업이익	219.2	233.3	222.1	191.4	206.4	7.8	(5.9)	223.9
영업이익률	6.1	7.3	6.9	7.4	8.0	0.7	1.9	8.0
세전이익	189.7	156.1	178.2	177.8	213.3	20.0	12.4	187.5
순이익	143.7	135.4	96.2	127.4	143.3	12.4	(0.3)	135.3

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	2,602	2,574	2,828	3,105	11,036	11,679	13,139	11,109	11,797
증감률(% YoY)	15.8%	19.6%	13.4%	2.2%	(16.8%)	(28.1%)	(11.5%)	(4.0%)	4.4%	5.8%	12.5%	(15.5%)	6.2%
토목	269	317	281	248	230	215	253	306	1,383	1,298	1,116	1,004	1,163
플랜트	1,120	1,262	1,170	1,253	837	758	889	1,018	4,771	3,654	4,805	3,503	3,764
건축	1,716	1,984	1,728	1,712	1,514	1,579	1,661	1,749	4,814	6,646	7,140	6,503	6,770
기타	22	19	18	20	21	22	25	32	68	81	78	100	100
매출총이익률(%)	16.1%	9.3%	11.1%	13.5%	13.6%	13.3%	12.4%	12.1%	4.4%	6.9%	12.4%	12.8%	12.8%
토목	7.6%	10.4%	7.6%	0.0%	8.1%	3.7%	5.0%	6.9%	4.5%	3.5%	6.7%	6.0%	7.5%
플랜트	18.7%	5.0%	6.6%	12.8%	13.8%	10.4%	10.0%	10.0%	(6.5%)	(10.0%)	10.6%	11.0%	11.0%
건축	15.9%	12.0%	14.8%	16.1%	14.3%	16.2%	15.0%	14.5%	15.3%	16.8%	14.6%	15.0%	14.9%
기타	8.4%	(13.7%)	(5.0%)	8.7%	15.9%	(1.4%)	5.0%	(4.0%)	(0.0%)	3.9%	0.1%	3.0%	3.0%
영업이익	390	219	233	222	191	206	211	205	143	319	1,064	813	888
증감률(% YoY)	561.2%	155.0%	228.0%	116.5%	(50.9%)	(5.9%)	(9.8%)	(7.7%)	17.1%	122.9%	234.0%	(23.6%)	9.2%
영업이익률(%)	12.5%	6.1%	7.3%	6.9%	7.4%	8.0%	7.4%	6.6%	1.3%	2.7%	8.1%	7.3%	7.5%
세전계속사업이익	311	190	156	178	178	213	184	180	21	(161)	835	754	783
지배주주순이익	207	144	135	96	127	143	133	142	(26)	(168)	582	545	572
증감률(% YoY)	NM	1563.5%	NM	NM	(38.4%)	(0.3%)	(2.0%)	47.5%	NM	NM	NM	(6.3%)	4.9%
순이익률(%)	6.6%	4.0%	4.2%	3.0%	4.9%	5.6%	4.7%	4.6%	(0.2%)	(1.4%)	4.4%	4.9%	4.8%

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 목표주가 수정

	값	단위	비고
12MF BPS	54,264	원	
Target PBR	0.82	배	민간택지 분양가 상한제 시행 기간(2008~2014년) 평균 PBR 30% 할인
수정 목표주가	45,000	원	천원 단위 미만 반올림
기존 목표주가	57,000	원	
차이	(21.1)	%	

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 수주/입찰 예정 프로젝트

(단위: 십억달러)

입찰 결과	국가/발주처	프로젝트	금액	입찰업체	비고
1Q19	알제리	HMD refinery	3.5	삼성엔지니어링+Tecnicas Reunidas, 현대건설, GS건설+페트로팩 등	삼성ENG 컨소시엄 최저가 입찰
2Q19	한국/GS칼텍스	MFC	1.0	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	GS건설 수주(1.1조원)
3Q19	LG화학	NCC	2.3	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	4,000억원 규모 선공사 GS건설 수주 예상 수주 5,200억원
3Q19	사우디	라빅 턴어라운드	0.2	GS건설 수의계약	
3Q19	태국	HMC PP	0.2	GS건설 등 다수	수주 가능성 높음
3Q19	한국/현대케미칼	대산 HPC	2.7	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	대림산업 FEED 중 패키지 발주 예상
2H19	사우디/Aramco	턴어라운드	NA	GS건설 등	파일럿 2개 사업장의 턴어라운드 프로젝트. 이후 전체 사업장으로 확대 가능
2Q19	투르크메니스탄	디악상 프로젝트	0.3	GS건설 수의계약	EPC계약서 합의 완료. Financing 협의를 수주 유력
2Q19	우즈베키스탄	가스 프로젝트	0.2	GS건설 수의계약	2억~3억달러
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	공구 분할해 재입찰 예정. 2020년 EPC 계약 전망
2020	사우디	Jafurah 가스	2.5	삼성엔지니어링, GS 건설 등	

자료: GS건설, 한국투자증권

기업개요

1969년 설립된 GS그룹 계열의 종합건설업체. 창립 당시 사명은 '락희개발주식회사'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	7,706	8,066	8,220
현금성자산	2,442	1,593	1,611	1,593	1,623
매출채권및기타채권	4,689	4,151	4,264	4,528	4,615
재고자산	1,091	1,034	914	971	989
비유동자산	4,114	4,205	3,771	3,800	3,814
투자자산	992	977	918	873	890
유형자산	898	841	826	774	733
무형자산	209	216	192	203	204
자산총계	13,697	12,033	11,477	11,866	12,035
유동부채	8,581	6,360	5,115	5,064	4,697
매입채무및기타채무	4,677	4,367	4,139	4,347	4,302
단기차입금및단기사채	1,842	683	618	608	603
유동성장기부채	1,131	362	342	392	397
비유동부채	1,876	2,049	2,266	2,214	2,236
사채	265	100	400	370	375
장기차입금및금융부채	753	1,048	1,012	936	937
부채총계	10,457	8,409	7,381	7,277	6,933
지배주주지분	3,167	3,549	4,014	4,507	5,020
자본금	358	397	397	397	397
자본잉여금	627	812	812	812	812
기타자본	(87)	(77)	(77)	(77)	(77)
이익잉여금	2,334	2,487	2,953	3,446	3,959
비지배주주지분	72	76	82	82	82
자본총계	3,240	3,625	4,096	4,589	5,102

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(205)	1,033	(510)	140	134
당기순이익	(164)	587	551	572	592
유형자산감가상각비	47	42	39	33	28
무형자산상각비	10	12	10	11	11
자산부채변동	(573)	(104)	(1,017)	(503)	(503)
기타	475	496	(93)	27	6
투자활동현금흐름	14	(235)	433	(13)	(30)
유형자산투자	(21)	(14)	(39)	(1)	(8)
유형자산매각	15	28	16	20	22
투자자산순증	(78)	(86)	64	48	(13)
무형자산순증	(5)	(19)	13	(22)	(12)
기타	103	(144)	379	(58)	(19)
재무활동현금흐름	300	(1,656)	95	(145)	(74)
자본의증가	1	3	0	0	0
차입금의순증	0	0	180	(66)	6
배당금지급	(1)	(21)	(79)	(79)	(79)
기타	300	(1,638)	(6)	0	(1)
기타현금흐름	(22)	8	0	0	0
현금의증가	86	(850)	18	(18)	31

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

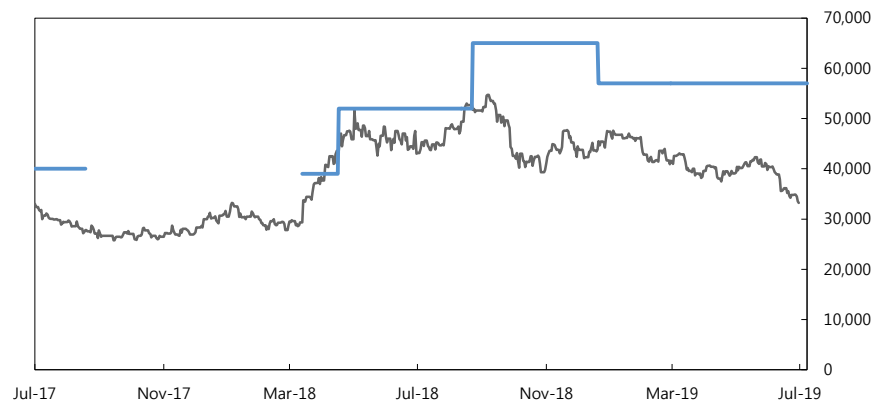
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679	13,139	11,109	11,797	12,023
매출원가	10,876	11,512	9,685	10,284	10,488
매출총이익	803	1,628	1,424	1,513	1,536
판매관리비	485	563	611	625	637
영업이익	319	1,064	813	888	898
금융수익	289	106	40	40	40
이자수익	44	51	40	40	40
금융비용	305	283	142	148	131
이자비용	191	135	125	133	131
기타영업외손익	(457)	(59)	40	0	0
관계기업관련손익	(6)	7	4	4	4
세전계속사업이익	(161)	835	754	783	811
법인세비용	3	248	204	211	219
연결당기순이익	(164)	587	551	572	592
지배주주지분순이익	(168)	582	545	572	592
기타포괄이익	39	(22)	0	0	0
총포괄이익	(125)	566	551	572	592
지배주주지분포괄이익	(124)	565	545	572	592
EBITDA	376	1,118	862	931	937

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,431)	7,788	6,891	7,222	7,478
BPS	45,246	45,130	50,706	56,873	63,293
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	5.8	12.5	(15.5)	6.2	1.9
영업이익증가율	122.9	234.0	(23.6)	9.2	1.2
순이익증가율	NM	NM	(6.3)	4.9	3.5
EPS증가율	NM	NM	(11.5)	4.8	3.5
EBITDA증가율	78.3	197.5	(22.9)	8.0	0.6
수익성(%)					
영업이익률	2.7	8.1	7.3	7.5	7.5
순이익률	(1.4)	4.4	4.9	4.8	4.9
EBITDA Margin	3.2	8.5	7.8	7.9	7.8
ROA	(1.2)	4.6	4.7	4.9	5.0
ROE	(5.2)	17.3	14.4	13.4	12.4
배당수익률	1.1	2.3	3.0	3.0	3.0
배당성향	NM	13.5	14.5	13.8	13.4
안정성					
순차입금(십억원)	1,267	231	645	586	557
차입금/자본총계비율(%)	125.9	62.5	59.7	51.8	46.7
Valuation(X)					
PER	NM	5.6	4.8	4.6	4.4
PBR	0.6	1.0	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.8	3.3	3.9	3.5	3.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
GS건설 (006360)	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	-	-
	2019.07.29	매수	45,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 27일 현재 GS건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 높게 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.