

GS건설(006360)

1Q19 Preview: 이익체력의 확인. 수주는 하반기 기대

매출과 영업이익은 시장 기대치에 부합할 전망

GS건설의 1분기 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 11%, 48% 줄어든 2,830억과 2,020억원으로 컨센서스에 부합할 전망이다. RRW, ERC 정유공장 등 대형 플랜트 현장의 준공이 임박한 가운데 신규 현장에서의 매출 속도가 더더 플랜트 매출액이 전년동기 대비 36% 줄어든 것이 매출액 감소의 주 원인이다. 한편 전년동기 해외 주요 현장에서 1,800억원의 충당금 환입이 있었던 점을 감안하면 추정된 영업이익은 전년과 유사한 수준이다. 단단한 수익성으로 분기 영업이익 2천억원의 체력을 구비했다는 점은 2018년 이후 높아진 주가 레벨을 정당화하는 버팀목으로 작용할 것이다.

수주 공백에 따른 우려감 확산으로 주가 부진

당초 1분기 수주를 예상했던 다수의 프로젝트 발주가 지연되며 주가 역시 부진한 모습이다. 1분기로 예상됐던 UAE GAP(32억달러), 롯데케미칼 타이탄 NCC(35억달러)의 발주가 각각 5월과 하반기로 지연되며 수주 기대감은 다소 잦아든 모습이다. 기대가 컸던 알제리 HMD 정유공장의 수주 가능성이 낮아진 점도 뼈아팠다. 현 시점에서 상반기에 기대할 수 있는 프로젝트는 호주 CRR 프로젝트(30억달러, 당사분 9천억원 규모)와 UAE GAP인데, 라마단 기간이 5월초부터임을 감안하면 UAE GAP의 수주는 더욱 지연될 가능성이 있다.

하반기 수주 모멘텀 유효. 건설업종 top pick 유지

2019년이 시작된 지 3개월 만에 GS건설을 보는 시선에서 해외 수주에 대한 우려가 많이 느껴진다. 하지만 최근의 수주결과 한 건으로 예단하기에 아직 파이프라인은 풍족하며, 가능성 높은 관계사 발주 역시 하반기에 이뤄질 예정이다. 결국 단기 수주 공백에 따른 우려는 매수를 위한 기회이며, 해외수주를 통한 우려의 불식은 더욱 강력한 주가 모멘텀으로 보답할 것이다. 건설업종 top pick을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	11,679	319	(168)	(2,431)	NM	376	NM	8.8	0.6	(5.2)	1.1
2018A	13,139	1,064	582	7,788	NM	1,118	5.6	3.6	1.0	17.3	2.3
2019F	11,470	863	521	6,592	(15.4)	912	6.3	3.9	0.8	13.8	2.4
2020F	12,386	921	576	7,277	10.4	965	5.7	4.1	0.7	13.6	2.4
2021F	12,580	925	586	7,405	1.8	964	5.6	4.2	0.7	12.4	2.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 57,000원(유지)

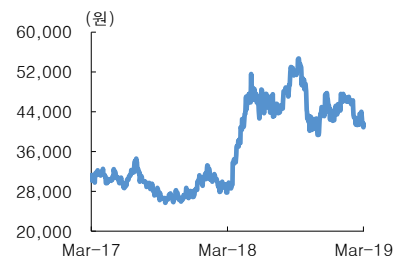
Stock Data

KOSPI(3/26)	2,149
주가(3/26)	41,600
시가총액(십억원)	3,321
발행주식수(백만)	80
52주 최고/최저(원)	54,700/28,600
일평균거래대금(6개월, 백만원)	25,023
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.6/30.1
주요주주(%)	허창수 외 17 인 25.6
국민연금	12.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.6)	(19.4)	44.4
KOSPI 대비(%p)	(3.1)	(11.2)	56.3

주가추이



자료: FnGuide

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	2,781	2,740	2,821	3,128	11,036	11,679	13,142	11,470	12,386
증감률(% YoY)	15.8	19.6	13.4	2.2	(11.1)	(23.5)	(11.8)	(3.2)	4.4	5.8	12.5	(12.7)	8.0
토목	269	317	281	248	290	303	311	334	1,383	1,298	1,116	1,238	1,257
플랜트	1,120	1,262	1,170	1,253	721	651	684	939	4,771	3,654	4,805	2,995	3,748
건축	1,716	1,984	1,728	1,712	1,746	1,761	1,802	1,829	4,814	6,646	7,140	7,138	7,281
기타	22	19	18	20	25	25	25	25	68	81	81	100	100
매출총이익률(%)	16.1	9.3	11.1	13.5	11.7	11.7	11.7	11.4	4.4	6.9	12.4	11.6	11.6
토목	7.6	10.4	7.6	0.0	6.5	6.5	6.5	6.5	4.5	3.5	6.7	6.5	6.0
플랜트	18.7	5.0	6.6	12.8	8.3	8.3	8.3	8.3	(6.5)	(10.0)	10.6	8.3	9.5
건축	15.9	12.0	14.8	16.1	14.0	14.0	14.0	14.0	15.3	16.8	14.6	14.0	13.8
기타	8.4	(13.7)	(5.0)	8.7	5.0	5.0	5.0	5.0	(0.0)	3.9	0.1	5.0	5.0
영업이익	390	219	233	222	202	217	223	220	143	319	1,065	863	921
증감률(% YoY)	561.2	155.0	228.0	116.5	(48.2)	(0.9)	(4.3)	(0.7)	17.1	122.9	234.2	(19.0)	6.7
영업이익률(%)	12.5	6.1	7.3	6.9	7.3	7.9	7.9	7.0	1.3	2.7	8.1	7.5	7.4
영업외수익/비용	(79)	(30)	(77)	(44)	(37)	(37)	(38)	(37)	(122)	(479)	(230)	(149)	(132)
세전계속사업이익	311	190	156	178	165	180	186	184	21	(161)	835	714	789
지배주주순이익	207	144	135	96	120	131	136	134	(26)	(168)	582	521	576
증감률(% YoY)	NM	1563.5	NM	NM	(41.9)	(8.6)	0.1	39.3	NM	NM	NM	(10.5)	10.5
순이익률(%)	6.6	4.0	4.2	3.0	4.3	4.8	4.8	4.3	(0.2)	(1.4)	4.4	4.5	4.6

자료: 한국투자증권

〈표 2〉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	UAE	Gasoline & Aromatics	3.2	GS건설, SK건설, 현대건설, JGC, 페트로팩 등	
2Q19	호주	Cross River Rail	3.0	GS건설 등	3개 컨소시엄 경합 GS건설분 약 9,000억원
2Q19	한국/현대케미칼	대산 HPC	2.7	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	대림산업 FEED 중 패키지 발주 예상
2Q19	태국	HMC PP	1.5	GS건설 등 다수	
2H19	투르크메니스탄	디악싱 프로젝트	0.3	GS건설 수의계약	이미 EPC계약서 합의 완료. Financing 협의를. 상반기 수주 유력
2H19	우즈베키스탄	우즈벡 Refinery(지작)	2.5	GS건설 수의계약	E, P 개별 발주
2H19	롯데케미칼	타이탄 NCC	3.5	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	GS건설 FEED 수행
2019	LG화학	NCC	2.3	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	4,000억원 규모 선공사 GS건설 수주 예상 수주금액 1조원
2019	한국/GS칼텍스	MFC	2.4	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	GS건설 FEED 중 예상 수주금액 1조원
2020	터키	PDH PP(FEED)	NA	GS건설 등 다수	2020년 EPC 전환 전망. 1조원 규모

자료: GS건설, 한국투자증권

〈표 3〉 주요 해외 현안 프로젝트

(단위: 십억원)

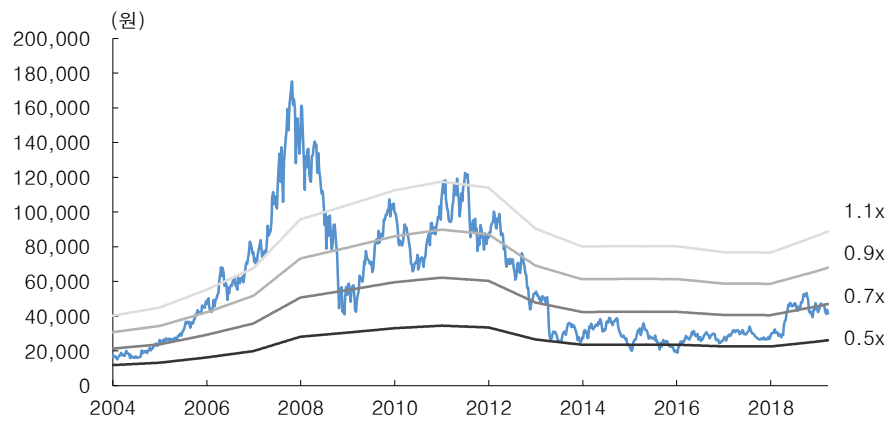
프로젝트명	수주	준공	수주총액	진행률 (%)	미청구공사				4Q18 손상차손	공사미수금	대손충당금
					1Q18	2Q18	3Q18	4Q18			
RRW Unit Restoration	2Q17	1Q19	1,444	88	—	—	169	553	—	24	—
ERC Refinery Project	3Q07	2Q19	2,484	96	195	104	181	193	—	6	—
Thomson—East Coast line Contract T301	1Q16	1Q24	1,499	35	54	67	86	105	—	30	—
PP-12 복합화력발전소건설공사	2Q12	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

[그림 1] PBR 밴드: 2018년 이후 주가 레벨 상승



자료: 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 연결재무제표기준 각각의 매출비중은 11%, 25%, 6%, 57%. 아파트 전문 브랜드 '자이'로 대중들에게 알려져 있음. 2018년 3분기 말 기준 주요 주주는 허창수 GS그룹 회장 및 특수관계인(25.92%), 국민연금(10.98%) 등.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	9,582	7,828	8,294	8,396	8,528
현금성자산	2,442	1,593	1,894	1,486	1,510
매출채권및기타채권	4,689	4,151	4,403	4,754	4,829
재고자산	1,091	1,034	944	1,019	1,035
비유동자산	4,114	4,205	3,867	3,951	3,957
투자자산	992	977	947	917	931
유형자산	898	841	826	774	733
무형자산	209	216	198	213	214
자산총계	13,697	12,033	12,160	12,348	12,484
유동부채	8,581	6,360	6,003	5,708	5,253
매입채무및기타채무	4,677	4,367	4,274	4,564	4,501
단기차입금및단기사채	1,842	683	683	673	668
유동성장기부채	1,131	362	362	412	462
비유동부채	1,876	2,049	2,091	2,076	2,162
사채	265	100	182	182	253
장기차입금및금융부채	753	1,048	1,026	941	942
부채총계	10,457	8,409	8,094	7,784	7,414
지배주주지분	3,167	3,549	3,991	4,487	4,994
자본금	358	397	397	397	397
자본잉여금	627	812	812	812	812
기타자본	(87)	(77)	(77)	(77)	(77)
이익잉여금	2,334	2,487	2,929	3,426	3,932
비지배주주지분	72	76	76	76	76
자본총계	3,240	3,625	4,067	4,563	5,070

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	(205)	1,033	194	(234)	11
당기순이익	(164)	587	521	576	586
유형자산감가상각비	47	42	39	33	28
무형자산상각비	10	12	11	11	11
자산부채변동	(573)	(103)	(295)	(892)	(618)
기타	475	495	(82)	38	4
투자활동현금흐름	14	(235)	125	(50)	(25)
유형자산투자	(21)	(14)	(39)	(1)	(8)
유형자산매각	15	28	16	20	22
투자자산순증	(78)	(86)	34	34	(10)
무형자산순증	(5)	(19)	6	(26)	(12)
기타	103	(144)	108	(77)	(17)
재무활동현금흐름	300	(1,656)	(18)	(124)	37
자본의증가	1	3	0	0	0
차입금의순증	0	0	61	(45)	116
배당금지급	(1)	(21)	(79)	(79)	(79)
기타	300	(1,638)	0	0	0
기타현금흐름	(22)	8	0	0	0
현금의증가	86	(850)	302	(408)	23

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

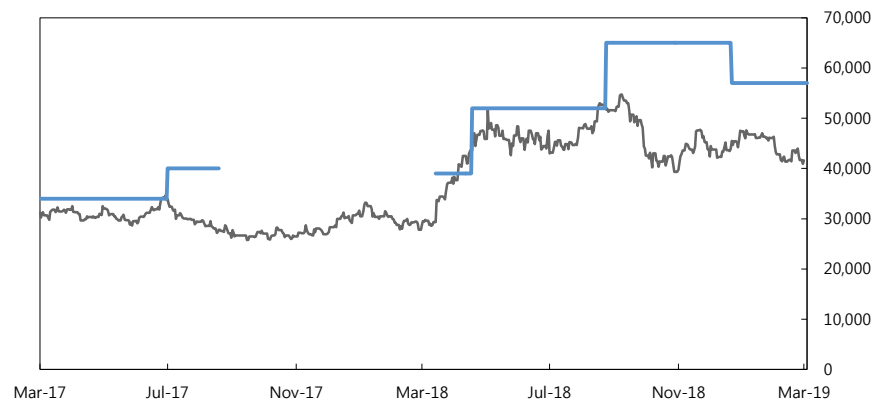
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	11,679	13,139	11,470	12,386	12,580
매출원가	10,876	11,512	10,137	10,945	11,126
매출총이익	803	1,628	1,333	1,441	1,454
판매관리비	485	563	470	520	528
영업이익	319	1,064	863	921	925
금융수익	289	106	43	42	38
이자수익	44	51	43	42	38
금융비용	305	283	116	118	105
이자비용	191	135	99	103	104
기타영업외손익	(457)	(59)	(80)	(60)	(60)
관계기업관련손익	(6)	7	4	4	4
세전계속사업이익	(161)	835	714	789	802
법인세비용	3	248	193	213	217
연결당기순이익	(164)	587	521	576	586
지배주주지분순이익	(168)	582	521	576	586
기타포괄이익	39	(22)	0	0	0
총포괄이익	(125)	566	521	576	586
지배주주지분포괄이익	(124)	565	521	576	586
EBITDA	376	1,118	912	965	964

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	(2,431)	7,788	6,592	7,277	7,405
BPS	45,246	45,130	50,451	56,672	63,019
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	5.8	12.5	(12.7)	8.0	1.6
영업이익증가율	122.9	234.0	(18.9)	6.7	0.5
순이익증가율	NM	NM	(10.5)	10.5	1.8
EPS증가율	NM	NM	(15.4)	10.4	1.8
EBITDA증가율	78.3	197.5	(18.4)	5.8	(0.1)
수익성(%)					
영업이익률	2.7	8.1	7.5	7.4	7.4
순이익률	(1.4)	4.4	4.5	4.6	4.7
EBITDA Margin	3.2	8.5	8.0	7.8	7.7
ROA	(1.2)	4.6	4.3	4.7	4.7
ROE	(5.2)	17.3	13.8	13.6	12.4
배당수익률	1.1	2.3	2.4	2.4	2.4
배당성향	NM	13.5	15.2	13.7	13.5
안정성					
순차입금(십억원)	1,267	473	237	585	674
차입금/자본총계비율(%)	125.9	62.5	57.2	50.0	47.3
Valuation(X)					
PER	NM	5.6	6.3	5.7	5.6
PBR	0.6	1.0	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.8	3.6	3.9	4.1	4.2

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 3월 26일 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 추가등락 기준임

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

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.