

GS건설(006360)

기대가 컸을 뿐 체력은 더욱 강해져

서프라이즈는 없었다
하반기 1.8만세대 준공 예정, 정산 차익 기대 가능
재무비율의 빠른 개선

Facts : 서프라이즈는 없었다

2분기 영업이익은 전년대비 155% 증가한 2,190억원을 기록하며 예상에 부합했다. 양호하지만 최근 급속히 높아졌던 시장 기대치에는 다소 못 미치는 수준이다. 1) 건축/주택 원가율이 88.0%로 1분기 대비 3.9%p 상승했고, 2) 카타르 도하 메트로에서 65억원의 환입은 있었으나 1분기에 보였던 해외 현장의 대규모 환입은 없었기 때문이다.

Pros & cons : 하반기 1.8만세대 준공 예정, 정산 차익 기대 가능

GS건설의 주택사업은 업계 최대의 수익성을 보여왔으나 2분기 주택 매출이익률은 15.1%로 1분기 17.9% 대비 축소되었다. 하남 미사 등 주요 자체사업이 준공되며 자체사업 매출 비중이 2017년 16%에서 2018년 10%로 줄고, 정비사업 비중은 21%에서 26%로 상승하기 때문이다. 그러나 향후에도 15%대의 매출이익률은 지속 가능하다. 올해 준공 예정인 주택은 2.4만세대인데 이 중 1.8만세대가 하반기 예정이라 정산 차익이 발생할 가능성이 열려 있다. 따라서 매출 믹스의 변화에도 불구하고, 2분기보다 주택 수익성은 소폭 개선될 가능성이 높다. 한편 환입 가능성을 배제하더라도 90% 초반을 예상했던 플랜트 원가율은 한동안 이번 2분기 수준인 90% 중반에 머무를 것으로 예상된다는 점이 아쉽다. 플랜트 매출에 최대 기여를 하고 있는 UAE RRW(2018년 1월 준공)현장의 절대 수익성은 양호한 편이지만, 당초 기대보다는 소폭 낮기 때문이다.

Action : 재무비율의 빠른 개선

1분기 워낙 서프라이즈를 냈다 보니 2분기 기대감도 한껏 고조됐던 것이 사실이다. 그러나 좋아지는 방향성에 큰 변함은 없고 재무 비율의 개선에 주목할 만하다. 장기간 2조원대에 머물던 순차입금은 이번 분기 1조원 미만으로 감소했고, 부채비율도 277%를 기록, 드디어 300% 미만으로 하락했다. 대규모 입주가 완료된 연말 순차입금은 5천억원 이하로 안정될 전망이다. 2012~2017년 대비 재무구조는 크게 개선되고 있음이 분명하다. 전환사채의 전량 회식을 가정해도 2019F PBR은 0.9배 미만으로 밸류에이션 매력이 있다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 52,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/25)	2,273
주가(7/25)	47,500
시가총액(십억원)	3,666
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	51,600/25,750
일평균거래대금(6개월, 백만원)	34,390
유동주식비율/외국인지분율(%)	68.8/19.8
주요주주(%)	허창수 외 18 인 26.7
	국민연금 10.1

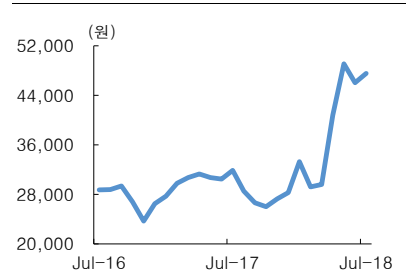
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	6.2	9.1
PBR(x)	0.6	1.0	0.9
ROE(%)	(5.2)	15.2	10.2
DY(%)	1.1	0.6	0.6
EV/EBITDA(x)	8.8	4.0	5.3
EPS(원)	(2,431)	7,658	5,229
BPS(원)	45,246	48,630	53,932

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.0)	50.3	40.9
KOSPI 대비(%p)	1.6	61.6	47.8

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.l@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원, %p)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	14.5	19.6	3,089
영업이익	86	71	103	390	219	(43.8)	155.0	213
영업이익률(%)	2.9	2.5	3.2	12.5	6.1	(6.3)	3.3	6.9
세전이익	18	(4)	(97)	311	190	(39.0)	931.4	171
순이익	9	(10)	(99)	207	143	(30.9)	1,555.1	122

자료: 한국투자증권

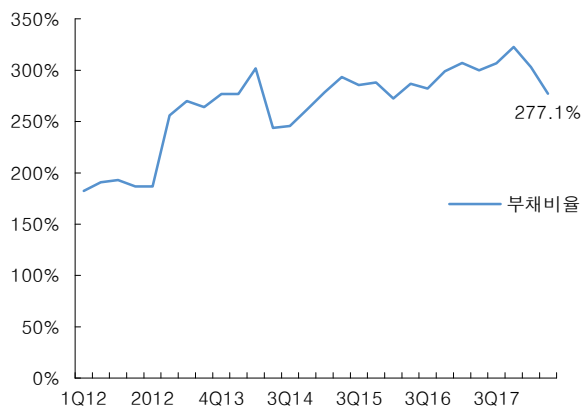
〈표 2〉 주요 해외 현장(2018년 1분기 기준)

(단위: 십억원)

프로젝트	계약일	완공일	도금액	잔액	진행률	미청구공사						추가원가					
						1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
KNPC North LPG Tank	Apr-11	Dec-17	609	18	97.0%	22						41					325
Rumaitha/Shanayel	Apr-14	Jun-18	795	41	94.8%	44	59	22	14	16							
NSRP Project	Jul-13	Jun-18	1,442	32	97.8%	21	8					48					48
KOC Wara Pressure PP-12	Sep-11	Jun-18	568	4	99.3%	72	57	64	64	68	36	19	23				286
북한화력발전소건설공사	May-12	Dec-17	681	11	98.4%	117	116	134	92	101		12			30		162
Rabigh II CP3&4	Jun-12	Jun-17	1,059	14	98.7%	49	18	6			59	37	41		(110)		412
Rabigh II CP3&4(IK)	Jun-12	Jun-17	397	0	100.0%												0
Rabigh II UO1(OOK)	Jun-12	Jan-17	379	0	100.0%												0
Rabigh II UO1(IK)	Jun-12	Jan-17	311	0	100.0%												0
ERC Refinery Project	Aug-07	Jun-19	2,438	131	94.6%	255	298	259	238	195					81		81
T2909	Jul-15	Jan-18	0	0	100.0%												
Clean Fuels Project	Apr-14	Dec-18	1,594	350	78.1%	0	12	0				12					12
STAR Project(EP)	May-13	Dec-18	793	43	94.5%												
STAR Project(C)	May-13	Dec-18	848	44	94.8%	1	16	58	58	58							
STAR Project(E)	May-13	Dec-18	78	0	99.9%												
카타르도하메트로	Jun-13	Jun-18	478	30	93.8%											(7)	(7)
Karbala Refinery	Apr-14	Nov-18	2,485	1,307	47.4%												
Doha Link Project	Dec-14	Dec-18	616	134	78.3%	19	13	17									
RRW Restoration	Jun-17	Jan-19	1,416	996	29.7%												

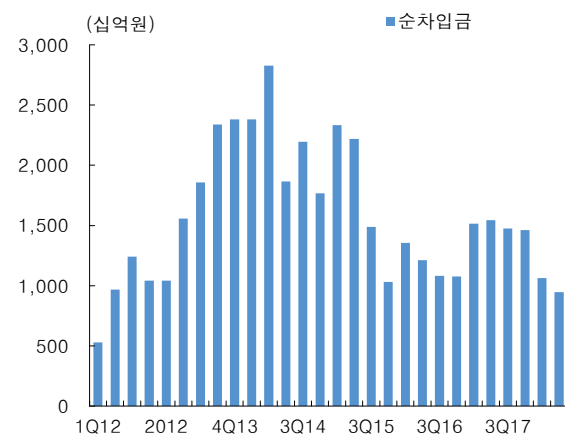
자료: 한국투자증권

[그림 1] 부채비율 추이



자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 2] 순차입금 추이



자료: GS건설, 한국투자증권

〈표 3〉 실적추정

(단위: 십억원, % YoY)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,701	2,994	2,820	3,164	3,127	3,582	2,799	3,297	11,036	11,679	12,807	11,483
증감률	2.3	10.6	9.5	1.6	15.8	0.2	(7.5)	1.7	4.4	5.8	9.6	(10.3)
토목	292	344	290	372	270	318	265	244	1,383	1,298	1,096	977
플랜트	684	759	679	805	991	1,126	783	975	4,108	2,927	3,875	2,725
전력	155	185	241	148	129	136	98	123	663	728	487	541
건축/주택	1,550	1,685	1,591	1,819	1,716	1,984	1,639	1,940	4,814	6,646	7,279	7,171
(국내)	1,870	2,079	1,990	2,082	1,839	2,101	2,124	2,246	6,067	8,021	8,310	8,339
(해외)	831	915	830	1,082	1,288	1,481	675	1,053	4,969	3,659	4,497	3,144
기타	20	21	19	20	21	19	15	15	68	81	70	70
매출원가율(%)	94.2	93.7	91.3	93.3	83.9	90.8	89.8	90.5	95.4	93.1	88.8	89.2
토목	93.5	92.9	98.3	100.9	92.4	89.6	96.0	94.8	95.5	96.5	93.0	95.0
플랜트	123.2	112.3	104.1	106.9	79.7	94.9	95.0	94.8	107.2	111.4	91.0	95.0
전력	106.1	111.4	85.1	124.2	93.7	95.9	96.0	96.5	102.5	104.2	95.5	97.0
건축/주택	80.4	83.4	85.4	83.3	84.1	88.0	86.0	87.5	84.7	83.1	86.5	85.5
(국내)	82.9	86.8	85.7	83.3	85.0	87.3	87.0	86.5	88.0	84.7	86.5	87.0
(해외)	119.5	109.3	104.5	112.6	82.3	95.6	99.1	98.8	104.1	111.5	93.1	94.9
기타	90.1	103.8	95.3	93.5	91.6	113.7	91.0	77.2	71.7	95.8	95.0	95.0
판관비	98	103	175	108	114	112	120	134	365	484	480	500
판관비율(%)	3.6	3.4	6.2	3.4	3.7	3.1	4.3	4.1	3.3	4.1	3.7	4.4
영업이익	59	86	71	103	390	219	164	180	143	319	954	745
영업이익률(%)	2.2	2.9	2.5	3.3	12.5	6.1	5.9	5.4	1.3	2.7	7.4	6.5
세전이익	(78)	19	(4)	(96)	311	190	114	110	21	(161)	726	576
지배주주순이익	(68)	10	(10)	(89)	207	143	86	114	(26)	(168)	550	436

자료: 한국투자증권

기업개요

GS계열에 속해있는 종합건설업체. 주요 사업은 정유&가스, 석유화학 분야의 플랜트 사업, 복합화력/화력, 열병합, 원자력 분야의 발전사업, 수처리, 폐기물 처리 분야의 환경사업, 아파트 브랜드 '자이'를 중심으로 한 주택신축판매사업, 토목과 건축사업, 해외종합건설업 등. 자회사로는 이지빌, 자이서비스, 지에스텍, 지씨에스플러스, 비에스엠, 지에스오엔엠, 상락푸드 등이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,737	9,582	10,372	9,300	8,706
현금성자산	2,356	2,442	2,561	2,297	2,150
매출채권및기타채권	4,791	4,689	5,123	4,593	4,300
재고자산	825	1,091	1,196	1,072	1,004
비유동자산	3,640	4,114	4,396	4,007	3,776
투자자산	958	992	1,087	975	913
유형자산	978	898	869	845	816
무형자산	194	209	230	206	193
자산총계	13,377	13,697	14,767	13,307	12,482
유동부채	7,225	8,581	9,033	7,267	6,111
매입채무및기타채무	4,250	4,677	3,659	3,281	3,071
단기차입금및단기사채	1,027	1,831	1,681	1,681	1,671
유동성장기부채	671	1,142	1,109	1,009	959
비유동부채	2,798	1,876	1,611	1,466	1,414
사채	534	265	65	65	65
장기차입금및금융부채	1,286	753	605	557	560
부채총계	10,023	10,457	10,643	8,733	7,525
지배주주지분	3,279	3,167	4,052	4,501	4,884
자본금	355	358	412	412	412
자본잉여금	611	627	894	894	894
기타자본	(87)	(87)	(87)	(87)	(87)
이익잉여금	2,504	2,334	2,859	3,271	3,615
비지배주주지분	74	72	72	72	72
자본총계	3,353	3,240	4,124	4,574	4,957

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	81	(205)	615	(343)	(228)
당기순이익	(20)	(164)	550	436	369
유형자산감가상각비	58	47	45	44	38
무형자산상각비	10	10	12	10	10
자산부채변동	(172)	(573)	(37)	(774)	(612)
기타	205	475	45	(59)	(33)
투자활동현금흐름	(249)	14	(223)	289	176
유형자산투자	(79)	(21)	(32)	(35)	(25)
유형자산매각	5	15	15	15	15
투자자산순증	(159)	(78)	(54)	154	104
무형자산순증	(14)	(5)	(32)	13	3
기타	(2)	103	(120)	142	79
재무활동현금흐름	78	300	(273)	(211)	(95)
자본의증가	0	1	321	0	0
차입금의순증	0	0	(569)	(186)	(70)
배당금지급	(1)	(1)	(21)	(25)	(25)
기타	79	300	(4)	0	0
기타현금흐름	17	(22)	0	0	0
현금의증가	(72)	86	119	(265)	(147)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

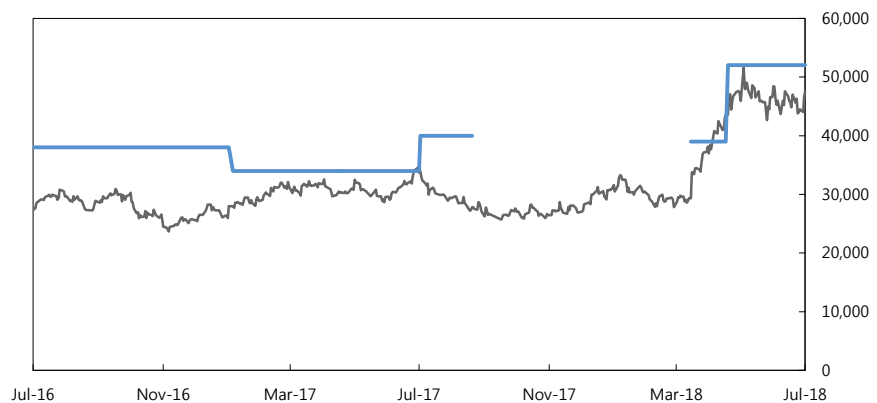
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,036	11,679	12,807	11,483	10,750
매출원가	10,547	10,876	11,373	10,239	9,594
매출총이익	488	803	1,434	1,245	1,156
판매관리비	345	485	480	500	510
영업이익	143	319	954	745	646
금융수익	292	289	39	38	38
이자수익	45	44	39	38	38
금융비용	388	305	150	140	130
이자비용	127	191	150	140	130
기타영업외손익	(28)	(457)	(120)	(70)	(70)
관계기업관련손익	3	(6)	3	3	3
세전계속사업이익	21	(161)	726	576	487
법인세비용	42	3	176	139	118
연결당기순이익	(20)	(164)	550	436	369
지배주주지분순이익	(26)	(168)	550	436	369
기타포괄이익	29	39	39	39	39
총포괄이익	8	(125)	589	475	408
지배주주지분포괄이익	(3)	(124)	589	475	408
EBITDA	211	376	1,010	799	694

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(394)	(2,431)	7,658	5,229	4,427
BPS	47,247	45,246	48,630	53,932	58,444
DPS	0	300	300	300	300
성장성(% , YoY)					
매출증가율	4.4	5.8	9.7	(10.3)	(6.4)
영업이익증가율	17.1	122.9	199.2	(21.9)	(13.2)
순이익증가율	NM	NM	NM	(20.7)	(15.3)
EPS증가율	NM	NM	NM	(31.7)	(15.3)
EBITDA증가율	2.5	78.3	168.9	(21.0)	(13.0)
수익성(%)					
영업이익률	1.3	2.7	7.4	6.5	6.0
순이익률	(0.2)	(1.4)	4.3	3.8	3.4
EBITDA Margin	1.9	3.2	7.9	7.0	6.5
ROA	(0.2)	(1.2)	3.9	3.1	2.9
ROE	(0.8)	(5.2)	15.2	10.2	7.9
배당수익률	-	1.1	0.6	0.6	0.6
배당성향	NM	NM	4.6	5.7	6.8
안정성					
순차입금(십억원)	728	1,267	405	562	672
차입금/자본총계비율(%)	108.6	125.9	81.8	70.4	63.8
Valuation(X)					
PER	NM	NM	6.2	9.1	10.7
PBR	0.6	0.6	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.4	8.8	4.0	5.3	6.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
GS건설(006360)	2016.07.03	매수	38,000원	-27.3	-18.6
	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	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 25일 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.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 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
- 중립 : 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 자료로서 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.