

GS건설(006360)

차별적 수주 모멘텀과 수주 건전성 재확인

견고한 건축/주택 수익성과 플랜트 환입으로 컨센서스 부합
 예상보다 소폭 빠른 매출 감소. 그러나 중요한 것은 확실한 수주 모멘텀
 주택 우려를 불식시킬 플랜트 수주 모멘텀. 건설업종 top pick 유지

Facts : 견고한 건축/주택 수익성과 플랜트 환입으로 컨센서스 부합

GS건설의 4분기 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 2%, 117% 늘어난 3.2조원과 2,200억원으로 컨센서스에 부합했다. 국내외 사업장에서의 환입이 문제 현장에서의 손실을 상쇄하는 가운데 건축/주택 사업부의 매출총이익률이 회복됐기 때문이다. 문제 현장으로 지목되던 PP-12 복합화력발전소 현장에서 추가 원가 300억원이 발생했으나 RRE 프로젝트, NLTF 현장에서 300억원의 환입이 발생하며 추가 원가의 영향을 상쇄했다. 국내 인프라 프로젝트에서도 88억원 규모의 추가 원가가 발생해 토목 사업부의 원가율이 100%로 상승했으나 건축/주택 사업부의 매출총이익이 전분기 대비 200억원 늘며 토목사업부의 손실을 만회했다.

Pros & cons : 예상보다 소폭 빠른 매출 감소. 그러나 중요한 것은 확실한 수주 모멘텀

29일 GS건설은 2019년 매출 및 수주 가이드스를 발표했다. 경영진이 제시한 2019년 매출액 가이드스는 전년대비 14% 감소한 11.3조원이었으며, 플랜트 매출 속도 둔화가 매출 감소의 가장 큰 원인으로 지목됐다. 반면 2019년 수주 가이드스는 국내 10조원, 해외 3.5조원을 합친 13.5조원으로 전년 수주금액 대비 23% 늘어났다. 상반기에 다수 발주 예정인 해외 수주 파이프라인과 꾸준한 주택 정비 수주를 감안할 때 회사의 가이드스는 충분히 달성할 만한 수준이라고 판단한다. 비록 2019년 매출 감소는 피할 수 없겠지만, 2021년 가동이 예정된 국내 계열사 프로젝트에서 매출이 빠르게 증가하면서 2020년에는 매출액과 이익률이 동시에 개선될 것으로 전망되는 점도 긍정적이다.

Action : 주택 우려를 불식시킬 플랜트 수주 모멘텀. 건설업종 top pick 유지

강력한 수주 모멘텀 전망에도 주택 수주/매출 감소 우려로 GS건설의 주가는 2018년 10월을 고점으로 좁은 구간에서 거래되고 있다. 하지만 정비사업을 바탕으로 주택 수주/매출의 하방 경직성을 확보한 가운데 해외 수주와 관계사 수주가 확인될 경우 주가는 새로운 궤적을 그릴 것으로 전망한다. 건설업종 top pick을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 57,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/29)	2,183
주가(1/29)	46,000
시가총액(십억원)	3,654
발행주식수(백만)	79
52주 최고/최저가(원)	54,700/27,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	27,495
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.4/28.0
주요주주(%)	허창수 외 17 인 25.7
	국민연금 12.7

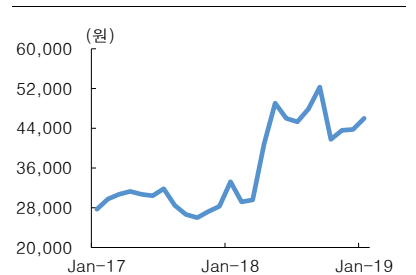
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	NM	5.9	6.6
PBR(x)	0.6	0.9	0.8
ROE(%)	(5.2)	16.3	13.1
DY(%)	1.1	2.2	2.2
EV/EBITDA(x)	8.8	3.6	4.8
EPS(원)	(2,431)	7,839	7,001
BPS(원)	45,246	51,060	57,007

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.1	6.6	46.0
KOSPI 대비(%p)	(1.8)	11.5	62.0

주가추이



자료: FnGuide

김치호

chiho.kim@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 영업이익 컨센서스 부합

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,164	3,127	3,582	3,197	3,235	1.2	2.2	3,199
영업이익	103	390	219	233	222	(4.7)	116.8	215
영업이익률(%)	3.2	12.5	6.1	7.3	6.9	(0.4)	3.6	6.7
세전이익	(97)	311	190	156	182	16.8	NM	160
순이익	(99)	207	144	135	97	(28.3)	NM	117

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	3,127	3,582	3,197	3,235	2,718	2,795	2,933	3,025	11,036	11,679	13,142	11,470	12,623
증감률(% YoY)	15.8	19.6	13.4	2.2	(13.1)	(22.0)	(8.3)	(6.5)	4.4	5.8	12.5	(12.7)	10.1
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	658	706	795	836	4,771	3,654	4,805	2,995	3,985
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	22	25	25	25	25	68	81	81	100	100
매출총이익률(%)	16.1	9.3	11.1	13.5	11.8	11.7	11.7	11.6	4.4	6.9	12.4	11.7	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	8.6	8.6	8.6	8.6	(6.5)	(10.0)	10.6	8.6	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	210	211	225	227	143	319	1,065	872	946
증감률(% YoY)	561.2	155.0	228.0	116.8	(46.2)	(3.9)	(3.7)	2.0	17.1	122.9	234.2	(18.1)	8.5
영업이익률(%)	12.5	6.1	7.3	6.9	7.7	7.5	7.7	7.5	1.3	2.7	8.1	7.6	7.5
영업외수익/비용	(79)	(30)	(77)	(40)	(33)	(34)	(35)	(36)	(122)	(479)	(226)	(138)	(123)
세전계속사업이익	311	190	156	182	176	177	190	191	21	(161)	839	733	823
지배주주순이익	207	144	135	97	132	132	142	143	(26)	(168)	583	550	617
증감률(% YoY)	NM	1563.5	NM	NM	(36.1)	(7.8)	5.7	47.6	NM	NM	NM	(5.6)	12.2
순이익률(%)	6.6	4.0	4.2	3.0	4.9	4.7	4.9	4.7	(0.2)	(1.4)	4.4	4.8	4.9

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 수주/입찰 예정 프로젝트

(단위: 십억달러)

입찰 결과	국가/발주처	프로젝트	금액	입찰업체	비고
1Q19	사우디	라빅 턴어라운드	0.2	GS건설 수의계약	
1Q19	알제리	HMD refinery	2.5	삼성엔지니어링+Tecnicas Reunidas, 현대건설, GS건설+페트로팩 등	총 25억달러 가운데 GS건설 10억달러
1Q19	UAE	Gasoline & Aromatics	3.2	GS건설, SK건설, 현대건설, JGC, 페트로팩 등	
1Q19	호주	Cross River Rail	3.0	GS건설 등	3개 컨소시엄 경합
1H19	투르크메니스탄	디악싱 프로젝트	0.3	GS건설 수의계약	이미 EPC계약서 합의 완료. Financing 협의중. 상반기 수주 유력
1H19	태국	HMC PP	1.5	GS건설 등 다수	
2019	우즈베키스탄	우즈벡 Refinery(지작)	2.5	GS건설 수의계약	E, P 개별 발주
2019	터키	PDH PP	1.4	GS건설 등 다수	전체 계약규모 14억달러
2019	한국/현대케미칼	대산 HPC	2.7	삼성엔지니어링, 대림산업, GS건설, 현대건설 등	대림산업 FEED 중
2019	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

자료: GS건설, 한국투자증권

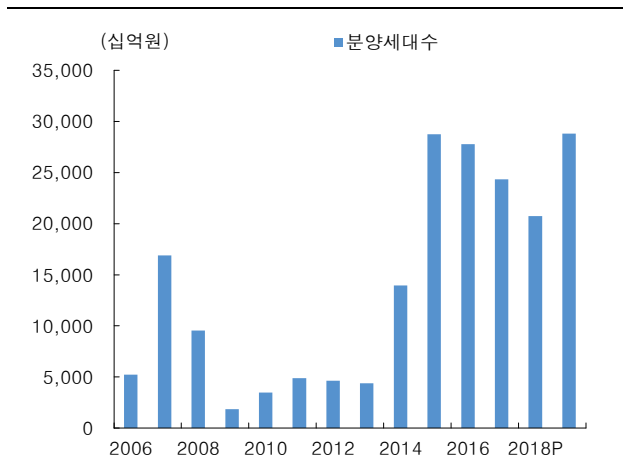
〈표 4〉 주요 해외 프로젝트

(단위: 십억원)

프로젝트명	수주	준공	수주총액	기납품액	수주잔고	공정률
Karbala Refinery Project	2Q14	4Q18	2,524	1,333	1,190	53%
Thomson-East Coast Line Contract T301	1Q16	1Q24	1,499	494	1,005	33%
LPIC Project PKG 3	4Q15	4Q19	783	460	323	59%
Clean Fuels Project(MAA)	2Q14	4Q18	1,595	1,305	290	82%
RRW Restoration	2Q17	1Q19	1,444	1,171	273	81%
ERC Refinery Project	3Q07	2Q19	2,484	2,360	125	95%
New Selander Bridge	4Q18	3Q22	122	-	122	0%
Kais CAPP Project	1Q14	1Q20	322	211	111	66%
Bahrain LNGIT Project	4Q15	1Q19	783	682	101	87%
Patuakhali 400kV 송전공사	1Q17	1Q19	195	102	94	52%
HCMC MRT Line1 CP2	3Q12	2Q21	405	313	93	77%
LG 화학폴란드자동차전지공장 3 단계	3Q18	4Q19	102	11	91	10%
광동 CA-Project GP3	3Q17	4Q19	525	434	90	83%
Doha Link project	4Q14	4Q18	620	543	76	88%
GP3(환경)	3Q17	4Q19	213	151	61	71%

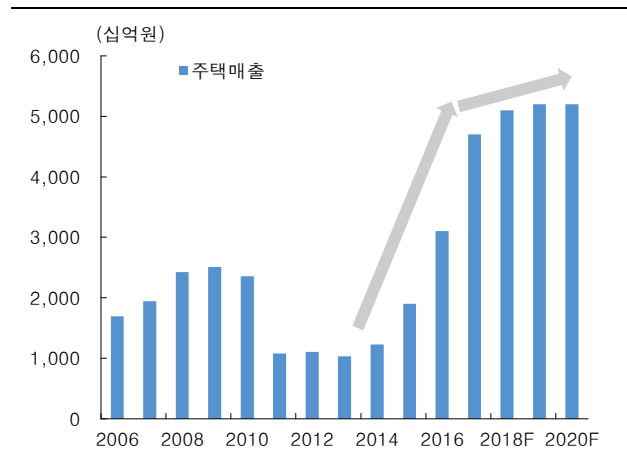
주: 3Q18 분기보고서 기준 수주잔고 500억원 이상 프로젝트
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 분양세대수: 2019년 반등



자료: GS건설, 한국투자증권

[그림 2] 주택 매출: 급성장기 이후 5조원 수준 유지



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 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,737	9,582	8,773	8,575	9,437
현금성자산	2,356	2,442	1,314	1,262	1,389
매출채권및기타채권	4,791	4,689	4,862	5,047	5,554
재고자산	825	1,091	1,066	931	1,024
비유동자산	3,640	4,114	4,488	4,004	4,292
투자자산	958	992	1,116	974	1,072
유형자산	978	898	869	845	816
무형자산	194	209	236	206	226
자산총계	13,377	13,697	13,261	12,579	13,730
유동부채	7,225	8,581	7,269	5,935	6,565
매입채무및기타채무	4,250	4,677	2,497	2,179	2,398
단기차입금및단기사채	1,027	1,831	731	731	721
유동성장기부채	671	1,142	342	342	392
비유동부채	2,798	1,876	1,942	2,121	2,103
사채	534	265	65	417	314
장기차입금및금융부채	1,286	753	912	862	862
부채총계	10,023	10,457	9,211	8,057	8,668
지배주주지분	3,279	3,167	3,973	4,445	4,983
자본금	355	358	412	412	412
자본잉여금	611	627	894	894	894
기타자본	(87)	(87)	(87)	(87)	(87)
이익잉여금	2,504	2,334	2,839	3,310	3,849
비지배주주지분	74	72	78	78	78
자본총계	3,353	3,240	4,051	4,522	5,061

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	81	(205)	965	(603)	524
당기순이익	(20)	(164)	588	550	617
유형자산감가상각비	58	47	44	40	33
무형자산상각비	10	10	16	12	13
자산부채변동	(172)	(573)	255	(1,130)	(185)
기타	205	475	62	(75)	46
투자활동현금흐름	(249)	14	(351)	327	(256)
유형자산투자	(79)	(21)	(23)	(25)	(15)
유형자산매각	5	15	7	9	11
투자자산순증	(159)	(78)	(137)	146	(94)
무형자산순증	(14)	(5)	(42)	18	(34)
기타	(2)	103	(156)	179	(124)
재무활동현금흐름	78	300	(1,742)	224	(142)
자본의증가	0	1	321	0	0
차입금의순증	0	0	(1,979)	302	(63)
배당금지급	(1)	(1)	(21)	(79)	(79)
기타	79	300	(63)	1	0
기타현금흐름	17	(22)	0	0	0
현금의증가	(72)	86	(1,128)	(52)	127

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

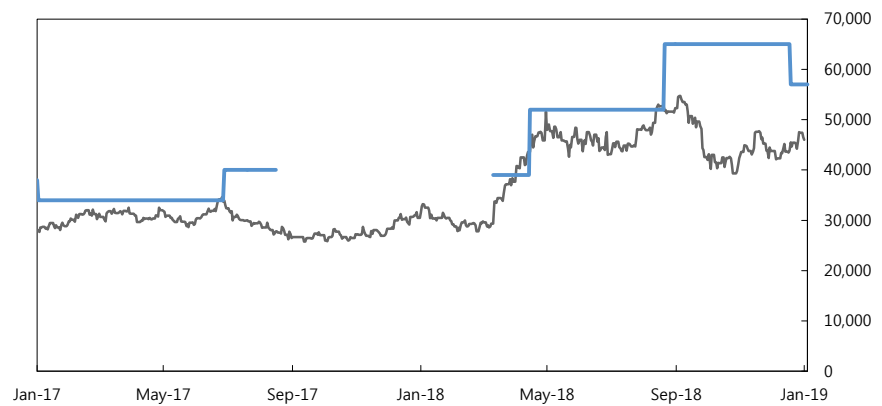
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	11,036	11,679	13,142	11,470	12,623
매출원가	10,547	10,876	11,515	10,128	11,160
매출총이익	488	803	1,627	1,342	1,464
판매관리비	345	485	562	470	518
영업이익	143	319	1,065	872	946
금융수익	292	289	100	37	38
이자수익	45	44	50	37	38
금융비용	388	305	201	99	105
이자비용	127	191	111	81	88
기타영업외손익	(28)	(457)	(131)	(80)	(60)
관계기업관련손익	3	(6)	6	4	4
세전계속사업이익	21	(161)	839	733	823
법인세비용	42	3	251	183	206
연결당기순이익	(20)	(164)	588	550	617
지배주주지분순이익	(26)	(168)	583	550	617
기타포괄이익	29	39	(19)	0	0
총포괄이익	8	(125)	569	550	617
지배주주지분포괄이익	(3)	(124)	564	550	617
EBITDA	211	376	1,125	923	993

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(394)	(2,431)	7,839	7,001	7,856
BPS	47,247	45,246	51,060	57,007	63,801
DPS	0	300	1,000	1,000	1,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	4.4	5.8	12.5	(12.7)	10.1
영업이익증가율	17.1	122.9	234.2	(18.1)	8.5
순이익증가율	NM	NM	NM	(5.6)	12.2
EPS증가율	NM	NM	NM	(10.7)	12.2
EBITDA증가율	2.5	78.3	199.2	(17.9)	7.5
수익성(%)					
영업이익률	1.3	2.7	8.1	7.6	7.5
순이익률	(0.2)	(1.4)	4.4	4.8	4.9
EBITDA Margin	1.9	3.2	8.6	8.1	7.9
ROA	(0.2)	(1.2)	4.4	4.3	4.7
ROE	(0.8)	(5.2)	16.3	13.1	13.1
배당수익률	0.0	1.1	2.2	2.2	2.2
배당성향	NM	NM	13.5	14.3	12.7
안정성					
순차입금(십억원)	728	1,267	370	777	551
차입금/자본총계비율(%)	108.6	125.9	51.8	53.1	46.2
Valuation(X)					
PER	NM	NM	5.9	6.6	5.9
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	12.4	8.8	3.6	4.8	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
GS건설 (006360)	2016.04.05	매수	38,000원	-26.4	-17.1
	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 1월 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 투자 의견은 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.