

GS건설 (006360)

건설

김기룡



02 3770 3521

kiryong.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	54,000원 (M)
현재주가 (4/26)	39,550원
상승여력	37%

시가총액	31,569억원
총발행주식수	79,820,307주
60일 평균 거래대금	208억원
60일 평균 거래량	489,778주
52주 고	54,700원
52주 저	37,700원
외인지분율	31.15%
주요주주	허창수 외 17 인 25.62%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.9)	(16.6)	3.0
상대	(6.3)	(16.6)	17.0
절대(달러환산)	(7.2)	(19.4)	(4.1)

1분기 호실적, 이후 지켜봐야 할 포인트

1Q19 Review : 시장 예상치 상회

1분기 GS건설 연결 실적은 매출액 2,603억원(-16.8%, YoY), 영업이익 1,911억원(-51.0%, YoY)으로 영업이익은 시장 예상치를 16% 상회하는 호실적을 기록했다. 주택 부문의 높은 실적 기저와 플랜트 수주 부진 및 UAE RRW 종료 효과 등으로 전년동기대비 매출액은 전 공중에 걸친 둔화가 이어졌다. 지역별로는 국내와 해외 부문 매출이 전년동기대비 각각 10%, 27% 감소했다. 당분기 성과급 700억 원 반영에도 불구하고, 일회성 이익이 부재한 가운데 해외 부문 마진을 개선 등으로 분기 1,900억원 이상의 영업이익 달성은 고무적인 부분이다.

해외 수주 실적이 보다 중요해 질 전망

올해 해외 수주 Target Project였던 알제리 HMD(12.5억불, +패트로팩), 호주 CRR(10억불), UAE GAP(35억불, 단독) 수주 가능성이 낮아지며 연간 해외 수주 가이드선스 3.5조원은 다소 부담스러운 숫자가 되었다. (1Q19 해외 수주: 1,750억원) 하반기 인도네시아 롯데케미칼 타이탄NCC(20억불, 단독)와 함께 D-Waxing(3억불), 카타르 암모니아(6억불), 사우디 턴어라운드(3억불) 등 주요 Target Project의 해외 수주 성과가 가이드선스 달성에 보다 중요해졌다. 2018년, LG화학 0.4조원에 이어 연내 약 1.6조원 규모의 관계사 수주(LG화학+GS칼텍스)가능성은 플랜트 매출 둔화 방어에 긍정적이다.

2019년 국내 주택 분양 계획물량은 전년대비 0.8만 세대 증가한 약 2.8만 세대를 계획하고 있다. 1분기 분양 실적은 1,144세대에 불과하나, 2분기 본격적인 분양 재개로 상반기 1.2만 세대 분양을 목표하고 있다. 다만, 자체물량 축소와 정비사업 비중 증가의 Mix 악화와 높아진 주택 마진을 기저는 다소 부담 요인이 될 전망이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 54,000원 유지

GS건설에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 54,000원을 유지한다. 예상 대비 지연중인 베트남 개발사업의 실질적인 착공(나베 1-1, 투티엠)과 추가 개발 계획의 구체화, 하반기 인도네시아 LINE 등 대형 해외 수주는 관련 우려감으로 하락한 동사의 저평가 매력을 부각시킬 수 있는 요인으로 판단한다. 동사는 현재 소규모 주택사업 경쟁력 확보를 목적으로 자회사인 자이에스앤디(GS건설 지분 85.6%) 상장을 추진중에 있다. [2018년 자이에스앤디 실적 : 매출액 2,127억원 / 당기순이익 107억]

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	26,019	-16.8	-19.5	27,195	-4.3
영업이익	1,911	-51.0	-14.0	1,713	11.5
세전계속사업이익	1,775	-42.9	-0.4	1,322	34.3
지배순이익	1,272	-38.5	32.3	897	41.8
영업이익률 (%)	7.3	-5.2 %pt	+0.4 %pt	6.3	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	4.9	-1.7 %pt	+1.9 %pt	3.3	+1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	116,795	131,394	113,046	117,956
영업이익	3,187	10,645	8,100	8,037
지배순이익	-1,684	5,821	4,705	4,902
PER	-12.4	5.3	6.7	6.9
PBR	0.6	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.9	3.2	3.7	3.5
ROE	-5.2	17.3	12.3	11.4

자료: 유안타증권

GS 건설 1Q19 Review [컨센서스는 1개월 기준]

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P(a)	YoY	QoQ	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	2,602	-16.8%	-19.5%	2,717	-4.2%
영업이익	390	219	233	222	191	-51.0%	-14.0%	164	16.5%
세전이익	311	190	156	178	178	-42.9%	-0.4%	126	40.6%
지배주주순이익	207	144	135	96	127	-38.5%	32.3%	88	44.6%
영업이익률	12.5%	6.1%	7.3%	6.9%	7.3%			6.0%	
세전이익률	9.9%	5.3%	4.9%	5.5%	6.8%			4.6%	
지배주주순이익률	6.6%	4.0%	4.2%	3.0%	4.9%			3.2%	

자료: 유안타증권 리서치센터

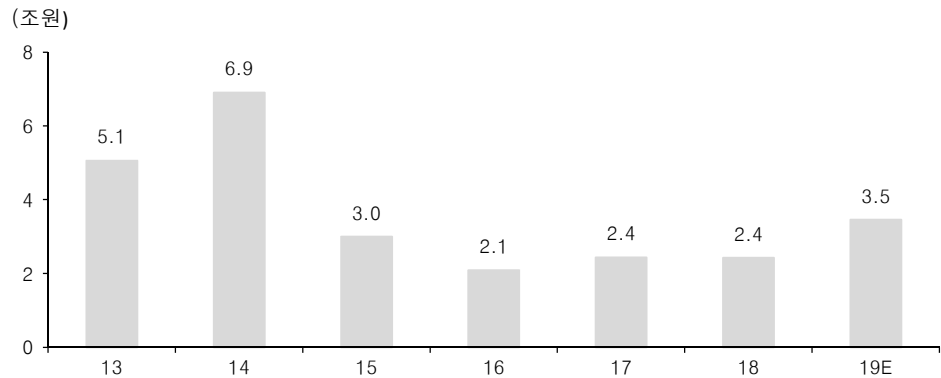
GS 건설 사업부문별 분기 실적 요약 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E	2020E
매출액	3,127	3,582	3,197	3,233	13,139	2,602	2,931	2,731	3,040	11,305	11,796
- 토목	270	317	281	248	1,116	230	292	261	315	1,098	1,215
- 건축/주택	1,716	1,984	1,728	1,710	7,138	1,514	1,792	1,685	1,850	6,841	6,912
- 플랜트+전력	1,120	1,262	1,170	1,253	4,805	837	826	766	855	3,283	3,585
- 기타	21	19	18	22	80	21	22	19	21	82	85
% 원가율	83.9%	90.7%	88.9%	86.5%	87.6%	86.4%	88.6%	88.8%	88.7%	88.2%	88.9%
- 토목	92.4%	89.6%	92.4%	100.0%	93.3%	91.9%	93.5%	93.8%	94.5%	93.5%	93.3%
- 건축/주택	84.1%	88.0%	85.2%	83.8%	85.4%	85.7%	85.8%	86.0%	85.8%	85.8%	85.7%
- 플랜트+전력	81.3%	95.0%	93.4%	87.2%	89.4%	86.2%	93.0%	93.2%	92.8%	91.3%	91.4%
- 기타	91.6%	113.7%	105.0%	91.6%	99.9%	84.1%	92.5%	94.5%	95.0%	91.5%	92.0%
매출총이익	504	332	354	438	1,628	354	333	305	343	1,335	1,309
- 토목	21	33	21	0	75	19	19	16	17	71	81
- 건축/주택	273	238	256	277	1,044	217	254	236	263	970	985
- 플랜트+전력	209	63	78	160	510	116	58	52	62	287	310
- 기타	1	-2	-1	1	-1	3	2	1	1	7	7
판관비	114	113	121	216	563	163	111	117	134	525	505
% 판관비율	3.6%	3.1%	3.8%	6.7%	4.3%	6.3%	3.8%	4.3%	4.4%	4.6%	4.3%
영업이익	390	219	233	222	1,064	191	222	188	209	810	804
% 영업이익률	12.5%	6.1%	7.3%	6.9%	8.1%	7.3%	7.6%	6.9%	6.9%	7.2%	6.8%

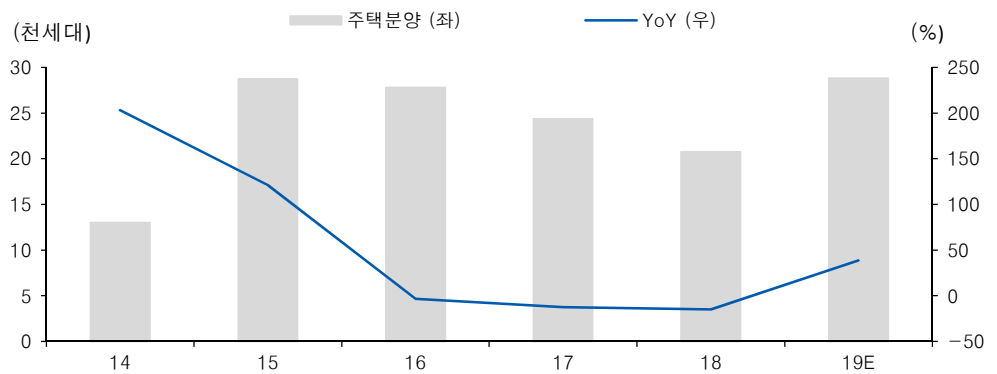
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 해외 신규수주 추이 및 가이드스



자료: 유안타증권 리서치센터

국내 주택 분양물량 추이 및 계획



자료: 유안타증권 리서치센터

2019년 GS건설 수주 목표 Project 요약

지역/국가	Project	규모 (억달러)	비고
사우디	턴어라운드	3.0	상반기 수주 목표
인도네시아	롯데케미칼 타이탄 NCC	20.0	하반기 수주 목표
투르크메니스탄	D-waxing	3.0	최종 협상 중
카타르	암모니아	6.0	5월 상업입찰
태국	HMCP	2.5	공개 입찰
우즈벡	가스	2.5	수익계약 협상 중
알제리	METHYL	4.0	하반기 입찰 예정
UAE	LAB	6.0	하반기 입찰 예정
합계		47.0	

자료: 유안타증권 리서치센터

2018 년 4 분기, GS 건설 Project 별 미청구공사 및 공사미수금 요약

(단위: 십억원)

Project	계약일	완성기한	미청구 공사 4Q17	미청구 공사 3Q18	미청구 공사 4Q18	공사 미수금 4Q18	미청구공사 +공사미수금	도급액	기 매출액	공정률	미청구공사 /기 매출액	(미청구공사 +공사미수금) /기 매출액
개포8단지	2018-03-14	2021-07-31	-	0	0	0	0	864	31	3.6%	0.0%	0.0%
NSRP Project	2013-07-22	2018-11-14	0	0	0	0	0	1,442	1,415	98.2%	0.0%	0.0%
안양열병합발전소2호기건설공사	2014-09-22	2021-10-31	0	0	0	0	0	619	386	62.4%	0.0%	0.0%
KOC Wara Pressure Maintenance Project(*)	2011-09-15	2019-06-30	64	67	0	2	2	570	566	99.2%	0.0%	0.3%
Rumaitha/Shanayel Facilities Phase III	2014-04-14	2018-06-28	14	21	0	5	5	803	778	96.9%	0.0%	0.6%
Clean Fuels Project(MAA)(*)	2014-04-13	2019-06-30	0	0	0	10	10	1,609	1,394	86.6%	0.0%	0.7%
P10-Project	2015-10-20	2020-06-30	0	0	9	3	12	946	840	88.8%	1.0%	1.4%
Bahrain LNGIT Project	2015-12-02	2019-02-15	0	0	13	0	13	783	725	92.6%	1.8%	1.8%
LPIC Project PKG 3	2015-12-17	2019-12-03	0	0	0	23	23	788	545	69.2%	0.0%	4.3%
Marina South Parcel	2013-08-01	2018-05-30	26	10	12	13	24	551	489	88.8%	2.4%	5.0%
Star ProjectC(*)	2013-05-20	2019-06-30	58	40	37	5	42	786	760	96.8%	4.9%	5.5%
그랑시티자이2차	2017-05-01	2020-10-31	9	0	0	12	12	697	207	29.7%	0.0%	5.8%
Karbala Refinery Project(*)	2014-04-22	2019-12-31	0	0	0	100	100	2,526	1,485	58.8%	0.0%	6.7%
ERC Refinery Project(*)	2007-08-29	2019-06-30	238	181	193	6	199	2,515	2,412	95.9%	8.0%	8.2%
PP-12 복합화력발전소건설공사(*)	2012-05-16	2019-06-30	92	108	85	0	85	686	669	97.5%	12.6%	12.6%
그랑시티자이	2016-10-01	2020-02-29	0	0	1	81	82	882	538	60.9%	0.2%	15.3%
Doha Link project (*)	2014-12-30	2019-03-31	0	11	24	68	92	620	582	93.8%	4.0%	15.8%
Thomson-East Coast line Contract T301	2016-03-18	2024-02-28	37	86	105	30	135	1,488	566	38.0%	18.6%	23.8%
RRW Unit Restoration	2017-06-29	2019-01-10	0	169	553	24	577	1,964	1,725	87.8%	32.1%	33.5%
GP3(건축)	2017-07-07	2019-12-31	-	-	31	73	104	378	287	75.9%	10.9%	36.3%
합 계			538	693	1,062	454	1,516	21,517	16,399	76.2%	6.5%	9.2%

자료: 유안타증권 리서치센터 // 주: 음영은 과거 비용 Project 를 의미, 미청구공사는 손상치손누계액 차감

GS 건설 (006360) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	116,795	131,394	113,046	117,956	121,617
매출원가	108,761	115,118	99,697	104,865	108,189
매출총이익	8,033	16,276	13,348	13,091	13,428
판매비	4,847	5,631	5,248	5,054	5,184
영업이익	3,187	10,645	8,100	8,037	8,244
EBITDA	3,758	11,181	8,678	8,664	8,900
영업외손익	-4,794	-2,294	-1,575	-1,254	-1,074
외환관련손익	-1,588	-7	-320	-320	-320
이자손익	-1,472	-840	-733	-703	-673
관계기업관련손익	-61	65	72	72	72
기타	-1,673	-1,512	-595	-304	-154
법인세비용차감전순이익	-1,607	8,350	6,525	6,782	7,170
법인세비용	29	2,476	1,767	1,831	1,936
계속사업순이익	-1,637	5,874	4,758	4,951	5,234
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,637	5,874	4,758	4,951	5,234
지배지분순이익	-1,684	5,821	4,705	4,902	5,182
포괄순이익	-1,250	5,657	4,659	4,852	5,135
지배지분포괄이익	-1,238	5,651	4,612	4,803	5,083

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	95,823	78,282	80,571	84,098	86,030
현금및현금성자산	24,423	15,926	19,941	22,418	23,634
매출채권 및 기타채권	46,891	41,513	41,418	42,163	42,460
재고자산	10,907	10,342	10,562	10,668	10,881
비유동자산	41,143	42,051	43,919	45,285	46,784
유형자산	8,975	8,410	8,677	8,994	9,272
관계기업 등 자본관련자산	444	735	1,145	1,797	2,569
기타투자자산	9,473	9,037	8,821	9,262	9,725
자산총계	136,966	120,333	124,490	129,383	132,814
유동부채	85,813	63,597	62,865	64,093	63,385
매입채무 및 기타채무	46,765	43,672	42,969	43,475	43,996
단기차입금	16,843	5,939	5,739	5,239	4,559
유동성장기부채	11,305	3,620	3,770	5,050	4,500
비유동부채	18,756	20,489	19,825	19,429	19,229
장기차입금	6,679	9,588	9,288	8,918	8,718
사채	2,651	998	998	998	998
부채총계	104,569	84,086	82,690	83,522	82,614
지배지분	31,673	35,485	40,893	44,953	49,292
자본금	3,584	3,972	4,246	4,246	4,246
자본잉여금	6,272	8,118	9,434	9,434	9,434
이익잉여금	23,343	24,871	28,788	32,848	37,188
비지배지분	724	762	908	908	908
자본총계	32,397	36,247	41,801	45,860	50,200
순차입금	11,788	3,991	-374	-2,491	-5,186
총차입금	39,912	21,915	21,565	21,926	20,446

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-2,055	10,329	8,391	9,948	10,174
당기순이익	-1,637	5,874	4,758	4,951	5,234
감가상각비	470	419	453	504	541
외환손익	1,183	-311	320	320	320
종속, 관계기업 관련손익	61	-65	-72	-72	-72
자산부채의 증감	-5,726	-1,034	-1,973	-658	-743
기타현금흐름	3,594	5,446	4,905	4,904	4,894
투자활동 현금흐름	135	-2,348	-1,438	-1,719	-1,859
투자자산	-750	-243	-338	-580	-700
유형자산 증가 (CAPEX)	-208	-137	-720	-970	-970
유형자산 감소	155	284	0	150	150
기타현금흐름	939	-2,252	-379	-319	-339
재무활동 현금흐름	3,000	-16,556	-1,108	-1,631	-3,272
단기차입금	0	0	-200	-500	-680
사채 및 장기차입금	0	0	-150	910	-750
자본	0	0	1,590	0	0
현금배당	-7	-211	-787	-842	-842
기타현금흐름	3,007	-16,346	-1,560	-1,200	-1,000
연결범위변동 등 기타	-220	78	-1,829	-4,121	-3,827
현금의 증감	860	-8,497	4,016	2,476	1,216
기초 현금	23,563	24,423	15,926	19,942	22,418
기말 현금	24,423	15,926	19,942	22,418	23,634
NOPLAT	3,245	10,645	8,100	8,037	8,244
FCF	-2,118	6,853	3,792	4,867	4,961

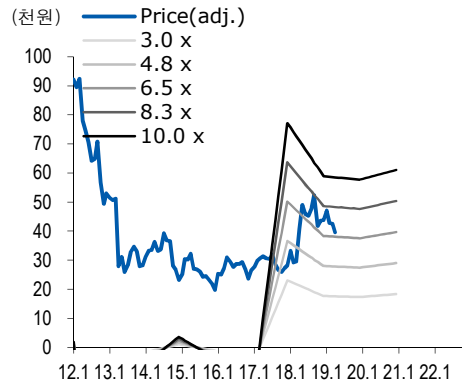
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

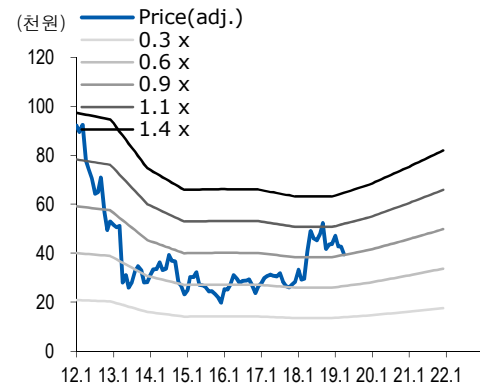
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	-2,359	7,713	5,894	5,772	6,102
BPS	45,095	45,079	48,569	53,391	58,545
EBITDAPS	5,264	14,814	10,872	10,203	10,481
SPS	163,602	174,097	141,625	138,914	143,224
DPS	300	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	-12.4	5.3	6.7	6.9	6.5
PBR	0.6	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.9	3.2	3.7	3.5	3.1
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	5.8	12.5	-14.0	4.3	3.1
영업이익 증가율 (%)	122.9	234.0	-23.9	-0.8	2.6
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	-19.2	4.2	5.7
매출총이익률 (%)	6.9	12.4	11.8	11.1	11.0
영업이익률 (%)	2.7	8.1	7.2	6.8	6.8
자배순이익률 (%)	-1.4	4.4	4.2	4.2	4.3
EBITDA 마진 (%)	3.2	8.5	7.7	7.3	7.3
ROIC	13.1	37.8	34.9	32.4	32.2
ROA	-1.2	4.5	3.8	3.9	4.0
ROE	-5.2	17.3	12.3	11.4	11.0
부채비율 (%)	322.8	232.0	197.8	182.1	164.6
순차입금/자기자본 (%)	37.2	11.2	-0.9	-5.5	-10.5
영업이익/금융비용 (배)	1.7	7.9	6.3	6.4	6.7

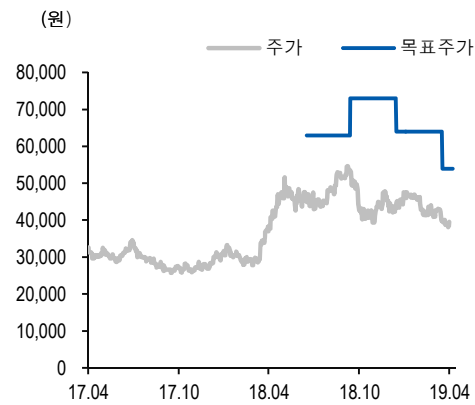
P/E band chart



P/B band chart



GS 건설 (006360) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-29	BUY	54,000	1년		
2019-04-12	BUY	54,000	1년		
2019-01-09	BUY	64,000	1년	-31.27	-25.63
2018-10-08	BUY	73,000	1년	-39.52	-29.32
2018-07-12	BUY	63,000	1년	-24.13	-13.17

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김기룡)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.