

SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

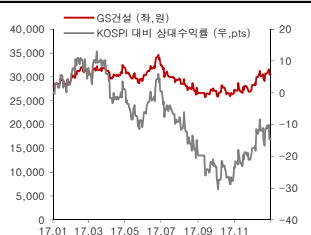
Company Data

자본금	358 십억원
발행주식수	7,168 만주
자사주	153 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,258 십억원
주요주주	
허창수(외18)	28.73%
국민연금공단	13.85%
외국인지분율	12.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/01/29)	31,500 원
KOSPI	2598.19 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	34,600 원
52주 최저가	25,750 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	11.3%	5.7%
6개월	-2.8%	-10.2%
12개월	12.5%	-9.8%

GS 건설 (006360/KS | 매수(유지) | T.P 40,000 원(상향))

높아지는 기대감, 이익과 수주가 함께 고개를 든다

GS 건설의 4 분기 영업이익은 시장 기대치에 부합했으나, 세전이익은 해외 대여금 관련 환손실 등에 따른 일회성 비용 반영으로 적자전환했다. 2018 년 GS 건설은 이익과 수주가 함께 커지는 해가 될 것으로 보인다. 현안 프로젝트 종료, 주택 이익의 증가로 증익이 기대된다. 또한 아시아 및 중동 지역의 정유, 석유화학 프로젝트의 활발한 입찰 참여로 해외 수주 증가 역시 기대됨에 따라, 2018 년 상반기 SK 증권 Top-picks 추천을 유지한다

2018 년, 변동성은 남아있으나 이익 우상향의 출발이 될 것

GS 건설의 4Q17 매출액은 3 조 1,642 억원, 영업이익은 1,029 억원으로 컨센서스에 다소 부합했다. 세전이익의 경우 원화 강세에 따른 보유 해외 대여금의 평가손 및 기타 장기미착공 PF 대손 등이 반영되며 적자전환했으나, 이는 금년 4 분기 건설사별 공통적으로 나타나는 보수적 회계처리 기조에 기인하는 것으로 펀더멘탈에 유의미한 손실은 아니라는 판단이다. 잔여 현안 프로젝트인 쿠웨이트 Wara, NLTF, 사우디 PP-12 세 현장의 준공이 연내 예정되어 있기 때문에 해외 실적의 변동성은 다소 열려있으나, 주택 매출액의 증가에 따른 이익 개선세가 나타날 것으로 기대한다. 가파른 턴어라운드는 해외 적자에서 자유로운 2019 년부터 본격화 될 것으로 예상된다.

해외 수주의 방향성 역시 우상향, 유가 상승 국면에서 높아지는 매력도

GS 건설의 해외 수주 가이던스는 3 조원으로, 지난해 2.45 조원의 수주 실적을 감안할 때 보수적인 수준으로 보인다. GS 건설이 금년 입찰 참여 예정인 굵직한 해외 프로젝트는 태국 타이오일 정유 (50 억불, 1Q 컨소시엄 입찰), 인도네시아 발릭파판 정유 (40 억불, 2Q 컨소시엄 입찰), UAE 아로마틱스 30 억불 (1Q 내 단독입찰) 등으로 사실상 목표치를 넘는 수준의 수주 달성이 충분히 가능할 것으로 보인다. 물론 낙찰 결과를 확인할 시점은 하반기가 되겠지만, 상반기 단기 유가 상승 국면에서 GS 건설의 해외 수주 기대감은 상반기 중 주가에 빠르게 반영될 것으로 예상된다. 이익의 가파른 성장이 나타나는 2019 년 기준 PBR 0.64X 를 감안할 때 여전히 밸류에이션 버퍼가 남아있다는 판단이다. 목표 BPS 의 상향으로 목표주가를 기존 35,000 원에서 40,000 원으로 상향하며, SK 증권 상반기 Top-picks 종목으로 추천을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	10,573	11,036	11,680	12,264	12,190	12,516
yoy	%	11.4	4.4	5.8	5.0	-0.6	2.7
영업이익	십억원	122	143	319	519	696	744
yoy	%	138.6	17.1	123.1	62.6	34.1	7.0
EBITDA	십억원	128	149	325	526	703	752
세전이익	십억원	31	21	-160	328	508	557
순이익(지배주주)	십억원	26	-26	-158	224	346	380
영업이익률%	%	1.2	1.3	2.7	4.2	5.7	5.9
EBITDA%	%	1.2	1.3	2.8	4.3	5.8	6.0
순이익률	%	0.2	-0.2	-1.4	1.8	2.8	3.0
EPS	원	367	-363	-2,227	2,818	4,355	4,777
PER	배	53.8	n/a	n/a	11.2	7.2	6.6
PBR	배	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	19.3	21.9	9.8	5.9	4.1	3.0
ROE	%	0.9	-0.6	-4.7	7.6	10.6	10.5
순차입금	십억원	1,066	1,370	940	615	378	-219
부채비율	%	288.5	298.9	325.4	307.9	283.0	265.2

GS 건설 목표주가 재산정

	2017P	2018E	2019E	2020E
BPS (원)	42,861	41,805	46,754	52,066
BPS Growth (%)	-1.4	-2.5	11.8	11.4
ROE (%)	-4.7	7.4	10.5	10.4
PBR (X)	0.70	0.71	0.64	0.58
적용BPS (원)	49,410	해외 정상화 시작되는 2019~2020년 평균 BPS		
Target Multiple (X)	0.80	대형 건설주 Target PBR 0.8X 적용		
목표주가 (원)	40,000			
현재주가 (원 01/29)	31,500			
Upside (%)	27.0			
기존목표주가 (원)	35,000			
변동률 (%)	14.3			

자료: FnGuide, SK 증권

주: BPS 는 국내 CB 에 대한 희석 지분 감안

GS 건설 4Q17 실적 Review

(단위: 십억원)	4Q17P	4Q16	YoY (%,%p)	3Q17	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	3,164.2	3,115.4	1.6	2,820.3	12.2	3,230.4	-2.1
영업이익	102.9	52.8	94.9	71.1	44.7	103.4	-0.5
영업이익률 (%)	3.3	1.7	1.6	2.5	0.7	3.2	0.1
세전이익	-96.3	21.8	적전	-3.6	적지	61.4	적전
세전이익률 (%)	-3.0	0.7	-3.7	-0.1	-2.9	1.9	-4.9

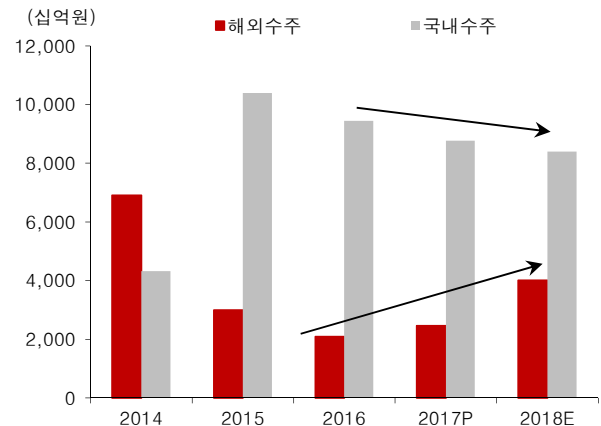
자료: GS 건설, SK 증권

GS 건설 12M Forward PBR 추이



자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 신규수주 추이 및 전망



자료: GS 건설, SK 증권

GS건설 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2017P	2018E	2019E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P
매출액	11,680	12,264	12,190	2,639	2,706	2,575	3,115	2,701	2,994	2,820	3,164
토목	1,298	1,235	1,195	337	364	305	377	292	344	290	372
플랜트	2,927	3,024	3,128	1,170	987	891	1,060	684	759	679	805
전력	729	747	804	178	157	126	201	155	185	241	148
건축/주택	6,645	7,177	6,982	939	1,180	1,237	1,458	1,550	1,685	1,591	1,819
Sales Growth (YoY %)	5.8	5.0	-0.6	14.0	8.6	-7.7	4.7	2.3	10.6	9.5	1.6
토목	-6.1	-4.9	-3.2	9.8	19.7	-1.6	9.3	-13.4	-5.5	-4.9	-1.3
플랜트	-28.7	3.3	3.4	1.8	-19.3	-27.8	-18.5	-41.5	-23.1	-23.8	-24.1
전력	10.1	2.5	7.6	-3.8	-7.1	-47.5	-36.4	-12.9	17.8	91.3	-26.4
건축/주택	38.0	8.0	-2.7	52.7	61.4	27.9	46.1	65.1	42.8	28.6	24.8
Sales Growth (QoQ %)				-11.3	2.5	-4.9	21.0	-13.3	10.8	-5.8	12.2
토목				-2.3	8.0	-16.2	23.6	-22.5	17.8	-15.7	28.3
플랜트				-10.1	-15.6	-9.7	19.0	-35.5	11.0	-10.5	18.6
전력				-43.7	-11.8	-19.7	59.5	-22.9	19.4	30.3	-38.6
건축/주택				-5.9	25.7	4.8	17.9	6.3	8.7	-5.6	14.3
GPM (%)	6.9	8.3	9.8	4.8	4.3	3.4	5.1	5.8	6.3	8.7	6.7
토목	3.5	3.6	3.7	3.6	6.2	2.1	5.7	6.5	7.1	1.7	-0.8
플랜트	-11.4	-5.0	0.0	-4.7	-5.9	-13.2	-6.0	-23.1	-12.3	-4.1	-6.9
전력	-4.2	-4.0	3.0	9.1	-15.4	-3.3	-2.6	-6.1	-11.4	14.9	-24.2
건축/주택	16.8	16.0	16.0	16.5	15.0	16.3	14.0	19.6	16.6	14.6	16.7
영업이익	319	519	696	29	23	38	53	59	86	71	103
영업이익률 (%)	2.7	4.2	5.7	1.1	0.8	1.5	1.7	2.2	2.9	2.5	3.3
지배주주순이익	-158	224	346	7	6	-19	-20	-68	9	-10	-89
순이익률 (%)	-1.4	1.8	2.8	0.3	0.2	-0.7	-0.6	-2.5	0.3	-0.4	-2.8

자료: GS건설 SK증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,737	10,380	11,015	11,554	12,347
현금및현금성자산	2,356	2,626	2,852	3,079	3,666
매출채권 및 기타채권	4,777	5,120	5,376	5,678	5,830
재고자산	825	779	863	875	887
비유동자산	3,640	3,579	3,590	3,661	3,734
장기금융자산	901	919	937	956	975
유형자산	978	996	1,011	1,025	1,037
무형자산	194	169	181	175	178
자산총계	13,377	13,958	14,605	15,214	16,081
유동부채	7,225	7,496	7,796	7,755	8,097
단기금융부채	1,486	1,449	1,409	1,232	1,228
매입채무 및 기타채무	3,868	3,989	4,123	4,033	4,129
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,798	3,181	3,229	3,488	3,581
장기금융부채 (사채+장차)	1,777	2,117	2,058	2,225	2,218
장기매입채무 및 기타채무	34	35	35	36	36
장기충당부채	464	488	536	563	591
부채총계	10,023	10,677	11,025	11,242	11,677
지배주주지분	3,279	3,212	3,509	3,902	4,333
자본금	355	355	397	397	397
자본잉여금	611	611	611	611	611
기타자본구성요소	-143	-76	-76	-76	-76
자기주식	-76	-76	-76	-76	-76
이익잉여금	2,504	2,351	2,605	2,999	3,430
비지배주주지분(연결)	74	69	72	70	71
자본총계	3,353	3,281	3,580	3,972	4,404
부채와자본총계	13,377	13,958	14,605	15,214	16,081

현금흐름표

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동으로 인한 현금흐름	81	-116	239	175	545
당기순이익(손실)	-20	-153	255	393	431
비현금수익비용가감	273	278	255	251	245
유형자산감가상각비	58	57	59	61	62
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	251	251	251	251	251
운전자본감소(증가)	-172	-241	-270	-469	-132
매출채권의감소(증가)	-198	-343	-256	-302	-152
재고자산의감소(증가)	-65	46	-84	-12	-13
매입채무의증가(감소)	156	121	134	-91	97
기타	-65	-65	-65	-65	-65
법인세납부	-16	-49	-48	-38	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-249	-120	-158	-139	-149
금융자산감소(증가)	-114	-24	-24	-24	-25
유형자산처분(취득)	5	5	5	5	5
무형자산감소(증가)	-14	25	-12	6	-3
기타투자활동	-47	-47	-47	-47	-47
재무활동으로 인한 현금흐름	78	489	127	175	175
단기금융부채의 증가(감소)	-106	-36	-41	-177	-4
장기금융부채의 증가(감소)	0	341	-59	167	-6
자본의 증가(감소)	0	0	42	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	185	185	185	185	185
현금의 증가	-72	270	226	227	587
기초현금	2,429	2,356	2,626	2,852	3,079
기말현금	2,356	2,626	2,852	3,079	3,666
FCF	2	-195	160	95	466

자료: GS건설 SK증권 추정

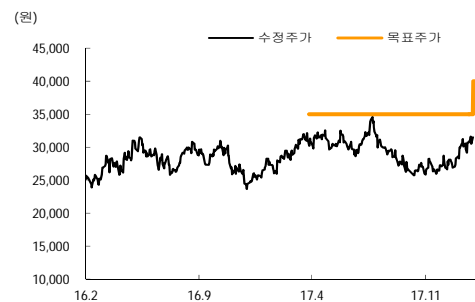
포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	11,036	11,680	12,264	12,190	12,516
매출원가	10,547	10,876	11,242	10,995	11,259
매출총이익	488	803	1,022	1,195	1,257
매출총이익률(%)	4.4	6.9	8.3	9.8	10.0
판매비와관리비	345	484	503	500	513
영업이익	143	319	519	696	744
영업이익률(%)	1.3	2.7	4.2	5.7	5.9
조정영업이익	143	319	519	696	744
비영업손익	-122	-479	-190	-188	-187
순금융손익	-82	-85	-80	-78	-77
외환관련손익	23	3	23	23	23
관계기업등 투자손익	3	3	3	3	3
세전계속사업이익	21	-160	328	508	557
세전계속사업이익률(%)	0.2	-1.4	2.7	4.2	4.4
계속사업법인세	42	-7	74	114	125
계속사업이익	-20	-153	255	393	431
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	-153	255	393	431
순이익률(%)	-0.2	-1.3	2.1	3.2	3.4
지배주주	-26	-158	224	346	380
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	-1.4	1.8	2.8	3.0
비지배주주	5	5	31	47	52
총포괄이익	8	-182	225	364	402
지배주주	-3	64	-78	-127	-140
비지배주주	11	-246	304	491	542
EBITDA	149	325	526	703	752

주요투자지표

	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
성장성(%)					
매출액	4.4	5.8	5.0	-0.6	2.7
영업이익	17.1	123.1	62.6	34.1	7.0
세전계속사업이익	-31.8	적전	흑전	54.6	9.7
EBITDA	16.0	118.8	61.6	33.8	7.0
EPS	적전	적지	흑전	54.6	9.7
수익성(%)					
ROA(%)	-0.2	-1.1	1.8	2.6	2.8
ROE(%)	-0.6	-4.7	7.6	10.6	10.5
EBITDA마진(%)	1.3	2.8	4.3	5.8	6.0
안정성(%)					
유동비율(%)	134.8	138.5	141.3	149.0	152.5
부채비율(%)	298.9	325.4	307.9	283.0	265.2
순차입금/자기자본(%)	40.9	28.7	17.2	9.5	-5.0
EBITDA/이자비용(배)	1.2	2.5	4.3	5.8	6.2
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-363	-2,227	2,818	4,355	4,777
BPS	43,453	42,861	41,864	46,888	52,274
CFPS	177	43	438	579	619
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	n/a	12.3	7.9	7.2
PER(최저)	n/a	n/a	9.1	5.9	5.4
PBR(최고)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
PCR	149.8	731.5	71.9	54.4	50.9
EV/EBITDA(최고)	24.3	10.4	6.4	4.4	3.4
EV/EBITDA(최저)	18.3	8.5	5.1	3.4	2.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.30	매수	40,000원	6개월		
2017.10.30	매수	35,000원	6개월	-15.93%	-1.14%
2017.10.09	매수	35,000원	6개월	-14.28%	-1.14%
2017.07.27	중립	35,000원	6개월	-13.26%	-1.14%
2017.07.13	중립	35,000원	6개월	-11.30%	-1.14%
2017.04.27	중립	35,000원	6개월	-12.11%	-7.00%
2017.03.27	중립	35,000원	6개월	-10.45%	-7.00%



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 30 일 기준)

매수	90.07%	중립	9.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----