



하나금융그룹

2018년 4월 9일 | Equity Research

GS건설 (006360)

결자해지로 달라지는 GS건설의 위상

1Q18 Review: 어닝서프라이즈를 시연한 1분기

GS건설의 2018년 1분기 실적은 매출액 3.1조원으로 전년비 15.5% 증가하였고, 영업이익은 3,804억원으로 전년비 544% 증가한 잠정실적을 발표하였다. 실적발표 과정도 서프라이즈였고, 내용도 서프라이즈였다. 실적의 주요 원인은 사우디 라비(Rabigh 2)을 포함한 현장 3개소에서 클레임이 인정되며 1,800억의 환입이 영업단에 반영된 원인이었다. 이를 차감하더라도 2,000억원의 영업이익 수준이 발표되었는데 이는 주로 주택 등 고마진 사업부 매출-이익성장에 의한 것으로, 해외클레임 환입의 1회성을 고려하더라도 사상최고 수준의 분기 영업이익이 발표되었다.

무엇을 중요하게 생각해야 할 시점인가?

사우디 라비 현장을 포함, 한국 건설사들은 발주처 향 클레임을 지속해서 주장하고 있으나, 태반이 받아들여지지 않고 손실을 확정짓는 경우가 일반적이었다. 금번 클레임 반영이 분기실적에 오롯이 반영된 것은 사실상 이례적인데, 사우디 발주처를 대상으로 했다는 점에서 긍정적 신호라고 판단된다.

주택부문의 매출-이익 강세가 지속될 것이라는 점도 긍정적이다. 2015년부터 7~8조원대의 건축주택 수주를 지속해오던 결과, 2018~2020년간 안정적인 정비사업 분양물량이 확보되었다. 시장은 래미안 철수 이후 GS건설의 독무대가 되었고, 그 성과가 나타나고 있다. 2018~2019년의 2년간 미착공 주택PF의 착공으로 주택원가율이 감소한다 하더라도, 연3만호 수준의 주택분양 지속으로 이익레벨은 상승한 상태로 유지될 것이다.

TP 3.0만원→3.7만원으로 상향, 투자의견 BUY 상향

GS건설의 목표주가를 종전 3.0만원에서 신규 3.7만원으로 23% 상향한다. 상향은 GS건설의 Normalized OP를 종전의 3,800억원에서 4,500억원대로 증가, 수익성 개선을 반영한 것이다. 2018년의 실적이 비록 1회성이 포함된 최대실적이라 하더라도 장기적으로 연 4,500억대 이상의 실적을 낼 수 있을거라는 기대감은 GS건설 주가의 기저수준을 높일 편더멘털한 이슈라고 본다. 지금으로부터 5년전 GS건설은 UAE의 Ruwais정유공장 원가율 조정으로 어닝 쇼크를 내면서 건설업종 멀티플 하락의 시발점이 된 적있다. 결자해지라고, GS건설이 이를 풀어주어 반갑다.

Update	
BUY(상향)	

| TP(12M): 37,000원(상향) | CP(4월 6일): 29,350원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,429.58		
52주 최고/최저(원)	34,600/25,750	12,004.5	11,926.9
시가총액(십억원)	2,104.2	536.4	629.3
시가총액비중(%)	0.17	285.7	366.3
발행주식수(천주)	71,694.3		
60일 평균 거래량(천주)	468.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	14.3		
18년 배당금(예상,원)	300		
18년 배당수익률(예상,%)	1.02		
외국인지분율(%)	13.80		
주요주주 지분율(%)			
허창수 외 18 인	28.72		
국민연금	12.23		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.0 10.1 (7.1)		
상대	2.2 8.5 (17.7)		

Stock Price	
(천원)	CS건설(좌) 상대지수(우)

Financial Data					
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	11,035.6	11,679.5	12,211.5	11,544.1
영업이익	십억원	143.0	318.7	722.9	441.2
세전이익	십억원	21.3	(160.7)	622.9	341.2
순이익	십억원	(25.8)	(168.4)	468.7	256.7
EPS	원	(363)	(2,359)	6,537	3,581
증감률	%	적전	적지	흑전	5.3
PER	배	N/A	N/A	4.49	8.20
PBR	배	0.56	0.63	0.57	0.54
EV/EBITDA	배	14.69	9.56	4.26	6.54
ROE	%	(0.79)	(5.22)	13.82	6.88
BPS	원	47,247	45,246	51,478	54,765
DPS	원	0	300	300	300



건설/건자재 Analyst 채상우

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 윤승연
02-3771-8121
shyoon92@hanafn.com

 하나금융투자

GS건설 1분기 잠정실적 리뷰

GS건설 1분기 영업이익은 3,804억원
으로 전년비 544% 증가

GS건설의 2018년 1분기 실적은 매출액 3.1조원으로 전년비 15.5% 증가하였고, 영업이익은 3,804억원으로 전년비 544% 증가한 잠정실적을 발표하였다. 실적발표 과정도 서프라이즈였고, 내용도 서프라이즈였다. 실적의 주요 원인은 사우디 라빅(Rabigh 2)을 포함한 현장 3개소에서 클레임이 인정되며 1,800억의 환입이 영업단에 반영된 원인이었다. 이를 차감하더라도 2,000억원의 영업이익 수준이 발표되었는데 이는 주로 주택 등 고마진 사업부 매출-이익성장에 의한 것으로, 해외클레임 환입의 1회성을 고려하더라도 사상최고 수준의 분기 영업이익이 발표되었다.

표 1. 분기실적 상세표

(단위: 십억원, %)

구분	2016	2017	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F
연결매출	11,035.6	11,679.5	12,211.5	2,700.9	2,994.4	2,820.3	3,163.8	3,107.3	3,175.0	2,930.8	2,974.3
YoY Growth	16.4%	5.8%	4.6%	16.6%	20.2%	1.1%	6.3%	15.0%	6.0%	3.9%	-6.0%
건설	10,967.0	11,599.0	12,111.5	2,681.0	2,973.0	2,801.0	3,144.0	3,107.3	3,149.0	2,906.8	2,948.5
토목	1,383.0	1,298.0	1,029.0	292.0	344.0	290.0	372.0	249.0	267.5	247.0	265.5
주택/건축	4,814.0	6,645.0	7,451.3	1,550.0	1,685.0	1,591.0	1,819.0	1,803.2	1,937.3	1,788.3	1,922.4
플랜트(화공)	4,108.0	2,927.0	2,908.0	684.0	759.0	679.0	805.0	880.0	756.1	697.9	574.0
발전환경	662.0	729.0	723.2	155.0	185.0	241.0	148.0	175.0	188.0	173.6	186.6
비건설	68.2	80.5	100.0	19.9	21.4	19.3	19.8	24.2	26.0	24.0	25.8
국내	6,023.0	8,021.0	9,129.0	1,870.0	2,079.0	1,990.0	2,082.0	2,279.7	2,373.5	2,191.0	2,284.8
매출원가	10,546.8	10,876.1	11,016.1	2,543.8	2,805.6	2,574.1	2,952.6	2,618.2	2,944.0	2,717.6	2,736.3
건설	10,479.5	10,800.0	10,921.1	2,526.4	2,783.3	2,555.7	2,934.6	2,595.2	2,919.3	2,694.8	2,711.8
토목	1,320.4	1,252.6	1,029.0	273.0	319.6	285.1	375.0	249.0	267.5	247.0	265.5
주택	4,076.3	5,525.4	6,408.1	1,246.2	1,405.3	1,358.7	1,515.2	1,550.8	1,666.1	1,538.0	1,653.3
플랜트	4,403.4	3,262.4	2,746.3	842.7	852.4	706.8	860.5	616.9	793.9	732.8	602.7
발전환경	679.4	759.5	737.7	164.5	206.1	205.1	183.8	178.5	191.8	177.0	190.3
비건설	67.2	76.2	95.0	17.4	22.3	18.4	18.0	23.0	24.7	22.8	24.5
매출총이익	488.8	803.3	1,195.5	157.1	188.8	246.3	211.2	513.3	231.0	213.2	238.0
GPM	4.4%	6.9%	9.8%	5.8%	6.3%	8.7%	6.7%	16.5%	7.3%	7.3%	8.0%
건설	487.5	799.0	1,190.5	154.6	189.7	245.3	209.4	512.1	229.7	212.0	236.7
토목	62.6	45.4	0.0	19.0	24.4	4.9	(3.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
주택	737.7	1,119.6	1,043.2	303.8	279.7	232.3	303.8	252.5	271.2	250.4	269.1
플랜트	(295.4)	(335.4)	161.7	(158.7)	(93.4)	(27.8)	(55.5)	263.1	(37.8)	(34.9)	(28.7)
발전	(17.4)	(30.5)	(14.5)	(9.5)	(21.1)	35.9	(35.8)	(3.5)	(3.8)	(3.5)	(3.7)
비건설	1.0	4.3	5.0	2.4	(0.9)	1.0	1.8	1.2	1.3	1.2	1.3
판관비	345.4	484.7	472.5	98.1	102.8	175.1	108.6	132.9	114.3	117.2	107.1
판관비율	3.1%	4.1%	3.9%	3.6%	3.4%	6.2%	3.4%	4.3%	3.6%	4.0%	3.6%
영업이익	143.0	318.7	722.9	59.0	86.0	71.1	102.6	380.4	116.7	96.0	130.9
YoY Growth	179.2%	122.9%	126.9%	194.8%	125.0%	552.7%	93.6%	545.2%	35.7%	34.9%	27.6%
OPM	1.3%	2.7%	5.9%	2.2%	2.9%	2.5%	3.2%	12.2%	3.7%	3.3%	4.4%
건설	141.8	317.7	721.8	57.2	87.6	71.4	101.5	379.2	116.3	95.7	130.6
비건설	1.2	1.0	1.1	1.7	(1.6)	(0.2)	1.1	0.2	0.4	0.2	0.4

자료: 하나금융투자

목표주가 3.7만원으로 23% 상향, 투자의견 BUY 상향

GS건설의 목표주가를 종전 3.0만원에서 신규 3.7만원으로 23% 상향한다. 상향은 GS건설의 Normalized OP를 종전의 3,800억원에서 4,500억원대로 증가, 수익성 개선을 반영한 것이다. 2018년의 실적이 비록 1회성이 포함된 최대실적이라 하더라도 장기적으로 연 4,500억대 이상의 실적을 낼 수 있을거라는 기대감은 GS건설 주가의 기저수준을 높일 편리멘털한 이슈라고 본다.

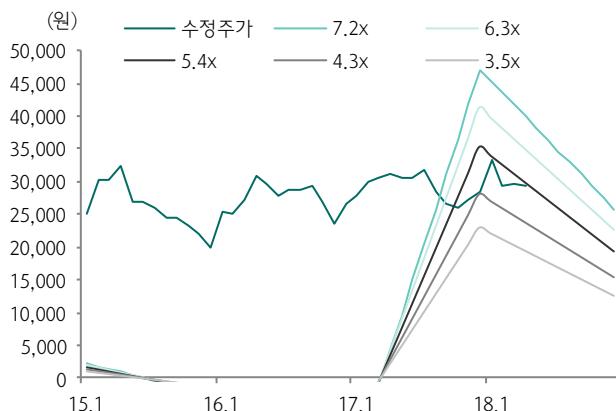
표 2. 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 천주, 원)

구분	항목	값
영업가치(A)	Implied NOPLAT	331.2
	Target Multiple	10.0
	영업가치 소계	3,312.0
비영업 가치	투자부동산 가치 등	1,182.8
	NAV 할인	887.1
순차입금(C)		1,141.0
Total(A+B-C)		3,058.1
주식 수(천 주)	보통주	71,000.0
	전환사채	7,807.7
	전환사채(34,151원/주)	5,088.2
	교환사채(자사주 1,439,281)	
TP	(회석 반영-KRW)	37,000
	price(현재가격-KRW)	29,350
	upside(%)	26.1

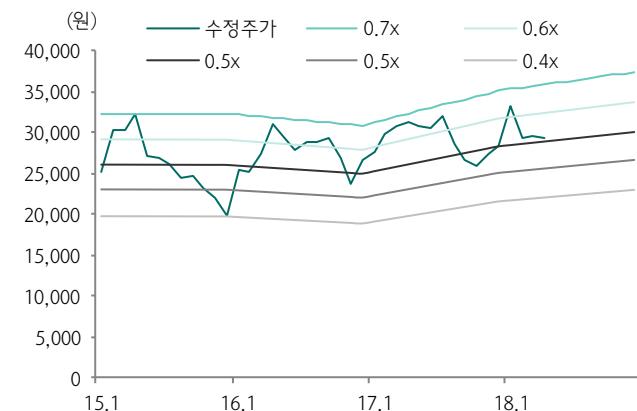
자료: 하나금융투자

그림 1. PER밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. PBR밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,035.6	11,679.5	12,211.5	11,544.1	11,265.2
매출원가	10,547.4	10,876.1	11,016.1	10,666.5	10,380.2
매출총이익	488.2	803.4	1,195.4	877.6	885.0
판관비	345.3	484.7	472.5	436.4	425.8
영업이익	143.0	318.7	722.9	441.2	459.2
금융순익	(96.2)	(16.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
종속/관계기업손익	3.0	(6.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(28.5)	(457.3)	(20.0)	(20.0)	(20.0)
세전이익	21.3	(160.7)	622.9	341.2	359.2
법인세	41.8	2.9	149.5	81.9	86.2
계속사업이익	(20.4)	(163.7)	473.4	259.3	273.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(20.4)	(163.7)	473.4	259.3	273.0
비지배주주지분 순이익	5.3	4.7	4.7	2.6	2.7
지배주주순이익	(25.8)	(168.4)	468.7	256.7	270.3
지배주주지분포괄이익	(2.9)	(123.8)	468.7	256.7	270.2
NOPAT	(136.9)	324.5	549.4	335.3	349.0
EBITDA	210.8	375.8	779.7	497.7	515.3
성장성(%)					
매출액증가율	4.4	5.8	4.6	(5.5)	(2.4)
NOPAT증가율	적전	흑전	69.3	(39.0)	4.1
EBITDA증가율	2.6	78.3	107.5	(36.2)	3.5
영업이익증가율	17.1	122.9	126.8	(39.0)	4.1
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	(45.2)	5.3
EPS증가율	적전	적지	흑전	(45.2)	5.3
수익성(%)					
매출총이익률	4.4	6.9	9.8	7.6	7.9
EBITDA이익률	1.9	3.2	6.4	4.3	4.6
영업이익률	1.3	2.7	5.9	3.8	4.1
계속사업이익률	(0.2)	(1.4)	3.9	2.2	2.4

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(363)	(2,359)	6,537	3,581	3,770
BPS	47,247	45,246	51,478	54,765	58,240
CFPS	4,875	7,303	11,541	7,476	7,703
EBITDAPS	2,968	5,264	10,876	6,942	7,188
SPS	155,431	163,602	170,332	161,019	157,128
DPS	0	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	4.5	8.2	7.8
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
PCFR	5.4	3.9	2.5	3.9	3.8
EV/EBITDA	14.7	9.6	4.3	6.5	5.7
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	(0.8)	(5.2)	13.8	6.9	6.8
ROA	(0.2)	(1.2)	3.4	1.9	1.9
ROIC	(4.4)	11.1	18.8	11.0	11.1
부채비율	298.9	322.8	270.8	251.8	235.5
순부채비율	34.0	46.0	30.9	27.3	18.4
이자보상배율(배)	1.1	1.7	3.8	2.4	2.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

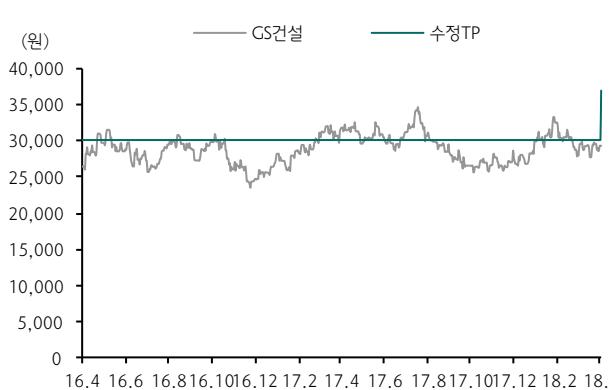
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,736.5	9,582.3	9,463.5	9,590.7	9,755.8
금융자산	2,915.4	2,812.4	2,782.2	2,864.1	3,195.2
현금성자산	2,356.3	2,442.3	2,395.2	2,498.2	2,838.2
매출채권 등	4,790.9	4,689.1	4,501.5	4,591.5	4,637.5
재고자산	825.3	1,090.7	1,145.2	1,202.5	1,082.2
기타유동자산	1,204.9	990.1	1,034.6	932.6	840.9
비유동자산	3,640.1	4,114.3	4,222.7	4,229.5	4,269.7
투자자산	958.2	991.7	1,036.9	980.2	956.5
금융자산	900.6	947.3	990.5	936.4	913.7
유형자산	978.1	897.5	970.2	1,042.7	1,114.9
무형자산	193.6	209.5	200.0	191.1	182.7
기타비유동자산	1,510.2	2,015.6	2,015.6	2,015.5	2,015.6
자산총계	13,376.6	13,696.6	13,686.2	13,820.2	14,025.5
유동부채	7,225.0	8,581.3	7,680.1	7,595.6	7,540.2
금융부채	1,823.6	3,061.2	2,265.2	2,270.1	2,278.0
매입채무 등	4,249.6	4,676.5	4,536.2	4,490.8	4,445.9
기타유동부채	1,151.8	843.6	878.7	834.7	816.3
비유동부채	2,798.4	1,875.6	2,314.7	2,295.7	2,305.2
금융부채	1,819.6	1,018.0	1,418.0	1,448.0	1,478.0
기타비유동부채	978.8	857.6	896.7	847.7	827.2
부채총계	10,023.4	10,456.9	9,994.8	9,891.3	9,845.4
지배주주지분	3,278.8	3,167.3	3,614.9	3,850.6	4,099.8
자본금	355.0	358.4	358.4	358.4	358.4
자본잉여금	610.9	627.2	627.2	627.2	627.2
자본조정	(87.2)	(87.2)	(87.2)	(87.2)	(87.2)
기타포괄이익누계액	(104.1)	(65.4)	(65.4)	(65.4)	(65.4)
이익잉여금	2,504.2	2,334.3	2,782.0	3,017.6	3,266.8
비지배주주지분	74.4	72.4	76.4	78.3	80.3
자본총계	3,353.2	3,239.7	3,691.3	3,928.9	4,180.1
순금융부채	1,139.8	1,489.9	1,141.0	1,073.0	770.8

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	81.2	(205.5)	552.7	132.0	411.4
당기순이익	(20.4)	(163.7)	473.4	259.3	273.0
조정	273.5	530.8	56.8	56.5	56.1
감가상각비	67.8	57.1	56.8	56.5	56.2
외환거래손익	(63.3)	118.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	6.1	0.0	0.0	0.0
기타	272.0	349.3	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(171.9)	(572.6)	22.5	(183.8)	82.3
투자활동 현금흐름	(248.7)	13.5	(182.8)	(42.9)	(88.2)
투자자산감소(증가)	(87.8)	(27.4)	(45.9)	56.0	23.0
유형자산감소(증가)	(74.6)	(5.3)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
기타	(86.3)	46.2	(16.9)	21.1	8.8
재무활동 현금흐름	78.2	300.0	(417.1)	13.9	16.8
금융부채증가(감소)	(62.0)	436.0	(396.0)	35.0	37.9
자본증가(감소)	0.2	19.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	140.8	(155.0)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(0.8)	(0.7)	(21.1)	(21.1)	(21.1)
현금의 증감	(72.3)	86.0	(47.1)	103.0	340.0
Unlevered CFO	346.1	521.4	827.4	536.0	552.3
Free Cash Flow	2.1	(226.3)	432.7	12.0	291.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

GS건설



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.4.9	BUY	37,000		
17.4.11	1년 경과		-1.80%	15.33%
16.4.28	Neutral	30,000	-5.39%	7.17%
16.4.10	BUY	30,000	-5.73%	-2.00%
16.1.4	BUY	41,000	-38.77%	-30.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.7%	8.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 04월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.