

GS건설 (006360)

남북경협 없어도 괜찮아, 주택시장 No.1이니까

GS건설의 연간 실적개선에 대한 기대감 높아져

1분기 영업이익 3,898억원으로 전년비 560%이상 증가한 서프라이즈 실적을 발표한 이후, GS건설의 2018년 실적에 대한 기대감이 높아졌다. 대북관련 이슈에서는 다소 소외되더라도, 국내 주택시장에서 수주잔고 1위, 보수적인 래미안과 달리 적극적 수주영업 등 실질적 주택시장 지배력 1위다. 1분기 실적에서 해외클레임 환입과 같은 1회성이익 1,100억원을 차감하더라도 높은 원가율개선이 나타났고, IFRS15호 개정을 통해 장기적으로 주택사업의 비용부담이 낮아진 것도 긍정적이다.

베트남 주택사업 긍정적, GTX C노선 수혜 기대

베트남 나베(Nha Be)신도시 주택사업은 총 8조원 이상의 초대형 사업으로 연말부터 사업화 기대된다. 총 3.4km2(위례의 약 1/2 규모)에 총 1.7만가구를 공급하는 프로젝트로, 대우건설의 스타레이크 신도시의 경우처럼 베트남 고급주택사업의 성공사례가 존재하므로 기대감이 높다.

또, GTX C노선을 통해 양주의 백석신도시 사업이 탄력을 받을 것으로 기대된다. 이 사업은 주택 1만 세대 이상을 공급하는 초대형 도시개발사업이다. 도시개발은 하나금투 건설의 연초 '도시개발의 시대'자료(2018/1/10)를 통해 설명했듯, 민자중심 택지개발 시대를 대표하는 사업으로 성장잠재력 높다. 이른바 뜨는 사업인 것이다.

TP 3.7만원에서 5.7만원으로 상향, 돈 좀 벌어봅시다.

GS건설의 목표주가를 종전 3.7만원에서 신규 5.7만원으로 54% 상향한다. 1분기 실적발표를 통해 종전 3만원-Neutral에서 3.7만원-BUY로 변경한 바 있는데, 이번은 목표주가를 추가로 상승한 것이다. TP상승은 종전 타겟멀티플 7배에서 신규 10배(KOSPI와 동등)로 적용하였다. 장래, 베트남/양주 백석/UAE 등 해외시장 확장 시 밸류에이션에 프리미엄 부여도 가능하다는 판단이라 주가 상단에 대해서 열렸다고 본다. 남북경협상 큰 손해가 없더라도, Bottom up관점에서 가장 매력적인 기업이라 적극 매수 추천하겠다.

Update

BUY

| TP(12M): 57,000원(상향) | CP(5월 15일): 47,050원

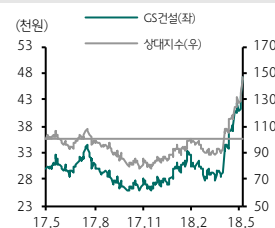
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,458.54
52주 최고/최저(원)	47,050/25,750
시가총액(십억원)	3,373.2
시가총액비중(%)	0.28
발행주식수(천주)	71,694.3
60일 평균 거래량(천주)	759.4
60일 평균 거래대금(십억원)	27.4
18년 배당금(예상, 원)	300
18년 배당수익률(예상, %)	0.64
외국인지분율(%)	12.96
주요주주 지분율(%)	
허창수 외 18 인	28.65
국민연금	12.23
주가상승률	1M 6M 12M
절대	36.6 78.6 55.8
상대	36.4 82.9 45.2

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	12,249.6	12,028.6
영업이익(십억원)	891.4	775.1
순이익(십억원)	479.9	432.6
EPS(원)	6,646	5,936
BPS(원)	51,295	57,166

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,035.6	11,679.5	12,211.5	12,244.1	12,765.2
영업이익	십억원	143.0	318.7	781.5	710.0	744.3
세전이익	십억원	21.3	(160.7)	643.5	610.0	644.3
순이익	십억원	(25.8)	(168.4)	484.5	459.0	484.7
EPS	원	(363)	(2,359)	6,758	6,402	6,761
증감률	%	적전	적지	흑전	(5.3)	5.6
PBR	배	N/A	N/A	6.96	7.35	6.96
PBR	배	0.56	0.63	0.91	0.81	0.73
EV/EBITDA	배	14.69	9.56	5.46	5.60	4.69
ROE	%	(0.79)	(5.22)	14.25	11.92	11.27
BPS	원	47,247	45,246	51,698	57,806	64,273
DPS	원	0	300	300	300	300



건설/건자재 Analyst 채상욱
02-3771-7269
swchae@hanfn.com

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

연간 실적개선이 기대되는 GS건설

1분기 영업이익 3,898억원으로 전년비 560%이상 증가한 서프라이즈 실적을 발표한 이후, GS건설의 2018년 실적에 대한 기대감이 높아졌다. 대북관련 이슈에서는 다소 소외되더라도, 국내 주택시장에서 수주잔고 1위, 보수적인 래미안과 달리 적극적 수주영업 등 실질적 주택시장 지배력 1위다. 1분기 실적에서 해외클레임 환입과 같은 1회성이익 1,100억원을 차감하더라도 높은 원가율개선이 나타났고, IFRS15호 개정을 통해 장기적으로 주택사업의 비용부담이 낮아진 것도 긍정적이다.

표 1. 분기실적 상세표

(단위: 십억원)

구분	2016	2017A	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	3,127.0	3,175.0	2,930.8	2,978.8
YoY Growth	16.4%	5.8%	4.6%	16.6%	20.2%	1.1%	6.3%	15.8%	6.0%	3.9%	-5.8%
건설	10,967.0	11,599.0	12,111.5	2,681.0	2,973.0	2,801.0	3,144.0	3,106.0	3,149.0	2,906.8	2,949.8
토목	1,383.0	1,298.0	1,029.0	292.0	344.0	290.0	372.0	270.0	267.5	247.0	244.5
주택/건축	4,814.0	6,645.0	7,451.3	1,550.0	1,685.0	1,591.0	1,819.0	1,716.0	1,937.3	1,788.3	2,009.7
플랜트(화공)	4,108.0	2,927.0	2,908.0	684.0	759.0	679.0	805.0	991.0	756.1	697.9	463.0
발전환경	662.0	729.0	723.2	155.0	185.0	241.0	148.0	129.0	188.0	173.6	232.6
비건설	68.2	80.5	100.0	19.9	21.4	19.3	19.8	21.0	26.0	24.0	29.0
국내	6,023.0	8,021.0	8,720.6	1,870.0	2,079.0	1,990.0	2,082.0	1,839.0	2,373.5	2,191.0	2,317.1
매출원가	10,546.8	10,876.1	10,926.3	2,543.8	2,805.6	2,574.1	2,952.6	2,596.8	2,920.9	2,704.9	2,703.7
건설	10,479.5	10,800.0	10,832.0	2,526.4	2,783.3	2,555.7	2,934.6	2,577.6	2,896.2	2,682.1	2,676.1
토목	1,320.4	1,252.6	1,008.3	273.0	319.6	285.1	375.0	249.3	267.5	247.0	244.5
주택	4,076.3	5,525.4	6,293.1	1,246.2	1,405.3	1,358.7	1,515.2	1,418.1	1,646.7	1,520.1	1,708.2
플랜트	4,403.4	3,262.4	2,802.2	842.7	852.4	706.8	860.5	789.3	793.9	732.8	486.2
발전환경	679.4	759.5	728.3	164.5	206.1	205.1	183.8	120.8	188.0	182.2	237.3
비건설	67.2	76.2	94.3	17.4	22.3	18.4	18.0	19.2	24.7	22.8	27.6
매출총이익	488.8	803.3	1,285.3	157.1	188.8	246.3	211.2	530.2	254.1	225.9	275.1
GPM	4.4%	6.9%	10.5%	5.8%	6.3%	8.7%	6.7%	17.0%	8.0%	7.7%	9.2%
건설	487.5	799.0	1,279.5	154.6	189.7	245.3	209.4	528.4	252.8	224.7	273.6
토목	62.6	45.4	20.7	19.0	24.4	4.9	(3.0)	20.7	0.0	0.0	0.0
주택	737.7	1,119.6	1,158.2	303.8	279.7	232.3	303.8	297.9	290.6	268.2	301.5
플랜트	(295.4)	(335.4)	105.8	(158.7)	(93.4)	(27.8)	(55.5)	201.7	(37.8)	(34.9)	(23.2)
발전	(17.4)	(30.5)	(5.1)	(9.5)	(21.1)	35.9	(35.8)	8.2	0.0	(8.7)	(4.7)
비건설	1.0	4.3	5.7	2.4	(0.9)	1.0	1.8	1.8	1.3	1.2	1.5
판관비	345.4	484.7	503.8	98.1	102.8	175.1	108.6	140.4	127.0	117.2	119.2
판관비율	3.1%	4.1%	4.1%	3.6%	3.4%	6.2%	3.4%	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%
영업이익	143.0	318.7	781.5	59.0	86.0	71.1	102.6	389.8	127.1	108.6	155.9
YoY Growth	179.2%	122.9%	145.2%	194.8%	125.0%	552.7%	93.6%	561.2%	47.8%	52.7%	52.0%
OPM	1.3%	2.7%	6.4%	2.2%	2.9%	2.5%	3.2%	12.5%	4.0%	3.7%	5.2%
건설	141.8	317.7	779.9	57.2	87.6	71.4	101.5	389.0	126.8	108.4	155.7
비건설	1.2	1.0	1.6	1.7	(1.6)	(0.2)	1.1	0.8	0.3	0.2	0.3

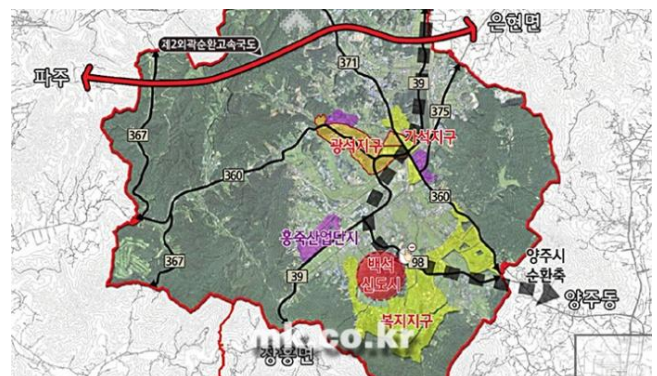
자료: 하나금융투자

그림 1. 베트남 Nha Be 신도시 조망도



자료: 언론, 하나금융투자

그림 2. 양주 백석신도시 위치



자료: 언론, 하나금융투자

TP 기존 3.7만원에서 신규 5.7만원으로 상향

GS건설의 목표주가를 종전 3.7만원에서 신규 5.7만원으로 54% 상향한다. 1분기 실적발표를 통해 종전 3만원-Neutral에서 3.7만원-BUY로 변경한 바 있는데, 이번은 목표주가를 추가로 상승한 것이다. TP상승은 종전 타겟멀티플 7배에서 신규 10배(KOSPI와 동등)로 적용하였다. 장래, 베트남/양주백석/UAE 등 해외시장 확장 시 밸류에이션에 프리미엄 부여도 가능하다는 판단이라 주가 상단에 대해서 열렸다고 본다. 남북경협상 큰 수혜가 없더라도, Bottom up관점에서 가장 매력적인 기업이라 적극 매수 추천하겠다.

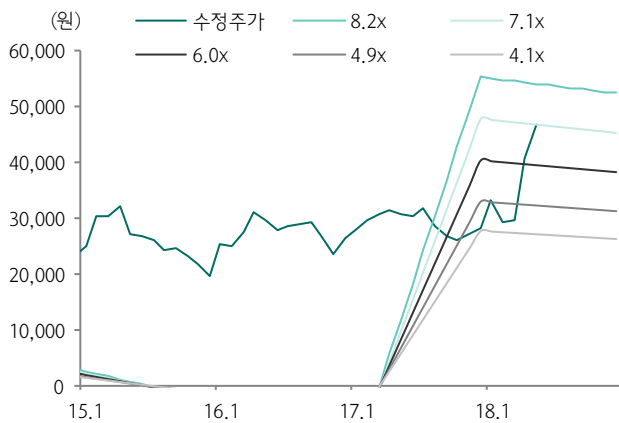
표 2. 밸류에이션 테이블

(십억원, 원, 천주, %)

구분	항목	값
영업가치(A)	Implied NOPLAT	495.6
	Target Multiple	10.0
	영업가치 소계	4,955.6
비영업 가치	투자부동산 가치 등	1,182.8
	NAV 할인	887.1
순차입금(C)		1,125.5
Total(A+B-C)		4,717.2
주식 수(천 주)	보통주	71,000.0
	전환사채	7,981.5
	전환사채(34,151원/주)	5,140.3
	교환사채(자사주 1,439,281)	
TP	희석 반영, KRW	57,000
CP	KRW	47,050
상승여력	upside(%)	21.0

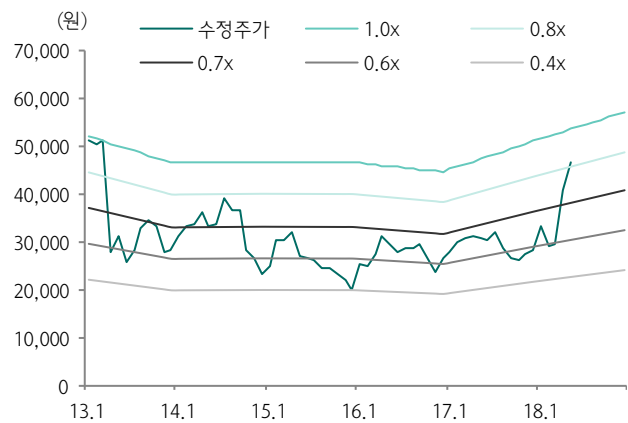
자료: 하나금융투자

그림 3. GS건설 12M Fwd PER Band



자료: 하나금융투자

그림 4. GS건설 12M Fwd PBR Band



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

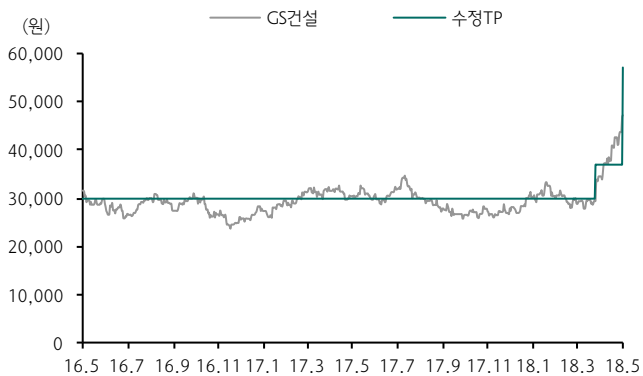
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,035.6	11,679.5	12,211.5	12,244.1	12,765.2
매출원가	10,547.4	10,876.1	10,926.3	11,044.3	11,510.3
매출총이익	488.2	803.4	1,285.2	1,199.8	1,254.9
판매비	345.3	484.7	503.8	489.8	510.6
영업이익	143.0	318.7	781.5	710.0	744.3
금융손익	(96.2)	(16.0)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
중속/관계기업손익	3.0	(6.1)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(28.5)	(457.3)	(58.0)	(20.0)	(20.0)
세전이익	21.3	(160.7)	643.5	610.0	644.3
법인세	41.8	2.9	154.4	146.4	154.6
계속사업이익	(20.4)	(163.7)	489.1	463.6	489.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(20.4)	(163.7)	489.1	463.6	489.6
비지배주주지분 순이익	5.3	4.7	4.6	4.6	4.9
지배주주순이익	(25.8)	(168.4)	484.5	459.0	484.7
지배주주지분포괄이익	(2.9)	(123.8)	484.1	459.0	484.7
NOPAT	(136.9)	324.5	593.9	539.6	565.6
EBITDA	210.8	375.8	838.3	766.5	800.4
성장성(%)					
매출액증가율	4.4	5.8	4.6	0.3	4.3
NOPAT증가율	적전	흑전	83.0	(9.1)	4.8
EBITDA증가율	2.6	78.3	123.1	(8.6)	4.4
영업이익증가율	17.1	122.9	145.2	(9.1)	4.8
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	(5.3)	5.6
EPS증가율	적전	적지	흑전	(5.3)	5.6
수익성(%)					
매출총이익률	4.4	6.9	10.5	9.8	9.8
EBITDA이익률	1.9	3.2	6.9	6.3	6.3
영업이익률	1.3	2.7	6.4	5.8	5.8
계속사업이익률	(0.2)	(1.4)	4.0	3.8	3.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(363)	(2,359)	6,758	6,402	6,761
BPS	47,247	45,246	51,698	57,806	64,273
CFPS	4,875	7,303	11,826	11,198	11,600
EBITDAPS	2,968	5,264	11,693	10,691	11,164
SPS	155,431	163,602	170,332	170,782	178,051
DPS	0	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	7.0	7.3	7.0
PBR	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
PCR	5.4	3.9	4.0	4.2	4.1
EV/EBITDA	14.7	9.6	5.5	5.6	4.7
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(0.8)	(5.2)	14.3	11.9	11.3
ROA	(0.2)	(1.2)	3.5	3.3	3.4
ROIC	(4.4)	11.1	20.3	17.8	18.5
부채비율	298.9	322.8	269.6	240.9	218.0
순부채비율	34.0	46.0	30.4	20.2	6.5
이자보상배율(배)	1.1	1.7	4.1	3.9	4.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,736.5	9,582.3	9,479.1	9,854.1	10,285.5
금융자산	2,915.4	2,812.4	2,797.8	3,127.5	3,725.0
현금성자산	2,356.3	2,442.3	2,410.8	2,739.4	3,320.4
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	840.8
비유동자산	3,640.1	4,114.3	4,222.7	4,289.0	4,397.1
투자자산	958.2	991.7	1,036.9	1,039.7	1,083.9
금융자산	900.6	947.3	990.5	993.1	1,035.4
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	13,701.8	14,143.1	14,682.6
유동부채	7,225.0	8,581.3	7,680.1	7,647.1	7,650.6
금융부채	1,823.6	3,061.2	2,265.2	2,275.4	2,289.3
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	880.9	915.4
비유동부채	2,798.4	1,875.6	2,314.7	2,347.1	2,415.4
금융부채	1,819.6	1,018.0	1,418.0	1,448.0	1,478.0
기타비유동부채	978.8	857.6	896.7	899.1	937.4
부채총계	10,023.4	10,456.9	9,994.8	9,994.3	10,065.9
지배주주지분	3,278.8	3,167.3	3,630.7	4,068.6	4,532.3
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	2,797.7	3,235.7	3,699.3
비지배주주지분	74.4	72.4	76.3	80.2	84.4
자본총계	3,353.2	3,239.7	3,707.0	4,148.8	4,616.7
순금융부채	1,139.8	1,489.9	1,125.4	837.0	299.9
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	81.2	(205.5)	568.4	433.9	739.7
당기순이익	(20.4)	(163.7)	489.1	463.6	489.6
조정	273.5	530.8	56.8	56.5	56.2
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	0.0
영업활동 자산부채 변동	(171.9)	(572.6)	22.5	(86.2)	193.9
투자활동 현금흐름	(248.7)	13.5	(182.8)	(124.5)	(181.5)
투자자산감소(증가)	(87.8)	(27.4)	(45.9)	(3.5)	(45.0)
유형자산감소(증가)	(74.6)	(5.3)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
기타	(86.3)	46.2	(16.9)	(1.0)	(16.5)
재무활동 현금흐름	78.2	300.0	(417.1)	19.2	22.8
금융부채증가(감소)	(62.0)	436.0	(396.0)	40.2	43.9
자본증가(감소)	0.2	19.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	140.8	(155.0)	(0.0)	0.1	0.0
배당지급	(0.8)	(0.7)	(21.1)	(21.1)	(21.1)
현금의 증감	(72.3)	86.0	(31.5)	328.6	581.0
Unlevered CFO	346.1	521.4	847.8	802.8	831.6
Free Cash Flow	2.1	(226.3)	448.4	313.9	619.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

GS건설



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.16	BUY	57,000		
18.4.9	BUY	37,000	3.06%	26.35%
17.4.11	1년 경과		-1.80%	15.33%
16.5.15	Neutral	30,000	-5.39%	7.17%
16.4.10	BUY	30,000	-2.21%	5.00%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.