



2018년 10월 2일 | Equity Research

GS건설 (006360)

3Q18 서프라이즈 기대해봅니다.

2018년 3분기 실적, 영업이익 2,274억 전망

GS건설의 3Q18 실적은 매출액 3.4조원으로 전년비 19.9% 증가하고, 영업이익은 2,274억원으로 전년비 219.6% 증가 전망한다.

2Q18 실적에서 영업이익 2,192억원(전년비 +155.0%) 달성 하였지만, 1Q18의 3,898억원 대비 감소하였다는 이유로 주가 조정폭이 컸던 GS건설이었다. 그러나, 3Q18 실적에서는 YoY, QoQ로 모두 증익하며 실적시즌 서프라이즈 기대한다.

3Q18 포함 하반기 집중된 준공물량에 주목

2015년 이후 건설사 실적은 사실상 주택부문이 전담하고 있다. GS건설의 경우 2015년 급증한 주택분양 물량 중 1.1만호가 3Q18에 준공한다. 1Q 4,005호, 2Q 1,034호에서 3Q 11,134호, 4Q는 5,319호로 확연히 하반기에 입주량이 증가 한다. 이러한 입주량은 현대건설 3,798호, 현대엔지 1,716호, HDC현대산업개발 1,465호, 대우건설 7,560호, 대림산업 2,995호 대비해서도 확연히 압도적인 물량이다. 참고로 대우건설의 경우 1Q, 2Q에 1만세대 이상의 주택입주가 있었던 것을 고려하면 GS건설 역시 높은 실적 기대감을 갖기에 충분한 물량이다.

TP 7.7만원으로 10%상향, 건설 Top pick

GS건설의 목표주가를 10% 상향하여 종전 7만원에서 신규 7.7만원으로 제시하겠다. 목표가 상향은 2019년 이후의 실적 추정에서 베트남 사업부문의 장기 성장성을 반영한 것이다. 베트남 나베신도시의 경우 총 106만평을 2억불에 매입한 것으로, 호치민과 서울시의 발전 방향/강도 등을 고려할 시 개발과정에서 10배 이상의 지가 상승이 기대된다. 특히 나베는 우리나라 기준 김포한강신도시와 같은 위치(강 하류의 신도시)이고 12월부터 분양이 예정되어 있다. 대우건설의 하노이 스타레이크 사례만 보더라도 장기적 시장 개척에 대한 가시성이 높다. 건설 Top pick 제시하겠다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 77,000원(상향) | CP(10월 1일): 54,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,343.07		
52주 최고/최저(원)	53,000/25,750	12,781.1	12,186.8
시가총액(십억원)	4,090.4	1,011.8	870.3
시가총액비중(%)	0.34	587.2	532.7
발행주식수(천주)	78,210.8		
60일 평균 거래량(천주)	667.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	31.3		
18년 배당금(예상, 원)	300		
18년 배당수익률(예상, %)	0.57		
외국인지분율(%)	23.61		
주요주주 지분율(%)			
허창수 외 17 인	26.15		
국민연금	9.97		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	7.4 77.9 97.4		
상대	5.6 83.7 99.9		

Stock Price	
(천원)	GS건설(좌) 상대지수(우)

Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,035.6	11,679.5	13,011.5	13,030.8	13,412.3
영업이익	십억원	143.0	318.7	1,019.3	879.1	915.0
세전이익	십억원	21.3	(160.7)	876.8	779.1	815.0
순이익	십억원	(25.8)	(168.4)	659.8	586.2	613.2
EPS	원	(363)	(2,359)	8,774	7,495	7,840
증감률	%	적전	적지	흑전	(14.6)	4.6
PER	배	N/A	N/A	5.96	6.98	6.67
PBR	배	0.56	0.63	1.05	0.92	0.81
EV/EBITDA	배	14.69	9.56	4.80	5.08	4.21
ROE	%	(0.79)	(5.22)	18.92	14.34	13.15
BPS	원	47,247	45,246	49,632	56,830	64,374
DPS	원	0	300	300	300	300



Analyst 채상우

02-3771-7269

swchae@hanafn.com

RA 윤승연

02-3771-8121

shyoon92@hanafn.com

하나금융투자

GS건설 3분기 영업이익 YoY 219.6% 증가 전망

2018년 3분기 GS건설 실적은 매출액 3.4조원 (YoY +19.9%), 영업이익 2,274억원 (YoY +219.6%)으로 전망한다. 2015년 이후 건설사 실적은 사실상 주택부문이 전담하고 있는데, GS건설의 경우 2015년 급증한 주택분양 물량 중 1.1만호가 3Q18에 준공한다. 이러한 입주량은 타 건설사 대비해서도 확연히 압도적인 물량이며, 높은 실적 기대감을 갖기에 충분한 물량으로 판단한다.

표 1. GS건설 분기실적 핵심표

(단위: 십억원, %)

구분	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결매출	11,679.5	13,011.5	13,030.8	3,127.5	3,581.9	3,383.0	2,919.2	2,997.1	3,388.0	3,127.4	3,518.3
YoY Growth	5.8%	11.4%	0.1%	15.8%	19.6%	19.9%	-7.7%	-4.2%	-5.4%	-7.6%	20.5%
건설	11,599.0	12,911.5	12,830.8	3,106.0	3,563.0	3,357.0	2,885.5	2,951.1	3,336.0	3,079.4	3,464.3
토목	1,298.0	1,029.0	1,186.0	270.0	317.0	267.5	174.5	272.8	308.4	284.6	320.2
주택/건축	6,645.0	7,751.3	7,834.2	1,716.0	1,984.0	2,015.3	2,036.0	1,801.9	2,036.9	1,880.2	2,115.2
플랜트(화공)	2,927.0	3,508.0	3,172.0	991.0	1,126.0	912.1	478.9	729.6	824.7	761.3	856.4
발전환경	729.0	623.2	638.6	129.0	136.0	162.0	196.2	146.9	166.0	153.3	172.4
비건설	80.5	100.0	200.0	21.5	18.9	26.0	33.6	46.0	52.0	48.0	54.0
국내	8,021.0	8,768.7	9,696.0	1,839.0	2,101.0	2,513.9	2,314.8	2,230.1	2,521.0	2,327.0	2,617.9
매출원가	10,876.1	11,511.1	11,630.4	2,623.8	3,250.4	3,020.3	2,616.7	2,675.0	3,023.9	2,791.3	3,140.2
건설	10,800.0	11,386.8	11,460.4	2,577.6	3,229.0	2,995.6	2,584.7	2,635.9	2,979.7	2,750.5	3,094.3
토목	1,252.6	944.4	1,103.0	249.3	284.0	248.8	162.2	253.7	286.8	264.7	297.8
주택	5,525.4	6,658.4	6,737.4	1,418.1	1,745.9	1,723.1	1,771.3	1,549.6	1,751.7	1,617.0	1,819.1
플랜트	3,262.4	3,179.4	3,013.4	789.3	1,068.6	866.5	455.0	693.1	783.5	723.2	813.6
발전환경	759.5	604.6	606.6	120.8	130.4	157.2	196.2	139.5	157.7	145.6	163.8
비건설	76.2	124.3	170.0	46.2	21.5	24.7	32.0	39.1	44.2	40.8	45.9
매출총이익	803.3	1,500.4	1,400.3	503.7	331.5	362.7	302.5	322.1	364.1	336.1	378.1
GPM	6.9%	11.5%	10.7%	16.1%	9.3%	10.7%	10.4%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
건설	799.0	1,524.7	1,370.3	528.4	334.1	361.4	300.8	315.2	356.3	328.9	370.0
토목	45.4	84.6	83.0	20.7	33.0	18.7	12.2	19.1	21.6	19.9	22.4
주택	1,119.6	1,092.9	1,096.8	297.9	238.1	292.2	264.7	252.3	285.2	263.2	296.1
플랜트	(335.4)	328.6	158.6	201.7	57.4	45.6	23.9	36.5	41.2	38.1	42.8
발전	(30.5)	18.6	31.9	8.2	5.6	4.9	0.0	7.3	8.3	7.7	8.6
비건설	4.3	(24.3)	30.0	(24.7)	(2.6)	1.3	1.7	6.9	7.8	7.2	8.1
판관비	484.7	481.1	521.2	113.9	112.2	135.3	119.7	119.9	135.5	125.1	140.7
판관비율	4.1%	3.7%	4.0%	3.6%	3.1%	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
영업이익	318.7	1,019.3	879.1	389.8	219.2	227.4	182.8	202.2	228.6	211.0	237.4
YoY Growth	122.9%	219.9%	-13.8%	561.2%	155.0%	219.6%	78.2%	-48.1%	4.3%	-7.2%	29.8%
OPM	2.7%	7.8%	6.7%	12.5%	6.1%	6.7%	6.3%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
건설	317.7	1,047.4	857.1	415.3	222.4	227.1	182.5	197.1	222.8	205.7	231.4
비건설	1.0	(28.1)	22.0	(25.5)	(3.2)	0.3	0.3	5.1	5.7	5.3	5.9

자료: 하나금융투자

목표주가 신규 7.7만원으로 10% 상향

GS건설의 목표주가를 10% 상향하여 종전 7만원에서 신규 7.7만원으로 제시하겠다. 목표가 상향은 2019년 이후의 실적 추정에서 베트남 사업부문의 장기 성장성을 반영한 것이다. 베트남 나베신도시의 경우 총 106만평을 2억불에 매입한 것으로, 호치민과 서울시의 발전 방향/강도 등을 고려할 시 개발과정에서 10배 이상의 지가 상승이 기대된다. 특히 나베는 우리나라 기준 김포한강신도시와 같은 위치(강 하류의 신도시)이고 12월부터 분양이 예정되어 있다.

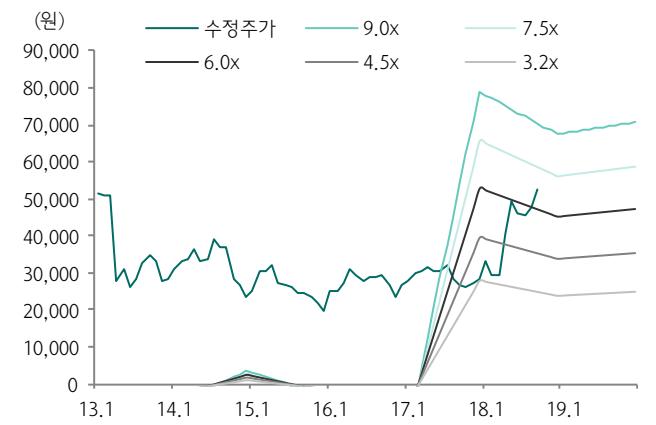
표 2. GS건설 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	항목	값
영업가치(A)	Implied NOPLAT	723.2
	Target Multiple	9.0
	영업가치 소계	6,509.2
비영업 가치	투자부동산 가치 등 NAV 할인	1,182.8 887.1
순차입금(C)		1,009.0
Total(A+B-C)		6,387.3
주식 수(천 주)	보통주 전환사채 전환사채(34,151원/주)	76,360.4 5,067.8 2,605.5
TP	(회석 반영-KRW) price(현재가격-KRW) upside(%)	77,000 54,500 41.3

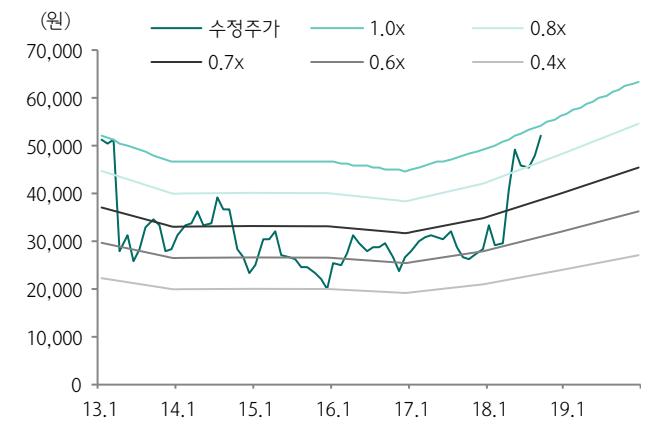
자료: 하나금융투자

그림 1. GS건설 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. GS건설 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,035.6	11,679.5	13,011.5	13,030.8	13,412.3
매출원가	10,547.4	10,876.1	11,511.1	11,630.4	11,960.8
매출총이익	488.2	803.4	1,500.4	1,400.4	1,451.5
판관비	345.3	484.7	481.1	521.2	536.5
영업이익	143.0	318.7	1,019.3	879.1	915.0
금융순익	(96.2)	(16.0)	(100.0)	(80.0)	(80.0)
종속/관계기업순이익	3.0	(6.1)	1.1	0.0	0.0
기타영업외순익	(28.5)	(457.3)	(43.7)	(20.0)	(20.0)
세전이익	21.3	(160.7)	876.8	779.1	815.0
법인세	41.8	2.9	210.4	187.0	195.6
계속사업이익	(20.4)	(163.7)	666.3	592.1	619.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(20.4)	(163.7)	666.3	592.1	619.4
비지배주주지분 순이익	5.3	4.7	6.5	5.9	6.2
지배주주순이익	(25.8)	(168.4)	659.8	586.2	613.2
지배주주지분포괄이익	(2.9)	(123.8)	659.7	586.2	613.2
NOPAT	(136.9)	324.5	774.7	668.1	695.4
EBITDA	210.8	375.8	1,076.1	935.6	971.1
성장성(%)					
매출액증가율	4.4	5.8	11.4	0.1	2.9
NOPAT증가율	적전	흑전	138.7	(13.8)	4.1
EBITDA증가율	2.6	78.3	186.3	(13.1)	3.8
영업이익증가율	17.1	122.9	219.8	(13.8)	4.1
(지배주주)순익증가율	적전	적지	흑전	(11.2)	4.6
EPS증가율	적전	적지	흑전	(14.6)	4.6
수익성(%)					
매출총이익률	4.4	6.9	11.5	10.7	10.8
EBITDA이익률	1.9	3.2	8.3	7.2	7.2
영업이익률	1.3	2.7	7.8	6.7	6.8
계속사업이익률	(0.2)	(1.4)	5.1	4.5	4.6

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(363)	(2,359)	8,774	7,495	7,840
BPS	47,247	45,246	49,632	56,830	64,374
CFPS	4,875	7,303	14,347	12,385	12,749
EBITDAPS	2,968	5,264	14,310	11,962	12,417
SPS	155,431	163,602	173,034	166,611	171,489
DPS	0	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	6.0	7.0	6.7
PBR	0.6	0.6	1.1	0.9	0.8
PCFR	5.4	3.9	3.6	4.2	4.1
EV/EBITDA	14.7	9.6	4.8	5.1	4.2
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	(0.8)	(5.2)	18.9	14.3	13.1
ROA	(0.2)	(1.2)	4.8	4.1	4.1
ROIC	(4.4)	11.1	26.5	21.9	22.6
부채비율	298.9	322.8	260.3	227.1	201.3
순부채비율	34.0	46.0	25.7	12.9	(1.8)
이자보상배율(배)	1.1	1.7	5.3	4.8	4.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

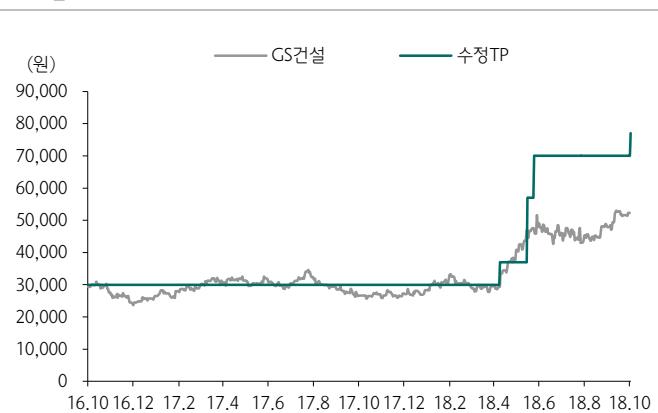
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	9,736.5	9,582.3	9,706.1	10,206.6	10,757.0
금융자산	2,915.4	2,812.4	2,958.0	3,419.8	4,142.3
현금성자산	2,356.3	2,442.3	2,545.7	3,006.9	3,717.3
매출채권 등	4,790.9	4,689.1	4,501.5	4,591.5	4,637.5
재고자산	825.3	1,090.7	1,145.2	1,202.5	1,082.2
기타유동자산	1,204.9	990.1	1,101.4	992.8	895.0
비유동자산	3,640.1	4,114.3	4,290.6	4,355.8	4,452.0
투자자산	958.2	991.7	1,104.8	1,106.5	1,138.9
금융자산	900.6	947.3	1,055.4	1,056.9	1,087.9
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	2,015.5
자산총계	13,376.6	13,696.6	13,996.7	14,562.3	15,209.0
유동부채	7,225.0	8,581.3	7,739.0	7,705.0	7,698.2
금융부채	1,823.6	3,061.2	2,271.2	2,281.3	2,294.2
매입채무 등	4,249.6	4,676.5	4,536.2	4,490.8	4,445.9
기타유동부채	1,151.8	843.6	931.6	932.9	958.1
비유동부채	2,798.4	1,875.6	2,373.5	2,404.9	2,462.9
금융부채	1,819.6	1,018.0	1,418.0	1,448.0	1,478.0
기타비유동부채	978.8	857.6	955.5	956.9	984.9
부채총계	10,023.4	10,456.9	10,112.4	10,109.9	10,161.1
지배주주지분	3,278.8	3,167.3	3,806.1	4,369.0	4,959.0
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	2,973.1	3,536.1	4,126.0
비지배주주지분	74.4	72.4	78.2	83.4	88.9
자본총계	3,353.2	3,239.7	3,884.3	4,452.4	5,047.9
순금융부채	1,139.8	1,489.9	996.6	575.5	(92.0)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	81.2	(205.5)	789.3	567.2	855.9
당기순이익	(20.4)	(163.7)	666.3	592.1	619.4
조정	273.5	530.8	55.7	56.4	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	(1.1)	0.0	0.0
기타	272.0	349.3	0.0	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(171.9)	(572.6)	67.3	(81.3)	180.4
투자활동 현금흐름	(248.7)	13.5	(274.9)	(123.0)	(165.2)
투자자산감소(증가)	(87.8)	(27.4)	(112.7)	(2.4)	(33.1)
유형자산감소(증가)	(74.6)	(5.3)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
기타	(86.3)	46.2	(42.2)	(0.6)	(12.1)
재무활동 현금흐름	78.2	300.0	(411.0)	16.9	19.7
금융부채증가(감소)	(62.0)	436.0	(390.0)	40.1	42.9
자본증가(감소)	0.2	19.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	140.8	(155.0)	0.1	(0.0)	0.0
배당지급	(0.8)	(0.7)	(21.1)	(23.2)	(23.2)
현금의 증감	(72.3)	86.0	103.4	461.2	710.4
Unlevered CFO	346.1	521.4	1,078.9	968.7	997.1
Free Cash Flow	2.1	(226.3)	669.3	447.2	735.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

GS건설



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.10.2	BUY	77,000		
18.5.25	BUY	70,000	-32.89%	-24.29%
18.5.16	BUY	57,000	-18.63%	-16.49%
18.4.9	BUY	37,000	3.06%	26.35%
17.4.11	1년 경과		-1.80%	15.33%
16.10.3	Neutral	30,000	-5.39%	7.17%
16.4.10	BUY	30,000	-4.35%	5.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	94.0%	5.1%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 1일

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 10월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2018년 10월 02일 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.