



▲ 건설

Analyst 박형렬
02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	41,000 원
현재주가 (4.26)	32,550 원
상승여력	26.0%
KOSPI	2,207.84pt
시가총액	23,111억원
발행주식수	7,100만주
유동주식비율	69.02%
외국인비중	15.20%
52주 최고/최저가	32,550원 / 23,650원
평균거래대금	137.1억원
주요주주(%)	
허창수외 특수관계인	29.02
국민연금공단	9.91
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	4.16 13.22 16.25
상대주가	-0.37 -0.77 8.00

주가그래프



GS건설 006360

압도적인 주택

- ✓ 1분기 의미 있는 수준으로 영업이익 레벨 상승
- ✓ 주택 부문 매출 성장과 이익률 서프라이즈 기록
- ✓ 해외 부문 손실처리는 지속되고 있으나, 텐어라운드 임박
- ✓ 영업 외 부문에서 환관련 손실 반영으로 적자 전환
- ✓ QoQ 영업이익 증가가 나타날 전망

실적 텐어라운드의 가시성 확보

1분기 실적은 매출 2.7조원으로 2.8% YoY 증가, 영업이익은 716억원으로 145.9% YoY 증가하였다. 다만 세전 이익과 당기순이익은 적자 전환하였다. 특징은 1) 해외 매출 감소가 지속(1분기 8,440억원으로 -40.6% YoY 감소) 2) 주택 부문을 중심으로 외형성장 본격화 3) 해외손실이 지속되면서 117.7% 해외 원가율을 기록 4) 주택 부문의 수익성은 서프라이즈를 보이면서 19.6%의 매출총이익률을 기록하였다.

해외 손실처리 프로젝트는 사우디 라빅 380억원, 쿠웨이트 와라 190억원, RRE 190억원, IRP 120억원, 베트남 NSRP 480억원, PP12 200억원 등이다. 이 중 쿠웨이트 와라는 5월 준공, 베트남 NSRP는 2월 준공, PP12 준공 승인 요청 중으로 손실 감소에 대한 가시성이 높다. 문제가 되는 현장은 사우디 라빅과 쿠웨이트 NLT F이며 상반기 준공 예정이다. 결국 상반기 대부분의 악성 현장을 종료할 계획이다.

빠르지는 않으나 연간 해외수주는 증가 전망

1분기 수주는 1.9조원이며, 국내 수주가 1.7조원(주택이 1.2조원)으로 대부분을 차지하였다. RRE2 의 후속 프로젝트인 RRW 관련 사전 공사가 진행 중이며 0.9조원의 수주가 가능하다. 바레인 밥코는 4월말 가격 재입찰을 진행할 계획이다. 하반기 개봉 정유 등을 중심으로 연간 4조원의 해외 수주가 가능할 것으로 전망된다.

주택 이익성장 본격화, 해외 손실 감소 시점에 이익규모 급증 전망

1분기 주택 부문 매출은 1조 760억원, GP margin은 22.6%를 기록하였다. 수익성이 높은 이유는 입주 프로젝트를 중심으로 실행원가 개선이 되고 있기 때문이다. 2분기 이후 주택 매출 성장에 따라 이익 규모는 급증할 것으로 전망된다. 하반기 해외 부문의 손실처리가 급격하게 감소할 것으로 판단됨에 따라 실적 기대감은 유호하다. 투자의견 매수와 목표주가 41,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	10,572.6	122.1	26.1	367		44,220	53.8	0.4	10.3	0.8	288.5
2016	11,035.6	143.0	-25.8	-363		43,453		0.6	12.7	-0.8	298.9
2017E	12,299.8	473.0	187.0	2,634		46,190	12.4	0.7	5.1	5.5	288.7
2018E	12,978.9	648.7	404.8	5,701	116.4	51,989	5.7	0.6	3.1	11.0	239.2
2019E	13,753.8	741.8	493.2	6,946	21.8	59,027	4.7	0.6	1.8	12.0	203.2

표1 1Q17 Earnings Review

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,713.5	2,639.1	2.8	3,115.4	-12.9	2,493.5	8.8	2,750.1	-1.3
영업이익	71.6	29.1	145.9	52.8	35.6	67.5	6.0	71.0	0.9
세전이익	-65.8	8.3	적전	21.8	적전	30.6	적전	39.6	적전
지배순이익	-58.5	6.7	적전	-19.7	적자지속	23.6	적전	27.1	적전

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018 E	2017 E	2018 E	2017 E	2018 E
매출액	11,522.7	11,761.2	12,299.8	12,978.9	6.7	10.4
영업이익	459.2	590.5	473.0	648.7	3.0	9.8
세전이익	337.6	493.2	255.4	543.5	-24.3	10.2
지배순이익	260.7	371.1	187.0	404.8	-28.2	9.1

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

GS 건설(006360)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,572.6	11,035.6	12,299.8	12,978.9	13,753.8
매출액증가율 (%)	11.4	4.4	11.5	5.5	6.0
매출원가	10,025.0	10,547.4	11,398.2	11,859.6	12,542.5
매출총이익	547.6	488.2	901.7	1,119.2	1,211.3
판매비와관리비	425.5	345.3	428.6	470.6	469.5
영업이익	122.1	143.0	473.0	648.7	741.8
영업이익률 (%)	1.2	1.3	3.8	5.0	5.4
금융수익	17.4	-96.2	-90.3	-66.2	-48.5
종속/관계기업관련손익	2.9	3.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-111.0	-28.5	-127.3	-39.0	-31.2
세전계속사업이익	31.3	21.3	255.4	543.5	662.1
법인세비용	1.8	41.8	62.8	130.4	158.9
당기순이익	29.5	-20.4	192.6	413.0	503.2
지배주주지분 순이익	26.1	-25.8	187.0	404.8	493.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-7.8	81.2	395.4	652.5	784.7
당기순이익(손실)	29.5	-20.4	192.6	413.0	503.2
유형자산감가상각비	69.4	57.9	77.1	71.8	64.3
무형자산상각비	14.0	9.9	7.3	6.9	6.6
운전자본의 증감	-137.1	-187.7	123.1	164.3	213.6
투자활동 현금흐름	507.9	-248.7	-192.3	-63.8	-14.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-227.1	-79.1	-50.0	-23.0	-23.0
투자자산의 감소(증가)	22.3	-87.8	-89.9	-25.7	5.5
재무활동 현금흐름	-228.2	78.2	-283.5	-993.1	-497.7
차입금증감	-492.0	-62.0	-288.2	-996.6	-500.7
자본의증가	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가	277.4	-72.3	-80.4	-404.3	272.6
기초현금	2,151.2	2,428.6	2,356.3	2,275.9	1,871.5
기말현금	2,428.6	2,356.3	2,275.9	1,871.5	2,144.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,549.5	9,736.5	10,086.1	9,761.2	9,916.5
현금및현금성자산	2,428.6	2,356.3	2,275.9	1,871.5	2,144.2
매출채권	10.6	9.3	10.2	10.4	10.4
재고자산	795.5	825.3	902.7	812.4	731.2
비유동자산	3,456.0	3,640.1	3,695.6	3,665.6	3,612.3
유형자산	1,338.5	978.1	951.0	902.2	861.0
무형자산	144.6	193.6	186.3	179.4	172.8
투자자산	867.5	958.2	1,048.1	1,073.9	1,068.4
자산총계	13,005.5	13,376.6	13,781.7	13,426.8	13,528.8
유동부채	7,139.3	7,225.0	7,445.7	6,951.4	6,755.7
매입채무	1,875.8	2,234.0	2,345.7	2,463.0	2,586.1
단기차입금	948.1	1,027.1	1,027.1	1,027.1	1,027.1
유동성장기부채	975.9	670.6	470.6	-229.4	-529.4
비유동부채	2,518.1	2,798.4	2,790.3	2,516.6	2,311.0
사채	289.9	534.0	534.0	534.0	534.0
장기차입금	1,248.2	1,201.8	1,101.8	801.8	601.8
부채총계	9,657.5	10,023.4	10,235.9	9,468.0	9,066.7
자본금	355.0	355.0	355.0	355.0	355.0
자본잉여금	610.6	610.9	610.9	610.9	610.9
기타포괄이익누계액	-131.5	-104.1	-104.1	-104.1	-104.1
이익잉여금	2,537.3	2,504.2	2,691.2	3,096.0	3,589.2
비지배주주지분	63.7	74.4	80.0	88.2	98.3
자본총계	3,348.0	3,353.2	3,545.8	3,958.8	4,462.1

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
SPS	148,910	155,431	173,237	182,801	193,715
EPS(지배주주)	367	-363	2,634	5,701	6,946
CFPS	3,708	4,875	6,058	9,695	11,006
EBITDAPS	2,895	2,968	7,851	10,245	11,446
BPS	44,220	43,453	46,190	51,989	59,027
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	53.8		12.4	5.7	4.7
PCR	5.3	5.4	5.4	3.4	3.0
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
PBR	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
EBITDA	205.5	210.8	557.4	727.4	812.6
EV/EBITDA	10.3	12.7	5.1	3.1	1.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	5.5	11.0	12.0
EBITDA 이익률	1.9	1.9	4.5	5.6	5.9
부채비율	288.5	298.9	288.7	239.2	203.2
금융비용부담률	1.1	1.1	1.1	0.8	0.6
이자보상배율(X)	1.0	1.1	3.4	6.2	8.4
매출채권회전율(X)	494.4	1,106.3	1,260.5	1,257.6	1,320.0
재고자산회전율(X)	15.0	13.6	14.2	15.1	17.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박형렬)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설(006360) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이	
					(원)	GS건설 주가 적정주가
2015.06.30	산업브리프	Buy	39,100	김형근		
2015.07.30	산업분석	Buy	39,100	김형근	50,000	
2015.11.10	산업분석	Buy	34,500	김형근		
2016.01.14	산업브리프	Buy	34,500	김형근	40,000	
2016.01.18	산업브리프	Buy	34,500	김형근		
2016.01.28	기업브리프	Buy	34,500	김형근		
				담당 애널리스트 변경		
2016.06.14	산업분석	Buy	41,000	박형렬	30,000	
2016.07.19	산업브리프	Buy	41,000	박형렬		
2016.08.25	산업분석	Buy	41,000	박형렬	10,000	
2016.09.26	기업브리프	Buy	41,000	박형렬		
2016.10.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	0	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬		
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬		