

2017. 10. 30



▲ 건설

Analyst 박형렬

02-6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02-6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 38,000 원

현재주가 (10.27) 27,050 원

상승여력 40.5%

KOSPI 2,496.63pt

시가총액 19,388억원

발행주식수 7,168만주

유동주식비율 69.26%

외국인비중 11.93%

52주 최고/최저가 34,600원/23,650원

평균거래대금 146.1억원

주요주주(%)

허창수 외 18 인 28.73

국민연금 12.25

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.7 -13.9 -5.7

상대주가 -5.7 -23.8 -23.6

주가그래프



GS건설 006360

느리지만 턴어라운드는 진행되고 있다

- ✓ 2013~2016년까지 알려진 대부분의 해외 악성프로젝트는 마무리 단계
- ✓ 3분기 실적에서 새로운 2개 해외 프로젝트 손실 발생: Rumaitha 점검 필요
- ✓ 이익의 대부분을 차지하는 주택 부문의 성장 지속: 2018년 분양 물량 확대
- ✓ 2018년 이후 본격적인 현금흐름 및 재무구조 개선이 가능할 전망
- ✓ 속도는 다를 수 있으나, 2019년까지 턴어라운드 진행은 명확

해외 부문 손실 마무리 국면 vs 신규 손실 현장 발생

2013년 이후 진행된 대부분의 해외 악성프로젝트가 적어도 기계적 준공 단계에 들어갔다. 특히 이번 실적에서 기존 악성프로젝트 관련 손실처리가 없었다는 점은 긍정적이다. 다만, UAE Rumaitha 현장에서 공기지연에 따른 손실이 400억 반영되면서 향후 점검이 필요하다. 쿠웨이트 토양오염 복원프로젝트의 미청구 공사비 470억원을 대손비용으로 상각 하였으며, 이 프로젝트는 타절 되었다. 향후 해외 손실규모는 분기 기준 500억원 이하로 감소할 것으로 전망된다.

주택부문의 성장 우려 완화 및 고수익성 지속

2016년 이후 대부분의 이익은 주택 부문을 중심으로 나타나고 있다. 동사는 2017년 2.3만호를 분양할 예정이었으나 이를 초과하여 2.7만호 수준의 분양이 가능할 전망이다. 2018년 분양 계획은 이를 넘어서는 것으로 파악된다. 이 경우 주택 부문의 매출은 최소 2019년까지 사상 최대를 갱신할 것으로 전망된다. 주택부문의 수익성 역시 당분간 유지될 것으로 판단되며, 특히 입주물량이 크게 증가하는 2018년 상반기까지 수익성 둔화 우려는 크지 않다.

국내 부문 성장과 해외 손실 감소에 따른 턴어라운드는 명확

신규 해외 손실 현장 발생과 3분기 일회성 비용을 반영하여 수익추정을 소폭 하향, 적정주가는 기존 41,000원에서 38,000원으로 제시한다. 4분기 국내부문의 실적 성장과 해외 손실 감소에 따라 영업이익 개선이 본격적으로 나타날 것으로 판단되어 투자의견 매수를 유지한다. 특히 2018년 실적은 현금흐름 및 재무구조 개선이 동반되어, 턴어라운드 과정에서 기업가치 회복이 가능할 것으로 판단된다.

(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	415	-217.1	44,220	53.8	0.4	10.3	0.8	288.5
2016	11,035.6	143.0	-25.8	-288	-169.3	43,453	-73.0	0.6	12.7	-0.8	298.9
2017E	11,810.8	340.2	-7.7	-7	-97.7	43,245	-251.9	0.6	7.4	-0.2	305.0
2018E	12,653.3	603.5	283.3	4,160	-63,338.7	47,311	6.8	0.6	3.6	8.2	260.3
2019E	12,956.3	655.9	350.5	5,148	23.8	52,310	5.5	0.5	2.4	9.3	224.0

표1 3Q17 Earnings Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,820.3	2,574.7	9.5	2,994.4	-5.8	2,933.1	-3.8	2,904.1	-2.9
영업이익	71.1	38.4	85.3	86.0	-17.2	133.8	-46.8	87.1	-18.4
세전이익	-3.6	-20.5	-82.3	18.4	적전	109.1	적전	78.3	적전
지배순이익	-10.0	-19.3	적자지속	8.6	적전	83.4	적전	67.7	적전

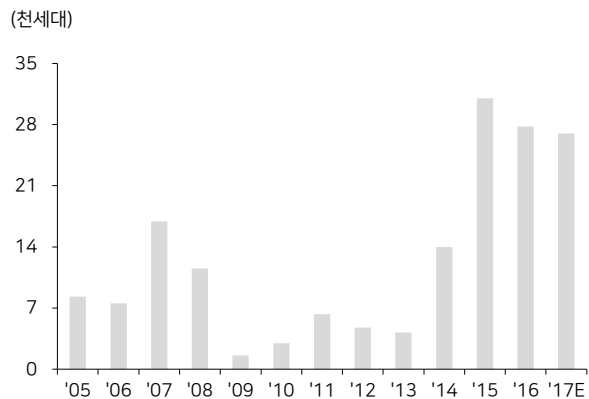
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
(십억원)	2017E	2018 E	2017 E	2018 E	2017 E	2018 E
매출액	12,299.8	12,978.9	11,810.8	12,653.3	-4.0	-2.5
영업이익	473.0	648.7	340.2	603.5	-28.1	-7.0
세전이익	255.4	543.5	19.9	392.3	-92.2	-27.8
지배순이익	187.0	404.8	-7.7	283.2	적전	-30.0

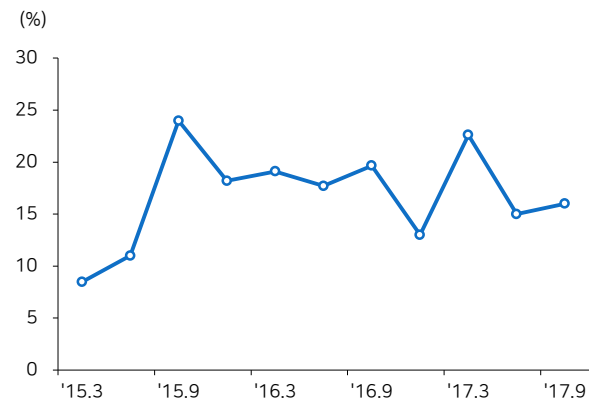
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 분양 물량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 주택 GP마진 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 PBR Valuation



자료: 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,572.6	11,035.6	11,810.8	12,653.3	12,956.3
매출액증가율 (%)	11.4	4.4	7.0	7.1	2.4
매출원가	10,025.0	10,547.4	11,013.1	11,581.9	11,835.5
매출총이익	547.6	488.2	797.7	1,071.4	1,120.8
판매관리비	425.5	345.3	457.5	467.9	464.9
영업이익	122.1	143.0	340.2	603.5	655.9
영업이익률	1.2	1.3	2.9	4.8	5.1
금융손익	17.4	-96.2	5.4	-98.3	-80.1
종속/관계기업손익	2.9	3.0	-2.6	0.0	0.0
기타영업외손익	-111.1	-28.5	-323.2	-112.9	-90.4
세전계속사업이익	31.3	21.4	19.9	392.3	485.5
법인세비용	1.8	41.8	20.3	94.2	116.5
당기순이익	29.5	-20.4	-0.5	298.2	369.0
지배주주지분 순이익	26.1	-25.8	-7.7	283.3	350.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	-7.8	81.2	201.4	637.3	673.5
당기순이익(손실)	29.5	-20.4	-0.5	298.2	369.0
유형자산상각비	69.5	57.9	50.2	49.2	46.6
무형자산상각비	14.0	9.9	8.6	8.2	7.8
운전자본의 증감	-136.8	-171.9	-52.9	280.5	249.1
투자활동 현금흐름	507.9	-248.7	-279.3	-73.0	26.2
유형자산의증가(CAPEX)	-227.1	-79.1	-66.4	-23.0	-23.0
투자자산의감소(증가)	22.3	-87.8	-57.8	-31.6	31.1
재무활동 현금흐름	-228.2	78.2	-144.1	-997.1	-505.1
차입금의 증감	-492.0	-62.0	-14.7	-995.9	-504.1
자본의 증가	0.0	0.2	13.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	277.4	-72.3	-234.7	-432.8	194.5
기초현금	2,151.2	2,428.6	2,356.3	2,121.6	1,688.8
기말현금	2,428.6	2,356.3	2,121.6	1,688.8	1,883.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,549.5	9,736.5	9,642.0	9,201.1	9,117.1
현금및현금성자산	2,428.6	2,356.3	2,121.6	1,688.8	1,883.3
매출채권	10.6	9.3	9.9	10.2	9.9
재고자산	795.5	825.3	872.8	785.5	707.0
비유동자산	3,456.0	3,640.1	4,114.0	4,111.1	4,048.7
유형자산	1,338.5	978.1	972.9	946.7	923.1
무형자산	144.7	193.7	217.1	208.9	201.1
투자자산	867.5	958.2	1,013.5	1,045.0	1,014.0
자산총계	13,005.5	13,376.6	13,755.9	13,312.2	13,165.8
유동부채	7,139.3	7,225.0	8,219.4	7,745.2	7,461.6
매입채무	1,875.8	2,234.0	2,345.7	2,463.0	2,586.1
단기차입금	948.1	1,027.1	1,315.0	1,315.0	1,315.0
유동성장기부채	975.9	670.6	1,075.6	375.6	75.6
비유동부채	2,518.2	2,798.4	2,140.0	1,872.2	1,640.5
사채	289.9	534.0	457.9	457.9	457.9
장기차입금	1,248.2	1,201.8	561.8	261.8	61.8
부채총계	9,657.5	10,023.4	10,359.3	9,617.5	9,102.1
자본금	355.0	355.0	357.2	357.2	357.2
자본잉여금	610.7	610.9	621.7	621.7	621.7
기타포괄이익누계액	-131.5	-104.1	-66.0	-66.0	-66.0
이익잉여금	2,537.3	2,504.2	2,491.1	2,774.4	3,124.9
비지배주주지분	63.7	74.4	79.9	94.8	113.2
자본총계	3,348.0	3,353.2	3,396.6	3,694.8	4,063.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	148,910	155,431	165,448	176,537	180,763
EPS(지배주주)	415	-288	-7	4,160	5,148
CFPS	3,708	4,875	5,824	7,646	8,649
EBITDAPS	2,895	2,968	5,589	9,222	9,909
BPS	44,220	43,453	43,245	47,311	52,310
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	53.8	-73.0	-251.9	6.8	5.5
PCR	5.3	5.4	4.6	3.5	3.1
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	205.5	210.8	399.0	661.0	710.2
EV/EBITDA	10.3	12.7	7.4	3.6	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	-0.2	8.2	9.3
EBITDA 이익률	1.9	1.9	3.4	5.2	5.5
부채비율	288.5	298.9	305.0	260.3	224.0
금융비용부담률	1.1	1.1	1.4	1.0	0.9
이자보상배율(x)	1.0	1.1	2.1	4.6	5.9
매출채권회전율(x)	494.4	1,106.3	1,231.6	1,263.8	1,293.8
재고자산회전율(x)	15.0	13.6	13.9	15.3	17.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:박형렬,민사영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Buy	34,500	김형근	-39.0	-31.6	
2016.01.14	산업브리프	Buy	34,500	김형근	-38.7	-31.0	
2016.01.18	산업브리프	Buy	34,500	김형근	-37.9	-26.4	
2016.01.28	기업브리프	Buy	34,500	김형근	-26.5	-8.7	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-33.3	-29.4	
2016.07.19	산업브리프	Buy	41,000	박형렬	-31.4	-24.9	
2016.08.25	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-31.0	-24.9	
2016.09.26	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.2	-24.5	
2016.10.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-31.2	-24.5	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-30.7	-20.6	
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.4	-20.6	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-30.1	-20.6	
2017.06.14		1년 경과			-25.1	-15.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-28.2	-15.6	
2017.10.30	기업브리프	Buy	38,000	박형렬	-	-	