



△ 건설

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

RA 민사영
02. 6098-6652
sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

| | |
|--------------------|---------------------|
| 적정주가 (12개월) | 48,000 원 |
| 현재주가 (4.6) | 29,350 원 |
| 상승여력 | 63.5% |
| KOSPI | 2,429.58pt |
| 시가총액 | 21,042억원 |
| 발행주식수 | 7,169만주 |
| 유동주식비율 | 69.27% |
| 외국인비중 | 13.80% |
| 52주 최고/최저가 | 34,600원/25,750원 |
| 평균거래대금 | 143.4억원 |
| 주요주주(%) | |
| 허창수 외 18 인 | 28.72 |
| 국민연금 | 12.23 |
| 주가상승률(%) | 1개월 6개월 12개월 |
| 절대주가 | 3.0 10.1 -7.1 |
| 상대주가 | 2.2 8.5 -17.7 |

주가그래프**GS건설 006360****2013년 4월 10일, 그리고 5년**

- ✓ 2013년 1분기 실적을 기점으로 GS 건설의 해외 손실 반영이 시작되었음
- ✓ 이후 주택 부문의 이익이 급증하는 상황에서도, 해외 손실로 낮은 이익 수준이 유지
- ✓ 2018년 1분기 해외부문에서 1,800 억원 규모의 환입 발생
- ✓ 중요한 점은 일회성 이익에도 불구하고 해외 손실처리가 없었다는 점
- ✓ 주택 부문의 이익이 여전히 견조한 상황에서 해외부문 실적에 대한 신뢰 회복 전망

Point 1 대규모 일회성 이익에도 불구하고 추가적인 해외 손실 미반영

1분기 실적에서 1,800 억원 규모의 해외 플랜트 관련 환입이 반영되었다. 사우디 Rabigh II 프로젝트(도급금액 2.1 조원, 2012년 수주)에서는 4,670 억원의 손실을 반영하였고, 2017년 준공되었으나 이 중 1.1 억불이 환입되었다. 기타 루마이사 등 총 3개 프로젝트에서 환입이 있었다. 중요한 점은 대규모 일회성 이익이 발생하는 경우 대부분의 건설업체가 실적의 변동성을 줄이기 위해 잠재 손실에 대한 처리를 하게 되는데, 이번 실적에서 해외 손실 처리가 없었다는 것이다. 이는 현재 진행 중인 현장에서의 추가 손실 가능성에 매우 낮다는 점을 의미한다.

Point 2 일회성 이익을 배제한 영업이익 2,000 억원 수준이 기저

2017년 국내 부문의 분기 평균 영업이익은 2,000 억원 수준으로 급증하였으며, 동사는 이번 1분기 역시 일회성 이익을 빼고 영업이익 2,000 억원을 기록하였다. 국내부문의 경우 1분기가 비수기라는 점을 감안하면 2018년에도 국내 부문의 분기 영업이익 기저가 2,000 억원을 상회할 것이라는 점을 의미한다.

Point 3 현금흐름의 개선

2017년 기말 대비 순차입금이 4,000 억원 감소한 것으로 파악되며, 2018년 입주 잔금 증가와 신규 토지매입비용 감소에 따라 빠른 재무구조 개선 가능성이 높다. 2018년 2분기 이후 만기 차입금 규모가 현저하게 감소함에 따라 베트남 등을 중심으로 해외 개발사업이 본격적으로 추진될 것으로 판단된다. 투자의견 매수를 유지하고, 실적 추정치 상향에 따라 목표주가를 48,000 원으로 상향한다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 (지배주주) | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|----------------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2016 | 11,035.6 | 143.0 | -25.8 | -363 | -169.3 | 46,180 | -73.0 | 0.6 | 12.7 | -0.8 | 298.9 |
| 2017 | 11,679.5 | 318.7 | -168.4 | -2,359 | 696.7 | 44,190 | -12.0 | 0.6 | 9.0 | -5.2 | 322.8 |
| 2018E | 12,677.1 | 900.4 | 413.8 | 5,772 | -349.8 | 49,460 | 5.0 | 0.6 | 3.1 | 12.3 | 263.1 |
| 2019E | 12,833.0 | 755.5 | 409.4 | 5,711 | -1.1 | 54,485 | 5.0 | 0.5 | 3.3 | 11.0 | 225.1 |
| 2020E | 12,990.8 | 751.9 | 548.2 | 7,647 | 33.9 | 61,446 | 3.8 | 0.5 | 2.4 | 13.2 | 198.8 |

표1 GS건설 1Q18 실적 Review

| (십억원) | 1Q18P | 1Q17 | (% YoY) | 4Q17 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) | 당사예상치 | (% diff.) |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 매출액 | 3,107.3 | 2,700.9 | 15.0 | 3,163.8 | -1.8 | 2,752.0 | 12.9 | 2,757.7 | 12.7 |
| 영업이익 | 380.4 | 59.0 | 545.2 | 102.6 | 270.8 | 104.9 | 262.6 | 140.4 | 171.0 |
| 세전이익 | | -78.4 | | -97.1 | | 64.3 | | 82.3 | |
| 순이익 | | -68.1 | | -99.0 | | 34.4 | | 59.4 | |

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

| (십억원) | 수정 전 | | 수정 후 | | 변화율 (%) | |
|-------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|
| | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E |
| 매출액 | 12,653.3 | 12,956.2 | 12,677.1 | 12,833.0 | 0.2 | -1.0 |
| 영업이익 | 603.5 | 655.9 | 900.4 | 755.5 | 49.2 | 15.2 |
| 세전이익 | 392.3 | 485.5 | 539.3 | 526.4 | 37.5 | 8.4 |
| 지배순이익 | 283.2 | 350.5 | 413.0 | 403.1 | 45.8 | 15.0 |

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 Valuation Table

| 항목(십억원) | 15 | 16 | 17 | 18E | 19E |
|-----------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 1) 영업가치 | 915.5 | 857.9 | 1,912.0 | 5,402.3 | 4,532.8 |
| 2) 비핵심 자산의 시장가치 | 100.3 | | | | |
| 3) 순차입금 | 644.8 | 727.8 | 1,266.7 | 803.3 | 555.9 |
| 4) 순기업가치 | 371.0 | 230.4 | 745.6 | 4,699.3 | 4,077.2 |
| 주당 순기업가치(원) | 5,226 | 3,246 | 10,403 | 55,195 | 47,889 |

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

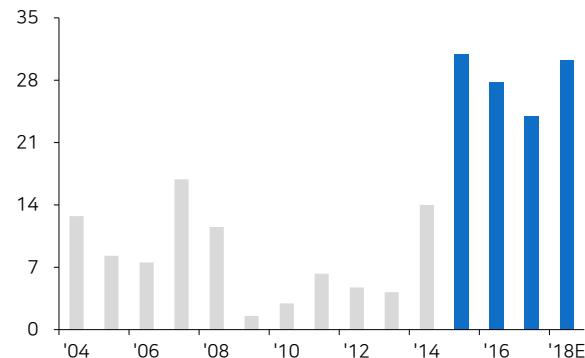
그림1 PBR Valuation



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 분양 물량 추이

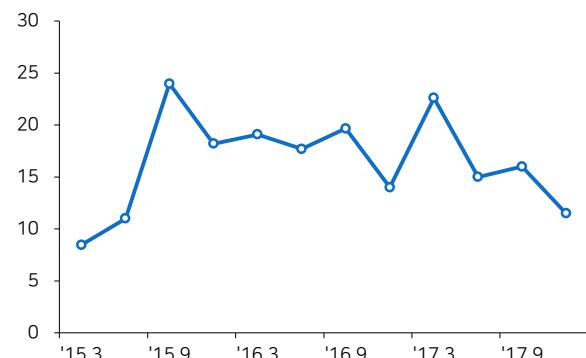
(천세대)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

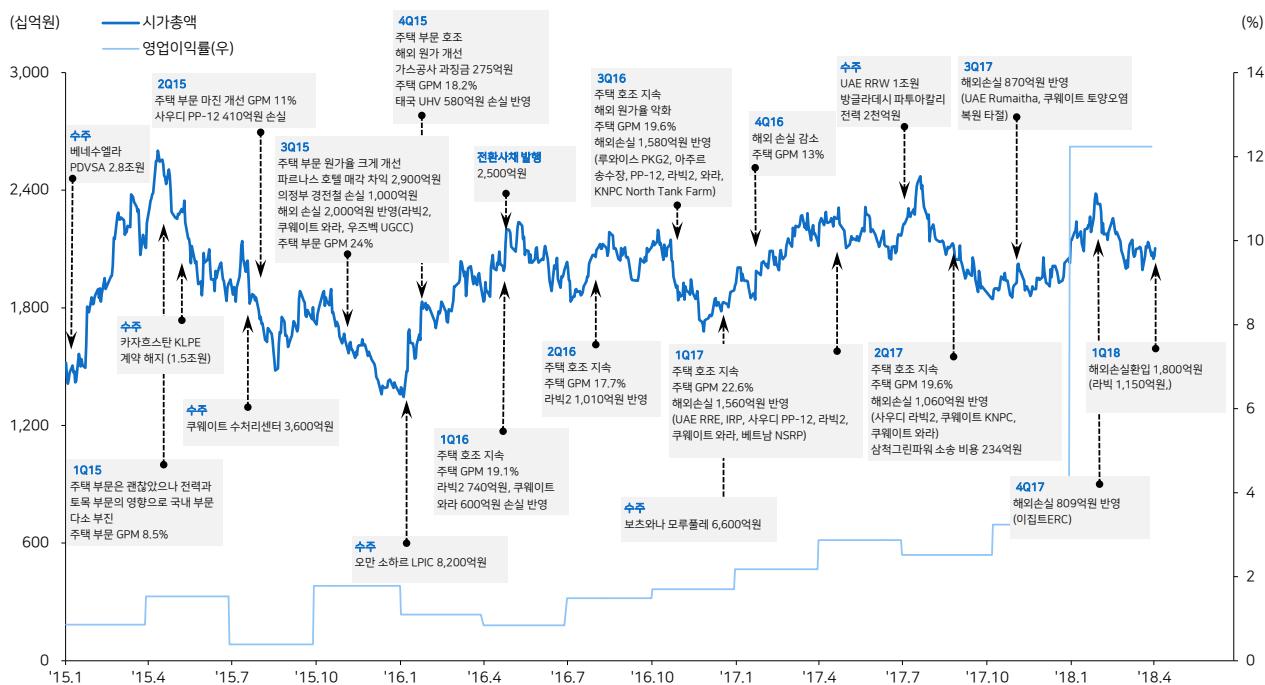
그림3 주택 GP 마진 추이

(%)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 GS건설의 분기별 해외 손실 반영 내역과 수주



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 11,035.6 | 11,679.5 | 12,677.1 | 12,833.0 | 12,990.8 |
| 매출액증가율 (%) | 4.4 | 5.8 | 8.5 | 1.2 | 1.2 |
| 매출원가 | 10,547.4 | 10,876.1 | 11,335.3 | 11,549.6 | 11,691.6 |
| 매출총이익 | 488.2 | 803.3 | 1,341.8 | 1,283.5 | 1,299.2 |
| 판매관리비 | 345.3 | 484.7 | 441.4 | 528.0 | 547.4 |
| 영업이익 | 143.0 | 318.7 | 900.4 | 755.5 | 751.9 |
| 영업이익률 | 1.3 | 2.7 | 7.1 | 5.9 | 5.8 |
| 금융손익 | -96.2 | -16.0 | -168.7 | -136.7 | -108.9 |
| 종속/관계기업순익 | 3.0 | -6.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외순익 | -28.5 | -457.3 | -191.4 | -84.1 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 21.4 | -160.7 | 540.3 | 534.6 | 643.0 |
| 법인세비용 | 41.8 | 2.9 | 129.7 | 128.3 | 99.0 |
| 당기순이익 | -20.4 | -163.7 | 410.7 | 406.3 | 544.0 |
| 지배주주지분 순이익 | -25.8 | -168.4 | 413.8 | 409.4 | 548.2 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 81.2 | -205.5 | 523.3 | 273.8 | 641.4 |
| 당기순이익(손실) | -20.4 | -163.7 | 410.7 | 406.3 | 544.0 |
| 유형자산상각비 | 57.9 | 47.0 | 38.5 | 37.1 | 102.0 |
| 무형자산상각비 | 9.9 | 10.1 | 7.9 | 7.5 | 5.2 |
| 운전자본의 증감 | -171.9 | -572.6 | 72.8 | -171.7 | -5.3 |
| 투자활동 현금흐름 | -248.7 | 13.5 | -52.2 | -24.9 | -17.1 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -79.1 | -20.8 | -23.0 | -23.0 | 0.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -87.8 | -39.6 | -21.2 | -1.4 | -12.5 |
| 재무활동 현금흐름 | 78.2 | 300.0 | -1,162.7 | -694.5 | -185.6 |
| 차입금의 증감 | -62.0 | 436.0 | -1,148.1 | -699.9 | -140.9 |
| 자본의 증가 | 0.2 | 19.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | -72.3 | 86.0 | -691.6 | -445.6 | 438.7 |
| 기초현금 | 2,428.6 | 2,356.3 | 2,442.3 | 1,750.7 | 1,305.1 |
| 기말현금 | 2,356.3 | 2,442.3 | 1,750.7 | 1,305.1 | 1,743.8 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 9,736.5 | 9,582.3 | 9,015.1 | 8,820.8 | 9,351.9 |
| 현금및현금성자산 | 2,356.3 | 2,442.3 | 1,750.7 | 1,305.1 | 1,743.8 |
| 매출채권 | 9.3 | 89.9 | 91.8 | 91.9 | 93.0 |
| 재고자산 | 825.3 | 1,090.7 | 981.6 | 883.5 | 894.3 |
| 비유동자산 | 3,640.1 | 4,114.3 | 4,112.2 | 4,092.0 | 3,997.3 |
| 유형자산 | 978.1 | 897.5 | 882.0 | 867.9 | 765.9 |
| 무형자산 | 193.7 | 209.5 | 201.6 | 194.1 | 189.0 |
| 투자자산 | 958.2 | 991.7 | 1,013.0 | 1,014.4 | 1,026.8 |
| 자산총계 | 13,376.6 | 13,696.6 | 13,127.3 | 12,912.7 | 13,349.2 |
| 유동부채 | 7,225.0 | 8,581.3 | 7,968.0 | 7,625.1 | 7,556.0 |
| 매입채무 | 2,234.0 | 2,333.0 | 2,449.7 | 2,572.2 | 2,603.8 |
| 단기차입금 | 1,027.1 | 1,683.5 | 1,583.5 | 1,413.5 | 1,413.5 |
| 유동성장기부채 | 670.6 | 1,142.0 | 442.0 | 142.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 2,798.4 | 1,875.7 | 1,544.0 | 1,315.2 | 1,326.0 |
| 사채 | 534.0 | 265.1 | 215.1 | 185.1 | 185.1 |
| 장기차입금 | 1,201.8 | 666.9 | 366.9 | 166.9 | 166.9 |
| 부채총계 | 10,023.4 | 10,456.9 | 9,512.0 | 8,940.4 | 8,882.0 |
| 자본금 | 355.0 | 358.4 | 358.4 | 358.4 | 358.4 |
| 자본잉여금 | 610.9 | 627.2 | 627.2 | 627.2 | 627.2 |
| 기타포괄이익누계액 | -104.1 | -65.4 | -65.4 | -65.4 | -65.4 |
| 이익잉여금 | 2,504.2 | 2,334.4 | 2,713.0 | 3,073.3 | 3,572.3 |
| 비지배주주지분 | 74.4 | 72.4 | 69.3 | 66.1 | 61.9 |
| 자본총계 | 3,353.2 | 3,239.7 | 3,615.2 | 3,972.4 | 4,467.2 |

Key Financial Data

| (주당데이터)(원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| SPS | 155,431 | 163,602 | 176,826 | 178,996 | 181,198 |
| EPS(지배주주) | -363 | -2,359 | 5,772 | 5,711 | 7,647 |
| CFPS | 4,875 | 7,303 | 10,536 | 9,986 | 11,981 |
| EBITDAPS | 2,968 | 5,264 | 13,206 | 11,159 | 11,981 |
| BPS | 46,180 | 44,190 | 49,460 | 54,485 | 61,446 |
| DPS | 0 | 300 | 500 | 700 | 700 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 1.1 | 1.7 | 2.4 | 2.4 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | -73.0 | -12.0 | 5.0 | 5.0 | 3.8 |
| PCR | 5.4 | 3.9 | 2.7 | 2.9 | 2.4 |
| PSR | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| PBR | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EBITDA | 210.8 | 375.8 | 946.7 | 800.1 | 859.0 |
| EV/EBITDA | 12.7 | 9.0 | 3.1 | 3.3 | 2.4 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | -0.8 | -5.2 | 12.3 | 11.0 | 13.2 |
| EBITDA 이익률 | 1.9 | 3.2 | 7.5 | 6.2 | 6.6 |
| 부채비율 | 298.9 | 322.8 | 263.1 | 225.1 | 198.8 |
| 금융비용부담률 | 1.1 | 1.6 | 1.6 | 1.3 | 1.1 |
| 이자보상배율(X) | 1.1 | 1.7 | 4.3 | 4.4 | 5.2 |
| 매출채권회전율(X) | 1,106.3 | 235.5 | 139.6 | 139.7 | 140.5 |
| 재고자산회전율(X) | 13.6 | 12.2 | 12.2 | 13.8 | 14.6 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 09일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 09일 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 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 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 | 96.0% |
| 중립 | 4.0% |
| 매도 | 0.0% |

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 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 | -29.4 | -25.7 | |
| 2017.11.22 | 산업분석 | Buy | 38,000 | 박형렬 | -24.0 | -12.5 | |
| 2018.04.09 | 기업브리프 | Buy | 48,000 | 박형렬 | - | - | |