

2018. 4. 9



▲ 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

2013 년 4 월 10 일, 그리고 5 년

- ✓ 2013 년 1분기 실적을 기점으로 GS 건설의 해외 손실 반영이 시작되었음
- ✓ 이후 주택 부문의 이익이 급증하는 상황에서도, 해외 손실로 낮은 이익 수준이 유지
- ✓ 2018 년 1분기 해외부문에서 1,800 억원 규모의 환입 발생
- ✓ 중요한 점은 일회성 이익 반영에도 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

1 분기 실적에서 1,800 억원 규모의 해외 플랜트 관련 환입이 반영되었다. 사우디 Rabigh II 프로젝트(도급금액 2.1 조원, 2012 년 수주)에서는 4,670 억원의 손실을 반영하였고, 2017 년 준공되었으나 이 중 1.1 억불이 환입되었다. 기타 루마니아 등 총 3 개 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 가능성이 매우 낮다는 점을 의미한다.

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

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

Point 3 현금흐름의 개선

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

(십억원)	매출액	영업이익	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: 메리츠증권증권 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: 메리츠증권증권 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

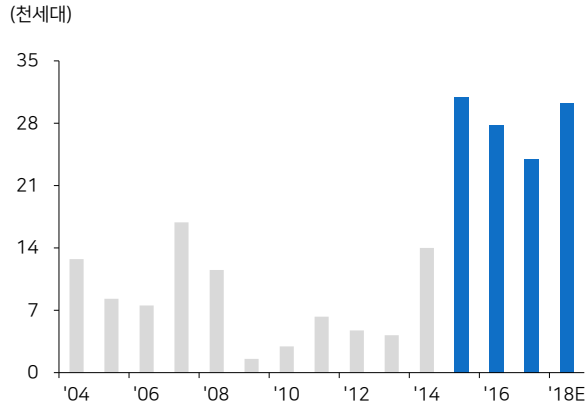
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 PBR Valuation



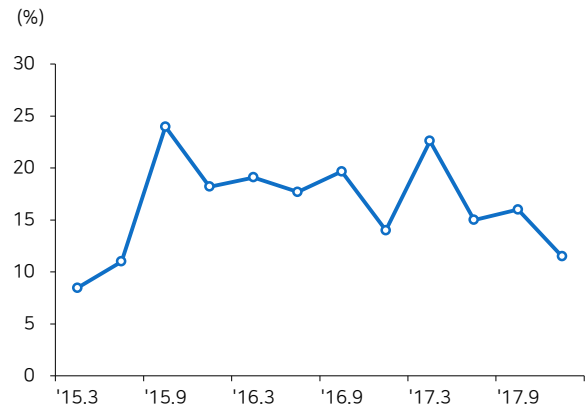
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 분양 물량 추이



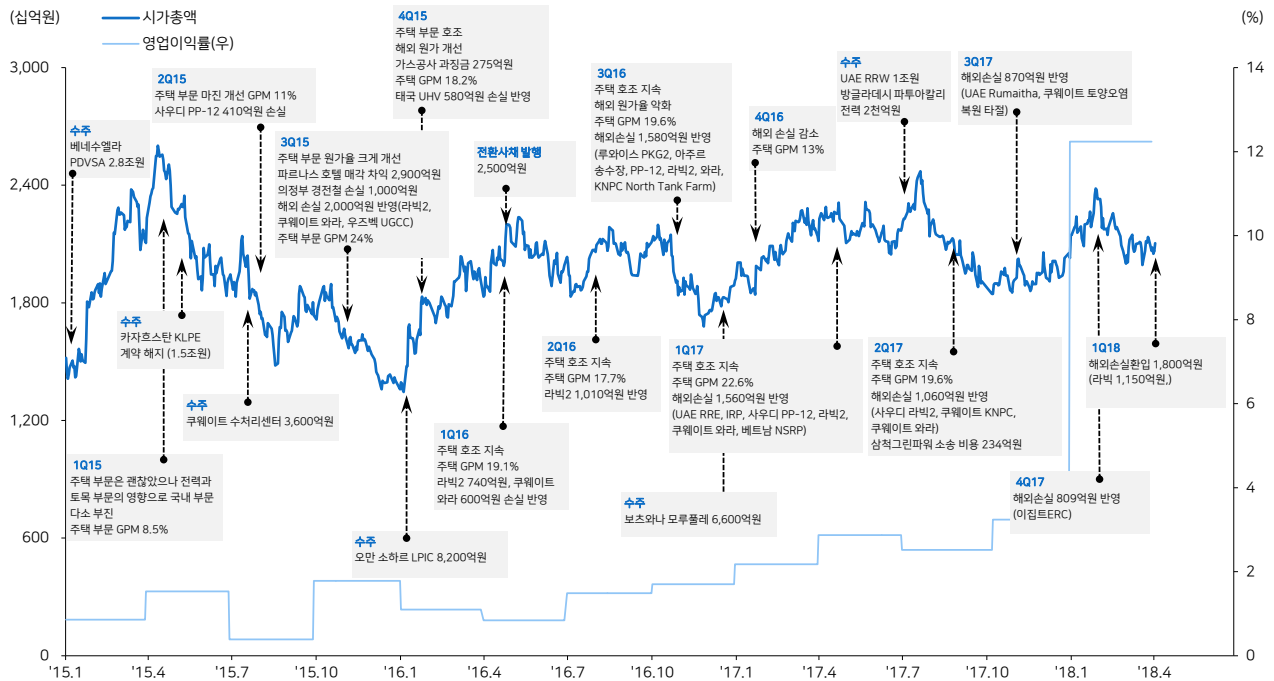
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 주택 GP 마진 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 GS건설의 분기별 해외 손실 반영 내역과 수주



자료: 메리츠증권 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/관계기업손익	3.0	-6.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-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

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
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 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 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	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	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		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	-	-	