

2018. 7. 6



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 61,000 원

현재주가 (7.5) 45,200 원

상승여력 35.0%

KOSPI 2,257.55pt

시가총액 33,531억원

발행주식수 7,418만주

유동주식비율 67.57%

외국인비중 16.83%

52주 최고/최저가 51,600원/25,750원

평균거래대금 516.1억원

주요주주(%)

허창수 외 18 인 27.69

국민연금 13.17

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.0 50.9 45.8

상대주가 1.1 67.0 54.3

주가그래프



GS건설 006360

실적 추정치의 상향 과정 지속

- ✓ 하반기 실적 전망에서 중요한 키워드가 될 2분기 실적
- ✓ 사상최대 실적인 주택에 대한 전망, 해외 원가율 정상화 속도, 현금흐름에 초점
- ✓ 2018~2019년 신규 분양물량은 3만 세대로 사상최대 수준까지 다시 확대
- ✓ 해외 악성프로젝트 종료, 하반기 매출이 반영되는 현장은 대부분 정상 사업장
- ✓ 주택 입주 잔금 회수와 해외 미수금 감소에 따라 현금흐름 개선이 빠른 전망
- ✓ 4분기 베트남 개발사업 착공 여부에 따라 2019년 이후 실적의 추가 상향 가능성

2분기 실적 개선 이어질 전망

2분기 실적을 보는 키워드는 1) 사상 최대 수준인 주택 부문 실적의 방향성 2) 1분기 서프라이즈를 기록한 해외 부문 원가율 전망 3) 현금흐름 개선 속도 등 이다. 2분기 실적은 매출이 +5% YoY 증가한 3.1조원, 영업이익은 +175% YoY 증가한 2,368억원으로 추정되며 시장 예상치를 상회할 것이다. 주택부문의 실적은 전년 대비 소폭 개선, 지난해 적자를 기록한 해외 부문은 2분기 특별한 손실 또는 환입 반영이 없을 것으로 예상되기 때문이다. 특히 입주 물량 확대에 따른 자금 회수와 해외부문의 미수금 감소에 따른 현금흐름 개선이 돋보일 것으로 전망된다.

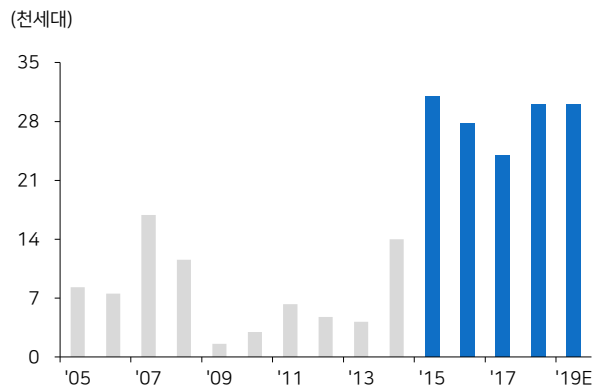
실적 추정치의 추가적인 상향 변수가 여전히 존재

2015년~17년 분양물량은 각각 3.1만호, 2.8만호, 2.4만호를 기록, 2018~19년은 3만호 수준의 분양이 계획되어 있다. 주택 매출은 2017년 사상최대인 5.2조원에서 소폭의 성장이 유지될 것이며, 수익성에 대한 변동 요인은 크지 않다. 해외 부문은 대부분의 악성프로젝트가 이미 준공되었고, 연말 준공 계획인 사우디 PP-12에서 추가적인 손실이 없다면 90~95%의 정상 원가율이 가능할 것이다.

하반기 추가적인 실적 상향 변수는 2005년 토지를 매입한 베트남 등에서의 개발 사업이며, 4분기 호치민과 나베 등에서 3,500억원 규모의 분양 사업이 계획되어 있다. 12년간 미착공이었던 관계로 수익추정에 반영되어 있지 않으며, 베트남은 전체 프로젝트 규모가 10조원에 이르는 초대형 개발사업으로 초기 사업의 성과에 따라 2019년 이후 추가적인 실적 상향에 큰 영향을 줄 것이다. 주가 상승에도 불구하고 Valuation 매력이 높으며, 2019년 실적의 추가적인 상향 가능성을 고려해 투자 의견 매수와 목표주가를 유지한다.

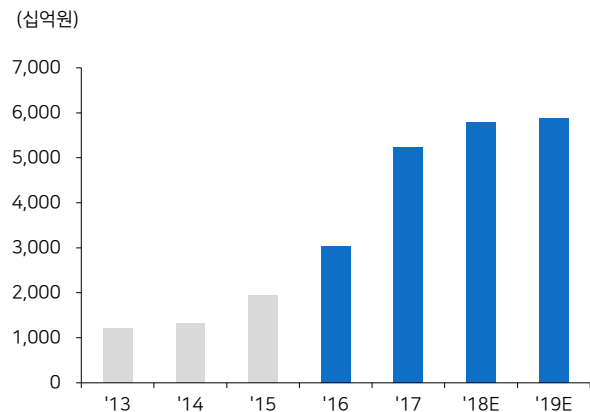
	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2016	11,035.6	143.0	-25.8	-363	-169.3	46,180	-73.0	0.6	12.7	-0.8	298.9
2017	11,679.5	318.7	-168.4	-2,359	696.7	44,190	-12.0	0.6	9.0	-5.2	322.8
2018E	12,255.6	1,003.4	558.2	7,621	-435.4	44,289	6.0	1.0	3.7	17.3	267.7
2019E	12,362.1	821.5	483.5	6,518	-14.5	50,120	7.1	0.9	3.5	13.8	234.7
2020E	12,245.7	815.3	515.3	6,946	6.6	56,379	6.6	0.8	2.8	13.0	193.9

그림1 주택 분양물량 추이



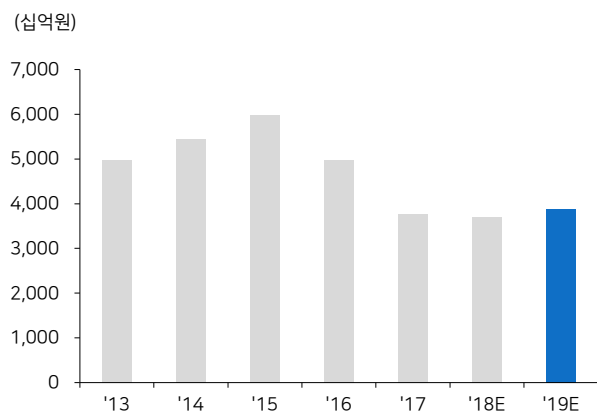
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 주택 매출 추이



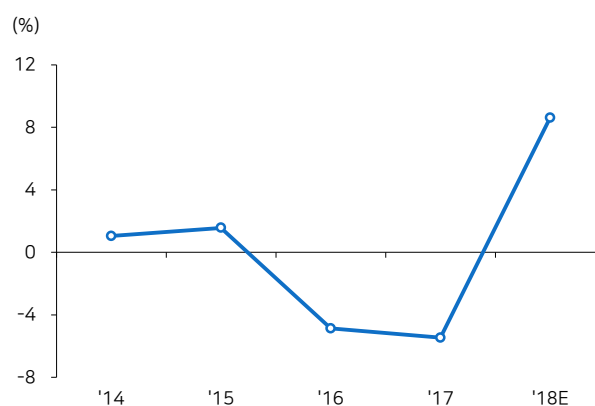
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 해외 매출 추이



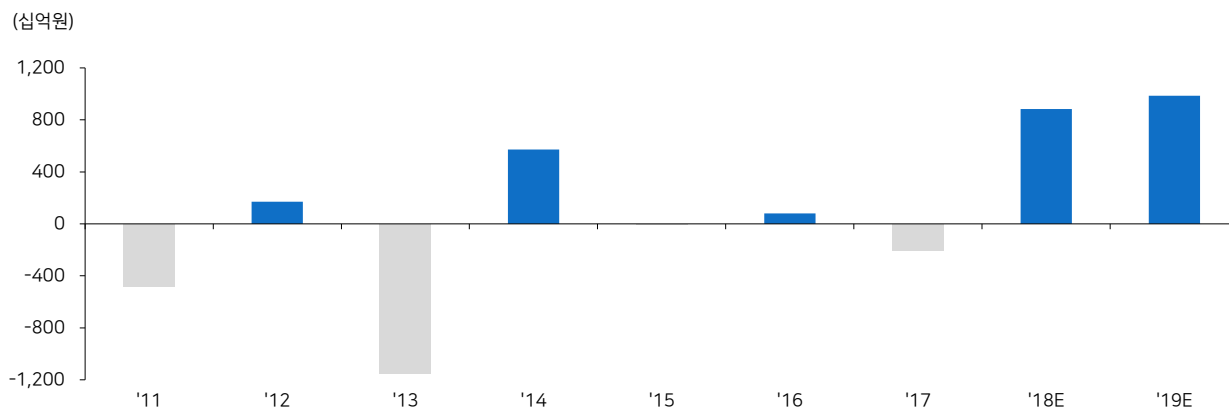
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 해외 매출총이익률 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 영업활동 현금흐름 추이



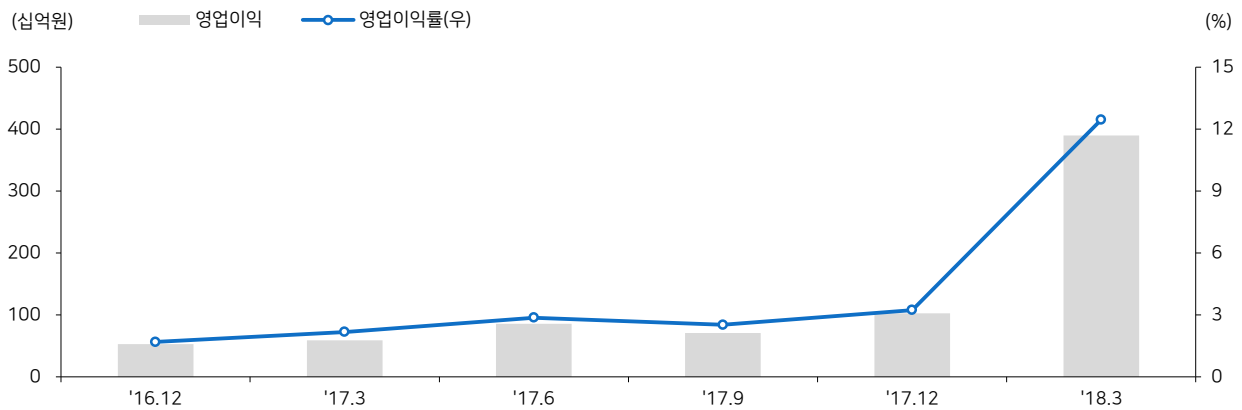
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림7 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,035.6	11,679.5	12,255.6	12,362.1	12,245.7
매출액증가율 (%)	4.4	5.8	4.9	0.9	-0.9
매출원가	10,547.4	10,876.1	10,756.0	11,051.4	10,937.2
매출총이익	488.2	803.3	1,499.5	1,310.8	1,308.5
판매관리비	345.3	484.7	496.1	489.3	493.2
영업이익	143.0	318.7	1,003.4	821.5	815.3
영업이익률	1.3	2.7	8.2	6.6	6.7
금융손익	-96.2	-16.0	-138.5	-87.2	-57.3
중속/관계기업손익	3.0	-6.1	1.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-28.5	-457.3	-88.5	-92.3	-73.9
세전계속사업이익	21.4	-160.7	777.6	641.9	684.1
법인세비용	41.8	2.9	214.4	154.1	164.2
당기순이익	-20.4	-163.7	563.2	487.9	519.9
지배주주지분 순이익	-25.8	-168.4	558.2	483.5	515.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	81.2	-205.5	883.0	987.1	706.6
당기순이익(손실)	-20.4	-163.7	563.2	487.9	519.9
유형자산상각비	57.9	47.0	44.8	42.7	40.6
무형자산상각비	9.9	10.1	9.5	8.5	8.0
운전자본의 증감	-171.9	-572.6	70.4	447.0	137.2
투자활동 현금흐름	-248.7	13.5	-30.5	-140.6	-23.7
유형자산의증가(CAPEX)	-79.1	-20.8	-25.0	-23.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-87.8	-39.6	67.9	-85.6	-17.6
재무활동 현금흐름	78.2	300.0	-1,679.0	-593.5	-655.1
차입금의 증감	-62.0	436.0	-1,669.0	-592.4	-603.3
자본의 증가	0.2	19.7	0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.3	86.0	-823.3	253.0	27.8
기초현금	2,428.6	2,356.3	2,442.3	1,619.0	1,872.0
기말현금	2,356.3	2,442.3	1,619.0	1,872.0	1,899.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,736.5	9,582.3	8,204.6	8,498.0	8,336.0
현금및현금성자산	2,356.3	2,442.3	1,619.0	1,872.0	1,899.8
매출채권	9.3	89.9	83.8	91.6	88.2
재고자산	825.3	1,090.7	1,014.4	963.6	982.9
비유동자산	3,640.1	4,114.3	4,165.3	4,222.8	4,211.9
유형자산	978.1	897.5	878.2	858.5	837.9
무형자산	193.7	209.5	212.7	204.2	196.2
투자자산	958.2	991.7	924.9	1,010.5	1,028.2
자산총계	13,376.6	13,696.6	12,369.9	12,720.8	12,547.9
유동부채	7,225.0	8,581.3	7,629.3	7,699.3	7,389.6
매입채무	2,234.0	2,333.0	2,449.7	2,572.2	2,700.8
단기차입금	1,027.1	1,683.5	1,141.8	971.8	971.8
유동성장기부채	670.6	1,142.0	448.8	248.8	-51.2
비유동부채	2,798.4	1,875.7	1,376.8	1,220.8	888.6
사채	534.0	265.1	213.2	183.2	183.2
장기차입금	1,201.8	666.9	277.2	77.2	-222.8
부채총계	10,023.4	10,456.9	9,006.1	8,920.1	8,278.2
자본금	355.0	358.4	358.5	358.5	358.5
자본잉여금	610.9	627.2	627.6	627.6	627.6
기타포괄이익누계액	-104.1	-65.4	-52.0	-52.0	-52.0
이익잉여금	2,504.2	2,334.4	2,438.6	2,871.1	3,335.5
비지배주주지분	74.4	72.4	78.3	82.7	87.3
자본총계	3,353.2	3,239.7	3,363.8	3,800.7	4,269.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	155,431	163,602	167,326	166,644	165,075
EPS(지배주주)	-363	-2,359	7,621	6,518	6,946
CFPS	4,875	7,303	14,328	10,518	10,649
EBITDAPS	2,968	5,264	14,442	11,762	11,645
BPS	46,180	44,190	44,289	50,120	56,379
DPS	0	300	500	700	700
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.1	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	-73.0	-12.0	6.0	7.1	6.6
PCR	5.4	3.9	3.2	4.4	4.3
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.6	1.0	0.9	0.8
EBITDA	210.8	375.8	1,057.8	872.6	863.9
EV/EBITDA	12.7	9.0	3.7	3.5	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.8	-5.2	17.3	13.8	13.0
EBITDA 이익률	1.9	3.2	8.6	7.1	7.1
부채비율	298.9	322.8	267.7	234.7	193.9
금융비용부담률	1.1	1.6	1.3	1.0	0.8
이자보상배율(x)	1.1	1.7	6.1	6.6	8.6
매출채권회전율(x)	1,106.3	235.5	141.2	141.0	136.3
재고자산회전율(x)	13.6	12.2	11.6	12.5	12.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 06일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

GS 건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-16.2	-0.8	
2018.05.28	산업분석	Buy	61,000	박형렬	-23.7	-15.4	
2018.07.06	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-	-	