

2018. 7. 26



▲ 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 (7.25) 47,500 원

상승여력 28.4%

KOSPI 2,273.03pt

시가총액 36,661억원

발행주식수 7,718만주

유동주식비율 68.79%

외국인비중 19.96%

52주 최고/최저가 51,600원/25,750원

평균거래대금 477.5억원

주요주주(%)

허창수 외 18 인 26.66

국민연금 10.10

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -2.0 50.3 40.9

상대주가 1.7 69.4 51.3

주가그래프



GS건설 006360

2분기 영업이익이 Base level

- ✓ 2분기 영업이익은 특별한 손실 또는 이익 반영 없이 2,193억원을 기록
- ✓ 해외부문과 토목부문은 특별한 손실 반영 없이 양호한 수익성을 보여줌
- ✓ 예상과 달랐던 적은 주택 부문의 수익성 둔화
- ✓ 2018년 상반기 입주물량은 6300세대, 하반기 입주는 17,700세대
- ✓ 하반기 입주 정산에 따른 주택부문 수익성 개선 전망
- ✓ 2분기 수익성이 Base level, 하반기 베트남, 그룹공사, 주택에서 추가 성장

2분기 특별한 일회성 없는 실적이 이익의 기초체력

2분기 실적은 매출 3.4조원으로 -7.8% YoY 감소, 영업이익 2,192억원으로 +155% YoY 증가하였다. 신규수주는 상반기 5.3조원을 기록하면서 연간 목표인 11조원 달성은 가능할 것으로 판단된다. 차입금은 2017년 기말 3.9조원에서 2018년 2분기말 2.7조원으로 감소(순차입금은 1.5조원에서 0.9조원으로 감소) 하였다.

컨센서스 보다는 높았지만 당사 추정치 보다는 다소 낮은 영업이익을 바라보는 핵심은 주택부문의 수익성이다. 1분기 15.8%를 기록한 건축 및 주택부문의 GP margin은 2분기 12%를 기록하였다. 이는 1분기와 달리 2분기 입주 정산에 따른 효과가 나타나지 않았기 때문이다. 주택에서 15%, 건축에서 10% 수준으로 추정되는 이 GP margin이 Base level 이라고 판단된다.

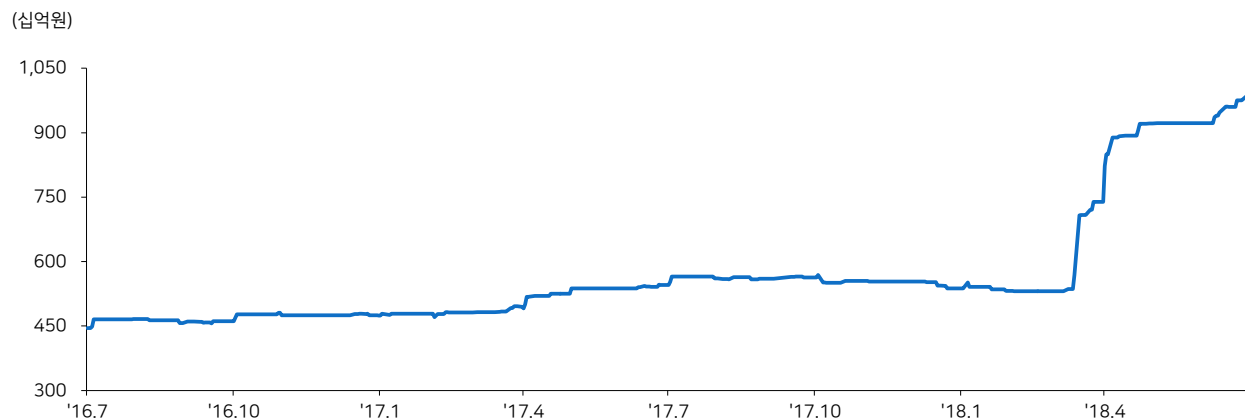
하반기에 추가적인 실적 개선이 기대되는 이유는 1) 연간 2.4만 세대로 추정되는 입주물량 중 1.8만호에 이르는 대부분의 물량이 하반기 입주 예정으로 정산효과 확대될 전망이다. 따라서 건축 및 주택 부문의 수익성이 다시 개선될 것 2) GS칼텍스, LG화학, LG디스플레이 등에서 설비투자 확대에 따른 그룹공사 물량 증가 3) 베트남 자체 주택사업 착공 등 때문이다.

1분기와 2분기 모두 해외 부문에서 특별한 손실이 발생하고 있지 않으며, 현재 남아있는 현안 프로젝트 중 사우디 PP12 현장은 연말까지 준공 계획이다. 현금흐름이 급격하게 개선됨에 따라 차입금 및 금융비용 감소가 빠르게 나타나고 있고, 하반기 입주 잔금 회수시점에 현금흐름 개선이 가속화될 것으로 판단된다.

주가 상승을 이끄는 힘이었던 실적 서프라이즈와 미래 이익에 대한 상향 과정이 하반기에도 이어질 것으로 판단되어, 투자의견 매수와 적정주가를 유지한다.

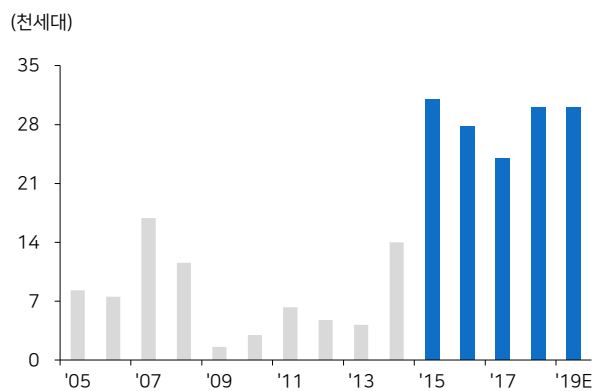
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	11,035.6	143.0	-25.8	-363	-169.3	46,180	-73.0	0.6	12.7	-0.8	298.9
2017	11,679.5	318.7	-168.4	-2,359	696.7	44,190	-12.0	0.6	9.0	-5.2	322.8
2018E	12,686.9	999.3	557.3	7,609	-434.9	44,277	6.0	1.0	3.7	17.3	268.3
2019E	11,939.7	809.9	476.4	6,421	-15.6	50,012	7.2	0.9	3.8	13.6	230.2
2020E	12,063.4	823.2	519.8	7,007	9.1	56,332	6.6	0.8	3.1	13.2	202.0

그림1 2018년 영업이익 컨센서스 추이



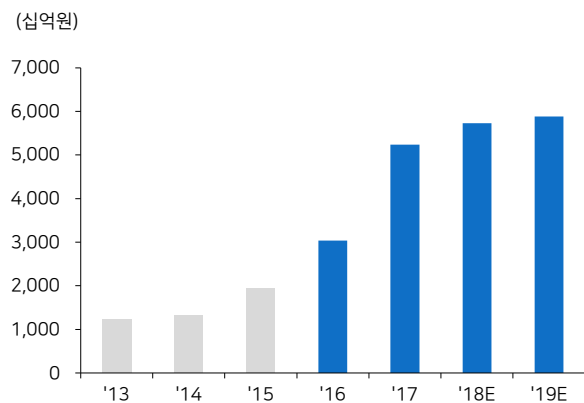
자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 주택 분양물량 추이



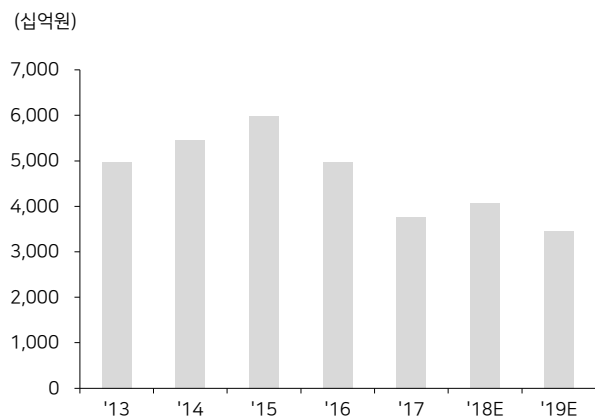
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 주택 매출 추이



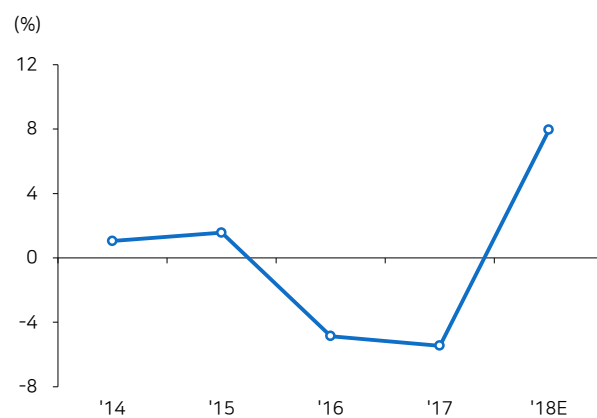
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 해외 매출 추이



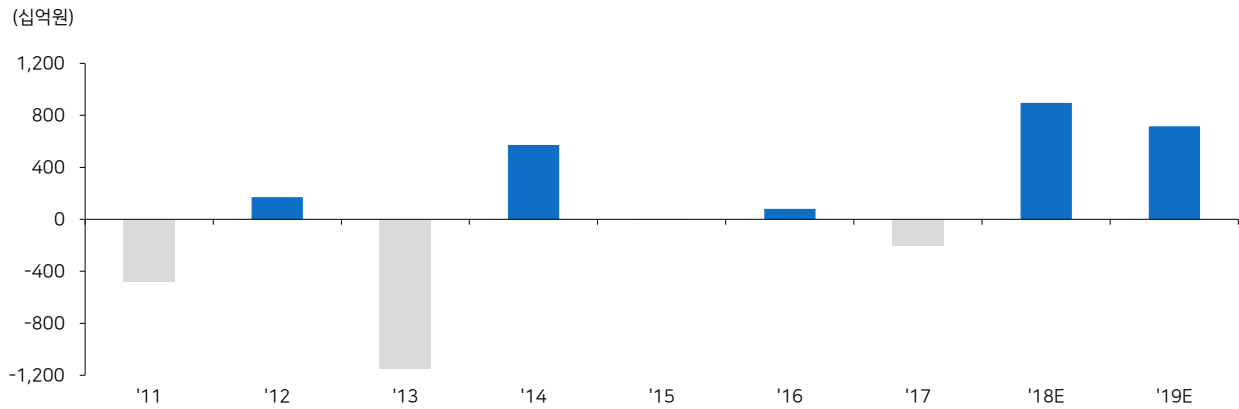
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 해외 매출총이익률 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 영업활동 현금흐름 추이



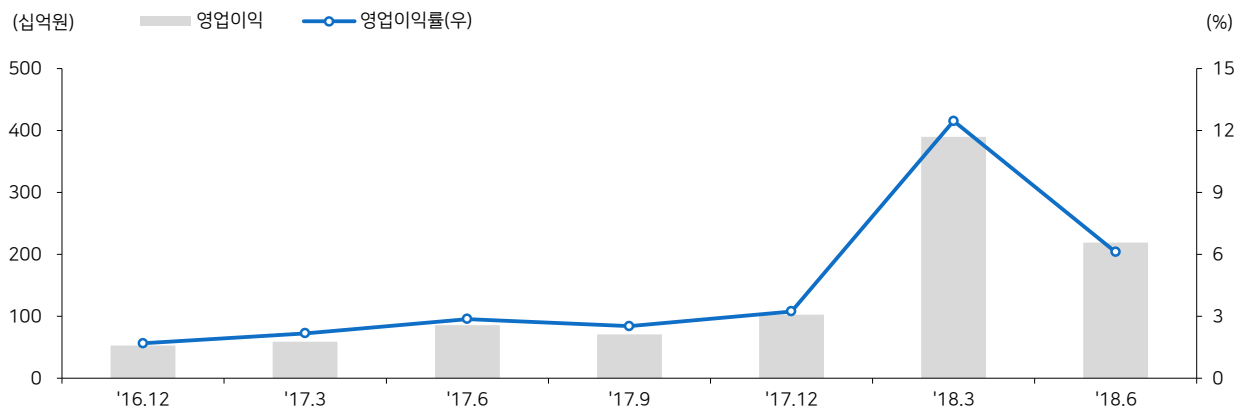
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 PBR Band



자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 GS건설 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,581.9	2,994.4	19.6	3,127.5	14.5	3,149.0	13.7	3,085.9	16.1
영업이익	219.2	86.0	155.1	389.8	-43.8	236.8	-7.4	214.3	2.3
세전이익	189.8	18.4	931.4	311.2	-39.0	196.8	-3.6	166.9	13.7
순이익	142.9	8.6	1,554.4	206.9	-30.9	148.2	-3.6	135.9	5.1
영업이익률(%)	6.1	2.9		12.5		7.5		6.9	
순이익률(%)	4.0	0.3		6.6		4.7		4.4	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	12,255.6	12,362.1	12,686.9	11,939.7	3.5	-3.4
영업이익	1,003.4	821.5	999.3	809.9	-0.4	-1.4
세전이익	777.6	641.9	776.4	632.4	-0.2	-1.5
지배순이익	558.2	483.5	557.3	476.3	-0.2	-1.5

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,035.6	11,679.5	12,686.9	11,939.7	12,063.4
매출액증가율 (%)	4.4	5.8	8.6	-5.9	1.0
매출원가	10,547.4	10,876.1	11,203.3	10,652.4	10,759.0
매출총이익	488.2	803.3	1,483.6	1,287.3	1,304.4
판매관리비	345.3	484.7	484.3	477.4	481.2
영업이익	143.0	318.7	999.3	809.9	823.2
영업이익률	1.3	2.7	7.9	6.8	6.8
금융손익	-96.2	-16.0	-135.6	-85.1	-59.2
종속/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	776.4	632.4	690.1
법인세비용	41.8	2.9	214.1	151.8	165.6
당기순이익	-20.4	-163.7	562.3	480.7	524.5
지배주주지분 순이익	-25.8	-168.4	557.3	476.4	519.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	81.2	-205.5	896.2	715.3	704.6
당기순이익(손실)	-20.4	-163.7	562.3	480.7	524.5
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	84.5	182.4	130.6
투자활동 현금흐름	-248.7	13.5	-55.6	-58.4	-29.9
유형자산의증가(CAPEX)	-79.1	-20.8	-25.0	-23.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-87.8	-39.6	49.7	-25.8	-17.6
재무활동 현금흐름	78.2	300.0	-1,677.4	-528.8	-203.7
차입금의 증감	-62.0	436.0	-1,667.4	-527.7	-151.8
자본의 증가	0.2	19.7	0.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.3	86.0	-833.5	128.0	471.1
기초현금	2,428.6	2,356.3	2,442.3	1,608.8	1,736.8
기말현금	2,356.3	2,442.3	1,608.8	1,736.8	2,207.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,736.5	9,582.3	8,202.8	8,343.5	8,714.3
현금및현금성자산	2,356.3	2,442.3	1,608.8	1,736.8	2,207.9
매출채권	9.3	89.9	85.5	87.8	85.9
재고자산	825.3	1,090.7	1,014.4	963.6	982.9
비유동자산	3,640.1	4,114.3	4,183.5	4,181.2	4,170.2
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	943.1	969.0	986.5
자산총계	13,376.6	13,696.6	12,386.4	12,524.7	12,884.5
유동부채	7,225.0	8,581.3	7,630.9	7,547.3	7,501.2
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	1,041.8	991.8
유동성장기부채	670.6	1,142.0	448.8	248.8	198.8
비유동부채	2,798.4	1,875.7	1,392.6	1,184.9	1,117.1
사채	534.0	265.1	213.2	183.2	183.2
장기차입금	1,201.8	666.9	277.2	77.2	27.2
부채총계	10,023.4	10,456.9	9,023.5	8,732.2	8,618.3
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	2,437.7	2,863.1	3,332.0
비지배주주지분	74.4	72.4	78.3	82.6	87.3
자본총계	3,353.2	3,239.7	3,362.9	3,792.6	4,266.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	155,431	163,602	173,215	160,949	162,617
EPS(지배주주)	-363	-2,359	7,609	6,421	7,007
CFPS	4,875	7,303	14,272	10,361	10,756
EBITDAPS	2,968	5,264	14,386	11,606	11,751
BPS	46,180	44,190	44,277	50,012	56,332
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	7.2	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	1,053.7	861.0	871.8
EV/EBITDA	12.7	9.0	3.7	3.8	3.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.8	-5.2	17.3	13.6	13.2
EBITDA 이익률	1.9	3.2	8.3	7.2	7.2
부채비율	298.9	322.8	268.3	230.2	202.0
금융비용부담률	1.1	1.6	1.3	1.1	0.8
이자보상배율(x)	1.1	1.7	6.1	6.4	8.1
매출채권회전율(x)	1,106.3	235.5	144.7	137.8	138.9
재고자산회전율(x)	13.6	12.2	12.1	12.1	12.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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)	

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)	
2016.08.25	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-29.8	-24.9	
2016.09.26	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-29.1	-24.5	
2016.10.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.6	-24.5	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-30.4	-20.6	
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.1	-20.6	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-29.3	-20.6	
2017.07.19	1년 경과				-24.7	-15.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-29.2	-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	-24.2	-15.4	
2018.07.26	기업브리프	Buy	61,000	박형렬	-	-	