

2018. 10. 22



▲ 건설

Analyst 박형렬

02. 6098-6695

hr.park@meritz.co.kr

RA 민사영

02. 6098-6652

sayeong.min@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 66,000 원

현재주가 (10.19) 49,600 원

상승여력 33.1%

KOSPI 2,156.26pt

시가총액 39,127억원

발행주식수 7,888만주

유동주식비율 70.66%

외국인비중 23.67%

52주 최고/최저가 54,700원/25,850원

평균거래대금 326.4억원

주요주주(%)

허창수 외 17 인 26.15

국민연금 11.07

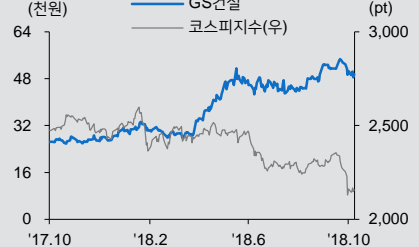
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.4 34.4 84.0

상대주가 2.3 55.0 111.1

주가그래프



GS건설 006360

주가를 이끄는 힘은 실적 상향

- ✓ 주택부문에서 나타나고 있는 마진 서프라이즈 지속 및 외형 유지
- ✓ 해외부문의 수익성 정상화는 반영, Change order 및 claim 에 따른 환입 변수
- ✓ 추가적인 실적 상향은 정유 및 석유화학 플랜트 발주 물량 증가와 베트남
- ✓ 2019년 베트남 개발사업 관련 수익 반영이 본격화될 것
- ✓ LG화학, GS칼텍스, 롯데케미칼, UAE 석유화학 등에 대한 프로젝트 확대 전망

실적 상향이 멈출 때까지 매수

주가 상승을 유지하는 힘은 Valuation 이나 수주보다는 실적 서프라이즈와 미래 이익에 대한 상향 기대감이다. 3분기 실적은 급격하게 높아진 시장 기대치를 충족할 것이며, 2019년 이익의 추가 상향이 나타날 것이다.

분기 이익의 결정 변수는 절대 비중을 차지하는 주택 부문의 수익성이다. 주택 원가율은 Base line 으로 85% 수준이며, 여기에 분양시장이 뜨거웠던 2016~2017년 시작한 프로젝트의 준공 정산이익이 더해진다. 2분기는 1,600세대 정도가 입주하면서 정산효과가 발생하지 않았으나, 3분기는 11,000세대로 사상 최대 준공이 예정되어 있다. 정산이익 증가에 따른 수익성 개선이 예상된다. 4분기 역시 6,000세대 정도가 준공될 예정으로 주택 부문 수익성이 시장의 예상치를 상회하는 국면은 이어질 것으로 판단된다.

기존 추정치에서 추가적인 변화가 발생하는 것은 플랜트 부문과 베트남 개발사업, 해외부문 수익성 개선이다. 플랜트 부문의 경우 GS칼텍스와 LG화학의 신규 설비 투자에 대한 수주 기대감이 높으며, 베트남 개발사업 중 나베의 경우 총 프로젝트 규모는 7조~8조원이며, 4분기 신규 착공 규모는 1,500억원 수준이다. 이 분양 성과에 따라 2019년 프로젝트의 확장 속도가 결정될 것이다. PP12 발전 프로젝트가 종료되는 4분기 이후에는 해외 부문의 추가적인 수익성 개선도 진행될 것이다.

시장 전체의 이익추정치 흐름이 하향조정을 지속하고 있다는 점을 감안하면, 이익 추정치의 상향 과정이 종료되는 시점까지 상대적인 매력도가 부각될 것이다. 현금흐름 개선 및 차입금 감소에 따라 영업외수지 개선도 이어질 것이다. 투자자의견 매수를 유지하며, 2019년 실적 상향을 반영하여 적정주가 66,000원을 제시한다.

(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	12,632.9	1,033.7	591.8	7,851	-445.9	43,720	6.3	1.1	4.2	17.9	247.1
2019E	12,912.6	960.0	595.2	7,545	-3.8	50,275	6.6	1.0	3.9	16.1	204.9
2020E	13,337.5	997.3	656.7	8,324	10.3	57,412	6.0	0.9	3.2	15.5	175.4

표1 GS건설 3Q18 Preview

(십억원)	3Q18E	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,907.0	2,820.3	3.1	3,581.9	-18.8	3,070.7	-5.3
영업이익	212.3	71.1	198.5	219.2	-3.2	212.1	0.1
세전이익	154.8	-3.6	흑전	189.7	-18.4	160.6	-3.6
지배순이익	116.4	-10.0	흑전	143.7	-19.0	120.2	-3.2

자료: 메리츠종합증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	12,686.9	11,939.7	12,632.9	12,912.6	-0.4	8.1
영업이익	999.3	809.9	1,033.7	960.0	3.4	18.5
세전이익	776.4	632.4	821.6	791.5	5.8	25.2
지배순이익	557.3	476.3	591.8	595.2	6.2	24.9

자료: 메리츠종합증권 리서치센터

GS 건설 (006360)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	11,035.6	11,679.5	12,632.9	12,912.6	13,337.5
매출액증가율 (%)	4.4	5.8	8.2	2.2	3.3
매출원가	10,547.4	10,876.1	11,133.4	11,489.2	11,873.5
매출총이익	488.2	803.3	1,499.4	1,423.4	1,464.0
판매관리비	345.3	484.7	465.7	463.4	466.7
영업이익	143.0	318.7	1,033.7	960.0	997.3
영업이익률	1.3	2.7	8.2	7.4	7.5
금융손익	-96.2	-16.0	-169.6	-76.3	-50.2
총속/관계기업손익	3.0	-6.1	3.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-28.5	-457.3	-45.6	-92.2	-73.8
세전계속사업이익	21.4	-160.7	821.6	791.5	873.3
법인세비용	41.8	2.9	223.9	190.0	209.6
당기순이익	-20.4	-163.7	597.8	601.5	663.7
지배주주지분 순이익	-25.8	-168.4	591.8	595.2	656.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	81.2	-205.5	1,036.8	861.1	647.3
당기순이익(손실)	-20.4	-163.7	597.8	601.5	663.7
유형자산상각비	57.9	47.0	40.9	37.3	35.9
무형자산상각비	9.9	10.1	9.8	7.8	7.4
운전자본의 증감	-171.9	-572.6	201.2	212.7	-61.1
투자활동 현금흐름	-248.7	13.5	-149.5	-224.3	-43.7
유형자산의증가(CAPEX)	-79.1	-20.8	-28.3	-23.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-87.8	-39.6	-6.1	-148.5	-22.0
재무활동 현금흐름	78.2	300.0	-1,733.9	-519.2	-229.1
차입금의 증감	-62.0	436.0	-1,525.8	-517.5	-149.6
자본의 증가	0.2	19.7	159.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.3	86.0	-830.0	117.6	374.6
기초현금	2,428.6	2,356.3	2,442.3	1,612.3	1,729.9
기말현금	2,356.3	2,442.3	1,612.3	1,729.9	2,104.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,736.5	9,582.3	7,983.8	7,968.8	8,344.5
현금및현금성자산	2,356.3	2,442.3	1,612.3	1,729.9	2,104.5
매출채권	9.3	89.9	85.7	98.5	98.9
재고자산	825.3	1,090.7	1,014.4	963.6	867.3
비유동자산	3,640.1	4,114.3	4,252.7	4,379.0	4,377.7
유형자산	978.1	897.5	858.5	844.2	828.2
무형자산	193.7	209.5	210.5	202.7	195.3
투자자산	958.2	991.7	991.8	1,140.3	1,162.4
자산총계	13,376.6	13,696.6	12,236.6	12,347.9	12,722.3
유동부채	7,225.0	8,581.3	7,206.9	6,902.3	6,752.8
매입채무	2,234.0	2,333.0	2,216.4	2,105.6	2,042.4
단기차입금	1,027.1	1,683.5	1,156.4	1,056.4	1,006.4
유동성장기부채	670.6	1,142.0	627.0	427.0	377.0
비유동부채	2,798.4	1,875.7	1,503.9	1,396.3	1,350.2
사채	534.0	265.1	49.9	19.9	19.9
장기차입금	1,201.8	666.9	310.5	110.5	60.5
부채총계	10,023.4	10,456.9	8,710.8	8,298.6	8,103.0
자본금	355.0	358.4	385.9	385.9	385.9
자본잉여금	610.9	627.2	759.4	759.4	759.4
기타포괄이익누계액	-104.1	-65.4	-70.9	-70.9	-70.9
이익잉여금	2,504.2	2,334.4	2,453.2	2,970.3	3,533.3
비지배주주지분	74.4	72.4	76.9	83.3	90.3
자본총계	3,353.2	3,239.7	3,525.8	4,049.3	4,619.3

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	155,431	163,602	167,607	163,689	169,076
EPS(지배주주)	-363	-2,359	7,851	7,545	8,324
CFPS	4,875	7,303	14,778	11,573	12,257
EBITDAPS	2,968	5,264	14,388	12,742	13,192
BPS	46,180	44,190	43,720	50,275	57,412
DPS	0	300	700	1,000	1,200
배당수익률(%)	0.0	1.1	1.4	2.0	2.4
Valuation(Multiple)					
PER	-73.0	-12.0	6.3	6.6	6.0
PCR	5.4	3.9	3.4	4.3	4.0
PSR	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
PBR	0.6	0.6	1.1	1.0	0.9
EBITDA	210.8	375.8	1,084.4	1,005.2	1,040.7
EV/EBITDA	12.7	9.0	4.2	3.9	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.8	-5.2	17.9	16.1	15.5
EBITDA 이익률	1.9	3.2	8.6	7.8	7.8
부채비율	298.9	322.8	247.1	204.9	175.4
금융비용부담률	1.1	1.6	1.1	1.0	0.8
이자보상배율(x)	1.1	1.7	7.5	7.5	9.5
매출채권회전율(x)	1,106.3	235.5	143.9	140.2	135.1
재고자산회전율(x)	13.6	12.2	12.0	13.1	14.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 22일 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	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 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)	
2016.10.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-31.5	-24.5	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-30.6	-20.6	
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.2	-20.6	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-28.6	-15.6	
2017.09.04	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-28.8	-15.6	
2017.09.26	1년 경과				-34.7	-32.3	
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	-22.0	-10.3	
2018.10.22	기업브리프	Buy	66,000	박형렬	-	-	