



BUY(Maintain)

목표주가: 35,000원
주가(7/28): 28,500원

시가총액: 20,235억원

건설/부동산
Analyst 라진성
02) 3787-5226
jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/28)		2,021.10pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	31,500원	18,950원
등락률	-9.52%	50.40%
수익률	절대	상대
1W	3.3%	-1.1%
1M	10.5%	4.2%
1Y	8.8%	9.7%

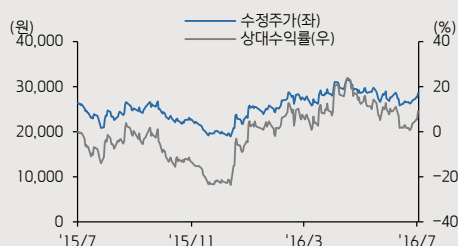
Company Data

발행주식수	71,000천주
일평균 거래량(3M)	498천주
외국인 지분율	16.10%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	47,531원
주요 주주	허창수 외19인 29.14%
	국민연금공단 5.55%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	94,876	105,726	111,239	116,784
보고영업이익	512	1,221	1,412	2,726
핵심영업이익	512	1,221	1,412	2,726
EBITDA	1,281	2,055	2,083	3,397
세전이익	-296	313	529	1,800
순이익	-225	295	416	1,404
지배주주지분순이익	-411	261	353	1,184
EPS(원)	-651	367	497	1,668
증감률(YoY)	적지	흑전	35.3	235.9
PER(배)	-35.7	53.8	57.4	17.1
PBR(배)	0.5	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	29.9	12.5	17.8	11.0
보고영업이익률(%)	0.5	1.2	1.3	2.3
핵심영업이익률(%)	0.5	1.2	1.3	2.3
ROE(%)	-1.3	0.8	1.1	3.5
순부채비율(%)	52.2	33.0	47.9	46.6

Price Trend



2Q 실적 Review

GS건설 (006360)

하반기가 기대되는 어닝 쇼크



〈장 후 실적발표〉 동사는 2분기 매출액 2.7조원(YoY +8.6%), 영업이익 227억원(YoY -40.6%)으로 어닝쇼크를 기록했습니다. 해외 현안 PJT에서 당초 예상보다 큰 규모의 비용이 반영됐습니다. 다만, 주택부문의 매출 확대와 이익성장이 버팀목이 됐습니다. 주택부문은 본격적인 업사이클로 진입했습니다. 마지막 남은 관건은 해외부문으로 빠른 시일안에 라빅2와 PP12 등 현안 프로젝트들의 준공이 필요합니다.

>>> Point 1. 어닝쇼크 보다 아쉬운 준공 연기

동사는 2분기 매출액 2조 7,064억원(YoY +8.6%, QoQ +2.6%), 영업이익 227억원(YoY -40.6%, QoQ -22.2%)으로 어닝쇼크를 기록했다. 해외부문에 대한 손실반영이 예상됐던 상황이지만, 당초 예상보다 큰 규모의 손실이 반영됐다. 사우디 라빅 현장에서만 1,010억원이 반영됐고, 국내 삼척그린파워 현장에서 302억원, 사우디 발전 현장에서 45억원 등이 반영됐다. 이처럼 대규모 비용 반영에도 불구하고 주택부문의 매출 확대와 이익성장이 버팀목이 됐다. 2분기 주택부문 GP마진은 1분기와 같이 준공 정산 효과가 없었음에도 불구하고 17.7%의 높은 수익성을 기록했다. 어닝쇼크보다 아쉬운 건 상반기 준공예정인 6개 현안 프로젝트들 중 준공 승인을 받은 현장이 거의 없다는 점이다. 여전히 PP12 등 현안 프로젝트들의 추가 손실 가능성이 열려 있다.

>>> Point 2. 하반기에는 해외 신규 수주가 필요하다!

상반기 신규수주는 5.9조원으로 연간 수주목표 대비 47.6%의 달성률을 보이고 있다. 특히 해외부문의 경우 상반기에만 해외 목표대비 35%의 달성률을 보이며 초과 달성을 기대했지만, 2분기 실적이 저조하면서 상반기 해외 목표대비 36%에 그쳤다. 결국 올해 해외 신규 수주의 키를 쥐고 있는 건 30억불 규모의 UAE POC 프로젝트이다. 이외에도 6.5억\$ 보츠나와 전력플랜트와 12억\$ 아프리카 가봉 정유플랜트가 가시권에 들어오고 있는 것으로 파악되고 있다.

>>> Point 3. 투자의견 BUY, TP 40,600원 유지

준공정산 효과를 제외한 2분기 주택마진 17.7%는 상당히 놀랍다. 주택 매출은 올해 3.4조, 내년에는 5조원까지 급증할 것으로 전망된다. 올해 수주에서도 전체 수주 대비 주택부문 수주 비중이 42.3% 달한다. 본격적인 주택 업사이클에 진입했다는 판단이다. 마지막 남은 관건은 해외부문으로 빠른 시일안에 라빅2와 PP12 등 현안 프로젝트들의 준공이 필요하다.

GS건설 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	2Q15	1Q16	2Q16P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	24,911	26,391	27,060	8.6%	2.5%	27,598	-1.9%	27,605	-2.0%
GPM	5.5%	4.8%	4.3%	-1.3%p	-0.6%p	5.5%	-1.2%p	5.2%	-1%p
영업이익	382	291	229	-40.1%	-21.4%	360	-36.4%	379	-39.6%
OPM	1.5%	1.1%	0.8%	-0.7%p	-0.3%p	1.3%	-0.5%p	1.4%	-0.5%p
세전이익	24	83	118	381.9%	42.1%	219	-46.3%	165	-28.7%
순이익	47	78	81	71.8%	3.9%	171	-52.6%	170	-52.3%

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	23,158	24,911	27,889	29,769	26,391	27,060	28,145	29,644	105,726	111,239	116,784
매출총이익률(%)	5.4	5.5	4.0	5.8	4.8	4.3	5.4	6.1	5.2	5.2	6.4
영업이익	200	382	109	530	291	229	388	504	1,221	1,412	2,726
영업이익률(%)	0.9	1.5	0.4	1.8	1.1	0.8	1.4	1.7	1.2	1.3	2.3
세전이익	220	24	202	-133	83	118	141	188	313	529	1,800
순이익	14	47	534	-301	78	81	110	147	295	416	1,404

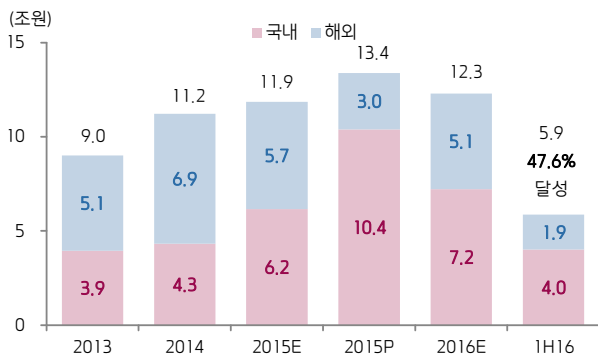
자료: GS건설, 키움증권

GS건설 해외 신규수주 파이프라인

프로젝트	지역	규모	내용
싱가폴 지하철 공사	아시아	1.7조원	수주
UAE POC 정유	중동	30억불	로이스트
아프리카 가봉 정유	아프리카	12억불	삼성물산이 디벨로퍼, 수익계약 협의 중
아프리카 보츠와나 전력 IPP	아프리카	7억불	Financing 단계

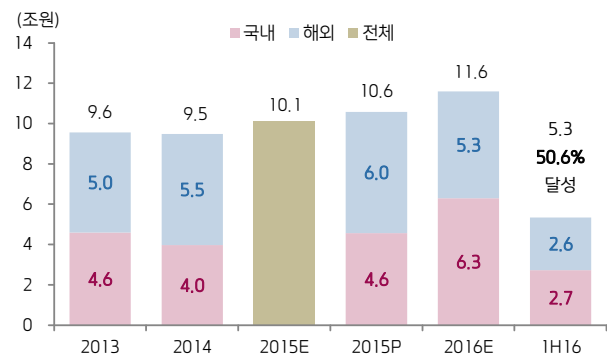
자료: GS건설, 키움증권

GS건설 2016년 신규수주 경영계획 및 현황



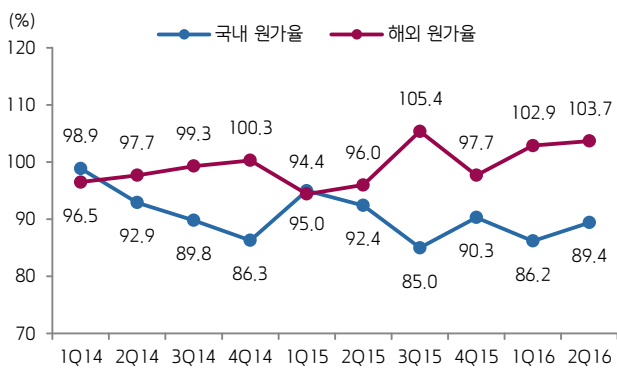
자료: GS건설, 키움증권

GS건설 2016년 매출 경영계획 및 현황



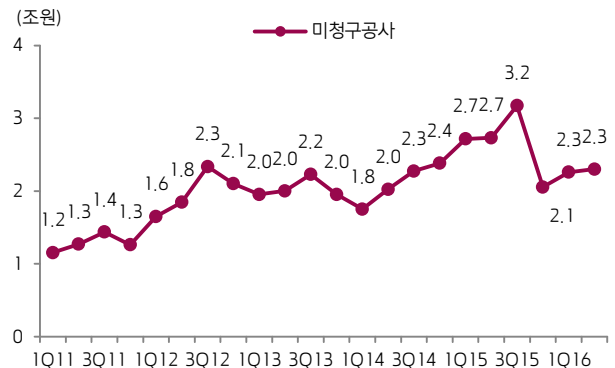
자료: GS건설, 키움증권

원가율 추이



자료: GS건설, 키움증권

미청구공사액 추이



자료: GS건설, 키움증권

GS건설 2016년 주택 분양 계획 및 실적

분양단지	시기	권역	지역	총 가구수	일반분양 (특별제외)	1순위 평균경쟁률	청약 결과
신반포자이	1월	서울	서초구	607	113	37.8:1	전 타입 1순위 청약 마감
천안시티자이	1월	지방	충청남도 천안	1,646	1,623	0.23:1	청약 미달(순위내 0.83:1)
은평스카이뷰자이	3월	서울	은평구	361	263	13.23:1	전 타입 1순위 청약 마감
마린시티자이	4월	지방	부산광역시	258	180	450.42:1	전 타입 1순위 청약 마감
킨텍스 원시티	4월	수도권	경기도 고양	2,038	1,949	5.23:1	전 타입 1순위 청약 마감
동탄파크자이	4월	수도권	경기도 화성	979	976	0.59:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.81:1)
거제센트럴자이	5월	지방	부산광역시	847	382	327.9:1	전 타입 1순위 청약 마감
동천자이2차	5월	수도권	경기도 용인	1,244	992	5.84:1	전 타입 1순위 청약 마감
스카이시티자이	5월	수도권	인천광역시	1,034	1,033	0.3:1	전 타입 순위내 청약 마감(2.23:1)
자이 더 익스프레스3차	5월	수도권	경기도 평택	2,323	2,303	0.47:1	청약 미달(순위내 1.31:1)
신동탄파크자이2차	6월	수도권	경기도 화성	376	375	0.90:1	전 타입 순위내 청약 마감(1.73:1)
백련산파크자이	6월	서울	은평구	678	283	2.42:1	전 타입 순위내 청약 마감(3.05:1)
답십리파크자이	6월	서울	동대문구	802	289	19.75:1	전 타입 1순위 청약 마감
원메이저(김해올하2지구)	6월	지방	경상남도 김해	708	645	9.61:1	전 타입 1순위 청약 마감
대연자이	8월	지방	부산광역시	965			
동탄레이크자이 더테라스	8월	수도권	경기도 화성	483			
청주 흥덕 지역주택조합사업	8월	지방	충청북도 청주	2,536			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

GS건설 프로젝트별 미청구공사와 대손충당금 공시 (단위: 백만원)

프로젝트	준공일	계약금액	잔고	진행률	미청구 공사	공사 미수금	미청구공사 /완성공사	(미청구공사 +미수금) /완성공사
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 2	2016.06.30	3,713,391	6,899	99.8	82,931	206,398	2.20%	7.80%
Rabigh II-CP3&4(OOK)	2016.06.30	1,048,201	53,312	94.9	127,291	62,812	12.80%	19.10%
Takreer Inter Refinery Pipeline-2 Project	2016.06.30	855,709	9,540	98.9	33,133	62,571	3.90%	11.30%
Ruwais Refinery Expansion Project-PKG 7	2016.06.30	685,974	4,542	99.3	3,201	36,227	0.50%	5.80%
UHV Plant Project	2016.06.30	675,515	38,852	94.3	4,768	7,356	0.70%	1.90%
KOC Wara Pressure Maintenance Project	2016.06.30	524,137	4,711	99.1	21,562	1,564	4.20%	4.50%
P8E C/R & Utility공사	2016.06.30	495,764	2,012	99.6	1,110	9,742	0.20%	2.20%
PP-12 복합화력발전소건설공사	2016.06.30	690,363	17,133	97.5	127,457	45	18.90%	18.90%
Marina South Parcel	2016.08.31	557,900	266,692	52.8		42,034	0.00%	14.40%
KNPC North LPG Tank Farm	2016.10.20	601,717	6,385	98.9	66,732	28,691	11.20%	16.00%
Rumailha/Shanayel Facilities Phase III	2016.11.13	763,395	379,283	50.3	85,564	13,397	22.30%	25.80%
NSRP Project	2016.11.22	1,420,001	131,906	90.7	10,417	17,245	0.80%	2.10%
한강센트럴자이	2017.01.31	571,283	222,282	64.7	717	62,084	0.20%	18.00%
ERC Refinery Project	2017.02.14	2,308,389	663,746	71.3	228,338	44,232	13.90%	16.60%
경희공자이	2017.06.30	516,937	278,105	46.9			0.00%	0.00%
당진4호기복합화력발전소및배수로건설공사	2017.06.30	612,963	198,599	67.6			0.00%	0.00%
Clean Fuels Project(MAA)	2018.03.10	1,619,420	1,247,675	23	5,076	61,656	1.40%	18.00%
Star Project(C)	2018.04.04	669,004	434,759	35	18,596	8,590	7.90%	11.60%
Bahrain LNGIT Project	2018.07.15	755,762	748,586	1	7,175		100.00%	100.00%
P10-Project	2018.08.31	472,260	434,737	8	10,580	9,386	28.20%	53.20%
Karbala Refinery Project	2018.11.27	2,563,148	2,019,924	21.2		151,001	0.00%	27.80%
Doha Link project	2018.12.31	632,756	486,492	23.1	26,449	17,998	18.10%	30.40%
보령 LNG Terminal Project	2019.07.22	486,084	148,051	69.5			0.00%	0.00%
안양열병합발전소2호기건설공사	2021.12.31	597,539	527,896	11.7			0.00%	0.00%
Thomson-East Coast Line Contract T301	2024.02.28	1,696,880	1,696,067	0.1	810		99.60%	99.60%
합계		25,534,492	10,028,186	60.7	861,907	843,029	5.60%	11.00%

자료: GS건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	94,876	105,726	111,239	116,784	118,696
매출원가	90,589	100,250	105,487	109,270	110,612
매출총이익	4,287	5,476	5,753	7,514	8,084
판매비및일반관리비	3,775	4,255	4,341	4,788	4,867
영업이익(보고)	512	1,221	1,412	2,726	3,218
영업이익(핵심)	512	1,221	1,412	2,726	3,218
영업외손익	-808	-908	-883	-926	-924
이자수익	598	425	440	430	447
배당금수익	3	6	7	6	7
외환이익	2,318	2,399	2,557	2,548	2,552
이자비용	1,160	1,189	985	1,023	1,023
외환손실	2,078	3,045	2,695	2,870	2,783
관계기업지분법손익	40	2,929	85	95	90
투자및기타자산처분손익	-32	-144	-54	-49	-51
금융상품평가및기타금융이익	292	-773	-161	33	-14
기타	-788	-1,516	-77	-96	-149
법인세차감전이익	-296	313	529	1,800	2,294
법인세비용	-72	18	113	396	505
유효법인세율 (%)	24.2%	5.9%	21.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	-225	295	416	1,404	1,789
지배주주지분순이익(억원)	-411	261	353	1,184	1,510
EBITDA	1,281	2,055	2,083	3,397	3,888
현금순이익(Cash Earnings)	545	1,129	1,087	2,074	2,460
수정당기순이익	-421	1,158	614	1,416	1,840
증감율(% YoY)					
매출액	-0.8	11.4	5.2	5.0	1.6
영업이익(보고)	흑전	138.6	15.7	93.1	18.0
영업이익(핵심)	흑전	138.6	15.7	93.1	18.0
EBITDA	흑전	60.4	1.3	63.1	14.5
지배주주지분 당기순이익	적지	흑전	35.3	235.9	27.5
EPS	적지	흑전	35.3	235.9	27.5
수정순이익	적지	흑전	-47.0	130.6	29.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	5,715	-78	-2,892	1,883	3,063
당기순이익	-225	295	416	1,404	1,789
감가상각비	616	694	533	533	533
무형자산상각비	154	140	137	137	137
외환손익	262	-160	-17	322	230
자산처분손익	131	474	274	49	51
지분법손익	-40	-2,929	-85	-95	-90
영업활동자산부채 증감	4,494	-1,368	-3,868	-631	-598
기타	322	2,776	-283	164	1,010
투자활동현금흐름	-3,345	5,079	-2,595	-2,081	-1,919
투자자산의 처분	-48	7,843	-1,125	-346	-493
유형자산의 처분	718	20	2	2	2
유형자산의 취득	-3,080	-2,271	-1,266	-1,266	-1,266
무형자산의 처분	-12	-24	0	0	0
기타	-923	-510	-196	-470	-162
재무활동현금흐름	352	-2,282	4,487	0	0
단기차입금의 증가	-5,260	-2,980	243	0	0
장기차입금의 증가	0	0	4,236	0	0
자본의 증가	5,484	0	0	0	0
배당금지급	-15	-11	0	0	0
기타	143	708	8	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,857	2,774	-978	-197	1,144
기초현금및현금성자산	18,655	21,512	24,286	23,308	23,111
기말현금및현금성자산	21,512	24,286	23,308	23,111	24,255
Gross Cash Flow	2,030	2,633	3,319	4,475	4,975
Op Free Cash Flow	2,560	-1,679	-3,355	900	1,316

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	86,529	95,495	94,674	97,606	100,210
현금및현금성자산	21,512	24,286	23,308	23,111	24,255
유동금융자산	5,922	6,318	7,325	7,263	7,622
매출채권및유동채권	42,965	44,697	42,904	45,043	45,781
재고자산	6,132	7,955	7,427	7,797	7,925
기타유동비금융자산	9,998	12,238	13,709	14,392	14,628
비유동자산	44,418	34,560	35,954	37,607	38,656
장기매출채권및기타비유동채권	827	633	697	732	744
투자자산	10,080	9,590	10,400	10,817	10,961
유형자산	24,560	13,385	13,984	14,715	15,446
무형자산	1,700	1,446	1,443	1,443	1,443
기타비유동자산	7,251	9,506	9,430	9,900	10,062
자산총계	130,947	130,055	130,627	135,213	138,866
유동부채	61,272	71,393	67,897	70,396	71,258
매입채무및기타유동채무	25,182	33,455	31,848	33,435	33,983
단기차입금	10,257	9,481	12,004	12,004	12,004
유동성장기차입금	4,827	5,384	5,752	5,752	5,752
기타유동부채	21,005	23,072	18,293	19,204	19,519
비유동부채	33,859	25,181	29,031	29,713	30,715
장기매입채무및비유동채무	1,361	1,626	206	217	220
사채및장기차입금	25,122	16,057	21,705	21,705	21,705
기타비유동부채	7,376	7,499	7,119	7,791	8,789
부채총계	95,131	96,575	96,928	100,109	101,973
자본금	3,550	3,550	3,550	3,550	3,550
주식발행초과금	5,581	5,581	5,581	5,581	5,581
이익잉여금	25,341	25,373	25,710	26,894	28,404
기타자본	-1,762	-1,661	-1,851	-1,851	-1,851
지배주주지분자본총계	32,709	32,843	32,990	34,174	35,684
비지배주주지분자본총계	3,107	637	710	929	1,209
자본총계	35,816	33,480	33,700	35,103	36,893
순차입금	18,708	11,049	16,153	16,351	15,207
총차입금	40,220	35,336	39,462	39,462	39,462

투자지표

(단위: 원, 배, %)

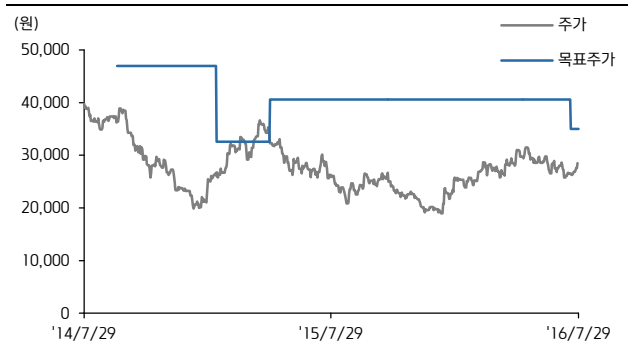
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-651	367	497	1,668	2,126
BPS	47,136	47,324	47,531	49,199	51,325
주당EBITDA	2,033	2,895	2,933	4,784	5,477
CFPS	9,066	-109	-4,073	2,652	4,314
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-35.7	53.8	57.4	17.1	13.4
PBR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	29.9	12.5	17.8	11.0	9.4
PCFR	26.9	12.4	18.6	9.8	8.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.5	1.2	1.3	2.3	2.7
영업이익률(핵심)	0.5	1.2	1.3	2.3	2.7
EBITDA margin	1.4	1.9	1.9	2.9	3.3
순이익률	-0.2	0.3	0.4	1.2	1.5
자기자본이익률(ROE)	-1.3	0.8	1.1	3.5	4.3
투자자본이익률(ROIC)	1.0	3.6	4.0	7.1	8.0
안정성(%)					
부채비율	265.6	288.5	287.6	285.2	276.4
순차입금비율	52.2	33.0	47.9	46.6	41.2
이자보상배율(배)	0.4	1.0	1.4	2.7	3.1
활동성(배)					
매출채권회전율	2.2	2.4	2.5	2.7	2.6
재고자산회전율	17.1	15.0	14.5	15.3	15.1
매입채무회전율	4.0	3.6	3.4	3.6	3.5

- 당사는 7월 28일 현재 'GS건설' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
GS건설 (006360)	2014/09/16	Buy(Initiate)	47,000원
	2014/10/22	Buy(Maintain)	47,000원
	2014/10/29	Buy(Maintain)	47,000원
	2015/01/20	Buy(Maintain)	47,000원
	2015/02/10	Buy(Maintain)	32,600원
	2015/02/23	Buy(Maintain)	32,600원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	40,600원
	2015/07/31	Buy(Maintain)	40,600원
	2015/10/29	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/01/28	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/19	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/25	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/04/28	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/06/10	Buy(Maintain)	40,600원
	2016/07/18	Buy(Maintain)	35,000원
	2016/07/29	Buy(Maintain)	35,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%