



BUY(Maintain)

목표주가: 40,000원

주가(4/26): 32,550원

시가총액: 23,111억원

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

Stock Data

KOSPI (4/26)	2,207.84pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	32,550원	23,650원
등락률	0.00%	37.63%
수익률	절대	상대
1W	4.2%	2.3%
1M	13.2%	3.3%
1Y	16.3%	6.3%

Company Data

발행주식수	71,000천주
일평균 거래량(3M)	449천주
외국인 지분율	15.20%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	48,251원
주요 주주	허창수 외18인
	국민연금공단
	9.91%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	105,726	110,356	117,495	118,971
보고영업이익	1,221	1,430	3,901	4,744
핵심영업이익	1,221	1,430	3,901	4,744
EBITDA	2,055	2,108	4,769	5,612
세전이익	313	213	1,639	3,149
순이익	295	-204	1,213	2,456
지배주주지분순이익	261	-258	1,274	2,547
EPS(원)	367	-363	1,795	3,588
증감률(%Y Y)	흑전	적전	흑전	99.9
PER(배)	53.8	-73.0	18.1	9.1
PBR(배)	0.4	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	12.5	14.6	6.6	4.6
보고영업이익률(%)	1.2	1.3	3.3	4.0
핵심영업이익률(%)	1.2	1.3	3.3	4.0
ROE(%)	0.8	-0.8	3.8	7.3
순부채비율(%)	33.0	33.5	22.7	6.2

Price Trend



☒ 1Q 실적 Review

GS건설 (006360)

믿음직한 주택, 해외 현안 PJT 준공만 남았다!



<장 후 실적발표> 1분기 매출액 2.7조원(YoY +3%), 영업이익 716억원(YoY 146%)을 기록했습니다. 해외 추가 원가 발생이 1,550억원에 달했지만, 주택부문 원가율이 77.4%를 기록하며 실적 개선을 견인했습니다. 왜 준공승인이 필요한지 다시 한 번 보여준 실적입니다. 상반기 중 현안 PJT는 준공될 것으로 예상되며, 계획대로 진행된다면, 하반기부터는 대형사 중 실적 모멘텀이 가장 강력할 것으로 판단됩니다.

>>> Point 1. 왜 준공승인이 필요한지 다시 한 번 보여준 실적

동사는 1분기 매출액 2조7,135억원(YoY +2.8%, QoQ -12.9%), 영업이익은 시장기대치에는 부합했지만, 전기 대비 원/달러 환율이 92원 하락하면서 영업외비용에 914원의 환손실이 반영돼 순이익은 적자전환했다. 영업이익은 2012년 이후 분기 최고치를 달성하며 5년만에 이익률 2%를 넘겼다. 해외 추가 원가 발생이 1,550억원에 달했지만, 주택부문 원가율이 77.4%를 기록하며 실적 개선을 견인했다. 해외 현장에서 작년 2분기 1,055억원, 3분기 1,575억원, 4분기 1,098억원, 올해 1분기 1,550억원까지 지속적인 손실이 발생하고 있다. 결국 준공이 필요하다.

>>> Point 2. 상반기 중으로 해외 현안 PJT 준공 기대

라빅 CP3&4 371억원, RRE 190억원, IRP2 120억원, Wara 186억원, NSRP 483억원, PP-12 200억원 등이 반영됐다. 당사가 현안 프로젝트로 파악하고 있는 총 8개 프로젝트 중 작년에 2개, 올해 1분기에 2개 총 4개의 프로젝트가 준공된 것으로 파악된다. 라빅 CP3&4는 총 7개 유닛 중 5개가 MC 승인을 받았고, NLTF는 총 10개 유닛 중 4개가 MC 승인을 받은 상태로 상반기 중 MC 승인이 완료될 전망이다. PP-12와 Wara 역시 상반기 중 준공될 전망이다.

>>> Point 3. 하반기부터는 강력한 실적개선 구간에 진입할 전망

현안 프로젝트의 준공효과로 상반기까지는 손실 반영이 있겠지만, 대규모 손실 없이 주택부문 이익으로 상쇄가 가능할 것으로 판단된다. 중요한 것은 계속 준공이 지연되었던 현안 프로젝트들이 하나씩 실제 준공되고 있다는 사실이다. 1) 주택 매출은 작년 3.1조원에서 올해 5조원까지 급증하고, 마진 역시 15% 수준을 유지할 것으로 전망되고, 2) 현재 부진한 해외 신규수주는 2분기부터 본격화될 것으로 예상되며, 3) 더불어 현안 PJT의 준공이 계획대로 진행된다면, 하반기부터는 대형사 중 실적 모멘텀이 가장 강력할 것으로 판단된다.

GS건설 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	1Q16	4Q16	1Q17P		당사 추정치		컨센서스	
	발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이	
매출액	26,391	31,154	27,140	2.8%	-12.9%	27,294	-0.6%	27,365
GPM	4.8%	5.1%	6.3%	1.4%p	1.2%p	5.7%	0.6%p	6.8%
영업이익	291	528	721	147.7%	36.5%	647	11.4%	705
OPM	1.1%	1.7%	2.7%	1.6%p	1%p	2.4%	0.3%p	2.6%
세전이익	83	218	-658	-894.9%	-401.2%	428	-253.6%	381
순이익	78	-173	-578	-839.9%	234.2%	334	-273.1%	300

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	26,391	27,064	25,747	31,154	27,140	28,503	29,333	32,519	110,356	117,495	118,971
매출총이익률(%)	4.8	4.3	3.4	5.1	6.3	6.1	7.0	6.9	4.4	6.6	7.3
영업이익	291	227	384	528	721	790	1,119	1,271	1,430	3,901	4,744
영업이익률(%)	1.1	0.8	1.5	1.7	2.7	2.8	3.8	3.9	1.3	3.3	4.0
세전이익	83	118	-205	218	-658	592	598	1,106	213	1,639	3,149
순이익	78	77	-187	-173	-578	462	467	863	-204	1,213	2,456

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 해외 현안 프로젝트 손실 반영 현황 (단위: 억원, 4분기 말 기준)

현장명	수주일자	완공예정일	수주 총액	진행률	미청구 공사	공사 미수금	3Q16 손실	4Q16 손실	1Q17 손실
Takreer Inter Refinery Pipeline-2 Project	2010-09-16	PAC 수령	8,537	100.0%	414	982			120
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 7	2009-12-14	PAC 수령	6,856	100.0%	225	376			
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 2	2009-12-14	PAC 수령	37,096	100.0%	707	2,332	450		190
Rabigh II Project UO1(IK)	2012-06-25	2017-01-15	3,110	100.0%					
Rabigh II Project UO1(OOK)	2012-06-25	2017-01-15	3,790	96.9%					
UHV Plant Project	2012-10-01	2017-01-25	6,840	98.8%	266	18		142	
Azzour 송수시설공사	2011-10-27	2017-04-06	1,996	96.5%			120		
Rabigh II CP3&4(IK)	2012-06-25	2017-06-30	3,818	97.5%					
Rabigh II CP3&4(OOK)	2012-06-25	2017-06-30	10,597	98.6%	610	593	300	592	371
PP-12 복합화력발전소건설공사	2012-05-16	2017-06-30	6,973	96.8%	1,275	6,09	95		200
NSRP Project	2013-07-22	2017-06-30	14,386	99.7%	413	281			483
KNPC North LPG Tank Farm	2011-04-10	2017-06-30	6,031	96.9%	167	122	350	364	
KOC Wara Pressure Maintenance Project	2011-09-15	2017-06-30	5,754	99.6%	767	16	260		186
합계							1,575	1,098	1,550

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 해외 신규수주 주요 파이프라인

프로젝트	지역	규모	내용
UAE POC 정유	중동	25억불	* 최초 약 30억불 규모였으나, 25억불로 가격 재산정 - 환율 등의 영향에 따라 상업입찰만 재입찰 - 기술입찰은 재입찰이 없었음, work scope는 그대로 진행 * RRE2가 마무리되면서 의미있는 재협상이 진행 중(RRE2와 같은 산업단지)이었으나, RRE 현장의 화재로 인해 우선순위에서 뒤로 밀림
UAE RREW	중동	8억불	* 발주처와 early work 협의 중, 계약은 최종 마무리 단계
보츠와나 Morupule 전력 IPP	아프리카	6.5억불	* EPC 계약 완료, 3월 금융 협상 마무리 예상 * 정부 승인 후 국회 승인만 되면 바로 계약 가능
가봉 정유	아프리카	15억불	* 삼성물산이 디벨로퍼, 수의계약 협의 중, 동사 지분 10% 수준 투입 * 대선 및 국가 혼란으로 지연 * 삼성물산에서 추가 투자 모집 중 * 최근 삼성그룹 문제로 지연 중
투르크매니스탄 De-waxing 정유	아시아	5억불	* 최근 투르크매니스탄 정부에서 동 프로젝트에 대해 우선적으로 추진해달라는 의향을 국내 수출입은행에 보낸 상황, 빠른 진전이 가능할 것으로 전망 * 수출입은행 파이낸싱 LOA 받고 진행 중
바레인 Bapco 정유	중동	50억불	* GS 건설-JGC 컨소시엄 (4개 컨소시엄 경쟁) - 최초 EPC 업체는 JGC로 리밸핑하고 증설하는 프로젝트 - 파이낸싱은 일본 마루베니 상사가 일본계 ECA 자금 조달 예정, 일본 측 EDCF 사용 * 4월말 발주처의 revised proposal 제출 요청에 따라 4개 컨소시엄 모두 제출 * 4월 중순 파이낸싱 PT: 일본 수출입은행은 직접대출이 가능해 상대적으로 유리 * 5월 중에는 short list 발표 전망
오만 Duqm 정유	중동	60억불	* phase1 40억불, phase2 20억불: GS 건설-JGC-사이펨 컨소시엄
싱가포르 항만, 메트로	아시아		* 입찰 진행 중
알제리 가스처리시설	아프리카		* 입찰 준비 중
기타			* 동남아, 인도네시아, 베트남, 태국, 방글라데시 등 정유 플랜트 및 인프라, 수의계약 다수 * 이란發 프로젝트: 달러 거래가 허용되는 시점 이후로 기대

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 2017년 신규 분양 현황

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	1	방배아트자이	서울	353	85	9.84:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	1	율하자이힐스테이트	지방	1,245	1,152	1.60:1	전 탑입 순위내 청약 마감(1.76:1)
GS건설	2	서청주파크자이	지방	1,495	1,452	3.08:1	전 탑입 순위내 청약 마감(3.16:1)
GS건설	2	복수센트럴자이	지방	1,102	834	2.79:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	2	자이더빌리지	수도권	525	525	32.71:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	2	오산시티자이2차	수도권	1,090	1,088	0.13:1	청약 미달(순위내 0.23:1)
GS건설	3	고덕신도시자연&자이	수도권	755	249	28.77:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	3	홍덕파크자이	지방	2,529	635	0.10:1	청약 미달(순위내 0.10:1)
GS건설	5	일광자이푸르지오	지방	1,547			
GS건설	5	그랑시티자이 2차	수도권	2,872			
GS건설	5	한강메트로자이	수도권	2,964			
GS건설	6	가재울6구역재개발	서울	1,047			
GS건설	6	신반포6차재건축	서울	757			
GS건설	6	신길12구역재개발	서울	1,008			
GS건설	9	염리3구역주택재개발	서울	1,671			
GS건설	9	신봉 1-2지구	수도권	789			
GS건설	9	다산 진건	수도권	967			
GS건설	9	수원 고등	수도권	4,076			
GS건설	10	부산광안1구역재건축	지방	971			
GS건설	11	안양소곡지구주택재개발사업	수도권	1,394			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	105,726	110,356	117,495	118,971	119,237
매출원가	100,250	105,474	109,775	110,301	110,147
매출총이익	5,476	4,882	7,720	8,670	9,090
판매비 및 일반관리비	4,255	3,453	3,819	3,926	4,018
영업이익(보고)	1,221	1,430	3,901	4,744	5,072
영업이익(핵심)	1,221	1,430	3,901	4,744	5,072
영업외손익	-908	-1,216	-2,262	-1,595	-1,542
이자수익	425	449	523	654	780
배당금수익	6	46	26	36	31
외환이익	2,399	2,737	2,697	2,404	2,257
이자비용	1,189	1,265	1,386	1,386	1,386
외환손실	3,045	2,511	2,641	2,376	2,309
관계기업지분법손익	2,929	30	104	67	86
투자및기타자산처분손익	-144	-123	-83	-103	-93
금융상품평가및기타금융이익	-773	-218	5	-56	24
기타	-1,516	-363	-1,507	-835	-932
법인세차감전이익	313	213	1,639	3,149	3,530
법인세비용	18	418	426	693	777
유효법인세율 (%)	5.9%	195.7%	26.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	295	-204	1,213	2,456	2,753
지배주주지분순이익(억원)	261	-258	1,274	2,547	2,855
EBITDA	2,055	2,108	4,769	5,612	5,940
현금순이익(Cash Earnings)	1,129	473	2,081	3,324	3,621
수정당기순이익	1,158	-530	1,283	2,581	2,807
증감율(% YoY)					
매출액	11.4	4.4	6.5	1.3	0.2
영업이익(보고)	138.6	17.1	172.8	21.6	6.9
영업이익(핵심)	138.6	17.1	172.8	21.6	6.9
EBITDA	60.4	2.5	126.3	17.7	5.8
지배주주지분 당기순이익	흑전	적전	흑전	99.9	12.1
EPS	흑전	적전	흑전	99.9	12.1
수정순이익	흑전	적전	흑전	101.1	8.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-78	812	6,550	8,158	8,533
당기순이익	295	-204	1,213	2,456	2,753
감가상각비	694	579	769	769	769
무형자산상각비	140	99	100	100	100
외환손익	-160	-633	-56	-28	52
자산처분손익	474	83	83	103	93
지분법손익	-2,929	-30	-104	-67	-86
영업활동자산부채 증감	-1,368	-1,719	-1,961	-1,356	-1,521
기타	2,776	2,638	6,507	6,182	6,373
투자활동현금흐름	5,079	-2,487	-3,102	-2,647	-2,556
투자자산의 처분	7,843	-1,214	-1,393	-1,419	-1,431
유형자산의 처분	20	45	148	148	148
유형자산의 취득	-2,271	-791	-1,251	-1,251	-1,251
무형자산의 처분	-24	-150	0	0	0
기타	-510	-391	-606	-125	-23
재무활동현금흐름	-2,282	782	0	0	0
단기차입금의 증가	-2,980	-1,063	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-8	0	0	0
기타	708	1,853	0	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,774	-723	3,449	5,512	5,977
기초현금및현금성자산	21,512	24,286	23,563	27,012	32,524
기말현금및현금성자산	24,286	23,563	27,012	32,524	38,500
Gross Cash Flow	2,633	3,461	9,311	10,126	10,501
Op Free Cash Flow	-1,679	-3,351	544	1,962	2,053

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	95,495	97,365	105,783	113,642	121,135
현금및현금성자산	24,286	23,563	27,012	32,524	38,500
유동금융자산	6,318	5,591	6,409	7,717	9,135
매출채권및유동채권	44,697	47,770	50,260	51,193	51,156
재고자산	7,955	8,253	8,813	8,910	8,937
기타유동비금융자산	12,238	12,188	13,289	13,298	13,407
비유동자산	34,560	36,401	37,972	38,562	38,942
장기매출채권및기타비유동채권	633	750	799	809	811
투자자산	9,590	14,564	15,147	15,267	15,289
유형자산	13,385	9,781	10,115	10,449	10,783
무형자산	1,446	1,936	1,936	1,936	1,936
기타비유동자산	9,506	9,369	9,975	10,100	10,123
자산총계	130,055	133,766	143,755	152,203	160,077
유동부채	71,393	72,250	75,258	76,249	76,245
매입채무및기타유동채무	33,455	38,684	39,081	40,610	40,174
단기차입금	9,481	10,271	10,271	10,271	10,271
유동성장기차입금	5,384	4,586	4,586	4,586	4,586
기타유동부채	23,072	18,709	21,320	20,782	21,214
비유동부채	25,181	27,984	34,314	39,315	44,439
장기매입채무및비유동채무	1,626	345	367	372	373
사채및장기차입금	16,057	17,803	17,803	17,803	17,803
기타비유동부채	7,499	9,836	16,143	21,140	26,263
부채총계	96,575	100,234	109,571	115,564	120,684
자본금	3,550	3,550	3,550	3,550	3,550
주식발행초과금	5,581	5,581	5,581	5,581	5,581
이익잉여금	25,373	25,042	26,316	28,864	31,719
기타자본	-1,661	-1,385	-1,946	-1,946	-1,946
지배주주지분자본총계	32,843	32,788	33,501	36,048	38,903
비지배주주지분자본총계	637	744	682	591	489
자본총계	33,480	33,532	34,183	36,640	39,393
순차입금	11,049	11,219	7,770	2,259	-3,718
총차입금	35,336	34,782	34,782	34,782	34,782

투자지표

(단위: 원, 배, %)

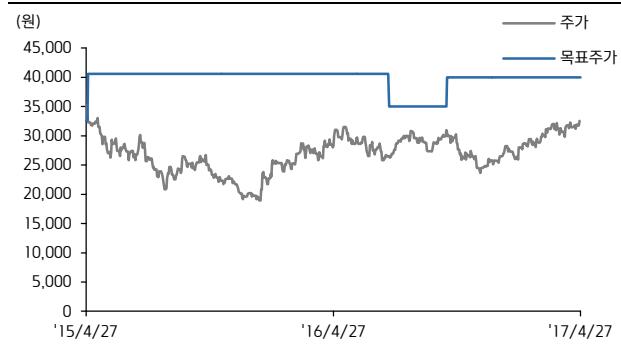
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	367	-363	1,795	3,588	4,021
BPS	47,324	47,247	48,251	51,839	55,860
주당EBITDA	2,895	2,968	6,717	7,905	8,366
CFPS	-109	1,144	9,226	11,491	12,018
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	53.8	-73.0	18.1	9.1	8.1
PBR	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.5	14.6	6.6	4.6	3.3
PCFR	12.4	39.7	11.1	7.0	6.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	1.3	3.3	4.0	4.3
영업이익률(핵심)	1.2	1.3	3.3	4.0	4.3
EBITDA margin	1.9	1.9	4.1	4.7	5.0
순이익률	0.3	-0.2	1.0	2.1	2.3
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	3.8	7.3	7.6
투하자본이익률(ROIC)	3.6	-5.4	11.4	14.1	14.9
안정성(%)					
부채비율	288.5	298.9	320.5	315.4	306.4
순차입금비율	33.0	33.5	22.7	6.2	-9.4
이자보상배율(배)	1.0	1.1	2.8	3.4	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3
재고자산회전율	15.0	13.6	13.8	13.4	13.4
매입채무회전율	3.6	3.1	3.0	3.0	3.0

- 당사는 4월 26일 현재 'GS건설' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
GS건설 (006360)	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
	2016/10/12	Buy(Maintain)	40,000원
	2016/10/27	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/01/18	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/01/26	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/03/06	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/04/17	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/04/27	Buy(Maintain)	40,000원

목표주가 추이



투자의견 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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%