



Outperform(Downgrade)

목표주가: 40,000원

주가(7/26): 33,950원

시가총액: 24,255억원

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

Stock Data

KOSPI (7/26)	2,434.51pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	34,600원	23,650원
등락률	-1.88%	43.55%
수익률	절대	상대
1M	14.7%	12.5%
6M	21.3%	3.8%
1Y	23.0%	2.4%

Company Data

발행주식수	71,445천주
일평균 거래량(3M)	730천주
외국인 지분율	13.27%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	46,639원
주요 주주	허창수 외18인
	28.76%
	국민연금공단
	10.39%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	110,356	119,779	122,387	122,642
보고영업이익	1,430	4,045	5,791	6,031
핵심영업이익	1,430	4,045	5,791	6,031
EBITDA	2,108	4,644	6,390	6,630
세전이익	213	1,176	4,265	4,794
순이익	-204	323	3,327	3,740
지배주주지분순이익	-258	303	3,233	3,644
EPS(원)	-363	424	4,525	5,100
증감률(%Y Y)	적전	흑전	966.3	12.7
PER(배)	-73.0	80.0	7.5	6.7
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	14.6	8.3	5.1	3.6
보고영업이익률(%)	1.3	3.4	4.7	4.9
핵심영업이익률(%)	1.3	3.4	4.7	4.9
ROE(%)	-0.8	0.9	9.5	9.7
순부채비율(%)	33.5	40.6	20.5	-3.2

Price Trend



☑ 2Q 실적 Review

GS건설 (006360)

해외 신규수주가 필요한 시점



<장 후 실적발표> 2분기 매출액 2조 9,944억원(YoY +11%), 영업이익 860억원(YoY +280%)으로 시장기대치를 7% 상회하는 양호한 실적을 기록했습니다. 하반기에는 주택부문 안정적인 마진 흐름이 유지되고, 해외부문이 개선되면서 대형사 중 실적 모멘텀이 가장 강력할 것으로 판단됩니다. 다만, 바레인 밥코 수주를 실패할 경우 해외수주 목표 달성을 어려움을 겪을 수 있어 모니터링이 필요하다는 판단입니다.

>> Point 1. 하반기부터는 강력한 실적개선 구간에 진입할 전망

동사는 2분기 매출액 2조 9,944억원(YoY +10.6%, QoQ +10.9%), 영업이익 860억원(YoY +279.5%, QoQ +45.8%)으로 시장기대치를 7% 상회하는 양호한 실적을 기록했다. 이러한 흐름은 하반기까지 이어질 전망이다. 다만, 준공후 미분양 물량인 울산 센트럴자이 상가와 수원 권선 아파트를 할인 판매하면서 485억원이 영업외비용으로 반영돼 순이익이 기대치에 미치지 못한 부분은 아쉽다. 해외 현장에서도 작년 2분기 1,055억원, 3분기 1,575억원, 4분기 1,098억원, 올해 1분기 1,550억원, 2분기 1,055억원까지 지속적인 손실이 발생하고 있다. 사우디 라빅은 7개 유닛이 MC승인을 모두 받으며 끝났지만 나머지 현장의 준공이 필요하다.

>> Point 2. 해외 현안 프로젝트는 연내 마무리 가능할 전망

2분기에 라빅 CP3&4 406억원, KNPC NLTF408억원, Wara 241억원, 삼척그린파워 234억원 등이 반영됐다. 당사가 현안 프로젝트로 파악하고 있는 총 9개 프로젝트 중 6개 현장이 준공됐다. 남은 현장은 1) JV 주관사인 BEMCO와 발주처 사이 문제로 MC승인이 지연되던 PP-12 현장은 6월 협상이 마무리되면서 각자 비용을 투입해 마무리 중으로 연내 중공이 가능할 전망이다. 2) KNPC NLTF 현장은 총 10개 유닛 중 4개가 MC 승인을 받은 상태로 8월 준공예정이다. 3) KOC Wara는 4월 준공 후 가동중이며 feedstock 문제로 발주처와 협의 중이다. 대부분 연내 마무리 가능한 것으로 파악되며, 3분기부터는 추가 손실에 대한 규모가 크지 않을 전망이다.

>> Point 3. 해외 신규수주가 필요한 시점

하반기에는 주택부문 안정적인 마진 흐름이 유지되고, 해외부문이 개선되면서 대형사 중 실적 모멘텀이 가장 강력할 것으로 판단된다. 상반기 16,136세대를 분양하며 8월 종합 가계부채 대책 이후 주택공급에 대한 부담이 적다는 점도 상당히 긍정적이다. 다만, 바레인 밥코 수주를 실패할 경우 해외수주 목표 달성을 어려움을 겪을 수 있어 모니터링이 필요하다.

GS건설 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	1Q16	4Q16	1Q17P		당사 추정치		컨센서스	
	발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이	
매출액	27,064	27,009	29,940	10.6%	10.9%	27,734	8.0%	29,325 2.1%
GPM	4.3%	5.8%	6.3%	2.1%p	0.5%p	6.1%	0.2%p	6.7% -0.4%p
영업이익	227	590	860	279.5%	45.8%	792	8.6%	804 6.9%
OPM	0.8%	2.2%	2.9%	2%p	0.7%p	2.9%	0%p	2.7% 0.1%p
세전이익	118	-784	199	69.1%	-125.3%	774	-74.3%	684 -70.9%
순이익	77	-674	115	47.9%	-117.0%	649	-82.3%	562 -79.6%

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	2,639	2,706	2,575	3,115	2,701	2,994	3,038	3,245	11,036	11,978	12,239
(국내)	1,217	1,505	1,498	1,846	1,870	2,079	2,083	2,172	6,066	8,204	8,547
(해외)	1,422	1,201	1,077	1,269	831	915	955	1,073	4,969	3,774	3,692
인프라(토목)	337	364	305	377	292	344	308	386	1,383	1,330	1,313
플랜트	1,170	987	891	1,060	684	759	831	843	4,108	3,118	3,183
전력	178	157	126	201	155	185	152	196	662	688	567
건축/주택	939	1,180	1,237	1,458	1,550	1,685	1,726	1,799	4,814	6,760	7,091
매출원가율	95.2	95.7	96.6	94.9	94.2	93.7	93.3	92.2	95.6	93.3	92.0
(국내)	86.2	89.4	86.6	89.2	82.9	86.8	86.5	86.7	88.0	85.8	86.6
(해외)	102.9	103.7	110.6	103.3	119.5	109.3	108.0	103.5	104.9	109.6	104.4
인프라(토목)	96.4	93.8	97.9	94.3	93.5	92.9	95.7	96.4	95.5	94.7	95.1
플랜트	104.7	105.9	113.2	106.0	123.2	112.3	110.1	106.4	107.2	112.5	105.2
전력	90.8	116.0	103.6	102.8	105.6	111.2	115.5	107.0	102.8	109.7	107.2
건축/주택	83.5	85.0	83.7	86.0	80.4	83.4	82.7	83.1	84.7	82.4	84.1
매출총이익률(%)	4.8	4.3	3.4	5.1	5.8	6.3	6.7	7.8	4.4	6.7	8.0
영업이익	29	23	38	53	59	86	109	151	143	405	579
영업이익률(%)	1.1	0.8	1.5	1.7	2.2	2.9	3.6	4.6	1.3	3.4	4.7
세전이익	8	12	-21	22	-78	20	52	124	21	118	427
순이익	8	8	-19	-17	-67	11	28	61	-20	32	333

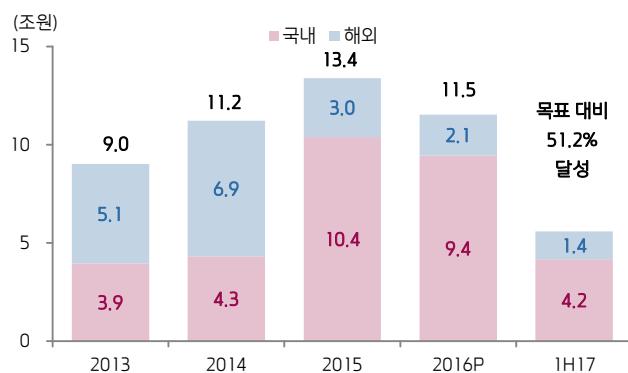
자료: GS건설, 키움증권

GS건설 해외 현안 프로젝트 손실 반영 현황 (단위: 억원, 1분기 말 기준)

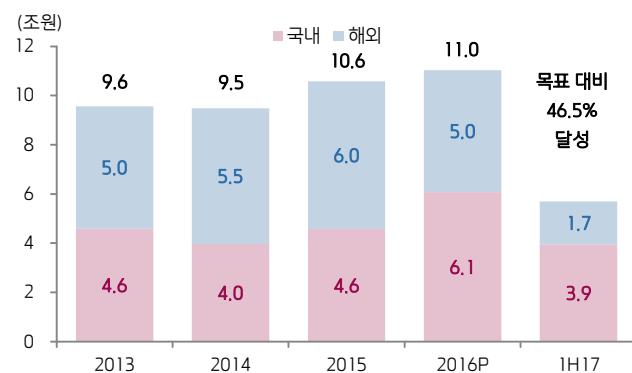
현장명	수주일자	완공예정일	수주총액	진행률	미청구공사	공사미수금	3Q16 손실	4Q16 손실	1Q17 손실	2Q17 손실
Refinery Pipeline-2 Project	2010-09-16	PAC 수령	8,537	100.0%					120	
RRE PKG 7	2009-12-14	PAC 수령	6,856	100.0%					450	
RRE PKG 2	2009-12-14	PAC 수령	37,096	100.0%					190	
UHV Plant Project	2012-10-01	2017-01-25	6,840	99.6	322	17		142		
Azzour 송수시설공사	2011-10-27	2017-04-06	1,995	98.4%			120			
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	100.0%						
Rabigh II CP3&4(IK)	2012-06-25	2017-06-30	3,818	98.5%						
Rabigh II CP3&4(OOK)	2012-06-25	2017-06-30	10,597	99.6						406
PP-12 복합화력발전소건설공사	2012-05-16	2017-06-30	6,973	96.9	1,169	0	95		200	
NSRP Project	2013-07-22	2017-06-30	14,386	99.8%	206	55			483	
KNPC North LPG Tank Farm	2011-04-10	2017-06-30	6,031	99.2	224	84	350	364		408
KOC Wara	2011-09-15	2017-06-30	5,754	99.8	721	15	260		186	241
합계							1,575	1,098	1,550	1,055

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 수주 추이 및 목표 달성을 현황



GS건설 매출 추이 및 목표 달성을 현황



자료: GS건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	105,726	110,356	119,779	122,387	122,642
매출원가	100,250	105,474	111,746	112,557	112,319
매출총이익	5,476	4,882	8,033	9,830	10,323
판매비및일반관리비	4,255	3,453	3,988	4,039	4,292
영업이익(보고)	1,221	1,430	4,045	5,791	6,031
영업이익(핵심)	1,221	1,430	4,045	5,791	6,031
영업외손익	-908	-1,216	-2,869	-1,526	-1,237
이자수익	425	449	402	485	634
배당금수익	6	46	30	38	34
외환이익	2,399	2,737	3,782	2,912	3,006
이자비용	1,189	1,265	1,486	1,486	1,486
외환손실	3,045	2,511	3,605	2,731	2,968
관계기업지분법손익	2,929	30	77	54	66
투자및기타자산처분손익	-144	-123	-154	-139	-146
금융상품평가및기타금융이익	-773	-218	673	278	526
기타	-1,516	-363	-2,589	-937	-902
법인세차감전이익	313	213	1,176	4,265	4,794
법인세비용	18	418	852	938	1,055
유효법인세율 (%)	5.9%	195.7%	72.5%	22.0%	22.0%
당기순이익	295	-204	323	3,327	3,740
지배주주지분순이익(억원)	261	-258	303	3,233	3,644
EBITDA	2,055	2,108	4,644	6,390	6,630
현금순이익(Cash Earnings)	1,129	473	922	3,926	4,338
수정당기순이익	1,158	-530	-244	3,218	3,444
증감율(% YoY)					
매출액	11.4	4.4	8.5	2.2	0.2
영업이익(보고)	138.6	17.1	182.9	43.2	4.1
영업이익(핵심)	138.6	17.1	182.9	43.2	4.1
EBITDA	60.4	2.5	120.3	37.6	3.8
지배주주지분 당기순이익	흑전	적전	흑전	966.3	12.7
EPS	흑전	적전	흑전	966.3	12.7
수정순이익	흑전	적전	적지	흑전	7.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-78	812	1,150	7,782	10,795
당기순이익	295	-204	323	3,327	3,740
감가상각비	694	579	521	521	521
무형자산상각비	140	99	78	78	78
외환손익	-160	-633	-167	-181	-38
자산처분손익	474	83	-159	139	146
지분법손익	-2,929	-30	-77	-54	-66
영업활동자산부채 증감	-1,368	-1,719	-7,337	-3,808	-1,462
기타	2,776	2,638	7,968	7,761	7,877
투자활동현금흐름	5,079	-2,487	-1,763	-1,746	-2,022
투자자산의 처분	7,843	-1,214	-1,036	-1,650	-2,116
유형자산의 처분	20	45	227	227	227
유형자산의 취득	-2,271	-791	-113	-113	-113
무형자산의 처분	-24	-150	0	0	0
기타	-510	-391	-827	-210	-21
재무활동현금흐름	-2,282	782	1,027	0	0
단기차입금의 증가	-2,980	-1,063	1,232	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	-206	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,774	-723	119	6,036	8,773
기초현금및현금성자산	21,512	24,286	23,563	23,683	29,719
기말현금및현금성자산	24,286	23,563	23,683	29,719	38,492
Gross Cash Flow	2,633	3,461	8,803	11,732	12,121
Op Free Cash Flow	-1,679	-3,351	-5,738	1,195	3,728

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	95,495	97,365	101,192	111,541	123,505
현금및현금성자산	24,286	23,563	23,683	29,719	38,492
유동금융자산	6,318	5,591	5,681	7,129	9,234
매출채권및유동채권	44,697	47,770	48,889	51,208	52,188
재고자산	7,955	8,253	8,985	9,166	9,192
기타유동비금융자산	12,238	12,188	13,954	14,319	14,398
비유동자산	34,560	36,401	40,719	40,522	39,930
장기매출채권및기타비유동채권	633	750	724	740	741
투자자산	9,590	14,564	19,493	19,705	19,726
유형자산	13,385	9,781	8,992	8,357	7,722
무형자산	1,446	1,936	1,851	1,851	1,851
기타비유동자산	9,506	9,369	9,659	9,869	9,890
자산총계	130,055	133,766	141,912	152,064	163,435
유동부채	71,393	72,250	81,915	82,420	84,148
매입채무및기타유동채무	33,455	38,684	39,840	40,525	41,960
단기차입금	9,481	10,271	13,327	13,327	13,327
유동성장기차입금	5,384	4,586	10,372	10,372	10,372
기타유동부채	23,072	18,709	18,376	18,196	18,490
비유동부채	25,181	27,984	26,708	33,028	38,932
장기매입채무및비유동채무	1,626	345	212	217	218
사채및장기차입금	16,057	17,803	10,795	10,795	10,795
기타비유동부채	7,499	9,836	15,701	22,016	27,920
부채총계	96,575	100,234	108,623	115,448	123,080
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	25,314	28,547	32,191
기타자본	-1,661	-1,385	-1,882	-1,882	-1,882
지배주주지분자본총계	32,843	32,788	32,563	35,796	39,440
비지배주주지분자본총계	637	744	725	819	915
자본총계	33,480	33,532	33,288	36,615	40,355
순차입금	11,049	11,219	13,530	7,494	-1,279
총차입금	35,336	34,782	37,213	37,213	37,213

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	367	-363	424	4,525	5,100
BPS	47,324	47,247	46,639	51,164	56,264
주당EBITDA	2,895	2,968	6,500	8,944	9,279
CFPS	-109	1,144	1,610	10,893	15,110
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	53.8	-73.0	80.0	7.5	6.7
PBR	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.5	14.6	8.3	5.1	3.6
PCFR	12.4	39.7	26.3	6.2	5.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	1.3	3.4	4.7	4.9
영업이익률(핵심)	1.2	1.3	3.4	4.7	4.9
EBITDA margin	1.9	1.9	3.9	5.2	5.4
순이익률	0.3	-0.2	0.3	2.7	3.0
자기자본이익률(ROE)	0.8	-0.8	0.9	9.5	9.7
투하자본이익률(ROIC)	3.6	-5.4	4.3	16.1	16.6
안정성(%)					
부채비율	288.5	298.9	326.3	315.3	305.0
순차입금비율	33.0	33.5	40.6	20.5	-3.2
이자보상배율(배)	1.0	1.1	2.7	3.9	4.1
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4
재고자산회전율	15.0	13.6	13.9	13.5	13.4
매입채무회전율	3.6	3.1	3.1	3.0	3.0

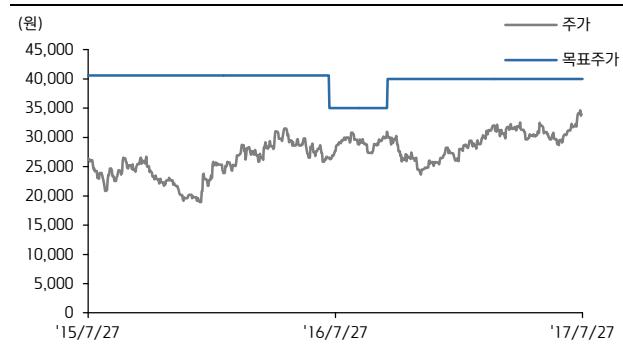
Compliance Notice

- 당사는 7월 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

종목명	일자	투자의견	목표주가
GS건설 (006360)	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
	2017/06/20	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/07/19	Buy(Maintain)	40,000원
	2017/07/27	Outperform(Downgrade)	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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%