



## BUY(Maintain)

목표주가: 40,000원  
주가(10/26): 28,750원

시가총액: 20,413억원

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

## Stock Data

KOSPI (10/26)	2,013.89pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	31,500원
등락률	-8.73%
수익률	절대
1W	0.5%
1M	2.7%
1Y	19.5%
	상대
	2.2%
	3.0%
	21.6%

## Company Data

발행주식수	71,000천주
일평균 거래량(3M)	388천주
외국인 지분율	16.59%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	47,052원
주요 주주	허창수 외19인
	국민연금공단
	29.02%
	6.60%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	94,876	105,726	107,508	112,372
보고영업이익	512	1,221	1,137	1,755
핵심영업이익	512	1,221	1,137	1,755
EBITDA	1,281	2,055	1,876	2,517
세전이익	-296	313	131	624
순이익	-225	295	74	487
지배주주지분순이익	-411	261	44	483
EPS(원)	-651	367	62	681
증감률(%Y Y)	적지	흑전	-83.1	997.8
PER(배)	N/A	53.8	463.8	42.2
PBR(배)	0.5	0.4	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	29.9	12.5	18.1	12.5
보고영업이익률(%)	0.5	1.2	1.1	1.6
핵심영업이익률(%)	0.5	1.2	1.1	1.6
ROE(%)	-1.3	0.8	0.1	1.5
순부채비율(%)	52.2	33.0	38.6	30.3

## Price Trend



## ☑ 3Q 실적 Review

## GS건설 (006360)

## 내년 상반기까지 실적 변동성이 커지는 국면



〈장 후 실적발표〉 3분기 매출액 2,6조원(YoY -7.7%), 영업이익 384억원(YoY +252.7%)으로 시장기대치를 크게 하회했습니다. 해외에서만 2분기 1,055억원, 3분기 1,575억원이 반영됐습니다. 대규모 비용 반영에도 19.7%라는 놀라운 주택부문 마진을 기록하면서 영업적자는 면했습니다. 주택은 본격적인 업사이클에 진입했습니다. 현안 PJT의 준공이 예정대로 진행되고, 양질의 해외수주의 회복이 관건입니다.

## &gt;&gt; Point 1. 내년 상반기까지 실적 변동성이 커지는 국면

동사는 3분기 매출액 2조 5,747억원(YoY -7.7%, QoQ -4.9%), 영업이익 384억원(YoY +252.7%, QoQ +69.4%)으로 시장기대치를 크게 하회했다. 지난 분기와 마찬가지로 당초 예상보다 큰 규모의 손실이 반영됐다. UAE RRE2 450억원, 쿠웨이트 Wara 260억원, LPG Tank Farm 350억원, Azzour 송수시설공사 120억원, 사우디 Rabigh 300억원, PP12 95억원이 반영됐고, 국내 삼척그린파워 현장에서 119억원이 반영됐다. 해외 현장에서만 2분기 1,055억원에 이어 3분기 1,575억원이 반영된 셈이다. 지난 분기 대규모 손실반영 현장에서 지속적인 추가 손실이 발생하고 있다는 점은 상당히 아쉽다. 대규모 비용 반영에도 불구하고 19.7%라는 놀라운 주택부문 마진을 기록하면서 영업적자는 면했다. 반면, 영업외에서 환손실이 약 500억원의 환손실이 발생하면서 순이익은 적자를 기록했다. 올해 말과 내년 초까지 현안 프로젝트의 준공이 예정되어 있기 때문에 여전히 4분기와 내년 상반기까지 실적 변동성이 커지는 국면이다.

## &gt;&gt; Point 2. 양질의 해외 신규 수주가 필요하다!

해외부문에서 큰 손실을 기록 중이지만, 양질의 해외 신규수주는 필요하다. 현재 보츠와나 발전플랜트(7억불)와 UAE POC(30억불)가 연내 가시권에 들어와 있는 것으로 파악된다. 올해 연말부터는 베트남 사업도 진행될 예정이다.

## &gt;&gt; Point 3. 투자의견 BUY, TP 40,000원 유지

주택 매출은 올해 3.2조원, 내년에는 5조원까지 급증할 것으로 전망된다. 내년 신규분양 물량은 약 2.8만 세대로 1) 재건축/재개발이 60% 이상이며, 2) 대부분 서울 지역인 점을 감안하면 리스크가 크지 않다는 판단이다. 내년에도 분양이 성공적으로 진행된다면, 18년 역시 주택 매출이 5조원을 상회할 것으로 전망된다. 주택은 본격적인 업사이클에 진입했다. 현안 PJT의 준공이 예정대로 진행되고, 양질의 해외수주의 회복이 관건이다.

## GS건설 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	3Q15	2Q16	3Q16P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	27,889	27,064	25,750	-7.7%	-4.9%	28,687	-10.2%	28,756	-10.5%
GPM	4.0%	4.3%	3.4%	-0.7%p	-0.9%p	5.9%	-2.5%p	6.2%	-2.8%p
영업이익	109	227	384	252.7%	69.4%	498	-23.0%	578	-33.6%
OPM	0.4%	0.8%	1.5%	1.1%p	0.7%p	1.7%	-0.2%p	2.0%	-0.5%p
세전이익	202	118	-205	-201.7%	-274.5%	450	-145.6%	564	-136.4%
순이익	534	77	-187	-135.0%	-341.4%	351	-153.2%	363	-151.5%

자료: GS건설, 키움증권

## GS건설 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16 P	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	23,158	24,911	27,889	29,769	26,391	27,064	25,750	28,303	105,726	107,508	112,372
매출총이익률(%)	5.4	5.5	4.0	5.8	4.8	4.3	3.4	4.3	5.2	4.2	5.4
영업이익	200	382	109	530	291	227	384	236	1,221	1,137	1,755
영업이익률(%)	0.9	1.5	0.4	1.8	1.1	0.8	1.5	0.8	1.2	1.1	1.6
세전이익	220	24	202	-133	83	118	-205	135	313	131	624
순이익	14	47	534	-301	78	77	-187	106	295	74	487

자료: GS건설, 키움증권

## GS건설 해외 현안 프로젝트 손실 반영 현황 (단위: 억원, 2분기 말 기준)

현장명	수주일자	완공예정일	수주총액	수주잔고	진행률	미청구공사	공사미수금	3분기 손실
KNPC North LPG Tank Farm	2011-04-10	2016-10-20	6,025	59	99.02	584	315	350
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 2	2009-12-14	2016-12-31	37,142	56	99.85	810	2,098	450
KOC Wara Pressure Maintenance Project	2011-09-15	2016-12-31	5,539	30	99.46	539	16	260
Azzour 송수시설공사	2011-10-27	2016-12-31	1,992	15	99.25			120
PP-12 복합화학발전소건설공사	2012-05-16	2016-12-31	6,918	113	98.36	1,356	0.56	95
Rabigh II -CP3&4(IK)	2012-06-25	2016-12-31	3,618	42	98.83			300
Rabigh II CP-3&4(OOK)	2012-06-25	2016.12.31	10,603	502	95.27	1,118	685	
Rabigh II Project UO1(IK)	2012-06-25	2016-12-31	2,922	21	99.29			

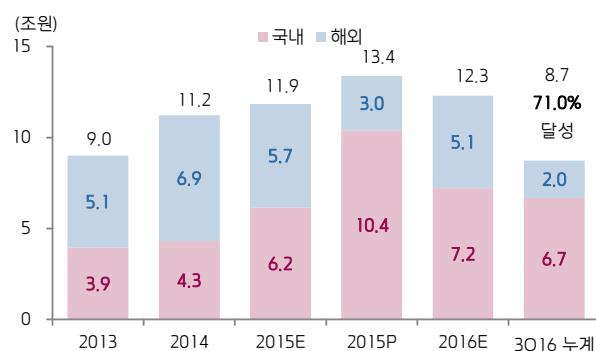
자료: GS건설, 키움증권

## GS건설 해외 신규수주 파이프라인

프로젝트	지역	규모	내용
싱가폴 지하철 공사	아시아	1.7조원	수주
UAE POC 정유	중동	30억불	최근 발주처와 금액에 대해서 활발히 협상 중, 연내 계약 가능성 높은 상황
보츠와나 Morupule 전력 IPP	아프리카	7억불	EPC 협의 거의 완료, 금융 협상 마무리 국면, 연내 EPC 계약 가능성 높은 상황
가봉 정유	아프리카	15억불	삼성물산이 디벨로퍼, 수의계약 협의 중, 동사 지분 10% 수준 투입 대통령 선거에 대해 최종적으로는 정당하다는 판결, 정권 안정화 국면, 삼성물산에서 추가 투자 모집 중, 올해보다는 내년 가능성이 높은 상황
투르크메니스탄 De-waxing 정유	아시아	4억불	최근 투르크메니스탄 정부에서 등 프로젝트에 대해 우선적으로 추진해달라는 의향을 국내 수출입은행에 보낸 상황, 빠른 진전이 가능할 것으로 전망
바레인 Bapco 정유	중동		입찰 준비 중, 기존 정유공장 증설 및 개보수
오만 Duqm 정유	중동		입찰 준비 중
알제리 가스처리시설	아프리카		입찰 준비 중

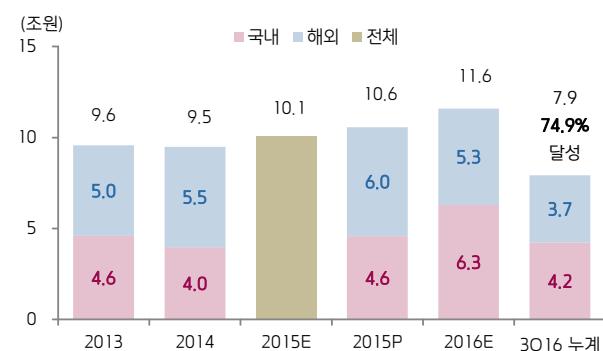
자료: GS건설, 키움증권

## GS건설 2016년 신규수주 경영계획 및 현황



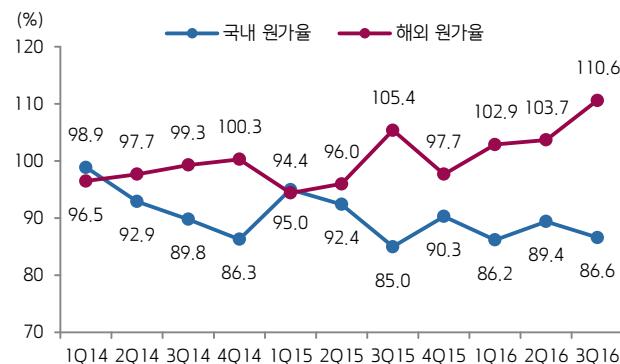
자료: GS건설, 키움증권

## GS건설 2016년 매출 경영계획 및 현황



자료: GS건설, 키움증권

## 원가율 추이



자료: GS건설, 키움증권

## 미청구공사액 추이



자료: GS건설, 키움증권

## GS건설 2016년 상반기 신규 분양 현황 및 계획

시공사	분양 시기	아파트	지역	총 가구수	일반 분양	1순위 평균경쟁률	청약 결과
GS건설	1	신반포자이	서울	607	113	37.8:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	1	천안시티자이	지방	1,646	1,623	0.23:1	청약 미달(순위내 0.83:1)
GS건설	3	은평스카이뷰자이	서울	361	263	13.23:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	4	마린시티자이	지방	258	180	450.42:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	4	킨텍스 원시티	수도권	2,038	1,949	5.23:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	4	동탄파크자이	수도권	979	976	0.59:1	전 탑입 순위내 청약 마감(1.81:1)
GS건설	5	거제센트럴자이	지방	847	382	327.9:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	5	동천자이2차	수도권	1,244	992	5.84:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	5	스카이시티자이	수도권	1,034	1,033	0.3:1	전 탑입 순위내 청약 마감(2.23:1)
GS건설	5	자이 더 익스프레스3차	수도권	2,323	2,303	0.47:1	청약 미달(순위내 1.31:1)
GS건설	6	신동탄파크자이2차	수도권	376	375	0.90:1	전 탑입 순위내 청약 마감(1.73:1)
GS건설	6	백련산파크자이	서울	678	283	2.42:1	전 탑입 순위내 청약 마감(3.05:1)
GS건설	6	답십리파크자이	서울	802	289	19.75:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	6	원메이저(김해울하2지구)	지방	708	645	9.61:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	8	대연자이	지방	965	430	330.12:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	8	동탄레이크자이 더테라스	수도권	483	363	26.35:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	9	명륜자이	지방	671	346	523.56:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	10	에코시티자이2차	지방	490	466	7.59:1	전 탑입 1순위 청약 마감
GS건설	10	그랑시티자이	수도권	3,728	3,422	9.27:1	전 탑입 순위내 청약 마감(9.62:1)
GS건설	10	신촌그랑자이	서울	1,248			
GS건설	10	방배아트자이	서울	353			
GS건설	10	스프링카운티자이	수도권	1,345			
GS건설	10	영종하늘도시푸르지오자이	수도권	1,604			
GS건설	11	연수파크자이	수도권	1,023			
GS건설	11	율하자이힐스테이트	지방	1,245			
GS건설	11	오산시티자이2차	수도권	1,002			
GS건설	11	목동파크자이	서울	356			
GS건설	11	김천센트럴자이	지방	930			
GS건설	12	청주 비하	지방	1,490			
GS건설	12	논산 내동2지구 C1블록	지방	770			

자료: APT2you, GS건설, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	94,876	105,726	107,508	112,372	117,566
매출원가	90,589	100,250	102,984	106,346	109,163
매출총이익	4,287	5,476	4,524	6,025	8,403
판매비 및 일반관리비	3,775	4,255	3,387	4,270	4,703
영업이익(보고)	512	1,221	1,137	1,755	3,700
영업이익(핵심)	512	1,221	1,137	1,755	3,700
영업외손익	-808	-908	-1,007	-1,131	-819
이자수익	598	425	463	497	581
배당금수익	3	6	5	5	5
외환이익	2,318	2,399	2,270	2,419	2,345
이자비용	1,160	1,189	1,231	1,359	1,359
외환손실	2,078	3,045	1,923	2,484	2,204
관계기업지분법손익	40	2,929	84	94	89
투자 및 기타자산처분손익	-32	-144	-54	-49	-52
금융상품평가 및 기타금융이익	292	-773	-18	104	93
기타	-788	-1,516	-602	-359	-318
법인세차감전이익	-296	313	131	624	2,881
법인세비용	-72	18	56	137	634
유효법인세율 (%)	24.2%	5.9%	43.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	-225	295	74	487	2,247
지배주주지분순이익(억원)	-411	261	44	483	2,230
EBITDA	1,281	2,055	1,876	2,517	4,462
현금순이익(Cash Earnings)	545	1,129	813	1,249	3,009
수정당기순이익	-421	1,158	172	444	2,215
증감율(%, YoY)					
매출액	-0.8	11.4	1.7	4.5	4.6
영업이익(보고)	흑전	138.6	-6.8	54.3	110.8
영업이익(핵심)	흑전	138.6	-6.8	54.3	110.8
EBITDA	흑전	60.4	-8.7	34.1	77.3
지배주주지분 당기순이익	적지	흑전	-83.1	997.8	361.5
EPS	적지	흑전	-83.1	997.8	361.5
수정순이익	적지	흑전	-85.2	158.5	398.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	5,715	-78	-1,114	5,295	8,008
당기순이익	-225	295	74	487	2,247
감가상각비	616	694	514	508	508
무형자산상각비	154	140	225	254	254
외환손익	262	-160	-563	65	-141
자산처분손익	131	474	208	49	52
지분법손익	-40	-2,929	-84	-94	-89
영업활동자산부채 증감	4,494	-1,368	-3,306	-1,347	-1,936
기타	322	2,776	1,819	5,374	7,114
투자활동현금흐름	-3,345	5,079	-2,533	-2,653	-3,253
투자자산의 처분	-48	7,843	-1,163	-1,075	-1,646
유형자산의 처분	718	20	33	43	43
유형자산의 취득	-3,080	-2,271	-1,220	-1,204	-1,204
무형자산의 처분	-12	-24	0	0	0
기타	-923	-510	406	-417	-446
재무활동현금흐름	352	-2,282	2,480	0	0
단기차입금의 증가	-5,260	-2,980	-871	0	0
장기차입금의 증가	0	0	1,736	0	0
자본의 증가	5,484	0	0	0	0
배당금지급	-15	-11	-3	0	0
기타	143	708	1,618	0	0
현금 및 현금성자산의 순증가	2,857	2,774	-1,128	2,641	4,755
기초현금 및 현금성자산	18,655	21,512	24,286	23,158	25,799
기말현금 및 현금성자산	21,512	24,286	23,158	25,799	30,555
Gross Cash Flow	2,030	2,633	3,446	4,073	6,061
Op Free Cash Flow	2,560	-1,679	-3,140	-421	507

## 재무상태표

(단위: 억원)

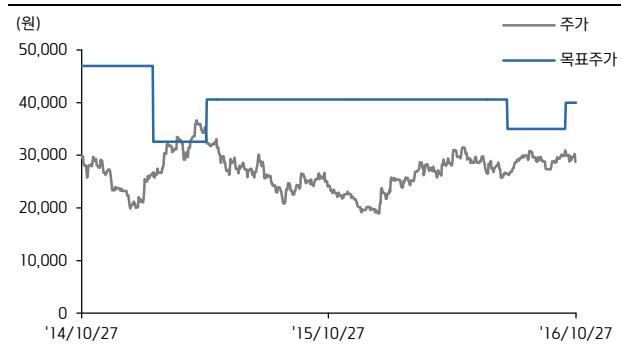
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	86,529	95,495	97,448	103,860	113,139
현금및현금성자산	21,512	24,286	23,158	25,799	30,555
유동금융자산	5,922	6,318	5,952	6,631	7,853
매출채권및유동채권	42,965	44,697	46,798	48,915	51,176
재고자산	6,132	7,955	8,880	9,282	9,711
기타유동금융자산	9,998	12,238	12,660	13,232	13,844
비유동자산	44,418	34,560	36,581	38,085	39,647
장기매출채권및기타비유동채권	827	633	729	762	797
투자자산	10,080	9,590	10,820	11,220	11,648
유형자산	24,560	13,385	13,863	14,516	15,170
무형자산	1,700	1,446	1,940	1,940	1,940
기타비유동자산	7,251	9,506	9,229	9,646	10,092
자산총계	130,947	130,055	134,030	141,945	152,786
유동부채	61,272	71,393	69,366	71,789	74,377
매입채무및기타유동채무	25,182	33,455	34,802	36,376	38,058
단기차입금	10,257	9,481	8,975	8,975	8,975
유동성장기차입금	4,827	5,384	6,832	6,832	6,832
기타유동부채	21,005	23,072	18,757	19,606	20,512
비유동부채	33,859	25,181	31,237	36,243	42,249
장기매입채무및비유동채무	1,361	1,626	209	218	228
사채및장기차입금	25,122	16,057	20,256	20,256	20,256
기타비유동부채	7,376	7,499	10,772	15,768	21,765
부채총계	95,131	96,575	100,603	108,031	116,625
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	25,393	25,876	28,106
기타자본	-1,762	-1,661	-1,801	-1,801	-1,801
지배주주지분자본총계	32,709	32,843	32,723	33,206	35,436
비지배주주지분자본총계	3,107	637	704	708	724
자본총계	35,816	33,480	33,427	33,914	36,161
순차입금	18,708	11,049	12,905	10,264	5,508
총차입금	40,220	35,336	36,063	36,063	36,063

- 당사는 10월 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)	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
	2016/10/12	Buy(Maintain)	40,000원
	2016/10/27	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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%