

SK COMPANY Analysis



Analyst
김세련
sally.kim@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	355 십억원
발행주식수	7,100 만주
자사주	144 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,283 십억원
주요주주	
허창수(외18)	28.94%
국민연금공단	7.61%
외국인자본율	15.35%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/03/24)	31,250 원
KOSPI	2168.95 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	32,000 원
52주 최저가	23,650 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.92%	7.37%
6개월	7.47%	10.22%
12개월	14.42%	13.41%

GS 건설 (006360/KS | 중립(신규편입) | T.P 35,000 원(신규편입))

그 어느때보다 강한 턴어라운드 기대

GS 건설에 대해 투자의견 HOLD, 목표주가 35,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. GS 건설의 이익 턴어라운드는 해외 현안 프로젝트의 순차적 준공, 주택 매출액 상승에 따른 이익 기여 확대에 따라 그 어느 때보다 강하게 나타날 것으로 기대된다. 다만, 현 주가 수준에서는 CB, BW 등 추가 자금 조달에 따른 주가 하락 리스크를 고려해야 한다는 판단이다.

중동발 해외 수주 기대감 지속

최근 GS 건설의 오만 두쿰 정유 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC-사이펨 컨소시엄), 바레인 밍코 정유 현대화시설 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC 컨소시엄), 보츠나와 발전 프로젝트 (7 억달러, 가계약 체결 상태, 16년 12 월) 등의 가시권내 해외 수주 기대감이 주가 상승을 견인하고 있다. 그 밖에 투르크메니스탄 정유 3 억달러, 가봉 정유 15 억달러 등 해외 투자 사이클 확대에 따른 연내 추가 수주 기대감은 지속될 것으로 보인다.

해외 부문 정상화, 국내 주택 매출액 증가에 따른 실적 호조 예상

GS 건설의 현안 프로젝트이던 사우디 라비 UO1, UAE RRE 등의 종료로 손실 리스크가 크게 감소한 상황이다. 그 밖에 사우디 라비 CP3&4, 쿠웨이트 NLTF, 태국 UHV 등의 프로젝트가 연내 준공 또는 준공 승인을 받을 것으로 보인다. 2009~2012년 수주 한 저가 수주들이 드디어 잔고에서 클린회될 것으로 기대된다. 이와 더불어 국내 주택 부문 역시 기성액 증가에 따라 2016년 3 조원 수준의 매출에서 2017년 5 조원까지 증가가 가능할 것으로 보여, 강한 턴어라운드가 나타나는 한 해가 될 것으로 보인다.

현 주가 수준에서 높은 상승률을 기대하기는 쉽지 않다

단, 이미 주가는 이러한 기대감들을 선제적으로 반영하고 있는 모습이다. GS 건설의 주가는 52 주 저점 대비 40% 상승한 상황이다. 또한, 올해 7 월 만기도록하는 CB 전환가액이 34,000 원으로 설정되어 있어 주가를 누르는 심리적 하를로 작용할 가능성도 있어 보인다. 회사채 조달이 경색된 만큼 추가적으로 CB, BW 등을 발행할 리스크를 배제할 수 없기 때문에 추가적 업사이드는 다소 제한적일 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	9,488	10,573	11,036	12,113	12,567	12,254
yoY	%	-0.8	11.4	4.4	9.8	3.8	-2.5
영업이익	십억원	51	122	143	402	501	491
yoY	%	흑전	138.6	17.1	181.1	24.5	-1.9
EBITDA	십억원	58	128	149	408	507	498
세전이익	십억원	-30	31	21	275	375	366
순이익(자배주주)	십억원	-41	26	-26	261	355	346
영업이익률	%	0.5	1.2	1.3	3.3	4.0	4.0
EBITDA마진	%	0.6	1.2	1.3	3.4	4.0	4.1
순이익률	%	-0.4	0.2	-0.2	2.2	2.8	2.8
EPS	원	-578	367	-363	3,670	4,995	4,876
PER	배	n/a	53.8	n/a	7.2	5.3	5.4
PBR	배	0.5	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	61.0	16.1	18.8	6.3	5.0	4.0
ROE	%	-0.7	0.9	-0.6	6.0	7.6	6.9
순차입금	십억원	1,866	663	906	689	669	102
부채비율	%	265.6	288.5	298.9	288.2	278.3	265.0

Valuation 및 실적 추정

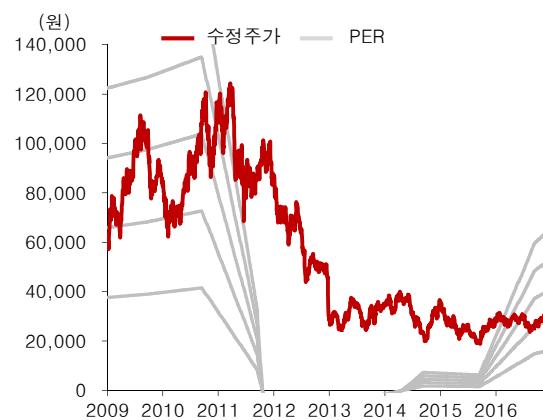
SK 증권은 GS 건설에 대해 목표주가 35,000 원, 투자의견 HOLD로 커버리지를 개시 한다. 사우디 현안 프로젝트의 순차적 준공 및 주택 매출액 증가에 따라 2017년은 그 어느 때보다 강한 텐아라운드가 나타날 것으로 전망한다. 최근 GS 건설의 오만 두콤 정유 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC-사이펨 컨소시엄), 바레인 밍코 정유 현대 화시설 (GS 건설 20 억달러 예상, GS 건설-JGC 컨소시엄), 보츠나와 발전 프로젝트 (7 억달러, 가계약 체결 상태) 등의 해외 신규 수주에 대한 기대감이 지속되고 있다. 다만, 최근 저점 대비 주가가 40% 수준까지 반등한 상황이며, 7월에 만기가 도래할 CB 전환가액이 34,000 원으로 설정되어 있어 심리적 하들을 형성할 것으로 보인다. 현 주가 시점에서 높은 수준의 주가 상승을 기대하기는 어렵다는 판단이다.

GS 건설 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
BPS (원)	44,220	43,453	47,930	51,709
BPS Growth (%)	1.2	-1.7	10.3	7.9
ROE (%)	0.9	-0.6	6.0	7.6
PBR (X)	0.81	0.69	0.63	0.59
Target BPS (원)	49,820	2017~2018E 평균 BPS		
Target PBR (X)	0.70	ROE 개선세 감안, 건설주 PBR 10X에서 30% 할인		
목표주가 (원)	35,000			
현재주가 (03/23, 원)	31,250			
Upside (%)	12.0			

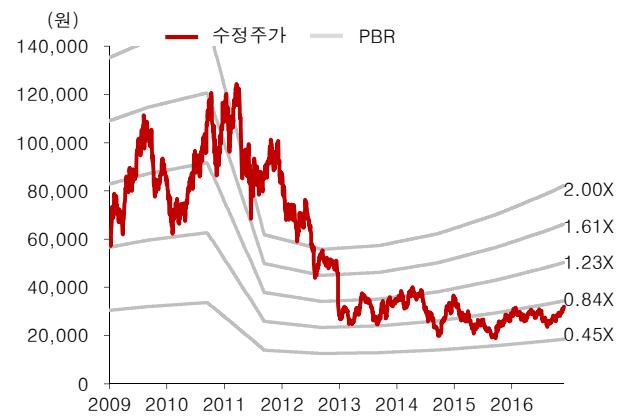
자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 12M Forward PER Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

GS 건설 12M Forward PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

2017년 매출액은 전년동기대비 9.8% 증가한 12조 1,125 억원, 영업이익은 전년동기 대비 180.2% 증가한 402 억원으로 추정한다. 이익 개선의 주요 요인은 해외 현안 프로젝트인 UAE RRE, 사우디 라비 UO1 등의 공사 종료, 잔여 현안 프로젝트인 사우디 라비 CP 3&4, 쿠웨이트 NLTF의 상반기 내 마무리가 예상되면서 해외 플랜트 부문의 마진율이 정상화 될 것으로 기대되기 때문이다. 또한 주택 기성액이 큰 폭으로 올라오면서 2017년 전체 건축/주택부문 매출액이 6조원으로 전년 대비 1조원 이상 상승할 것으로 보여, 주택 매출증가에 따른 이익 개선 역시 두드러질 것으로 보인다.

GS 건설 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	2015	2016	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	10,573	11,036	12,113	2,639	2,706	2,575	3,115	2,726	2,962	3,049	3,375
토목	1,266	1,383	1,246	337	364	305	377	298	300	280	368
플랜트	4,907	4,108	3,953	1,170	987	891	1,060	963	983	932	1,075
전력	910	662	658	178	157	126	201	146	157	157	198
건축/주택	3,311	4,814	6,186	939	1,180	1,237	1,458	1,302	1,505	1,662	1,718
매출원가	10,025	10,547	11,231	2,511	2,591	2,488	2,957	2,535	2,759	2,841	3,096
토목	1,208	1,320	1,188	325	341	299	356	286	285	267	350
플랜트	4,839	4,402	4,078	1,225	1,045	1,009	1,124	969	1,027	989	1,093
전력	960	679	659	162	181	130	206	149	160	156	195
건축/주택	2,838	4,076	5,245	784	1,003	1,035	1,254	1,116	1,273	1,414	1,443
Sales Growth (YoY %)	11.4	4.4	9.8	14.0	8.6	-7.7	4.7	3.3	9.5	18.4	8.3
토목	16.6	9.2	-9.9	9.8	19.7	-1.6	9.3	-11.5	-17.7	-8.2	-2.4
플랜트	16.8	-16.3	-3.8	1.8	-19.3	-27.8	-18.5	-17.7	-0.4	4.6	1.4
전력	-14.3	-27.3	-0.6	-3.8	-7.1	-47.5	-36.4	-17.9	-0.1	25.0	-1.6
건축/주택	17.7	45.4	28.5	52.7	61.4	27.9	46.1	38.6	27.6	34.3	17.8
Sales Growth (QoQ %)				-11.3	2.5	-4.9	21.0	-12.5	8.7	2.9	10.7
토목				-2.3	8.0	-16.2	23.6	-20.9	0.5	-6.5	31.3
플랜트				-10.1	-15.6	-9.7	19.0	-9.2	2.1	-5.2	15.3
전력				-43.7	-11.8	-19.7	59.5	-27.3	7.3	0.4	25.6
건축/주택				-5.9	25.7	4.8	17.9	-10.7	15.7	10.4	3.4
GPM (%)	5.2	4.4	7.3	4.8	4.3	3.4	5.1	7.0	6.8	6.8	8.3
토목	4.6	4.5	4.6	3.6	6.2	2.1	5.7	4.1	5.0	4.6	4.8
플랜트	1.4	-7.2	-3.1	-4.7	-5.9	-13.2	-6.0	-0.6	-4.5	-6.1	-1.6
전력	-5.5	-2.6	-0.1	9.1	-15.4	-3.3	-2.6	-2.1	-1.8	1.1	1.6
건축/주택	14.3	15.3	15.2	16.5	15.0	16.3	14.0	14.3	15.5	14.9	16.0
영업이익	122	143	402	29	23	38	53	72	85	111	135
영업이익률 (%)	1.2	1.3	3.3	1.1	0.8	1.5	1.7	2.6	2.9	3.6	4.0
지배주주순이익	26	-26	261	7	6	(19)	(20)	22	35	60	143
순이익률 (%)	0.2	-0.2	2.2	0.3	0.2	-0.7	-0.6	0.8	1.2	2.0	4.2

주: GS건설, SK증권

재무상태표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	8,653	9,549	9,737	10,583	11,269
현금및현금성자산	2,151	2,429	2,356	2,563	2,573
매출채권 및 기타채권	4,297	4,470	4,777	5,310	5,853
재고자산	613	796	825	808	884
비유동자산	4,442	3,456	3,640	3,551	3,576
장기금융자산	850	831	901	919	937
유형자산	2,456	1,339	978	996	1,011
무형자산	170	145	194	169	181
자산총계	13,095	13,005	13,377	14,134	14,845
유동부채	6,127	7,139	7,225	7,432	7,677
단기금융부채	1,508	1,487	1,486	1,255	1,170
매입채무 및 기타채무	2,518	3,346	3,868	4,119	4,243
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,386	2,518	2,798	3,061	3,243
장기금융부채 (사채+장차)	2,509	1,605	1,777	1,997	2,072
장기매입채무 및 기타채무	136	163	34	35	35
장기충당부채	287	403	464	488	536
부채총계	9,513	9,657	10,023	10,493	10,921
지배주주지분	3,271	3,284	3,279	3,572	3,853
자본금	355	355	355	355	355
자본잉여금	611	611	611	611	611
기타자본구성요소	-141	-143	-143	-76	-76
자기주식	-76	-76	-76	-76	-76
이익잉여금	2,534	2,537	2,504	2,711	2,992
비지배주주지분(연결)	311	64	74	69	72
자본총계	3,582	3,348	3,353	3,641	3,924
부채와자본총계	13,095	13,005	13,377	14,134	14,845

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동으로 인한 현금흐름	572	-8	81	135	-24
당기순이익(손실)	-22	29	-20	206	281
비현금수익비용기감	145	100	273	258	255
유형자산감가상각비	62	69	58	57	59
무형자산상각비	15	14	10	10	10
기타	132	225	251	251	251
운전자본감소(증가)	449	-137	-172	-329	-560
매출채권의감소(증가)	198	-188	-198	-533	-544
재고자산의감소(증가)	-89	1	-65	17	-76
매입채무의증가(감소)	234	300	156	251	124
기타	107	-249	-65	-65	-65
법의세납부	-49	-80	-16	-49	-48
투자활동으로 인한 현금흐름	-334	508	-249	-120	-158
금융자산감소(증가)	-59	9	-114	-24	-24
유형자산처분(취득)	72	2	5	5	5
무형자산감소(증가)	-1	-0	-14	25	-12
기타투자활동	-38	724	-47	-47	-47
재무활동으로 인한 현금흐름	35	-228	78	175	175
단기금융부채의 증가(감소)	-526	-298	-106	-231	-85
장기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	221	75
차본의 증가(감소)	548	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	13	70	185	185	185
현금의 증가	286	277	-72	207	10
기초현금	1,866	2,151	2,429	2,356	2,563
기말현금	2,151	2,429	2,356	2,563	2,573
FCF	264	-235	2	56	-103

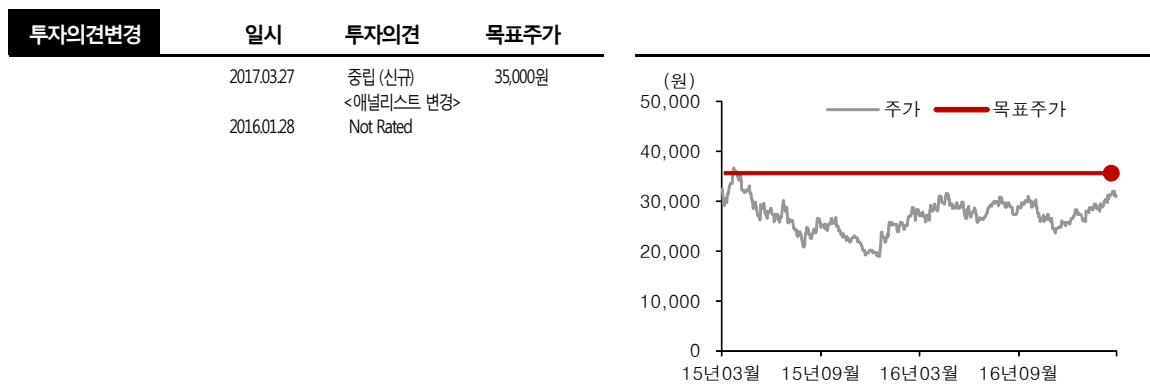
자료: GS건설, SK증권 추정

포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	9,488	10,573	11,036	12,113	12,567
매출원가	9,059	10,025	10,547	11,231	11,570
매출총이익	429	548	488	882	997
매출총이익률(%)	4.5	5.2	4.4	7.3	7.9
판매비와관리비	378	426	345	480	497
영업이익	51	122	143	402	501
영업이익률(%)	0.5	1.2	1.3	3.3	4.0
조정영업이익	51	122	143	402	501
비영업손익	-81	-91	-122	-127	-126
순금융손익	-56	-76	-82	-87	-86
외화관련손익	24	-65	23	23	23
관계기업등 투자손익	4	293	3	3	3
세전계속사업이익	-30	31	21	275	375
세전계속사업이익률(%)	-0.3	0.3	0.2	2.3	3.0
계속사업법인세	-7	2	42	69	94
계속사업이익	-22	29	-20	206	281
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-22	29	-20	206	281
순이익률(%)	-0.2	0.3	-0.2	1.7	2.2
지배주주	-41	26	-26	261	355
지배주주기여금 순이익률(%)	-0.4	0.2	-0.2	2.2	2.8
비지배주주	19	3	5	-54	-74
총포괄이익	-128	-44	8	178	252
지배주주	-145	-38	-3	-62	-88
비지배주주	17	-6	11	239	340
EBITDA	58	128	149	408	507

주요투자지표

	2014	2015	2016	2017E	2018E
성장성(%)					
매출액	-0.8	11.4	4.4	9.8	3.8
영업이익	흑전	138.6	17.1	181.1	24.5
세전계속사업이익	전지	흑전	-31.8	1,189.8	361
EBITDA	흑전	122.0	16.0	174.6	24.3
EPS	전지	흑전	전지	흑전	36.1
수익성(%)					
ROA(%)	-0.2	0.2	-0.2	1.5	1.9
ROE(%)	-0.7	0.9	-0.6	6.0	7.6
EBITDA마진(%)	0.6	1.2	1.3	3.4	4.0
안정성(%)					
유동비율(%)	141.2	133.8	134.8	142.4	146.8
부채비율(%)	265.6	288.5	298.9	288.2	278.3
순차입금/자기자본(%)	52.1	19.8	27.0	18.9	17.0
EBITDA/이자비용(배)	0.5	1.1	1.2	3.1	3.9
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	-578	367	-363	3,670	4,995
BPS	43,676	44,220	43,453	47,930	51,709
CFPS	256	296	177	403	480
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표(배)					
PER(최고)	n/a	101.5	n/a	8.7	6.4
PER(최저)	n/a	51.9	n/a	5.1	3.7
PBR(최고)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
PCR	90.8	66.7	149.8	65.8	55.3
EV/EBITDA(최고)	81.6	25.5	21.1	7.2	5.8
EV/EBITDA(최저)	58.1	15.8	15.1	4.9	3.9



Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 3월 27일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----