

GS건설(006360)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 34,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(1/26)	2,084
주가(1/26)	28,000
시가총액(십억원)	1,988
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	31,500/23,050
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,010
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.0/15.6
주요주주(%)	허창수 외 18인 29.0
	국민연금 7.6

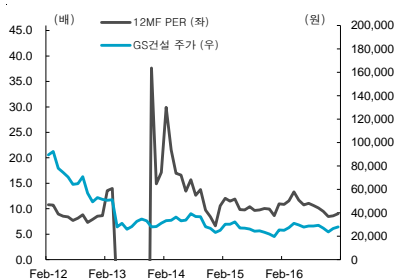
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	54.4	NM	11.3
PBR(x)	0.4	0.6	0.6
ROE(%)	0.8	(0.7)	5.4
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	9.9	13.6	4.9
EPS(원)	363	(352)	2,474
BPS(원)	47,324	45,111	47,540

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.4	1.4	21.5
상대주가(%p)	7.1	(1.3)	10.2

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

하반기 저가수주 후유증에서 벗어날 것

What's new : 영업이익은 예상에 부합했으나 순손실 기록

4분기 매출은 전년대비 5% 증가, 영업이익은 전년과 같은 530억원을 기록하며 예상에 부합했다. 해외 플랜트의 여진은 계속돼, 총 1,098억원의 추가원가가 반영됐으나 3분기의 1,694억원 대비 축소된 것이다. 통상 발생하는 이자비용 213억원, 의정부 경전철 SPC 파산에 따른 지분상각비 477억원, 용인동백 스프링카운터 금융보증부채 충당금 387억원, 알파돔시티 PF 지분상각비 177억원 등 총 1,254억원의 영업외비용이 반영되며 순손실을 기록했다. 부채비율은 299%로 전년대비 10.4%p 상승했다. 재무비율 개선을 위해서는 4,700억원에 달하는 전환사채의 원활한 전환이 필요하다.

Positives : 주택을 포함한 건축매출 46% 증가

주택매출은 2015년 1.9조원, 2016년은 3.1조원을 기록했다. 4분기 주택을 포함한 건축 매출은 전년대비 46% 증가하며 top-line을 견인했다. 2016년 주택 매출이익률은 17.8%를 기록해 2016년 연간 매출총이익의 대부분이 여기서 창출되었다. 2017년 주택매출은 전년 대비 59% 증가한 5.1조원으로 추정된다. 하반기부터 입주량이 크게 늘며 현금흐름이 개선될 전망이다. 이를 위해서는 사전적으로 철저한 입주관리 역시 필요할 것이다. 2016년 주택매출 비중은 28%였으나 2017년부터 42% 이상으로 급격히 상승할 것으로 추정돼, 향후 밸류에이션은 주택 정책과 상황에 민감도가 커질 전망이다.

Negatives : 해외 추가비용 1,098억원 반영

쿠웨이트 NLTF에서 364억원, 라빅2에서 592억원, 태국 UHV에서 142억원 등 총 1,098억원의 추가원가가 반영됐다[표 4]. UAE RRE현장은 PAC를 수령하며 종료됐고 라빅2 프로젝트 내 U&O 패키지는 MC(기계적 준공증명서)를 받았으며 CP 3&4 패키지는 올 상반기 MC 수령이 예상된다. NLTF는 원가투입이 끝나 불확실성은 사라진 가운데, 향후 change order 금액이 이익의 변수가 될 것이다. 태국 UHV 현장도 change order 협상 중이며 쿠웨이트 '와라'압력시설도 1분기 PAC(준공증명서) 수령을 목표로 change order 협상 중이다. 하반기 이익 upside는 다수 현장의 change order 결과에 있다.

결론 : 목표주가 34,000원으로 하향하나 매수의견 유지

다수의 문제현장이 상반기 PAC를 수령할 예정이라 불확실성이 겹치고 있다. 그러나 상반기까지는 준공 과정에서 일부 비용 차질의 가능성이 있어 2017년 영업이익과 순이익을 기존 대비 6%, 11% 하향조정했다. 2017F BPS에 목표 PBR 0.7배(Risk premium 5.5%, 2017F ROE 5.4%)를 적용해 목표주가를 34,000원으로 11% 하향한다. 올 하반기에는 비로소 해외 저가수주의 후유증에서 벗어날 전망이다. 이에 따라 이익 레벨업이 예상된다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,723	3,115	(16.3)	3,149	21.0	4.7	12,081	11,881
영업이익	56	53	(5.7)	54	37.6	(0.3)	348	368
영업이익률	1.5	1.7	0.2	1.7	0.2	-0.1	2.9	3.1
세전이익	44	22	NM	30	NM	NM	255	281
순이익	38	(20)	NM	27	NM	NM	193	206

<표 1> GS건설 실적추정 변경

(단위: 십억원)

2017F	수정전	수정후	변경률
매출	11,849	11,958	0.9%
영업이익	369	348	-5.7%
영업이익률	3.1%	2.9%	-0.2%p
순이익	217	193	-10.9%

자료: 한국투자증권

<표 2> GS건설 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	2,639	2,706	2,575	3,115	2,765	2,763	2,902	3,650	10,573	11,036	12,081	11,882
YoY	13.9	8.6	(7.7)	4.6	4.8	2.1	12.7	17.2	11.4	4.4	9.5	(1.6)
토목	337	364	305	377	351	316	327	557	1,266	1,383	1,551	1,854
플랜트	1,170	987	891	1,060	780	667	730	992	4,907	4,108	3,169	2,738
전력	178	157	126	201	156	161	231	269	911	663	816	924
건축/주택	939	1,180	1,237	1,458	1,464	1,602	1,599	1,811	3,311	4,814	6,476	6,295
(국내)	1,217	1,505	1,498	1,846	1,528	1,848	1,842	2,031	4,571	6,067	7,249	6,653
(해외)	1,422	1,201	1,077	1,269	1,238	916	1,060	1,619	6,002	4,969	4,832	5,229
기타	15	18	16	19	15	18	15	22	178	68	70	70
매출원가율 (%)	95.2	95.7	96.6	94.3	94.4	93.8	91.6	93.6	94.8	95.4	93.4	92.7
토목	96.4	93.8	97.9	94.3	99.0	97.0	97.0	95.7	95.4	95.5	97.0	97.0
플랜트	104.7	105.9	113.2	106.0	108.0	106.0	95.0	95.3	98.6	107.2	100.6	96.5
전력	90.9	115.4	103.3	102.6	105.0	105.0	98.0	98.9	105.5	102.5	101.0	98.0
건축/주택	83.5	85.0	83.7	86.0	85.0	87.0	88.0	91.3	85.7	84.7	88.0	89.0
(국내)	86.2	89.4	86.6	89.2	87.5	88.2	87.3	90.6	90.2	88.0	88.5	89.0
(해외)	102.9	103.7	110.6	103.3	103.0	105.0	99.0	97.4	98.4	104.1	100.6	97.4
기타	104.2	106.6	95.9	(7.3)	91.0	91.0	91.0	91.0	101.6	71.7	91.0	91.0
판관비	99	93	49	125	105	120	120	110	426	365	455	480
판관비율 %	3.7	3.4	1.9	4.0	3.8	4.3	4.1	3.0	4.0	3.3	3.8	4.0
영업이익	29	23	38	53	49	51	124	123	122	143	348	389
영업이익률	1.1	0.8	1.5	1.7	1.8	1.9	4.3	3.4	1.2	1.3	2.9	3.3
세전이익	8	12	(21)	22	28	30	103	93	31	21	255	295
순이익	8	8	(19)	(17)	21	23	77	72	29	(20)	193	223
지배주주	7	7	(19)	(20)	21	23	77	72	26	(25)	193	223

자료: GS건설, 한국투자증권

GS건설은 2017년 해외수주 3.9조원, 국내수주 7.0조원의 목표를 제시했다. 여기에는 작년 말 수주한 보츠와나 발전(5.5억달러)이 포함돼 있다. 신흥시장 진출 시, GS건설은 선수금 수취 시 수주로 잡는 보수적 원칙을 적용하고 있기 때문이다. 아직 현안 프로젝트가 남아 있고 주택 매출이 커지는 만큼, 2017년 해외수주는 보수적으로 책정한 것으로 판단된다.

<표 3> GS건설 2017년 가이드스

(단위: 십억원)

수주	2016T	2016A	2017T
총 수주	12,300	11,530	10,900
해외	5,083	2,088	3,851
국내	7,217	9,442	7,049
매출	2016T	2016A	2017T
총 매출	11,590	11,036	12,250
(주택)	3,400	3,100	5,100

자료: 한국투자증권

<표 4> GS건설 해외 현안 프로젝트 현황

(단위: 십억원)

Project	Contract	Completion	Contract value	Residual value	Progress	미청구공사		추가원가	
						3Q	4Q16	Total	
UHV Plant Project	Oct-12	Nov-16	682	6	99.1%	27	14	72	
Takreer Inter Refinery Pipeline-2 Project	Sep-10	Aug-16	854	0	100.0%	10		-	
KNPC North LPG Tank Farm	Apr-11	Mar-17	599	5	99.2%	45		284	
KOC Wara Pressure Maintenance Project	Sep-11	Dec-16	569	0	100.0%	70	36	244	
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 2	Dec-09	Dec-16	3,710	4	99.9%	77		450	
Ruwais Refinery Expansion Project PKG 7	Dec-09	Dec-16	686	0	99.9%	7		-	
PP-12 fired-power	May-12	Dec-16	683	7	99.0%	132		121	
Rabigh II -CP3&4(OOK)	Jun-12	Mar-17	1,052	23	97.9%	59	59	445	
Rabigh II -CP3&4(IK)	Jun-12	Mar-17	381	4				-	
Rabigh II Project UO1(OOK)	Jun-12	Dec-16	375	12	96.7%			-	
Rabigh II Project UO1(IK)	Jun-12	Dec-16	311	2	99.4%			-	

자료: 한국투자증권

기업개요

GS계열에 속해있는 종합건설업체. 주요 사업은 정유&가스, 석유화학 분야의 플랜트 사업, 복합화력/화력, 열병합, 원자력 분야의 발전사업, 수처리, 폐기물 처리 분야의 환경사업, 아파트 브랜드 '자이'를 중심으로 한 주택신축판매사업, 토목과 건축사업, 해외종합건설업 등. 자회사로는 이지빌, 자이서비스, 지에스텍, 지씨에스플러스, 비에스엠, 지에스오엔엠, 상락푸드 등이 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	8,653	9,549	8,923	10,058	9,892
현금성자산	2,151	2,429	2,207	2,416	2,376
매출채권및기타채권	4,314	4,486	4,414	4,832	4,753
재고자산	613	796	566	909	894
비유동자산	4,442	3,456	2,982	3,113	3,092
투자자산	887	867	697	763	751
유형자산	2,456	1,339	1,642	1,645	1,649
무형자산	170	145	65	72	71
자산총계	13,095	13,005	11,905	13,170	12,984
유동부채	6,127	7,139	6,140	7,312	7,121
매입채무및기타채무	2,903	3,875	3,153	3,452	3,395
단기차입금및단기사채	1,026	948	1,298	1,268	1,238
유동성장기부채	484	976	1,006	956	806
비유동부채	3,386	2,518	2,187	2,087	1,868
사채	932	290	0	0	0
장기차입금및금융부채	1,555	1,330	1,130	930	730
부채총계	9,513	9,657	8,327	9,399	8,989
지배주주지분	3,271	3,284	3,510	3,703	3,926
자본금	355	355	397	397	397
자본잉여금	611	611	818	818	818
기타자본	(141)	(87)	(87)	(87)	(87)
이익잉여금	2,534	2,537	2,513	2,706	2,929
비지배주주지분	311	64	69	69	69
자본총계	3,582	3,348	3,578	3,772	3,995

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	572	(8)	(308)	689	380
당기순이익	(22)	29	(20)	193	223
유형자산감가상각비	62	69	43	43	43
무형자산상각비	15	14	1	1	1
자산부채변동	449	(137)	(373)	405	130
기타	68	17	41	47	(17)
투자활동현금흐름	(334)	508	(23)	(175)	(15)
유형자산투자	(308)	(227)	(347)	(47)	(47)
유형자산매각	72	2	0	0	0
투자자산순증	(58)	763	177	(59)	20
무형자산순증	(1)	(0)	78	(7)	0
기타	(39)	(30)	69	(62)	12
재무활동현금흐름	35	(228)	110	(305)	(405)
자본의증가	549	4	250	0	0
차입금의순증	0	0	(135)	(305)	(405)
배당금지급	(2)	(1)	0	0	0
기타	(512)	(231)	(5)	0	0
기타현금흐름	13	6	0	0	0
현금의증가	286	277	(222)	209	(40)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

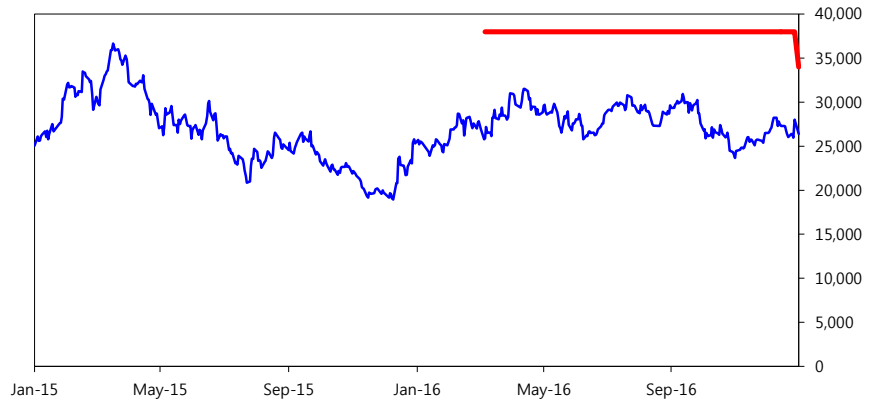
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	9,488	10,573	11,036	12,081	11,882
매출원가	9,059	10,025	10,546	11,278	11,013
매출총이익	429	548	490	803	869
판매관리비	378	426	345	455	480
영업이익	51	122	145	348	389
금융수익	265	432	50	40	39
이자수익	60	43	50	40	39
금융비용	337	415	130	120	120
이자비용	116	119	130	120	120
기타영업외손익	(15)	(111)	(51)	(20)	(20)
관계기업관련손익	6	3	7	7	7
세전계속사업이익	(30)	31	21	255	295
법인세비용	(7)	2	40	62	71
연결당기순이익	(22)	29	(20)	193	223
지배주주지분순이익	(41)	26	(25)	193	223
기타포괄이익	(106)	(74)	0	0	0
총포괄이익	(128)	(44)	(20)	193	223
지배주주지분포괄이익	(145)	(38)	(25)	193	223
EBITDA	128	206	189	392	433

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	(667)	363	(352)	2,474	2,862
BPS	47,136	47,324	45,111	47,540	50,350
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.8)	11.4	4.4	9.5	(1.6)
영업이익증가율	NM	138.6	18.6	140.2	11.8
순이익증가율	NM	NM	NM	NM	15.7
EPS증가율	NM	NM	NM	NM	15.7
EBITDA증가율	NM	60.4	(8.0)	107.4	10.5
수익성(%)					
영업이익률	0.5	1.2	1.3	2.9	3.3
순이익률	(0.4)	0.2	(0.2)	1.6	1.9
EBITDA Margin	1.4	1.9	1.7	3.2	3.6
ROA	(0.2)	0.2	(0.2)	1.5	1.7
ROE	(1.3)	0.8	(0.7)	5.4	5.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	NM	0.0	NM	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,454	645	701	(69)	(397)
차입금/자본총계비율(%)	117.2	110.7	99.8	81.5	67.4
Valuation(X)					
PER	NM	54.4	NM	11.3	9.8
PBR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	26.1	9.9	13.6	4.9	3.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
GS건설(006360)	2015.03.13	중립	-
	2016.04.05	매수	38,000 원
	2017.01.30	매수	34,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 1월 30일 현재 GS건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.