

## GS건설(006360)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 34,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(4/26)	2,208
주가(4/26)	32,550
시가총액(십억원)	2,311
발행주식수(백만)	71
52주 최고/최저가(원)	32,550/23,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,537
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.0/15.0
주요주주(%)	허창수 외 18인 29.0
국민연금	9.9

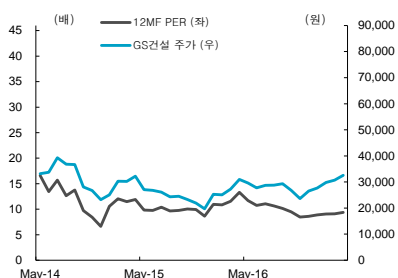
## Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	NM	11.0	6.9
PBR(x)	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	(0.8)	6.1	9.0
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	12.4	5.6	3.5
EPS(원)	(394)	2,966	4,725
BPS(원)	47,247	50,153	54,781

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.2	13.2	16.3
상대주가(%)	2.4	3.6	6.9

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 해외는 아쉽지만 4년만의 이익 정상화

## What's new: 해외비용 1,470억원 반영에도 예상에 부합

1분기 매출은 3% 증가했으나 영업이익은 전년대비 2.5배 성장한 716억원을 기록했다. 어닝쇼크를 기록했던 2013년 이래 처음으로 영업이익률이 2%를 넘어섰다. 주택원가율이 전년대비 3.5%p 하락한 77.4%를 기록하며 총 1,470억원의 해외 추가원가의 부담을 상쇄했다. 그 외 전기 대비 환율이 92원 하락하며 영업외비용에 914억원의 환손실이 반영됐다. 일상적으로 발생하는 외화자산 평가손실(약 400억원)외에도, 사우디 법인(GS Saudi Arabia)에 지급한 4.6억달러의 대여금과 임금채권 1억달러 대상으로 환손실이 반영됐기 때문이다. 사우디법인은 100% 자회사지만 현지 법인의 환관련 손익의 기준이 되는 사우디-달러환율은 큰 변동이 없었기에 GS건설 본사에서만 환손실 약 500억원 발생했다.

## Positives: 주택 원가율 크게 개선, 정상효과

앞서 실적을 발표한 타사들과 마찬가지로 주택 마진이 크게 확대됐다. 역사적 최대 수준이다. 1) 대형 현장 종료에 따른 정산차익(현장 예비비는 분양률이 양호할 경우 절감돼 준공 시 환입), 2) 시행사와 손익을 공유하는 분양불 사업의 이익 실현, 3) 주택매출이 65% 이상 증가하며 규모의 경제 효과 본격화 등 때문이다. 더불어 1분기까지는 건자재 단가가 여전히 낮았다는 점에서 원가 절감효과가 극대화된 것으로 추정된다. 향후 이 수준의 마진 지속은 어렵다 해도, 올해 주택 원가율은 85% 이하를 유지할 전망이다.

## Negatives: 해외 비용 지속돼

6개 해외 현장의 추가비용 내역은 다음과 같다. 사우디 라빅2 317억원, PP12 120억원, 쿠웨이트 와라 압력시설 186억원, UAE RRE 190억원, UAE IRP 120억원, 베트남 NSRP 483억원 등이다[표3]. 이 중 UAE 2개 현장은 발주처가 '타크리어'로, PAC(준공증명서)를 수령했음에도 추가원가가 발생했지만 우려요인은 아니다. 통상 PAC 수령 이후 편칭과정에서 잦은 change order 신청과 정산작업을 한다. 이를 통해 비용이 상쇄되지만 연초 타크리어가 RRE현장의 화재를 겪으며 정산작업이 지연된 영향이다. 모니터링할 프로젝트는 사우디 라빅, 쿠웨이트 와라 압력시설과 NLTF 등 3개 현장으로 판단된다.

## 결론: 속도는 느려도 정상화의 방향성은 분명

다수의 현장에서 지속적인 추가원가가 발생하며 피로감을 느낄 수 있고 이는 2분기까지 지속될 가능성이 높다. 그러나 주택매출은 전년대비 2배 남짓 늘어나며 주택 이익의 규모는 압도적으로 커질 것이고, 해외비용의 규모는 줄어들 것임은 분명하다. 주택매출이 크게 늘어 운전자금 소요가 많아졌기에 순차입금은 전년말 대비 4,380억원 증가한 1.5조원, 부채비율은 306%를 기록했다. 향후 4,700억원의 CB가 원활히 전환된다면 재무 안정성이 개선되며 밸류에이션 매력에 부각될 수 있을 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	2,765	2,714	(1.9)	2,737	(12.9)	2.8	12,081	11,870
영업이익	71	72	0.9	71	35.6	145.9	365	380
영업이익률	2.6	2.6	0.1	2.6	0.9	1.5	3.0	3.2
세전이익	41	(66)	NM	38	NM	NM	272	287
순이익	31	(58)	NM	26	NM	NM	206	223

이경자 3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

허나래 3276-4126  
narae.heo@truefriend.com

&lt;표 1&gt; GS건설 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	2,639	2,706	2,575	3,115	2,714	2,875	2,836	3,656	10,573	11,036	12,081	11,882
YoY	13.9	8.6	(7.7)	4.6	2.8	6.3	10.1	17.4	11.4	4.4	9.5	(1.6)
토목	337	364	305	377	293	293	306	658	1,266	1,383	1,551	1,854
플랜트	1,170	987	891	1,060	696	809	696	968	4,907	4,108	3,169	2,738
전력	178	157	126	201	155	150	217	295	911	663	816	924
건축/주택	939	1,180	1,237	1,458	1,550	1,605	1,602	1,718	3,311	4,814	6,476	6,295
(국내)	1,217	1,505	1,498	1,846	1,870	1,889	1,820	2,274	4,571	6,067	7,853	6,532
(해외)	1,422	1,201	1,077	1,269	844	987	1,015	1,382	6,002	4,969	4,228	5,350
매출원가율(%)	95.2	95.7	96.6	94.3	93.8	92.9	92.7	93.4	94.8	95.4	93.2	91.5
토목	96.4	93.8	97.9	94.3	93.5	97.0	97.0	98.6	95.4	95.5	97.0	97.0
플랜트	104.7	105.9	113.2	106.0	120.9	103.0	100.0	98.8	98.6	107.2	105.0	98.0
전력	90.9	115.4	103.3	102.6	106.1	105.0	105.0	105.8	105.5	102.5	105.5	99.0
건축/주택	83.5	85.0	83.7	86.0	80.4	86.0	87.0	86.4	85.7	84.7	85.0	86.0
(국내)	86.2	89.4	86.6	89.2	82.9	86.6	89.1	94.1	90.2	88.0	88.5	89.0
(해외)	102.9	103.7	110.6	103.3	117.7	105.0	99.0	92.3	98.4	104.1	101.9	94.6
영업이익	29	23	38	53	72	83	88	122	122	143	365	527
영업이익률	1.1	0.8	1.5	1.7	2.6	2.9	3.1	3.3	1.2	1.3	3.0	4.4
세전이익	8	12	(21)	22	(66)	62	67	208	31	21	272	433
지배주주순이익	7	7	(19)	(20)	(58)	47	50	167	26	(25)	206	328

자료: GS건설, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; GS건설 해외수주 입찰 현황

(단위: 십억달러)

프로젝트	금액	Note
UAE RRE 개보수	1.0	LOI 수령, 5 월 본계약 예상
보츠와나 발전	0.5	정부 승인 대기, 본계약 대기
방글라데시 송전선	0.2	가계약 완료
Oman Duqm refinery	1.5~2.0	숏리스트
바레인 압코 정유	1.5~2.0	숏리스트
수주 확보	1.7	

자료: GS건설, 한국투자증권

&lt;표 3&gt; GS건설 주요 해외 프로젝트 진행 현황(4분기 감사보고서 기준)

(단위: 십억원)

Client	Project	Contract Completion	Contract value	Residual value	Progress	미청구공사		추가비용			
						3Q	4Q	4Q16	1Q17	Total	
IRPC	UHV Plant	Oct-12	Jan-17	684	8	98.8%	27	27	14	72	
TAKREER	IRPC -2 Project	Sep-10	Aug-16	854	0	100.0%	10	41	12	12	
KNPC	NLTF	Apr-11	Jun-17	603	19	96.9%	45	17		284	
Nghi Son Refinery	NSRP	Jul-13	Jun-17	1,439	5	99.7%	18	41	48	48	
KNPC	KOC Wara	Sep-11	Jun-17	575	0	100.0%	70	77	36	19	263
TAKREER	RRE 2	Dec-09	Dec-16	3,710	4	99.9%	77	71	19	469	
TAKREER	RRE 2 PKG 7	Dec-09	Dec-16	686	0	99.9%	7	23		0	
SEC	PP-12 power	May-12	Dec-16	683	7	99.0%	132	127	12	133	
ARAMCO+SUMITOMO	Rabigh II CP3&4	Jun-12	Jun-17	1,060	15	98.6%	59	61	59	37	482
ARAMCO+SUMITOMO	Rabigh II CP3&4(IK)	Jun-12	Jun-17	382	10	97.5%					-
ARAMCO+SUMITOMO	Rabigh II UO1(OOK)	Jun-12	Jan-17	379	12	96.9%					-
ARAMCO+SUMITOMO	Rabigh II UO1(IK)	Jun-12	Jan-17	311	0	100.0%					-
Egyptian Refining	ERC Refinery	Aug-07	Dec-17	2,347	382	83.7%	195	221			
KNPC	Clean Fuels	Apr-14	Mar-18	1,637	857	47.7%	77	36			
STAR Rafineri A.S.	STAR Project	May-13	Apr-18	764	298	61.1%	35	79			
MPW	Doha Link	Dec-14	Dec-18	643	342	46.8%	45	27			

자료: GS건설, 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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	9,549	9,737	10,083	9,917	9,476
현금성자산	2,429	2,356	2,416	2,376	2,271
매출채권및기타채권	4,486	4,791	4,832	4,753	4,542
재고자산	796	825	903	889	849
비유동자산	3,456	3,640	3,681	3,422	3,084
투자자산	867	958	1,049	1,032	986
유형자산	1,339	978	767	556	345
무형자산	145	194	212	208	199
자산총계	13,005	13,377	13,765	13,339	12,560
유동부채	7,139	7,225	7,512	6,974	6,183
매입채무및기타채무	3,875	4,250	3,452	3,395	3,244
단기차입금및단기사채	948	1,027	997	967	937
유동성장기부채	976	671	621	471	321
비유동부채	2,518	2,798	2,693	2,478	2,233
사채	290	534	534	534	534
장기차입금및금융부채	1,330	1,286	1,088	890	692
부채총계	9,657	10,023	10,205	9,451	8,416
지배주주지분	3,284	3,279	3,485	3,814	4,070
자본금	355	355	355	355	355
자본잉여금	611	611	611	611	611
기타자본	(87)	(87)	(87)	(87)	(87)
이익잉여금	2,537	2,504	2,711	3,039	3,296
비지배주주지분	64	74	74	74	74
자본총계	3,348	3,353	3,559	3,888	4,145

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	(8)	81	433	182	48
당기순이익	29	(20)	206	329	257
유형자산감가상각비	69	58	56	54	52
무형자산상각비	14	10	12	12	12
자산부채변동	(137)	(172)	113	(196)	(239)
기타	17	205	46	(17)	(34)
투자활동현금흐름	508	(249)	(60)	191	260
유형자산투자	(227)	(79)	150	152	154
유형자산매각	2	5	5	5	5
투자자산순증	763	(159)	(84)	24	53
무형자산순증	(0)	(14)	(31)	(9)	(2)
기타	(30)	(2)	(100)	19	50
재무활동현금흐름	(228)	78	(313)	(413)	(413)
자본의증가	4	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	(313)	(413)	(413)
배당금지급	(1)	(1)	0	0	0
기타	(231)	79	0	0	0
기타현금흐름	6	17	0	0	0
현금의증가	277	(72)	60	(40)	(106)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

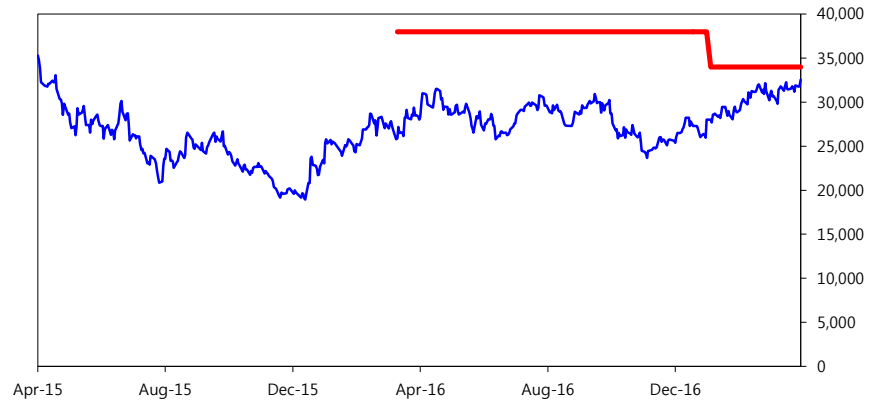
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	10,573	11,036	12,081	11,882	11,354
매출원가	10,025	10,547	11,260	10,875	10,444
매출총이익	548	488	821	1,007	910
판매관리비	426	345	456	480	480
영업이익	122	143	365	527	430
금융수익	432	292	302	301	300
이자수익	43	45	40	39	38
금융비용	415	388	382	382	379
이자비용	119	127	120	120	117
기타영업외손익	(111)	(28)	(20)	(20)	(20)
관계기업관련손익	3	3	7	7	7
세전계속사업이익	31	21	272	434	338
법인세비용	2	42	66	105	82
연결당기순이익	29	(20)	206	329	257
지배주주지분순이익	26	(26)	206	329	257
기타포괄이익	(74)	29	0	0	0
총포괄이익	(44)	8	206	329	257
지배주주지분포괄이익	(38)	(3)	206	329	257
EBITDA	206	211	433	594	494

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	363	(394)	2,966	4,725	3,688
BPS	47,324	47,247	50,153	54,781	58,394
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	11.4	4.4	9.5	(1.6)	(4.4)
영업이익증가율	138.6	17.1	155.2	44.5	(18.4)
순이익증가율	NM	NM	NM	59.3	(21.9)
EPS증가율	NM	NM	NM	59.3	(21.9)
EBITDA증가율	60.4	2.5	105.6	37.0	(16.8)
수익성(%)					
영업이익률	1.2	1.3	3.0	4.4	3.8
순이익률	0.2	(0.2)	1.7	2.8	2.3
EBITDA Margin	1.9	1.9	3.6	5.0	4.4
ROA	0.2	(0.2)	1.5	2.4	2.0
ROE	0.8	(0.8)	6.1	9.0	6.5
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	NM	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	645	728	125	(205)	(452)
차입금/자본총계비율(%)	110.7	108.6	88.6	71.3	57.7
Valuation(X)					
PER	54.4	NM	11.0	6.9	8.8
PBR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.9	12.4	5.6	3.5	3.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
GS건설(006360)	2015.04.29	중립	-
	2016.04.05	매수	38,000 원
	2017.01.30	매수	34,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 26일 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※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.