Company Brief

MERITZ 메리츠종금증권

GS건설(006360)

2014. 6. 16

Strong Buy

새로운 출발을 위한 조건! (와신상담 4편)

Analyst 김형근(6309-4530)
RA 김재윤(6309-2656)

목표주가(6개월)	46,900원
현재주가(6.13) :	32,400원
소속업종	건설업
시가총액(6.13) :	16,524억원
평균거래대금(60일)	198.9억원
외국인지분율	22.59%

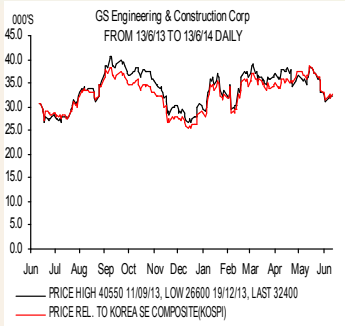
예상EPS(전년비)

FY14 1,980원 (%)
FY15 1,763원 (-11.0 %)

예상PER(시장대비)

FY14 16.4배 (174.1%)
FY15 18.4배 (201.3%)

주가그래프



▶ **결론: 투자의견 Strong Buy 상향, 업종 차선호주 및 목표가 46,900원 유지**
- 2015년 경영 정상화를 위한 전제조건을 충분히 잘 진행되고 있다고 판단
  ① 유상증자 5,520억원 완료 (6월12일 납입, 6월25일 신주 2천만주 상장)
  ② 비핵심자산 매각예정 (7~8월 파르나스 호텔 매각+모델하우스 부지 매각)
  ③ 미착공 PF 1.5조원 자체사업으로 진행하여 큰 손실 없이 BEP 마무리 것
- 2013년 양질의 해외현장 본공사 착공으로 3Q14 실적 턴어라운드 시작될 전망
- 해외 '저가수주' 현장 2014년 대부분 마무리되어 2015년 실적 영향에 제한적

▶ **Investment Point**

1. 2013년+2014년 양질의 해외수주 약 113억불로 3Q14 실적 턴어라운드 시작
- 해외 GP마진 10%이상 Projects 58억불 본공사 시작
  ① 정유: 베트남 NSRP 11억불, 터키 Star 12억불, 이집트 ERC 21억불
  ② 화학: 카자흐스탄 LG화학 14억불
- 2014년 수익성 고려한 신규수주 55억불로 2015년 실적 정상화 진입 전망
  ① 쿠웨이트 정유CFP(Clean Fuel Proj.) PGK #2 약 16억불: JGC+SK건설 컨소시엄
  ② 이라크 카르발라(Karbala) 정유 22.6억불: 현건+현엔+SK건설 컨소시엄
  ③ 알제리 복합화력 컨소시엄 3억불: 대림산업 컨소시엄
  ④ UAE 루마이타/샤나엘 원유처리 7억불: Dodsal 컨소시엄
  ⑤ 카타르 도하링크 Proj. 5.9억불

2. 이슈사항 정리: 새로운 출발을 위한 전제조전 충실히 진행 중
  ① Cash Flow 문제없어 유동성 Risk 아주 낮음
   - 유상증자 5,520억원 납입완료 Cash In, 6월25일 신주상장에 따른 오버행 이슈존재
   - 7~8월 파르나스 호텔 약 6,500억원 매각 Cash In, 향후 모델하우스 부지 매각
   - 2014년 해외 신규수주에 따른 선수금 약 5,000억원 유입 중
  ② 이라크 내전이 1년 이상 장기화 될 경우 카르발라(Karbala) 정유공사 지연 가능성
   - 플랜트 E(설계)+P(구매)+C(시공) 중 E(설계) 1~1년6개월 소요로 영향은 미비
   - 선수금 10% 중 5% 유입, 2015년 하반기 공사착공으로 2014년 매출감소 없음
  ③ 2014년 6월 KOSPI 200 종목 편출, 2015년 6월 다시 편입될 것으로 전망
  ④ 해외수주 수익성을 고려한 Proj. 위주로 수의계약 추진 중
   - 모잠비크 IPP발전 5억불 및 베네수엘라 Gas Proj. 10~30억불
  ⑤ 2Q14 현금 1.8조원 - 차입금 3.7조원 = 순차입 1.9조원 예상
   - 2014년 CB 5,340억원 상환완료 (4월 회사채 2,000억원+ 5월 FRN 3억불)

3. 부동산 시장 회복에 따른 주택관련 Risk 점진적 축소될 것으로 전망
  ① 2014년 주택공급 상반기 4,360세대+하반기 8,500세대로 총 1.29만세대
  ② 4Q13 주택 미착공 PF 1.5조원→ 현재 0.87조원 감소되어 준 자체사업으로 변경 중
  ③ 4Q13 미분양 약 1,230세대→ 현재 약 860세대로 급격히 감소 중
  ④ 한강 센트럴자이 1차 3,481세대, 지역특성을 고려하여 준공전 분양률 완료 목표

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS(지배주주) (원)	증감률 (%)	BPS(지배주주) (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	95,686	1,761	863	1,564	-79.8	61,704	33.9	0.9	14.6	2.3	199.8
2013	95,658	-9,355	-8,282	-15,000		48,343		0.6	-4.7	-25.5	293.4
2014E	102,351	1,484	1,801	1,980		37,153	16.4	0.9	14.1	5.6	215.0
2015E	111,804	2,909	1,604	1,763	-11.0	39,165	18.4	0.8	8.6	4.4	204.5
2016E	121,102	5,934	3,674	4,038	129.0	43,398	8.0	0.7	4.2	9.4	185.8

시장대비 상대강도 : 1개월(0.92), 3개월(0.95), 6개월(1.23)

[표 1] GS건설 연간 및 분기실적전망

(단위: 십억원, %)		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E	2015E
IFRS 연결	신규수주	539	3,267	2,691	2,512	5,042	1,600	2,700	3,158	9,107	9,009	12,500	13,500
	매출액	1,709	2,285	2,659	2,914	2,041	2,539	2,673	2,982	9,569	9,566	10,235	11,180
	영업이익	-544	-150	-65	-176	-18	-1	69	99	176	-935	148	291
	영업이익률	-31.9%	-6.6%	-2.4%	-6.0%	-0.9%	0.0%	2.6%	3.3%	1.8%	-9.8%	1.4%	2.6%
	세전이익	-533	-182	-94	-184	-36	-26	235	111	182	-993	285	235
	순이익	-412	-149	-82	-184	-19	-26	165	78	95	-827	198	176

자료: 메리츠종금증권

14년 6월 2~3일 청약
: 6월 14일 납입일
→ 6월 25일 신주상장
: 20,000,000 주

구주 51,000,000 주
+신주 20,000,000 주

71,000,000 주

[표 2] GS건설 유상증자 결과

현재가	**32,400**
상장주식수	51,000,000
자기주식수	1,439,281
시가총액(억)	16,524
자본총계(1Q14 별도 기준)(억)	30,211
BPS	60,957
PBR	**0.53**

유상증자 규모(억)	**5,520**
발행가액	27,600
신주수	20,000,000
유증후 상장주식수	71,000,000
시가총액(억)	23,004
자본총계(2Q14 별도 예상)(억)	35,731
BPS	51,366
PBR	**0.63**

자료: 메리츠종금증권

유동성 Risk 없음
① 유상증자
② 파르나스 매각
③ 해외공사 선수금
→ 주택 미착공 PF
: 자체사업으로 변경

[표 3] GS건설 Cash In **(단위: 억원)**

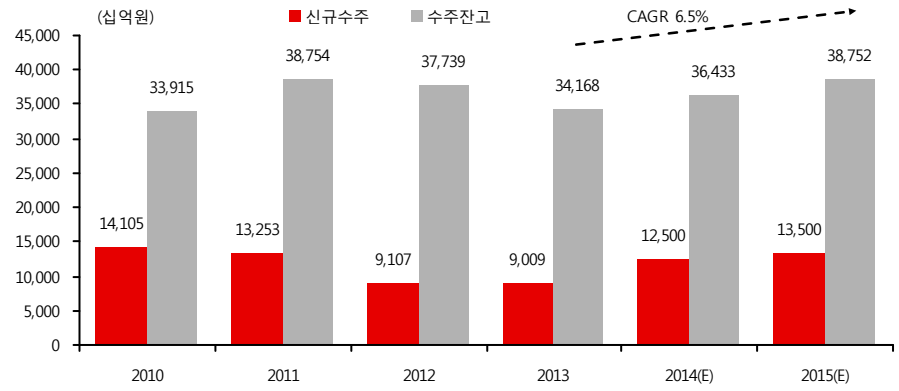
Cash					
일자	Cash In		일자	Cash Out	
2 월	건설(별도) 현금	15,600			
3 월			3 월	기타 Loan	1,208
4 월			4 월	회사채 만기	2,000
5 월	해외공사 선수금	2,200	5 월	FRN 만기	3,227
6 월	유상증자	5,520	6 월	기타 Loan	1,100
7 월	해외공사 선수금	1,600	7 월	ABCP 및 기타 Loan	1,565
				ABCP 및 기타 Loan	2,384
8 월	모델하우스 매각(세율 후)	1,400	8 월		
9 월	파르나스 매각(세율 후)	4,550	9 월	기타 Loan	1,587
10 월			10 월		
11 월	해외공사 선수금	1,200	11 월		
12 월			12 월	ABCP 및 기타 Loan	955
32,070			-14,026		
18,044					

- 해외공사 선수금: 건설 운전자금 이용
- 비핵심자산 모델하우스 및 파르나스 호텔 세율 약 30% 적용
- 미착공 PF 1.5조원→ ABCP 만기시점에서 SPC(특수법인)을 통한 자체사업으로 변경

자료: GS건설, 메리츠종금증권

양질의 해외수주
: 13년 해외 58억불
+14년 해외 55억불

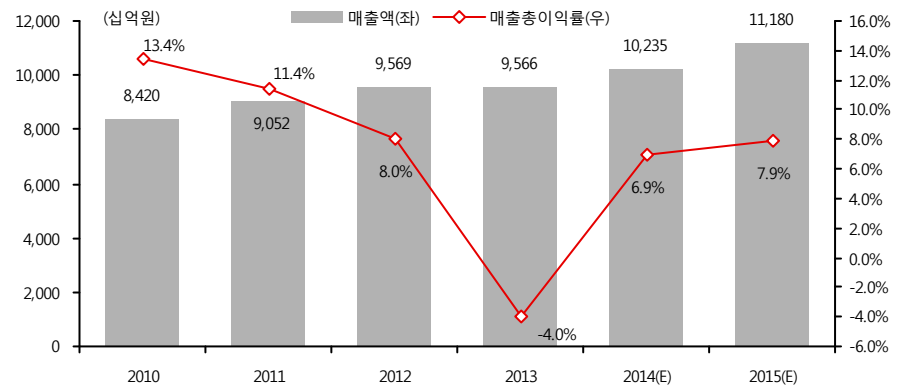
[그림 1] GS건설 신규수주 및 수주잔고



자료: GS건설, 메리츠종금증권

2014년 하반기부터
→해외 GP마진 개선

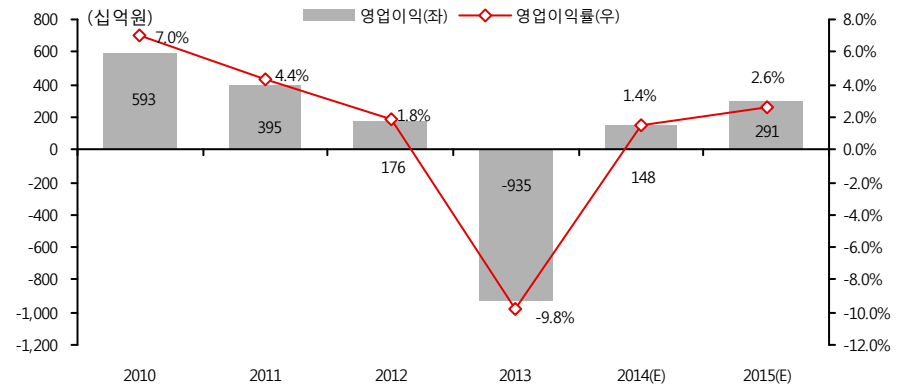
[그림 2] GS건설 매출 및 매출총이익률



자료: GS건설, 메리츠종금증권

2015년 경영 정상화
→ 2016년 성장 시작

[그림 3] GS건설 영업이익 및 영업이익률



자료: GS건설, 메리츠종금증권

1H14 4,360세대
: 외주+정비
+2H14 8,500세대
: 재건축+정비

[표 3] 2014년 주택공급 계획 예상

분양월	사업명	총가구수	일반분양	비고
3	서울 역삼자이	408	86	정비
5	김포 한강 센트럴자이 1 차	3,481	2,366	외주
6	서울 상도 10 구역	471	97	정비
7	경기 용인 스프링 카운티	1,220	610	외주
8	서울 보문 3 구역	1,186	493	정비
10	서울 만리동 2 가	1,352	406	정비
11	서울 경희궁 자이	2,366	1,077	정비
11	김포 한강 센트럴자이 2 차	598	598	외주
12	서울 하왕 1-5 구역	713	263	정비
12	경기 평택 칠원동삭	1,095	1,095	외주
합계		**12,890**	**7,091**	

자료: GS건설, 메리츠종금증권

[표 4] 연대보증 PF 대출 사업장(예상) **(단위: 백만원)**

구 분		공사명	대주	대출잔액 14.03.31	최장 만기	PF 유형	금융보증 충당부채	대여금집행액 대여금	대여금집행액 충당금
		화성 반월	HMC 투자증권	-	-	-	-	81,258	34,021
		동교동	KTB 투자증권	80,000	2015.03.20	전자단기사채	21,300	5,265	-
		고양식사 2 차	교보증권 外	46,900	2014.12.17	전자단기사채 外	112	51,600	-
		평택 칠원, 동삭	HMC 투자증권,IBK 캐피탈 外	192,900	2014.12.19	ABCP, 어음보증 外	27,254	177,487	-
		용인동백	하나은행 外	62,742	2015.03.17	LOAN 外	280	-	-
		신봉 2 구역	롯데 캐피탈	63,673	2014.05.26	어음보증 外	69	68,284	-
		오산 부산동	삼성생명 外	110,000	2014.06.13	LOAN 外	8,924	6,108	-
		청주방서	㈜SC 은행 外	108,000	2014.11.04	LOAN 外	22,562	-	-
		양주백석	교보증권 外	201,307	2016.03.24	ABCP 外	768	56,900	-
		용인동천 2 지구	교보증권	-	-	-	-	71,800	31,864
		착공전 소계		865,522			81,269	518,702	65,885
	착공후	광교산자이	IBK 캐피탈 外	45,830	2015.10.30	LOAN	508	-	-
		연희자이엘라	삼성증권	-	-	-	-	-	-
		착공후 소계		45,830			508	-	-
	준공전 소계			911,352			81,777	518,702	65,885
준공후		메세나폴리스	KDB 캐피탈 外	3,372	2015.06.19	LOAN	29	-	-
		이수자이	HMC 투자증권	14,000	2014.04.02	전자단기사채	1	-	-
		풍무자이	KTB 투자증권	18,300	2014.04.14	전자단기사채	5	17,800	-
		준공후 소계		35,672			35	17,800	-
총계				947,024			81,812	536,502	65,885

자료: GS건설, 메리츠종금증권

[표 5] GS건설 해외 프로젝트(Update)

(단위: 백만불)

연도	지역	발주처	Project 명	공종	계약일	완공 예정일	도급액	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15	2H15
2010	UAE	Takreer	Inter Refinery Pipeline	토목	2010-10	2014-03	623			100%	연장		
	캐나다	HARVEST OPERATIONS CORP.	Black Gold Project(현지법인)	특수공정	2010-08	2014-06	624			100%	연장		
2011	쿠웨이트	MEW	Azzour 송수시설공사	토목	2011-10	2013-10	190		100%	연장			
2011	쿠웨이트	KOC	Wara Pressure Maintenance	토목	2011-09	2014-09	548				100%		
2012	사우디	사우디전력회사	사우디 PP12 복합화력발전소 건설공사	발전	2012-05	2015-05	630					100%	
	사우디	Aramco	라빅 2 단계 -U01	토목/건축	2012-06	2015-06	569					100%	
	사우디	Aramco	라빅 PKG 3 & 4	화학	2012-06	2015-06	1,224					100%	
2009	UAE	Takreer	Ruwais Refinery Expansion Project-PKG2	정유	2009-11	2014-01	3,109			100%	연장		
	베트남	VIDIFI	하노이-하이퐁 도로 7 공구	토목	2009-02	2014-10	175				100%		
	싱가포르	LTA	C-911	토목	2009-03	2015-07	132						100%
	싱가포르	Hock Lian Seng Infrastructure Ltd.	C-913 DTL	토목	2009-08	2015-07	219						100%
2011	싱가포르	Jurong Town Corporation	Fusionopolis 2A-Tower AB	건축	2011-11	2014-03	171			100%			
	방글라데시	Power Grid Company of Bangladesh	Bibiyana~Kaliakoir 400kV 송전선로공사	토목	2011-11	2014-04	65			100%			
	베트남	VIDIFI	하노이-하이퐁고속도로 6 공구	토목	2011-07	2014-07	142			100%			
	싱가포르	Jurong Town Corporation	Fusionopolis 2A-Tower C	건축	2011-12	2015-02	131					100%	
	쿠웨이트	KNPC	LNG Tank	플랜트	2011-03	2015-07	555						100%
	싱가포르	Land Transport Authority	도심지하철 3 단계 패키지 A_937 공구	토목	2011-07	2016-12	212						
	싱가포르	Land Transport Authority	도심지하철 3 단계 패키지 B_925 공구	토목	2011-07	2016-12	173						
	우즈벡	Uz-Kor Gas Chemical	UGCC Ethylene Plant	화학	2011-08	2015-08	608				100%	제한	
	인도네시아	PT.pertamina	Cilacap RFCC	정유	2011-09	2014-12	572				100%	제한	
2013	캄보디아	이온몰(캄보디아)	프놈펜 이온몰 건설공사	건축	2013-06	2014-05	85			100%			
	사우디	사우디전력회사	380kV IRRQAA 송전선로 건설공사(9034)	변전	2013-10	2015-11	92						100%
	싱가포르	MS Pte Ltd	Marina South 복합개발 공사	토목	2013-06	2016-08	526						
	베트남	교통인프라사업 투자 개발 및 관리 공사	밤콩교량 건설공사	토목	2013-09	2017-10	170						
	카타르	카타르 철도공사	카타르 도하 메트로 레드 라인 남부구간(지하)	토목	2013-06	2018-06	512						
2014	알제리	Sonelgaz	Kais CCPP Project	발전	2014-02	2017-04	303						
	카타르		도하 링크	토목	2014-1Q		590						
2007	이집트	Egyptian Refining Company	ERC Refinery	정유	2007-08	2017-02	2,104						수의
2013	베트남	Nghi Son Refinery & Petrochemical LLC	Nghi Son Refinery & Petrochemical	정유	2013-01	2016-11	1,050						제한
	카자흐	KLPE	Integrated Petrochemical Complex Project 2 단계	화학	2013-09	2017-09	1,403						제한
	터키	스타 리파이너리	터키 스타 에게안 정유공장 프로젝트	정유	2013-05	2018-04	1,101						제한
2014	이라크	이라크 석유 개발 공사	카르발라 정유	정유	2014-02	2018-08	2,265						
	쿠웨이트	KNPC	정유 CFP PKG #1	정유	2014-04	2018-10	1,616						
	UAE	ADCO	루마이따 샤나엘 3 단계 프로젝트	정유	2014-04	2017-03	733						제한

원가율 100% 이상 Projects(손실확정) 원가율 95% 이상 Projects(저마진) 원가율 90% 이상 Projects 원가율 88% 미만 Projects

자료: GS건설, 메리츠종금증권

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 6월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 6월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 6월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김형근, 김재윤)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)

→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

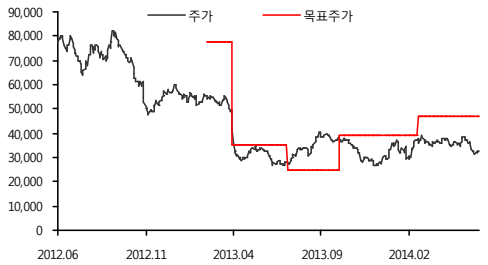
- Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

GS건설(006360)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자
2013.03.06	산업분석	Buy	77,500	김형근
2013.03.21	산업분석	Buy	77,500	김형근
2013.03.25	산업분석	Buy	77,500	김형근
2013.04.11	기업브리프	Reduce	35,400	김형근
2013.06.11	산업분석	Reduce	35,400	김형근
2013.07.16	산업분석	Reduce	24,900	김형근
2013.08.02	기업브리프	Reduce	24,900	김형근
2013.08.26	산업분석	Reduce	24,900	김형근
2013.10.15	산업분석	Hold	39,200	김형근
2013.11.07	산업분석	Hold	39,200	김형근
2013.11.26	산업분석	Hold	39,200	김형근
2013.12.20	산업브리프	Hold	39,200	김형근
2014.01.06	산업분석	Buy	39,200	김형근
2014.01.24	산업브리프	Buy	39,200	김형근
2014.02.27	기업분석	Buy	46,900	김형근
2014.03.13	산업브리프	Buy	46,900	김형근
14.03.26	산업분석	Buy	46,900	김형근
2014.04.22	산업브리프	Buy	46,900	김형근
2014.06.16	기업브리프	Strong Buy	46,900	김형근

주가 및 목표주가 변동추이