



BUY(Maintain)

목표주가: 40,600원

주가(4/4): 25,800원

시가총액: 18,318억원

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

Stock Data

KOSPI (4/4)	1,978.97pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	36,650원	18,950원
등락률	-29.60%	36.15%
수익률	절대	상대
1W	-4.1%	-5.2%
1M	5.5%	5.0%
1Y	-18.0%	-15.2%

Company Data

발행주식수	71,000천주
일평균 거래량(3M)	802천주
외국인 지분율	14.03%
배당수익률(15E)	0.00%
BPS(15E)	48,171원
주요 주주	허창수 외19인 유재철
	29.21% 0.01%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	94,876	105,726	106,522	107,237
보고영업이익	512	1,221	2,022	2,538
핵심영업이익	512	1,221	2,022	2,538
EBITDA	1,281	2,055	2,751	3,267
세전이익	-296	313	1,502	1,984
순이익	-225	295	1,171	1,548
자체주주지분순이익	-411	261	1,163	1,536
EPS(원)	-651	367	1,637	2,163
증감률(%Y Y)	적지	흑전	346.1	32.1
PER(배)	-35.7	53.8	15.8	11.9
PBR(배)	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	29.9	12.5	9.6	7.5
보고영업이익률(%)	0.5	1.2	1.9	2.4
핵심영업이익률(%)	0.5	1.2	1.9	2.4
ROE(%)	-1.3	0.8	3.5	4.5
순부채비율(%)	52.2	33.0	21.6	15.2

Price Trend


 자금조달

GS건설 (006360)

자금조달, 과거와 같은 유동성 위기는 아니다!



<장 중 발표> 동사는 전환사채 발행 추진설에 대한 조회공시 답변을 통해 다양한 자금조달 방안을 검토 중이라고 밝혔습니다. 하지만 이번 자금조달은 과거처럼 질적으로 부실한 유동성 위기 대응책이 아닌 투자를 위한 건전한 자금조달이라는 판단입니다. POC 발주가 지연되고 있지만 수주가 확정되면 연간 해외 수주목표의 90% 이상을 달성하게 됩니다. 자금조달로 추가적인 주가 급락 시 매수 전략을 추천합니다.

>>> Point 1. 투자를 위한 건전한 자금조달

동사는 지난 4일 전환사채 발행 추진설에 대한 조회공시 답변을 통해 다양한 자금조달 방안을 검토 중이라고 밝혔다. 시장에 다시 한번 동사의 유동성 리스크에 대한 우려가 확대되면서 주가도 급락했다. 하지만 이번 자금조달은 과거처럼 질적으로 부실한 유동성 위기 대응책이 아닌 투자를 위한 건전한 자금조달이라는 판단이다. 실제 작년 말 기준 동사의 보유 현금은 2.4조원으로 역대 최고 수준을 기록하고 있다. 미청구공사 금액은 3분기 3.2조원에서 4분기 2.1조원으로 크게 감소해 현금흐름 역시 개선될 것으로 전망된다. 다만, 올해 초 3,200억 원의 회사채를 현금 상환하고 2년 전 발행했던 해외 전환사채 1억불도 조기상환 함에 따라 1분기에만 4,300억원이 넘는 현금 유출이 있었다. 자금조달을 위해 회사채 발행이 가장 좋은 방안이나 현재 건설업 전반적으로 여의치 않은 상황이다. 따라서 전환사채 등 다각적인 자금조달 방안을 준비 중이다.

>>> Point 2. 성장을 위한 신규 투자는 긍정적

신규 자금조달의 사용처는 1) 국내 주택 자체사업 용지 매입 대금(연간 4,000억원 수준), 2) 본격적인 베트남 개발사업 추진, 3) 이니마 사업 확장 등이다. 베트남 개발사업은 과거 BT사업을 통해 받은 용지 중 투티엠과 9군 신도시 개발을 추진할 예정이다. 수처리업체인 이니마의 경우 O&M부문에서 수익이 발생하고 있는 것으로 파악된다. 세계 물산업 시장은 연간 6,000억 달러 규모로 연 평균 5%씩 성장하고 있어 전망이 밝다. 그동안 동사는 국내 주택 및 해외 부실 사업 정리 등에 온 역량을 집중해 왔다. 14년부터 국내 주택시장이 좋아지고, 라빅2, PP12와 같은 해외 부실사업장들도 올해 상반기 준공이 예상되기 때문에 올해는 신규 투자에 대한 니즈가 확대되고 있는 국면이다. 따라서 국내 주택부문 cycle risk의 대안으로 추진되는 신규 투자는 긍정적이라는 판단이다.

>>> Point 3. UAE POC 지연과 유가 불확실성 확대는 부정적

국제 유가는 연일 급락을 면치 못하고 있다. 산유량 동결 가능성도 점차 낮아지면서 불확실성이 확대되고 있는 상황이다. 이와 같은 상황에서 UAE 역시 재정 상황이 좋지 못하기 때문에 동사가 로이스트인 POC 프로젝트(약 30억 달러 규모)의 발주가 지연되는 국면에 있는 것으로 파악된다. 발주 자체가 무산될 가능성보다는 저유가 상황에서 보다 효율성을 높이는 설계 변경 등에 시간이 필요한 것으로 보여진다. 이번 달 안으로 발주 여부에 대한 구체적인 안이 결정될 것으로 전망된다. POC 수주가 확정되면 동사는 연간 해외 수주목표의 90% 이상을 달성하게 된다. 자금조달로 추가적인 주가 급락 시 매수 전략을 추천한다.

GS건설 해외 신규수주 파이프라인

프로젝트	지역	규모	내용
싱가폴 지하철 공사	아시아	1.7조원	수주
UAE POC 정유	중동	30억불	로이스트
아프리카 가봉 정유	아프리카	12억불	
아프리카 보츠와나 전력 IPP	아프리카	7억불	
UAE 후자이라 정유	중동	15억불	

자료: GS건설, 키움증권

GS건설 베트남 BT(Build-Transfer) 프로젝트 개요

프로젝트	내용
리버뷰	호치민 중심 6km 위치, 최상류층 및 외국인 대상, 아파트 총 3개동 270가구
리버사이드	호치민 중심 6km 위치, 외국 주재원 및 외교관 대상, 고급빌라 147가구
9군 미나신도시	호치민 중심에서 15km 위치, 호치민 대학 이전 지역, 41만㎡ 부지 4,700여가구
투티엠 신도시	호치민 중심부 위치, 부도심으로 개발, 주거 및 업무 등 복합개발

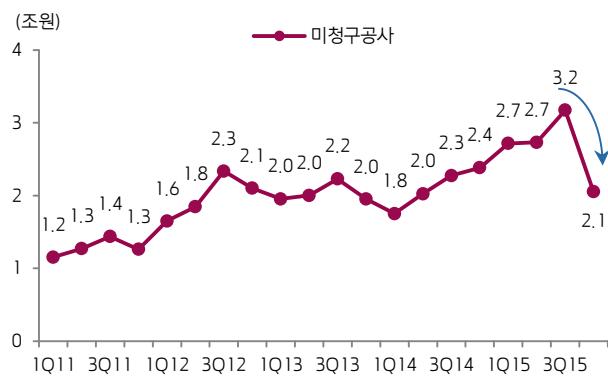
자료: 언론 정리, GS건설, 키움증권

현금및현금성자산 추이



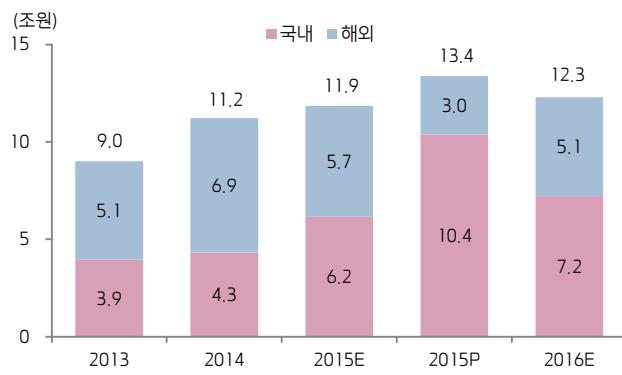
자료: GS건설, 키움증권

미청구공사액 추이: 향후 지속적인 감소 전망



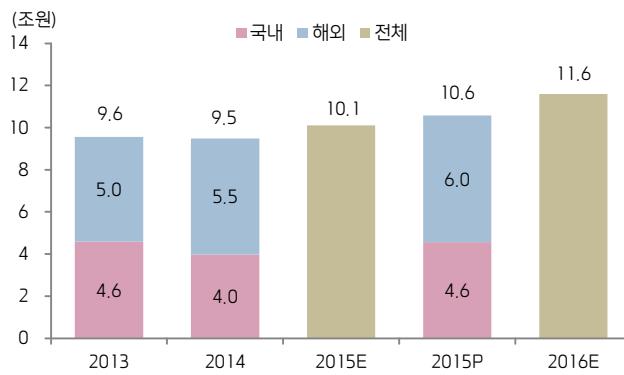
자료: GS건설, 키움증권

2016년 신규수주 경영계획 및 현황



자료: GS건설, 키움증권

2016년 매출 경영계획 및 현황



자료: GS건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	95,658	94,876	105,726	106,522	107,237
매출원가	99,449	90,589	100,250	100,026	100,088
매출총이익	-3,792	4,287	5,476	6,496	7,149
판매비 및 일반관리비	5,563	3,775	4,255	4,474	4,611
영업이익(보고)	-9,355	512	1,221	2,022	2,538
영업이익(핵심)	-9,355	512	1,221	2,022	2,538
영업외손익	-577	-808	-908	-520	-553
이자수익	609	598	425	573	612
배당금수익	1	3	6	5	5
외환이익	1,722	2,318	2,399	4,909	4,909
이자비용	1,310	1,160	1,189	1,075	1,075
외환손실	1,555	2,078	3,045	3,337	3,337
관계기업지분법손익	97	40	2,929	-149	7
투자및기타자산처분손익	585	-32	-144	-173	-173
금융상품평가및기타금융이익	305	292	-773	-1,086	-1,086
기타	-1,031	-788	-1,516	-187	-416
법인세차감전이익	-9,932	-296	313	1,502	1,984
법인세비용	-1,658	-72	18	330	437
유효법인세율 (%)	16.7%	24.2%	5.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	-8,273	-225	295	1,171	1,548
지배주주지분순이익(억원)	-8,282	-411	261	1,163	1,536
EBITDA	-8,290	1,281	2,055	2,751	3,267
현금순이익(Cash Earnings)	-7,209	545	1,129	1,901	2,277
수정당기순이익	-9,015	-421	1,158	2,153	2,529
증감율(% YoY)					
매출액	-0.0	-0.8	11.4	0.8	0.7
영업이익(보고)		적전	흑전	65.6	25.5
영업이익(핵심)		적전	흑전	65.6	25.5
EBITDA		적전	흑전	60.4	33.8
지배주주지분 당기순이익		적전	적지	흑전	32.1
EPS		적전	적지	흑전	32.1
수정순이익		적전	적지	흑전	17.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	-11,543	5,715	-78	3,302	4,138
당기순이익	-8,273	-225	295	1,171	1,548
감가상각비	577	616	694	582	582
무형자산상각비	487	154	140	147	147
외환손익	-149	262	-160	-1,572	-1,572
자산처분손익	-739	131	474	173	173
지분법손익	-97	-40	-2,929	149	-7
영업활동자산부채 증감	-3,222	4,494	-1,368	-1,051	-600
기타	-126	322	2,776	3,703	3,867
투자활동현금흐름	-650	-3,345	5,079	367	-2,165
투자자산의 처분	1,762	-48	7,843	-850	-577
유형자산의 처분	1,548	718	20	21	21
유형자산의 취득	-1,768	-3,080	-2,271	-1,564	-1,564
무형자산의 처분	-194	-12	-24	0	0
기타	-1,998	-923	-510	2,759	-45
재무활동현금흐름	16,446	352	-2,282	0	0
단기차입금의 증가	17,903	-5,260	-2,980	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	5,484	0	0	0
배당금지급	-134	-15	-11	0	0
기타	-1,323	143	708	0	0
현금및현금성자산의순증가	4,352	2,857	2,774	3,669	1,973
기초현금및현금성자산	14,303	18,655	21,512	24,286	27,956
기말현금및현금성자산	18,655	21,512	24,286	27,956	29,929
Gross Cash Flow	-7,489	2,030	2,633	5,067	5,594
Op Free Cash Flow	-11,913	2,560	-1,679	-308	545

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	84,145	86,529	95,495	100,607	103,532
현금및현금성자산	18,655	21,512	24,286	27,956	29,929
유동금융자산	6,332	5,922	6,318	7,272	7,785
매출채권및유동채권	44,523	42,965	44,697	45,034	45,336
재고자산	4,992	6,132	7,955	8,015	8,069
기타유동비금융자산	9,642	9,998	12,238	12,330	12,413
비유동자산	40,128	44,418	34,560	32,652	33,717
장기매출채권및기타비유동채권	806	827	633	638	642
투자자산	9,361	10,080	9,590	9,476	9,531
유형자산	22,429	24,560	13,385	14,346	15,306
무형자산	1,949	1,700	1,446	1,446	1,446
기타비유동자산	5,584	7,251	9,506	6,746	6,792
자산총계	124,273	130,947	130,055	133,259	137,249
유동부채	61,369	61,272	71,393	71,785	72,138
매입채무및기타유동채무	22,594	25,182	33,455	33,707	33,934
단기차입금	7,022	10,257	9,481	9,481	9,481
유동성장기차입금	8,396	4,827	5,384	5,384	5,384
기타비유동부채	23,357	21,005	23,072	23,213	23,339
비유동부채	31,311	33,859	25,181	27,384	29,473
장기매입채무및비유동채무	0	1,361	1,626	1,638	1,649
사채및장기차입금	23,126	25,122	16,057	16,057	16,057
기타비유동부채	8,185	7,376	7,499	9,689	11,768
부채총계	92,680	95,131	96,575	99,169	101,611
자본금	2,550	3,550	3,550	3,550	3,550
주식발행초과금	1,097	5,581	5,581	5,581	5,581
이익잉여금	26,167	25,341	25,373	26,536	28,072
기타자본	-1,175	-1,762	-1,661	-2,223	-2,223
지배주주지분자본총계	28,640	32,709	32,843	33,444	34,980
비지배주주지분자본총계	2,953	3,107	637	646	658
자본총계	31,593	35,816	33,480	34,090	35,638
순차입금	25,056	18,708	11,049	7,380	5,407
총차입금	43,711	40,220	35,336	35,336	35,336

투자지표

(단위: 원, 배, %)

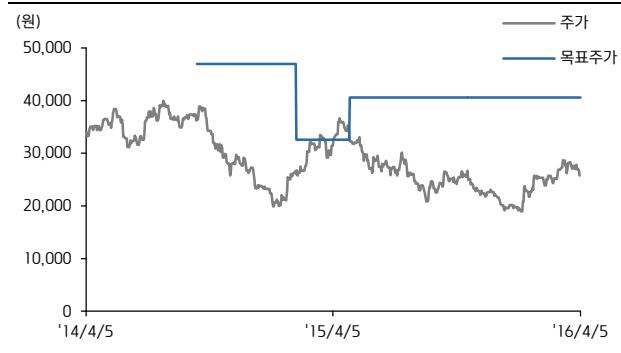
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-15,574	-651	367	1,637	2,163
BPS	55,279	47,136	47,324	48,171	50,334
주당EBITDA	-15,589	2,033	2,895	3,874	4,601
CFPS	-21,705	9,066	-109	4,651	5,828
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-1.8	-35.7	53.8	15.8	11.9
PBR	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	-5.3	29.9	12.5	9.6	7.5
PCFR	-2.1	26.9	12.4	9.6	8.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-9.8	0.5	1.2	1.9	2.4
영업이익률(핵심)	-9.8	0.5	1.2	1.9	2.4
EBITDA margin	-8.7	1.4	1.9	2.6	3.0
순이익률	-8.6	-0.2	0.3	1.1	1.4
자기자본이익률(ROE)	-25.5	-1.3	0.8	3.5	4.5
투하자본이익률(ROIC)	-18.7	1.0	3.6	5.9	7.2
안정성(%)					
부채비율	293.4	265.6	288.5	290.9	285.1
순차입금비율	79.3	52.2	33.0	21.6	15.2
이자보상배율(배)	N/A	0.4	1.0	1.9	2.4
활동성(배)					
매출채권회전율	2.2	2.2	2.4	2.4	2.4
재고자산회전율	14.0	17.1	15.0	13.3	13.3
매입채무회전율	4.5	4.0	3.6	3.2	3.2

- 당사는 4월 4일 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

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
	2016/04/05	Buy(Maintain)	40,600원

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 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%