

GS건설
(006360)

실적보다 불확실성이 문제



조윤호 769.3079
uhno@daishin.com

Marketperform

[시장수익률, 하향]

건설업종

현재가 61,400

목표주가 (하향) 71,000

| | |
|-------------|---|
| KOSPI | 1937.55 |
| 시가총액 | 3,131 십억원 |
| 시가총액비중 | 0.3% |
| 자본금(보통주) | 255 십억원 |
| 52주 최고/최저 | 109,500 원 / 59,500 원 |
| 120일 평균거래대금 | 272 억원 |
| 외국인지분율 | 32.7% |
| 주요주주 | 허창수 외 17 인 30.4% |
| | Templeton Asset Management Ltd 외 4 인 7.2% |

| 주가수익률(%) | 1W | 1M | 3M | 12M |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | 0.0 | -17.0 | -15.4 | -35.2 |
| 상대수익률 | -1.3 | -14.6 | -17.6 | -35.8 |



투자포인트

- 3분기 실적은 기대치를 대폭 하회하는 어닝쇼크
- 해외 원가를 상승을 단기 이슈로 보기 어려운 것이 문제
- 신규수주와 수익성 간 딜레마, GS건설의 선택은 성장보다는 내실화 전략을 택할 것으로 예상

Comment

3분기 어닝쇼크, 일회성요인으로 설명하기 어렵다

GS건설의 3분기 실적은 매우 실망스럽다. 공시를 통해서 영업이익 49십억원을 확인했을 때는 연초 가이던스에 포함되었던 주택관련 대손 비용 중 상반기에 반영되지 않았던 나머지가 반영 되었을 것이라는 추정을 했었다. 하지만 실적 컨퍼런스콜에서 확인한 바에 따르면 3분기에 주택 관련 대손비용이 반영되지 않았을 뿐만 아니라 IFRS 회계기준 상 영업이익의 변동성을 가져오는 기타영업비용이 발생한 것도 아니었다. GS건설 3분기 어닝쇼크의 주요 요인은 국내 토목과 해외 플랜트에서 추가 원가 64십억원이 발생했기 때문이다. 공사 준공으로 인한 일회성 요인으로 설명하기는 쉽지 않다. 우선 1) 사우디 지역으로 추정되는 해외공사에서 30십억원의 손실이 발생했는데, 3년의 공사기간 동안 실행원가율을 조정하지 않은 상황에서 준공 시점에 일시에 반영된 것은 현재 수주잔고(87~88%대로 추정이 되는)의 원가율을 의심하게 만든다.

2012년 3분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

| 구분 | 확정치 | | 잠정치 | | | 직전추정치 | 컨센서스 | 대신증권 추정치 | | |
|------|-------|-------|---------|-----|-----|-------|-------|----------|---------|------|
| | 3Q11 | 2Q12 | 3Q12(A) | YoY | QoQ | | | 3Q12 | 3Q12 | 4Q12 |
| 매출액 | 2,012 | 2,201 | 2,218 | | | 2,218 | 2,301 | 2,490 | -2.5 | 12.2 |
| 영업이익 | 181 | 112 | 49 | | | 105 | 109 | 127 | 4,756.9 | 21.5 |
| 순이익 | 79 | 67 | 38 | | | 76 | 74 | 92 | 25.4 | 20.6 |

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

| | 2010A | 2011A | 2012F | 2013F | 2014F |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 7,865 | 8,525 | 8,873 | 9,383 | 10,954 |
| 영업이익 | 575 | 545 | 403 | 506 | 618 |
| 세전순이익 | 517 | 513 | 413 | 503 | 635 |
| 총당기순이익 | 387 | 413 | 313 | 381 | 481 |
| 지배지분순이익 | 387 | 413 | 313 | 381 | 481 |
| EPS | 7,580 | 8,090 | 6,144 | 7,479 | 9,433 |
| PER | 15.3 | 11.4 | 10.0 | 8.2 | 6.5 |
| BPS | 70,710 | 74,117 | 79,291 | 85,798 | 94,258 |
| PBR | 1.6 | 1.2 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| ROE | 11.2 | 11.2 | 8.0 | 9.1 | 10.5 |

주: 영업이익은 회산발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

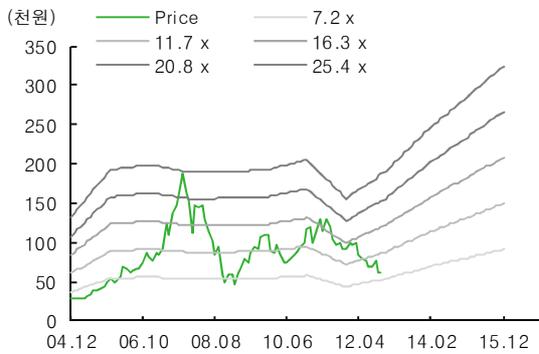
자료: GS건설, 대신증권 리서치센터

2) 또한 2010~2011년 치열한 경쟁을 통해 수주한 중동지역의 공사에서 기성이 본격화되는 시점이기 때문에 전체적인 수주잔고의 수익성은 과거보다 낮을 수 밖에 없다. 따라서 이번 해외부문 원가율의 하락을 일회성이라고 평가하며 긍정적으로 판단하기는 어렵다.

2013년 실적에 대한 불확실성, 투자의견 시장수익률로 하향 조정

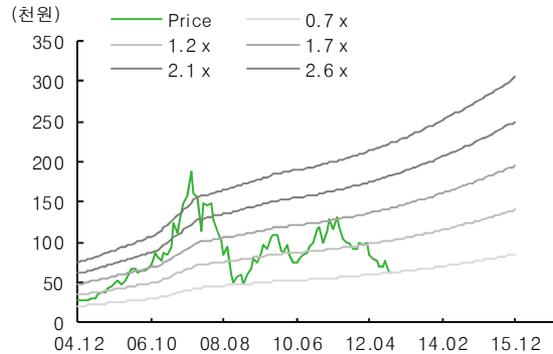
현 시점에서 GS건설의 2013년 실적 불확실성은 더욱 커진 것으로 판단된다. 2013년 매출액 성장에 대한 기여도가 높은 해외 플랜트에서의 원가율에 대한 신뢰가 하락했기 때문이다. 국내부문에서 토목, 주택 신규수주가 부진하고, 특히 올해 주택 신규분양이 부진하기 때문에 국내부문에서는 역성장 가능성도 있는 것으로 판단된다. 따라서 매출 성장 키워드는 실질 수주잔고의 증가(장기 지연 해외플랜트의 착공)로 인한 해외 플랜트 매출 증가이다. 반면 이번 3분기 실적으로 인해 해외 플랜트 원가 상승 가능성이 높은 것으로 전망되기 때문에 2011~12년과 마찬가지로 매출 성장에도 불구하고 영업이익은 감소할 가능성이 남아있다. 2013년 실적에 대한 불확실성과 건설업종에 대한 Valuation 하락을 감안하여 GS건설에 대한 목표주가를 71,000원(PBR 0.9배, 3년 평균 하단)으로 하향 조정하고, 투자의견도 시장수익률로 낮춘다.

그림 1. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 2. PBR(12M Fwd) 밴드



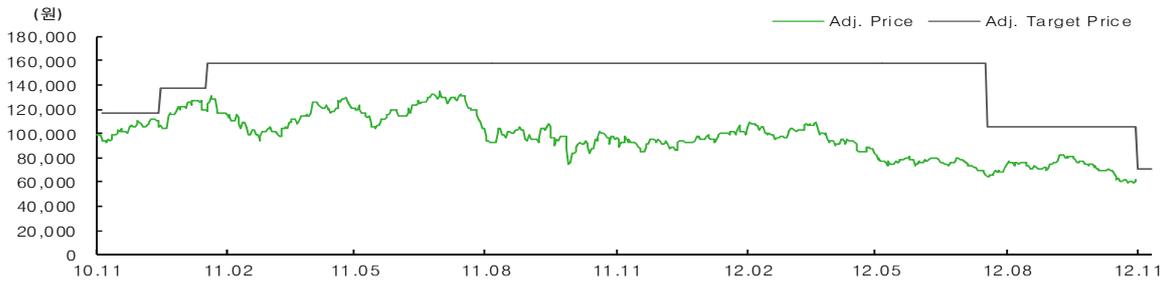
자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.(담당자: 조윤호)

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

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



| | | | | | | | | | | |
|------|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자 | 12.11.08 | 12.10.17 | 12.08.09 | 12.07.25 | 12.07.11 | 12.06.26 | 12.05.02 | 12.04.17 | 12.01.02 | 11.11.21 |
| 투자의견 | Marketperform | Buy |
| 목표주가 | 71,000 | 106,000 | 106,000 | 106,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 |
| 제시일자 | 11.10.26 | 11.10.17 | 11.10.05 | 11.09.26 | 11.07.14 | 11.06.30 | 11.05.02 | 11.01.24 | 10.12.23 | 10.11.12 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 158,000 | 138,000 | 117,000 |
| 제시일자 | | | | | | | | | | |
| 투자의견 | | | | | | | | | | |
| 목표주가 | | | | | | | | | | |

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상