

NDR후기) 향후 개선가능성 크나, 폭은 제한적

Analyst 이광수

02) 3787-2320  
koreain@hmcib.com

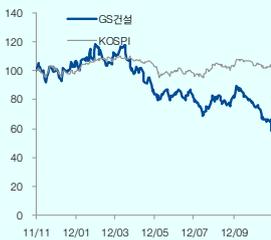
Jr.Analyst 정길수

02) 3787-2246  
gilsoo.jung@hmcib.com

현재주가 (11/9)	52,800원
상승여력	57.2%
시가총액	2,693십억원
발행주식수	51,000천주
자본금/액면가	255십억원 /5,000원
52주 최고가/최저가	109,500원/52,800원
일평균 거래대금 (60일)	26십억원
외국인지분율	31.65%
주요주주	허창수 외 17 인 30.42%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-27.4 -31.1 -33.0
상대주가(%p)	-24.5 -29.8 -31.4
당사추정 EPS	4,918원
컨센서스 EPS	5,864원
컨센서스 목표주가	85,977원

※ K-IFRS 개별 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 실적 발표 후 불확실성 확대로 큰 폭의 주가 하락
- 3분기 실적 부진 이유는 원가를 상승 - 향후 개선 가능하나 소폭에 그칠 전망
- 원가를 상승에 의해 2013년 이익, 당초 예상보다 감소 불가피 - 목표주가 하향

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	8,324	594	402	638	7,875	6.1	14.7	1.7	8.2	11.7
2011	9,052	598	424	661	8,308	5.5	11.1	1.3	7.4	11.6
2012F	9,507	311	251	385	4,918	-40.8	10.7	0.7	9.6	6.6
2013F	10,925	465	327	542	6,418	30.5	8.2	0.7	7.1	8.2
2014F	12,572	581	412	651	8,078	25.9	6.5	0.6	5.7	9.5

\* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 개별 기준

부진한 실적 발표 후 시장 반응은 '냉담, 우려'

시장 예상 대비 크게 부진한 실적을 발표한 후 14%이상의 주가하락이 이어졌다. 3분기 실적 부진은 일회성 원가 상승분 637억원이 해외(사우디, 바레인) 프로젝트와 국내 토목 부항담 사업에 반영되었기 때문이다. 3분기 실적 부진 원인이 일회성이기 때문에 향후 실적 개선 가능성이 있음에도 불구하고 시장의 우려는 커지고 있다. 이유는 **동사가 보유중인 해외프로젝트 잔고에 대한 실적 불확실성이 크기 때문이다.** 즉, 향후 지속적으로 수익성에 대한 의문이 커지고 있는 것이다.

GS건설, 향후 실적 개선 가능하나 폭은 제한적

현재 상황에서 동사의 향후 수익성을 추정하기에 불확실성이 커지고 있다는 판단이다. 회사의 우려 표명뿐 아니라 대외경기가 불안했던 2009~2010년에 수주한 해외프로젝트의 매출이 지속되고 있기 때문이다. 현재 시점에서 당 리서치가 추정하는 저 수익 해외공사 매출이 전체 해외매출에서 차지하는 비중이 감소하는 시기는 2013년 3분기가 될 것으로 예상된다. 따라서, **실적 개선이 본격적으로 시작되는 시점은 내년 3분기 이후가 될 것으로 전망된다.**

지금은 모멘텀을 고민할 시점

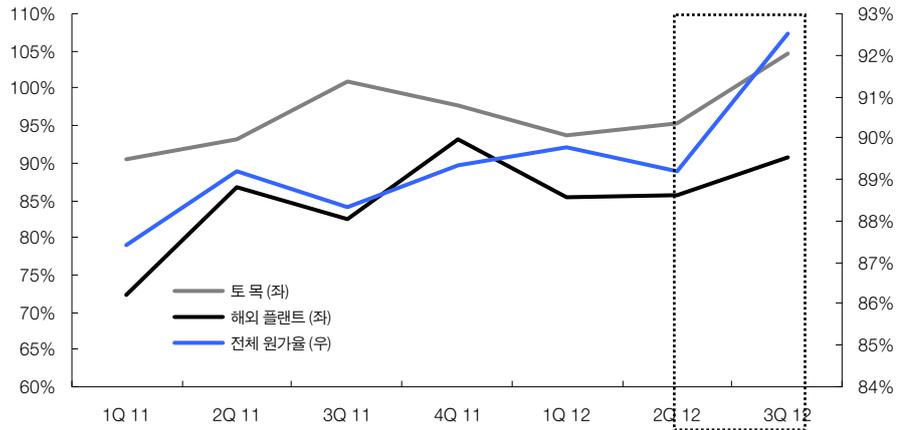
단기적으로 빠른 주가하락에도 불구하고 실적 추정 하향으로 인해 Valuation은 오히려 상승하고 있다. 그러나, **시가총액 2.8조원으로 크게 하락한 기업가치는 동사를 다시금 보게 하는 이유가 될 것이라는 판단**이다. 물론, 현재 상황에서 단기간에 빠른 실적 개선은 불가능하다. 그러나, 향후 1) 중동을 중심으로 한 정유플랜트 발주 모멘텀과 2) 신시장 진출을 통한 장기 성장성 확보를 고려할 때 동사에 대한 관심을 가져볼 시점이라는 판단이다.

이러한 점에서, 원가를 상승으로 인해 2013년 영업이익 감소로 목표주가를 83,000원으로 하향하나 향후 수주 모멘텀에 의한 주가 반전을 기대하며 Buy 의견을 유지한다.

**Q. 3분기 실적이 부진한 가장 큰 이유는 무엇인가?**

시장 기대치 대비 부진했던 이유는 일회성 원가 상승이 반영되었기 때문이다. 사우디 석유화학 플랜트, 바레인 환경 플랜트, 국내 토목공사 (부항댐)의 원가율이 상승되며 전체 수익성이 악화되었다. 일시적으로 반영된 원가는 약 637억원이다. 이러한 원가 반영으로 토목 원가율은 105%, 플랜트(해외)는 90.8%로 전분기 대비 크게 상승하였다.

〈그림〉 3분기 실적 부진 이유는 원가율 상승 (토목, 해외사업)



자료: GS건설, HMC투자증권

**Q. 4분기 수익성 개선 가능한가?**

3분기 실적 부진 이유가 프로젝트의 일시적 원가 상승이었기 때문에 4분기 실적 개선 가능성은 높은 상황이다. 그러나, 최근 해외프로젝트 수익성이 전반적으로 하락세이기 때문에 단기간에 빠른 개선은 제한적일 것이다.

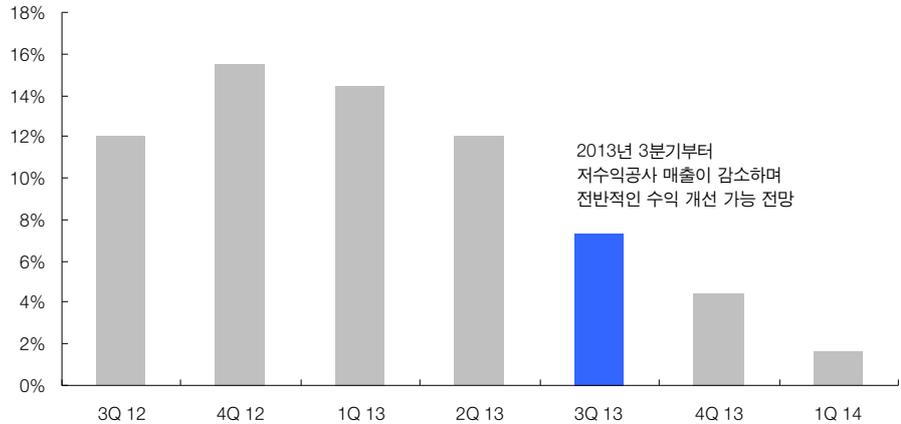
2009년과 2010년 중동을 중심으로 지역과 공정 다각화를 위해 전략적으로 수주한 프로젝트 매출이 진행되고 있다. 이 당시 수주는 수익성 보다는 향후 시장 성장 가능성을 보고 수주한 것이기 때문에 과거 평균 수익성 보다는 낮다. 따라서, 이러한 프로젝트들이 매출이 증가하고 있는 상황에서는 수익성에 대한 우려가 있을 수 있다.

**Q. 2013년 전망과 수익개선 시점은?**

현재 사업 계획 중이기 때문에 내년 전망을 말하긴 힘들다. 12월 초쯤에 내년 실적에 대한 모습이 파악할 수 있다. 전반적인 모습은 수주의 경우 올해보다는 낮은 목표를 제시할 가능성이 높다. 수주량 보다는 수익성을 위주로 한 수주에 집중할 것이다.

매출은 그동안 누적 수주가 증가한 상황이기에 때문에 올해보다 10% 이상 성장이 가능할 것이다. 수익성은 다소 유보적이다. 수익성이 빠르게 개선되기는 힘들 것이다. 수익성 개선 시점은 정확히 이야기 하기 힘든 시점이다. 저수익 공사 매출이 감소한 시점이 시작점이 될 것으로 판단된다. (당 리서치는 그 시점을 2013년 3분기로 예상하고 있다.)

〈그림2〉 수익성 낮은 프로젝트가 해외매출에서 차지하는 비중



자료: GS건설, HMC투자증권

**Q. 올해 수주 전망과 현재 추진 중인 해외수주는?**

올해 수주 목표는 16.5조원이었다. 3분기 누적 수주는 7.4조원으로 목표 대비 부진한 상황이다. 현재까지는 국내와 해외 모두 부진한 상황이다. 4분기 수주를 포함 올해 최대 12조원 내외의 수주는 가능할 것으로 전망된다. 해외수주는 목표는 9.9조원 이었는데 7조원 정도가 전망된다. 4분기 카자흐스탄의 석유화학 플랜트 20억 달러의 수주 향방이 매우 중요할 것으로 판단된다.

현재 가시적으로 추진 중인 해외프로젝트는 카자흐스탄 석유화학 20억 달러, 터키 스타 정유 10억 달러, 베네수엘라 10억 달러 이상 등이 추진 중이다. 카자흐스탄을 제외하고는 내년 초에 최종 수주가 결정될 것으로 예상된다.

**Q. 재무상태가 악화되었다. 이유와 향후 예상은?**

3분기 기준 순차입금(연결기준) 1조 1,160억원으로 2분기 비교 2,741억원의 순차입금이 증가하였다. 스페인 이나마 인수, 운전자금 증가 등이 주요한 원인이다. 4분기 기성 수금 등으로 개선여지는 있으나, 당분간 순차입금이 크게 감소하기는 어려운 구조이다. 부동산 PF도 2.2조원으로 전분기 대비 3천억원 증가하였다. 금리 인하 목적으로 일부 대여금을 PF로 전환하였다. 안정적인 자금 흐름을 이어가기 위해 노력할 것이나 2013년 하반기부터 개선 가능성이 높다고 판단한다.

**2013년 당초 예상보다 수익성 악화 예상**

3분기 실적으로 확인된 해외프로젝트 수익성을 향후 실적에 반영하여 2013년 실적 전망치가 하향되었다. 당초 기대되었던 2013년 매출원가율은 89%로 전망되었으나, 수정된 원가율은 89.8%로 당초보다 0.8% point 상승하였다. 가장 큰 이유는 역시 지속 부진이 예상되는 해외플랜트 수익성이다. 현재 상황에서 2013년 해외 플랜트 원가율은 88%로 과거 84%대에서 크게 상승할 것으로 예상된다.

2013년 수익 추정은 IFRS연결 기준 매출 10.9조원으로 올해 대비 14.9% 증가, 영업이익 4,648억원으로 올해 대비 49% 증가, 순이익은 3,306억원으로 올해 대비 38.9% 증가할 것으로 전망된다. 올해 실적 부진이 반영되어 대부분 증가하는 모습을 보이나, 절대 금액 수준으로 동사의 과거 평균의 실적 보다는 하향할 것으로 예상된다.

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>매출액</b>	8,324	9,052	9,507	10,925	12,572
증가율 (%)	9.3	8.8	5.0	14.9	15.1
<b>매출원가</b>	7,203	8,024	8,624	9,816	11,200
매출원가율 (%)	86.5	88.6	90.7	89.8	89.1
<b>매출총이익</b>	1,121	1,029	883	1,109	1,373
매출이익률 (%)	13.5	11.4	9.3	10.2	10.9
증가율 (%)	8.9	-8.2	-14.1	25.5	23.8
판매관리비	527	634	592	668	809
<b>조정영업이익 (GP-SG&amp;A)</b>	594	395	292	441	564
조정영업이익률 (%)	7.1	4.4	3.1	4.0	4.5
증가율 (%)	-2.7	-33.5	-26.1	51.2	27.8
기타영업손익	0	203	19	24	17
<b>EBITDA</b>	638	661	385	542	651
EBITDA 이익률 (%)	7.7	7.3	4.1	5.0	5.2
증가율 (%)	-2.6	3.6	-41.7	40.6	20.2
<b>영업이익</b>	594	598	311	465	581
영업이익률 (%)	7.1	6.6	3.3	4.3	4.6
증가율 (%)	-2.7	0.7	-48.0	49.5	25.0
금융손익	-32	-49	36	-14	-6
기타영업외손익	-11	0	0	0	0
증속/관계기업관련손익	-9	15	14	15	11
<b>세전계속사업이익</b>	542	564	361	466	586
세전계속사업이익률 (%)	6.5	6.2	3.8	4.3	4.7
증가율 (%)	4.3	4.0	-36.0	29.1	25.7
법인세비용	131	136	104	135	170
계속사업이익	411	427	257	331	416
<b>당기순이익</b>	411	427	257	331	416
당기순이익률 (%)	4.9	4.7	2.7	3.0	3.3
증가율 (%)	6.5	4.1	-40.0	28.9	25.9
지배주주지분 순이익	402	424	251	327	412
비지배주주지분 순이익	9	4	6	3	4
기타포괄이익	0	-194	-19	29	29
총포괄이익	0	233	238	359	445

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>유동자산</b>	6,918	7,782	7,727	7,769	8,205
현금성자산	1,464	1,488	1,271	1,123	1,230
단기투자자산	992	553	505	538	616
매출채권	205	264	155	172	187
재고자산	434	495	549	551	535
기타유동자산	3,823	4,984	5,247	5,384	5,638
<b>비유동자산</b>	3,532	3,316	3,929	3,892	3,881
유형자산	2,761	2,195	2,250	2,182	2,120
무형자산	1	54	192	183	175
투자자산	260	593	850	889	949
기타비유동자산	510	474	638	638	637
<b>기타금융융입자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	10,450	11,099	11,656	11,660	12,086
<b>유동부채</b>	5,084	5,346	5,069	4,778	4,837
단기차입금	605	549	651	676	676
매입채무	1,607	1,657	1,573	1,653	1,825
유동성장기부채	251	249	263	278	278
기타유동부채	2,622	2,892	2,582	2,171	2,058
<b>비유동부채</b>	1,541	1,795	2,446	2,426	2,398
사채	349	744	800	750	800
장기차입금	119	234	627	657	607
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,074	817	1,019	1,019	991
<b>기타금융융입부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	6,625	7,141	7,515	7,204	7,234
<b>지배주주지분</b>	3,573	3,735	3,844	4,156	4,547
자본금	255	255	255	255	255
자본잉여금	303	160	164	170	170
자본조정 등	-87	-82	-151	-151	-151
기타포괄이익누계액	555	-17	-41	-12	17
이익잉여금	2,547	3,420	3,617	3,895	4,257
<b>비지배주주지분</b>	252	223	297	300	304
<b>자본총계</b>	3,825	3,958	4,141	4,457	4,852

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	331	-482	-272	-112	218
<b>당기순이익</b>	411	427	257	331	416
유형자산 상각비	43	62	68	68	62
무형자산 상각비	1	1	6	9	8
외환손익	-2	41	-16	-24	-16
운전자본의 감소(증가)	-452	-977	-592	-481	-242
기타	331	-36	6	-15	-10
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-265	108	-240	-5	-83
투자자산의 감소(증가)	369	-334	-256	-40	-60
유형자산의 감소	17	11	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-176	-51	-32	0	0
기타	-476	481	48	35	-23
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-112	364	291	-31	-28
차입금의 증가(감소)	-91	115	393	30	-50
사채의 증가(감소)	-311	395	56	-50	50
자본의 증가	0	-143	4	6	0
배당금	-50	-51	-50	-50	-50
기타	339	47	-112	33	22
<b>기타현금흐름</b>	-4	5	4	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-50	-6	-217	-147	106
기초현금	1,514	1,494	1,488	1,271	1,123
기말현금	1,464	1,488	1,271	1,123	1,230

(단위: 원,%)

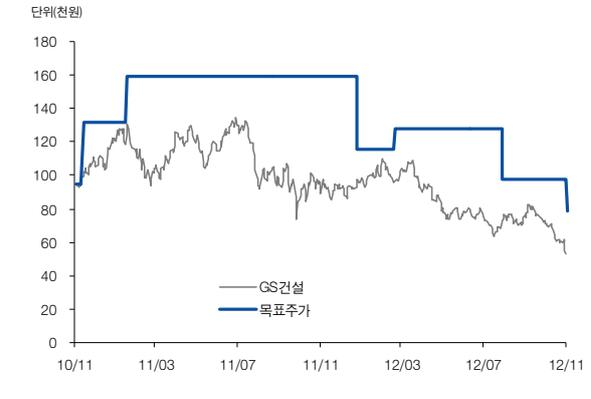
주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	8,053	8,380	5,029	6,482	8,159
EPS(지배순이익 기준)	7,875	8,308	4,918	6,418	8,078
BPS(자본총계 기준)	74,980	76,555	77,427	83,794	91,710
BPS(자본지분 기준)	70,035	72,182	71,606	77,908	85,741
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER(당기순이익 기준)	14.4	11.0	10.5	8.1	6.5
PER(지배순이익 기준)	14.7	11.1	10.7	8.2	6.5
PBR(자본총계 기준)	1.5	1.2	0.7	0.6	0.6
PBR(자본지분 기준)	1.7	1.3	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	8.2	7.4	9.6	7.1	5.7
배당수익률	0.9	1.1	1.9	1.9	1.9
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	6.5	4.1	-40.0	28.9	25.9
EPS(지배순이익 기준)	6.1	5.5	-40.8	30.5	25.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	11.2	11.0	6.3	7.7	8.9
ROE(지배순이익 기준)	11.7	11.6	6.6	8.2	9.5
ROA	4.0	4.0	2.3	2.8	3.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	173.2	180.4	181.5	161.6	149.1
순차입금비율	-24.8	-1.6	17.4	19.0	14.1
이자보상배율	8.4	14.6	6.1	9.0	11.5

\* 2010은 K-GAAP 기준, 2011F~2014F은 K-IFRS 연결 기준

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/01/25	BUY	159,000	12/05/22	BUY	128,000
11/03/08	BUY	159,000	12/06/15	BUY	128,000
11/03/29	BUY	159,000	12/07/23	BUY	128,000
11/05/02	BUY	159,000	12/07/25	BUY	128,000
	* 담당자 변경		12/08/07	BUY	98,000
12/01/04	BUY	116,000	12/08/31	BUY	98,000
12/01/19	BUY	116,000	12/09/10	BUY	98,000
12/01/25	BUY	116,000	12/09/11	BUY	98,000
12/02/29	BUY	128,000	12/09/17	BUY	98,000
12/04/17	BUY	128,000	12/10/09	BUY	98,000
12/04/23	BUY	128,000	12/10/17	BUY	98,000
12/05/08	BUY	128,000	12/11/12	BUY	83,000

▶ 최근 2년간 GS건설 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 계열사 관계에 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이광수, 정길수의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.