

2013. 02. 08

Analysts

허문욱 02) 3777-8096
mw.heu@kbsec.co.kr이경신 02) 3777-8446
ks.lee@kbsec.co.kr

GS건설 (006360)

Earnings Review

투자의견 (유지) **HOLD**
목표주가 (하향) **72,200 (원)**

Upside / Downside (%)	29.6
현재가 (02/07, 원)	55,700
Consensus target price (원)	73,000
Difference from consensus (%)	(1.1)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2011	2012E	2013E	2014E
매출액 (십억원)	8,525	9,072	9,758	10,434
영업이익 (십억원)	545	339	513	552
순이익 (십억원)	413	275	376	403
EPS (원)	8,090	5,392	7,380	7,893
증감률 (%)	1.3	(33.3)	36.9	7.0
PER (X)	11.4	10.3	7.5	7.1
EV/EBITDA (X)	7.6	8.7	6.2	6.0
PBR (X)	1.3	0.7	0.7	0.6
ROE (%)	11.2	7.1	9.1	9.0

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(3.3)	(9.3)	(23.3)	(44.0)
KOSPI대비 상대수익률	0.7	(9.0)	(25.7)	(41.4)



Trading Data

시가총액 (십억원)	2,841
유통주식수 (백만주)	34
Free Float (%)	66.6
52주 최고/최저 (원)	109,500 / 47,500
거래대금 (3M, 십억원)	27
외국인 소유지분율 (%)	30.0
주요주주 지분율 (%)	허창수외 17인 30.4

자료: Fnguide, KB투자증권

해외원가정산 이슈로 실적턴어라운드는 2014년 가능

2012년 해외현장에 대한 클린화로 영업이익이 62.8% 급감했다. 2013년에도 일부 해외현장에 대한 공사타절 등 분쟁이슈 해결여부에 따라 실적변동성이 커진다. 2012년 주택사업 매출총이익률이 11.8%에 달했는데, 추가클린화 우려도 남아있다. 2012년 확보한 수주의 퀄리티는 좋아 보인다. 저가현장 클린화가 종료되고, 양질의 수주액이 기성되는 2014년 중반이 실적턴어라운드 시점이다.

2012년 연결실적은 가이던스대비 수주액 55%, 매출액 98%, 영업이익 29% 달성

2012년 4분기 연결실적은 수주액 1조 7,526억원 (-67.1% YoY), 매출액 2조 4,250억원 (-10.5% YoY), 영업이익 -804억원 (적전)이다. 2012년 연결실적은 수주액 9조 1,069억원 (-31.3% YoY), 매출액 9조 2,896억원 (+2.6% YoY), 영업이익 1,604억원 (-62.8% YoY, 영업이익률 -3.0%p한 1.7%)이다. 컨센서스는 매출액 8조 9,804억원, 영업이익 3,425억원이며, 컨센서스대비 매출액은 3.4% 상회, 영업이익은 58.0% 하회했다. 가이던스는 수주액 16조 5,000억원, 매출액 9조 5,170억원, 영업이익 5,550억원이며, 달성률은 수주액 55%, 매출액 98%, 영업이익 29%다.

해외현장에 대한 클린화와 고마진 계열사 기성인식 부진이 실적둔화의 원인

2012년 실적특징이다. ① 수주액 부진은 대형프로젝트 수주실패, 국내부동산경기 침체로 인한 외주주택 수주부진 때문이다. ② 매출액 저성장은 해외플랜트 기성증가에도 불구하고, 관계사 물량감소와 국내토목 일부현장의 기성차질이 원인이다. ③ 영업이익 부진은 고수익 관계사 기성감소, 주택사업 수익둔화, 2010~2011년 저수익공사의 기성증가, 발주처 EPC 요구사항 증가에 반해 설계변경 제약, 기성인식에 대한 발주처와 트러블로 공기지연현상 발생 등이 영향을 줬다. UAE TIR 파이프라인공사의 1,100억원 원가정산 등으로 4분기 해외매출총이익률이 -7.4%로 하락하면서 연간매출총이익률이 -3.8%p YoY한 7.7%로 낮아졌다.

2013년 가이던스는 외형 성장측면에서 시장컨센서스를 상회하는 양호한 수준

2013년 사업계획이다. ▶ 수주액은 12조원 (+31.8% YoY)이다. 2012년 가이던스 16.5조원에도 못미친다. 지역별로 국내 5조 7,450억원 (+28.4% YoY), 해외 6조 2,550억원 (+35.0% YoY)이다. 공종별로 토목 2조 1,400억원, 플랜트 3조 7,500억원, 발전/환경 2조 5,100억원, 건축 2조 4,000억원, 주택 1조 2,000억원으로 건축과 주택을 제외하고, 성장모드이다. ▶ 매출액은 10조 5,600억원 (+13.7% YoY)이다. 2012년말 수주잔고액이 37조 7,392억원으로 2.6% 감소했으나, 잔고회전을 4.2배, 양호한 공정률로 인해 제시된 수치다. 컨센서스 9조 6,465억원을 9.5% 상회한다. 지역별로 국내 4조 1,450억원 (-9.2% YoY), 해외 6조 4,150억원 (+35.8% YoY), 공종별로 토목 1조 1,140억원, 플랜트 4조 4,680억원, 발전/환경 1조 7,020억원, 건축 1조 8,100억원, 주택 1조 1,980억원, 파르나스 등 2,680억원이다.

전반적 펀더멘털요건 약화로 2013년에도 수익성은 내실을 다지는 한해

2013년 사업계획에서 영업이익은 제외됐다. 비공식적인 가이드라인은 중립적 가정하에서 영업이익 3,000억원 (+87.1% YoY, 영업이익률 +1.1%p한 2.8%), 세전이익 2,000억원 (+17.8% YoY)이며, 비관적 가정하에서 영업이익 2,000억원 (+24.8% YoY, 영업이익률 +0.2%p한 1.9%), 세전이익 1,000억원 (-41.1% YoY)로 추산된다. 기저효과로 증가율은 높지만, 영업이익률 수준을 저조하다. 해외 대형프로젝트에 대한 공사타절 등 분쟁이슈가 계류중인 것으로 추정된다. 세전이익은 2013년 주택부문에 대한 대손충당금을 1,000억원 반영한다는 가정이 포함된 것으로 보인다. 2013년 영업실적의 불확실성이 여전히 남아 있는 것으로 예상되어 HOLD 투자의견을 유지하며, 수익추정치를 수정하기 전에 상징적 의미에서 목표주가를 5% 하향한다.

표 1. GS건설 [연결잠정] 2012년 4분기 실적 요약

(단위: 십억원)	4Q12P	4Q11	증감률 (YoY %, %p)	3Q12	증감률 (QoQ %, %p)	컨센서스 4Q12C	차이 (%, %p)
매출액	2,425	2,708	(10.5)	2,401	1.0	2,652	(8.6)
매출총이익	56	289	(80.7)	180	(69.0)	n/a	n/a
영업이익	(80)	79	적전	52	적전	73	적전
세전이익	(96)	77	적전	58	적전	68	적전
순이익	(76)	73	적전	38	적전	57	적전
이익률 (%)							
매출총이익	2.3	10.7	(8.4)	7.5	(5.2)	n/a	n/a
영업이익	(3.3)	2.9	(6.2)	2.2	(5.5)	2.8	(6.1)
세전이익	(4.0)	2.9	(6.8)	2.4	(6.4)	2.6	(6.6)
순이익	(3.1)	2.7	(5.8)	1.6	(4.7)	2.2	(5.3)

자료: GS건설, Fnguide, KB투자증권 작성

주1: 컨센서스는 2013년 02월 07일 기준

주2: 영업이익 산출기준 변경 (매출총이익에서 판관비 차감 후 영업이익 산출)

표 2. GS건설 [연결잠정] 2012년 연간 실적 요약

(단위: 십억원)	2012P	2011	증감률 (YoY %, %p)
매출액	9,290	9,052	2.6
매출총이익	716	1,039	(31.1)
영업이익	160	431	(62.8)
세전이익	170	564	(69.9)
순이익	108	427	(74.6)
이익률 (%)			
매출총이익	7.7	11.5	(3.8)
영업이익	1.7	4.8	(3.0)
세전이익	1.8	6.2	(4.4)
순이익	1.2	4.7	(3.6)

자료: GS건설, KB투자증권 정리

주: 영업이익 산출기준 변경 (매출총이익에서 판관비 차감 후 영업이익 산출)

표 3. GS건설 [연결잠정] 연간 목표달성 현황

(단위: 십억원)	연간가이던스	1Q12	2Q12	3Q12P	4Q12	2012 누적	누적달성률 (%)
신규수주	16,500	1,074	4,941	1,340	1,753	9,107	55.2
매출액	9,517	2,108	2,355	2,401	2,425	9,290	97.6
매출총이익	1,036	219	257	182	56	714	68.9
영업이익	555	105	84	52	(80)	160	28.9
세전이익	553	100	110	56	(97)	170	30.7

자료: GS건설, KB투자증권 정리

주: 영업이익 산출기준 변경 (매출총이익에서 판관비 차감 후 영업이익 산출)

표 4. GS건설 [잠정] 목표주가 컨센서스

구분	목표주가 (원)
KB 목표주가	72,200
Consensus	73,000
최고	96,000
최저	57,000
중간	71,000

자료: FnGuide, KB투자증권 정리

주: 컨센서스는 2013년 02월 07일 기준

표 5. GS건설 (연결집정) 2012년 부문별 실적 요약

(단위: 십억원)		4Q12P	4Q11	증감률 (YoY %)	2012P	2011	누적증감률 (YoY %)
신규수주액	토목	345	1,004	(65.6)	577	1,685	(65.7)
	플랜트	54	1,435	(96.2)	3,195	4,181	(23.6)
	발전/환경	620	670	(7.5)	1,697	1,799	(5.7)
	건축	639	814	(21.5)	2,383	2,825	(15.6)
	주택	95	1,398	(93.2)	1,256	2,764	(54.6)
	국내	1,571	2,760	(43.1)	4,475	7,385	(39.4)
	해외	181	2,561	(92.9)	4,632	5,868	(21.1)
	합계	1,753	5,320	(67.1)	9,107	13,253	(31.3)
매출액	토목	329	325	1.3	1,237	1,097	12.7
	플랜트	1,061	1,156	(8.2)	3,953	3,434	15.1
	발전/환경	297	286	3.9	1,113	921	20.8
	건축	379	519	(27.0)	1,600	2,226	(28.1)
	주택	282	341	(17.3)	1,105	1,076	2.7
	기타	77	83	(6.8)	282	298	(5.6)
	국내	1,139	1,443	(21.1)	4,565	5,241	(12.9)
	해외	1,286	1,265	1.7	4,725	3,811	24.0
	합계	2,425	2,708	(10.5)	9,290	9,052	2.6
매출총이익	토목	25	8	204.0	45	47	(5.6)
	플랜트	(85)	94	적전	233	422	(44.8)
	발전/환경	33	40	(17.5)	108	133	(18.6)
	건축	34	67	(49.1)	150	234	(35.6)
	주택	33	64	(48.5)	130	152	(14.1)
	기타	16	17	(6.8)	49	53	(8.6)
	국내	150	216	(30.6)	461	587	(21.5)
	해외	(95)	73	적전	255	454	(43.7)
	합계	56	290	(80.8)	715	1,041	(31.3)
매출총이익률 (%)	토목	7.5	2.5	5.0	3.6	4.3	(0.7)
	플랜트	(8.0)	8.1	적전	5.9	12.3	(6.4)
	발전/환경	11.2	14.1	(2.9)	9.7	14.4	(4.7)
	건축	9.0	12.9	(3.9)	9.4	10.5	(1.1)
	주택	11.7	18.8	(7.1)	11.8	14.1	(2.3)
	기타	20.3	20.3	(0.0)	17.3	17.9	(0.6)
	국내	13.2	15.0	(1.8)	10.1	11.2	(1.1)
	해외	(7.4)	5.8	적전	5.4	11.9	(6.5)
	합계	2.3	10.7	(8.4)	7.7	11.5	(3.8)
판매비		136	212	(35.8)	556	608	(8.6)
판매비율 (%)		5.6	7.8	(2.2)	6.0	6.7	(0.7)
영업이익		(80)	79	적전	160	431	(62.8)
영업이익률 (%)		(3.3)	2.9	(6.2)	1.7	4.8	(3.0)
세전이익		(97)	77	적전	170	564	(69.9)
세전이익률 (%)		(4.0)	2.9	(6.8)	1.8	6.2	(4.4)
순이익		(76)	73	적전	108	427	(74.6)
순이익률 (%)		(3.1)	2.7	(5.8)	1.2	4.7	(3.6)

자료: GS건설, KB투자증권 정리

표 6. GS건설 2013년 사업계획

(단위: 십억원)		2013E	2012P	증감률 (YoY %, %p)
신규수주액	토목	2,140	577	270.8
	플랜트	3,750	3,195	17.4
	발전/환경	2,510	1,697	48.0
	건축	2,400	2,383	0.7
	주택	1,200	1,256	(4.4)
	국내	5,745	4,475	28.4
	해외	6,255	4,632	35.0
	합계	12,000	9,107	31.8
매출액	토목	1,114	1,237	(9.9)
	플랜트	4,468	3,953	13.0
	발전/환경	1,702	1,113	52.9
	건축	1,810	1,600	13.1
	주택	1,198	1,105	8.4
	기타	268	282	(4.8)
	국내	4,145	4,565	(9.2)
	해외	6,415	4,725	35.8
	합계	10,560	9,290	13.7

자료: GS건설, KB투자증권 정리

Appendices – Peers Comparison

표 1. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 I

(단위: 십억원)		삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600	Average
투자의견		BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)		76,100	79,000	24,000	194,000	102,000	72,200	11,300	10,000	60,000	66,000	
현재주가 (02/07, 원)		64,000	66,400	22,450	156,000	89,500	55,700	8,760	8,770	41,250	53,900	
Upside (%)		18.9	19.0	6.9	24.4	14.0	29.6	29.0	14.0	45.5	22.4	
시가총액		9,998	7,394	1,692	6,240	3,115	2,841	3,641	78	4,367	2,426	4,179
주정회계기준 (K-IFRS)		연결	연결	별도	연결	연결	별도	별도	별도	연결	별도	
매출액	2011	21,546	11,920	3,102	9,298	7,988	8,525	7,032	1,279	8,496	925	11,509
	2012E	25,618	13,381	2,250	11,215	10,333	9,072	8,196	1,095	9,615	1,037	13,430
	2013E	28,312	14,680	2,909	12,467	11,402	9,758	9,482	1,077	10,602	1,133	14,864
	2014E	30,847	16,168	3,212	13,633	12,541	10,434	10,650	1,106	11,519	1,234	16,255
영업이익	2011	597	754	362	717	516	545	365	35	570	119	572
	2012E	737	771	155	732	518	339	372	28	610	144	594
	2013E	674	837	249	801	550	513	513	26	705	158	642
	2014E	711	895	298	855	592	552	567	29	805	173	694
순이익	2011	409	685	226	515	380	413	227	6	262	105	415
	2012E	491	567	77	515	407	275	221	5	360	119	411
	2013E	477	620	142	570	441	376	339	4	440	130	456
	2014E	514	667	175	614	482	403	397	6	508	143	499
EPS (원)	2011	2,574	5,706	3,004	12,832	10,508	8,090	551	617	2,596	2,326	5,451
	2012E	3,070	4,682	1,017	12,900	11,261	5,392	533	550	3,468	2,634	5,299
	2013E	3,000	5,290	1,888	14,099	12,020	7,380	815	396	3,789	2,893	5,868
	2014E	3,233	5,688	2,323	15,198	13,142	7,893	956	667	4,374	3,168	6,385
BPS (원)	2011	50,851	37,314	33,784	32,911	112,441	73,161	7,919	50,112	34,133	10,734	43,376
	2012E	60,743	41,168	33,408	42,984	122,317	77,127	8,471	50,536	35,826	11,617	49,196
	2013E	62,262	46,175	35,035	53,819	133,640	83,472	9,261	50,764	38,025	13,218	53,796
	2014E	64,009	51,603	36,895	65,811	146,027	90,272	10,193	51,264	40,903	14,956	58,910
순차입금	2011	3,040	(375)	1,395	(707)	285	(256)	1,184	139	3,021	(176)	1,024
	2012E	3,416	668	1,290	(368)	444	471	859	306	3,555	(216)	1,432
	2013E	3,713	624	1,307	(489)	596	562	872	327	3,839	(248)	1,524
	2014E	3,999	563	1,300	(692)	742	649	822	330	4,027	(287)	1,581
EBITDA	2011	719	831	370	756	571	585	407	37	749	144	651
	2012E	866	855	165	787	576	379	409	29	792	172	680
	2013E	755	916	257	866	607	547	549	27	843	188	712
	2014E	798	976	307	941	661	586	615	30	955	206	771
PER (X)	2011	26.5	12.3	7.8	15.7	8.5	11.4	19.1	20.5	25.1	17.7	17.9
	2012E	20.1	15.0	21.5	13.4	7.6	10.6	18.7	14.5	13.1	22.8	16.0
	2013E	21.3	12.6	11.9	11.1	7.4	7.5	10.7	22.1	10.9	18.6	13.7
	2014E	19.8	11.7	9.7	10.3	6.8	7.1	9.2	13.1	9.4	17.0	12.5
PBR (X)	2011	1.3	1.9	0.7	6.1	0.8	1.3	1.3	2.3	1.9	3.8	2.3
	2012E	1.0	1.7	0.7	4.0	0.7	0.7	1.2	0.2	1.3	5.2	1.8
	2013E	1.0	1.4	0.6	2.9	0.7	0.7	0.9	0.2	1.1	4.1	1.5
	2014E	1.0	1.3	0.6	2.4	0.6	0.6	0.9	0.2	1.0	3.6	1.3
EV/EBITDA (X)	2011	19.2	8.8	8.1	9.7	6.1	7.6	13.6	14.6	13.2	11.6	12.2
	2012E	15.3	10.0	17.8	8.3	6.1	9.0	12.3	12.8	10.5	14.4	11.5
	2013E	18.2	8.7	11.6	6.6	6.1	6.2	8.2	14.9	9.7	11.6	10.7
	2014E	17.5	8.2	9.7	5.9	5.8	6.0	7.3	13.8	8.8	10.4	9.9

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

표 2. 주요 건설/엔지니어링사 밸류에이션 비교 II

(단위: 십억원)	삼성물산 A000830	현대건설 A000720	현대산업 A012630	삼성ENG A028050	대림산업 A000210	GS건설 A006360	대우건설 A047040	계룡건설 A013580	두산중공업 A034020	한전KPS A051600	Average
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	HOLD	BUY	HOLD	HOLD	BUY	
목표주가 (원)	76,100	79,000	24,000	194,000	102,000	72,200	11,300	10,000	60,000	66,000	
현재주가 (02/07, 원)	64,000	66,400	22,450	156,000	89,500	55,700	8,760	8,770	41,250	53,900	
Upside (%)	18.9	19.0	6.9	24.4	14.0	29.6	29.0	14.0	45.5	22.4	
시가총액	9,998	7,394	1,692	6,240	3,115	2,841	3,641	78	4,367	2,426	4,179
추정회계기준 (K-IFRS)	연결	연결	별도	연결	연결	별도	별도	별도	연결	별도	
절대수익률											
1M	0.5	(9.3)	(0.7)	(6.9)	(0.2)	(3.3)	(12.8)	8.0	(16.2)	(7.2)	(6.0)
3M	7.2	2.2	15.1	0.3	15.0	(9.3)	(7.2)	(0.3)	(11.7)	(7.1)	1.0
6M	(2.9)	6.4	5.6	(16.6)	(3.0)	(23.3)	(3.0)	(9.0)	(34.6)	7.4	(7.1)
1Y	(15.0)	(15.4)	(2.4)	(27.3)	(24.2)	(44.0)	(24.5)	(40.9)	(44.4)	37.5	(19.9)
YTD	2.2	(5.1)	3.7	(5.7)	2.9	(2.8)	(12.0)	8.4	(8.7)	(11.5)	(3.7)
초과수익률											
1M	4.4	(5.3)	3.3	(2.9)	3.7	0.7	(8.9)	12.0	(12.2)	(3.3)	(2.1)
3M	7.5	2.5	15.4	0.6	15.3	(9.0)	(6.9)	(0.0)	(11.4)	(6.8)	1.3
6M	(5.3)	4.0	3.3	(19.0)	(5.4)	(25.7)	(5.4)	(11.4)	(37.0)	5.0	(9.5)
1Y	(12.5)	(12.9)	0.1	(24.8)	(21.6)	(41.4)	(22.0)	(38.4)	(41.9)	40.0	(17.4)
YTD	5.5	(1.9)	7.0	(2.5)	6.1	0.5	(8.7)	11.7	(5.5)	(8.2)	(0.4)
매출액성장률											
2011	21.3	4.8	14.5	75.0	7.4	8.4	4.4	8.0	(58.4)	10.4	13.8
2012E	18.9	12.3	(27.5)	20.6	29.4	6.4	16.6	(14.4)	13.2	12.1	14.8
2013E	10.5	9.7	29.3	11.2	10.3	7.6	15.7	(1.6)	10.3	9.2	11.3
2014E	9.0	10.1	10.4	9.4	10.0	6.9	12.3	2.7	8.6	8.9	9.5
영업이익성장률											
2011	(5.5)	4.3	55.9	74.0	65.0	(5.3)	흑전	43.5	(57.9)	60.6	14.8
2012E	23.5	2.2	(57.1)	2.1	0.4	(37.8)	2.0	(21.0)	7.0	20.7	3.5
2013E	(8.5)	8.6	60.4	9.4	6.2	51.2	37.8	(5.4)	15.7	9.9	12.8
2014E	5.5	7.0	19.8	6.8	7.7	7.6	10.6	9.7	14.1	9.7	8.4
순이익성장률											
2011	(17.7)	25.2	94.5	52.8	6.1	6.7	흑전	24.6	76.0	63.2	24.5
2012E	19.9	(17.2)	(66.1)	0.1	7.2	(33.3)	(2.4)	(10.8)	37.7	13.2	1.8
2013E	(2.7)	9.3	85.7	10.6	8.3	36.9	53.0	(28.0)	22.1	9.8	16.6
2014E	7.7	7.5	23.0	7.8	9.3	7.0	17.3	68.5	15.4	9.5	10.2
EPS성장률											
2011	(17.2)	23.8	94.5	51.3	9.6	6.7	흑전	24.6	132.6	63.2	30.3
2012E	19.3	(17.9)	(66.1)	0.5	7.2	(33.3)	(3.3)	(10.8)	33.6	13.2	1.1
2013E	(2.3)	13.0	85.7	9.3	6.7	36.9	53.0	(28.0)	9.3	9.8	15.7
2014E	7.7	7.5	23.0	7.8	9.3	7.0	17.3	68.5	15.4	9.5	10.3
영업이익률											
2011	2.8	6.3	11.7	7.7	6.5	6.4	5.2	2.7	6.7	12.9	6.2
2012E	2.9	5.8	6.9	6.5	5.0	3.7	4.5	2.5	6.3	13.9	5.5
2013E	2.4	5.7	8.6	6.4	4.8	5.3	5.4	2.4	6.7	14.0	5.6
2014E	2.3	5.5	9.3	6.3	4.7	5.3	5.3	2.6	7.0	14.0	5.6
순이익률											
2011	1.9	5.7	7.3	5.5	4.8	4.8	3.2	0.4	3.1	11.3	4.5
2012E	1.9	4.2	3.4	4.6	3.9	3.0	2.7	0.4	3.7	11.4	3.8
2013E	1.7	4.2	4.9	4.6	3.9	3.9	3.6	0.3	4.2	11.5	4.0
2014E	1.7	4.1	5.5	4.5	3.8	3.9	3.7	0.5	4.4	11.6	4.0
ROE											
2011	4.5	17.7	9.1	44.0	8.9	11.2	6.8	1.2	6.3	20.6	15.0
2012E	4.8	12.8	3.0	33.1	8.8	7.1	6.4	1.1	7.4	23.1	12.3
2013E	4.3	12.5	5.5	28.6	8.8	9.1	9.0	0.8	8.5	23.0	12.0
2014E	4.4	12.0	6.4	25.0	8.8	9.0	9.6	1.3	9.1	22.3	11.5
순부채비율											
2011	32.0	순현금	54.6	순현금	6.1	순현금	35.2	30.8	63.0	순현금	20.0
2012E	30.7	13.8	51.0	순현금	9.0	11.8	23.8	66.9	70.6	순현금	22.9
2013E	32.2	11.5	49.3	순현금	11.1	13.0	22.1	71.0	71.1	순현금	22.9
2014E	33.4	9.3	46.5	순현금	12.7	13.9	18.9	71.1	69.1	순현금	22.4
외국인지분율	25.4	23.8	49.0	38.8	37.1	30.0	7.1	16.0	13.5	8.5	25.4

자료: Fnguide, KB투자증권 추정

표 3. 해외 건설사 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러)		Fluor Corp	Technip	Saipem	Shaw group	KBR	Linde	JGC	Chiyoda	Average
		FLR US Equity	TEC FP Equity	SPM IM Equity	Shaw US Equity	KBR US Equity	Lin GR Equity	1963 JP Equity	6366 JP Equity	
현재주가 (02/06, 달러)		65	110	28	48	31	177	26	12	
시가총액		10,865	12,373	12,366	3,188	4,641	32,809	6,857	3,013	
매출액	2012C	27,769	10,880	17,855	5,983	8,156	20,510	5,704	2,758	16,657
	2013C	29,466	12,518	18,167	5,419	8,413	22,887	6,585	4,480	18,180
	2014C	31,202	14,116	18,978	6,102	9,220	24,573	7,184	4,882	19,519
영업이익	2012C	1,058	1,075	2,022	203	399	2,812	686	230	1,741
	2013C	1,179	1,371	1,047	211	633	3,305	757	293	1,868
	2014C	1,313	1,643	1,674	294	743	3,642	834	338	2,159
순이익	2012C	523	729	1,256	165	210	1,713	437	124	1,060
	2013C	702	951	668	139	402	1,978	501	191	1,148
	2014C	769	1,197	1,012	172	469	2,218	551	221	1,343
EPS (달러)	2012C	3	6	3	2	1	10	2	0	3
	2013C	4	8	1	2	3	11	2	1	3
	2014C	5	10	2	3	3	12	2	1	3
BPS (달러)	2012C	23	46	16	15	18	101	12	7	22
	2013C	27	52	17	17	21	106	14	7	24
	2014C	31	59	19	20	24	114	15	8	26
순차입금	2012C	(1,896)	(575)	5,882	(103)	(847)	10,745	(1,606)	(770)	4,413
	2013C	(2,308)	(1,089)	5,496	284	(1,123)	9,777	(2,420)	(1,373)	3,776
	2014C	(2,805)	(1,885)	4,273	249	(1,455)	8,908	(2,781)	(1,512)	3,039
EBITDA	2012C	1,253	1,353	3,002	278	471	4,726	771	255	2,690
	2013C	1,356	1,689	2,085	292	689	5,367	845	314	2,884
	2014C	1,472	2,017	2,669	353	796	5,790	936	363	3,208
EPS성장률 (%)	2012C	(17.7)	13.4	5.8	흑전	(54.0)	9.9	(12.1)	(31.9)	23.2
	2013C	51.4	26.2	(51.8)	(18.9)	80.9	11.2	14.5	54.2	16.0
	2014C	9.1	23.5	64.0	44.7	19.4	12.3	10.0	15.6	5.3
영업이익률 (%)	2012C	3.8	9.9	11.3	3.4	4.9	13.7	12.0	8.3	10.5
	2013C	4.0	11.0	5.8	3.9	7.5	14.4	11.5	6.5	10.3
	2014C	4.2	11.6	8.8	4.8	8.1	14.8	11.6	6.9	11.1
ROE (%)	2012C	16.4	14.3	18.2	흑전	8.2	10.8	14.8	7.1	11.7
	2013C	15.4	16.7	8.4	14.5	15.5	11.5	15.3	10.2	11.6
	2014C	13.8	18.4	12.7	12.6	13.8	12.1	15.3	11.3	11.2
PER (X)	2012C	18.2	17.7	10.0	21.5	15.8	16.9	15.3	24.2	16.7
	2013C	15.7	13.9	19.9	25.4	11.9	15.3	13.4	15.7	14.3
	2014C	14.1	11.4	12.3	18.1	9.9	13.6	12.2	13.6	17.4
PBR (X)	2012C	2.8	2.4	1.7	3.2	1.7	1.8	2.1	1.7	2.4
	2013C	2.4	2.1	1.7	2.8	1.5	1.7	1.9	1.6	2.1
	2014C	2.1	1.9	1.5	2.4	1.3	1.5	1.7	1.5	2.2
EV/EBITDA (X)	2012C	6.9	9.0	6.2	9.4	8.2	9.7	5.8	4.8	9.0
	2013C	6.4	7.2	8.9	9.0	5.6	8.6	5.3	3.9	7.6
	2014C	5.9	6.0	6.9	7.4	4.9	7.9	4.7	3.4	8.1
초과수익률 (%)	1M	4.5	(10.6)	(34.4)	(0.9)	(2.8)	(5.0)	(9.1)	(14.9)	(9.2)
	3M	13.6	(12.8)	(46.6)	1.9	4.4	(8.3)	(13.8)	(18.7)	(11.4)
	6M	14.2	(16.9)	(56.3)	11.0	6.7	(4.2)	(4.2)	(0.1)	(9.9)
	1Y	(3.9)	(4.6)	(56.6)	49.0	(20.9)	(7.9)	4.7	1.9	(11.2)
	YTD	4.9	(12.9)	(35.5)	(3.6)	(1.1)	(7.5)	(11.4)	(16.0)	(10.9)

자료: Bloomberg, KB투자증권 정리

손익계산서

(십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	7,893	8,525	9,072	9,758	10,434
증감률 (YoY %)	7.0	8.0	6.4	7.6	6.9
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,011	935	846	1,051	1,119
판매 및 일반관리비	490	593	556	593	634
영업이익	521	545	339	513	552
증감률 (YoY %)	(8.3)	4.7	(37.8)	51.2	7.6
EBITDA	548	585	379	547	586
증감률 (YoY %)	(8.0)	6.7	(35.2)	44.2	7.2
영업외손익	5	(32)	37	3	(0)
순이자수익	(9)	21	(62)	(75)	(76)
외화관련손익	28	(28)	12	23	36
지분법손익	26	3	5	5	6
기타	(41)	(28)	83	50	33
세전계속사업손익	525	513	377	516	551
증감률 (YoY %)	3.3	(2.3)	(26.6)	36.9	7.0
법인세비용	118	101	102	139	149
당기순이익	407	413	275	376	403
증감률 (YoY %)	6.4	1.3	(33.3)	36.9	7.0
이익률 (%)					
매출총이익률	12.8	11.0	9.3	10.8	10.7
영업이익률	6.6	6.4	3.7	5.3	5.3
EBITDA마진	6.9	6.9	4.2	5.6	5.6
세전이익률	6.7	6.0	4.2	5.3	5.3
순이익률	5.2	4.8	3.0	3.9	3.9

현금흐름표

(십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업현금	(109)	(514)	(290)	84	96
당기순이익	407	413	275	376	403
자산상각비	28	40	40	34	34
기타비현금성손익	271	158	175	22	23
운전자본증감	(815)	(938)	(621)	(348)	(363)
매출채권감소 (증가)	(679)	(430)	(535)	(385)	(400)
재고자산감소 (증가)	139	38	(34)	(35)	(45)
매입채무증가 (감소)	207	2	249	100	100
기타	(482)	(547)	(301)	(28)	(18)
투자현금	117	77	(377)	(151)	(157)
단기투자자산감소 (증가)	1	(31)	(5)	(20)	(21)
장기투자증권감소 (증가)	0	0	(6)	(41)	(42)
설비투자	(70)	(34)	(36)	(39)	(42)
유무형자산감소 (증가)	13	10	(5)	(9)	(9)
재무현금	(72)	460	100	31	28
차입금증가 (감소)	11	537	156	75	75
자본증가 (감소)	(49)	(49)	(49)	(44)	(47)
배당금지급	49	49	49	44	47
현금 증감	(68)	24	(565)	(36)	(33)
총현금흐름 (Gross CF)	706	610	490	433	459
(-) 운전자본증가 (감소)	431	846	557	348	363
(-) 설비투자	70	34	36	39	42
(+) 자산매각	13	10	(5)	(9)	(9)
Free Cash Flow	217	(260)	(108)	36	45
(-) 기타투자	0	0	6	41	42
잉여현금	217	(260)	(114)	(5)	3

자료: Fnguide, KB투자증권

대차대조표

(십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
자산총계	9,338	10,305	10,537	11,089	11,665
유동자산	6,552	7,422	7,284	7,733	8,201
현금성자산	2,354	2,001	1,329	1,313	1,301
매출채권	3,305	4,317	4,765	5,150	5,550
재고자산	290	266	300	335	380
기타	603	838	890	935	970
비유동자산	2,786	2,883	3,253	3,355	3,463
투자자산	1,334	1,783	2,157	2,245	2,336
유형자산	1,449	1,051	1,042	1,048	1,056
무형자산	3	49	54	63	71
부채총계	5,752	6,525	6,550	6,769	6,989
유동부채	4,558	4,972	4,924	5,015	5,107
매입채무	1,649	2,439	2,400	2,500	2,600
유동성이자부채	839	875	850	825	800
기타	2,070	1,657	1,674	1,690	1,707
비유동부채	1,194	1,553	1,626	1,754	1,882
비유동이자부채	311	870	950	1,050	1,150
기타	884	683	676	704	732
자본총계	3,586	3,780	3,987	4,320	4,675
자본금	255	255	255	255	255
자본잉여금	240	135	135	135	135
이익잉여금	2,499	3,494	3,701	4,034	4,389
자본조정	593	(105)	(104)	(104)	(104)
순차입금	(1,204)	(256)	471	562	649
이자지급성부채	1,150	1,746	1,800	1,875	1,950

주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Multiples (X, %, 원)					
PER	14.5	11.4	10.3	7.5	7.1
PBR	1.7	1.3	0.7	0.7	0.6
PSR	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.6	7.6	8.7	6.2	6.0
배당수익률	0.9	1.1	1.5	1.7	1.8
EPS	7,986	8,090	5,392	7,380	7,893
BPS	70,260	73,161	77,127	83,472	90,272
SPS	154,760	167,155	177,877	191,337	204,590
DPS	1,000	1,000	860	920	980
수익성지표 (%)					
ROA	4.5	4.2	2.6	3.5	3.5
ROE	11.8	11.2	7.1	9.1	9.0
ROIC	31.1	20.8	8.2	10.7	10.3
안정성지표 (% , X)					
부채비율	160.4	172.6	164.3	156.7	149.5
순차입비율	n/a	n/a	11.8	13.0	13.9
유동비율	143.7	149.3	147.9	154.2	160.6
이자보상배율	54.9	n/a	5.5	6.8	7.3
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	2.6	2.2	2.0	2.0	2.0
재고자산회전율	22.0	30.7	32.1	30.7	29.2
자산/자본구조 (%)					
투하자본	29.2	41.6	48.8	51.0	53.0
차입금	24.3	31.6	31.1	30.3	29.4

주: EPS는 완전회석 EPS

Compliance Notice

2013년 02월 08일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	GS건설 주가 및 KB투자증권 목표주가
GS건설	2012/02/03	BUY	150,000		(원)
	2012/03/20	BUY	150,000		
	2012/04/09	BUY	150,000		
	2012/05/03	BUY	150,000		
	2012/05/18	BUY	150,000		
	2012/05/21	BUY	150,000		
	2012/05/24	BUY	150,000		
	2012/06/26	BUY	150,000		
	2012/06/29	BUY	150,000		
	2012/07/25	BUY	108,000		
	2012/08/03	BUY	108,000		
	2012/09/28	BUY	108,000		
	2012/10/24	BUY	108,000		
	2012/11/08	BUY	108,000		
	2012/11/21	HOLD	76,000		
	2012/12/04	HOLD	76,000		
	2013/01/02	HOLD	76,000		
	2013/01/09	HOLD	76,000		
	2013/01/16	HOLD	76,000		
	2013/02/08	HOLD	72,200		

투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.