

Target Price lowered / Earnings review

Korea / Engineering & Construction

11 April 2013 **HOLD**

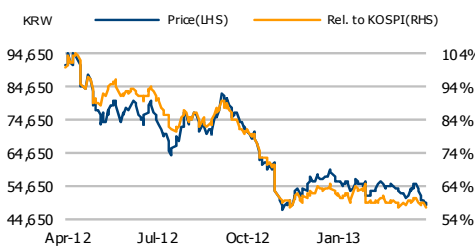
목표주가 **33,000 원**
현재주가 (10 Apr 13) **49,400 원**

Upside/downside(%) (33.2)
KOSPI 1935.58
시가총액 (십억원) 2,519
52 주 최저/최고 47,150 - 95,400
일평균거래대금 (십억원) 20.8
외국인 지분율 (%) 26.4

Forecast earning & valuation

Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
매출액 (십억원)	9,289	9,239	11,190	11,875
영업이익 (십억원)	102.3	(786.4)	347.0	418.9
지배주주순이익 (십억원)	107.5	(666.7)	168.6	230.5
EPS (원)	2,107	(13,073)	3,307	4,520
EPS 성장률 (%)	(74.6)	(720.4)	(125.3)	36.7
P/E (x)	27.2	(3.8)	14.9	10.9
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	22.2	(5.9)	10.4	8.2
배당수익률 (%)	0.4	NA	0.5	1.0
ROE (%)	2.9	(20.0)	5.5	7.0
ROA (%)	1.0	(5.6)	1.4	1.8
순차입금/자기자본 (%)	22.1	53.1	49.3	38.5

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(9.5)	(11.8)	(45.7)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(6.0)	(8.2)	(42.7)

변성진, Analyst

3774 1457 sjbyun@miraeasset.com

김정환

3774 1782 jeffkim@miraeasset.com

GS 건설 (006360 KS)

드러난 리스크

GS 건설의 목표주가를 기존의 51,000 원에서 33,000 원으로 하향조정함. 그동안 우려되어 왔던 저가 프로젝트들의 원가율 재산정으로 2013 년 세전손익 가이던스로 -9,056 억원을 전망하였을 뿐만 아니라, 1사분기 세전손익 역시 -5,093 억원에 달함. 특히 구조적인 원가율 상승으로 내년 1사분기까지 세전손익 적자가 불가피할 것으로 예상된다는 점에서, 기존의 저마진 프로젝트가 종료되고 2012 년 이후 수주 프로젝트의 마진 리스크가 해소되기 전까지는 뚜렷한 모멘텀을 회복하기 힘들다는 판단.

GS 건설 2013 년 세전손익 가이던스 9 천억 적자

GS 건설이 실망스러운 2013 년 및 2014 년 이익 가이던스를 제시함. 2013 년은 영업손익 -7,988 억원, 세전손익 -9,056 억원을 전망하였으며, 2014 년의 경우 영업손익 +2,977 억원, 세전손익 +2,000 억원을 제시. 2013 년 컨센서스 영업이익 및 세전이익이 각각 3,042 억원 및 2,940 억원 임을 감안할 때 충격적인 전망치. 이와 같은 급격한 이익전망치 하향조정은 그동안 우려되어 왔던 저가 프로젝트들의 원가율 재산정에 따른 결과임. 원가율 재조정에는 하도업체 부실, 대규모 공사에 따른 원가 상승 및 이를 보상하기 위한 change order 요구 실패 등이 반영되었기 때문. 2013 년 세전 9 천억원 적자는 2009 년부터 2012 년까지의 누적 세전이익 1.8 조원의 50%에 해당하는 것으로, 향후 GS 건설 뿐만 아니라 건설업종 전반적으로 이익전망 신뢰성에 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단.

1사분기 5,093 억원 세전적자를 시작으로 내년 1사분기까지 적자 예상

GS 건설이 1사분기 세전적자 규모가 5,093 억원에 이르나, 문제는 구조적인 원가율 상승으로 내년 1사분기까지 적자가 불가피할 것으로 예상. 또한 2014 년 하반기부터는 이익 회복을 기대하고 있으나 2012 년 이후 수주분의 수익성에 대한 불확실성과 미착공 PF 의 잠재 리스크 감안 시 보수적인 접근이 필요하다는 판단. 1사분기 매출액은 1,82 조원(-13.5%YoY, -24.8%QoQ), 영업손익은 -5,354 억원, 순손익은 -3,860 억원을 기록함으로써 당사 추정치 및 컨센서스와 큰 괴리를 보임(당사 영업이익 및 순이익 추정치는 540 억원 및 477 억원이었으며, 컨센서스 영업이익 및 순이익은 694 억원 및 441 억원이었음). 1사분기 및 2013 년 연간 대규모 적자의 주된 원인은 2009 년 이후 수주 받은 프로젝트들의 원가율 상승 때문인데, UAE Ruwais refinery 및 사우디 EVA 프로젝트 등 해외 프로젝트들의 1사분기 손실 인식액이 5,500 억원에 달함.

목표주가 33,000 원, 투자 의견 HOLD 유지

GS 건설의 목표주가를 기존의 51,000 원에서 33,000 원으로 하향하며 투자 의견 HOLD 유지. 목표주가 33,000 원은 2014 년 EPS 3,307 원에 건설업종 목표 P/E 배수 10 배를 적용하여 산출. 기존의 저마진 프로젝트가 종료되고 2012 년 이후 수주 프로젝트의 마진 리스크가 해소되기 전까지는 뚜렷한 모멘텀을 회복하기 힘들다는 판단. 특히 악화된 손익구조 및 2010 년 대비 2 배 이상 증가한 차입금 규모 감안시 하반기로 갈수록 현금흐름 이슈가 부각될 수 있어 당분간 보수적인 접근 추천.

Figure 1 GS E&C's new guidance and consensus

(KRW bn, %)	Actual				Guidance		Consensus	
	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2013E	2014E
New order	12,861.5	14,105.3	13,252.6	9,106.9	12,000.0			
Revenue	7,614.5	8,323.6	9,052.2	9,289.4	10,560.0		10,374.9	11,188.3
Gross profit	1,029.9	1,121.1	1,028.7	705.7			949.3	1,078.6
Operating profit	610.7	594.1	394.9	132.6	(798.8)	297.7	303.3	429.7
Pre-tax profit	519.4	541.7	563.6	174.0	(905.6)	200.0	291.8	423.0
Net profit	378.6	401.6	423.7	107.5			204	310
Gross margin	13.5	13.5	11.4	7.6			9.1	9.6
Operating margin	8.0	7.1	4.4	1.4			2.9	3.8
Pre-tax margin	6.8	6.5	6.2	1.9			2.8	3.8
Net margin	5.0	4.8	4.7	1.2			2.0	2.8

자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 GS E&C's ongoing projects

Project	Country	contract date	completion	KRW bn	2010				2011				2012				2013				2014				2015			
					1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
UHV Plant Project	Thailand	2012-09	2015-08	690																								
Rabigh II Project UO1	Saudi Arabia	2012-06	2015-05	1,376																								
Rabigh II Project(CP-3/4)	Saudi Arabia	2012-06	2015-05	639																								
Ng Teng Fong Hospital	Singapore	2012-05	2015-01	608																								
PP-12 CCPP	Saudi Arabia	2012-05	2015-05	705																								
Cilacap RFCC Project	Indonesia	2011-09	2014-12	650																								
KOC Wara Pressure Maintenance Project	Kuwait	2011-09	2014-09	489																								
UGCC Ethylene Plant	Uzbekistan	2011-08	2015-09	690																								
KNPC NLTF Project	Kuwait	2011-04	2014-08	612																								
IPC EVA	Saudi Arabia	2010-12	2013-08	438																								
Takreer Inter Refinery Pipeline-2	UAE	2010-10	2014-03	702																								
Black Gold Project	Canada	2010-08	2014-01	436																								
Barka3 IPP Project	Oman	2010-07	2013-04	382																								
Sohar2 IPP Project	Oman	2010-07	2013-04	326																								
Oman SNDC Phase-1 Project	Oman	2010-01	2013-12	306																								
Ruwais Refinery Expansion -PKG 7	UAE	2009-12	2014-02	597																								
Ruwais Refinery Expansion -PKG 2	UAE	2009-11	2014-01	3,525																								
Ruwais 4th NGL Project(JV)	UAE	2009-07	2013-07	1,226																								
PTTLNG Project	Thailand	2008-02	2012-12	575																								
ERC Refinery Project	Egypt	2007-09	2016-08	2,231																								
Laffan Refinery Project	Qatar	2005-04	2012-12	410																								

자료: MEED Projects, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 Quarterly earnings review

(KRWbn, %)	1Q12	4Q12	1Q13(P)	QoQ	YoY	Mirae	diff.	Consensus	diff.
Revenue	2,108.4	2,424.8	1,823.9	(24.8)	(13.5)	2,415.4	(24.5)	2,356.3	(22.6)
Gross profit	215.2	55.6	(379.0)	(781.9)	TN	186.9	TN		
Operating profit	93.3	(80.4)	(535.4)	566.3	TN	54.0	TN	69.4	TN
Pre-tax profit	102.5	(96.5)	(509.3)	427.7	TN	65.5	TN	58.6	TN
Net profit	73.2	(74.5)	(386.0)	417.9	TN	47.7	TN	44.1	TN
Gross margin	10.2	2.3	(20.8)	-23.1%p	-31%p	7.7	-28.5%p		
Operating margin	4.4	(3.3)	(28.8)	-25.5%p	-33.2%p	2.2	-31%p	2.9	(31.8)
Pre-tax margin	4.9	(4.0)	(27.9)	-23.9%p	-32.8%p	2.7	-30.6%p	2.5	(30.4)
Net margin	3.5	(3.1)	(21.2)	-18.1%p	-24.6%p	2.0	-23.1%p	1.9	(23.0)

자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 Earnings forecast change

(KRW bn, %)	Old			New			Change		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
New orders	11,995.2	12,287.5	12,648.7	11,895.1	12,188.4	12,550.7	(0.8)	(0.8)	(0.8)
Revenue	10,758.9	11,475.7	12,136.9	9,239.4	11,189.7	11,875.4	(14.1)	(2.5)	(2.2)
Gross profit	845.0	931.8	1,014.6	(250.0)	897.5	994.2	TN	(3.7)	(2.0)
Operating profit	214.2	348.9	428.9	(826.4)	307.0	398.9	TN	(12.0)	(7.0)
Pre-tax profit	234.2	354.9	434.5	(879.7)	222.5	304.2	TN	(37.3)	(30.0)
Net profit	170.7	258.7	316.7	(666.7)	168.6	230.5	TN	(34.8)	(27.2)
Gross margin	10.3	10.3	10.2	(2.7)	8.0	8.4	-13ppt	-2.3ppt	-1.9ppt
Operating margin	2.0	3.0	3.5	(8.9)	2.7	3.4	-10.9ppt	-0.3ppt	-0.2ppt
Pre-tax margin	5.3	5.5	5.6	(9.5)	2.0	2.6	-14.8ppt	-3.5ppt	-3ppt
Net margin	3.8	4.0	4.1	(7.2)	1.5	1.9	-11.1ppt	-2.5ppt	-2.1ppt

자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 Quarterly earnings

(KRW bn, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13E	3Q13E	4Q13E
Revenue	2,108.4	2,354.9	2,401.3	2,424.8	1,823.9	2,309.8	2,263.6	2,842.0
Gross profit	215.2	254.7	180.2	55.6	(379.0)	0.0	2.3	126.7
Operating profit	93.3	70.8	48.9	(80.4)	(535.4)	(130.0)	(137.7)	(23.3)
Pre-tax profit	102.5	110.3	57.7	(96.5)	(509.3)	(159.6)	(164.0)	(46.8)
Net profit	73.2	72.1	36.7	(74.5)	(386.0)	(121.0)	(124.3)	(35.5)
Gross margin	10.2	10.8	7.5	2.3	(20.8)	0.0	0.1	4.5
Operating margin	4.4	3.0	2.0	(3.3)	(29.4)	(5.6)	(6.1)	(0.8)
Pre-tax margin	4.9	4.7	2.4	(4.0)	(27.9)	(6.9)	(7.2)	(1.6)
Net margin	3.5	3.1	1.5	(3.1)	(21.2)	(5.2)	(5.5)	(1.2)

자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 GS E&C valuation based on P/E

(KRW bn, x)	Value	Weight	Remarks
EPS(2013E)	(13,073)	0%	
EPS(2014E)	3,307	100%	
Weighted EPS	3,307		
Target P/E (x)	10.0		Construction sector target P/E
Fair price	33,067		
Target Price	33,000		
Current price	49,400		
Up(Down)side (%)	(33.2)		

자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 GS E&C valuation based on P/B

(%, KRW)	Value	Remarks
ROE	6.1	Average of FY2014 and FY2015
COE	11.3	Rf 3%, Risk Premium 6.2%, beta 1.34
Target P/B (x, a)	0.54	(ROE-g)/(COE-g), g=0%
BPS(FY2014, b)	62,091	
Fair Price	33,267	=a*b
Target Price	33,000	
Current price	49,400	
Up(Down)side (%)	(33.2)	

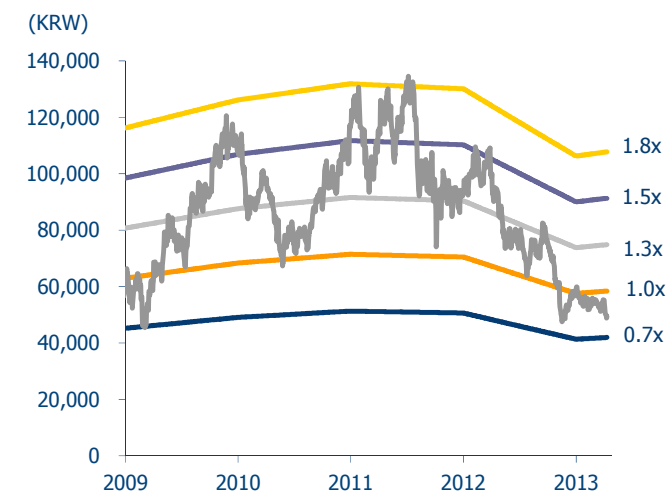
자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 P/E band chart



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 P/B band chart



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액	9,289	9,239	11,190	11,875
매출원가	(8,584)	(9,489)	(10,292)	(10,881)
매출총이익	706	(250)	898	994
판매비와관리비	(573)	(576)	(590)	(595)
영업이익 (조정)	133	(826)	307	399
영업이익	102	(786)	347	419
순이자손익	(24)	(113)	(99)	(89)
지분법손익	(2)	2	2	2
기타	98	17	(28)	(28)
세전계속사업손익	174	(880)	223	304
법인세비용	(61)	203	(51)	(70)
당기순이익	113	(677)	171	234
당기순이익 (지배주주지분)	107	(667)	169	231
EPS (지배주주지분, 원)	2,107	(13,073)	3,307	4,520

증가율 & 마진 (%)	2012E	2013E	2014E	2015E
매출액 증가율	2.6	(0.5)	21.1	6.1
매출총이익 증가율	(31.4)	(135.4)	(458.9)	10.8
영업이익 증가율	(82.9)	(868.4)	(144.1)	20.7
당기순이익 증가율	(74.6)	(720.4)	(125.3)	36.7
EPS 증가율	(74.6)	(720.4)	(125.3)	36.7
매출총이익률	7.6	(2.7)	8.0	8.4
영업이익률	1.1	(8.5)	3.1	3.5
당기순이익률	1.2	(7.2)	1.5	1.9

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
영업현금	(150)	(730)	178	445
당기순이익	113	(677)	171	234
유무형자산상각비	69	60	60	60
기타	205	38	42	44
운전자본증감	(537)	(151)	(95)	107
투자현금	(383)	(136)	(150)	(157)
자본적지출	(67)	(52)	(63)	(67)
기타	(317)	(84)	(87)	(90)
재무현금	456	987		(213)
배당금	(50)	(13)		(13)
자본의증가 (감소)				
부채의증가 (감소)	522	1,000		(200)
기초현금	1,488	1,418	1,539	1,566
기말현금	1,418	1,539	1,566	1,641

자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E
유동자산	7,886	8,336	8,749	9,110
현금및현금성자산	1,418	1,539	1,566	1,641
단기금융자산	308	320	333	347
매출채권	4,668	4,983	5,329	5,588
재고자산	571	564	580	585
기타유동자산	922	931	940	949
비유동자산	3,996	4,063	4,143	4,228
유형자산	2,281	2,277	2,284	2,294
투자자산	309	322	335	349
기타비유동자산	1,405	1,464	1,524	1,586
자산총계	11,882	12,399	12,891	13,338
유동부채	5,423	5,589	6,065	6,444
매입채무	2,392	2,367	2,435	2,584
단기금융부채	1,132	1,132	1,332	1,332
기타유동부채	1,900	2,090	2,299	2,529
비유동부채	2,477	3,518	3,362	3,208
장기금융부채	1,476	2,476	2,276	2,076
기타비유동부채	1,001	1,041	1,086	1,132
부채총계	7,900	9,106	9,427	9,653
지배주주지분	3,685	2,995	3,167	3,388
비지배주주지분	297	297	297	297
자본총계	3,982	3,293	3,464	3,685
BVPS (원)	72,256	58,734	62,091	66,431

주요투자지표

12 월 결산	2012E	2013E	2014E	2015E
자기자본이익률 (%)	2.9	(20.0)	5.5	7.0
총자산이익률 (%)	1.0	(5.6)	1.4	1.8
재고자산 보유기간 (일)	22.7	21.8	20.3	19.5
매출채권 회수기간 (일)	177	191	168	168
매입채무 결제기간 (일)	104	91.5	85.1	84.2
순차입금/자기자본 (%)	22.1	53.1	49.3	38.5
이자보상배율 (x)	4.3	(7.0)	3.5	4.7

자료: GS 건설, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 10% 이하
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 10% 이하

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작성 자 : 변성진, 김정환

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart

