

## 글로벌 도시 창조 기업 GS건설, 중동을 넘어 세계로

# BUY

### Valuation

Target Price: 138,828

Current Price: 121,000

Margin of Safety: 14.73%

MktCap.(100mn): 60,690

ROE: 20.4%

Op.Magin: 7.35%

PER: 15.17

PBR: 2.82

Dividend Yield: 1.39%

Major Sh.Holder:

허창수(외 17인) 30.45%

Foreign Shr.: 31.23%

### Chart



### 기업분석 5팀

이강빈, 김민정, 류제민,  
이병진, 함병현

#### ● 세계 도시 창조 기업 - 글로벌 종합 건설 기업으로 도약

글로벌 건설 기업으로 성장은 규모와 수익성 확대를 모두 달성해야 이루어질 수 있는 새로운 차원의 기업 재창조. 종합 개발 사업, 도시 건설 프로젝트 수주 및 시공은 국내 대형 건설사의 Quantum Leap을 위한 Barometer.

#### 종합 건설 개발 사업 핵심 역량

- 다양한 해외 대형 프로젝트 경험
- 전 분야를 아우르는 종합 건설 사업 구조
- 천문학 규모의 자체 자금력

동사는 글로벌 종합 건설 기업 도약을 위한 전 분야에 걸친 선도적 역량 보유. 아시아를 시작으로 세계 도시 건설 기업으로 성장 전망

#### ● 정유와 석유 화학 플랜트 최강자 - 공중 / 지역 한계 돌파

지금까지 동사의 성장 동력은 해외 플랜트 사업. 1970년대부터 시작된 계열사 수주 공사 경험을 바탕으로 정유, 석유 화학 플랜트 역량 확보. 영업 이익 하락의 주 요인인 원자재 리스크 Hedge를 위한 노력 가시화. 최근 새롭게 부각되는 발전 분야에 대비하기 위한 발 빠른 사업 구조적 대비. 중동 지역에 국한된 지역적 한계를 넘어 아프리카 대륙과 아시아 대륙을 향한 영역 확장에 적극적.

#### ● 주택시장 불안과 수익성 감소 - 경기 침체와 미분양 리스크

국내 주택 시장의 트렌드는 신축 시장에서 재건축 시장으로 이동. 동사는 브랜드(자이) 파워와 앞선 자금력을 바탕으로 수도권 핵심 지역 재개발 사업 선두. 그러나 수도권을 비롯한 지방 미분양 주택이 누적되고 있고 이에 대한 부담이 커지고 있는 상황. 신 정부 출범 이후 뚜렷한 해결책이 제시되고 있지 않은 상황에서 주택 비율이 높은 동사에 미치는 영향력이 높을 것으로 전망

### Investment Points

1. 해외 / 국내 종합 개발 사업을 위한 조직 개편과 사업 추진
2. 세계적 수준의 정유, 석유 화학 플랜트 역량과 초 대륙적 사업 확장
3. 프리미엄 브랜드 구축과 수도권 핵심 지역 선점을 통한 재건축 시장 선두
4. 공격적인 사업 추진을 위한 업계 최고의 자금력과 재무 구조

# I. 건설 산업의 발전 방향 키워드 - 국제화 / 고부가 가치

## 건설 산업 4대 분야

### 1. 건설 산업의 4가지 분야 - 토목 / 건축 / 주택 / 플랜트

건설 산업은 크게 토목, 건축, 주택, 플랜트 분야로 나뉘어진다.

- 토목사업 - 도로, 교통, 발전 등 산업의 기간이 되는 구조물 건설
- 건축사업 - 첨단 빌딩, 공장 등 기업의 생산활동을 위한 구조물 건설
- 주택사업 - 아파트, 빌라 등 주거 구조물 건설
- 플랜트사업 - 산업설비 용역 등에 관련된 구조물 건설

## 향후 대형 건설사 발전 방향

- 국제화
- 고부가 가치 산업 추구

향후 국내 대형 건설사가 나아가야 할 방향은 크게 2가지로 요약할 수 있다. 첫째, 포화 상태인 국내 시장의 한계를 극복하고 대형 프로젝트 유치를 통한 규모의 성장을 이루기 위해 국제 시장 진출이 필수적이다. 둘째, 종합 건설사의 사업 구조를 유지하면서 건설 경기의 흐름에 대한 대처와 프로젝트 선별 능력 향상에 따른 고부가 가치 영역 추구이다.

## 국내 4대 건설사의 차별화된 특성

### 2. 국내 대형 건설사의 특성 및 GS건설의 핵심 분야 - 주택 / 해외 플랜트

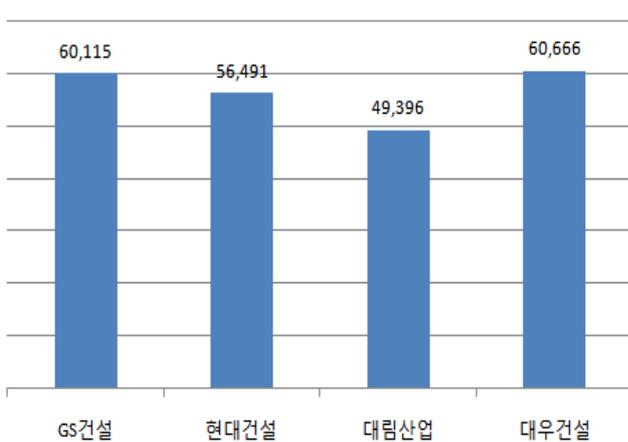
매출액 기준 국내 4대 건설사는 현대건설, 대우건설, 대림산업 그리고 동사로 나뉘어진다. 각 건설사들은 건설 분야 전 범위에 걸친 사업 구조를 갖추고 있으며 기업 별 특성에 따라 많은 차이를 보이고 있다.

## 동사의 핵심 사업 분야

- 주택
- 해외 플랜트

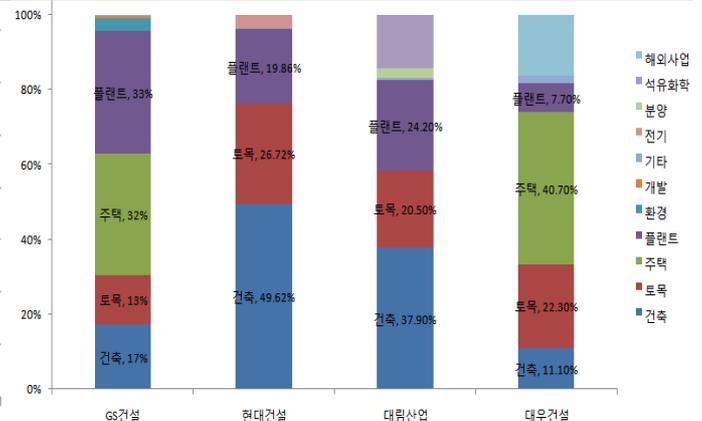
동사의 주력 분야는 주택 분야와 플랜트 분야로 나눌 수 있으며 특히 해외 플랜트 분야에 두드러진 성과를 보이고 있다. 본 리서치 팀은 동사의 핵심 역량을 분석, 향후 전망을 위해 주력 분야인 주택 분야와 해외 플랜트 분야를 집중적으로 분석하였다. 아울러 선진 건설 기업의 형태인 종합 건설 기업으로의 발전 가능성을 기업의 구조적 현황과 전략적 움직임을 바탕으로 평가하였다.

그림 1. 국내 4대 건설사 매출 현황 (단위: 억 원)



자료: 각 사 공시자료, 2007

그림 2. 국내 4개 건설사 공종 별 비중 현황



자료: 각사 공시자료, 2007

주: 현대건설, 대림건설 - 주택분야 건축에 포함

## II. 주택시장의 변화와 GS건설의 사업성

주택 신축시장은  
정체 상태

### 1. 수도권 중심 재건축·재개발 사업의 높은 수익성

주택 신축시장은 현재 포화상태에 도달하였다. 전국 주택보급률이 100%가 넘는 현 시점에서 개발이 미흡한 지역에 신규 단지를 조성할 경우 미분양의 가능성이 높기 때문이다. 또한 계획적인 신도시가 아닐 경우에는 도로, 상하수도 시설 등 주거를 위한 최소한의 인프라가 갖춰진 신축 지역을 찾는 것 자체가 어렵다는 점도 주택 신축시장 발전의 걸림돌이다. 이에 건설사들은 기존의 노후화된 건축물을 허물고 새로 짓는 재건축과 낙후된 지역 전체를 새롭게 조성하는 재개발 사업으로 눈을 돌리고 있다.

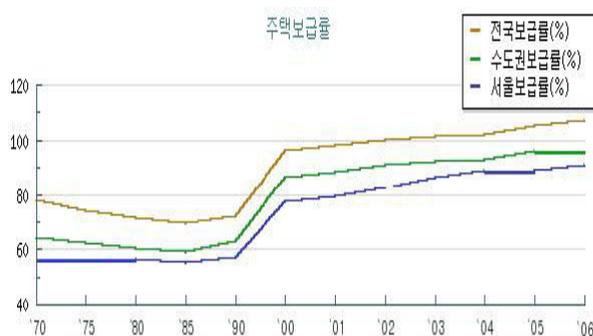
재건축·재개발은  
수요자 선호와 고수익  
측면에서 매력적인 시장

재건축·재개발 아파트는 수요자의 선호도, 미분양 위험, 건설 이윤 측면에서 신축 아파트보다 높은 수익성을 가져올 수 있다. 재건축·재개발 단지는 주변 지역이 개발되어 있는 상태이고, 인프라가 확충되어 있다는 점 때문에 주택 수요자의 선호가 높다. 그리고 분양권을 갖고 있는 조합원(기존 거주자)이 존재하므로 미분양에 대한 부담도 적다. 또한 용적률<sup>1</sup>과 단지 규모가 큰 사업을 진행할 경우 건설사 몫의 분양 가구수가 많아지게 되며 이는 신축보다 훨씬 높은 이윤을 가져다 준다.

향후 주택시장은 서울 및  
수도권의 재건축·재개발을  
중심으로 재편

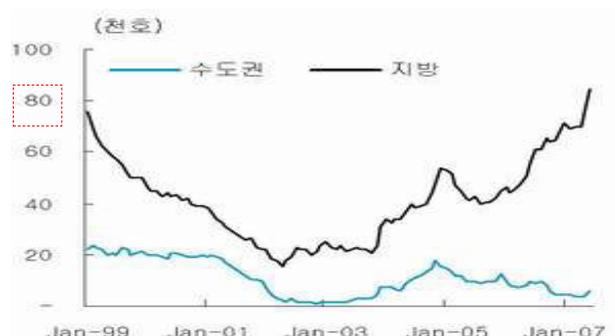
서울 및 수도권은 재건축·재개발 사업이 최고의 수익을 낼 수 있는 기반이다. 최근까지도 계속된 수도권 개발로 새로운 주거단지를 조성할 수 있는 공간은 줄어들고 있지만, 수도권은 아직 전국 평균보다 주택보급률이 낮으며 발전 역사가 길어 낙후된 건물 및 지역이 많다. 지방의 미분양률에서 나타나듯이 주택 건축시장에서의 높은 이익은 어디에 짓느냐에 따라 결정되며, 건설사들은 서울 및 수도권의 재건축·재개발에 주력하고 있다.

그림 3. 주택보급률



자료: 국토해양부, (1970~2006)

그림 4. 수도권, 지방 미분양률



자료: 국토해양부, 미디어투데이, (1999~2007)

<sup>1</sup> 대지 면적에 대한 건물 연면적의 비율. 건축물에 의한 토지의 이용도를 보여줌.

2. 주택시장의 구조 변화와 대형건설사들의 성장

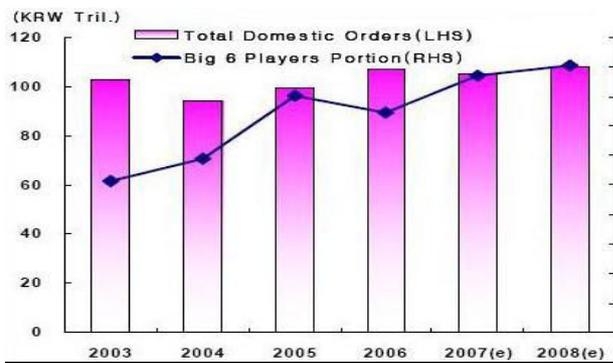
조합원의 선호와 건설사의 자금력을 고려  
- 재건축은 대형 건설사에게 유리

유명 브랜드 건설사는 재건축 아파트의 부가가치를 위한 핵심요소로 평가 받고 있다. 이는 조합원의 선호와 건설사의 자금력 측면을 통해 분석할 수 있다. 조합원들은 대중적인 인지도가 높은 아파트 브랜드를 갖고 있는 대형건설사를 선호한다. 아파트 브랜드의 가치에 따라 분양가격과 청약 경쟁률이 결정되기 때문이다. 또한 풍부한 경험을 바탕으로 증명되는 시공력, 주민투표 통과 등 재건축 진행능력에서도 조합원들의 신뢰를 받고 있다. 대형건설사는 막강한 자금력을 바탕으로 토지매입과 건축진행에 있어 우위를 갖는다. 이는 대형건설사들이 입찰부터 분양까지 적극적으로 나서며 진행해나갈 수 있는 원동력이 된다.

주택시장 변화에 따라 대형건설사 시장점유율은 상승  
- 컨소시엄을 통해 교섭력 상승

대형건설사들이 강점을 가지고 있는 재건축·재개발 사업이 활발하게 진행되면서 대형건설사의 수주 시장점유율이 지속적으로 상승 중이고, 현재 진행되고 있는 뉴타운 등 대규모 주택건설 프로젝트 또한 대형건설사들 위주로 체결되고 있다. 자금력과 마케팅 능력의 부족, 새로운 성장동력을 찾기 힘든 국내 주택건설의 현실로 인해 중소기업체의 입지가 줄어든 것이다. 여기에 최근 들어 대형건설사들은 상호 간의 협력을 통해 대형거래의 교섭력을 증진시키고 있다. 안산 사동 개발 프로젝트를 수주한 'GS 건설+삼성물산 컨소시엄'에서 나타났듯, 앞으로도 높은 기술과 자금력을 갖고 있는 대형건설사 연합의 공동수주가 지속될 것이다.

그림 5. 대형 6개건설업체(GS/현대/대우/삼성/대림/현산) 수주 시장점유율 추이



자료: 국토해양부, 통계청, 대림산업 IR자료

그림 6. 서울지역 도급순위 20위 내 연간 집값 변동률

건설사명	상승률(%)	도급순위
대림산업	26.35	5
GS건설	25.36	4
동부건설	25.14	18
롯데건설	24.96	8
현대산업개발	23.61	6
대우건설	23.48	1
쌍용건설	21.92	13
삼성물산	21.57	2
현대건설	18.61	3
풍림산업	18.30	19
코오롱건설	16.50	20
경남기업	16.13	16
두산산업개발	14.58	15
한진중공업	14.55	12
한화건설	14.02	14
포스코건설	13.93	7
금호건설	11.98	10
SK건설	4.57	9

자료: 부동산뱅크(부동산정보제공업체 위탁), (2006)

### 3. 대형건설사 중 GS 건설의 높은 사업성과 역량

#### 대형건설사 중 분량 및 가장 높은 실적

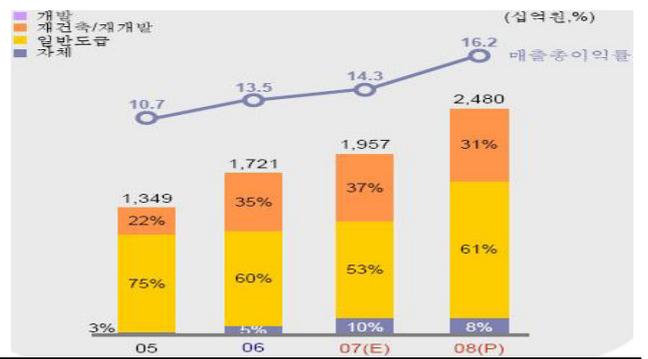
재건축·재개발 사업을 중심으로 지속적인 신규수주를 획득하며 동사는 매출총이익률이 증가하고 있다. 또한, 동사는 10조원에 달하는 재건축 수주 잔고를 바탕으로 주택분야에서 안정적인 수익을 창출할 것으로 기대된다. 동사가 이러한 실적을 기록할 수 있었던 원동력으로 세 가지를 꼽을 수 있다.

그림 7. 동사 신규수주 및 수주잔고



자료: GS건설 IR자료

그림 8. 동사 매출 및 매출총이익률



자료: GS건설 IR자료

#### 자금력, 브랜드 프리미엄, 원가절감 노력으로 신규수주 획득

첫째, 타사에 비해 높은 자금력을 활용하였다. 주택시장은 용지매입 및 원자재 구매 등과 같이 건설 과정에서 막대한 자금을 필요로 하기 때문에 자금력이 중요하며, 특히 수익성이 두드러지는 지역의 재건축을 수주하기 위해서는 높은 자금력이 필수적이다. 동사의 자금력에 대한 기술적인 분석은 뒤에서 언급될 것이다.

둘째, 브랜드 프리미엄이 높다. 동사는 타사보다 다소 늦게 아파트 브랜드 '자이'를 런칭한 이후 광고모델 이영애를 필두로 공격적인 마케팅을 단행하여 단기간 내에 높은 수준의 브랜드 프리미엄을 구축했다. 서울지역 도급순위 20위 내 건설사들의 연간 집값 변동률에서 나타나듯, 최근 들어 브랜드에 따른 아파트 가격의 변화가 심화되고 있으며 동사의 '자이'는 상당한 브랜드 파워를 형성하였다.

셋째, 원가절감을 위한 다각적인 노력이 실적에 반영되었다. 동사는 2006년부터 TPMS(Total Project Management System)를 도입하여 공사현장의 생산성과 효율성을 높이는데 주력하였으며, 청라, 수색, 하이츠지구의 자체공사를 통해 공사원가를 절감하는 효과를 가져왔다.

2008년 1분기 현재 6,500 가구의 미분양 실적으로 위험에 노출

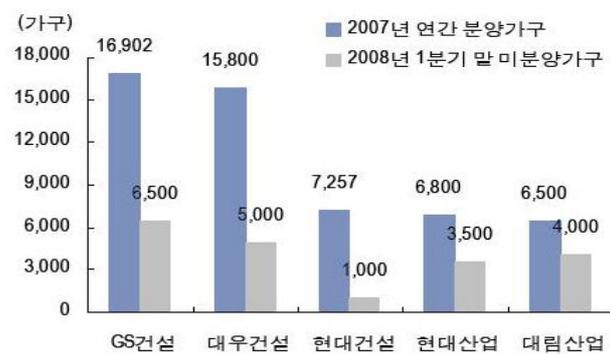
미분양 사태의 원인은 공급과잉과 정책 높은 분양가

4. 그러나 미분양 사태로 인한 리스크 존재

동사는 자이 아파트로 신축, 재건축 분야에서 많은 수주 물량과 공급 계획을 가지고 타 건설사 대비 선전하는 모습을 보여왔다. 그러나 원자재 가격 상승, 유가 급등 등의 악재에 더해 지난해부터 계속되어 온 미분양 문제는 전 건설업계에 걸쳐 수익성을 악화시키고 있다. 특히 동사는 지난해 대형건설사 중 가장 많은 수의 주택을 분양하였고 미분양 가구 역시 2008년 1분기에 6,500 가구에 달하였다. 동사의 미분양 주택은 수도권과 지방에 고루 분포해 있으며 부동산 정책에 큰 변화가 있거나 수요자의 심리가 진정되지 않는 이상 동사는 미분양 위험에 노출되어 있다고 볼 수 있다.

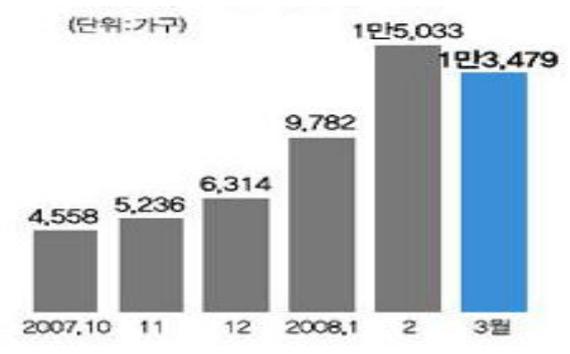
최근 지속되고 있는 수도권 미분양 사태 원인은 크게 공급과잉과 부동산 규제로 나눌 수 있다. 2007년도 하반기부터 분양가상한제 실시 전 밀어내기식 분양이 몰린데다 건설업체에서 수요가 많은 중소형 대신 수익성이 좋은 중대형 물량을 대거 내놓아 수요자의 외면을 받았다. 또한, 정부의 부동산 정책에 따른 주택 시장 위축으로 수요가 약한 지방에서 분양 수요가 먼저 꺼졌고, 수요자들 사이에서 앞으로 더 싼 값에 아파트를 살 수 있다는 심리를 일으켰다. 이런 심리에 반하여 건설사들은 주변 시세보다 높은 가격에 분양가를 내놓았고 결국 심각한 미분양 사태가 벌어졌다. 전국의 미분양주택은 금년 3월말 모두 13만 1,757를 기록하고 있다. 이 중 지방 미분양은 10만 9천여 가구이다. 현재 아파트 미분양은 지방을 거쳐 경기 용인 등 수도권 지역의 대형 평형에서도 속출하고 있다. 부동산 써브에서 조사한 결과에 따르면 1-4월까지 분양시장 청약에서 수도권과 지방의 미분양 수치가 각각 84%, 90%로 비슷하게 나타났다고 한다.

그림 9. 대형건설사 주택분양 및 미분양 현황



자료: 각 사, 우리투자증권 리서치센터

그림 10. 월별 수도권 미분양 아파트 현황



자료: 닥터아파트, (2007~2008)

수도권 지역의 미분양사태도 악화

동사는 타사에 비해 서울 및 수도권을 중심으로 한 분양과 수주에 주력하였는데, 지방 뿐만 아니라 수도권 지역에서도 미분양 사태가 이어지면서 미분양 된 채 남아있는 가구 수가 꾸준하다. 예로, 동사가 6월 들어 분양을 진행한 용인 지구에서는 1순위 마감 결과 약 75%가 미달, 중대형은 대부분 수요자들의 외면을 받았다.

동사는 중대형 미분양을 최소화하기 위해 총부채상환비율 규제에 적용되는 수요자를 위해 회사가 대출금을 빌려 계약자들에게 다시 대출 해주는 등의 방안을 내놓았는데도 불구하고 얼어붙은 시장을 풀 수는 없었다. 이 외에도 동사는 미분양 물량 해소를 위해 중도금에 대한 무이자 용자와 같이 계약 조건 완화를 시행하는 등의 노력을 하였으나 결과는 노력에 상응하지 못하였다.

**정부의 미분양 대책 발표  
하지만 효과는 미지수**

새 정부가 들어서고, 현 상황의 심각성을 인지하여 6월 11일 미분양 대책이 나왔다. 취득세 인하, 지방의 전매제한 해제, 양도세 기준 완화 등 세부담 경감을 주 내용으로 하고 있다. 그러나 세제 지원만으로는 거래 활성화에 도움이 되지 않으며 금융 규제로 대출을 받지 못하는 수요자들을 이끌어낼 정책이 필요하다는 견해가 지배적이고, 수도권 미분양 문제에 대해서는 그 해결 대책을 내놓지 않았다는 한계가 있다. 또한 근본적인 해결책이 아니며 공급자와 수요자 모두 만족시키지 못한 정책 결정이라는 비판을 받고 있는 실정이다. 결국 미분양 문제의 근본 원인인 높은 분양가를 해결하려면 건설업체가 분양가를 낮추는 것이 필요한데 이는 결국 건설업체의 수익 감소로 이어져 예상보다 낮은 수익을 거둘 것으로 판단된다.

결국, 국내 주택시장에서 동사가 재건축 규제 강화, 지방 미분양률 증가 등의 악재 속에서도 지속적 성장을 이루어낼 수 있을 지가 의문이다. 주택 분야가 동사의 안정적인 현금 창출처로서의 역할을 하기 위해서는 국내 건설업황의 개선이 필요한 시점이다.

**Ⅲ. 대한민국 4대 수출 산업 - 해외플랜트 사업**

**1. 해외플랜트 시장과 국내 업체의 진출 현황 및 진단**

**플랜트 산업은 고부가가치  
성장산업**

해외 수출액 기준으로 플랜트 산업이 수출 순위 4위를 차지하고 있다는 사실을 알고 있는 사람은 많지 않다. 일반적인 건설업에 대한 노동집약적인 저차원 산업이라는 인식과 다르게, 플랜트 산업은 고난도 기술을 요하는 고부가가치 창출 산업의 하나다. 정부는 최근 들어 해외플랜트 산업을 미래의 성장동력으로 설정하고 집중육성 할 계획임을 밝히기도 했다.

**그러나 낮은 세계 시장  
점유율  
중동 지역에 한정**

플랜트 산업이란 기계설비, 장치 등을 통해 수요자가 원하는 원재료 혹은 부품, 완제품 등을 생산하기 위한 시설을 만드는 것이다. 플랜트 산업은 발전, 원유, 가스, 정유, 화학, 일반공장, 담수 등 다양하게 나누어진다. 국내 기업은 전체 세계시장에서 2%의 점유율(06년 기준)을 나타내고 있으며, 전체 해외플랜트 수주액 중 발전과 화학 분야가 각각 20% 이상으로 높은 비중을 차지하고 있다. 수출의 70% 이상이 중동 지역에 집중되어 있는데, 이는 중동의 반미 감정으로 인해 서구 회사들

의 진출이 쉽지 않아서 반사이익을 얻고 있는 점이 크다. 중동 시장은 세계 전체 대비 10% 정도에 불과하기 때문에 최근에는 수출지역 다각화 노력이 이루어지고 있으며 아프리카 및 아시아 시장에서 새로운 수주를 늘려나가고 있는 상황이다.

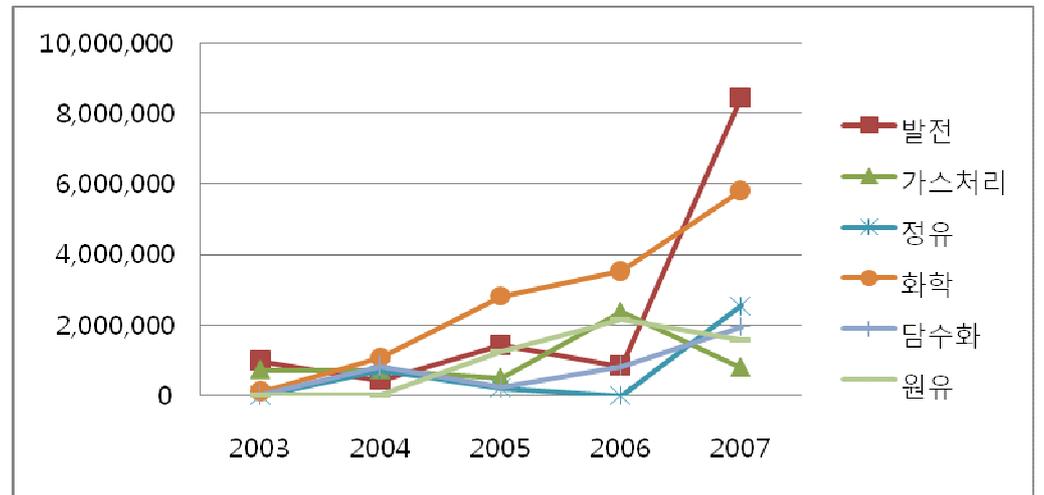
**플랜트수출 급증은 원유 가격 상승과 에너지 경쟁이 원인  
향후 지속 전망**

최근 들어 국내 기업의 해외플랜트 수주액이 급증하고 있다. 이것은 원유 가격 상승 및 에너지 확보경쟁 심화로 인해 중동 지역의 플랜트 수요가 크게 늘어난 데서 기인한다. 05년 82억 불, 06년 109억 불을 기록했던 해외플랜트 수주액은 07년에 252억 불을 달성하며 급 성장세를 지속해나가고 있다. 앞으로도 원유 및 대체에너지 개발 등을 위한 플랜트 산업의 수요의 증가가 예상되고 있으며 연평균 6%의 고 성장률이 최소 2015년까지 유지될 것으로 예측된다.

**발전, 화학, 정유 분야의 상대적 고 성장**

지난 5년간 해외플랜트 수주액의 증감을 공사 종류별로 나누어서 살펴보면 아래 표와 같다. 07년에 크게 수주가 증가한 분야는 발전, 화학, 정유 분야이다. 특히 발전 분야는 지난해 열 배에 가까운 수주 증가 추세를 보였는데, 이것은 전통적으로 국내 업체가 강점을 가지고 있던 화학 분야에 이어 새로운 성장동력으로 발전 분야가 급속히 확장되고 있음을 뜻한다. 발전 분야가 성장한 이유는 수력, 풍력 등 대체에너지의 개발 수요가 전세계적으로 늘어나고 있기 때문이며 국내업체들 또한 이러한 흐름에 발맞추어 해당 분야에 대한 영업활동을 강화했기 때문으로 분석된다.

그림 11. 플랜트 공종별 해외수주액 추이



자료: 해외건설협회

**국내 업체의 강점은 가격 경쟁력과 공기 단축**

해외플랜트 시장에서의 경쟁력은 "기술, 가격, 시간"이며, 그 중 국내 기업은 가격과 시간에서 강점을 가지고 있다. 플랜트 기술의 경우 세계 일류업체들을 가진 미국 및 유럽의 선진국에 비해 60~70% 정도에 그친다는 분석이 지배적이지만, 가격 경쟁력과 공사기간 단축에는 뛰어난 편이다. 하지만 최근 들어 중국 및 인도 업체들이 저가 공세를 펼치며 시장에 진입하고 있기 때문에 가격에서의 경쟁력도 안정

적인 상황은 아니다.

**설계 기술력의 부진으로 마진을 저하 발생**

기술력이 집중되는 부분은 플랜트 생산을 설계하는 과정인데, 이 부분이 고부가가치를 가지며 높은 마진을 남길 수 있어서 그 중요성이 크다고 볼 수 있다. 하지만 선진국에 비해 상대적으로 기술력 부족해서 설계 부분을 확보하지 못하는 경우가 많이 발생해왔고, 그에 따른 마진율이 기대치보다 낮은 상태다.

그림 12. 해외플랜트 시장 점유율

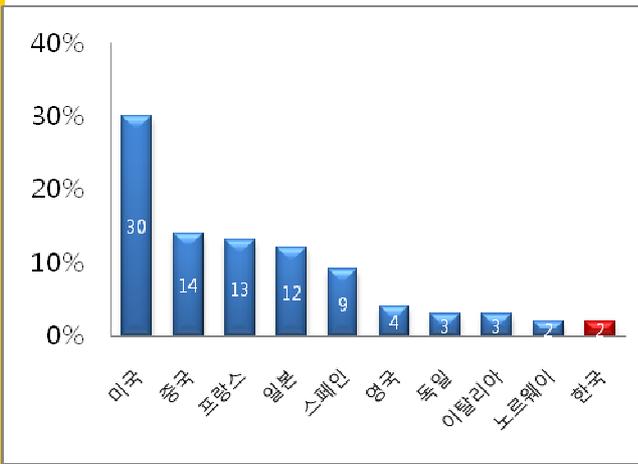


그림 13. 지역별 시장 규모 (단위: 100만\$)



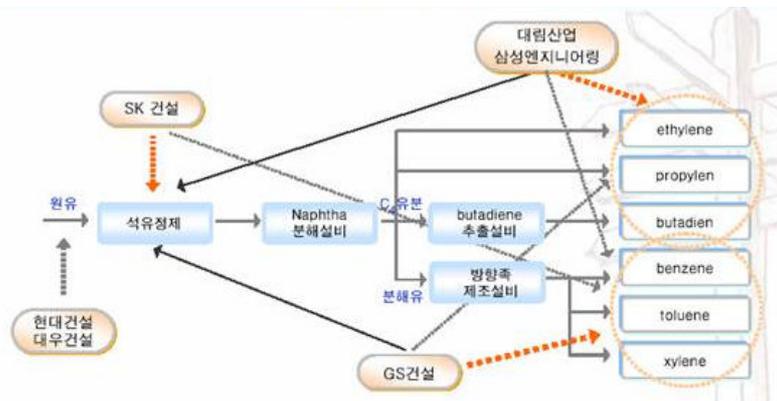
자료: 산업자원부

**2. GS건설의 해외플랜트 사업 - 정유 / 석유 화학 / 발전**

계열사인 GS칼텍스와 LG화학의 영향 - 정유와 석유화학 분야가 중심

동사는 정유와 석유화학 분야가 해외플랜트 매출에서 중요한 부분을 차지하고 있다. 또한 08년부터 발전 부문을 본부로 승격시키며 이에 대한 투자를 늘려나갈 것임을 밝혔다. 정유와 화학 분야에서 강점을 가진 이유는 계열사인 GS칼텍스가 정유업을, LG화학이 화학업을 영위하고 있기 때문이라는 분석이 타당하다. 각 계열사의 공사를 수주하며 자체 역량과 경험을 키워왔기 때문에 해외 수출에 있어서도 경쟁력을 가지고 있다.

그림 14. 정유 / 석유 화학 플랜트 - 국내 업체들의 부분별 경쟁력



자료: 한국플랜트협회, 2007

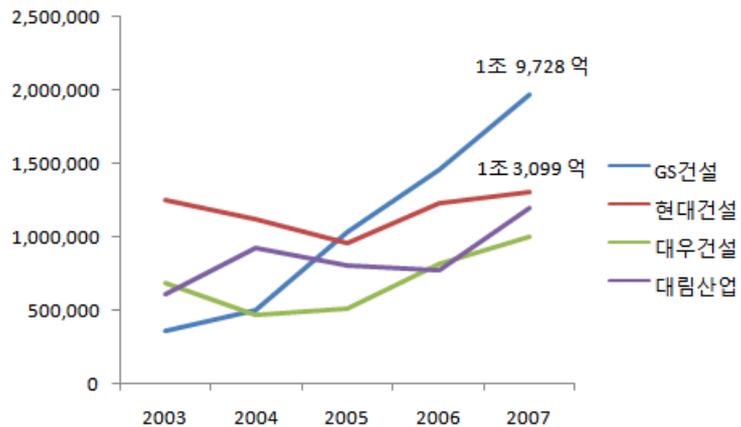
**발전 분야의 성장을 위한 집중 투자 의지**

발전 분야에 있어서는 동사의 수주가 아직은 전무한 상황이지만, 올해의 집중 성장 분야로 정하고 전사적으로 이에 대한 투자를 강화해나가고 있다. 기존 플랜트 본부에 속해있던 발전 부문을 독립 본부로 승격시키고 해외영업을 강화하여 성공적인 시장진입을 이루기 위해 노력하고 있다. 타 업체에 비해 늦은 편이지만, 성장성이 큰 발전 분야에 늦게나마 적극적인 투자를 통해 집중 육성하겠다는 계획이다.

**해외플랜트 수주액의 증가추세는 유지될 전망**

동사의 해외플랜트 수주액은 가파른 상승세를 보이고 있으며, 이러한 추세는 한동안 유지될 것으로 예상된다. 동사의 해외플랜트 매출액 추이는 소위 "중동 특수"의 흐름과 일치하는 움직임을 보인다. 동사는 2003년부터 현재까지 연평균 53%의 매출 성장률을 보이며 국내 해외플랜트 규모 1위를 기록하고 있다. 뿐만 아니라 현재까지 수주된 물량 규모 면에서도 3조 862억 원 규모로 압도적이다. 본 리서치팀은 특수 플랜트 분야의 확고한 역량과 인지도를 바탕으로 동사의 해외플랜트 매출 성장의 단기적 발전을 매우 긍정적으로 평가한다.

그림 15. 국내 4대 건설사 플랜트 매출 추이



자료: 각 사 공시 자료, SMIC Research Team 5

**3. 최근 영업 이익률 하락 리스크 -계약 방식 변화를 통한 완화 전망**

**최근 플랜트 사업의 부진한 영업이익률은 원자재 가격 상승 때문**

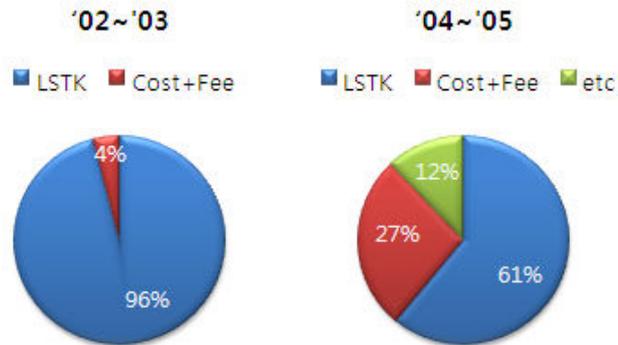
동사는 해외플랜트 사업의 영업이익률은 07년 기준으로 7.33%를 나타내고 있다. 기업 전체 영업이익률인 7.35%와 거의 비슷한 수치를 보여주는데, 일반적으로 해외플랜트의 영업이익률이 타 부문보다 높음에도 불구하고 이러한 현상이 나타나는 것은 원자재 가격 상승에 기인한다. 최근 원자재 가격의 상승으로 인해 수주 당시의 예상치에 비해 원재료 비용이 크게 늘어나는 현상이 발생한 것이다.

**원가상승 리스크 분담으로 산업 구조 변화 - 영업이익률 상승 기대**

하지만 최근 들어 원가상승의 리스크를 발주자가 공동으로 부담하도록 하는 새로운 계약 형태(Cost + Fee 방식 혹은 Convertible LSTK 방식이라고 한다)가 늘어나고 있다. 02년에서 03년에 걸쳐 이루어진 계약의 4%만이 이 방식을 취했지만,

04~05년에 걸친 계약에서는 27%로 급격히 늘어나고 있는 추세다. 따라서 동사의 해외플랜트 사업의 영업이익률은 시간이 지날수록 높아질 것이라는 예측이 유효하다.

그림 16. 플랜트 계약방식 변경 흐름



자료: Contax Market intelligence database

지역다각화의 성공과 그에 따른 성장 기대

**4. 지역적 한계 돌파를 위한 노력 - 수주처 다양화**

동사는 최근 이집트에서 20억 불 규모의 초대형 수주를 맡으면서 수주지역 다각화를 성공적으로 실현해나가고 있다. 중동 지역에 한정된 수주처의 한계를 극복하며 중국, 태국을 포함해 아시아, 아프리카 지역에 대한 플랜트 수출이 늘어나고 있다. 플랜트 수주에 있어서 인지도와 성공적인 완공 경험 등이 중요한 기준이기 때문에 신시장의 개척은 앞으로의 큰 수주 성장이 가능성을 의미한다. 그러나 “중동 특수”의 핵심 요소인 반미 감정을 중동 이외 지역에서 기대하기 힘들다는 점과 산유국이 아닌 지역에서 대규모 정유, 석유 화학 플랜트 수주가 발생하지 않는다는 측면을 고려해야 한다. 따라서 본 리서치 팀은 향후 동사의 해외 플랜트 매출 성장이 “중동 특수”에 인한 연평균 50% 수준에서 점차 하회할 것으로 전망한다.

단기간 내 보완이 어려운 설계 능력은 여전히 리스크

**5. 글로벌 일류 플랜트 전문 기업 도약을 위한 과제 - 설계 역량**

동사는 부족한 설계 능력의 보완을 위해 엔지니어링 업체의 M&A를 추진하고 있다. 고급 기술력이 많이 필요한 설계 부문에서의 경쟁력이 선진국에 비해 열악한 수준이기 때문에, 이를 극복하기 위한 노력으로 설계 기술력을 가진 업체를 물색하고 있는 상황이다. 하지만 아직 이렇다 할 결과물을 나오지 않고 있어서 이러한 설계 부문 경쟁력이 단기간에 급격히 강화되리라 보기는 어렵다.

그림 17. 선진국 업체와의 기술력 비교

분야	원천기술	기본설계	상세설계	건설사업관리	시운전
정유	30	80	95	100	100
LNG	0	50	80	90	90
GTL	합성가스	0	0	90	90
	FT합성	0	0	0	0
	계질공정	0	0	90	90
석유화학	60	80	95	100	100
화력발전	90	95	95	100	100

자료: 건설교통부 주: 선진 엔지니어링기업 기술수준 대비 국내기업의 상대적 기술수준을 수치화

향후 플랜트 산업은  
가격 경쟁이 아닌  
설계 능력 경쟁 체제

플랜트 산업 발주처의 입찰 과정에서 가격이 차지하는 비중이 그다지 크지 않기 때문에, 중국과 인도 업체의 저가 공세가 동사에 큰 위기가 되지는 않을 것이다. 대형 프로젝트일수록 가격보다는 기술력과 안정성에 비중을 두게 되기 때문이다. 동사는 선진국 업체에 비해 조금은 낮은 기술력을 가지고 있지만, 어느 수준 이상의 안정성을 인정받고 있으므로 가격 경쟁이 아니라 기술력의 보완을 통한 선진국 업체와의 설계 능력 경쟁 방향으로 시장 상황은 전개될 것이다.

프리미엄 플랜트 시장 진입  
가능성 불투명  
아시아, 아프리카 지역  
중심의 서브 프리미엄 시장  
공략 전망

향후 동사의 해외플랜트 사업 방향은 서브 프리미엄 시장 공략의 형태로 전개될 것이라 전망한다. 세계 프리미엄 건설 시장, 즉 북미와 유럽 지역 공략의 핵심은 설계 능력의 뒷받침 없이는 불가능하다. 설계 능력은 건설 분야의 핵심이며 쉽게 모방하거나 획득할 수 없는 부분이다. 글로벌 관점에서 동사의 규모와 브랜드 인지도를 고려할 때 세계 메이저 수준의 엔지니어링 기업을 M&A할 수 있는 가능성은 극히 낮게 평가된다. 그러나 세계 경제 발전이 가속화 되고 저개발 국가들의 국책 사업이 가시화되면서 풍부한 수주 물량이 기대된다. 소위 서브 프리미엄 시장의 확대는 동사에 "중동 특수" 이후 새로운 성장 모멘텀으로 작용할 것이다. 우수한 시행 능력과 가격 경쟁력은 아시아, 아프리카 지역의 발전과 함께 동사의 해외 진출을 더욱 가속화 시킬 것으로 판단한다.

#### IV. 글로벌 메이저 건설 기업으로의 도약 - 종합 개발 사업

##### 1. 개발 도상국 도시 건설 프로젝트 - 해외 개발 사업

GS의 새로운 성장동력  
해외 개발 사업

동사는 글로벌 메이저 건설 기업으로의 거듭나기 위한 장기적 전략으로 플랜트 사업과 함께 해외 개발 사업에 대한 발 빠른 움직임을 보이고 있다. 플랜트 사업은 거대 규모와 높은 수익성에도 불구하고 분야와 지역적 한계를 지니고 있다. 이런 상황에서, 동사는 장기적 기업 발전 전략을 해외 개발 사업에 맞추고 국내 건설 업체 중 가장 돋보이는 성과를 창출하고 있다.



해외 개발 사업의 키워드

- 종합 건설 개발

해외 개발 사업은 해외 신도시를 건설하고, 주택, 도로, 항만, 리조트 등을 만드는 사업으로 건축, 토목, 주택, 플랜트, 발전 등의 종합적인 역량이 필요한 사업이다. 특히, 해외 개발 사업은 자국 자체적으로 인프라를 구축하거나 주택을 지을 역량이 없는 신흥개발국가에서 수요가 많다. 선진국에서도 재개발, 신도시 등의 수요가 꾸준히 이어지고 있다. 해외 개발 사업은 해당 국가의 정부와 직접 거래하여 사업권, 혹은 개발권을 획득하는 방식이다. 이를 바탕으로 해당 지역, 혹은 지은 건물에 대한 소유권 획득하여 이를 통해 지속적인 수익을 창출하는 지속적인 고부가가치 사업이다.

해외 개발 사업의 메리트

- 규모와 수익성

해외 개발 사업은 규모가 큰 사업 분야로 수익성이 높다. 신흥 개발 국가는 높은 경제 성장률로 인프라와 편의 시설에 대한 수요가 증대하고 있고, 부동산 가격도 급격히 상승하는 추세로 동사가 주택을 분양 시에 높은 분양가를 책정할 수 있을 것을 보인다. 또한 개발권과 운영권은 장기적으로 사용할 수 있어 꾸준한 수입이 예상된다.

그림 18. 베트남GDP추이



그림 19. 해외개발사업



자료: KOTRA

2. GS건설의 해외 개발 사업 역량 - 경험 / 종합 / 자본

해외 개발 사업을 위한 3가지 핵심 역량

동사는 해외 개발 사업을 위한 내부역량을 갖춘 것으로 판단된다. 정부와 직접 관계하는 해외 개발 사업의 핵심 역량은 ① 대형 프로젝트에 대한 경험, ② 전 건설 분야에 걸친 사업 구조, ③ 프로젝트 진행을 위한 전문학적 규모의 자본력이다.

타의 추종을 불허하는 다수 해외 사업 경험

첫째, 동사는 1978년부터 시작한 많은 해외 사업 경험을 갖고 있다. 실전 경험이 중요한 건설 업계에서 동사의 타사 대비 많은 경력은 협상 능력과 인지도 측면에서 우위를 점하게 한다.

개발 사업의 A to Z - 6개 사업 모델의 시너지

둘째, 동사는 대형건설회사로 건축, 토목, 플랜트, 주택, 환경, 발전을 모두 할 수 있는 능력을 갖고 있다. 이는 동사가 지향하는 6개의 사업모델이 유기적으로 결합

한 복합개발을 가능케 하여 신도시 개발과 같은 대형 프로젝트를 단독으로 해낼 수 있는 원동력이 된다.

자금력의 원천

- 탄탄한 재무구조

셋째, 동사는 탄탄한 재무구조와 함께 많은 자본을 확보하고 있다. 동사의 베트남 BT사업과 같이 인프라를 구축해주는 대신 개발권을 따내는 패키지 딜 형식의 사업은 무상 인프라 구축을 위해 많은 자본이 투하되어야 한다. 또한, 해외 개발 사업에서는 부지 매입, SPC설립 등이 필요한 경우도 많아 자금 확보가 절실하다. 동사는 앞에 언급한 내부 역량들에 더해 해외 개발 사업에 대한 강한 의지와 앞선 출발로 긍정적인 신호를 보이고 있다. 동사는 국내업체 최초로 베트남에 단독 진출을 했고, 규모 면에서도 타사 대비 압도적이다.

동사의 다양한 해외 개발 사업 가시화

3. 해외 개발 사업으로의 전환은 미래가 아닌 현실 - 아시아 개발 사업 현황

동사는 현재 베트남, 캄보디아, 아제르바이잔에서 개발허가를 획득 하였다. 또한 NGE(New Growth Engine)-6로 선정한 아제르바이잔, 카자흐스탄, 투르크메니스탄, 미얀마, 캄보디아, 라오스 등 6개국에서의 개발형 해외사업 수주가 점차 가시화 되고 있다.

해외 개발 사업의 신호탄

- 베트남 개발 사업

특히, 베트남에서의 수주진행이 주목할 만하다. 동사가 현재 베트남에서 진행중인 프로젝트는, 구치 리조트 개발사업, 냐베 신도시 개발사업, BT 사업 등 3가지이다. BT사업은 동사가 2004년부터 3년간 협상을 진행해오다 지난 해 협상을 타결, 베트남 현지에 진출한 국내 기업으로서는 유일하게 컨소시엄이 아닌 단독사업의 형태로 추진되고 있어 의미가 크다. BT사업은 운영매출 16억 달러, 분양매출 56억 달러 등 총 사업 규모는 72억 달러(약 7조원)로 추정된다.

그림 20. GS건설의 베트남 사업

호치민 개발 프로젝트, 장기 성장 기회를 제공		
프로젝트명	사업 내용	진행 현황 및 전망
BT 사업	탄손녓 공항-수안히엵 도로공사	2.9억 달러 규모의 도로공사(13.6km) Build-Transfer, 공기 48개월 등 공사에 대한 대가로 호치민시 사업용 토지 30만평 사용권 확보
	도심 5개 지역 주택/복합빌딩 개발	하반기 투자허가서 승인 및 2008년 착공 예상 리버사이드, 리버뷰, 그린드 요트, 푸미엠(미래형 부도심) 지역 개발
구치(Ou Chi) 리조트 개발	골프장 36홀 건설 및 운영 빌라 및 콘도미니엄 건설 및 운영	07년 3월 투자허가서 승인, 총60만평 규모의 개발 및 운영 사업 하반기 SPC 설립 후 착공, 호치민 서북지역 신도시 건설 지역에 위치, 토지임차 2007-2066년
냐베(Nha Be) 신도시 개발	냐베지역 주거 및 상업단지 개발	07년 5월 투자허가서 승인, 총160만평 규모, 1.7만호 아파트/상업시설 하반기 SPC 설립 후 착공

자료: IR

그림 21. 베트남 사업 지역



자료: GS건설

## VI. 업계 최고의 재무구조

건설사에게 현금의 의미는  
사업의 기반

건설업체의 현금 흐름은 시공능력과 직결된다. 건설업은 생산에 소요되는 기간이 길기 때문에 계약을 체결한 후 공사를 마무리 하기까지 원자재, 인력, 수금 등의 관리가 중요하다. 이 과정에서 예상치 못한 risk에 대비하기 위해서 건설업체는 적정 현금을 보유해야 한다.

양호한 현금흐름 추이

동사는 2008년 1분기 현재 5725억원의 현금을 보유하고 있는데 이는 업계 최고 수준이라고 볼 수 있다. 따라서 미분양 문제를 포함한 건설업계 전반에 미치고 있는 불확실성에 대비할 여력이 충분하다고 보인다.

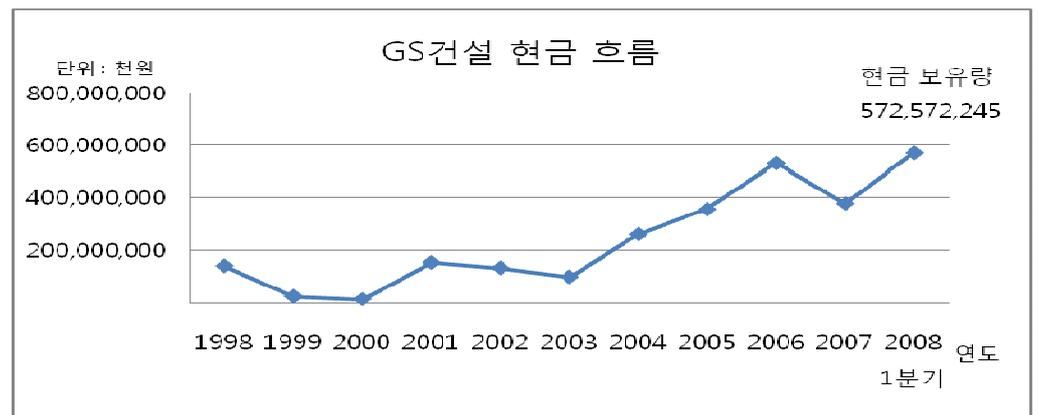
영업활동으로 인한  
현금흐름의 증가

하지만 이런 현금 흐름이 외부 자금을 차입하면서 증가하게 되면 재무구조를 악화시킬 수 있기 때문에 본 리서치 팀에서는 영업활동과 재무활동으로 인한 현금흐름으로 현금흐름을 구분하여 보았다. 동사는 2007년에 영업활동으로 인한 현금흐름이 1992억원 적자를 기록하였지만 2008년 1분기에는 미분양 문제 등의 악재에도 불구하고 영업 활동으로부터의 현금흐름이 순 증가하면서 2008년 1분기에 1556억원의 현금흐름을 만들어냈는데 이는 타 건설업체에 비해 상당히 양호한 흐름이며 동사의 재무구조에 긍정적인 영향을 끼쳤다.

회사채 발행에 따른  
재무활동으로 인한  
현금흐름 증가

또한 동사는 2008년 1분기에 해외에서 발행한 회사채를 포함하여 1561원의 외부 자금 조달액의 순 증가를 기록했다. 하지만 일부 부채를 갚았기 때문에 재무 활동을 통하여 1093억원의 현금흐름을 만들어 냈다. 따라서 동사의 현금흐름 증가가 부채의 증가 분만으로 달성된 것은 아니라고 판단된다.

그림 22. GS건설의 현금 흐름



자료: fnguide, 동사 공시 자료

그림 23. 타 사 대비 영업활동 현금흐름 비교

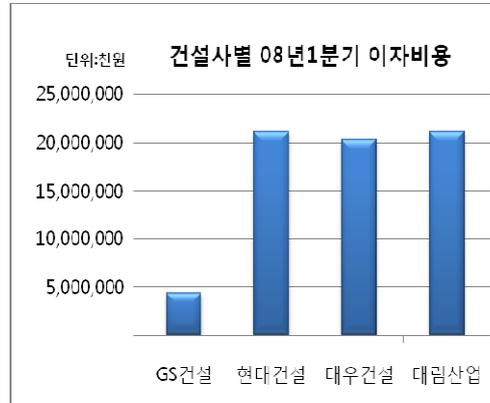
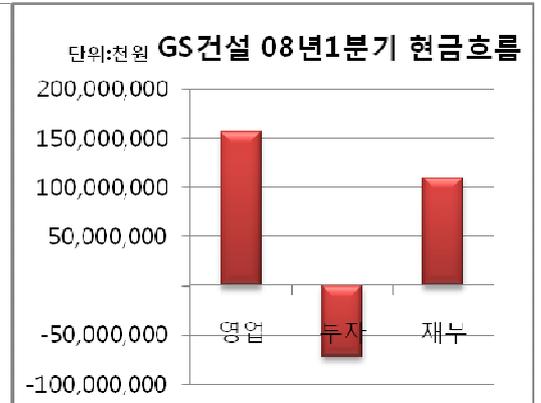


그림 24. GS건설의 현금 흐름



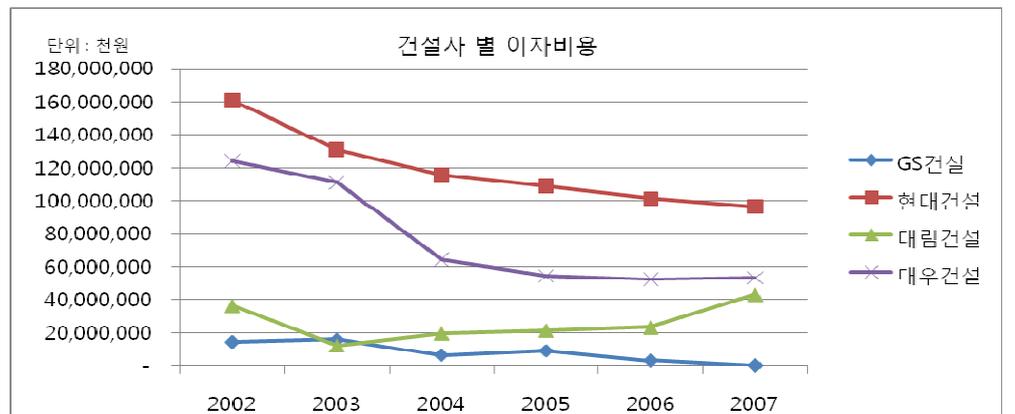
자료: 각 사 공시자료

자료: 동사 공시자료

업계 최저 이자비용으로 현금 조달에 여유로움

동사가 이런 양호한 현금 흐름을 유지할 수 있었던 가장 큰 이유는 무분별한 자금의 차입을 지양하여 이자비용을 낮게 유지한 것을 가장 큰 이유로 들 수 있다. 기업이 현금을 부채로 충당할 때에는 이자비용의 증가로 인해 재무구조에 문제가 생길 수 있다. 하지만 동사는 1998년부터 지속적으로 이자비용을 줄여왔고 업계에서도 가장 낮은 이자 비용을 지불하고 있다. 특히 2008년 1분기에 미분양 등의 risk가 불거지면서 현금 확보가 중요해 짐에 따라 각 건설사들은 금융계로부터 자금을 조달 받고 회사채 등을 발행하면서 이자비용이 증가하는 모습을 보였다. 이에 따라 동사의 경쟁 건설사인 현대건설, 대우건설, 대림산업의 경우 1분기에 각각 200억원이 넘는 이자 비용을 지출하였다. 하지만 동사는 43억원 정도의 이자 비용만을 지출했다. 동사의 1분기 영업이익이 1032억원에 달하는 것을 보았을 때 매우 안정적인 모습을 보이고 있는 것이다.

그림 25. 상위 건설업체 이자 비용



자료: fnguide

## VII. 최근 주가하락을 둘러싼 3가지 이슈

베트남 증시  
70% 하락  
경제 위기설 증폭

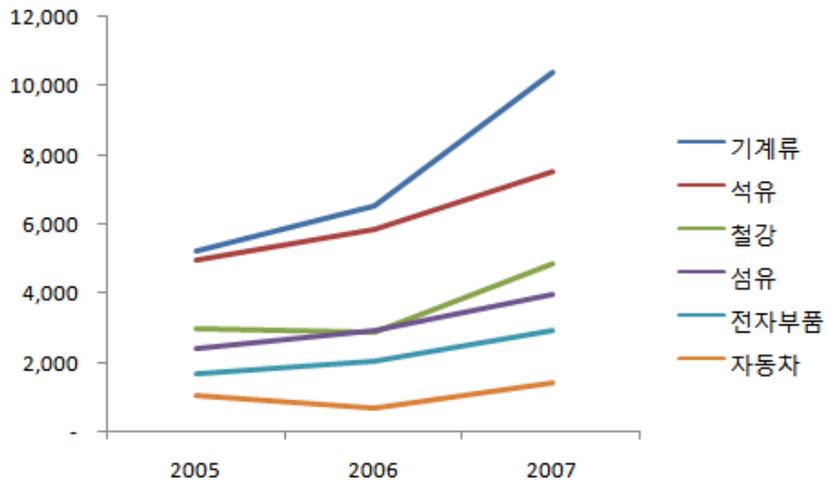
### 1. 베트남 경제 위기설

5월 6일 S&P는 베트남에 대한 신용전망을 "Stable"에서 "Negative"로 하향 조정했다. 08년에 들어서면서 베트남의 무역수지 적자가 크게 증가하면서 대두된 경제 위기설에 대한 불안이 현실로 나타난 것이다. 이에 베트남 증시 지수인 VN 지수는 08년 초 대비 70% 가까이 하락하였다.

원자재 수입 가격 증가와  
관세 철폐로 인한  
수입 규모 확대

베트남 경제 위기설의 근거는 급격한 무역수지 적자 확대이다. 베트남은 외국기업의 투자가 꾸준히 증가하면서 원자재 수입이 급증하는 추세를 보이고 있다. 여기에 장기간 지속된 가격 상승이 경제에 큰 부담으로 작용해온 것이다. 뿐만 아니라 WTO 가입을 위한 조건으로 관세를 인하 하면서 수입 물량이 더욱 증가하는 결과로 이어졌다.

그림 26. 베트남 무역수지 적자 확대



자료: 대한민국 국가 조사 팀

거듭되는 고성장  
금리 동결로 인한  
인플레이션 상승

치솟는 인플레이션 지수 역시 베트남의 경제를 위협하고 있다. 매년 7%대의 성장을 거듭해온 베트남의 물가는 전년에 대비하여 08년 1분기에 25% 이상 상승하였다. 물가상승에도 불구하고 기업 친화적인 베트남 정부는 시중 금리를 동결시켜왔다. 해외 투자 자금이 물려드는 상황에서 통화의 가치가 떨어지는 인플레이션은 베트남 경제의 대대적인 조정 압박을 미치게 된다.

금리 인상으로 인한  
경기 침체  
스태그플레이션

이에 08년 5월 19일 베트남 중앙은행은 3.25%에 달하는 기준 금리 인상을 단행했다. 뿐만 아니라 시중은행들의 금리 인상을 제한하던 규정까지 철회하였다. 그 결과 8.75%에 묶여있던 시중금리가 15%대로 인상되었다. 이는 베트남 경제 전반에 걸친 경기 위축을 가져오게 되었고 이로 높은 물가와 경기 침체가 동시에 나타나는 스태그플레이션 상황이 연출된 것이다.



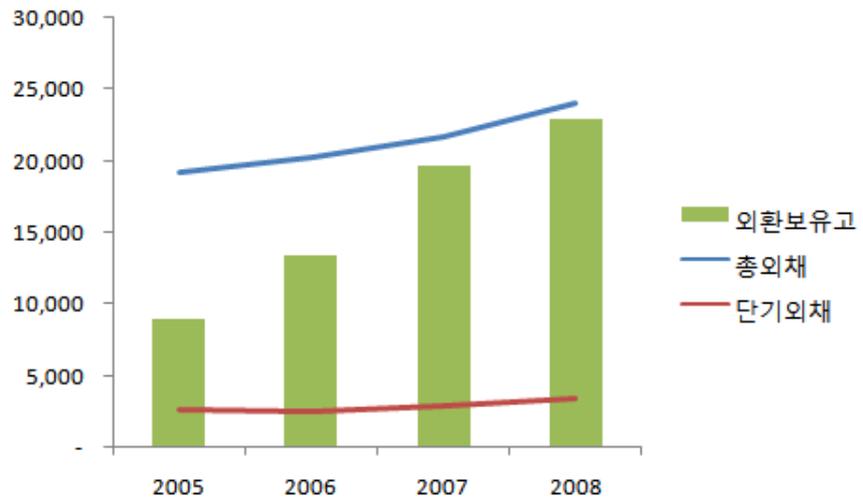
부동산 시장 타격  
50%이상 가격 하락

시중금리가 약 2 배 가까이 상승하면서 베트남의 건설회사들은 공사를 중단하는 현상이 일어나고 있다. 경제에 대한 강력한 규제는 전체 부동산 가격의 50%에 달하는 하락으로 이어졌다. 베트남 대규모 프로젝트 진행에 대한 수익을 부동산 개발을 통해 충당하도록 되어있는 동사의 경우 부동산 가격 하락은 큰 위험이 될 수 있다.

꾸준한 FDI 증가와  
안정적인 외환보유고  
일시적 조정 후  
안정세 전망

그러나 동사의 베트남 프로젝트 계획을 보면 2015 년 이후 분양이 이루어질 전망이다. 베트남의 경제 위기가 외환 위기 수준으로 발전하거나 장기화되지 않을 것으로 판단된다. 베트남은 지난 1 분기 동안 사상 초유의 경제 위기를 겪었지만 FDI(외국 직접 투자)의 규모는 꾸준히 증가하고 있으며 외환 보유고 안정적인 증가를 보이고 있다. 정부의 금리 인상이 부동산 가격 하락을 불러왔지만 이미 예견된 경기 조정 조치라는 점을 감안한다면 베트남 경제는 곧 안정세를 찾을 수 있을 것으로 판단된다.

그림 27. 베트남 외환 보유고 추이



자료: 대한민국 국가 조사 팀

지나친 낙관적 전망에 대한  
조정 필요

그러나 동사와 직접적으로 연관된 프로젝트의 수익성에 대한 재 조정은 필요하다. 기존의 전망이 지나치게 낙관적인 전망은 베트남의 고성장에 기초한 것이다. 향후 베트남 지역은 초기 고성장 국면을 지나 조정과 성장을 반복하는 시기에 접어들 것으로 예측되며 이에 상응하는 수익성 예측이 필요하다. 이에 대한 세부적 조정 사항은 Valuation 부분에서 상세히 반영하였다.

동사의 수익성에 대한  
재평가 요구

2. 건설노조 파업으로 인한 피해

단기적인 건설노조  
파업으로는 피해규모 미미

지난 6월 16일 0시부터 민주노총 산하 전국건설노조 건설기계분과(이하 건설노조)가 총파업에 돌입하였으나, 정부와의 협상 끝에 18일 0시부로 상경투쟁을 종료하는 것으로 타협되었다. 하지만 건설노조는 각 지역 및 사업장 별로 파업을 계속하

고 있어 공사 진행에 차질이 빚어지고 있다. 특히 지방에 연고를 둔 중·소형 건설사들의 경우 건설노조 파업으로 인해 다수의 현장에서 공사가 중단된 상태이며 사태가 장기화될 경우 심각한 위기를 맞을 것으로 예상된다. 그러나 동사를 비롯한 대형건설사들은 파업에 참여하지 않은 건설기계를 이용하거나 인력 등에 의해 추진할 수 있는 대체공정을 우선적으로 시행하며 공사를 진행하고 있어 비교적 피해 규모가 적은 상태이다. 또한 화물연대 파업 조기종료, 노조 조업거부 현장 감소 추세 등을 고려할 때 파업이 장기화될 가능성은 낮다고 판단된다.

**영종 하늘도시의 경우 파업 장기화에 의한 피해 발생 가능성 존재**

현재 영종 하늘도시, 송도 국제도시, 청라지구 등 인천지역 주요 공사현장에서 공사가 지연되고 있는데, 동사는 특히 영종도 '하늘도시' 기반조성 공사에서 피해를 입고 있다. 이 공사는 연약지반 처리 및 도시기반시설 조성을 위한 사업으로서 동사의 경우 2,500여 억 원을 들여 4.33km<sup>2</sup>규모의 2공구와 3.70km<sup>2</sup>규모의 3공구 시공권을 확보한 대규모 공사이다. 이곳에서는 건설노조가 총파업에 돌입하기 전인 5월 23일부터 노사 간 운송료 인상 협상 결렬로 인해 덤프트럭 운행이 거부되면서 한달 가까이 공사가 중단되고 있는 상태이다. 이번 주말(21일)에 있을 것으로 예상되는 노사 간 협상이 타결되지 않을 경우 건설노조 파업의 영향까지 더해져 공사 중단이 장기화되어 공급에 차질을 빚을 가능성도 존재한다.

**건설노조 파업에 대한 시장의 우려는 단기간 내 해소 전망**

예기치 못한 물류대란과 건설노조 파업으로 인한 건설업 전체에 대한 시장의 우려가 높다. 그러나 본 리서치 팀의 분석 결과 건설 노조 파업이 장기화 될 가능성은 극히 낮다. 또한 지금까지 파업으로 인한 동사의 공사 지연 피해 규모를 추정한 결과 영종 하늘도시 한 곳만 문제가 발생하고 있다는 결론을 내렸다. 동사의 규모와 파업 해결을 위한 추이를 감안한 결과 건설노조 파업으로 인한 시장의 우려는 곧 해소될 것으로 전망한다.

그림 28. 영종 하늘도시



자료: 한국일보

## 3. 대운하 사업의 핵심 수혜주 - 건설업

건설업종의  
대운하 프리미엄 존재

이명박 대통령의 선거 공약 중 하나였던 한반도 대운하 사업의 최대 수혜주는 건설업종이다. 대운하 사업은 정확한 비용을 산출하기 어려울 정도의 거대한 규모의 국책 사업이며, 건설업 중 토목 부문에 속한다. 따라서 이에 대한 기대 심리로 인해 건설업종의 주가에 소위 "대운하 프리미엄"이라 불리는 가격 상승분이 포함되어 있다고 보는 시각이 많다.

시간 경과에 따라 변화한  
대운하 프리미엄

대운하 프리미엄은 지난 1년여 시간 동안의 정치적 상황에 맞물려 그 규모가 달라져왔다고 보는 것이 합리적이다. 대운하 사업은 2007년 중순부터 시작된 한나라당의 대통령 후보 경선에서부터 이슈화되기 시작했으며, 이명박 후보가 대통령에 당선되던 시점에서 대운하 프리미엄이 최고조에 달했다. 이후 미디어를 통해 대운하 사업의 문제점이 알려지면서 사업 추진의 정당성에 대한 의문과 함께 대운하 프리미엄은 점차 감소된다. 그리고 결국 2008년 6월 19일, 이명박 대통령은 대운하 사업 추진을 사실상 백지화하면서 대운하 프리미엄은 사라진다.

건설업의 대운하 프리미엄  
평균치는 8.6%

실제로 대운하 프리미엄이 가장 컸을 것으로 예상되는 이명박 대통령의 당선 시점에서 건설업의 프리미엄을 수치화하면 8.6%라는 수치가 도출된다. 이러한 수치를 구하는 과정은 다음과 같다.

- ① 2007년간 건설업 지수의 상승률을 구한다.
- ② 같은 기간, 건설업의 수주액 상승률을 구하여 건설업 지수 상승률에 나누어준다. 이것은 수주 개선을 통한 상승분을 제외한 "건설업 지수 초과 상승률"을 구하기 위함이다.  

$$[(1+\text{건설업 지수 상승률}) / (1+\text{건설업 수주액 상승률}) - 1] * 100$$
- ③ 같은 기간, 코스피 지수의 상승률을 구한다.
- ④ 코스피 전체 종목의 당기순이익 상승률을 구하여 코스피 지수 상승률에 나누어준다. 이것은 ②와 마찬가지로 "코스피 지수 초과 상승률"을 구하기 위함이다.  

$$[(1+\text{코스피 지수 상승률}) / (1+\text{코스피 당기순이익 상승률}) - 1] * 100$$
- ⑤ 건설업 지수 초과 상승률을 코스피 지수 초과 상승률로 나눈다. 이것은 코스피의 초과 상승분을 제외한 "건설업 실질 초과 상승률"을 구하기 위함이다.  

$$[(1+\text{②}) / (1+\text{④}) - 1] * 100 = 8.6\%$$
- ⑥ 대운하를 제외한 모든 이슈는 수주 개선 및 코스피 지수 초과 상승률에 반영되었다고 가정한다. 따라서 "건설업 실질 초과 상승률"은 동기간의 건설업에 대한 대운하 프리미엄이다.



**그림 29. 대운하 프리미엄 산출 과정**

	07 년초(07.01.02)	이명박 당선(07.12.26)	대운하 포기(08.06.20)
건설업 지수	240.95	403.76	308.08
건설업 지수 상승률		① 67.6%	-23.7%
건설업 수주액(억원)	1,239,677	1,681,376	1,319,488
건설업 수주액 상승률		35.6%	
건설업 초과 상승률(수주액 기준)		② 23.5%	
코스피 지수	1435	1906	1731
코스피 지수 상승률		③ 32.8%	-9.2%
코스피 당기순이익(연간 기준)	39,844,912,340	46,537,984,485	46,532,811,624
코스피 당기순이익 상승률		16.8%	
코스피 초과 상승률		④ 13.7%	
건설업 실질 초과 상승률 = 대운하 프리미엄		⑤ 8.6%	

자료: SMIC Research 5 Team

#### 4. GS건설의 대운하 프리미엄

**GS건설의 대운하 프리미엄은 건설업 평균과 동일**

GS건설은 대형 건설업체 중 토목 부문의 비중이 낮은 편이며 대운하 컨소시엄의 추진에 있어서도 그다지 적극적이지 않은 모습을 보임으로써 직접적인 대운하 수혜주라는 인식은 크지 않은 편이다. 따라서 GS건설의 2007년 말 기준 대운하 프리미엄은 건설업 평균과 같은 8.6%로 가정한다.

**2007년 말 GS건설의 주가 중 4.5%는 대운하 프리미엄**

GS건설의 2007년 초 가격에서 1년 동안 8.6%의 대운하 프리미엄 성장이 발생했다. 같은 기간 동안의 GS건설 주가는 90.6%가 상승하여 155,500원을 기록했다. 이 중 대운하 프리미엄의 가치는 7,053원으로 주가의 4.5%를 차지한다.

**대운하 프리미엄은 이미 하락분에 반영**

이후 6개월 여의 시간 동안 GS건설의 주가는 -22.1% 하락하게 되는데 미분양 사태, 베트남 경제 위기설, 건설노조 파업 등의 악재와 더불어 대운하 프리미엄(4.5%)도 이 하락분에 반영되었을 것으로 보인다. 따라서 추후 밸류에이션에서 대운하와 관련된 이슈는 영향을 미치지 않는다고 가정한다.

주택사업  
플랜트 사업  
기타 사업  
각 사업별로 구분 후  
DCF 평가

**그림 30. GS건설의 대운하 프리미엄**

	07 년초(07.01.02)	이명박 당선(07.12.26)	대운하 포기(08.06.20)
GS 건설 주가	81,600	155,500	121,100
GS 건설 주가 상승률		90.6%	-22.1%
GS 건설 주가 중 대운하 프리미엄		7,053	
대운하 프리미엄 비중		4.5%	

자료: SMIC Research 5 Team

## VII. Valuation

동사의 적정 주가를 예측하기 위해 2 가지 방식의 Valuation 을 적용하였다. DCF 방식을 통한 절대 평가법과 EV / EBITDA 방식을 통한 상대 평가법을 사용하였다. 본 리서치 팀이 동사에 대한 분석 방식에 따라 동사의 사업 분야 중 핵심 사업 분야인 주택 사업과 플랜트 사업 그리고 향후 베트남 종합개발 사업을 포함한 기타 사업으로 분리하여 각각의 향후 매출액 추정 후 종합하는 Sum of parts 방식을 통해 수치를 도출하였다.

DCF Valuation 에 적용된 가정은 다음과 같다.

- 주택사업
  - 미분양 사태로 인해 단기적으로 매출액 감소와 영업이익률 하락이 발생
  - 2009 년부터 분양 정상화가 점차적으로 이루어져 매출액과 영업이익률이 정상 궤도에 오를 것이며 향후 경제 성장률 5%에 수렴할 것으로 가정
- 플랜트사업
  - 지난 3 년간 매출액 상승률은 40%이상 상회. 석유 관련 에너지 수요가 꾸준히 상승하고 있으며 현지 인지도가 높기 때문에 30% 수준의 성장률 유지
  - 그러나 설계 능력 부족과 석유 에너지 고갈, 중동 지역 특수 효과 상쇄로 인한 성장 둔화 예상. 중동에서의 특수이 타 지역으로 이전되기 어려운 점을 감안 향후 5%로 수렴
  - 영업이익률의 경우 지난 2 년간 역대 최고 수준의 원자재 리스크가 반영되었으며 계약 조건 상 원자재 가격 반영이 가능해짐에 따라 영업 이익률 1% 상승 반영
- 기타 사업

- 베트남 종합개발 사업의 특성상 분할 수금 방식이 아닌 사업권 취득 방식
- 이에 따라 향후 5년 후부터 해외 종합개발 사업관련 수익 발생으로 예상
- 토목, 건축 등의 부문에서는 5%의 성장률 유지할 것으로 가정
- 영업 이익률은 현재치인 7.5% 유지
- 단, 고 리스크 산업임을 감안 PF 투자자 기대 수익률인 20%의 할인 적용

**DCF Valuation**

**Target Price: ₩ 125,058**

**Safety Margin: 3%**

연도	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
주택 매출액	1,941,461	1,844,388	1,936,607	2,130,268	2,300,690	2,438,731	2,560,667	2,688,701	2,823,136	2,964,293
매출액 성장률	-5%	5%	10%	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
영업이익률	7%	3%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
주택 영업이익	136,840	55,332	96,830	149,119	161,048	170,711	179,247	188,209	197,620	207,500
플랜트 매출액	1,972,837	2,564,688	3,334,095	4,000,913	4,801,096	5,521,261	6,073,387	6,377,056	6,695,909	7,030,704
매출액 성장률	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%	15.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
영업이익률	7.3%	7.5%	7.7%	7.9%	8.1%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
플랜트 영업이익	144,548	192,352	256,725	316,072	388,889	458,265	504,091	529,296	555,760	583,548
기타 매출액	2,097,238	2,202,100	2,312,205	2,427,815	3,349,206	3,349,206	3,349,206	3,349,206	3,349,206	3,349,206
매출액 성장률	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
영업이익률	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기타 영업이익	160,656	165,157	173,415	182,086	251,190	251,190	251,190	251,190	251,190	251,190
예산 매출액	6,011,536	6,611,176	7,582,907	8,558,997	10,450,992	11,309,197	11,983,260	12,414,963	12,868,250	13,344,203
예산 EBIT	442,044	412,841	526,971	647,277	801,127	880,166	934,528	968,695	1,004,570	1,042,239

	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/12
매출액성장률		9.97%	14.70%	12.87%	22.11%	8.21%	5.96%	3.60%	3.65%	3.70%
예산매출액	6,011,536,000	6,611,175,950	7,582,906,773	8,558,996,658	10,450,991,549	11,309,197,339	11,983,259,938	12,414,962,640	12,868,250,477	13,344,202,706
예산EBIT	442,044,000	412,840,739	526,971,013	647,277,063	801,127,495	880,166,230	934,528,251	968,695,141	1,004,570,376	1,042,239,373
NOPLAT	320,481,900	299,309,535	382,053,985	469,275,870	580,817,434	638,120,517	677,532,982	702,303,977	728,313,523	755,623,545
(+)유,무형자산 상각비	28,436	33,055,880	37,914,534	42,794,983	52,254,958	56,545,987	59,916,300	62,074,813	64,341,252	66,721,014
<b>총현금유입</b>	<b>320,510,336</b>	<b>332,365,415</b>	<b>419,968,519</b>	<b>512,070,854</b>	<b>633,072,392</b>	<b>694,666,504</b>	<b>737,449,282</b>	<b>764,378,791</b>	<b>792,654,775</b>	<b>822,344,559</b>
영업용 운전자본	823,630,000	892,508,753	1,023,692,414	1,155,464,549	1,410,883,859	1,526,741,641	1,617,740,092	1,676,019,956	1,737,213,814	1,801,467,365
순유형고정자산	1,089,422,000	1,190,011,671	1,364,923,219	1,540,619,398	1,881,178,479	2,035,655,521	2,156,986,789	2,234,693,275	2,316,285,086	2,401,956,487
기타 영업용 순자산	(315,075,000)	(396,670,557)	(454,974,406)	(513,539,799)	(627,059,493)	(678,551,840)	(718,995,596)	(744,897,758)	(772,095,029)	(800,652,162)
IC	1,597,977,000	1,685,849,867	1,933,641,227	2,182,544,148	2,665,002,845	2,883,845,321	3,055,731,284	3,165,815,473	3,281,403,872	3,402,771,690
예산ROI(평균)	26.4%	18.2%	21.1%	22.8%	24.0%	23.0%	22.8%	22.6%	22.6%	22.6%
예산ROI(기초)	38.7%	18.7%	22.7%	24.3%	26.6%	23.9%	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%

IC증가액		87,872,867	247,791,360	248,902,921	482,458,697	218,842,477	171,885,963	110,084,189	115,588,398	121,367,818
(+)유,무형자산 상각비		28,436	33,055,880	37,914,534	42,794,983	52,254,958	56,545,987	59,916,300	62,074,813	64,341,252
<b>총투자액</b>	<b>120,928,747</b>	<b>285,705,894</b>	<b>291,697,904</b>	<b>534,713,655</b>	<b>275,388,463</b>	<b>231,802,262</b>	<b>172,159,002</b>	<b>179,929,651</b>	<b>188,088,832</b>	<b>188,088,832</b>
<b>예산 FCFE</b>	<b>211,436,668</b>	<b>134,262,625</b>	<b>220,372,950</b>	<b>98,358,737</b>	<b>419,278,040</b>	<b>505,647,019</b>	<b>592,219,788</b>	<b>612,725,124</b>	<b>634,255,727</b>	<b>634,255,727</b>
할인가치		1	2	3	4	5	6	7	8	9
현재가치		189,013,128	107,294,747	157,432,095	62,814,455	239,364,882	258,058,062	270,187,068	249,895,822	231,243,411

WACC	11.86%
영구성장률	7.00%
예상 ROIC(2단계)	25.00%
FCFF추정(2단계)	544,048,953
Terminal Value	11,186,406,441

현재가치의 합	1,765,303,670
PV of TV	4,078,453,965
현금 + 시장성유가증권	390,030,014
비영업용자산	607,671,312
Value of the Firm	6,841,458,961
(-)Value of the Debt	463,499,703
Value of the Equity	6,377,959,258
발행주식수	51,000,000
적정주가	125,058
현재주가	121,000
안전마진	3%

자기자본비용	12.43%
1년치일별베타	1.61200
5년치월별베타	1.06205
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률	5.00%
WACC	11.86%
차입금가치(이자발생부채)	463,499,703
주주지분가치(시가총액)	6,171,000,000
한계조달금리	5.88%



EV / EBITDA Valuation 에 적용된 가정은 다음과 같다.

- 동사의 플랜트 / 종합 개발 분야에 관련된 수주량을 바탕으로 각 분야별 2008 매출 추정
- 주택 사업의 경우 미분양으로 인한 실적 악화 반영으로 작년 대비 매출액 -5% 하락, 영업이익률 3% 적용(07년 7%)
- 각 분야별 특성에 따른 차등적 매출 원가율을 반영  
- 그러나 기업 전체 매출 원가율은 누적 평균인 7% 수준에 일치하도록 조정
- 감가상각비의 경우 2007 년도와 동일한 비율 수치 적용
- 순차입금은 지금까지 동사의 낮은 부채 비율이 유지되었으나 최근 4,000 억 원 규모의 단기 차입금 증가가 이루어졌고 주택 분야의 미분양 이슈와 해외 진출을 위한 자금 조달 측면에서 급격히 증가할 것으로 전망. 보수적 관점에서 2008 년 순차입금 5,000 억 원 적용
- 유통주식수는 현재와 동일하게 가정
- 국내 메이저 4 개 건설사의 07 년 EV / EBITDA 는 12.4(대우건설)~28.02(현대건설)로 다양

**Scenario 1** - 동사의 07 년 EV / EBITDA 인 17 적용

**Scenario 2**- 건설 산업에 대한 시장의 불안심리 가중과 악재로 인한 최악의 상황 반영 EV / EBITDA 수치 15 적용

### Scenario 1 (EV / EBITDA=17)

- Target Price: ₩138,828

- Safety Margin: 14.73%

### Scenario 2 (EV / EBITDA=15)

- Target Price: ₩121,340

- Safety Margin: 0.28%



	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12
매출액(+)	3,467,583,503	4,049,093,403	5,630,812,676	5,745,164,633	6,011,536,410
매출원가(+)	2,946,575,694	3,556,848,505	4,950,821,000	4,982,965,823	5,151,918,340
매출원가율	84.97%	87.84%	87.92%	86.73%	85.70%
매출총이익(손실)	521,007,810	492,244,898	679,991,677	762,198,811	859,618,069
판매비와관리비(+)	249,596,470	263,122,981	344,413,652	358,828,798	417,573,582
판관비 / 매출액	7.20%	6.50%	6.12%	6.25%	6.95%
영업이익(손실)	271,411,340	229,121,918	335,578,025	403,370,013	442,044,487
감가상각비	27,347,745	26,770,178	31,126,387	31,266,794	28,436,355
유형자산감가상각비	25,573,884	24,978,151	29,760,002	30,696,890	27,940,688
무형자산감가상각비	1,773,861	1,792,027	1,366,385	569,904	495,667
<b>EBITDA</b>	<b>298,759,085</b>	<b>255,892,096</b>	<b>366,704,412</b>	<b>434,636,807</b>	<b>470,480,842</b>

2008년 예상 EBITDA

매출액	6,611,176,000
주택 매출액	1,844,388,000
플랜트 매출액	2,564,688,000
기타 매출액	2,202,100,000
매출원가	6,198,335,260
주택 매출원가	1,789,056,360
플랜트 매출원가	2,372,336,400
기타 매출원가	2,036,942,500
영업이익	412,840,740
감가상각비	33,055,880
유형감가상각비	32,394,762
무형감가상각비	661,118
<b>EBITDA</b>	<b>445,896,620</b>

2008년 예상 기대수익률

	Scenario 1	Scenario 2
EV/EBITDA	17	15
EV	7,580,242,540	6,688,449,300
순차입금	500,000,000	500,000,001
시가총액	7,080,242,540	6,188,449,299
유통주식수	51,000	51,001
목표주가	138,828	121,340
현재주가	121,000	121,000
<b>기대수익률</b>	<b>14.73%</b>	<b>0.28%</b>

