

2016. 1. 27

Company Update



윤석모
Analyst
sokmo.yun@samsung.com
02 2020 7843

양지혜
Analyst
jh29.yang@samsung.com
02 2020 7867

GS건설 (006360)

4Q15 review – 원가율 회복시기에 주목할 때...

- 1월 27일 (장 종료 후) 실적 컨퍼런스콜을 통해 4분기 실적발표.
- 국내 건축/주택 고마진에 힘입어 영업익은 컨센서스 상회; 순이익은 일회성 비용으로 적자전환.
- 국내외 원가율의 등락은 상반기 말까지는 지켜봐야 할 전망. HOLD 투자 의견 유지.

WHAT'S THE STORY

국내 주택 고마진에 힘입어 영업익은 컨센서스 상회; 순이익은 일회성 비용으로 적자전환: 4분기 영업익은 530억 원을 기록하여 컨센서스 대비 66% 상회하였으나, 순이익은 컨센서스 98억 원 대비 하회하는 297억 원의 적자를 기록. 영업익 상회는, 1) 건축/주택 부문의 GP마진이 전분기 18.4%, 4분기 16.7%로 호조세가 유지되고; 2) 해외부문 GP마진이 전분기 (-)5.4% 대비 개선된 2.3%를 기록한 데에 기인. 반면 전력 부문은 삼척 프로젝트 관련 330억 원 비용 반영으로 인해 전분기 1.1%에서 (-)5.5%로, 인프라 부문은 6.5%에서 4.7%로 악화. 순이익은 일회성 이자비용 141억 원과 가스공사 과징금 275억 원이 반영되어 적자를 기록.

미청구공사 채권 회수에 따른 순차입금 감소는 긍정적: 동사의 미청구공사 채권은 3분기 말 기준 3조 1,740억 원에서 연말 2조 546억 원으로 1조 1,194억 원 감소하였는데, 이는 이집트 ELC 등 주요 프로젝트 마일스톤 달성에 따른 채권 회수에 기인. 이에 따라 동사의 순차입금은 전분기 대비 4,500억 원 감소한 1.33조 원을 기록.

국내외 원가율의 등락은 상반기 말까지는 지켜봐야 할 전망: 2015년 하반기 영업익 성장을 이끌었던 주택부문의 마진개선 (하반기 21.2% vs. 상반기 11.3%)은, 올해 연간으로는 미착공 PF 착공 증가 등에 따라 12% 수준으로 수렴할 전망. 참고로 미착공PF는 3분기 말 1.1조 원에서 4분기 말 8,766억 원으로 2,700억 원 가량 감소. 해외 원가율의 회복과 관련해서는, 동사의 해외 문제성 프로젝트인 라빅2 (4분기 말 현재 진행률 94%)와 PP12 (진행률 95%) 상반기 종료를 목표로 하고 있어, 그 이후 가시적으로 나타날 전망.

2016년 가이던스 – 주택마진의 안정성이 이익 가시성에 중요할 전망: 2016년 경영진 가이던스로 매출은 전년 대비 9.6% 증가하는 11.6조 원, 신규수주는 전년대비 8.1% 감소하는 12.3조 원을 제시. 올해 연간으로는 주택 매출이 3.4조 원 (vs 2015년 1.9조 원) 정도 예상되어 주택부문의 안정적인 마진흐름이 영업익에 주요할 전망.

AT A GLANCE

SELL **HOLD** BUY

목표주가 **24,000원** (-5.5%)

현재주가 **25,400 원**
시가총액 1,8조원
Shares (float) 71,000,000주 (70.8%)
52 주 최저/최고 18,950원/36,650원
60 일-평균거래대금 120.4억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
GS 건설 (%)	25.7	-3.6	11.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	31.9	3.6	14.9

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	24,000	24,000	0.0%
2015E EPS	377	1,095	-65.6%
2016E EPS	2,353	2,400	-2.0%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	21
Target price	30,635
Recommendation	3.8

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

분기 실적

(십억원)	4Q15	증감 (%)	차이 (%)
		전년동기 대비	전분기 대비
매출액	2,977.2	7.3	6.8
영업이익	53.1	54.0	387.9
세전계속사업이익	(14.2)	흑전 (170.4)	(128.5)
순이익	(31.9)	(1,639.7)	(159.8)
이익률 (%)			
영업이익	1.8		
세전계속사업이익	(0.5)		
순이익	(1.1)		

자료: GS 건설 삼성증권 추정

Valuation summary

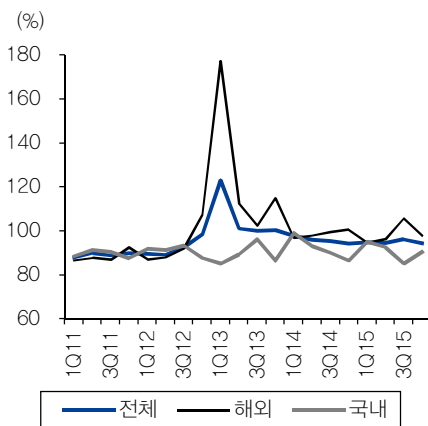
	2014	2015E	2016E
Valuation (배)			
P/E	n/a	67.3	10.8
P/B	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	27.8	20.8	15.3
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	적지	흑전	523.6
ROE (%)	(1.3)	0.8	4.9
주당지표 (원)			
EPS	(649)	377	2,353
BVPS	47,023	46,447	48,800
DPS	0	0	0

4Q15 review

(십억원)	2013	2014	4Q14	3Q15	4Q15	Chg (%)	
						전년동기 대비	전분기 대비
신규수주	9,009	11,216	1,050	2,432	5,162	391.6	112.3
매출	9,566	9,488	2,776	2,789	2,977	7.2	6.7
매출총이익	(379)	429	167	113	173	3.5	53.5
GP마진 (%)	(4.0)	4.5	6.0	4.0	5.8		
판관비	556	378	133	102	120	(9.5)	17.8
판관비율 (%)	5.8	4.0	4.8	3.7	4.0		
영업이익	(935)	51	34	11	53	53.7	387.0
OP마진 (%)	(9.8)	0.5	1.2	0.4	1.8		
영업 외 이익	(58)	(81)	(51)	9	(66)	적지	적전
세전이익	(993)	(30)	(17)	20	(13)	적지	적전
순이익	(827)	(22)	2	53	(30)	적전	적전
자산총계	12,427	13,095	13,095	13,253	12,995	(0.8)	(1.9)
순부채	2,381	1,768	1,772	1,492	1,033	(41.7)	(30.8)
자본총계	3,159	3,582	3,582	3,413	3,349	(6.5)	(1.9)
부채비율 (%)	293.4	265.6	265.6	288.3	288.0		
미착공PF	1,511	1,487	1,487	1,148	877	(41.0)	(23.6)

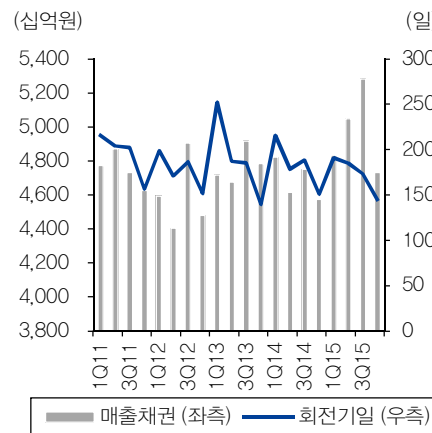
자료: GS건설, 삼성증권

원가율



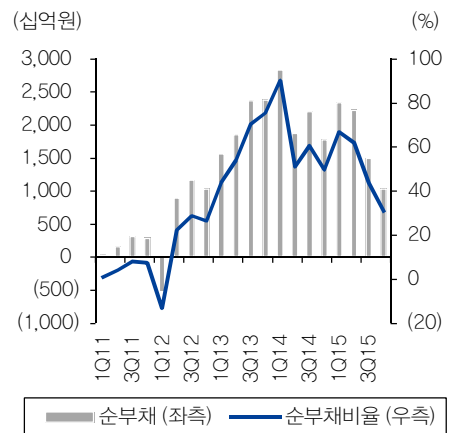
자료: GS건설, 삼성증권

매출채권



자료: GS건설, 삼성증권

순부채



자료: GS건설, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	9,566	9,488	10,573	11,102	11,815
매출원가	9,945	9,059	10,026	10,459	11,061
매출총이익	(379)	429	547	643	754
(매출총이익률, %)	(4.0)	4.5	5.2	5.8	6.4
판매 및 일반관리비	556	378	425	438	502
영업이익	(935)	51	122	205	252
(영업이익률, %)	(9.8)	0.5	1.2	1.8	2.1
영업외손익	(58)	(81)	(92)	22	17
금융수익	212	265	55	58	69
금융비용	244	337	112	125	141
지분법손익	10	6	0	0	0
기타	(35)	(15)	(36)	89	89
세전이익	(993)	(30)	30	227	269
법인세	(166)	(7)	3	55	65
(법인세율, %)	16.7	24.2	9.0	24.2	24.2
계속사업이익	(827)	(22)	28	172	204
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(827)	(22)	28	172	204
(순이익률, %)	(8.6)	(0.2)	0.3	1.6	1.7
지배주주순이익	(828)	(41)	27	167	197
비지배주주순이익	1	19	1	5	6
EBITDA	(829)	128	203	285	327
(EBITDA 이익률, %)	(8.7)	1.4	1.9	2.6	2.8
EPS (지배주주)	(15,000)	(649)	377	2,353	2,779
EPS (연결기준)	(14,985)	(355)	389	2,429	2,869
수정 EPS (원)*	(15,000)	(649)	377	2,353	2,779

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동에서의 현금흐름	(1,154)	572	(386)	95	44
당기순이익	(827)	(22)	28	172	204
현금유출입이없는 비용 및 수익	78	225	129	201	212
유형자산 감가상각비	58	62	67	68	64
무형자산 상각비	49	15	14	12	10
기타	(28)	148	48	121	137
영업활동 자산부채 변동	(322)	449	(484)	(157)	(234)
투자활동에서의 현금흐름	(65)	(334)	(341)	(266)	(234)
유형자산 증감	(22)	(236)	(142)	(80)	(14)
장단기금융자산의 증감	(140)	(72)	(199)	(185)	(221)
기타	97	(26)	(0)	0	0
재무활동에서의 현금흐름	1,645	35	19	1,022	174
차입금의 증가(감소)	1,750	(349)	19	1,022	174
자본금의 증가(감소)	0	551	0	0	0
배당금	(13)	(2)	0	0	0
기타	(92)	(166)	0	0	0
현금증감	435	286	(698)	852	(15)
기초현금	1,430	1,866	2,151	1,453	2,304
기말현금	1,866	2,151	1,453	2,304	2,289
Gross cash flow	(749)	203	156	374	415
Free cash flow	(1,331)	264	(528)	15	31

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회식, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: GS건설, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	8,414	8,653	8,710	9,924	10,398
현금 및 현금등가물	1,866	2,151	1,453	2,304	2,289
매출채권	52	32	47	49	52
재고자산	499	613	683	718	764
기타	5,998	5,856	6,526	6,853	7,293
비유동자산	4,013	4,442	4,635	4,787	4,902
투자자산	769	887	1,018	1,170	1,346
유형자산	2,243	2,456	2,531	2,544	2,493
무형자산	195	170	156	144	134
기타	806	929	929	929	929
자산총계	12,427	13,095	13,344	14,711	15,301
유동부채	6,137	6,127	6,307	7,177	7,532
매입채무	1,382	1,513	1,614	1,694	1,803
단기차입금	702	1,026	1,498	2,188	2,329
기타 유동부채	4,052	3,588	3,196	3,294	3,399
비유동부채	3,131	3,386	3,427	3,753	3,784
사채 및 장기차입금	2,189	2,410	2,409	2,707	2,706
기타 비유동부채	942	976	1,019	1,045	1,078
부채총계	9,268	9,513	9,735	10,930	11,315
지배주주지분	2,864	3,271	3,298	3,465	3,662
자본금	255	355	355	355	355
자본잉여금	159	611	611	611	611
이익잉여금	2,617	2,534	2,561	2,728	2,925
기타	(167)	(229)	(229)	(229)	(229)
비지배주주지분	295	311	312	317	323
자본총계	3,159	3,582	3,609	3,782	3,985
순부채	2,048	1,454	2,103	2,240	2,386

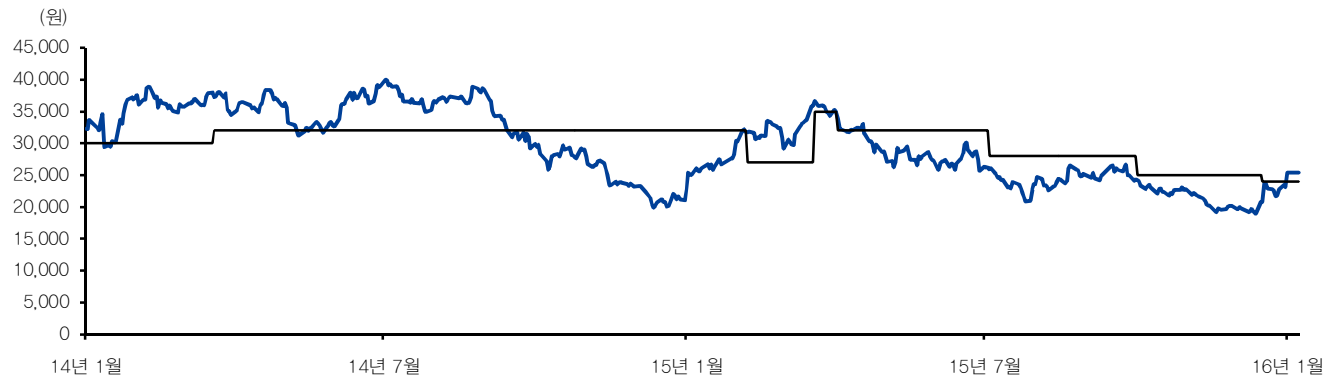
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
증감률 (%)					
매출액	(0.0)	(0.8)	11.4	5.0	6.4
영업이익	적전	흑전	138.8	67.9	22.8
순이익	적전	적지	흑전	523.6	18.1
수정 EPS**	적전	적지	흑전	523.6	18.1
주당지표					
EPS (지배주주)	(15,000)	(649)	377	2,353	2,779
EPS (연결기준)	(14,985)	(355)	389	2,429	2,869
수정 EPS**	(15,000)	(649)	377	2,353	2,779
BPS	53,261	47,023	46,447	48,800	51,579
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	67.3	10.8	9.1
P/B***	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	n/a	27.8	20.8	15.3	13.8
비율					
ROE (%)	(25.5)	(1.3)	0.8	4.9	5.5
ROA (%)	(6.8)	(0.2)	0.2	1.2	1.4
ROIC (%)	(17.2)	0.9	2.3	3.0	3.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	64.8	40.6	58.3	59.2	59.9
이자보상배율 (배)	(7.1)	0.4	1.1	1.6	1.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 26일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자	2014/1/27	4/15	2015/3/5	4/15	4/29	7/30	10/28	2016/1/12
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	30,000	32,000	27,000	35,000	32,000	28,000	25,000	24,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY★★★★ (매수★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30%
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30%
SELL★★★★ (매도★★★★)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 12월 31일 기준

매수 (69.8%) | 중립 (30.2%) | 매도 (0%)