

건설

박형렬

02-768-4165

hyungrul.park@dwsec.com

GS건설

(006360/중립)

실적도 Cash flow도 신뢰성이 없다

- 1분기 실적 대규모 영업적자 기록 : 영업이익 -5,354억원
- 연간 영업적자 -8,000억원 가이드스 제시
- 실적의 신뢰성 상실, 부채비율과 Cash flow risk 증가
- 투자의견 중립으로 하향

1분기 실적: 영업적자 -5,354억원, 당기순이익 -3,860억원

동사는 1분기 실적에서 이례적인 수준의 대규모 손실을 반영했다. 대부분의 해외 플랜트 준공현장에서의 손실 반영이다. 대표적인 손실은 UAE Ruwais Refinery PKG2 관련 손실 3,100억원과 PKG 7 관련 손실 950억원, 사우디 IPC EVA 관련 손실 810억원 등이다. 이 외 캐나다 Black Gold PJ 등에서 추가로 430억원의 손실이 계상되었고, 주택부문의 대손충당금은 370억원을 반영하였다.

실적 전망의 신뢰성 상실

가장 큰 규모의 손실을 반영한 UAE Ruwais Refinery PKG2 프로젝트는 2009년 12월 수주 이후 12년 말까지 GP Margin 기준 15% 이상의 고수익 사업장으로 인식되었다. 동 프로젝트의 손실 규모가 큰 것은 예정원가를 변경에 따라 2010~2012년 기간 동안 인식한 이익의 대부분을 한꺼번에 반환했기 때문이다.

높은 수익성을 보이던 프로젝트가 준공과정에서 갑작스럽게 원가율이 악화된 이유에 대해서 1) 하도급 업체의 공사 수행 문제와 부도에 따른 교체 비용 2) Change order 미반영 등의 이유가 언급되나, 충분히 납득하기 어렵다. 공사 수행 과정에서 발생했을 문제들에 대해서, 준공 과정에 대규모 손실을 처리한 것은 회사의 회계처리와 ERP 시스템에 대한 신뢰성이 상실된 것으로 판단된다. 하반기에도 추가적인 손실 반영이 있을 것으로 판단되며, 2014년 상반기 주요 악성 프로젝트가 완공되는 시점까지는 실적 추정에 대한 신뢰를 회복하기 어려울 것으로 전망된다.

Cash flow 악화

동사는 2011~2012년 순차입금이 1.8조원 증가하였으며, 2013년 1분기 신규 회사채와 CP를 포함해 1.5조원을 조달하였다. 연간 예상되는 적자 규모를 감안하면 부채비율이 200% 이상으로 크게 상승할 것으로 전망되며, 동사에 대한 신뢰 상실에 따라 신규 차입시장이 악화될 것으로 판단된다. 2014년까지의 회사채 만기와 영업활동 현금흐름 악화 부분에 대해서 1분기 조달한 현금과 자산 유동화를 통해 이미 확보한 것으로 알려져 있으나, 재무구조의 급격한 개선은 어려울 것으로 판단된다. 투자의견을 중립으로 하향하며, 향후 수익추정 관련하여 면밀한 재검토 이후 추가적인 보고서를 발간할 예정이다.

표 1. 주요 손실 프로젝트 (12년 말 기준)

(십억원)

| 공사명 | 계약일 | 완공예정일 | 기본도금액 | 완성공사액 | 계약잔액 | 공정율 |
|---|----------|----------|-------|-------|------|-----|
| Ruwais Refinery Expansion Project-PKG 2 | 20091103 | 20140131 | 3,492 | 2,937 | 555 | 84% |
| Ruwais Refinery Expansion Project-PKG 7 | 20091214 | 20140214 | 590 | 552 | 38 | 94% |
| UAE Takreer Inter Refinery Pipeline-2 | 20101001 | 20140331 | 683 | 364 | 318 | 53% |
| IPC EVA (IK) | 20101215 | 20130831 | 149 | 137 | 13 | 91% |
| 캐나다 BlackGold Project | 20100819 | 20140130 | 590 | 222 | 368 | 38% |

자료: GS건설, KDB대우증권 리서치센터

GS건설

실적도 Cash flow도 신뢰성이 없다

Compliance Notice

- GS건설: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. GS건설: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 리서처센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

