



# BUY(Maintain)

목표주가: 9,600원

주가(11/2): 6,840원

시가총액: 28,429억원

### 건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (11/2)	2,546.36pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,190원	5,080원
등락률	-16.48%	34.65%
수익률	절대	상대
1M	-5.1%	-10.8%
6M	-6.4%	-18.4%
1Y	9.1%	-15.2%

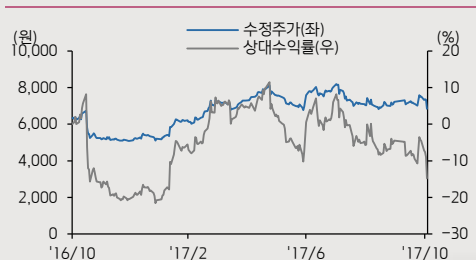
### Company Data

발행주식수	415,623천주	
일평균 거래량(3M)	1,302천주	
외국인 지분율	12.45%	
배당수익률(17E)	0.00%	
BPS(17E)	6,283원	
주요 주주	한국산업은행 외 1인	50.75%
	금호타이어 외 1인	6.59%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	111,059	117,932	118,103	118,699
보고영업이익	-4,672	7,333	7,523	7,670
핵심영업이익	-4,672	7,333	7,523	7,670
EBITDA	-3,707	8,326	8,516	8,663
세전이익	-10,111	6,408	6,763	6,993
순이익	-7,549	5,080	5,231	5,418
지배주주지분순이익	-7,358	5,092	5,244	5,431
EPS(원)	-1,770	1,225	1,262	1,307
증감률(%Y Y)	적전	흑전	3.0	3.6
PER(배)	-2.9	5.6	5.4	5.2
PBR(배)	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	-11.0	5.2	4.6	4.2
보고영업이익률(%)	-4.2	6.2	6.4	6.5
핵심영업이익률(%)	-4.2	6.2	6.4	6.5
ROE(%)	-30.9	22.4	18.9	16.4
순부채비율(%)	93.5	55.5	35.1	20.2

### Price Trend



## 3Q 실적 Review

# 대우건설 (047040)

## 냉정과 열정 사이



(중 장 실적발표) 3분기 매출액 3조 980억원(YoY +10.4%), 영업이익 1,138억원(YoY +7.0%)으로 어닝 쇼크를 시현했습니다. 해외부문의 원가율 상승이 주요인입니다. 해외부문 정상화가 진행 중이고, 해외 신도시 개발 역량 확보, IPP를 통한 해외 투자개발사업 진출 역량 확보, 매각 모멘텀, 밸류에이션 매력 등 상승여력은 충분합니다. 실적 실망에 따른 주가 급락은 저가 매수 기회라는 판단입니다.

### >>> Point 1. 실적은 어닝 쇼크지만, 이게 끝은 아니다

동사는 3분기 매출액 3조 980억원(YoY +10.4%, QoQ -0.5%), 영업이익 1,138억원(YoY +7.0%, QoQ -53.7%)으로 어닝 쇼크를 시현했다. 주요인은 1) 카타르 단교 사태로 인한 오비탈 고소도로 현장의 공기연장과 자재비 및 물류비 증가에 따른 간접비 상승으로 1,450억원의 손실반영, 2) 모로코 사피 발전소의 initial firing 1차 실패로 공기지면 관련 230억원 손실반영 등이다. 상반기 두 번에 걸친 어닝 서프라이즈로 실적에 대한 눈높이가 높았던 것은 사실이나, 냉정하게 숫자를 분석할 필요가 있다. 주택부문 원가율은 83.7%로 여전히 80% 초반대를 유지하고 있고, 기대했던 베트남 신도시 사업은 상당히 높은 수익성으로 기여하고 있다. 4분기 추가적인 해외손실을 감안하더라도, 연간 영업이익은 7,333억원으로 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망된다.

### >>> Point 2. 해외 추가손실 반영의 implication

이달 13일 매각관련 입찰제안서를 받는 일정을 고려하면, 3분기에 대규모 해외 추가손실 반영은 예상치 못했던 결과다. 하지만 매각을 앞둔 상황에서 해외 추가손실 반영을 통해 동사는 프로젝트의 불확실성이 발견되고, 준공예정원가가 상승할 것으로 예상이 되면 그 시기에 즉시 반영하는 회계투명성 원칙에 대한 신뢰성을 확보했다. 이로써 매각의 성공여부를 떠나 매각 일정 이전까지 양호한 실적을 기록하고, 매각 일정 이후 추가적인 손실반영이 시작될 거라는 시장의 우려는 해소됐다는 판단이다.

### >>> Point 3. 사상 최대 실적, 매각 모멘텀, 최선호주 유지

동사는 올해 재정비 관련 3조원의 수주와 11.3조원의 수주잔고를 확보해 향후 불확실한 주택시장에서 공급물량의 믹스를 유리하게 가져갈 수 있는 토대를 마련했다. 해외 신규수주는 연내 오만 두룸의 본격계약이 체결될 예정이며, 대우건설-인도 타타그룹 컨소시엄이 총 8.7억불 규모의 뭄바이 교량공사 우선협상대상자로 지정된 상태다. 베트남 사업은 계획대로 차질 없이 진행 중이다. 매각은 6일 비밀유지 협약서 제출, 13일 입찰제안서 제출의 일정으로 진행 중이다. 6일 이후에는 입찰참여자에 대한 윤곽이 보다 명확해 질 전망이다. 해외부문 정상화가 진행 중이고, 해외 신도시 개발 역량 확보, IPP를 통한 해외 투자개발사업 진출 역량 확보, 매각 모멘텀, 밸류에이션 매력 등 상승여력은 충분하다. 실적 실망에 따른 주가 급락은 저가 매수 기회라는 판단이다.

### 대우건설 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	3Q16	2Q17	3Q17P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	28,177	31,141	30,980	9.9%	-0.5%	30,458	1.7%	29,368	5.5%
GPM	8.7%	10.3%	6.9%	-1.8%p	-3.4%p	10.8%	-3.9%p	11.6%	-4.7%p
영업이익	976	2,458	1,138	16.5%	-53.7%	2,288	-50.3%	2,181	-47.8%
OPM	3.5%	7.9%	3.7%	0.2%p	-4.2%p	7.5%	-3.8%p	7.4%	-3.8%p
세전이익	458	1,775	1,155	152.4%	-34.9%	1,945	-40.6%	1,725	-33.0%
순이익	429	1,306	893	108.1%	-31.6%	1,517	-41.1%	1,319	-32.3%

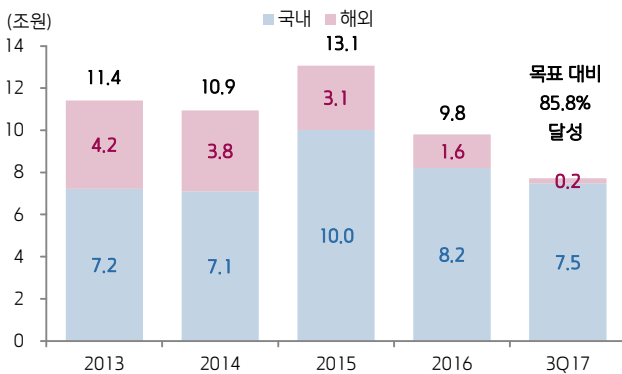
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	25,589	30,284	28,177	27,009	26,401	31,141	30,980	29,410	111,059	117,932	118,103
주택	6,704	9,728	8,492	10,056	9,225	11,566	10,495	10,944	34,980	42,230	46,621
토목	2,595	3,055	2,986	3,334	2,615	2,955	2,398	2,492	11,970	10,460	11,244
건축	4,752	5,561	5,687	6,655	5,167	6,144	6,720	6,801	22,655	24,832	25,369
플랜트	1,172	1,517	1,685	2,272	2,058	3,016	3,343	2,953	6,646	11,370	7,464
해외	10,233	10,061	8,916	4,231	6,901	6,973	5,439	5,171	33,441	24,484	24,029
매출원가율	93.0	92.4	91.3	120.7	88.3	89.7	93.1	91.1	99.1	90.6	90.1
주택	83.3	78.7	80.8	82.2	82.5	81.6	83.7	82.6	81.1	82.6	83.7
토목	90.8	90.4	97.8	103.7	95.6	99.3	100.1	99.8	96.1	98.7	98.1
건축	85.6	84.3	83.9	83.1	85.7	91.4	84.8	87.6	84.1	87.4	87.8
플랜트	83.7	90.2	92.0	88.5	92.2	89.6	95.1	96.7	89.0	93.5	95.0
해외	107.1	111.5	103.7	308.2	94.2	97.4	126.8	109.7	132.9	105.6	100.7
매출총이익률(%)	7.0	7.6	8.7	-20.7	11.7	10.3	6.9	8.9	0.9	9.4	9.9
영업이익	816	1,060	976	-7,525	2,211	2,458	1,138	1,526	-4,672	7,333	7,523
영업이익률(%)	3.2	3.5	3.5	-27.9	8.4	7.9	3.7	5.2	-4.2	6.2	6.4
세전이익	-39	446	458	-10,975	2,227	1,775	1,155	1,250	-10,111	6,408	6,763
순이익	-75	368	429	-8,271	1,919	1,306	893	962	-7,549	5,080	5,231

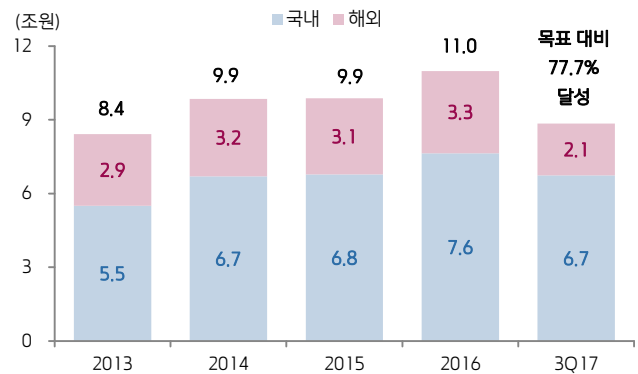
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 수주 추이 및 목표 달성 현황



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 매출 추이 및 목표 달성 현황



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 입찰공고

공고명	주식회사 대우건설 주식 매각 공고
매각대상주식	케이디비밸류제육호 유한회사가 보유하고 있는 주식회사 대우건설 보통주식 210,931,209주(발행주식총수의 50.75%) 전부
매각방식	공개경쟁입찰
예비입찰 마감일시	2017년 11월 13일 15:00(대한민국 표준시간)
매각주관사	메릴린치 인터내셔널 인코포레이티드 증권 서울지점 / 미래에셋대우
시행부서	대우건설 매각추진자문단

자료: KDB산업은행, 키움증권

대우건설 매각 시나리오

인급된 인수 후보군 (일부 회사는 공식 부인함)	(해외) 사우디아라비아 국영 석유회사 아람코, 사우디아라비아 대형 건설사 빈라덴 그룹, 중국 국영 건설사 중국건축공정총공사, 말레이시아 국영 에너지기업 페트로나스, UAE 국부펀드 아부다비투자공사(ADIC), 미국 트렉 (국내) 부영, 호반건설, 중흥건설, SK 건설, LG 그룹
매각 실패 시 지분 분할 매각 가능성	1) 총 50.75% 지분 중 경영권 지분(33.34%)을 먼저 매각하고 나머지는 시장 상황을 지켜본 후에 매각하는 방식 2) 33.34% 지분 전량을 한 번에 매각하지 않더라도 경영권을 약속하고 일부 지분만 먼저 파는 방식
주간사 역할	미래에셋대우가 펀드를 직·간접적 구성하는 데 참여해 대우건설 지분을 사들이는 주체가 될 수도 있을 것이라는 언론 보도

자료: 언론종합, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업개요

구분	내용
위치	베트남 하노이시 서호 서쪽 일원 (고급주거지역)
사업금액	1단계: USD 1,175백만 (전체PJ: USD 2,131백만)
사업기간	1단계: 2010년 6월 ~ 2019년 12월 (전체PJ: 2010년6월 ~ 2023년12월)
개발규모	- 114.8 ha 규모의 신도시 개발 - 상업 및 업무용지 조성/판매 (31.3 ha, 총연면적1,425,593㎡) - 주택건설/분양: 빌라(364세대), APT(603세대)
현재	부지 조성 공사 진행 중 (공정율79.1%), 잔여 토지 보상 진행 중 (114.7ha, 99.9% 완료), 빌라/용지분양/판매 진행 중

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업 빌라 분양 실적 및 계획

구분	세대수	예상매출(백만원)	착공	분양	준공
1차	182	203,134	15년9월	16년6월	17년6월
2차	67	82,552	16년7월	16년12월	17년9월
3차	49	43,870	17년4월	17년4월	18년6월
4차	66	66,965	17년9월	17년9월	18년11월
합계	364	396,521	-	-	-

자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 사우디 하우징 프로젝트 계획

일자	계획일정
2017.01.23~24	15 세대수, 공사비 및 참여조건 협의 (MOH 및DHS JV)
2017.02	Concept Master Plan & Basic Design 및 F/S 완료
2017.03	Master Plan 및 Development Plan 장관 보고
2017.10	SPC JV Agreement 체결 / DHS JV Agreement 체결
2017.12	SPC JV vsDHS JV 도급계약 체결

자료: 대우건설, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	98,900	111,059	117,932	118,103	118,699
매출원가	93,312	110,109	106,875	106,357	106,516
매출총이익	5,588	951	11,057	11,745	12,183
판매비및일반관리비	3,899	5,623	3,724	4,223	4,513
영업이익(보고)	1,689	-4,672	7,333	7,523	7,670
영업이익(핵심)	1,689	-4,672	7,333	7,523	7,670
영업외손익	-495	-5,439	-926	-760	-677
이자수익	215	249	517	771	979
배당금수익	43	7	57	36	33
외환이익	857	1,153	1,542	1,184	1,293
이자비용	972	931	1,169	1,274	1,274
외환손실	871	1,281	1,350	1,167	1,266
관계기업지분법손익	-191	-64	-247	-135	-149
투자및기타자산처분손익	346	104	100	106	103
금융상품평가및기타금융이익	870	480	-145	119	-26
기타	-791	-5,155	-229	-399	-369
법인세차감전이익	1,195	-10,111	6,408	6,763	6,993
법인세비용	148	-2,562	1,327	1,532	1,576
유효법인세율 (%)	12.4%	25.3%	20.7%	22.6%	22.5%
당기순이익	1,046	-7,549	5,080	5,231	5,418
지배주주지분순이익(억원)	1,059	-7,358	5,092	5,244	5,431
EBITDA	2,406	-3,707	8,326	8,516	8,663
현금순이익(Cash Earnings)	1,763	-6,584	6,073	6,224	6,411
수정당기순이익	-19	-7,985	5,108	5,066	5,364
증감율(% YoY)					
매출액	-1.1	12.3	6.2	0.1	0.5
영업이익(보고)	-60.4	적전	흑전	2.6	2.0
영업이익(핵심)	-60.4	적전	흑전	2.6	2.0
EBITDA	-50.4	적전	흑전	2.3	1.7
지배주주지분 당기순이익	-20.0	적전	흑전	3.0	3.6
EPS	-20.0	적전	흑전	3.0	3.6
수정순이익	적전	적지	흑전	-0.8	5.9

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	66,004	63,590	70,940	79,103	87,670
현금및현금성자산	5,390	8,168	9,240	12,600	16,078
유동금융자산	2,488	2,926	4,325	5,069	5,739
매출채권및유동채권	32,979	29,376	31,035	30,283	29,675
채고자산	12,930	12,393	13,160	13,179	13,246
기타유동비금융자산	12,216	10,727	13,180	17,973	22,933
비유동자산	34,633	36,112	34,107	34,154	34,430
장기매출채권및기타비유동채권	4,153	4,174	4,092	4,184	4,318
투자자산	10,602	11,899	11,868	12,043	12,297
유형자산	9,363	7,313	6,462	5,998	5,535
무형자산	1,203	867	849	849	849
기타비유동자산	9,311	11,860	10,835	11,079	11,432
자산총계	100,637	99,702	105,047	113,257	122,101
유동부채	46,740	66,085	66,223	67,461	68,937
매입채무및기타유동채무	18,875	26,653	29,483	30,283	31,236
단기차입금	7,692	14,353	11,517	11,517	11,517
유동성장기차입금	3,734	8,201	7,074	7,074	7,074
기타유동부채	16,440	16,879	18,149	18,587	19,109
비유동부채	25,964	12,919	13,363	15,104	17,054
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	9,465	1,464	2,792	2,792	2,792
기타비유동부채	16,499	11,454	10,571	12,312	14,262
부채총계	72,704	79,003	79,586	82,565	85,991
자본금	20,781	20,781	20,781	20,781	20,781
주식발행초과금	5,495	5,495	5,495	5,495	5,495
이익잉여금	3,580	-3,628	1,454	6,698	12,129
기타자본	-2,501	-2,332	-2,635	-2,635	-2,635
지배주주지분자본총계	27,355	20,316	25,096	30,340	35,771
비지배주주지분자본총계	578	383	365	352	339
자본총계	27,933	20,699	25,461	30,692	36,110
순차입금	20,000	19,350	14,143	10,783	7,305
총차입금	25,390	27,517	23,383	23,383	23,383

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,851	3,588	6,631	4,968	5,202
당기순이익	1,046	-7,549	5,080	5,231	5,418
감가상각비	617	879	918	910	910
무형자산상각비	100	87	76	83	83
외환손익	258	1,373	-177	-16	-27
자산처분손익	-793	-238	-93	-106	-103
지분법손익	191	64	247	135	149
영업활동자산부채 증감	3,818	5,968	-1,623	-3,565	-3,613
기타	1,614	3,004	2,203	2,297	2,386
투자활동현금흐름	-5,411	-2,618	-1,800	-1,608	-1,725
투자자산의 처분	-495	-520	-2,658	-918	-925
유형자산의 처분	64	64	52	40	40
유형자산의 취득	-4,406	-2,736	-525	-486	-486
무형자산의 처분	-53	-41	0	0	0
기타	-522	614	1,358	-243	-353
재무활동현금흐름	689	1,745	-3,762	-0	-0
단기차입금의 증가	211	1,739	-3,764	0	0
장기차입금의 증가	0	0	-0	-0	-0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	478	5	2	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,134	2,777	1,072	3,360	3,477
기초현금및현금성자산	3,257	5,390	8,168	9,240	12,600
기말현금및현금성자산	5,390	8,168	9,240	12,600	16,078
Gross Cash Flow	3,466	-1,602	8,667	8,986	9,133
Op Free Cash Flow	1,555	668	4,660	2,760	2,835

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	255	-1,770	1,225	1,262	1,307
BPS	6,827	5,133	6,283	7,545	8,851
주당EBITDA	579	-892	2,003	2,049	2,084
CFPS	1,648	863	1,596	1,195	1,252
DPS	0	0	0	0	0
추가배수(배)					
PER	22.0	N/A	5.6	5.4	5.2
PBR	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.2	-11.0	5.2	4.6	4.2
PCFR	13.2	-3.2	4.7	4.6	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	-4.2	6.2	6.4	6.5
영업이익률(핵심)	1.7	-4.2	6.2	6.4	6.5
EBITDA margin	2.4	-3.3	7.1	7.2	7.3
순이익률	1.1	-6.8	4.3	4.4	4.6
자기자본이익률(ROE)	3.9	-30.9	22.4	18.9	16.4
투자자본이익률(ROIC)	3.2	-10.4	24.2	23.9	22.1
안정성(%)					
부채비율	260.3	381.7	312.6	269.0	238.1
순차입금비율	71.6	93.5	55.5	35.1	20.2
이자보상배율(배)	1.7	N/A	6.3	5.9	6.0
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	3.6	3.9	3.9	4.0
채고자산회전율	7.8	8.8	9.2	9.0	9.0
매입채무회전율	6.7	4.9	4.2	4.0	3.9

Compliance Notice

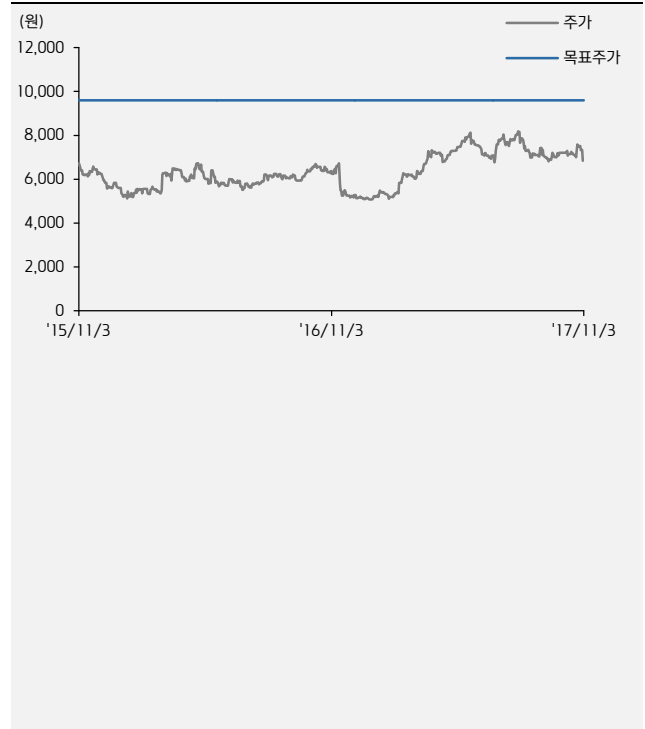
- 당사는 11월 2일 현재 '대우건설' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대우건설 (000210)	2015/10/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-33.33	-27.71
	2015/11/24	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.48	-27.71
	2016/01/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-39.64	-27.71
	2016/03/04	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.78	-27.71
	2016/03/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.49	-27.71
	2016/04/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.15	-27.71
	2016/04/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-32.78	-30.52
	2016/05/02	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.45	-30.52
	2016/06/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.54	-30.52
	2016/07/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.49	-30.52
	2016/08/01	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.28	-30.31
	2016/10/12	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-36.93	-30.31
	2016/10/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-42.75	-29.90
	2017/01/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-43.18	-29.90
	2017/02/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.63	-23.75
	2017/04/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.86	-23.75
	2017/04/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-21.87	-15.42
	2017/06/20	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-22.35	-15.42
	2017/06/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-21.96	-15.42
	2017/07/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-21.69	-15.42
2017/07/27	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-21.15	-14.69	
2017/08/08	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-22.93	-14.69	
2017/10/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-23.03	-14.69	
2017/10/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-23.09	-21.04	
2017/11/03	Buy(Maintain)	9,600원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%