

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김세련

sally.kim@sk.com

02-3773-8919

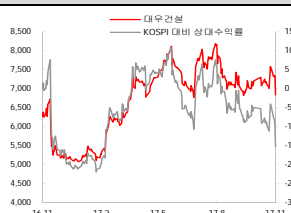
## Company Data

자본금	2,078 십억원
발행주식수	41,562 만주
자사주	474 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,843 십억원
주요주주	
한국산업은행(외1)	50.75%
금호타이어(외1)	6.59%
외국인지분율	12.50%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(17/11/02)	6,840 원
KOSPI	2546.36 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	8,190 원
52주 최저가	5,080 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.1%	-10.8%
6개월	-6.4%	-18.4%
12개월	9.1%	-15.2%

## 대우건설 (047040/KS | 매수(유지) | T.P 10,000 원(하향))

### 매력적인 밸류에이션, 여전히 유효한 증익 기대감

대우건설의 3 분기 영업이익은 컨센서스를 크게 하회하는 아쉬운 실적을 기록했다. 카타르 도로 현장에서 총당금 반영이 한 번에 발생한 것이 실적 하회의 주 원인이다. 대부분의 현안 프로젝트가 총당금 설정이 완료된 만큼, 추가 손실 리스크는 현 시점에서 높지 않아 보인다. 실적 증익 기대감이 유효하고 밸류에이션 매력도가 높아졌다는 판단에 따라, 여전히 섹터 내 Top-picks 종목 추천을 유지한다.

### 규모가 큰 해외 손실은 금번 분기가 마지막이 될 것

대우건설의 3Q17 매출액은 3 조 980 억원으로 전년동기대비 9.9% 증가, 컨센서스 대비 5.5% 상회했다. 반면 영업이익은 1,155 억원으로 전년동기대비 16.5% 증가, 컨센서스 대비 47.8% 하회하는 아쉬운 실적을 기록했다. 카타르 교량 공사에서 공기 연장 및 자재비 상승으로 인한 총당금 1,450 억원 반영이 실적 하회의 주요 원인이었다. 그 밖에 모로코 SAFI 발전에서 230 억원의 LD 비용 선반영이 있었으나, 이는 영업외 알제리 비료 프로젝트 대손 200 억원 환입 효과와 상쇄시켜 해석할 수 있다. 카타르의 경우는 단교 사태에 따른 지정학적 리스크보다는 현지 자재조달 관련 비용 상승이 공사 원가 상승의 주요 원인으로 보인다. 따라서 내년초 준공시점까지의 비용을 선제적으로 반영한 바, 해외 손실이 완전히 끝났다고 보기는 어렵지만 금번과 같은 실적 쇼크를 야기할만한 프로젝트가 남아있는 상황은 아니라는 판단이다.

### 이익 상승 기조를 감안, Forward PER 4X 는 지나친 저평가

11/2 장 중 실적발표가 있으면서 해외 손실에 따른 실망감으로 주가가 7%까지 떨어지는 모습을 보였으나, 이는 낙폭 과대로 보인다. 종가 기준 대우건설의 Forward PER 은 4X 에 불과한 수준으로, 내년까지 지속될 이익 상승 기조를 감안할 때 지나친 저평가 구간에 접어들었다는 판단이다. 향후 M&A 모멘텀과 더불어 사우디 'NEOM' 신도시 개발에 따른 수혜 가능성 등을 감안할 때, 현 주가 수준에서 대우건설은 다시금 매력적으로 보인다. 이익 추정치 하향에 따라 목표주가는 기존 12,000 원에서 10,000 원으로 하향 조정하나, 여전히 섹터 내 Top-picks 종목 추천을 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	9,995	9,890	11,106	12,195	12,682	12,332
yoy	%	13.8	-1.1	12.3	9.8	4.0	-2.8
영업이익	십억원	427	169	-467	863	983	1,095
yoy	%	흑전	-60.4	적전	흑전	13.9	11.5
EBITDA	십억원	485	241	-390	956	1,100	1,239
세전이익	십억원	184	119	-1,011	791	911	1,024
순이익(지배주주)	십억원	132	106	-736	618	706	793
영업이익률%	%	4.3	1.7	-4.2	7.1	7.7	8.9
EBITDA%	%	4.9	2.4	-3.5	7.8	8.7	10.0
순이익률	%	1.3	1.1	-6.6	5.1	5.6	6.4
EPS	원	319	255	-1,770	1,488	1,699	1,909
PER	배	18.5	22.0	n/a	4.5	4.0	3.5
PBR	배	0.9	0.9	1.4	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	배	9.4	16.1	n/a	3.9	2.9	2.3
ROE	%	5.0	3.9	-32.2	27.2	24.3	21.8
순차입금	십억원	2,114	1,550	1,764	953	401	-11
부채비율	%	276.4	260.3	337.1	258.5	205.5	165.1

## 밸류에이션 및 실적 추정

SK 증권은 대우건설에 대해 투자 의견 매수 유지, 목표주가를 기존 12,000 원에서 10,000 원으로 하향 조정하나, 여전히 건설주 내 Top-picks 추천을 유지한다. 과거 목표주가는 기존 PBR, PER 을 모두 고려한 멀티플 밸류에이션을 적용했으나, 이익 가시성 확보와 높은 EPS 성장률을 감안했을 때 PER 멀티플 밸류에이션이 적절하다고 판단했다. 목표배수는 대형 건설주 목표 배수에서 25% 할인한 6X 를 적용했다.

대우건설은 지난해 Big Bath 이후 2 분기 연속으로 안정적인 해외 부문 원가율 지속, 주택 이익 확대를 시현했다. 그러나 금번 실적으로 해외 실적 가시성이 다소 저하된 것은 사실이다. 해외 손실을 감안해 이익 추정치를 하향 조정하며, 이에 따라 목표주가를 기존 12,000 원에서 10,000 원으로 하향 조정한다. 그러나 카타르 도로와 같은 대규모 충당금 설정이 추가로 나타날 가능성이 현 시점에 높지 않아 보인다. 모로코 SAFI 의 경우 추가 원가 반영 가능성이 있지만, 이는 해외 부문 충당금 환입 가능성 등을 감안하면 충분히 상쇄 가능한 수준으로 판단한다. 주택부문 이익 증가와 해외 정상화를 감안했을 때, 호실적 기조는 내년 역시 충분히 이어질 것으로 보인다. 현 주가 수준은 12M Forward PER 기준 4.0X 로 지나친 과매도 구간에 접어든 것으로 보인다. 저평가된 밸류에이션, 산업은행 지분 매각 이슈와 맞물려 단기 주가 상승 잠재력이 높다는 판단이다.

### 대우건설 목표주가 산정

	2015	2016	2017E	2018E
EPS (원)	255	-1,770	1,461	1,699
EPS 증가율 (%)	-20.0	적자전환	흑자전환	16.3
PER (X)	22.0	n/a	4.6	4.0
적용EPS	1,679	12M Forward EPS		
적정 Multiple (X)	6	국내 대형건설주 Target PER 8X 대비 25% 할인		
목표주가 (원)	10,000			
현재주가 (11/02, 원)	6,750			
Upside (%)	48.1			
기존 목표주가 (원)	12,000			
변동률 (%)	-16.7			

자료: FnGuide, SK 증권

## 대우건설 3Q17 실적 Review

(단위: 십억원)	3Q17P	3Q16	YoY (%,%p)	2Q17	QoQ (%,%p)	컨센서스	Gap (%,%p)
매출액	3,098.0	2,817.7	9.9	3,114.1	-0.5	2,936.8	5.5
영업이익	113.8	97.6	16.5	245.8	-53.7	218.1	-47.8
영업이익률 (%)	3.7	3.5	0.2	7.9	-4.2	7.4	-3.8
세전이익	115.5	45.8	152.4	177.5	-34.9	172.5	-33.0
세전이익률 (%)	3.7	1.6	0.2	5.7	-2.0	5.9	-2.1

자료: 대우건설, SK 증권

## 대우건설 실적 상세

(단위: 십억원)	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E
매출액	11,106	12,195	12,682	2,559	3,029	2,806	2,712	2,640	3,125	3,098	3,332
주택	3,492	4,421	5,035	664	973	849	1,006	923	1,157	1,050	1,292
토목	1,194	1,106	1,101	257	305	299	333	262	296	240	309
건축	2,265	2,469	2,523	475	556	569	665	517	614	672	666
플랜트	656	1,175	1,061	111	151	168	227	206	302	334	333
해외	3,341	2,526	2,706	1,028	1,007	881	425	690	708	544	584
기타	17	17	17	5	4	5	3	3	4	4	6
연결	141	481	240	20	32	37	53	40	45	255	141
Sales Growth (YoY %)	12.3	9.8	4.0	16.6	17.5	9.4	4.4	3.2	3.2	10.4	22.8
주택	9.9	26.6	13.9	-8.3	16.6	9.2	19.6	38.8	18.9	23.6	28.5
토목	0.1	-7.4	-0.4	7.0	-1.3	-1.9	-1.7	1.8	-3.2	-19.7	-7.2
건축	23.4	9.0	2.2	-1.6	1.2	22.8	95.7	8.9	10.5	18.2	0.1
플랜트	20.4	79.1	-9.7	110.2	112.4	-37.0	46.7	85.4	100.3	99.1	47.2
해외	7.5	-24.4	7.1	49.7	34.8	12.0	-52.1	-32.8	-29.7	-38.2	37.3
Sales Growth (QoQ %)				-1.5	18.4	-7.3	-3.3	-2.7	18.4	-0.9	7.6
주택				-21.0	46.4	-12.7	18.4	-8.3	25.4	-9.3	23.1
토목				-24.2	18.8	-2.2	11.7	-21.6	13.0	-18.8	29.0
건축				39.6	17.2	2.3	17.0	-22.3	18.9	9.4	-0.9
플랜트				-28.1	35.7	11.5	34.9	-9.1	46.6	10.8	-0.3
해외				15.8	-2.0	-12.6	-51.7	62.3	2.7	-23.2	7.4
매출총이익률 (%)	0.9	10.4	11.0	7.0	7.8	9.1	-21.1	11.7	10.6	6.9	12.2
주택	19.2	17.4	17.0	16.3	21.7	19.5	18.3	17.5	18.4	16.3	17.2
토목	3.8	2.2	4.6	8.7	9.6	2.1	-3.7	4.4	0.7	-0.1	3.5
건축	15.8	13.3	15.0	14.2	15.7	16.1	16.9	14.3	8.6	15.2	15.0
플랜트	9.9	7.3	8.2	11.5	9.1	7.6	11.3	7.8	10.4	4.9	6.6
해외	-32.0	-4.0	-2.0	-3.8	-11.0	-3.0	-209.3	5.8	4.2	-26.8	-4.2
영업이익	-467	863	983	82	113	106	-768	221	257	114	271
영업이익률 (%)	-4.2	7.1	7.7	3.2	3.7	3.8	-28.3	8.4	8.2	3.7	8.1
지배주주순이익	-736	618	706	-7	54	43	-826	192	131	90	206
순이익률 (%)	-6.6	5.1	5.6	-0.3	1.8	1.5	-30.4	7.3	4.2	2.9	6.2

자료: 대우건설, SK 증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	6,600	6,796	8,229	9,031	9,227
현금및현금성자산	539	335	1,156	1,718	2,140
매출채권 및 기타채권	3,298	3,712	4,076	4,204	4,054
재고자산	1,293	1,126	1,236	1,286	1,250
<b>비유동자산</b>	3,463	1,936	1,132	1,104	1,672
장기금융자산	751	743	736	728	721
유형자산	936	926	1,134	1,319	1,478
무형자산	120	120	120	120	120
<b>자산총계</b>	10,064	8,732	9,361	10,134	10,899
<b>유동부채</b>	4,674	4,127	4,131	4,187	4,146
단기금융부채	1,143	1,156	1,169	1,183	1,196
매입채무 및 기타채무	1,887	1,327	1,318	1,360	1,306
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,596	2,608	2,619	2,631	2,642
장기금융부채 (사채+장차)	946	951	956	960	965
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	331	334	338	341	344
<b>부채총계</b>	7,270	6,735	6,750	6,817	6,788
<b>지배주주지분</b>	2,736	1,956	2,557	3,248	4,025
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	550	550	550	550	550
기타자본구성요소	-99	-99	-99	-99	-99
자기주식	-102	-102	-102	-102	-102
이익잉여금	358	-397	216	923	1,716
비지배주주지분(연결)	58	41	54	69	85
<b>자본총계</b>	2,793	1,998	2,611	3,317	4,110
<b>부채외자본총계</b>	10,064	8,732	9,361	10,134	10,899

## 현금흐름표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	685	60	1,085	826	686
당기순이익(손실)	105	-755	613	706	793
비현금수익비용가감	199	326	305	302	341
유형자산감가상각비	62	67	83	107	133
무형자산상각비	10	10	10	10	10
기타	237	237	190	152	152
운전자본감소(증가)	382	489	166	-183	-449
매출채권의감소(증가)	491	414	364	128	-150
재고자산의감소(증가)	145	-167	110	49	-36
매입채무의증가(감소)	63	560	9	-42	54
기타	-318	-318	-318	-318	-318
법인세납부	16	-24	-14	-8	-15
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-541	-330	-330	-330	-330
금융자산감소(증가)	-25	-5	-5	-5	-5
유형자산처분(취득)	6	6	6	6	6
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0	0
기타투자활동	-77	-33	-33	-33	-33
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	69	66	66	66	66
단기금융부채의 증가(감소)	21	13	13	14	14
장기금융부채의 증가(감소)	0	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	48	48	48	48	48
<b>현금의 증가</b>	213	-204	821	562	422
기초현금	326	539	335	1,156	1,718
기말현금	539	335	1,156	1,718	2,140
FCF	245	-238	786	527	387

자료: 대우건설 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	9,890	11,106	12,195	12,682	12,332
<b>매출원가</b>	9,331	11,011	10,933	11,284	10,832
<b>매출총이익</b>	559	95	1,262	1,398	1,499
매출총이익률(%)	5.7	0.9	10.4	11.0	12.2
<b>판매비와관리비</b>	390	562	400	415	404
<b>영업이익</b>	169	-467	863	983	1,095
영업이익률(%)	1.7	-4.2	7.1	7.7	8.9
조정영업이익	169	-467	863	983	1,095
<b>비영업손익</b>	-49	-544	-71	-72	-72
순금융손익	-76	-68	-68	-68	-69
외환관련손익	-1	-13	-13	-13	-13
관계기업등 투자손익	-19	-6	-7	-7	-7
<b>세전계속사업이익</b>	119	-1,011	791	911	1,024
세전계속사업이익률(%)	1.2	-9.1	6.5	7.2	8.3
계속사업법인세	15	-256	178	205	230
<b>계속사업이익</b>	105	-755	613	706	793
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	105	-755	613	706	793
순이익률(%)	1.1	-6.8	5.0	5.6	6.4
지배주주	106	-736	618	706	793
지배주주귀속 순이익률(%)	1.1	-6.6	5.1	5.6	6.4
비지배주주	-1	-19	-5	0	0
<b>총포괄이익</b>	105	-724	582	675	762
지배주주	105	-704	566	656	741
비지배주주	-0	-20	16	18	21
EBITDA	241	-390	956	1,100	1,239

## 주요투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성(%)</b>					
매출액	-1.1	12.3	9.8	4.0	-2.8
영업이익	-60.4	적전	흑전	13.9	11.5
세전계속사업이익	-35.0	적전	흑전	15.1	12.3
EBITDA	-50.4	적전	흑전	15.0	12.6
EPS	-20.0	적전	흑전	14.2	12.3
<b>수익성(%)</b>					
ROA(%)	1.0	-8.0	6.8	7.2	7.5
ROE(%)	3.9	-32.2	27.2	24.3	21.8
EBITDA마진(%)	2.4	-3.5	7.8	8.7	10.0
<b>안정성(%)</b>					
유동비율(%)	141.2	164.7	199.2	215.7	222.5
부채비율(%)	260.3	337.1	258.5	205.5	165.1
순차입금/자기자본(%)	55.5	88.3	36.5	12.1	-0.3
EBITDA/이자비용(배)	2.5	-4.2	10.6	12.1	13.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS(계속사업)	255	-1,770	1,488	1,699	1,909
BPS	6,292	4,417	5,863	7,526	9,396
CFPS	190	-664	721	837	950
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표(배)</b>					
PER(최고)	36.6	n/a	5.5	4.8	4.3
PER(최저)	20.1	n/a	3.4	3.0	2.7
PBR(최고)	1.4	1.7	1.3	1.0	0.8
PBR(최저)	0.8	1.1	0.8	0.6	0.5
PCR	29.4	-10.2	9.4	8.1	7.1
EV/EBITDA(최고)	22.3	n/a	4.6	3.5	2.7
EV/EBITDA(최저)	15.3	n/a	3.2	2.3	1.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.03	매수	10,000원	6개월		
2017.10.09	매수	12,000원	6개월	-39.43%	-31.75%
2017.07.27	매수	12,000원	6개월	-39.33%	-31.75%
2017.07.13	매수	9,500원	6개월	-20.83%	-14.53%
2017.06.26	매수	9,500원	6개월	-21.23%	-14.53%
2017.04.26	매수	9,500원	6개월	-21.43%	-14.53%
2017.03.27	매수	8,500원	6개월	-16.45%	-13.88%
2016.01.19	매수	8,000원	6개월	-26.13%	-9.00%



## Compliance Notice

- 작성자(김세련)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 11 월 3 일 기준)

매수	89.93%	중립	10.07%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----