



BUY(Maintain)

목표주가: 9,600원

주가(11/8): 6,400원

시가총액: 26,600억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/8)		2,552.40pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,190원	5,080원
등락률	-21.86%	25.98%
수익률	절대	상대
1M	-11.2%	N/A
6M	-14.6%	-23.2%
1Y	-1.2%	-22.5%

Company Data

발행주식수	415,623천주
일평균 거래량(3M)	1,976천주
외국인 지분율	16.07%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	6,283원
주요 주주	한국산업은행 외3인 50.75%

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	5.2	5.1	4.9
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	-11.0	4.9	4.4	4.0
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



대우건설 (047040)

인내는 쓰고 열매는 달다



〈Update〉 동사의 주가는 연이은 두 차례의 블록딜로 급락하고 있습니다. 산업은행의 전략적 결정이 반영될 수 있는 지분은 마무리된 것으로 판단됩니다. 향후 매각 방향성이 상당히 중요한 국면으로, 13일 예비입찰 마감 후 윤곽이 보다 명확하게 드러날 것으로 예상됩니다. 최악의 경우 매각 자체가 무산되더라도 현재 동사의 이익레벨을 감안하면 극도로 저평가되어 있는 국면이라는 판단입니다.

>>> Point 1. 연이은 두 차례의 블록딜, 왜 이 시점에?!

최근 동사의 주가는 연이은 두 차례의 블록딜로 급락하고 있다. 두 차례의 블록딜은, 1) 금호타이어가 보유 중인 4.4%, 2) 아시아나항공이 보유 중인 2.2%로 두 회사 모두 보유 중인 지분 전량을 매각했다. 두 회사 모두 재무구조 개선 및 유동성 확보가 필요하다는 점에서 지분매각 결정은 이해가 된다. 그런데 문제는 매각시점을 왜 지금으로 잡았는가라는 점이다. 최근 3분기 실적 쇼크로 주가 흐름이 좋지 않고, 본격적인 매각을 앞두고 있어 추후 주가 상승 가능성이 있기 때문이다. 금호타이어와 아시아나항공 모두 산업은행과 자율협약을 맺었다는 점을 감안해보면 이유는 크게 2가지로 생각해 볼 수 있다. 1) 산업은행이 대우건설 매각 실현 가능성을 낮게 보고 있거나, 2) 의지가 강한 매수자의 요청(오버행 이슈 해소 및 지분구조 정리)이 있었던 것으로 추정된다.

>>> Point 2. 추가 지분매각은 제한적, 매각 방향성이 중요한 시점

산업은행의 전략적 결정이 반영될 수 있는 지분은 이번 두 차례 지분매각으로 마무리됐다. 이제 남은 주요 주주는 금호석유 3.4%, 에스이비티투자 4.8%다. 금호석유는 내년까지 500만주에 대해 장내분할매도를 추진할 예정이며, 에스이비티투자는 2차례 블록딜 후 추가 지분매각은 고려하지 않고 있다는 입장이다. 따라서 당분간 추가적인 지분매각 이벤트가 발생할 가능성은 제한적이라는 판단이다. 따라서 이제는 매각 방향성이 상당히 중요한 시점으로 접어들었다. 6일 마감된 비밀유지협약서 제출은 국내외 20여개 업체가 제출한 것으로 파악된다. 주요 매수자는 13일 예비입찰 마감 후 윤곽이 보다 명확하게 드러날 것으로 예상된다. 시장에서 가장 기대하고 있는 사우디의 참여는 사우디 반부패 숙청에 따른 정치 불안으로 우려가 커지고 있다. 하지만 891조원 자산몰수를 통해 석유 의존 경제를 다각화하는 '비전 2030' 계획에 투입될 것으로 보여, 신도시 개발 등 경제적 결과물을 얻기 위해 매각에 참여할 가능성이 높다는 판단이다. 다만, 최근 아랍코가 현지 및 외국 건설사들과 합작으로 초대형 건설사를 설립할 계획을 발표해 참가 여부가 현재로서는 불투명하다. MOU를 맺고 진행 중인 사우디 신도시 개발 건도 매각 결과에 따라 본계약 체결 여부가 결정될 전망이다.

>>> Point 3. 최악의 경우에도 펀더멘털은 사라지지 않는다

최악의 경우 매각 자체가 무산되더라도 현재 동사의 이익레벨을 감안하면 극도로 저평가되어 있는 국면이다. 내년 기준 P/E는 5.1배, P/B는 0.8배로 밴드 하단에 위치해 상당히 매력적이다. 3분기 어닝쇼크에도 불구하고 연간 사상 최대 실적이 예상되며, 3분기 쇼크로 인해 2018~2019년 역성장에 대한 우려도 해소됐다는 판단이다. 해외부문 정상화가 진행 중이고, 해외 신도시 개발 역량 확보, IPP를 통한 해외 투자개발사업 진출 역량 확보, 밸류에이션 매력 등 매각에 실패하더라도 상승여력은 충분하다. 쌀 때 사자.

블록딜 현황

보유 업체	처분 주식 수	매각가격(할인률)	처분금액	매각 목적	주관사
금호타이어	18,277,029주 (4.4%)	6,330원 (7%)	1157억원	재무구조 개선 및 유동성 확보	CS증권
아시아나항공	9,138,514주 (2.2%)	6,110원 (6%)	558억원	재무구조개선을 위한 비핵심자산 매각	KB증권

자료: 각 사, 키움증권

대우건설 주요 주주 구성 변화

과거			현재		
주주명	소유주식수	지분율	주주명	소유주식수	지분율
케이디비밸류제육호유한회사	210,931,209주	50.8%	케이디비밸류제육호유한회사	210,931,209주	50.8%
에스이비티투자(유)	20,042,007주	4.8%	에스이비티투자(유)	20,042,007주	4.8%
금호타이어	18,277,029주	4.4%	금호석유	13,949,586주	3.4%
금호석유	13,949,586주	3.4%			
아시아나항공	9,138,514주	2.2%			

자료: 각 사, 키움증권

대우건설 매각 입찰공고

공고명	주식회사 대우건설 주식 매각 공고				
매각대상주식	케이디비밸류제육호 유한회사가 보유하고 있는 주식회사 대우건설 보통주식 210,931,209주(발행주식총수의 50.75%) 전부				
매각방식	공개경쟁입찰				
비밀유지 확약서 제출	마감일시	2017년 11월 6일 15:00(대한민국 표준시간)			
	참여업체	국내: 재계서열 50위 이내 건설사 2~3개사, 부동산 시행사 등 해외: 미국과 사우디아라비아, 말레이시아 소재 기업 등 복수 업체			
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

언급된 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

사우디 아람코 초대형 건설사 설립 계획

목적	- 사우디 내 비석유 분야 인프라시설 건설 - 사우디 비전 2030을 달성하기 위해 아람코가 비석유 분야에도 깊숙이 관여 - 사우디 최대 건설사로 수많은 인프라 사업을 수주했으나 최근 재무 불안정으로 위기에 몰린 사우디 빈라덴그룹(Saudi Binladin Group)과 사우디오저(Saudi Oger)의 빈자리를 채울 것으로 전망
지분구조	아람코 25%, 퍼블릭 인베스트먼트 펀드(PIF) 25%, 현지건설사 25%, 외국건설사 25%로 구성될 예정
참여의지 표명 현지건설사	알바와니(AI-Bawani), 알마바니(AI-Mabani), 알무하디브(AI-Muhadib), 알라쉬드(AI-Rashid), 알야마마(AI-Yamama), 아즈밀(Azmeel), 엘세이프(EI-Seif), 네스마앤파트너스(Nesma & Partners) 등
초청 외국 건설사	- 한국: 대림산업, 대우건설, GS건설, 현대건설, 삼성물산, 포스코건설 등 6개사 - 터키: MNG, 누롤(Nurol), TAV, 테크펜 등 4개사 - 중국: 중국철도공사(China Railway)와 시노하이드로(Sinohydro) 2개사 - 벨기에: 비시스 - 네덜란드: 로얄 밤(Royal Bam) - 이탈리아: 살리니(Salini) - 오스트리아: 스트라박(Strabag) - 사이프러스: J&P 등 17개사

자료: 한국가스신문, 키움증권

사우디 숙청 사태 일시 및 파장

일자	내용
11월 4일	억만장자 알왈리드 빈탈랄 등 왕자 11명, 전현직 장관 수십 명 부패 혐의로 전격 체포 사드 하리리 레바논 총리, 자국 정정 불안과 본인 신변 위협을 이유로 사우디 방문 중 사퇴 친이란 계열 예멘 반군은 사우디 국제공항 겨냥 미사일 발사, 사우디는 미사일 요격해 격추
11월 6일	사우디 정정 불안에 WTI 57.35달러로 29월 이래 최고치 경신
11월 7일	사우디 정부 숙청 인사 은행 계좌 동결, 890조원 상당 자산 몰수 계획 언론 보도

자료: 매일경제, 키움증권

사우디아라비아 신도시 네움



자료: 동아일보, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업 빌라 분양 실적 및 계획 (세대수 및 일정은 현지 상황에 따라 변경 가능)

구분	세대수	예상매출	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 하우스 프로젝트 향후 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
2017.05	Master Plan 수립 발표
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
관계기업지분손익	-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
재고자산	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, %, %)

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
주가배수(배)					
PER	22.0	-2.9	5.2	5.1	4.9
PBR	0.8	1.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	18.2	-11.0	4.9	4.4	4.0
PCFR	13.2	-3.2	4.4	4.3	4.1
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
재고자산회전율	7.8	8.8	9.2	9.0	9.0
매입채무회전율	6.7	4.9	4.2	4.0	3.9

Compliance Notice

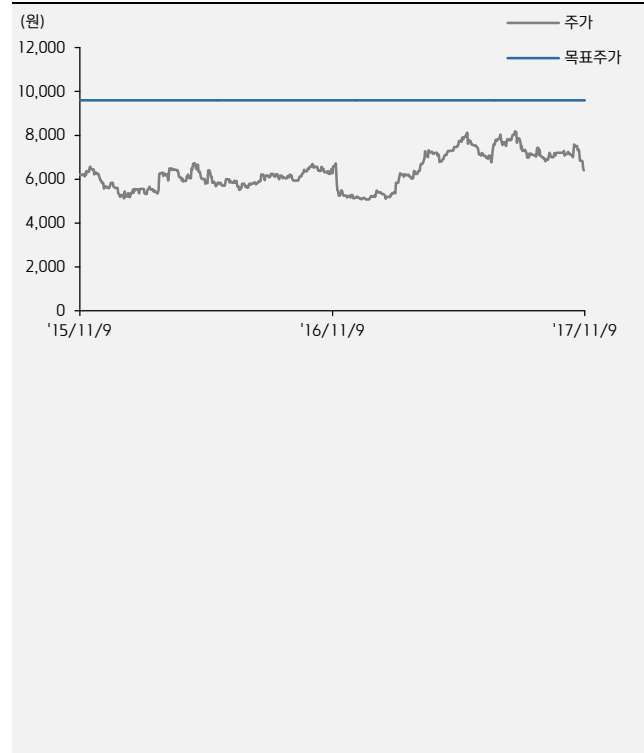
- 당사는 11월 8일 현재 '대우건설' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대우건설 (047040)	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	-25.92	-21.04
	2017/11/09	Buy(Maintain)	9,600원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이



투자 의견 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%