



BUY(Maintain)

목표주가: 8,300원

주가(2/7): 5,680원

시가총액: 23,607억원

건설/부동산

Analyst 라진성

02) 3787-5226

jsr@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/7)		2,396.56pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,190원	5,350원
등락률	-30.65%	6.17%
수익률	절대	상대
1M	-7.5%	-3.6%
6M	-27.3%	-27.2%
1Y	5.2%	-8.9%

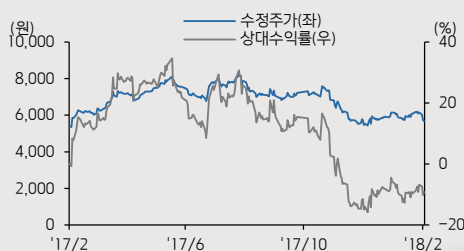
Company Data

발행주식수	415,623천주
일평균 거래량(3M)	3,169천주
외국인 지분율	13.81%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	5,721원
주요 주주	한국산업은행 외1인 50.75%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	111,059	117,668	106,799	107,837
보고영업이익	-4,672	4,373	5,698	6,338
핵심영업이익	-4,672	4,373	5,698	6,338
EBITDA	-3,707	5,357	6,673	7,312
세전이익	-10,111	3,223	4,797	5,588
순이익	-7,549	2,644	3,685	4,260
지배주주지분순이익	-7,358	2,655	3,692	4,268
EPS(원)	-1,770	639	888	1,027
증감률(%Y Y)	적전	흑전	39.0	15.6
PER(배)	N/A	9.3	6.4	5.5
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	-11.0	7.1	5.0	4.2
보고영업이익률(%)	-4.2	3.7	5.3	5.9
핵심영업이익률(%)	-4.2	3.7	5.3	5.9
ROE(%)	-30.9	12.3	15.0	14.9
순부채비율(%)	93.5	57.2	34.1	21.2

Price Trend



4Q 실적 Review

대우건설 (047040)

숫자보다는 깨진 신뢰가 더 아프다



<장 중 실적발표> 4분기 매출액 2.9조원(YoY +7.5%), 영업이익 -1,432억원(YoY 적지)으로 어닝 쇼크를 시현했습니다. 모로코 Safi 현장에 추가원가가 반영됐습니다. 올해 1,000억원의 해외 추가손실을 반영해도 영업이익은 30% 성장할 전망입니다. 매각 불확실성이 극대화되고 있지만, 동사의 이익레벨을 감안하면 극도로 저평가되어 있는 국면입니다. 펀더멘탈로 회귀한다면 매수 기회라는 판단입니다.

>>> Point 1. 숫자보다는 깨진 신뢰가 더 아프다

동사는 4분기 매출액 2조 9,146억원(YoY +7.5%, QoQ -5.9%), 영업이익 -1,432억원(YoY 적자지속, QoQ 적자전환)으로 지난 분기에 이어 어닝 쇼크를 시현했다. 주요인은 모로코 Safi IPP 현장에서 예정장치 파손에 따른 약 3,000억원의 추가원가 반영 등이다. 시운전 중 기기파손에 따른 일회성 손실로 보여지지만, Safi 현장 준공 전까지는 해외부문 수익성의 신뢰회복을 기대하기는 어려울 전망이다. 이번 일회성 손실이 없었다면, 당사 추정치에 부합하는 실적으로 해외부문을 제외하면 안정적인 실적을 유지하고 있다. 주택부문 원가율은 83.3%로 여전히 80% 초반대를 유지하고 있고, 베트남 신도시 사업 역시 높은 수익성으로 기여하고 있다. 올해 주택부문 원가율은 자체분양이 증가(2017년 0세대→2018년 4,279세대)함에 따라 안정적으로 유지될 전망이다. 따라서 해외부문 1,000억원의 손실을 가정하더라도 2018년 영업이익은 전년대비 30% 증가할 것으로 추정된다.

>>> Point 2. 불확실성이 확대되는 매각

이번 대규모 해외손실로 현재 진행중인 매각에 대한 불확실성이 더욱 확대될 전망이다. 공식적인 호반건설과 산업은행의 발표는 아직 없지만, 실적발표 후 호반건설이 인수를 포기했다는 언론 보도도 나오고 있다. 호반건설과 대우건설이 양해각서(MOU)나 주식매매계약(SPA)을 체결하지 않은 상태라 매각이 결렬돼도 양측에 큰 문제는 없는 것으로 파악된다. 매각이 계속 진행되더라도 본실사와 가격 협상 등 향후 진행 과정이 순탄치 않을 전망이다.

>>> Point 3. 펀더멘탈로 회귀한다면 매수 기회, 최선희주 유지

2015년 4만세대 주택공급 이후 2년간 분양실적이 감소하면서, 올해 매출은 주택/건축부문 등 국내 매출 감소로 역성장 불가피하다. 다만, 1,000억원의 해외 추가손실을 반영했음에도 영업이익은 30% 성장할 전망이다. 올해 주택공급계획은 전년대비 26.6% 증가한 2.5만세대로 성공적으로 분양할 경우 내년에는 매출 증가가 가능할 전망이다. 매각 불확실성이 극대화되고 있지만, 현재 동사의 이익레벨을 감안하면 극도로 저평가되어 있는 국면이다. 해외 신도시 개발 역량 확보, IPP를 통한 해외 투자개발사업 진출 역량 확보, 밸류에이션 매력 등 매각에 실패하더라도 상승여력은 충분하다. 쌀 때 사자.

대우건설 분기별 실적 Review

(억원, IFRS 연결)	4Q16	3Q17	4Q17P			당사 추정치		컨센서스	
			발표치	YoY	QoQ	추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	27,124	30,980	29,146	7.5%	-5.9%	29,410	-0.9%	31,596	-7.8%
GPM	-21.1%	6.9%	-0.4%	20.7%p	-7.3%p	8.8%	-9.2%p	9.9%	-10.3%p
영업이익	-7,678	1,136	-1,432	-81.3%	-226.0%	1,503	-195.3%	1,896	-175.5%
OPM	-28.3%	3.7%	-4.9%	23.4%p	-8.6%p	5.1%	-10%p	6.0%	-10.9%p
세전이익	-11,530	1,155	-1,934	-83.2%	-267.5%	1,217	-258.9%	1,344	-243.9%
순이익	-8,692	892	-1,474	-83.0%	-265.2%	936	-257.5%	870	-269.4%

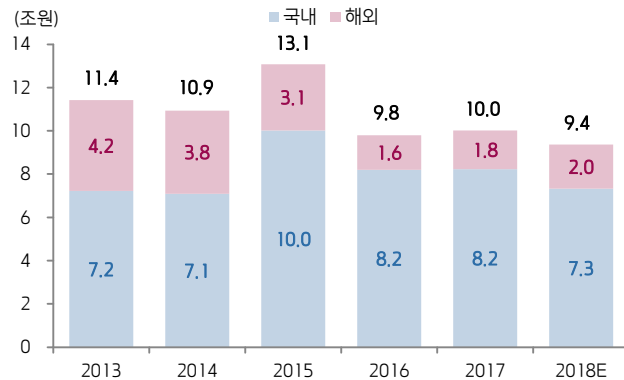
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

(IFRS 연결)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2016	2017P	2018E
매출액	25,589	30,286	28,061	27,124	26,401	31,141	30,980	29,146	111,059	117,668	106,799
주택	6,704	9,728	8,492	10,056	9,225	11,566	10,495	10,838	34,980	42,124	40,806
토목	2,595	3,055	2,986	3,334	2,615	2,955	2,398	2,440	11,970	10,408	10,169
건축	4,752	5,561	5,687	6,655	5,167	6,144	6,720	7,052	22,655	25,083	22,385
플랜트	1,172	1,517	1,685	2,272	2,058	3,016	3,343	2,897	6,646	11,314	6,963
해외	10,233	10,061	8,916	4,231	6,901	6,973	5,439	4,936	33,441	24,249	24,304
매출원가율	93.0	92.2	90.9	121.1	88.3	89.7	93.1	100.4	99.1	92.9	90.8
주택	83.3	78.7	80.8	82.2	82.5	81.6	83.7	83.3	81.1	82.8	83.0
토목	90.8	90.4	97.8	103.7	95.6	99.3	100.1	96.8	96.1	98.0	97.7
건축	85.6	84.3	83.9	83.1	85.7	91.4	84.8	85.8	84.1	86.9	87.3
플랜트	83.7	90.2	92.0	88.5	92.2	89.6	95.1	95.5	89.0	93.2	94.9
해외	107.1	111.5	103.7	308.2	94.2	97.4	126.8	167.9	132.9	117.4	104.1
매출총이익률(%)	7.0	7.8	9.1	-21.1	11.7	10.3	6.9	-0.4	0.9	7.1	9.2
영업이익	816	1,127	1,063	-7,678	2,211	2,458	1,136	-1,432	-4,672	4,373	5,698
영업이익률(%)	3.2	3.7	3.8	-28.3	8.4	7.9	3.7	-4.9	-4.2	3.7	5.3
세전이익	-39	670	788	-11,530	2,227	1,775	1,155	-1,934	-10,111	3,223	4,797
순이익	-75	538	680	-8,692	1,919	1,306	892	-1,474	-7,549	2,644	3,685

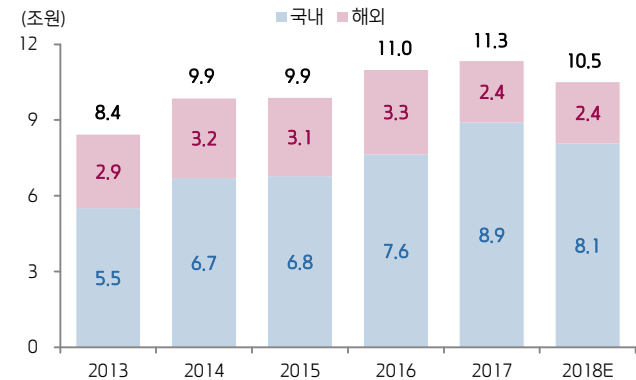
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 수주 추이 및 목표 현황



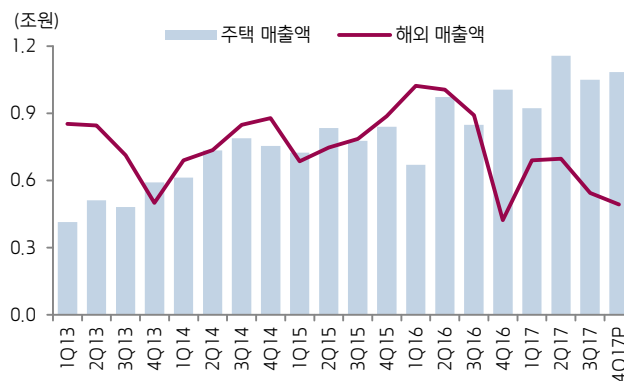
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 매출 추이 및 목표 현황



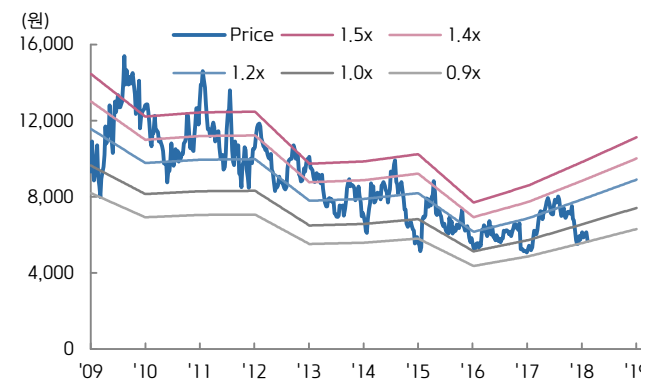
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 분기별 주택 및 해외 매출액



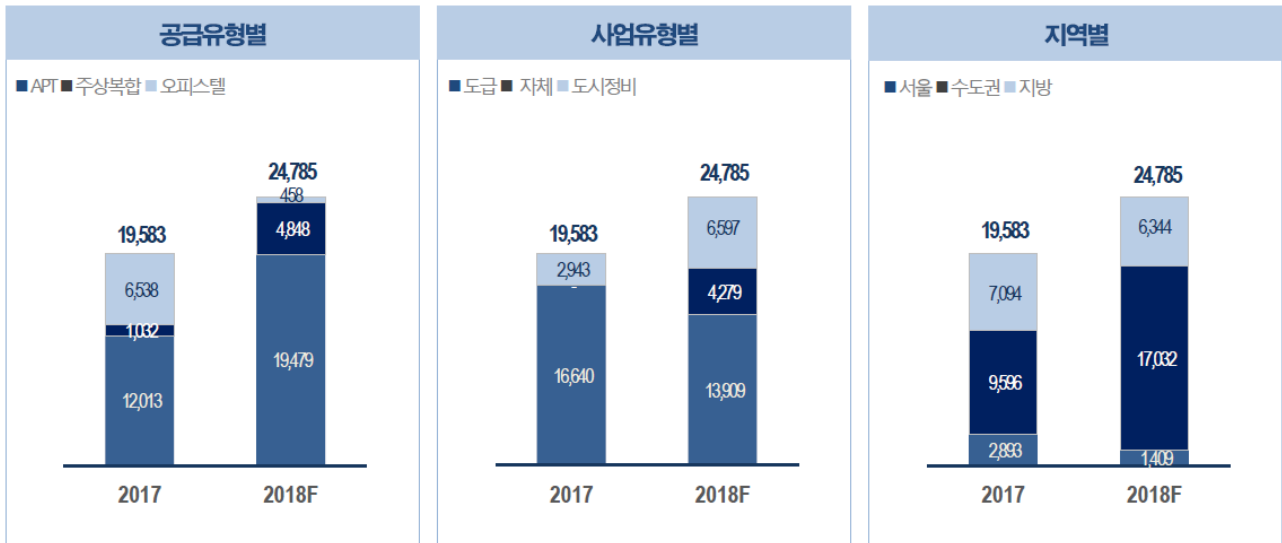
자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 PBR band chart



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 수주 추이 및 목표 현황



자료: 대우건설, 키움증권

대우건설 매각 일지

일자	내용
1973년	대우건설 창립
1999~2000년	대우그룹 해체로 그룹에서 분리
2003년	워크아웃 종료
2006년	금호아시아나그룹에 매각
2008년	금호아시아나그룹 유동성 위기로 대우건설 독립
2011년	산업은행에 재매각
2017년 10월	산업은행, 대우건설 주식 매각 티저레터 발송
2017년 11월	인수 적격대상자 선정
2018년 1월 19일	본입찰(호반건설 단독참여)
2018년 1월 31일	우선협상대상자에 호반건설 선정
2018년 2월 7일	매각 결렬

자료: 매일경제, 키움증권

대우건설 베트남 하노이 신도시 사업개요

구분	내용
위치	베트남 하노이시 서쪽 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, 총연면적 1,425,593㎡) - 주택건설/분양: 빌라(364세대), APT(603세대)
현재	부지 조성 공사 진행 중 (공정율 79.1%), 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

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	98,900	111,059	117,668	106,799	107,837
매출원가	93,312	110,109	109,351	97,008	97,254
매출총이익	5,588	951	8,318	9,791	10,583
판매비및일반관리비	3,899	5,623	3,944	4,093	4,245
영업이익(보고)	1,689	-4,672	4,373	5,698	6,338
영업이익(핵심)	1,689	-4,672	4,373	5,698	6,338
영업외손익	-495	-5,439	-1,150	-901	-749
이자수익	215	249	353	349	447
배당금수익	43	7	49	33	29
외환이익	857	1,153	1,258	1,089	1,167
이자비용	972	931	959	788	788
외환손실	871	1,281	1,158	1,103	1,180
관계기업지분법손익	-191	-64	-225	-132	-140
투자및기타자산처분손익	346	104	134	117	118
금융상품평가및기타금융이익	870	480	-158	167	46
기타	-791	-5,155	-443	-634	-448
법인세차감전이익	1,195	-10,111	3,223	4,797	5,588
법인세비용	148	-2,562	579	1,112	1,329
유효법인세율 (%)	12.4%	25.3%	18.0%	23.2%	23.8%
당기순이익	1,046	-7,549	2,644	3,685	4,260
지배주주지분순이익(억원)	1,059	-7,358	2,655	3,692	4,268
EBITDA	2,406	-3,707	5,357	6,673	7,312
현금순이익(Cash Earnings)	1,763	-6,584	3,628	4,660	5,235
수정당기순이익	-19	-7,985	2,658	3,478	4,138
증감율(% YoY)					
매출액	-1.1	12.3	6.0	-9.2	1.0
영업이익(보고)	-60.4	적전	흑전	30.3	11.2
영업이익(핵심)	-60.4	적전	흑전	30.3	11.2
EBITDA	-50.4	적전	흑전	24.5	9.6
지배주주지분 당기순이익	-20.0	적전	흑전	39.0	15.6
EPS	-20.0	적전	흑전	39.0	15.6
수정순이익	적전	적지	흑전	30.9	19.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,851	3,588	3,642	3,832	4,085
당기순이익	1,046	-7,549	2,644	3,685	4,260
감가상각비	617	879	909	893	893
무형자산상각비	100	87	75	82	82
외환손익	258	1,373	-69	14	14
자산처분손익	-793	-238	27	-117	-118
지분법손익	191	64	225	132	140
영업활동자산부채 증감	3,818	5,968	-1,257	-2,453	-2,648
기타	1,614	3,004	1,087	1,597	1,462
투자활동현금흐름	-5,411	-2,618	1,959	250	-1,533
투자자산의 처분	-495	-520	346	75	-544
유형자산의 처분	64	64	74	83	83
유형자산의 취득	-4,406	-2,736	-720	-877	-877
무형자산의 처분	-53	-41	0	0	0
기타	-522	614	2,294	968	-195
재무활동현금흐름	689	1,745	-7,289	-0	-0
단기차입금의 증가	211	1,739	-5,992	0	0
장기차입금의 증가	0	0	-1,300	-0	-0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	478	5	4	0	0
현금및현금성자산의순증가	2,134	2,777	-1,693	4,081	2,552
기초현금및현금성자산	3,257	5,390	8,168	6,475	10,556
기말현금및현금성자산	5,390	8,168	6,475	10,556	13,108
Gross Cash Flow	3,466	-1,602	5,488	7,153	7,793
Op Free Cash Flow	1,555	668	2,595	2,022	2,281

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	66,004	63,590	53,217	60,761	66,313
현금및현금성자산	5,390	8,168	6,475	10,556	13,108
유동금융자산	2,488	2,926	2,723	3,514	3,924
매출채권및유동채권	32,979	29,376	28,700	27,384	26,959
재고자산	12,930	12,393	7,845	7,120	7,189
기타유동비금융자산	12,216	10,727	7,475	12,186	15,132
비유동자산	34,633	36,112	34,211	31,876	32,187
장기매출채권및기타비유동채권	4,153	4,174	4,307	3,904	3,985
투자자산	10,602	11,899	12,126	11,260	11,395
유형자산	9,363	7,313	6,575	6,475	6,376
무형자산	1,203	867	848	848	848
기타비유동자산	9,311	11,860	10,355	9,387	9,582
자산총계	100,637	99,702	87,428	92,636	98,499
유동부채	46,740	66,085	52,518	53,528	53,879
매입채무및기타유동채무	18,875	26,653	23,072	23,733	23,964
단기차입금	7,692	14,353	10,002	10,002	10,002
유동성장기차입금	3,734	8,201	7,291	7,291	7,291
기타유동부채	16,440	16,879	12,153	12,501	12,622
비유동부채	25,964	12,919	11,775	12,288	13,540
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	9,465	1,464	2,412	2,412	2,412
기타비유동부채	16,499	11,454	9,363	9,877	11,128
부채총계	72,704	79,003	64,294	65,816	67,419
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	-916	2,776	7,044
기타자본	-2,501	-2,332	-2,600	-2,600	-2,600
지배주주지분자본총계	27,355	20,316	22,761	26,453	30,721
비지배주주지분자본총계	578	383	374	368	359
자본총계	27,933	20,699	23,135	26,820	31,080
순차입금	20,000	19,350	13,230	9,149	6,597
총차입금	25,390	27,517	19,705	19,705	19,705

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	255	-1,770	639	888	1,027
BPS	6,827	5,133	5,721	6,609	7,636
주당EBITDA	579	-892	1,289	1,605	1,759
CFPS	1,648	863	876	922	983
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	22.0	-2.9	9.3	6.4	5.5
PBR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	18.2	-11.0	7.1	5.0	4.2
PCFR	13.2	-3.2	6.8	5.1	4.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.7	-4.2	3.7	5.3	5.9
영업이익률(핵심)	1.7	-4.2	3.7	5.3	5.9
EBITDA margin	2.4	-3.3	4.6	6.2	6.8
순이익률	1.1	-6.8	2.2	3.5	4.0
자기자본이익률(ROE)	3.9	-30.9	12.3	15.0	14.9
투자자본이익률(ROIC)	3.2	-10.4	15.8	20.7	21.2
안정성(%)					
부채비율	260.3	381.7	277.9	245.4	216.9
순차입금비율	71.6	93.5	57.2	34.1	21.2
이자보상배율(배)	1.7	N/A	4.6	7.2	8.0
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	3.6	4.1	3.8	4.0
재고자산회전율	7.8	8.8	11.6	14.3	15.1
매입채무회전율	6.7	4.9	4.7	4.6	4.5

Compliance Notice

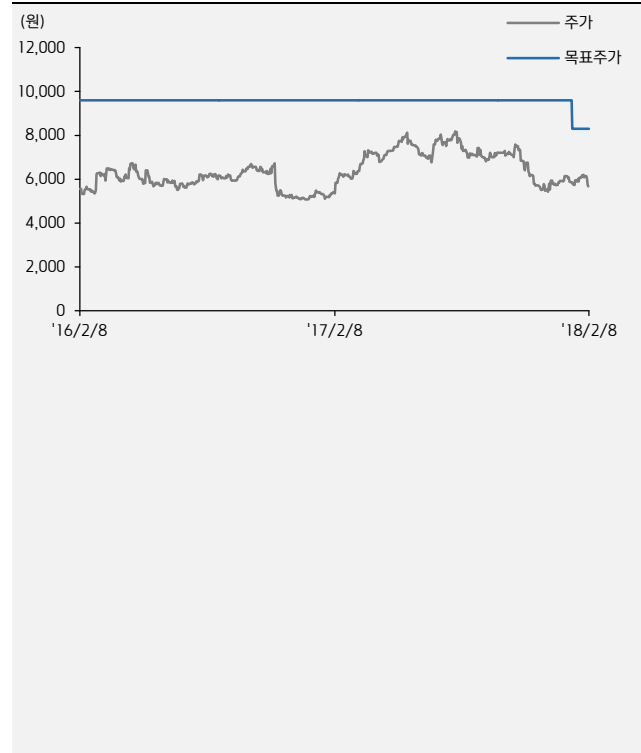
- 당사는 2월 7일 현재 '대우건설' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대우건설 (047040)	2016/01/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-42.59	-35.31
	2016/03/04	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-39.24	-32.29
	2016/03/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.51	-32.29
	2016/04/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.99	-29.90
	2016/04/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.61	-29.90
	2016/05/02	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-37.81	-29.90
	2016/06/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.26	-29.90
	2016/07/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.30	-29.90
	2016/08/01	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.65	-30.31
	2016/10/12	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.04	-30.31
	2016/10/28	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-38.76	-29.90
	2017/01/18	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-39.26	-29.90
	2017/02/10	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-31.39	-23.75
	2017/04/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-30.79	-23.75
	2017/04/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-27.01	-15.42
	2017/06/20	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-27.01	-15.42
	2017/06/26	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-26.12	-15.42
	2017/07/19	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.78	-15.42
	2017/07/27	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.19	-14.69
	2017/08/08	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.15	-14.69
	2017/10/17	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.60	-23.85
	2017/10/25	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-24.27	-21.04
	2017/11/03	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-25.81	-21.04
	2017/11/09	Buy(Maintain)	9,600원	6개월	-35.30	-21.04
	2018/01/15	Buy(Maintain)	8,300원	6개월	-27.91	-25.30
	2018/02/08	Buy(Maintain)	8,300원	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%