



대우건설(047040)

주택 의존도 심화, 양날의 칼

▶ 주택부문 성과로 2014년 3분기 실적은 컨센서스에 부합

별도기준 3분기 매출액, 영업이익, 세전이익은 2조 5,844억원(YoY +28.8%), 974억원(-9.4%), 57억원(-91.5%)으로 집계됐다. 컨센서스는 연결기준(연결과 별도의 차이가 거의 없음)으로 매출액 2조 4,244억원, 영업이익 1,153억원이다. 해외부문 적자에도 주택부문의 놀라운 성과로 예상에 부합하는 실적을 올렸다. 3분기 주택부문 매출액과 매출총이익은 7,890억원, 1,336억원으로 전년동기대비 각각 63.9%, 120.5% 급증했다. 먼저 특정 사업장(세종시 푸르지오, 7,600억원 규모의 자체사업)의 준공 정산효과가 큰 영향을 미친 것으로 추정된다. 작년에 분양한 고마진의 자체사업(남양주별내, 위례신도시 등)도 일조했다. 해외부문은 오만 수르 IPP 현장에서 추가원가가 발생해 2분기 연속 적자를 이어갔다. 오만 수르 현장은 이번에 추가원가 외에도 공기 지연 관련 지체상금(850억원)이 발생했다. 이에 따라 세전이익이 영업이익을 크게 밀돌았다.

▶ 최고 수준으로 올라간 주택 비중, 주택에 의한 실적개선 여지 많지 않을 듯

이번 3분기 주택부문의 매출 및 이익 비중은 각각 30.5%, 83.1%에 달한다. 작년 동기(24.0%, 29.0%)에 비해 크게 상승했다. 주택경기(특히 분양시장)가 관망하는 반증이긴 하지만 기본적으로 주택은 변동성이 매우 큰 시장이다. 심리적인 요인 등 여러가지 다양한 변수에 휘둘린다. 2010~2011년 수도권에서 성공적으로 분양된 물량들이 입주시점에서는 예기치 못한 대규모 손실로 돌아온 사례가 이를 잘 말해 준다. 현재 추세면 연간 주택부문 매출액이 3조원에 달할 전망이다. 이는 단일기업 기준 사상 최대 규모다. 아무리 주택사업을 잘하는 업체라고 해도 리스크 관리차원상 부담스러울 수 있다. 결론적으로 향후 주택에 의한 실적개선의 여지가 많아 보이지 않는다. 해외부문도 사우디, 이라크, 쿠웨이트 등 최근 수주가 많은 중동지역이 주력시장이 아니기 때문에 계속 마음을 놓을 수 없다.

HOLD (Maintain)

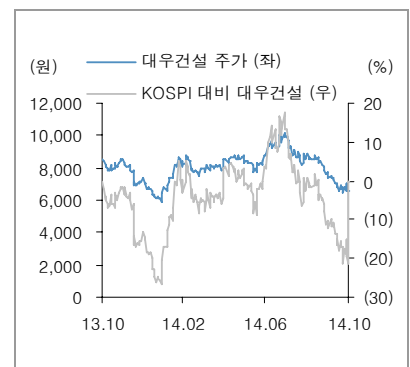
6개월 목표주가: 7,800원

| | | | |
|--------------|-------------------------|--------|--------|
| 주가(10/31) | 6,550원 | | |
| 소속업종 | 건설 | | |
| 업종투자 의견 | | | |
| 자본총계 | 2,692 십억원 | | |
| 발행주식수 | 415,622,638 주(@5,000 원) | | |
| 시가총액 | 2,722 십억원 | | |
| KOSPI내 비중 | 0.24% | | |
| 52주 최고가/최저가 | 10,200 원 / 5,930 원 | | |
| 평균 거래량(120일) | 828,758 주 | | |
| 외국인지분율 | 7.4% | | |
| 배당수익률%(13년) | 0.0 | | |
| 주요주주 | 한국산업은행 외 3인 | 51.2% | |
| | 에스비티투자유한회 | 12.3% | |
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | (14.7) | (23.5) | (23.8) |
| 상대주가 | (12.3) | (23.6) | (21.2) |
| 현주가대비 상승여력 | 19.1 | | |

| | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 8,223 | 8,782 | 10,033 | 10,438 | 10,725 |
| 증가율 (YoY, %) | 17.2 | 6.8 | 14.3 | 4.0 | 2.8 |
| 조정영업이익 (십억원) | 346 | (245) | 408 | 457 | 487 |
| 증가율 (YoY, %) | 16.2 | 적전 | 흑전 | 12.1 | 6.6 |
| 세전이익 (십억원) | 228 | (840) | 167 | 333 | 374 |
| 지배주주귀속순이익(십억원) | 177 | (718) | 118 | 251 | 282 |
| 증가율 (YoY, %) | (0.1) | 적전 | 흑전 | 112.2 | 12.3 |
| EBITDA (십억원) | 397 | (186) | 455 | 559 | 577 |
| EPS (원) | 426 | (1,727) | 284 | 603 | 678 |
| 증가율 (YoY, %) | (0.1) | 적전 | 흑전 | 112.2 | 12.3 |
| BPS (원) | 7,796 | 5,982 | 6,131 | 6,600 | 7,143 |
| PER (배) | 23.4 | N/A | 23.0 | 10.9 | 9.7 |
| PBR (배) | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA (배) | 16.5 | (30.6) | 11.6 | 8.9 | 8.1 |
| 조정영업이익률 (%) | 4.2 | (2.8) | 4.1 | 4.4 | 4.5 |
| EBITDA Margin (%) | 4.8 | (2.1) | 4.5 | 5.4 | 5.4 |
| ROE (%) | 5.3 | (24.1) | 4.5 | 9.1 | 9.5 |

주: K-IFRS 연결기준

최근 12개월 상대주가 추이



[표 1] 분기별 실적 요약(별도기준)

| (십억원, %) | 분기별 | | | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q | 13.4Q | 14.1Q | 14.2Q | 14.3QP |
| 매출액 | 2,031 | 2,310 | 2,007 | 2,069 | 2,073 | 2,511 | 2,584 |
| 증감률(YoY) | 25.8 | 5.5 | -9.8 | -3.8 | 2.0 | 8.7 | 28.8 |
| 매출총이익 | 194 | 220 | 209 | -324 | 210 | 158 | 161 |
| 매출총이익률 | 9.5 | 9.5 | 10.4 | -15.7 | 10.1 | 6.3 | 6.2 |
| 판매관리비 | 84 | 111 | 102 | 254 | 91 | 55 | 63 |
| 판매관리비율 | 4.2 | 4.8 | 5.1 | 12.3 | 4.4 | 2.2 | 2.4 |
| 영업이익 | 109 | 108 | 108 | -578 | 119 | 103 | 97 |
| 증감률(YoY) | -2.9 | 26.8 | 8.1 | 적전 | 9.3 | -4.9 | -9.4 |
| 영업이익률 | 5.4 | 4.7 | 5.4 | -27.9 | 5.8 | 4.1 | 3.8 |
| 세전이익 | 38 | 76 | 66 | -1,052 | 89 | 41 | 6 |
| 증감률(YoY) | -19.3 | -22.5 | -4.1 | 적전 | 130.6 | -46.6 | -91.5 |
| 순이익 | 29 | 52 | 49 | -874 | 64 | 32 | 2 |
| 증감률(YoY) | -20.1 | -31.8 | -0.7 | 적지 | 120.7 | -39.0 | -95.3 |
| 신규수주 | 2,153 | 3,977 | 1,662 | 3,622 | 2,748 | 3,370 | 2,021 |
| 국내 | 1,581 | 2,317 | 1,311 | 2,008 | 1,476 | 1,450 | 1,414 |
| 해외 | 572 | 1,660 | 352 | 1,614 | 1,273 | 1,920 | 607 |

자료: 아이엠투자증권

[표 2] 부문별 매출액(별도기준)

| (십억원, %) | | 분기별 | | | | | | | |
|----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q | 13.4Q | 14.1Q | 14.2Q | 14.3QP | % YoY |
| 국내 | 주택 | 414 | 512 | 481 | 592 | 613 | 735 | 789 | 63.9 |
| | 토목 | 222 | 321 | 281 | 329 | 225 | 329 | 291 | 3.8 |
| | 건축 | 413 | 501 | 428 | 558 | 466 | 635 | 585 | 36.5 |
| | 플랜트 | 125 | 126 | 98 | 86 | 77 | 72 | 66 | -32.5 |
| | 기타 | 4 | 4 | 5 | 5 | 3 | 4 | 4 | -10.2 |
| | 소계 | 1,178 | 1,465 | 1,293 | 1,569 | 1,384 | 1,775 | 1,736 | 34.2 |
| 해외 | | 854 | 845 | 714 | 500 | 690 | 736 | 849 | 19.0 |
| 합계 | | 2,032 | 2,310 | 2,007 | 2,069 | 2,073 | 2,511 | 2,584 | 28.8 |

자료: 아이엠투자증권

[표 3] 부문별 매출총이익률(별도기준)

| (십억원, %) | | 분기별 | | | | | | | |
|----------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q | 13.4Q | 14.1Q | 14.2Q | 14.3QP | 변동률 |
| 국내 | 주택 | 10.9 | 7.0 | 12.6 | 5.7 | 13.8 | 10.4 | 16.9 | 4.3 |
| | 토목 | 10.0 | 10.3 | 4.9 | -2.3 | 11.1 | 8.8 | 7.0 | 2.1 |
| | 건축 | 10.1 | 9.6 | 11.1 | -2.2 | 7.4 | 8.4 | 8.7 | -2.4 |
| | 플랜트 | 11.0 | 11.8 | 11.3 | 9.2 | 15.9 | 13.7 | 11.2 | -0.1 |
| | | 소계 | 10.5 | 9.0 | 10.1 | 1.4 | 11.2 | 9.5 | 12.2 |
| 해외 | | 8.2 | 10.4 | 11.0 | -69.2 | 8.1 | -1.4 | -6.0 | -16.9 |
| 합계 | | 9.5 | 9.5 | 10.4 | -15.7 | 10.1 | 6.3 | 6.2 | -4.2 |

자료: 아이엠투자증권

[표 4] 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 분기별 실적 추이 및 전망 | | | | | | | |
|----------|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | 13.1Q | 13.2Q | 13.3Q | 13.4Q | 14.1Q | 14.2Q | 14.3QF | 14.4QF |
| 매출액 | 2,269 | 2,327 | 2,020 | 2,166 | 2,165 | 2,546 | 2,656 | 2,666 |
| 영업이익 | 115 | 105 | 104 | -569 | 130 | 114 | 107 | 57 |
| 세전이익 | 41 | 63 | 65 | -1,008 | 96 | 43 | 6 | 22 |
| 증감률(YoY) | | | | | | | | |
| 매출액 | 38.5 | 5.9 | -9.6 | 0.1 | -4.6 | 9.4 | 31.5 | 23.1 |
| 영업이익 | 3.2 | 8.7 | -4.0 | 적전 | 13.3 | 8.5 | 2.5 | 흑전 |
| 세전이익 | -3.5 | -30.5 | 5.8 | 적전 | 134.5 | -30.8 | -90.6 | 흑전 |
| 영업이익률 | 5.1 | 4.5 | 5.2 | -26.3 | 6.0 | 4.5 | 4.0 | 2.1 |
| 세전이익률 | 1.8 | 2.7 | 3.2 | -46.5 | 4.4 | 1.7 | 0.2 | 0.8 |

자료: 아이엠투자증권

Financial Statement & Ratio

(십억원, 원, 배, %)

| | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 8,223 | 8,782 | 10,033 | 10,438 | 10,725 |
| 매출원가 | 7,404 | 8,442 | 9,288 | 9,578 | 9,826 |
| 매출총이익 | 820 | 340 | 745 | 860 | 899 |
| 판매비외관리비 | 474 | 585 | 337 | 403 | 412 |
| EBITDA | 397 | (186) | 455 | 559 | 577 |
| 조정영업이익 | 346 | (245) | 408 | 457 | 487 |
| 발표영업이익 | 346 | (245) | 408 | 457 | 487 |
| 비영업손익 | (118) | (595) | (241) | (124) | (113) |
| 이자손익 | (94) | (86) | (93) | (83) | (73) |
| 외환관련손익 | 4 | (16) | (2) | (0) | (3) |
| 관계기업투자등 투자손익 | (4) | (3) | 6 | 0 | 0 |
| 기타 | (92) | (484) | (153) | (41) | (38) |
| 세전계속사업이익 | 228 | (840) | 167 | 333 | 374 |
| 계속사업법인세비용 | 55 | (122) | 48 | 81 | 91 |
| 계속사업이익 | 173 | (718) | 119 | 252 | 283 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세 효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 173 | (718) | 119 | 252 | 283 |
| 지배주주 | 177 | (718) | 118 | 251 | 282 |
| 비지배주주 | (4) | (0) | 1 | 2 | 2 |

| | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 비유동자산 | 3,143 | 3,174 | 2,906 | 2,839 | 2,766 |
| 장기금융자산 | 1,134 | 892 | 718 | 718 | 718 |
| 관계기업투자등 | 96 | 40 | 47 | 47 | 47 |
| 유형자산 | 289 | 287 | 683 | 626 | 544 |
| 기타 | 1,624 | 1,955 | 1,459 | 1,449 | 1,457 |
| 유동자산 | 6,717 | 6,949 | 7,592 | 7,785 | 8,170 |
| 현금및 현금성자산 | 388 | 410 | 566 | 645 | 826 |
| 단기금융자산 | 119 | 155 | 212 | 212 | 212 |
| 매출채권 및 기타채권 | 3,455 | 3,699 | 4,177 | 4,282 | 4,425 |
| 재고자산 | 1,427 | 1,483 | 1,247 | 1,244 | 1,278 |
| 기타 | 1,328 | 1,203 | 1,390 | 1,402 | 1,429 |
| 자산총계 | 9,859 | 10,122 | 10,498 | 10,624 | 10,935 |
| 비유동부채 | 2,292 | 2,712 | 2,975 | 3,180 | 3,323 |
| 장기금융부채 | 1,473 | 1,456 | 1,273 | 1,320 | 1,320 |
| 기타 | 818 | 1,256 | 1,703 | 1,861 | 2,003 |
| 유동부채 | 4,157 | 4,757 | 4,812 | 4,541 | 4,488 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,146 | 1,051 | 1,229 | 1,271 | 1,306 |
| 단기금융부채 | 1,380 | 1,665 | 1,823 | 1,573 | 1,439 |
| 기타 | 1,631 | 2,041 | 1,760 | 1,697 | 1,743 |
| 부채총계 | 6,448 | 7,469 | 7,787 | 7,721 | 7,811 |
| 지배주주지분 | 3,354 | 2,596 | 2,655 | 2,847 | 3,070 |
| 자본금 | 2,078 | 2,078 | 2,078 | 2,078 | 2,078 |
| 자본잉여금 | 548 | 548 | 548 | 548 | 548 |
| 이익잉여금 | 885 | 182 | 299 | 550 | 831 |
| 비지배주주지분 | 58 | 57 | 56 | 56 | 55 |
| 자본총계 | 3,411 | 2,654 | 2,711 | 2,902 | 3,125 |

자료: 아이엠투자증권

| | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | (1,091) | (428) | 25 | 415 | 392 |
| 당기순이익(손실) | 173 | (718) | 119 | 252 | 283 |
| 비현금수익비용가감 | 351 | 724 | 355 | 307 | 293 |
| 유형자산감가상각비 | 46 | 50 | 38 | 94 | 81 |
| 무형자산상각비 | 6 | 9 | 9 | 9 | 8 |
| 운전자본증감 | (1,558) | (366) | (335) | (69) | (94) |
| 매출채권 및 기타채권 | (260) | (901) | (433) | (105) | (144) |
| 매입채무 및 기타채무 | (220) | 19 | 67 | 42 | 35 |
| 법인세납부 | (57) | (68) | (114) | (75) | (91) |
| 투자활동현금흐름 | 119 | 302 | 281 | (11) | 37 |
| 유형자산처분(취득) | (56) | (64) | (32) | (47) | 0 |
| 금융자산감소(증가) | 148 | (2) | 97 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 648 | 146 | (150) | (326) | (249) |
| 금융부채증가(감소) | 752 | 252 | (28) | (250) | (133) |
| 자본증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 순현금흐름 | (325) | 21 | 157 | 79 | 181 |
| 기초현금 | 714 | 388 | 410 | 566 | 645 |
| 기말현금 | 388 | 410 | 566 | 645 | 826 |

| | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|----------|-------|---------|-------|-------|-------|
| EPS | 426 | (1,727) | 284 | 603 | 678 |
| EBITDAPS | 955 | (447) | 1,095 | 1,345 | 1,388 |
| CFPS | 549 | (1,585) | 398 | 849 | 893 |
| BPS | 7,796 | 5,982 | 6,131 | 6,600 | 7,143 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------|------|--------|-------|-------|-------|
| PER | 23.4 | N/A | 23.0 | 10.9 | 9.7 |
| EV/EBITDA | 16.5 | (30.6) | 11.6 | 8.9 | 8.1 |
| PCR | 18.1 | (4.7) | 16.5 | 7.7 | 7.3 |
| PSR | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PBR | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |

| | 2012 | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액증가율 | 17.2 | 6.8 | 14.3 | 4.0 | 2.8 |
| 조정영업이익증가율 | 16.2 | 적전 | 흑전 | 12.1 | 6.6 |
| 순이익증가율 | (0.3) | 적전 | 흑전 | 112.2 | 12.3 |
| 유동비율 | 161.6 | 146.1 | 157.8 | 171.4 | 182.0 |
| 순차입금비율 | 68.8 | 96.4 | 85.5 | 70.1 | 55.1 |
| 부채비율 | 189.1 | 281.5 | 287.2 | 266.0 | 250.0 |
| 조정영업이익률 | 4.2 | (2.8) | 4.1 | 4.4 | 4.5 |
| EBITDA Margin | 4.8 | (2.1) | 4.5 | 5.4 | 5.4 |
| ROA | 1.8 | (7.2) | 1.2 | 2.4 | 2.6 |
| 지배주주ROE | 5.3 | (24.1) | 4.5 | 9.1 | 9.5 |
| ROIC | 8.4 | (7.3) | 9.8 | 10.8 | 11.5 |
| Payout Ratio | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

Compliance Notice

1. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 무단한 압력을 받지 아니하고 독립적 위치에서 공정하게 작성되었습니다.
2. 당사 및 본인은 이 자료를 공표하기 전에 조사분석 대상법인 및 이 자료의 작성·심의에 관여하지 않은 임직원에게 이 자료 또는 그 주된 내용을 제공하지 아니하였습니다.
3. 당사 및 본인은 이 자료를 사전에 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.
4. 본인 및 본인의 배우자는 조사분석 대상법인이 발행한 주권 등 또는 그 주권을 기초자산으로 하는 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
5. 당사는 조사분석 대상법인에 대하여 인수관계와의 체결, 지급보증의 제공, 대출채권의 보유, 계열회사관계 또는 인수·합병업무 수행대상, 발행주식총수의 1%이상 보유 등의 이해관계를 가지고 있지 아니합니다. [작성자 : 이선일]

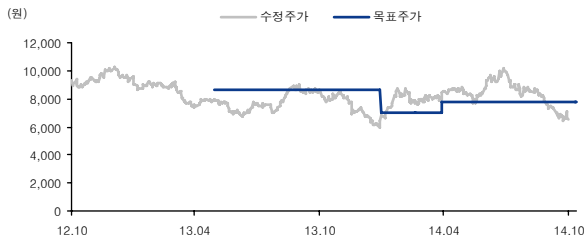
| 기업분석 | | 산업분석 | |
|----------|--------------------------|-------------------|-------------------------------------|
| 분류 | 적용기준 | 분류 | 적용기준 |
| BUY(매수) | 목표주가가 현주가 대비 20%이상 상승 여력 | Overweight(비중확대) | 향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 |
| HOLD(중립) | 목표주가가 현주가 대비 -20%~20% 등락 | Neutral(중립) | 향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상 |
| SELL(매도) | 목표주가가 현주가 대비 20%이상 하락 가능 | Underweight(비중축소) | 향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 하회 예상 |

· 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
 · 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
 · 6개월 이내에 해당기업에 대한 후속 조사분석자료가 공포되지 않을 수 있습니다.

최근2년간 투자의견 및 목표주가변경

대우건설 (047040)

■BUY ■HOLD ■SELL □Not Rated



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가(6개월) |
|------------|--------|-----------|
| 2013/05/29 | 중립(상향) | 8,600원 |
| 2013/10/24 | 중립(유지) | 8,600원 |
| 2014/01/29 | 중립(유지) | 7,000원 |
| 2014/04/29 | 중립(유지) | 7,800원 |
| 2014/11/03 | 중립(유지) | 7,800원 |