



2014년 11월 3일

대우건설 (047040)

Equity Research

Update

준공인 듯 준공 아닌 준공 같은 오만 SUR IPP

오만 SUR IPP의 준공관련 손실증가로 3Q14 실적 기대하회

3Q14 대우건설은 별도기준 매출액 2,58조원(+28.8% YoY), 영업이익 974억원(-9.4% YoY), 세전이익 57억원(-91.5% YoY)의 잠정실적을 발표하였다.

- 1) 매출은 국내주택, 해외부문의 성장세가 나타나 컨센서스를 약 10% 상회하는 등 양호했고,
- 2) 영업이익은 오만 SUR IPP의 준공지연 원가율 상승으로 2Q(405억원)에 이어 3Q에도 비용상승이 반영되었으나, 판관비에 매출채권 대손환입(585억) 반영으로 컨센서스 부합,
- 3) 세전이익은 오만 SUR IPP의 준공지연손실(Liquidated Damage: LD) 약 850억원의 기타영업비용 반영으로 전년비 큰 폭으로 감소하였다.

끝날 듯 끝나지 않는 해의, 확대되는 Performance Risk

3Q14 실적시즌을 통해 확인 가능한 국내 건설사의 중동 프로젝트 Risk는 확대 중이다. 사우디제이션 등 인력시장 Peak로 공사의 기계적 완공(MC: Mechanical Completion)까지의 Delay LD가 현재까지 주 Risk였다면, 오만 SUR IPP와 같이 프로젝트의 성능구현에 필요한 자원이 확대되는 Performance LD로 Risk가 확대되고 있다. '14~'15년 준공되는 발전소, 정유시설 등 감안 시 시운전 Risk는 한국 전체로 보아도 점차 확대될 전망이어서 우려된다.

오만 SUR IPP의 경우 총 2,000MW 발전소로 800MW 2개 Line은 준공했고, 잔여 400MW라인의 시험 중이다. 모든 라인 준공 시, 총당부채 850억원 중 일부는 4Q 및 '15년에 환입 가능할 것으로 전망된다. 발주처가 2,000MW의 송전망을 구현하지 않고 800MW만 구현하였기 때문에 물리적 준공지연이 발생한 것으로 귀책이 발주처에도 있기 때문이다.

BUY를 유지하나, TP는 8,500원으로 하향

'15년 실적(영업/순이익)추정을 기존대비 -8.9%, -11.1% 하향하여 목표주가를 8,500원으로 12.4% 하향 조정한다. 단, 투자 의견은 국내부문 수익개선으로 BUY를 유지한다.

BUY

| TP(12M): 8,500원 | CP(10월 31일): 6,550원

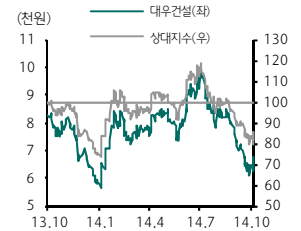
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,964.43
52주 최고/최저(원)	10,200/5,930
시가총액(십억원)	2,722.3
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	415,622.6
60일 평균 거래량(천주)	851.5
60일 평균 거래대금(십억원)	6.9
14년 배당금(예상. 원)	0
14년 배당수익률(예상.%)	0.00
외국인지분율(%)	7.42
주요주주 지분율(%)	
케이디비밸류제육호유한회사 외 2인	51.23
에스이비티투자유한회사	12.28
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(14.7) (23.5) (23.7)
상대	(12.3) (23.6) (21.2)

Consensus Data

	2014	2015
매출액(십억원)	9,627.7	10,250.1
영업이익(십억원)	466.4	503.0
순이익(십억원)	259.8	326.9
EPS(원)	617	767
BPS(원)	6,901	7,675

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	십억원	8,223.4	8,782.2	9,935.1	11,014.6	11,411.6
영업이익	십억원	345.7	(244.7)	477.5	532.5	581.3
세전이익	십억원	227.9	(839.7)	232.5	415.5	473.3
순이익	십억원	176.9	(717.8)	167.3	312.6	356.1
EPS	원	426	(1,727)	403	752	857
증감률	%	0.0	(505.4)	(123.3)	86.6	14.0
PER	배	23.38	N/A	16.27	8.71	7.64
PBR	배	1.20	1.14	0.95	0.86	0.77
EV/EBITDA	배	16.48	N/A	9.41	8.22	7.17
ROE	%	5.28	(24.13)	6.24	10.71	10.94
BPS	원	8,313	6,491	6,894	7,646	8,503
Net DER	%	68.8	96.3	77.8	62.3	47.2



Analyst **채상욱**
02-3771-7269
swchae@hanafn.com

RA **박준형**
02-3771-7617
parkjh85@hanafn.com

3Q14 Review

별도기준 매출 2.58조원(+28.3% YoY), 영업이익 974억원(-9.42% YoY)의 실적 발표

매출은 컨센서스를 약 10% 상회, 이는 국내주택, 해외공사 매출증가에 기인한 것이며 '15년에도 이어질 것

GPM은 오만 SUR IPP효과로 해외가 약 -6%, 반면 국내는 충당부채 환입으로 16.93%를 기록함. 오만 SUR는 발주처 사정에 의해 850억의 추가 충당부채를 기타영업손실로 인식해 놓은 상태로, 세전이익 하회는 이 영향

3Q14 Review

대우건설의 3Q14 실적은 K-IFRS 별도기준으로 발표되었다. 발표된 실적은 매출액 2,58조원(+28.3% YoY), 영업이익 974억원(-9.42% YoY)이었다. 이를 토대로 연결실적을 추정하면 매출액 2,65조원(+31.7% YoY), 영업이익은 1,035억원(-0.7% YoY) 수준이 될 전망이다. 즉, 작년 동기보다 매출은 약 30%정도 증가했으나 영업이익은 오히려 감소한 것이다. 컨센서스 영업이익이 1,024억원이므로 컨센서스와 부합하는 실적이 발표되었다.

매출은 국내부문의 비중이 더 높은데도 불구하고 타 건설사들이 국내부문 Working Day의 부족을 이유로 매출감소가 나타났던 것과 달리 시장 기대치를 9.6% 상회하며 매출성장을 이어갔다. 이는 3Q14에 완공임박한 국내 주택현장(세종시 등)의 매출인식 효과 및 해외부문의 매출증가에 기인한 것으로, 해외부문은 모로코 SAFI발전소(2조원)가 9/30일 착공했기에 4Q14 이후에도 매출성장이 기대된다.

GMP는 국내 주택부문이 16.93%로 1Q12 이후 가장 높은 마진율을 기록했고, 해외는 -5.95%로 '14년 가장 낮은 수준을 기록했다. 해외원가율 상승은 2Q14의 원가상승 요인인 오만 SUR IPP의 지연에 의한 것이며, 추가로 오만 SUR IPP의 준공손실금(LD)은 기타영업손실에 추가로 850억원을 충당부채로 전입하는 등 3Q14의 실적하향의 가장 큰 원인이 되었다. 향후 오만 SUR의 준공손실금은 협상에 의해 4Q14 이후 일부 환입가능성이 있는 상태다. 오만 SUR는 2,000MW 발전소로 발주처가 총 800MW의 송전선만을 제공한 상태라 Partial로 완공을 테스트해야 하는 대우건설 입장에서 공기 지연은 필연적이었다. 현재 800MW 2개 Line은 준공을 받았고, 400MW 라인은 Test중이라 하여 오만 SUR는 11월 중 최종적으로 준공할 것으로 판단된다.

판관비 중 매출채권 대손환입 585억원이 발생(신규설정 190억원)했는데, 이는 4Q13에 설정한 1.1조원의 공사원가 및 충당부채(원가단 3,745억원, 판관비단 1,600억원, 영업외비용 5,900억원으로 나눠서 반영함) 중 국내 주택시장 회복으로 마케팅 관련 비용절감 효과가 나타난 것이다. 이는 현재 주택분양시장 감안 시 향후 타 주택프로젝트에도 확산될 수 있는 것이어서 대우건설의 영업이익에는 기 설정한 1.1조의 충당부채 환입도 중요한 영향을 미칠 것으로 판단된다.

표 1. 3Q14 실적 Review(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)

구분	3Q14(a)	2Q14	3Q13	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	2,659.4	2,545.9	2,019.6	31.7	4.5	2,455.8	8.3	2,425.6	9.6
영업이익	103.5	113.8	104.2	(0.7)	(9.1)	133.5	-22.5	102.4	1.1
세전이익	5.7	43.4	64.5	(91.2)	(86.9)	92.5	-93.8	77.5	-92.6
순이익	2.3	30.1	46.5	(95.1)	(92.4)	72.5	-96.8	68.8	-96.7
영업이익률	3.9	4.5	5.2	(1.3)	(0.6)	5.4	(1.5)	4.2	(0.3)
세전이익률	0.2	1.7	3.2	(3.0)	(1.5)	3.8	(3.6)	3.2	(3.0)
순이익률	0.1	1.2	2.3	(2.2)	(1.1)	3.0	(2.9)	2.8	(2.7)

주: 3Q14 잠정실적은 별도기준으로 발표되었음. 당사는 이를 토대로 연결실적을 추정한 것
 자료: 하나대투증권



목표주가를 8,500원으로 12.4% 하향. 투자 의견은 BUY 유지함

실적추정치 변경과 밸류에이션, TP 8,500원으로 12.4% 하향

대우건설의 목표주가를 기존 9,700원에서 8,500원으로 12.4% 하향한다. 이는 기존 대비 '15년 영업이익을 5,325억원으로 -8.9% 하향조정하고, 지배지분 순이익을 4,155억원으로 -11.1% 하향조정한데 따른 것이다. 매출액은 기존 추정치를 유지한다(해외부문 정상화로 해외매출 증가가 3Q14에도 나타났기에 '15년에도 매출증가 기조는 유지될 것).

당사는 한국 건설사의 해외현장 Risk가 Delay LD에서 Performance LD로 확대되는 국면이라고 판단한다. 사우디 마덴 알루미늄 프로젝트, 오만 SUR IPP에서 나타난 것처럼 준공조건에 대한 Performance가 충족되는 것에 추가적인 자원이 투입되고 있다. 이에 해외부문의 실질적 수익성을 사실상 제로로 변경 반영하였다.

실적의 안정성은 높음. 이유는 1) 자체사업 분양증가로, 2) 해외부문 원가하락 마무리, 3) 4Q13에 설정한 대손충당금의 환입 발생했기 때문

향후 대우건설 실적의 방향성은 1) 자체사업 분양증가로 주택전체 마진 증가추세, 2) 해외부문의 원가를 하향트렌드 마무리 시기, 3) 4Q13에 설정한 대손환입액 규모에 따라 결정될 전망이다. 이 중 2)와 3)은 애널리스트가 추정하기 어려운 이슈이기도 하다. 그러나 3Q14에 비록 당사 추정치를 하회하는 영업이익을 실현에도 불구하고 당사가 갖는 대우건설의 View는 추가적인 국내/해외부문의 부실 가능성이 가장 낮은 건설사 중 하나라는 점이다. 이는 '10년과 '13년에 각각 1조원, 1.1조원의 손실을 반영했기 때문으로 전 건설사를 통틀어 2조원이 넘는 손실금액을 설정한 건설사는 없다. 2조원은 대우건설의 매출비중을 감안했을 때 충분한 규모라 판단되며, 3Q14 실적에도 드러났듯 주택 업황 개선으로 기 설정한 충당금이 환입되고 있는 것이 확인되었고, 이러한 부분이 추가부실액을 완화하는데 도움이 될 것이다.

이에 투자 의견은 BUY를 유지한다.

표 2. 3Q14 실적 Review(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)

구분	2014F			2015F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	9,935.1	9,826.6	1.1	11,014.6	11,026.7	-0.1
영업이익	477.5	520.4	-8.2	532.5	584.4	-8.9
세전이익	232.5	333.2	-30.2	415.5	467.4	-11.1
순이익	167.3	252.1	-33.6	312.6	351.7	-11.1
영업이익률	4.8	5.3	(0.5)	4.8	5.3	(0.5)
세전이익률	2.3	3.4	(1.1)	3.8	4.2	(0.5)
순이익률	1.7	2.6	(0.9)	2.8	3.2	(0.4)

자료: 하나대투증권

표 3. 3Q14 실적 Review(K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원, 배, 원)

구분	항목	값
영업가치(A)	지배지분 NOPLAT	394.0
	Target Multiple	13.0
	소계	5,122.5
	비영업 가치(B)	매도가능 증권
	투자부동산	142.6
	소계	490.1
	NAV 할인	374.0
순차입금(C)		1,954.6
Total(A+B-C)		3,542.0
주식 수		415,622.6
TP		8,500
CP		6,550
상승여력		29.8

주: 실적은 '15년 기준, 순차입금 '15년 기준임
자료: 하나대투증권



추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	8,223.4	8,782.2	9,935.1	11,014.6	11,411.6
매출원가	7,403.9	8,442.2	9,127.9	10,062.3	10,393.3
매출중이익	819.5	340.0	807.2	952.3	1,018.3
판매비	473.9	584.7	329.7	419.9	436.9
영업이익	345.7	(244.7)	477.5	532.5	581.3
금융손익	(94.1)	(86.4)	(92.4)	(77.0)	(68.0)
중속/관계기업손익	0.2	8.8	7.9	0.0	0.0
기타영업외손익	(23.9)	(517.5)	(160.5)	(40.0)	(40.0)
세전이익	227.9	(839.7)	232.5	415.5	473.3
법인세	54.9	(121.7)	64.3	99.7	113.6
계속사업이익	173.0	(718.0)	168.2	315.8	359.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	173.0	(718.0)	168.2	315.8	359.7
포괄이익	(3.9)	(0.2)	0.9	3.2	3.6
(지분법제외)순이익	176.9	(717.8)	167.3	312.6	356.1
지배주주포괄이익	18.4	(757.2)	168.0	315.4	359.3
NOPAT	262.4	(209.2)	345.4	404.7	441.8
EBITDA	396.9	(185.7)	528.4	576.4	619.3
성장성(%)					
매출액증가율	17.1	6.8	13.1	10.9	3.6
NOPAT증가율	6.7	(179.7)	(265.1)	17.2	9.2
EBITDA증가율	11.2	(146.8)	(384.5)	9.1	7.4
(조정)영업이익증가율	16.2	(170.8)	(295.1)	11.5	9.2
(지분법제외)순이익증가율	(0.1)	(505.8)	(123.3)	86.8	13.9
(지분법제외)EPS증가율	0.0	(505.4)	(123.3)	86.6	14.0
수익성(%)					
매출중이익률	10.0	3.9	8.1	8.6	8.9
EBITDA이익률	4.8	(2.1)	5.3	5.2	5.4
(조정)영업이익률	4.2	(2.8)	4.8	4.8	5.1
계속사업이익률	2.1	(8.2)	1.7	2.9	3.2

투자지표

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	426	(1,727)	403	752	857
BPS	8,313	6,491	6,894	7,646	8,503
CFPS	1,260	15	853	1,252	1,338
EBITDAPS	955	(447)	1,271	1,387	1,490
SPS	19,786	21,130	23,904	26,502	27,457
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	23.4	N/A	16.3	8.7	7.6
PBR	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
PCFR	7.9	484.3	7.7	5.2	4.9
EV/EBITDA	16.5	N/A	9.4	8.2	7.2
PSR	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	5.3	(24.1)	6.2	10.7	10.9
ROA	1.8	(7.2)	1.6	2.8	3.0
ROIC	6.7	(4.9)	8.2	9.7	10.3
부채비율	189.0	281.5	286.4	273.3	249.7
순부채비율	68.8	96.3	77.8	62.3	47.2
이자보상배율(배)	2.5	(2.0)	3.8	4.3	4.8

자료: 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	10.6	9.0	9.2	4.9	17.6
Emerging Market	11.6	10.4	10.5	4.4	11.6
World	14.8	13.2	13.5	5.7	11.7

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	6,716.7	6,948.8	7,657.0	8,397.0	8,909.9
금융자산	507.0	564.2	884.2	1,086.2	1,351.4
현금성자산	388.4	409.6	709.2	892.2	1,150.4
매출채권 등	3,472.3	3,717.1	3,902.9	4,176.1	4,326.6
재고자산	1,426.8	1,482.6	1,586.4	1,758.7	1,822.1
기타유동자산	1,310.6	1,184.9	1,283.5	1,376.0	1,409.8
비유동자산	3,142.6	3,173.5	3,244.9	3,315.5	3,319.6
투자자산	1,229.9	931.8	1,054.1	1,168.7	1,210.8
금융자산	1,133.6	892.2	1,009.4	1,119.0	1,159.4
유형자산	697.8	698.1	655.6	619.4	588.5
무형자산	113.6	110.4	102.0	94.3	87.1
기타비유동자산	1,101.3	1,433.2	1,433.2	1,433.1	1,433.2
자산총계	9,859.3	10,122.3	10,901.9	11,712.4	12,229.5
유동부채	4,156.9	4,757.1	5,203.6	5,543.9	5,644.5
금융부채	1,380.1	1,665.4	1,623.0	1,585.2	1,546.8
매입채무 등	1,541.4	1,725.6	2,087.9	2,314.8	2,398.2
기타유동부채	1,235.4	1,366.1	1,492.7	1,643.9	1,699.5
비유동부채	2,291.5	2,711.7	2,876.6	3,031.0	3,087.7
금융부채	1,473.2	1,455.5	1,455.5	1,455.5	1,455.5
기타비유동부채	818.3	1,256.2	1,421.1	1,575.5	1,632.2
부채총계	6,448.3	7,468.7	8,080.2	8,574.9	8,732.2
지배주주지분	3,353.5	2,596.2	2,763.6	3,076.1	3,432.3
자본금	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1	2,078.1
자본잉여금	548.2	548.2	548.2	548.2	548.2
자본조정	(99.2)	(99.3)	(99.3)	(99.3)	(99.3)
기타포괄이익누계	(59.1)	(112.6)	(112.6)	(112.6)	(112.6)
이익잉여금	885.4	181.8	349.1	661.7	1,017.9
비지배주주지분	57.5	57.4	58.2	61.4	65.0
자본총계	3,411.0	2,653.6	2,821.8	3,137.5	3,497.3
순금융부채	2,346.4	2,556.7	2,194.3	1,954.6	1,650.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	(1,142.8)	(505.5)	476.8	354.3	345.7
당기순이익	173.0	(718.0)	168.2	315.8	359.7
조정	242.5	578.4	43.0	43.9	38.0
감가상각비	51.2	59.0	50.9	44.0	38.0
외환거래손익	(8.2)	8.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	3.9	3.4	(7.9)	0.0	0.0
기타	195.6	507.4	0.0	(0.1)	0.0
자산/부채의 변동	(1,558.3)	(365.9)	265.6	(5.4)	(52.0)
투자활동현금흐름	66.6	273.9	(134.8)	(133.6)	(49.1)
투자자산감소(증가)	85.1	298.1	(114.5)	(114.5)	(42.1)
유형자산감소(증가)	(55.7)	(64.4)	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	37.2	40.2	(20.3)	(19.1)	(7.0)
재무활동현금흐름	751.6	251.7	(42.4)	(37.8)	(38.5)
금융부채증가(감소)	550.0	267.5	(42.4)	(37.8)	(38.5)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	201.6	(15.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(325.4)	21.2	299.7	183.0	258.2
Unlevered CFO	523.5	6.3	354.3	520.4	556.2
Free Cash Flow	(1,205.5)	(572.4)	476.8	354.3	345.7

Sector Aggregates

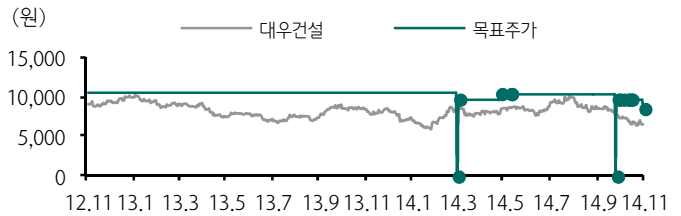
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea	20.0	11.4	12.3	408.1	75.5
Emerging Market	16.6	12.8	13.3	29.1	30.2
World	14.9	13.1	13.4	7.8	13.6



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

대우건설

날짜	투자의견	목표주가
14.11.3	BUY	8,500
14.10.17	BUY	9,700
14.10.16	BUY	9,700
14.10.13	BUY	9,700
14.10.12	BUY	9,700
14.10.6	BUY	9,700
14.10.1	BUY	9,700
14.9.29	BUY	9,700
14.9.28	Analyst Change	0
14.5.12	BUY	10,400
14.5.11	BUY	10,400
14.4.29	BUY	10,400
14.3.5	BUY	9,700
14.3.3	Analyst Change	0



투자의견 분류 및 적용

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2014년 11월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(채상욱)는 2014년 11월 3일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

