

매수(유지)

목표주가: 13,000원(유지)

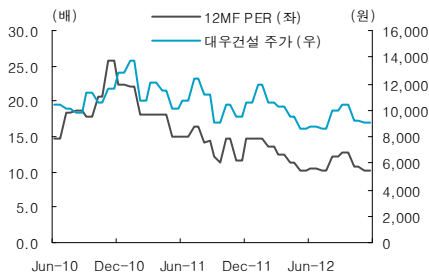
Stock Data

KOSPI(11/19)	1,878
주가(11/19)	9,080
시가총액(십억원)	3,774
발행주식수(백만)	416
52주 최고/최저가(원)	11,950/8,080
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,783
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.6/7.2
주요주주(%)	한국산업은행 외 4인 51.5
	에스이비티투자유한회사 12.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(11.4)	9.3	0.9
상대주가(%p)	(8.0)	3.9	(1.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

아프리카의 현지화 전략이 통하다

30년간 지속된 아프리카 localization 전략

중동 경쟁심화가 업계의 실적 악화요인으로 작용하며 최근 우리가 많이 받은 질문은 아프리카에서 대우건설만의 경쟁력이었다. 이는 78년부터 나이지리아를 중심으로 이뤄진 아프리카 전반의 'Localization(현지화)' 전략의 결과다. 1) 78년 설립된 '나이지리아 대우'법인 5,781명의 인력 중 90%를 현지인으로 채용하고, 2) 자국 내 생산 의무 조항이 강한 아프리카 내 다수의 제조 yard를 건설해 보유하며, 3) 청년층 교육 서비스로 현지 고용창출과 산업화 발전에 기여해왔다. 현지화 전략의 효과는 삼성엔지니어링의 사우디 사례가 입증했듯 시간이 필요하나 강력한 무기가 된다.

안정을 되찾은 아프리카 물가와 IOC(국제석유회사)와의 돈독한 관계

아프리카 수주에 긍정적 환경 요인은 두 가지다. 1) 고질적 문제였던 물가는 08년 이후 선진국의 식량 원조로 최근 안정세다. 가장 시급한 문제가 해소되며 아프리카는 산업화에 나설 여건이 마련됐다. 2) 재정이 충분치 않아 IOC와 국가 합작 형태의 oil&gas 개발이 활발한데 대우건설은 지역적 강점을 기반으로 IOC로부터 업스트림과 발전 플랜트를 가장 많이 수주해왔다. 09년 이후 아프리카와 IOC간 이윤 배분을 둘러싼 분쟁 리스크가 있기는 하나 아프리카는 여전히 세계 10위권 내의 oil&gas 수출국인 나이지리아를 중심으로 IOC의 욕구를 자극하는 중요 시장이다.

경량급에서 해비급으로- 역발상 전략은 지속된다

2년 전만 해도 해외수주가 연간 3조원대에 머물렀으나 작년 5조원에 이어 올해 6조원 달성이 예상된다. 이처럼 해비급으로 급성장한 주요인은 역발상 전략 때문이다. 최근 사우디 '지잔' 정유에서 일본 JGC와 조인트벤처로 수주한 사례가 대표적이다. 30년 전 남과 다르게 아프리카로 눈을 돌렸다면 이제 한국업체의 이탈이 시작된 중동에 재진입하고 있다. 볼륨과 마진의 동반 성장 추구로 내년 순이익이 74% 증가할 것으로 예상돼 SOTP 방식으로 산출한 목표주가 13,000원과 top pick을 유지한다.

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액(십억원)	6,713	7,020	8,250	9,676	10,638
영업이익(십억원)	(991)	332	398	577	668
세전이익(십억원)	(1,152)	210	325	567	688
지배주주순이익(십억원)	(828)	177	252	438	532
EBITDA(십억원)	(881)	391	458	638	731
순차입금(십억원)	2,262	1,427	1,133	903	843
영업이익률(%)	(14.8)	4.7	4.8	6.0	6.3
ROE(%)	(26.1)	5.3	7.4	12.3	13.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
EPS(원)	(2,577)	431	613	1,067	1,295
(EPS 증가율, %)	NM	NM	42.1	74.2	21.4
BPS(원)	8,145	8,291	8,513	9,185	10,083
DPS(원)	0	0	100	100	100
PER(x)	NM	24.4	14.8	8.5	7.0
PBR(x)	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	(7.3)	14.7	10.6	7.3	6.2

이경자 3276-6155
kyungja.lee@truefriend.com

안형준 3276-4460
hyungjoon@truefriend.com

목표주가 13,000원과 top pick 유지

8월부터 대우건설을 top pick으로 제시하며 강조한 투자포인트는 1) 11년부터 매년 2만세대 이상 공급(07~10년 연평균 7천세대)으로 주택에서의 성장동력 확보, 2) 타사와 다른 지역(아프리카)에서의 수익성을 동반한 수주, 3) KDB 인수 후 재무구조 개선 등이었다. 올해 주택공급은 이미 2.2만세대를 넘었고 분양률이 80%를 상회해 중기 이익 신뢰도가 높아졌다. 이자비용은 올해 450억원, 내년에는 338억원 감소할 것으로 예상돼 투자포인트가 수치로 증명되고 있다.

06년부터 대우건설은 대부분 업체가 집중한 중동이 아닌 아프리카에서 연평균 14억달러 이상을 수주해왔다. 올해 해외수주의 80% 이상도 아프리카에서 창출될 전망이다. 이는 전년 5.4조원의 사상 최대 해외수주에 이어 올해에도 60억달러의 수주 달성 가능성을 높이는 주요인이다. 투자자로부터 우리가 가장 많이 받은 질문은 아프리카에서 대우건설만의 경쟁력이었다. 이번 보고서에서는 이에 대해 살펴보고자 한다.

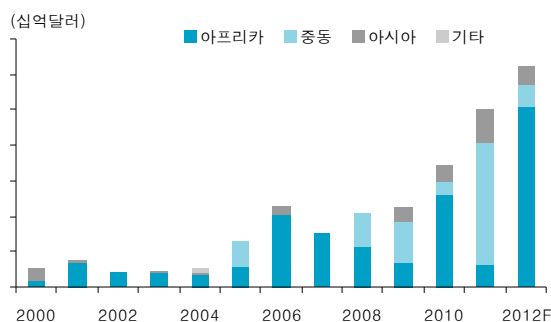
〈표 1〉 대우건설 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	가치	비고
1) 기업가치	6,012	
2012F~2013F NOPLAT	429	12개월 forward NOPLAT 기준
목표배수 (배)	14.0	대형사 목표배수
2) 매도가능상장주식	450	
3) 순차입금	1,133	2012년 기준
주주가치 (1+2-3)	5,329	
주당가치 (원)	13,000	

자료: 한국투자증권

〔그림 1〕 대우건설의 지역별 수주액 추이



자료: 해외건설협회, 대우건설, 한국투자증권

아프리카 Localization 투자의 효과

대우건설은 1978년부터 아프리카에 진출했다. 당시 경쟁이 심화되던 중동이 아닌 자원이 많거나, 인구가 많거나, 땅이 넓어 가능성이 큰 아프리카로 눈을 돌렸다. 이에 선택된 국가가 리비아, 나이지리아, 수단이다. 아프리카를 자신의 텃밭으로 만들었던 요인은 세 가지 현지화 (localization) 전략이었으며 나이지리아를 중심으로 리비아와 알제리로 확산됐다.

〔그림 2〕 대우건설의 아프리카 공략- 주요 프로젝트



자료: 대우건설, 해외건설협회, 한국투자증권

- 1) 78년 ‘대우 나이지리아’ 법인을 설립했다. 5,781명의 인력 중 현지인 비중이 90%로 현지 고용창출에 기여하고 있다.
- 2) 나이지리아에 다수의 제조 yard를 건설해 보유하고 있으며 대부분 가장 자원이 많고 개발 여지가 큰 ‘니제르 델타’에 위치한다. ‘브라스 LNG’ 프로젝트도 여기서 개발된다. 아프리카와 브라질은 ‘local contents’ 의무화 비율(자원개발 과정에서 수반되는 일정 비율의 제조업을 자국 내에서 진행)이 가장 높은 나라다. 이는 신규업체에 대한 진입장벽이다.
- 3) 나이지리아 청년층을 카타르에 보내 훈련시키는 등 사회 공헌으로 인적 네트워크를 축적했다. 오랜 현지화 투자의 결실로 지난 7월 나이지리아 정부는 10GW의 IPP 건설 프로젝트의 MOU를 맺었는데 대상자는 GE와 Siemens 등 기자재 업체와 대우건설뿐이었다. 이 같은 노력을 기반으로 올해 해외 매출이익은 전년대비 46%, 내년은 24% 증가하며 해외 매출비중은 올해의 38%에서 내년은 41%까지 늘어난다.

〔그림 3〕 ‘니제르 델타’에 위치한 대우건설의 Warri base 내 제조 yard



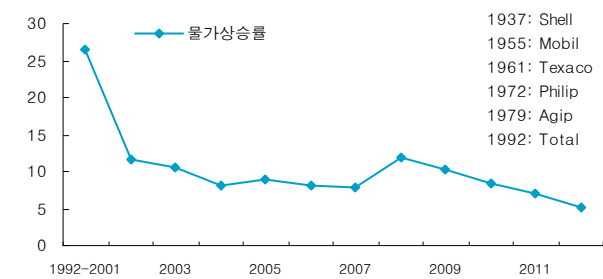
자료: 대우건설

현지화 전략의 효과는 삼성엔지니어링의 사례에서 입증된다. 동사는 현재 1,213명의 사우디 인력을 채용하는 등 사우디의 의무정책인 ‘Saudization’을 충족시키며 수주해왔다. MENA 지역의 가장 큰 화두가 ‘일자리 창출’로 압축되며 각국은 해외업체에 대한 무조건적 개방이 아닌 자국에 대한 기여를 요구하는 추세다. 이는 진입장벽으로 작용하고 있다.

아프리카의 물가 안정 회복, IOC와의 돈독한 관계

아프리카 수주에 긍정적 환경 요인은 두 가지다. 1) 고질적 문제였던 물가는 08년 이후 선진국의 식량 원조로 최근 안정 세다. 가장 시급한 문제가 해소되며 아프리카는 산업화를 위한 투자에 나설 여건이 마련됐다. 2) 재정이 취약한 아프리카는 자원개발이 IOC와 국가합작 형태로 이뤄진다. 대우건설은 06년부터 아프리카에 투자하는 IOC를 공략한 결과 까다로운 IOC와 돈독한 관계를 축적할 수 있었다. 09년 이후 이윤배분 문제로 IOC와 정부간 분쟁 리스크가 있기는 하나 아프리카는 여전히 세계 10위권 내의 자원 수출국인 나이지리아를 중심으로 IOC의 욕구를 자극하는 시장이다

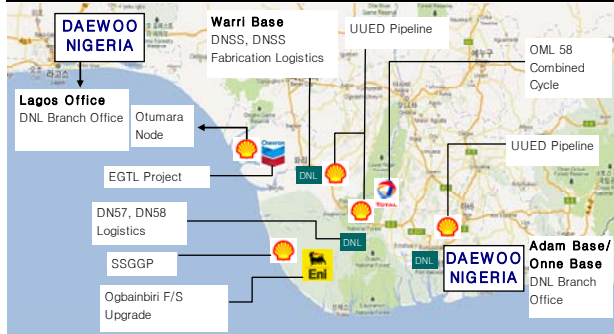
[그림 4] 안정세인 아프리카 물가와 IOC 진출 현황



자료: Ministry of Economy & Planning, 한국투자증권

IOC와의 돈독한 관계는 대우건설의 발전 수주에도 긍정적 영향을 미쳤다. 아프리카 정부는 1) 환경문제 대두로 자원 개발 과정에서 발생하는 잔여가스를 연료로 활용하고, 2) 개발 이윤을 가져가는 IOC에 대해서는 기여 차원에서 자국 내 IPP 투자를 의무화한다. 따라서 아프리카에서 IOC의 IPP 발주 사례가 많다. 대우건설은 IOC의 업스트림 수주 경험을 발전 수주로 연계시키고 있다.

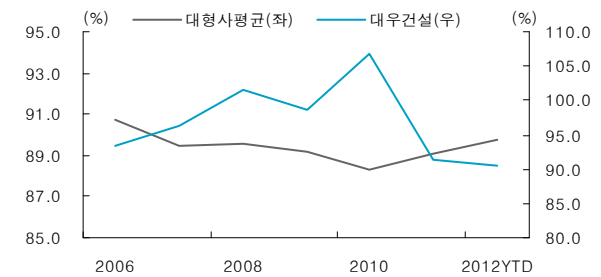
[그림 5] 나이지리아에서 대우건설의 IOC 프로젝트 현황과 현지 법인



자료: 대우건설, 한국투자증권

최근 건설사의 실적 충격은 10~11년 출혈경쟁이 야기한 해외마진의 급락에서 기인했다. 역으로 당시 중동 노출도가 작아 성장은 느렸지만 아프리카 점유율을 높여온 대우건설은 이제 마진과 볼륨 성장이 동시에 시작되고 있다. 최근 대형사의 실적 추정치는 하향된 반면 대우건설만이 상향되고 있다.

[그림 6] 대형사의 해외 원가를 추이- 89~90% 대 유지 전망

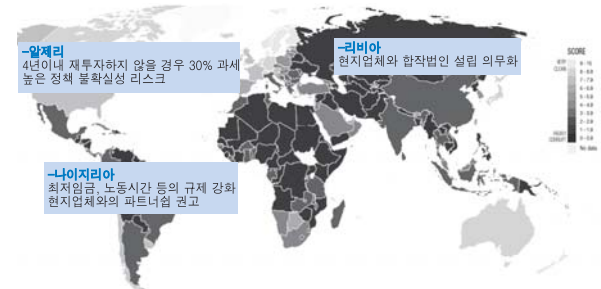


자료: Fnguide, 각사, 한국투자증권

경량급에서 헤비급으로- 역발상 전략은 지속된다

아프리카에서 대우건설의 포지셔닝이 성공적이지만 경쟁자의 공략이 거세지고 있는 것은 리스크다. 그러나 1) 부패로 작업 환경이 좋지 않아 단기 진출이 어렵고, 2) 현지화 노력 등 장기 투자가 필요한 배타적 시장이라는 점에서 단기 경쟁이 격화될 가능성은 낮다. 또한 경쟁자들이 과열경쟁으로 중동을 이탈하는 가운데 대우건설은 이 틈을 노려 재진입을 시도하고 있는 점은 인상적이다. 최근 사우디 '지산' 정유 패키지를 JGC와 Joint venture로 수주한 것이 그 예다. 2년 전 3조원 대에 불과하던 대우건설의 해외수주는 역발상 전략으로 작년부터 5조원대 이상, 내년에는 7조원대로 성장할 전망이다.

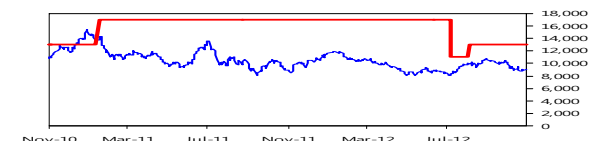
[그림 7] 전세계 부패지수와 localization 요구- 아프리카의 진입장벽



주: 색깔이 진할수록 부패 정도 높음 / 자료: Transparency International

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
대우건설(047040)	2011.01.06	매수	13,000 원
	2011.02.06	매수	17,000 원
	2012.07.27	매수	11,000 원
	2012.08.24	매수	13,000 원



기업개요 및 용어해설

11년 산업은행이 회사의 대주주가 되었으며 12년 시공능력 평가 3위 건설사

- Saudization : 사우디에서 외국기업이 사업 영위시 일정 수준의 자국민 채용(고용 의무비율 7.0%) 권장. 미달시 사업참여에 제한

재무상태표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	6,560	6,197	5,869	6,593	7,036
현금성자산	482	714	743	774	745
매출채권및기타채권	3,315	3,239	3,807	4,465	4,909
재고자산	617	1,016	908	871	851
비유동자산	3,300	3,272	3,674	4,127	4,474
투자자산	1,323	1,315	1,494	1,691	1,859
유형자산	663	774	789	805	822
무형자산	99	105	124	145	159
자산총계	9,860	9,469	9,543	10,720	11,510
유동부채	3,512	3,687	3,912	4,761	5,129
매입채무및기타채무	1,703	1,633	1,919	2,251	2,660
단기차입금및단기사채	340	23	0	0	0
유동성장기부채	572	674	854	904	924
비유동부채	2,994	2,370	2,129	2,184	2,241
사채	1,202	719	369	219	169
장기차입금및금융부채	671	629	559	489	449
부채총계	6,506	6,056	6,041	6,945	7,370
지배주주지분	3,283	3,344	3,437	3,716	4,089
자본금	2,078	2,078	2,078	2,078	2,078
자본잉여금	548	548	548	548	548
자본조정	(110)	(99)	(99)	(99)	(99)
이익잉여금	586	732	943	1,340	1,832
비지배주주지분	71	68	65	59	51
자본총계	3,354	3,412	3,502	3,775	4,140

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	(155)	(106)	607	529	411
당기순이익	(828)	174	247	430	522
유형자산감가상각비	106	54	54	54	54
무형자산상각비	4	5	6	8	8
자산부채변동	(16)	(466)	262	(10)	(203)
기타	579	127	38	47	30
투자활동현금흐름	(613)	980	(315)	(286)	(330)
유형자산투자	(127)	(99)	(85)	(75)	(71)
유형자산매각	29	4	15	5	0
투자자산순증	(458)	36	(290)	(309)	(280)
무형자산순증	(2)	(9)	(25)	(29)	(23)
기타	(55)	1,048	70	122	44
재무활동현금흐름	565	(642)	(263)	(211)	(111)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	(263)	(170)	(70)
배당금지급	(16)	0	0	(41)	(41)
기타	581	(642)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(203)	232	29	32	(29)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	6,713	7,020	8,250	9,676	10,638
매출총이익	126	683	818	994	1,135
판매관리비	337	355	377	427	477
기타영업손익	(781)	4	(44)	10	10
영업이익	(991)	332	398	577	668
금융수익	52	62	75	79	81
이자수익	52	62	75	79	81
금융비용	229	196	163	133	110
이자비용	229	196	163	133	110
기타영업외손익	4	10	8	39	43
관계기업관련손익	13	2	8	6	6
세전계속사업이익	(1,152)	210	325	567	688
법인세비용	(325)	36	79	137	167
연결당기순이익	(828)	174	247	430	522
지배주주지분순이익	(828)	177	252	438	532
기타포괄이익	(8)	(116)	(116)	(116)	(116)
총포괄이익	(835)	58	131	314	406
지배주주지분포괄이익	(834)	61	134	320	414
EBITDA	(881)	391	458	638	731

주요 투자지표

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	(2,577)	431	613	1,067	1,295
BPS	8,145	8,291	8,513	9,185	10,083
DPS	0	0	100	100	100
성장성(% YoY)					
매출증가율	(5.6)	4.6	17.5	17.3	9.9
영업이익증가율	0.0	0.0	19.8	45.0	15.9
순이익증가율	0.0	0.0	42.1	74.2	21.4
EPS증가율	0.0	0.0	42.1	74.2	21.4
EBITDA증가율	0.0	0.0	17.1	39.3	14.5
수익성(%)					
영업이익률	(14.8)	4.7	4.8	6.0	6.3
순이익률	(12.3)	2.5	3.1	4.5	5.0
EBITDA Margin	(13.1)	5.6	5.6	6.6	6.9
ROA	(8.7)	1.8	2.6	4.2	4.7
ROE	(26.1)	5.3	7.4	12.3	13.6
배당수익률	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
안정성					
순차입금(십억원)	2,262	1,427	1,133	903	843
차입금/자본총계비율(%)	85.6	67.5	58.3	49.5	43.5
Valuation(X)					
PER	NM	24.4	14.8	8.5	7.0
PBR	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
PSR	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	(7.3)	14.7	10.6	7.3	6.2

Compliance notice

- 당사는 2012년 11월 21일 현재 대우건설 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공할 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.