

서희건설

(035890)

Not Rated

Company visit note

10 Sep. 2019

건설/유통 김선미 smkim@ktb.co.kr

지역주택조합 사업의 매력

▶ Issue

기업 탐방을 통한 현황 및 투자매력 점검

▶ Pitch

분양가상한제로 인한 업종 불확실성 속 동사 투자매력 확대 예상. i) 분양가상한제 영향 없는 지역주택 조합 매출이 약 70% 차지하며, ii) 2017년 이후로 착공 세대수는 지속 증가하고 있고, iii) 이를 기반으로 실적도 2022년까지 YoY 성장 예상되기 때문. 현 주가는 컨센서스 기준 20E PER 4.1배에 불과. 여전히 주가 상승여력 높다고 판단

▶ Rationale

- 동사 2Q19 누적 매출액, 영업이익은 YoY +21.8%, 78.3% 기록. 2017년 착공한 지역주택조합 매출 확대 및 공종별 mix 변화에 따른 수익성 개선 때문
- 착공기준 동사 지역주택조합 공급 규모는 2016년 3,877억원에서 2017년 7,606억원, 2018년 9,439억원으로 지속 확대. 2019년에도 9,500억원 내외는 착공 가능할 전망
- 지역주택조합은 사업 특성상 수주 후 최소 3~4년 소요 동사는 2012년부터 지역주택 조합 사업에 참여. 동사의 긴 track record, 전국에 위치한 업무대행사와의 네트워크 등에 기반하여 동사는 경쟁사대비 풍부한 수주안건 보유. 앞으로 1년 이내 착공 가능한 현장 총 공사규모는 약 2.7조원, 2020년 7월 이후 착공 예정 물량은 약 7조원 수준. 인허가 시기에 따라 사업 일정 지연은 불가피하나, 2020년에도 2019년 이상의 물량에 대해서 착공 가능할 전망. 착공 물량 늘어나며 동사 매출은 2022년까지 YoY 성장 지속 예상
- 지역주택조합 사업은 동사 평균 수주잔고 수익성보다 수익성이 양호. 이에 지역주택조합 사업 매출 비중 확대되며 동사 영업이익률도 개선 가능할 것. 특히 최근 착공한 현장은 세대수가 커 수익성이 더 양호. 2019년 영업이익은 YoY +30% 성장한 1천억원 이상 예상
- 지역주택사업은 분양가 상한제 규제 영향 미미. i) 착공 예정된 물량은 이미 조합원이 100% 확보된 사업이며, ii) 아파트 일반분양과 달리 계약금이 3~4천만원으로 높아 조합원들의 계약 취소 가능성이 낮기 때문. 일부 신규수주 확보하는데에는 영향 있을 수 있으나 이미 수주 협의된 물량 많아 실적 영향 크지 않을 것
- 한편, 2021년 만기 예정인 250억원 규모 전환사채 있으나 특수관계자 보유 물량으로 오버행 이슈 없을 것

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	915	833	942	1,054	1,074	1,033	1,139
영업이익	6	19	41	35	82	88	83
EBITDA	10	30	51	47	94	104	94
순이익	(17)	(66)	6	15	29	31	37
자산총계	790	748	734	722	766	807	852
자본총계	245	180	186	201	229	270	297
순차입금	144	136	114	51	(35)	(68)	(86)
매출액증가율	(13.2)	(9.0)	13.1	11.9	1.9	(3.8)	10.2
영업이익률	0.6	2.3	4.3	3.3	7.7	8.5	7.3
순이익률	(1.8)	(7.9)	0.7	1.4	2.7	3.0	3.2
EPS증가율	적전	적지	흑전	66.0	126.2	10.2	9.5
ROE	(7.2)	(31.6)	3.4	8.1	13.9	13.2	13.8

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated		
목표주가			
Earnings			

Stock Information

현재가 (9/9)	1,160원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	2,402억원
비중(KOSDAQ내)	0.11%
발행주식수	207,081천주
52주 최저가 / 최고가	1,060 - 1,735원
3개월 일평균거래대금	33억원
외국인 지분율	12.6%
주요주주지분율(%)	
이봉관 (외 1인)	34.9
자사주 (외 1인)	2.2
서희건설우리스주 (외 1인)	0.0

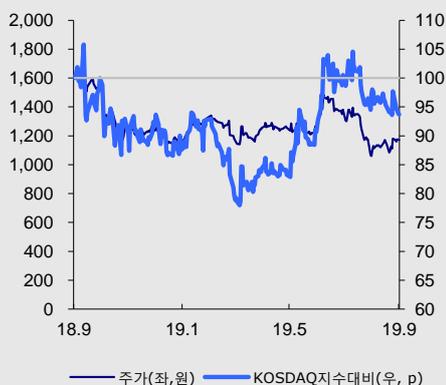
Valuation wide

	2016	2017	2018
PER(배)	8.3	6.9	5.8
PBR(배)	2.3	1.5	1.1
EV/EBITDA(배)	2.0	1.5	1.3
배당수익률(%)	0.7	1.2	1.3

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	4.0	1.3	(28.4)	(2.5)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(2.0)	16.3	(4.8)	4.9

Price Trend



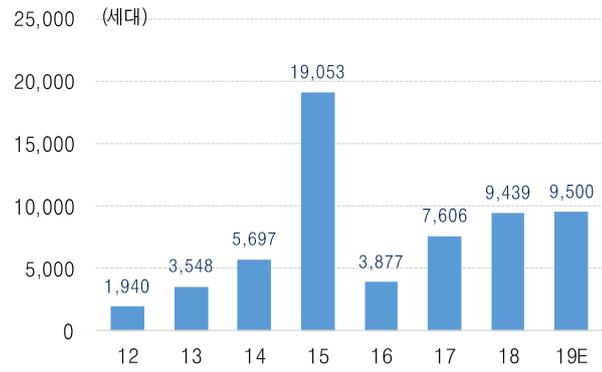
ktb 투자증권

Fig. 01: 서희건설 분기/연간 실적 요약

(단위 : 억원)	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	10,091.4	11,104.7	2,368.3	2,524.1	2,548.4	2,650.5	2,324.9	2,746.4	2,787.2	3,246.2	2,738.6	3,474.0
YoY	-3.5%	10.0%	-4.6%	-10.6%	1.6%	0.5%	-1.8%	8.8%	9.4%	22.5%	17.8%	26.5%
건축	7,893.8	7,515.3	1,761.6	2,072.2	2,050.4	2,009.6	1,584.0	1,941.9	1,739.4	2,250.0	2,075.4	2,623.2
토목	510.4	597.5	107.2	125.7	112.2	165.3	132.6	139.5	140.6	184.9	107.7	130.3
플랜트	717.9	1,941.5	281.5	102.8	134.7	198.9	369.2	406.0	628.4	537.8	338.6	474.6
기타	1,210.6	1,333.8	279.9	292.0	120.8	518.0	300.4	334.8	348.9	349.8	277.1	315.5
매출원가	8,554.6	9,687.8	2,088.5	2,197.7	2,021.7	2,246.7	2,036.1	2,367.1	2,415.1	2,869.5	2,382.6	2,929.1
COGS%	84.8%	87.2%	88.2%	87.1%	79.3%	84.8%	87.6%	86.2%	86.6%	88.4%	87.0%	84.3%
매출총이익	1,536.8	1,416.9	279.8	326.4	526.7	403.8	288.7	379.3	372.1	376.8	356.1	544.9
판매비와관리비	618.1	637.0	157.2	121.5	175.7	163.7	167.0	179.0	158.9	132.1	135.7	168.8
SG&A%	6.1%	5.7%	6.6%	4.8%	6.9%	6.2%	7.2%	6.5%	5.7%	4.1%	5.0%	4.9%
영업이익	918.7	780.0	122.7	205.0	351.0	240.1	121.7	200.3	213.3	244.7	220.4	376.1
OPM%	9.1%	7.0%	5.2%	8.1%	13.8%	9.1%	5.2%	7.3%	7.7%	7.5%	8.0%	10.8%
영업외손익	(340.6)	(126.8)	(30.8)	(61.5)	(132.0)	(116.3)	(25.1)	31.2	(48.0)	(85.0)	(19.6)	(121.5)
이자수익	53.3	32.9	12.3	11.6		29.4	8.6	9.8	14.9	(0.4)	12.3	10.1
이자비용	60.3	79.3	15.3	14.8		30.3	17.7	20.5	20.4	20.6	21.2	18.6
외화관련이익	(1.3)	0.5	(0.8)	0.2		(0.7)	(0.0)	0.4	(0.0)	0.1	0.2	0.1
기타	(296.5)	(129.1)	(28.0)	(63.3)	(132.0)	(73.2)	(16.0)	0.1	(42.4)	(70.9)	(10.9)	(47.3)
법인세비용차감전순이익	578.2	653.1	91.9	143.5	219.0	123.8	96.6	231.6	165.3	159.7	200.7	254.6
당기순이익	377.1	467.3	69.5	99.3	151.7	56.6	70.7	169.8	105.7	121.2	149.2	148.5
NPM%	3.7%	4.2%	2.9%	3.9%	6.0%	2.1%	3.0%	6.2%	3.8%	3.7%	5.4%	4.3%

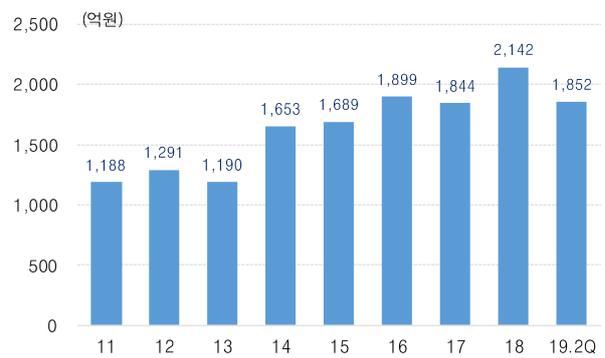
Source: 전자공시, KTB투자증권

Fig. 02: 연도별 지역주택조합 착공 물량



Source: 서희건설, KTB투자증권

Fig. 03: 연도별 수주잔고 추이



Source: 서희건설, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	422.5	429.6	468.5	518.7	553.8
현금성자산	88.3	118.6	214.3	257.2	280.0
매출채권	273.4	262.4	224.2	231.0	239.9
재고자산	12.2	9.6	9.6	8.5	4.2
비유동자산	311.9	292.3	297.9	288.3	298.3
투자자산	171.1	150.7	175.4	182.4	207.7
유형자산	7.3	6.7	2.9	2.3	2.6
무형자산	133.5	135.0	119.6	103.7	88.0
자산총계	734.4	721.9	766.5	807.0	852.1
유동부채	385.0	366.6	394.0	404.4	432.8
매입채무	243.6	267.9	253.6	224.5	258.4
유동성이자부채	100.3	70.8	85.3	110.4	122.3
비유동부채	163.7	154.0	143.1	133.0	121.9
비유동이자부채	101.8	99.1	94.4	79.1	72.2
부채총계	548.7	520.7	537.1	537.4	554.7
자본금	80.0	80.0	80.0	86.7	86.7
자본잉여금	65.5	65.5	65.5	68.4	68.4
이익잉여금	39.5	51.6	77.9	106.7	135.9
자본조정	(2.4)	(4.6)	(4.5)	(7.7)	(10.5)
자기주식	(2.6)	(4.6)	(4.6)	(3.2)	(4.2)
자본총계	185.8	201.3	229.4	269.6	297.4
투하자본	231.1	169.3	105.1	128.1	168.2
순차입금	113.8	51.3	(34.6)	(67.8)	(85.5)
ROA	0.8	2.1	3.8	4.0	4.5
ROE	3.4	8.1	13.9	13.2	13.8
ROIC	11.4	13.2	44.0	47.3	34.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업현금	32.4	58.3	107.7	36.4	69.5
당기순이익	6.2	15.1	28.5	31.1	36.9
자산상각비	10.9	11.9	11.2	15.9	10.8
운전자본증감	(25.2)	(17.6)	17.5	(43.5)	5.3
매출채권감소(증가)	(30.3)	(23.6)	28.2	(20.1)	(13.2)
재고자산감소(증가)	1.0	0.2	(0.0)	1.0	5.9
매입채무증가(감소)	(1.0)	31.0	(14.4)	(29.1)	33.9
투자현금	(7.9)	26.2	(73.2)	(121.9)	35.7
단기투자자산감소	(0.7)	9.3	(38.6)	(118.3)	53.6
장기투자증권감소	(14.2)	(9.4)	(23.4)	(3.4)	0.0
설비투자	(2.0)	(0.8)	(1.6)	(0.9)	(1.5)
유무형자산감소	0.6	8.5	0.1	0.5	0.3
재무현금	(25.5)	(61.2)	22.4	15.6	(5.9)
차입금증가	(25.5)	(61.2)	22.4	15.9	(2.4)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.4	(2.5)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	1.5	2.5
현금 증감	(1.1)	32.1	56.9	(70.2)	99.3
총현금흐름(Gross CF)	71.5	79.9	102.9	109.7	95.4
(-) 운전자본증가(감소)	(7.9)	(34.3)	(69.7)	22.0	(4.2)
(-) 설비투자	2.0	0.8	1.6	0.9	1.5
(+) 자산매각	0.6	8.5	0.1	0.5	0.3
Free Cash Flow	38.3	88.5	47.2	(55.7)	136.3
(-) 기타투자	14.2	9.4	23.4	3.4	0.0
잉여현금	24.1	79.1	23.9	(59.1)	136.3

자료: KTB 투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	941.8	1,053.9	1,073.7	1,033.3	1,138.8
증가율 (Y-Y,%)	(12.3)	11.9	1.9	(3.8)	10.2
영업이익	40.6	34.6	82.3	88.1	83.1
증가율 (Y-Y,%)	(50.7)	(14.7)	137.7	7.0	(5.7)
EBITDA	51.5	46.5	93.5	104.0	93.9
영업외손익	(31.7)	(14.8)	(43.4)	(38.4)	(23.6)
순이자수익	(10.9)	(8.6)	(7.5)	(5.4)	(8.8)
외화관련손익	(0.1)	0.1	0.0	(0.1)	0.0
지분법손익	(0.7)	5.3	(2.2)	(1.8)	1.0
세전계속사업손익	8.9	19.9	38.9	49.7	59.5
당기순이익	6.2	15.1	28.5	31.1	36.9
영업이익당기순이익	7.2	11.9	27.0	31.6	35.3
증가율 (Y-Y,%)	(78.3)	144.8	88.5	9.1	18.7
NOPLAT	28.1	26.3	60.3	55.2	51.6
(+) Dep	10.9	11.9	11.2	15.9	10.8
(-) 운전자본투자	(7.9)	(34.3)	(69.7)	22.0	(4.2)
(-) Capex	2.0	0.8	1.6	0.9	1.5
OpFCF	44.8	71.7	139.6	48.2	65.2
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(0.8)	4.8	8.8	3.1	2.6
영업이익증가율(3Yr)	61.1	84.2	63.5	29.5	33.8
EBITDA증가율(3Yr)	38.4	69.4	45.7	26.4	26.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	71.4	34.6
영업이익률(%)	4.3	3.3	7.7	8.5	7.3
EBITDA마진(%)	5.5	4.4	8.7	10.1	8.2
순이익률(%)	0.7	1.4	2.7	3.0	3.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
Per share Data					
EPS	45	75	169	186	204
BPS	307	360	621	867	1,109
DPS	0	0	10	15	15
Multiples(x,%)					
PER	15.4	14.4	8.3	6.9	5.8
PBR	2.3	3.0	2.3	1.5	1.1
EV/ EBITDA	4.4	4.8	2.0	1.5	1.3
배당수익률	0.0	0.0	0.7	1.2	1.3
PCR	1.5	2.2	2.2	2.0	2.2
PSR	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	295.4	258.7	234.1	199.3	186.5
Net debt/Equity	61.3	25.5	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	221.2	110.3	n/a	n/a	n/a
유동비율	109.7	117.2	118.9	128.3	128.0
이자보상배율	3.7	4.0	10.9	16.3	9.5
이자비용/매출액	1.5	1.1	0.9	1.1	1.1
자산구조					
투하자본(%)	47.1	38.6	21.2	22.6	25.6
현금+투자자산(%)	52.9	61.4	78.8	77.4	74.4
자본구조					
차입금(%)	52.1	45.8	43.9	41.3	39.5
자기자본(%)	47.9	54.2	56.1	58.7	60.5

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% **HOLD :** 11.3% **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.