

서한(011370.KQ)

자체를 대체할 관급과 현금

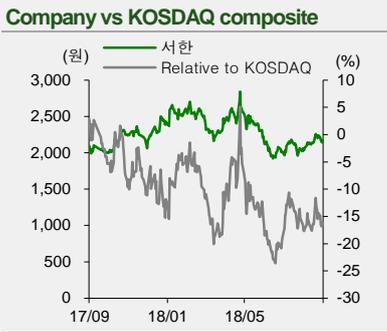
건설/건설자재 담당박세라
T.02)2004-9507 / park.se-ra@shinyoung.com

매수(유지)

현재주가(9/21) **2,175원**
목표주가(12M, 하향) **3,400원**

Key Data	(기준일: 2018. 9. 21)
KOSPI(pt)	2339.17
KOSDAQ(pt)	827.84
액면가(원)	500
시가총액(억원)	2,194
발행주식수(천주)	100,895
평균거래량(3M, 주)	280,763
평균거래대금(3M, 백만원)	610
52주 최고/최저	2,840 / 1,920
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(18F, %)	1.4
외국인지분율(%)	11.0
주요주주 지분율(%)	
대왕레미콘 외 6인	11.3
서한장학문화재단	9.9

Company Performance	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	5.6	0.5	-11.4	0.0
KOSDAQ대비상대수익률	0.4	0.3	-5.2	-20.1



[리포트의 주요 관점]
Value Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)과 주가의 괴리에 대한 분석
Growth Call : 펀더멘털(수익성, 자산가치, 성장성)의 변화에 대한 분석
Update Call : 업황 및 기업 이슈 등에 대한 업데이트와 영향 등에 대한 분석

[리포트의 주요 초점]
Short-term Issue : 6개월 이내 이슈 등에 초점
Mid-term Issue : 1년 이내 이슈 등에 초점
Long-term Issue : 중장기 이슈 등에 초점

2018년 자체사업 준공으로 매출 최대치 전망

지난 2015년부터 활발하게 진행되었던 동사의 자체사업 현장들이 대부분 준공단계에 임박함. 자체사업 중 최대규모에 꼽히는 수목원과 시지3차를 포함, 수익성이 우수했던 각산, 앞산, 울산 번영로 등이 2018년도에 준공하게 됨. 여기에 IFRS 1115호 영향까지 더해져 2018년 매출액은 창사 이래 최대치인 6천억원을 달성할 것으로 분석됨. 영업이익은 그러나 2017년 대비 13% 가량 하락할 것으로 전망되는데, 이는 건축 및 토목 부문에서 관급 공사의 초기 공정 사업 비중이 높아짐에 따라 일시적으로 수익이 악화되었음.

2019년 공백을 채울 관급 그리고 현금

동사뿐 아니라 대부분의 주택비중이 높은 중소형건설사들이 겪는 공통적인 문제로, 착공물량 감소에 따라 2019년부터는 매출액과 영업이익이 하락함. 동사의 2019년 매출액과 영업이익은 각각 2018년 대비 27.6%, 12.2% 감소할 것으로 추정됨. 그러나 동사는 과거부터 관급공사를 연 2천억원씩 꾸준히 수주하면서 민간경기에 대한 민감도를 낮출 수 있었음. 특히 2017년에는 3천억원 가까이 관급공사를 수주함에 따라 분양, 건축, 토목 등을 포함 전체 8천억원에 달하는 수주잔고를 확보하고 있음. 최근 LH는 공적주택 공급을 위해 민간기업과 다양한 협업 방식을 활용하고 있는데, 서한의 경우 민간지원 공공임대주택(구 뉴스테이), 민간참여 공공주택 사업 등에 대구 지역에서는 최초로 공급한 바 있음. 풍부한 현금을 바탕으로(연말 2천억원 전망) 공적주택 사업을 수도권으로 확장하고 있음

투자 의견 매수, 목표주가 3,400원으로 하향

동사에 대해 매수 투자 의견을 유지하나, 목표주가는 종전대비 3,400원으로 종전대비 15% 하향함. 2018년 기준 EPS에서 2019년을 포함 2개년도 평균 EPS를 적용한 데 따른 것임. 비록 2019년도부터 외형 및 수익성은 둔화되겠지만, 타 중소형사와 달리 관급공사 물량 확보가 용이하고(관급 참여 이력 및 토목 부문 시공), LH가 공급하는 공적주택에 민간참여 형태로 적극적으로 참여할 수 있어 향후 수주확보에 따른 재반등에 주목해야 함

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	499.6	528.7	596.6	431.7	517.1
영업이익(십억원)	89.5	103.1	89.5	78.6	98.3
세전손익(십억원)	86.1	104.4	93.5	84.1	100.3
지배순이익(십억원)	64.7	77.5	71.1	63.9	76.2
EPS(원)	641	768	704	633	755
증감율(%)	100.4	19.7	-8.3	-10.1	19.3
ROE(%)	35.7	31.1	22.2	16.7	17.0
PER(배)	3.6	3.0	3.1	3.4	2.9
PBR(배)	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	1.7	1.7	1.6	2.1	1.6

2018년 자체사업 준공
재건축, 관급 수주확보로
2020년 매출 반등 기대

도표 1. 서한 부문별 주요 프로젝트 현황

(단위 : 억원)

구분	총 매출액	준공일자	비고
자체	수목원 서한이다음	2,793	2Q18 준공
	각산 서한이다음	1,131	2Q18 준공
	앞산 서한이다음	388	2Q18 준공
	울산 변영로 서한이다음	882	4Q18 10월 준공 예정
	시지 3 차 서한이다음	1,539	4Q18 10월 준공 예정
	수성구 범어동 KT	760	2Q19 분양수익 배분형 도급사업
재건축	대구 대봉- 재건축	1,218	4Q20 이주 진행 중(19년 1분기 착공 예정)
	대구 서구 평리	1,631	2Q22 19년 2분기 착공 예정
	순천매곡주공 제1단지 재건축정비사업	1,003	3Q20 지분제 참여방식, 총 3단계(2단지 및 주상복합 사업 미정)
관급	혁신도시 서한e 스테이	515	1Q20 대구 첫 공공지원 민간임대 아파트. 지분 37.24% 취득(취득 원가 72 억원)
	공공지원 민간임대주택 (구 뉴스테이)	1,630	1Q20 대구국가산업단지 서한이다음 스테이 히어. 지분 28.91% 취득(취득 원가 160 억원)
	고양삼송 B-2BL	1,300(미정)	우선협상대상자 선정
	민간참여 공공분양주택	1,200(미정)	우선협상대상자 선정
토목 및 건축	3,913(*)		2018년 반기 보고서 수주잔고 기준

자료 : 서한,신영증권 리서치센터

도표 2. 서한 분기 실적 Table

(단위 : 억원)

구분	2017A				2018F				2016A	2017A	2018F	2019F
	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F				
매출액	1,027	1,245	1,593	1,422	1,227	2,055	1,353	1,331	4,996	5,287	5,966	4,317
건축	231	291	260	432	353	759	325	442	1,481	1,138	1,878	2,818
토목	174	190	177	142	136	229	221	172	539	797	758	833
분양	619	740	1,155	940	732	1,069	808	722	2,968	3,314	3,330	666
매출원가	798	1,005	1,164	1,115	1,023	1,752	1,067	1,051	3,924	4,082	4,892	3,410
영업이익	188	207	367	269	146	279	240	231	895	1,031	895	786
세전이익	194	217	371	262	163	273	247	247	861	1,044	930	841
당기순이익	151	177	282	184	123	218	196	170	647	775	707	639
증가율(YoY)												
매출액	-3.0%	-5.1%	22.2%	7.6%	19.4%	65.0%	-15.0%	-6.4%	11.5%	5.8%	12.9%	-27.6%
영업이익	34.6%	-6.7%	53.9%	-8.6%	-22.4%	34.5%	-34.7%	-14.2%	126.0%	15.2%	-13.2%	-12.2%
세전이익	42.4%	3.8%	60.8%	-8.3%	-16.1%	26.2%	-33.6%	-3.7%	112.4%	21.2%	-10.9%	-10.1%
당기순이익	42.4%	13.5%	55.5%	-9.2%	-18.5%	22.8%	-30.4%	-5.9%	100.4%	19.7%	-8.8%	-10.1%
매출원가율	77.6%	80.7%	73.1%	78.5%	83.4%	85.2%	78.8%	79.0%	78.6%	77.2%	82.0%	79.0%
영업이익률	18.3%	16.6%	23.0%	18.9%	11.9%	13.6%	17.7%	17.4%	17.9%	19.5%	15.0%	18.2%

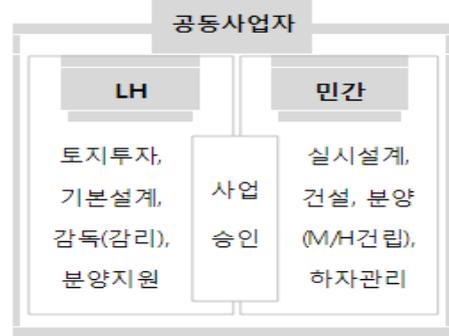
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. LH 민간참여형 공공주택 사업 개요

역할 분담	LH	토지 투자, 기본설계, 감독, 인허가
	민간	실시설계, 건설, 분양, 하자관리 등
수익배분	투자비율대로 수익 배분	

자료 : LH, 신영증권 리서치센터

도표 4. LH 민간참여형 공공주택 개념도



자료 : LH, 신영증권 리서치센터

도표 5. LH 민간참여형 공공주택 공모 및 선정 결과

지구명	세대수	민간 시공사	지구명	세대수	민간 시공사
인천서창(2) 5	1,160	대우건설 컨소시엄	목포용해 2 1	308	새천년 종합건설
화성동탄 A90	1,067	GS 건설 컨소시엄	목포백련 A-1	356	보광종합건설 컨소시엄
양산물금 40	645	한양 컨소시엄	양주옥정 A1	2,049	우미건설 컨소시엄
화성동탄 A91	812	금호산업 컨소시엄	과천지식 S-8	608	우미건설 컨소시엄
하남미사 A27	652	대림산업	행복도시 4-2 생활권 -P1	846	한신공영
화성동탄 2 A5, A6	-	대우건설 컨소시엄	행복도시 4-2 생활권 -P2	1,210	금호산업
화성봉담 2 A-1	984	삼호 컨소시엄	행복도시 4-2 생활권 -P3	817	코오롱글로벌
양양물치강선 2	190	삼호 컨소시엄	행복도시 4-2 생활권 -P4	1,200	GS 건설

자료 : LH, 신영증권 리서치센터

투자의견 매수,
목표주가 3,400원으로 하향

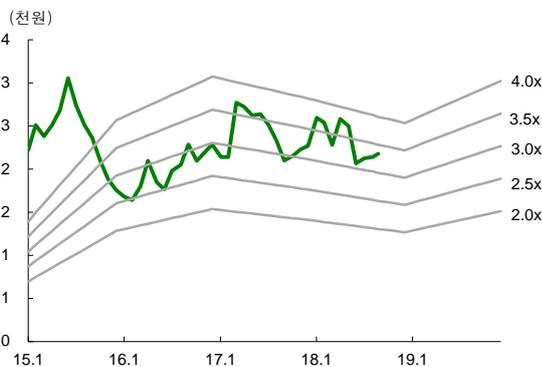
도표 6. 서한 Valuation

(단위 : 십억 원, 원)

구분	내용	비고
18-19F 예상 EPS(원)	669	-
적용 PER(배)	5.0	동사 2015년 평균 PER 적용
적정 추가(원)	3,343	-

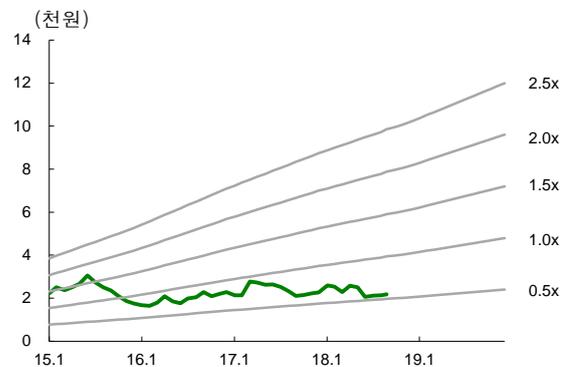
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 7. 서한 12Fwd PER 밴드차트



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 8. 서한 12Fwd PBR 밴드차트



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

서한(011370.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	499.6	528.7	596.6	431.7	517.1
증가율(%)	11.5	5.8	12.8	-27.6	19.8
매출원가	392.4	408.2	489.2	341.0	403.4
원가율(%)	78.5	77.2	82.0	79.0	78.0
매출총이익	107.1	120.5	107.4	90.7	113.8
매출총이익률(%)	21.4	22.8	18.0	21.0	22.0
판매비와 관리비 등	17.7	17.4	17.9	12.1	15.5
판매비율(%)	3.5	3.3	3.0	2.8	3.0
영업이익	89.5	103.1	89.5	78.6	98.3
증가율(%)	126.0	15.2	-13.2	-12.2	25.1
영업이익률(%)	17.9	19.5	15.0	18.2	19.0
EBITDA	89.7	103.3	89.7	78.8	98.5
EBITDA마진(%)	18.0	19.5	15.0	18.3	19.0
순금융손익	-0.9	-0.1	2.4	2.6	1.5
이자손익	-0.9	-0.1	1.9	1.3	1.5
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.6	2.2	2.5	2.9	0.5
종속및관계기업 관련손익	-0.9	-0.9	-0.9	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	86.1	104.4	93.5	84.1	100.3
계속사업손익법인세비용	21.5	26.9	22.4	20.2	24.1
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	64.7	77.5	71.1	63.9	76.2
증가율(%)	100.3	19.8	-8.3	-10.1	19.2
순이익률(%)	13.0	14.7	11.9	14.8	14.7
지배주주지분 당기순이익	64.7	77.5	71.1	63.9	76.2
증가율(%)	100.3	19.8	-8.3	-10.1	19.2
기타포괄이익	0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
총포괄이익	64.8	77.1	70.7	63.5	75.8

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	342.5	285.0	416.1	398.7	417.7
현금및현금성자산	109.4	46.5	57.0	31.1	36.3
매출채권 및 기타채권	55.6	96.1	95.1	96.5	95.6
재고자산	127.0	54.5	127.0	125.0	130.0
비유동자산	70.2	106.9	105.2	156.5	187.7
유형자산	7.6	8.5	16.3	26.1	38.3
무형자산	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
투자자산	59.4	95.3	85.8	127.3	146.3
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	412.7	391.9	521.4	555.3	605.4
유동부채	173.6	96.6	159.5	133.9	112.3
단기차입금	2.3	2.3	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	51.8	61.8	64.9	63.8	62.2
유동성장기부채	26.4	14.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	26.7	8.9	8.9	8.9	8.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	15.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	200.3	105.4	168.3	142.7	121.1
지배주주지분	212.4	286.4	353.1	412.5	484.3
자본잉여금	50.4	50.4	50.4	50.4	50.4
자본잉여금	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
기타포괄이익누계액	-0.4	-0.8	-1.2	-1.6	-2.1
이익잉여금	156.7	231.1	298.1	358.0	430.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	212.4	286.4	353.1	412.5	484.3
총차입금	44.6	16.4	0.1	0.1	0.1
순차입금	-76.1	-49.2	-77.0	-52.0	-58.2

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	86.7	13.1	30.8	30.9	42.0
당기순이익	64.7	77.5	71.1	63.9	76.2
현금유출이없는비용및수익	20.3	29.7	20.7	19.1	22.8
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동관련자산부채변동	13.1	-67.9	-40.5	-33.2	-34.4
매출채권의감소(증가)	6.9	-39.7	1.0	-1.4	1.0
재고자산의감소(증가)	37.3	71.5	-72.5	2.0	-5.0
매입채무의증가(감소)	0.0	8.9	3.2	-1.1	-1.6
투자활동으로인한현금흐름	9.5	-45.0	-0.6	-53.5	-33.6
투자자산의 감소(증가)	-14.6	-35.9	9.4	-41.5	-19.0
유형자산의 감소	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-0.3	-0.1	-8.0	-10.0	-12.4
단기금융자산의감소(증가)	23.3	-7.9	-1.0	-0.8	-1.0
재무활동으로인한현금흐름	-50.0	-31.0	-20.3	-4.0	-4.0
장기차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
현금의 증가	46.2	-63.0	10.6	-25.9	5.1
기초현금	63.3	109.4	46.5	57.0	31.1
기말현금	109.4	46.5	57.0	31.1	36.3

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	641	768	704	633	755
BPS	2,105	2,839	3,499	4,089	4,800
DPS	30	40	30	35	40
Multiples (배)					
PER	3.6	3.0	3.1	3.4	2.9
PBR	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	1.7	1.7	1.6	2.1	1.6
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	100.4%	19.7%	-8.3%	-10.1%	19.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	125.4%	15.2%	-13.2%	-12.2%	25.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	35.7%	31.1%	22.2%	16.7%	17.0%
ROE(지배순이익 기준)	35.7%	31.1%	22.2%	16.7%	17.0%
ROIC	71.2%	65.3%	39.4%	27.3%	28.4%
WACC	8.0%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
안전성(%)					
부채비율	94.3%	36.8%	47.7%	34.6%	25.0%
순차입금비율	-35.8%	-17.2%	-21.8%	-12.6%	-12.0%
이자보상배율	29.1	59.4	9,983.2	8,764.3	10,960.3

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목** **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일(2018.06.30)	매수 : 84.12%	중립 : 15.88%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	시장조성자 주식선물	주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
서한	-	-	-	-	-	-

