



건설

김승준

02)739-5937

sjunkim@heungkuksec.co.kr

(035890)

서희건설

BUY(신규)

지역주택조합이 꽃이 필 때

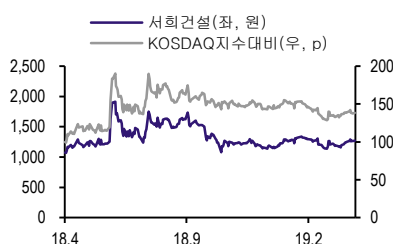
목표주가	1,600원(신규)
현재주가(04/15)	1,270원
상승여력	26.0%
시가총액	220십억원
발행주식수	173,468천주
52주 최고가 / 최저가	1,915 / 1,070원
3개월 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	10.2%
주요주주	
이봉관 외 12인	28.3%
서희건설 자사주	1.7%
서희건설 자사주 펀드	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.4	1.2	-3.1	17.1
상대수익률 (KOSDAQ)	2.9	-9.9	-9.7	31.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,033	1,139	1,257	1,417
영업이익	88	83	91	103
EBITDA	104	94	102	113
지배주주순이익	32	35	52	61
EPS	186	204	248	269
순차입금	-68	-86	-207	-270
PER	6.9	5.8	5.1	4.7
PBR	0.9	0.7	0.9	0.7
EV/EBITDA	1.5	1.3	0.1	-0.4
배당수익률	1.2	1.3	1.6	1.6
ROE	13.4	13.2	17.1	17.0
컨센서스 영업이익	88	83	0	0
컨센서스 EPS	186	204	0	0

주가추이



투자의견 Buy, 목표주가 1,600원으로 커버리지 개시

서희건설 투자의견 Buy, 목표주가 1,600원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 2019년 BPS에 PBR 1.0배를 적용했다. 19년 ROE 17.1%에 35% 할인 적용했다. 17~18년 서희건설이 ROE 대비 저점 PBR 할인 30%보다 더 보수적으로 적용했다(표1). 서희건설의 투자포인트는 그동안 준비해왔던 지역주택조합의 물량이 착공을 시작하여, 실적이 큰 폭 개선된다는 것이다.

투자포인트: 쌓아온 지역주택조합의 결과

서희건설의 투자포인트는 그동안 진행해왔던 지역주택조합이 실적 증가로 본격적으로 나타난다는 것이다. 전국 지역주택사업 설립인가 가구수는 14 년이전 2만호 미만에서 15년부터 7만호로 큰 폭 증가했다(그림2). 3배 이상의 증가 물량은 18~19년 분양에 나타날 것으로 추정한다. 이는 서희건설 건축 수주잔고 증가(17년 1.3조→18년 1.8조원)에서 확인 가능하다.

서희건설이 진행 중인 지역주택조합 사업 물량은 6.7만호로 추정된다. 이 중 1.5만호가 시공중이며, 19~22년까지 3년치 물량(4.5만호)이 남아있다. 사업계획승인 인가 기준을 마치고 대기중인 물량은 3만호이며, 19년 착공 가능한 물량은 약 0.9만호다. 19년 완공예정단지는 3,569세대로 19년 건축 수주잔고 증가가 자연스레 예상된다.

미래먹거리: 민간공원조성 특례사업

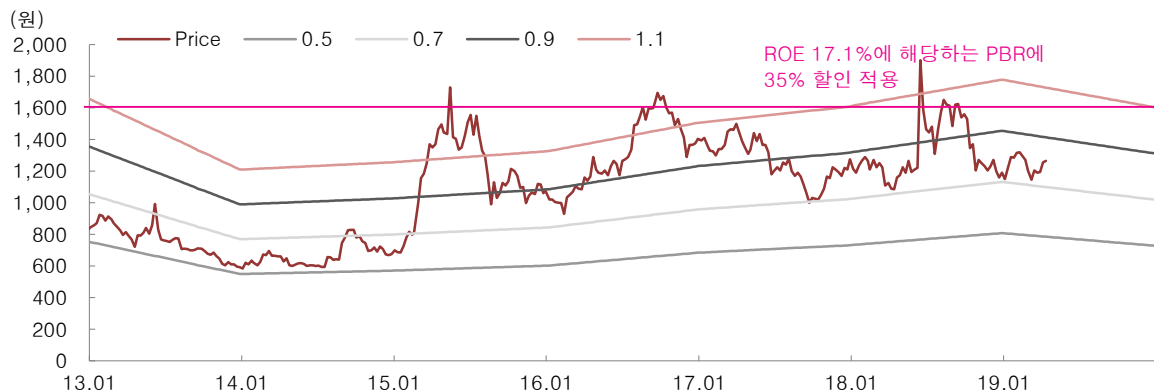
서희건설의 다음 먹거리는 민간공원조성 특례사업이다. 4/7에 목포시청이 공모한 목포 산정근린공원(47.1만㎡)과 익산시청이 공모한 익산 팔봉공원(89.3만㎡) 민간공원조성 사업 우선협상자로 선정되었다. 두 사업의 규모는 1조 4,476억으로 서희건설의 연간 매출액(18년기준 1.1조원)을 생각하면 큰 규모다. 2020년 7월 1일부로 도시공원 일몰제 시행되면 공원용지 난개발이 우려되어, 전국 대다수 지자체가 민간사업자를 끌어들여 공원을 조성하는 사업을 추진하고 있다. 통계청에 따르면 전국 일몰제 대상 공원 용지는 총 4.7억㎡이다. 절반 이상 국가에서 인수한다고 할지라도 2.3억㎡의 공원 용지가 개발 대상이다.

I. 밸류에이션

투자의견 Buy,
목표주가 1,600 원

서희건설 투자의견 Buy, 목표주가 1,600원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 BPS에 PBR 1.1배를 적용했다. 19년 ROE 17.1%에 35% 할인 적용했다. 17~18년 서희건설이 ROE 대비 저점 PBR 할인 30%보다 더 보수적으로 적용했다. 서희건설의 투자포인트는 그동안 준비해왔던 지역주택조합의 물량이 착공을 시작하여, 실적이 큰 폭 개선된다는 것이다. 그리고 2) 미래 먹거리를 도시공원개발로 대비하고 있어 향후 실적이 안정적으로 증가할 것으로 전망한다.

그림 1 서희건설 VALUATION CHART: 19년 ROE 17.1%에 35% 할인한 PBR 1.1배 적용



자료: 서희건설, 흥국증권 리서치센터

표 1 서희건설 VALUATION 근거: PBR 저점기준 17~18년 밸류에이션 할인 30%보다 더 과중한 할인 35% 적용

	11	12	13	14	15	16	17	18	19F	20F	21F
서희건설 ROE	-2.4	-6.9	-37.7	3.9	6.2	12.3	13.4	13.2	17.1	17.0	16.7
ROE 10% = PBR 1.0배(a)	-0.2	-0.7	-3.8	0.4	0.6	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7	1.7
전환사채 희석효과(b)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.76	0.76	1.00	1.00	1.00
희석효과 반영 PBR(axb)	-0.2	-0.7	-3.8	0.4	0.6	1.2	1.0	1.0	1.7	1.7	1.7
PBR 저점(c)	0.29	0.51	0.53	0.58	0.83	0.94	0.70	0.67	1.11	1.10	1.09
할인(c/axb)				46.6	33.2	-23.6	-31.4	-33.5	-35.0	-35.0	-35.0

주: 19~21년 전환사채 희석효과는 19년 BPS에 적용

자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터 추정

표 2 서희건설 VALUATION

PER Valuation	내용
12M Fwd BPS(원)	1,497
2019E BPS	1,458
2020E BPS	1,713
Target PBR(배)	1.11 ROE 17.1%에 해당하는 PBR 35% 할인 적용
목표주가 (원)	1,621
현재주가 (원)	1,270
상승여력	27.6

주1: 현재주가는 2019.04.15 종가기준,

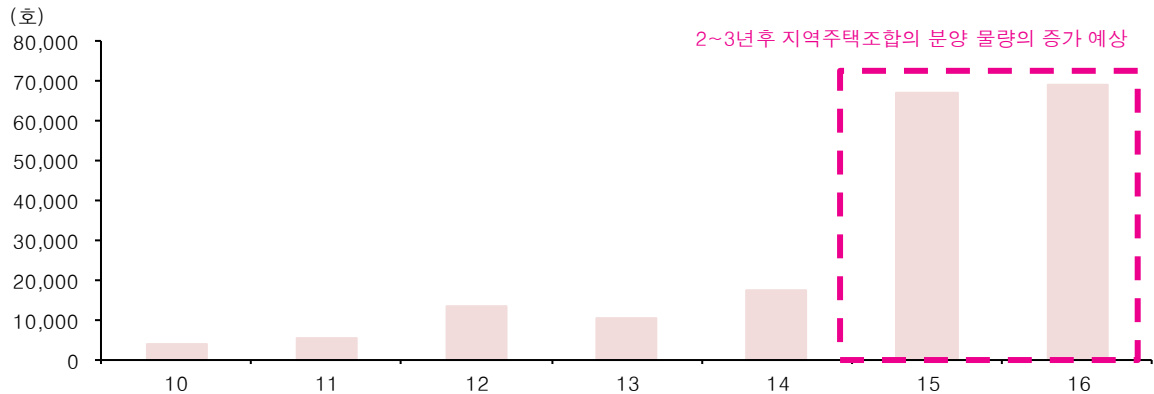
주2: 19년 BPS에 전환사채물량 54,710,492주 포함, 24.0% 희석효과 적용

자료: 서희건설, 흥국증권 리서치센터 추정

II. 투자포인트: 쌓아온 지역주택조합의 결과

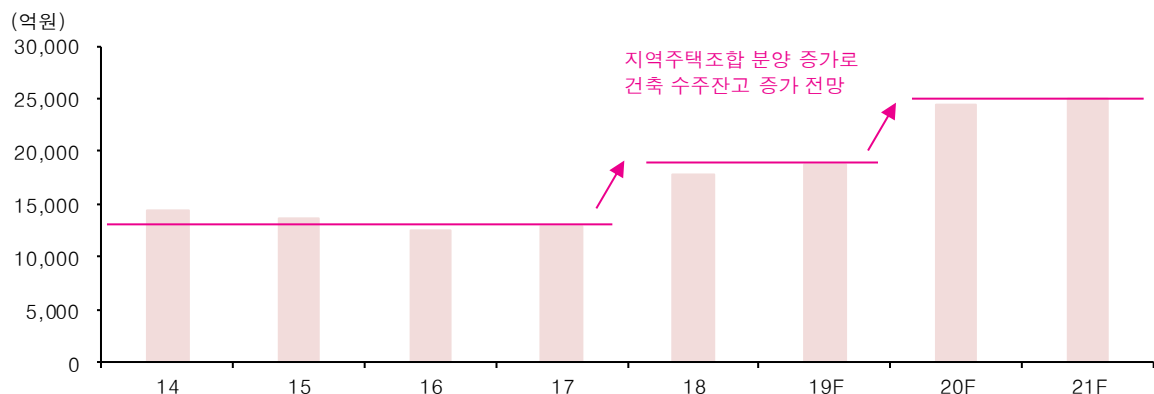
서희건설의 투자포인트는 그동안 진행해왔던 지역주택조합이 실적으로 본격적으로 나타난다는 것이다. 전국 지역주택사업 설립인가 가구수는 14년이전 2만호 미만에서 15년부터 7만호로 큰 폭 증가했다. 지역주택조합은 설립인가 후 2~3년내 착공이 진행되기 때문에, 2018년부터 분양이 큰 폭 증가한다. 이는 서희건설의 수주잔고 증가에서 확인할 수 있다. 서희건설 건축(=주택) 수주잔고는 17년말 기준 1.3조원에서 18년 1.8조원으로 38.3% 증가했다. 18년과 19년은 유사한 수준의 분양(착공)을 할 것으로 예상되며, 2020년에는 이보다 더 많은 수의 분양이 이루어질 전망이다.

그림 2 지역주택사업 설립인가 가구수: 12~14년 2만호→15~16년 7만가구로 큰 폭 증가



자료: 국토교통부, 서희건설, 흥국증권 리서치센터

그림 3 서희건설 건축 수주잔고: 18년 지역주택조합 분양에 따른 수주잔고 증가



자료: 사업보고서, 흥국증권 리서치센터 추정

서희건설이 진행 중인 지역주택사업 총 물량은 6.7만호다. 이 중 1.5만호가 시공 중이며, 19년부터 22년까지 3년치의 지역주택사업 물량(4.5만호)이 남아있다. 여기서 분양 예정(0.9만호) 물량과 조합원 모집 물량(2.1만호)은 사업계획승인 기준(토지확보 95% 이상)을 달성한 물량이다. 서희건설이 내부적으로 설정한 착공 기준(조합원 모집 80% 이상)만 달성하면 언제든지 착공할 준비가 되어있는 물량이 3만호다. 실제로 조합원 모집 80% 이상인 단지는 총 2.2만호이며, 그 중 토지확보율 100%까지 달성한 물량은 0.9만호다. 19년 0.9만호만큼 지역주택조합사업에서 분양이 가능하다는 의미다. 19년 완공예정인 세대수는 3,569세대로 분양이 0.9만세대 이루어지면 수주잔고는 자연스레 증가할 수밖에 없다.

그림 4 서희건설 지역주택사업: 총 67,436호, 19년내로 0.9만호 착공 예정 추정



주: 착공 기준인 조합원 모집 80%는 서희건설 자체 내부기준
자료: 국토교통부, 서희건설, 흥국증권 리서치센터

표 3 서희건설 시공 중인 지역주택조합 사업 단지 현황: 3,569세대 19년 완공예정

(단위: 억원, %)

구분	프로젝트명	위치	착공분기	완공분기	세대수	도급금액	4Q18 진행률
시공중	가제소동	경남가제시일운면	3Q16	1Q19	686	983	85.0
	포항오천	경북포항시남구	3Q16	1Q19	628	896	87.3
	김해삼계	경남김해시삼계동	4Q16	3Q19	1,123	1,599	69.0
	광주오포추차	강7도광주시오포읍추차리	2Q17	4Q19	605	909	61.0
	광택PC	강7도광택시신정동	4Q17	4Q19	527	772	57.9
	김해무계	경남김해시장유면무계동	4Q17	2Q20	380	549	25.4
	목포석현동	전남목포시석현동	1Q18	3Q20	1,186	1,662	13.1
	칠곡	경북칠곡군북삼읍	4Q17	3Q20	999	1,432	33.1
	대전석봉동	대전시대덕구석봉동	4Q17	3Q20	835	1,151	29.4
	창주금천	충북창주시상당구	4Q17	3Q20	749	1,128	41.0
	광주각화2차센트럴파크	광주시북구각화동583-9	4Q17	4Q20	992	1,646	20.5
	동창원	경남창원시의창구	2Q18	4Q20	515	754	2.0
	포천송우	강7도포천시소흘읍	3Q18	1Q21	829	1,158	4.8
	주문진	강원도강릉시주문진읍	3Q18	1Q21	416	522	10.1
	사산예천	충남사산시예천동	3Q18	2Q21	653	1,000	3.1
	인천부형	인천시부평구삼정동	3Q18	2Q21	571	850	4.8
	인천도원역	인천시남구송의동	3Q18	2Q22	1,232	1,969	2.6
	부산사상역	부산시사상구개남동	3Q18	3Q22	1,099	1,859	3.5
	창주용암	충북창주시상당구용암동			318		
	김해주촌	경남김해시주촌산천리구			250		
시공중합계					14,593		

주: 음영처리된 단지는 19년 완공 예정 단지로, 총 3,569세대
자료: 사업보고서, 흥국증권 리서치센터

표 4 곧 착공이 가능한 지역주택조합 사업지: 0.9만호

(단위: %, 호, 백만원)

구분	프로젝트명	위치	세대수	조합	일반분양	토지확보율	조합모집율	공급기(3.3m ²)	주변시세(3.3m ²)
일반분양예정	가제 정승포	경남가제시정승포동	404	380	24	96	94		1,069
일반분양예정	화성사동역	경기도화성시산남동	2,983	2,698	285	100	90	762	1,391
일반분양예정	용인양지역	경기도용인시차원구	1,872	1,536	336	100	82	790	1,020
일반분양예정	부산신항만	경남창원시영원동	978	800	178	97	82	785	830
일반분양예정	울산온양2차	울산울주군온양읍	498	400	98	99	80	760	837
일반분양예정	경산중앙동	경북경산시중앙동	970	737	233	99	76		837
일반분양예정	사천용강	경남사천시용강동	418	297	121	100	71		
일반분양예정	남원주	강원도원주시판부면	605	403	202	100	67	670	943
일반분양예정 합계			8,728						
조합원 모집	양주덕정3단지	경기도양주덕정	887	887	0	99	97	733	1,000
조합원 모집	남양주 부평2지구	경기도남양주부평리	1,266	1,216	50	100	96	770	900
조합원 모집	김포사우동	경기도김포시사우동	435	406	29	100	93	905	1,065
조합원 모집	대구두류역제1차	대구서구내당동	1,300	1,210	90	98	93	1,050	1,475
조합원 모집	광양덕배	전남광양시덕배리	881	813	68	96	92	627	718
조합원 모집	화성사동역4차	경기도화성시산남동	1,846	1,651	195	100	89	680	1,319
조합원 모집	통영원평	경남통영시원평면	494	438	56	96	89	650	690
조합원 모집	부산부암	부산시부산진구부암동	1,299	1,146	153	96	88	735	1,297
조합원 모집	광주탄벌4지구A1/A2	경기도광주시탄벌동	767	663	104	98	86	850	1,170
조합원 모집	동대구발리	대구시동구산현동	484	412	72	97	85	920	1,230
조합원 모집	평택잔위	평택시잔위면갈곶리	1,822	1,546	276	98	85	749	1,113
조합원 모집	용인역산리	경기도용인시차원구	1,042	875	167	100	84	695	1,020
조합원 모집	영인보령역	경기도용인시차원구	1,979	1,638	341	99	83	800	1,020
조합원 모집	시흥교자	경기도시흥시거마동	941	778	163	99	83	780	915
조합원 모집	광주용두동	광주시북구용두동	406	326	80	96	80	678	919
조합원 모집	포항남옥	경북포항시해미읍	956	704	252	100	74	655	750
조합원 모집	사천정동1,2단지	경남사천시정도면	1,786	1,179	607	98	66	710	800
조합원 모집	아천인흥동	경기도아산시인흥동	920	595	325	97	65	856	1,000
조합원 모집	남전주IC	전북김제시금구면	666	427	239	100	64	629	830
조합원 모집	용인이동천리	경기도용인시차원구	849	524	325	100	62	625	600
조합원 모집 합계			21,026						

주1: 짙은 음영은 토지확보율 100%, 조합원모집율 80%가 넘는 단지로, 착공 기준에 부합했기에 진행이 바로 가능한 현장들

주2: 옅은 음영은 토지확보율 95%이상, 조합원모집율 80%가 넘는 단지로, 토지확보가 끝나면 착공 진행이 가능한 현장들

자료: 서희건설, 흥국증권 리서치센터

그림 5 지역주택조합 vs 일반분양: 분양원가가 저렴

일반 분양	지역주택사업 분양원가가 저렴한 이유					
	토지비	건축비	부대비용	광고홍보비	토지금융비	시행사이윤
지역 주택 조합	토지비	건축비	부대비용	← 낮은 분양 원가의 이유 →		

자료: 서희건설, 흥국증권 리서치센터

III. 실적 Table

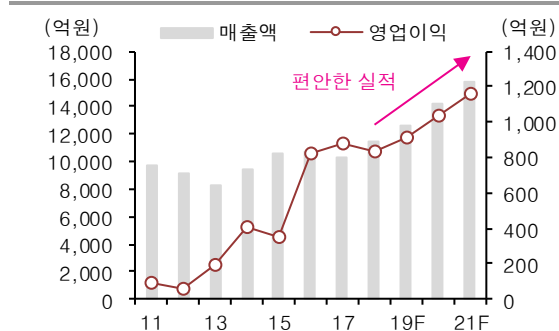
표 5 서희건설 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	2,386	2,822	2,857	3,322	2,483	3,160	3,368	3,555	11,388	12,566	14,168
YoY	-1.8	8.9	9.5	23.1	4.1	12.0	17.9	7.0	10.2	10.3	12.7
1. 건축	1,584	1,942	1,739	2,250	1,753	2,380	2,450	2,670	7,515	9,253	11,228
YoY	-10.1	-6.3	-15.2	12.0	10.7	22.6	40.9	18.7	-4.8	23.1	21.3
2. 토목/플랜트	502	546	769	723	415	465	603	570	2,539	2,053	1,680
YoY	29.1	138.7	211.5	98.5	-17.2	-14.8	-21.6	-21.1	106.7	-19.1	-18.2
3. 기타	300	335	349	350	315	315	315	315	1,334	1,260	1,260
YoY	7.3	14.7	11.6	7.3	4.9	-5.9	-9.7	-9.9	10.1	-5.5	0.0
매출총이익	287	420	394	396	324	460	489	518	1,497	1,791	2,024
매출총이익률	12.0	14.9	13.8	11.9	13.0	14.5	14.5	14.6	13.1	14.2	14.3
판매및관리비	165	198	165	138	174	221	236	249	666	880	992
판매비율	6.9	7.0	5.8	4.2	7.0	7.0	7.0	7.0	5.8	7.0	7.0
영업이익	122	222	229	258	150	238	254	269	831	911	1,032
YoY	-4.5	3.6	-35.7	40.4	22.5	7.6	11.0	4.1	-5.7	9.7	13.3
영업이익률	5.1	7.8	8.0	7.8	6.0	7.5	7.5	7.6	7.3	7.2	7.3
1. 건축	93	156	149	181	105	190	196	214	579	705	853
YoY	0.1	-14.9	-48.7	31.3	13.2	21.8	31.1	18.3	-17.9	21.8	20.9
영업이익률	5.9	8.0	8.6	8.0	6.0	8.0	8.0	8.0	7.7	7.6	7.6
2. 토목/플랜트	29	45	64	58	29	33	42	40	196	144	118
YoY	43.7	85.6	63.3	120.7	-1.2	-27.0	-33.6	-31.4	78.3	-26.5	-18.2
영업이익률	5.9	8.2	8.3	8.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.7	7.0	7.0
3. 기타	0	21	16	20	16	16	16	16	56	62	62
YoY	-	235.6	-37.8	-2.4	-	-24.9	-1.0	-21.1	-15.4	11.0	0.0
영업이익률	0.0	6.2	4.5	5.6	4.9	4.9	4.9	4.9	4.2	4.9	4.9
영업이익비율(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
1. 건축	76	71	65	70	70	80	77	79	70	77	83
2. 토목/플랜트	24	20	28	23	19	14	17	15	24	16	11
영업자산이익	-7	-79	-70	-80	-10	-70	-70	-70	-236	-220	-220
세전이익	116	143	158	178	140	168	184	199	595	691	812
YoY	40.4	26.8	-34.9	203.6	20.8	18.0	16.0	11.9	19.7	16.2	17.6
자배주주당순이익	62	82	92	116	106	128	139	151	353	523	615
YoY	-10.3	-7.6	-45.0	-1,226.4	69.7	54.8	50.9	29.4	11.9	48.0	17.6
수주잔고	18,147	17,926	23,642	21,423	19,954	22,210	20,857	24,617	21,423	24,617	32,109
1. 건축	12,962	13,202	19,348	17,731	16,578	19,198	18,348	18,678	17,731	18,678	24,450
2. 토목/플랜트	5,185	4,724	4,294	3,692	3,376	3,012	2,509	5,939	3,692	5,939	7,659

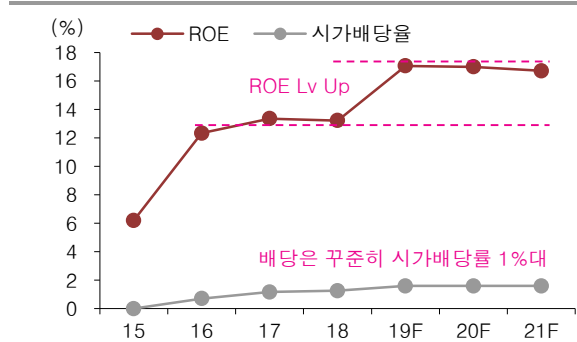
자료: 사업보고서, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 6 꾸준히 매출액 증가에 따른 영업이익 증가 전망



자료: 사업보고서, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 7 꾸준한 1% 배당 속 달라지는 ROE 레벨



자료: 사업보고서, 흥국증권 리서치센터 추정

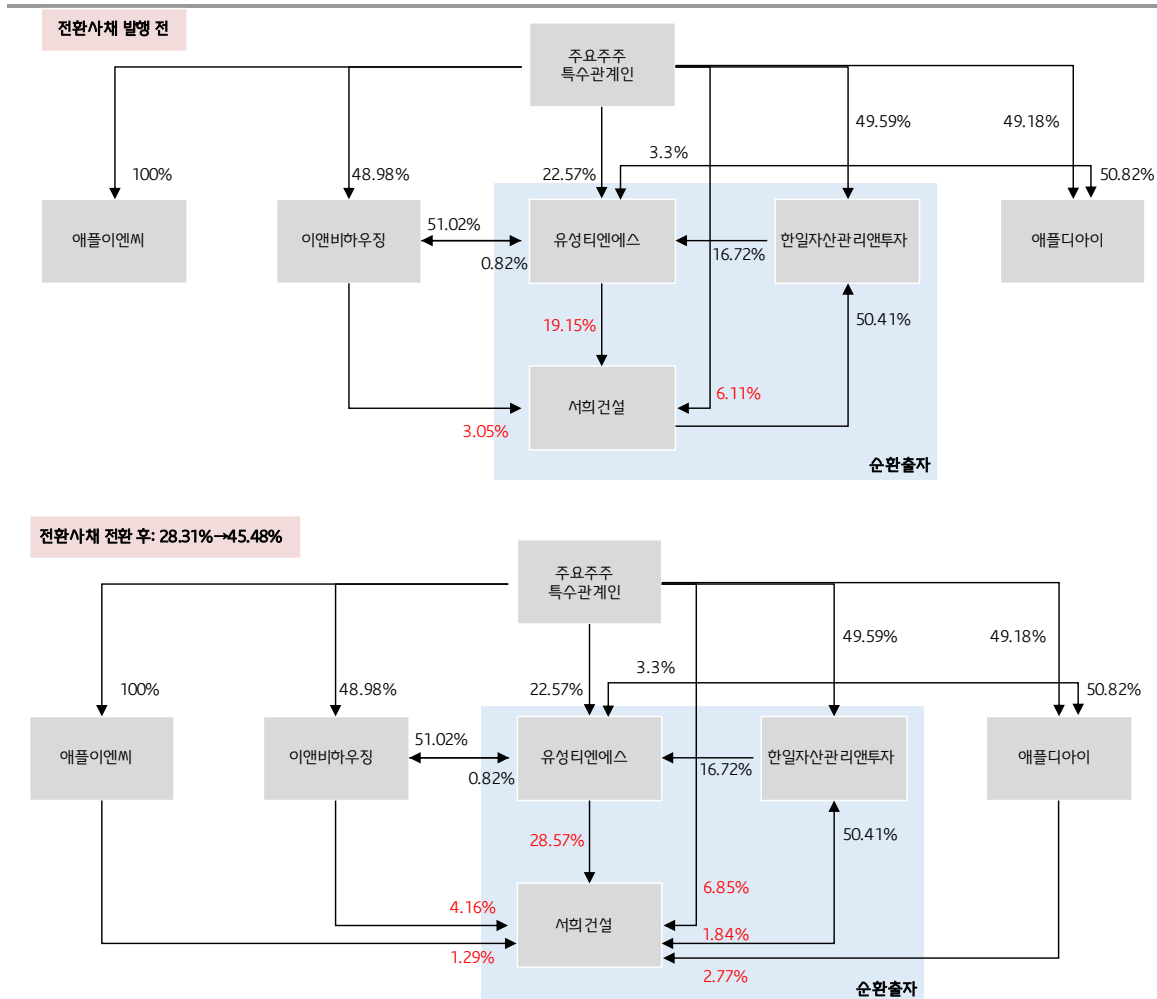
표 6 서희건설 전환사채 내역: 19년 총 54,710,492주 모두 전환 가능

(단위: 억원)

	25 회	27 회	총 합
발행일	2016-08-25	2018-02-13	
만기일	2019-08-25	2021-02-13	
액면금액(억원)	400	250	650
발행금액(억원)	400	250	
이자지급	액면이자 연 5%	액면이자 연 5%	
전환청구개시일	2017-08-25	2019-02-13	
전환청구만기일	2019-07-25	2021-01-13	
전환가액(원)	1,190	1,185	
상환주식수	33,613,445	21,097,046	54,710,492
인수주체	유성티엔에스 250 억원 한일자산관리엔투자 50 억원 이엔비하우징 40 억원 애플다아이 30 억원 이봉관 15 억원 이은희 5 억원 이성희 5 억원 이도희 5 억원	유성티엔에스 130 억원 애플다아이 45 억원 애플이엔씨 35 억원 이엔비하우징 10 억원 이봉관 15 억원 이은희 5 억원 이성희 5 억원 이도희 5 억원	

자료: 사업보고서, 흥국증권 리서치센터

그림 8 전환사채 발행 후 서희건설 지배구조 변화



자료: 사업보고서, 흥국증권 리서치센터 추정

Appendix. 지역주택조합 비교

표 7 지역주택조합 vs 도시정비사업(재건축, 재개발): 절차가 간단하고 사업 기간이 짧음

구분	지역주택조합	주택재건축	주택재개발
법령	주택법	도시주거환경정비법	도시주거환경정비법
사업 주체	조합(시행대행사)	조합(토지/건물 소유자)	조합(토지/건물 소유자)
사업 방식	조합(시행대행사) or 시공사	민영/공영개발 형식	민영/공영개발 형식
사업 지역	단독, 빌라, 연립, 나대지 등	아파트 위주(단독주택 가능)	단독주택 위주
조합원 자격	1. 무주택자 2. 6개월 이상 해당지역 거주자 3. 20세 이상 세대주	토지 및 건물 소유자	토지 및 건물 소유자
임대주택 건축	의무 없음	17% 의무	17% 의무
일반분양	청약통장 필요 없음 전매제한 없음	청약통장 필요 지역에 따라 전매제한 있음	청약통장 필요 지역에 따라 전매제한 있음
사업부지 매입	사업부지 80% 이상 토지 사용 승낙서	토지/건물 소유 80%이상 동의 토지 면적의 2/3 이상 동의	토지/건물 소유 80%이상 동의 토지 면적의 2/3 이상 동의
예상 기간	3~4년	8~10년	8~10년

자료: 업계 자료, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,033.3	1,138.8	1,256.6	1,416.8	1,584.1
증가율 (Y-Y, %)	(3.8)	10.2	10.3	12.7	11.8
영업이익	88.1	83.1	91.1	103.2	115.6
증가율 (Y-Y, %)	7.0	(5.7)	9.7	13.3	12.0
EBITDA	104.0	93.9	101.8	113.1	124.8
영업외손익	(38.4)	(23.6)	(22.0)	(22.0)	(22.0)
순이자수익	(5.4)	(8.8)	(9.7)	(9.6)	(9.4)
외화관련손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.8)	1.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	49.7	59.5	69.1	81.2	93.6
당기순이익	31.1	36.9	52.3	61.5	70.9
지배기업당기순이익	31.6	35.3	52.3	61.5	70.9
증가율 (Y-Y, %)	17.0	11.9	48.0	17.6	15.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.1	2.6	5.4	11.1	11.6
영업이익증가율(3Yr)	29.5	33.8	3.4	5.4	11.6
EBITDA증가율(3Yr)	26.4	26.4	2.9	2.8	9.9
순이익증가율(3Yr)	71.4	34.6	22.4	25.5	24.3
영업이익률(%)	8.5	7.3	7.2	7.3	7.3
EBITDA마진(%)	10.1	8.2	8.1	8.0	7.9
순이익률(%)	3.0	3.2	4.2	4.3	4.5
NOPLAT	55.2	51.6	69.0	78.1	87.5
(+) Dep	15.9	10.8	10.7	9.9	9.2
(-) 운전자본투자	22.0	(4.2)	(2.3)	(1.1)	(2.2)
(-) Capex	0.9	1.5	1.6	1.8	2.1
OpFCF	48.2	65.2	80.3	87.3	96.8

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	518.7	553.8	670.9	737.2	828.5
현금성자산	257.2	280.0	401.7	464.8	536.2
매출채권	231.0	239.9	233.8	235.7	253.9
재고자산	8.5	4.2	4.5	4.5	4.9
비유동자산	288.3	298.3	233.2	231.4	230.7
투자자산	182.4	145.8	151.7	157.8	164.2
유형자산	2.3	2.6	2.9	3.3	3.7
무형자산	103.7	88.0	78.6	70.2	62.7
자산총계	807.0	852.1	904.1	968.6	1,059.1
유동부채	404.4	432.8	430.5	434.8	456.9
매입채무	224.5	258.4	254.0	256.1	275.9
유동성이자부채	110.4	122.3	122.3	122.3	122.3
비유동부채	133.0	121.9	123.9	126.0	128.2
비유동이자부채	79.1	72.2	72.2	72.2	72.2
부채총계	537.4	554.7	554.4	560.9	585.1
자본금	86.7	86.7	114.1	114.1	114.1
자본잉여금	68.4	68.4	41.0	41.0	41.0
이익잉여금	106.7	135.9	188.2	246.2	312.5
자본조정	(7.7)	(10.5)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
자기주식	(3.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
자본총계	269.6	297.4	349.7	407.7	474.0
투하자본	128.1	106.3	97.1	90.2	83.2
순차입금	(67.8)	(85.5)	(207.2)	(270.3)	(341.7)
ROA	4.0	4.3	6.0	6.6	7.0
ROE	13.4	13.2	17.1	17.0	16.7
ROIC	47.3	44.0	67.8	83.5	101.0

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	186	204	248	269	311
BPS	1,465	1,617	1,458	1,713	2,003
DPS	15	15	20	20	20
Multiples(x, %)					
PER	6.9	5.8	5.1	4.7	4.1
PBR	0.9	0.7	0.9	0.7	0.6
EV/ EBITDA	1.5	1.3	0.1	(0.4)	(1.0)
배당수익률	1.2	1.3	1.6	1.6	1.6
PCR	2.0	2.2	2.1	3.9	3.5
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	199.3	186.5	158.6	137.6	123.4
Net debt/Equity	-	-	-	-	-
Net debt/EBITDA	-	-	-	-	-
유동비율	128.3	128.0	155.8	169.6	181.3
이자보상배율	16.3	9.5	9.4	10.8	12.2
이자비용/매출액	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
자산구조					
투하자본(%)	22.6	20.0	14.9	12.7	10.6
현금+투자자산(%)	77.4	80.0	85.1	87.3	89.4
자본구조					
차입금(%)	41.3	39.5	35.7	32.3	29.1
자기자본(%)	58.7	60.5	64.3	67.7	70.9

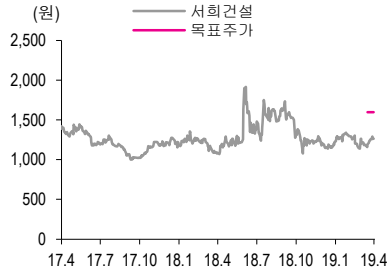
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	36.4	69.5	129.2	74.5	84.4
당기순이익	31.1	36.9	52.3	61.5	70.9
자산상각비	15.9	10.8	10.7	9.9	9.2
운전자본증감	(43.5)	5.3	2.3	1.1	2.2
매출채권감소(증가)	(20.1)	(13.2)	6.1	(2.0)	(18.2)
재고자산감소(증가)	1.0	5.9	(0.3)	(0.0)	(0.4)
매입채무증가(감소)	(29.1)	33.9	(4.4)	2.1	19.8
투자현금	(121.9)	35.7	(11.9)	(12.5)	(13.2)
단기투자자산감소	(118.3)	53.6	(4.4)	(4.6)	(4.7)
장기투자증권감소	(3.4)	0.0	(1.8)	(1.8)	(1.9)
설비투자	(0.9)	(1.5)	(1.6)	(1.8)	(2.1)
유무형자산감소	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
재무현금	15.6	(5.9)	0.0	(3.4)	(4.6)
차입금증가	15.9	(2.4)	0.0	0.0	0.0
자본증가	0.4	(2.5)	0.0	(3.4)	(4.6)
배당금지급	1.5	2.5	0.0	3.4	4.6
현금 증감	(70.2)	99.3	117.3	58.6	66.6
총현금흐름(Gross CF)	109.7	95.4	126.9	73.5	82.2
(-) 운전자본증가(감소)	22.0	(4.2)	(2.3)	(1.1)	(2.2)
(-) 설비투자	0.9	1.5	1.6	1.8	2.1
(+) 자산매각	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	87.4	98.4	127.6	72.7	82.4
(-) 기타투자	3.4	0.0	1.8	1.8	1.9
잉여현금	84.0	98.4	125.8	70.9	80.4

서희건설 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2019-04-16	Buy(신규)	1,600		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2019년 03월 31일 기준)

Buy (94.0%)	Hold (6.0%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앳체

흥국씨앳체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앳체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

□ 주소 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3630, 3699
□ 팩스 영업부 대표 02)6742-3649