

자문보고서

**주식회사 서한**

2021년 07월 22일

**내용**

<b>1. EXECUTIVE SUMMARY</b> .....	<b>3</b>
1.1  취급 개요.....	3
1.2  주요 포인트.....	4
1.3  주요 리스크.....	5
<b>2. 회사개요</b> .....	<b>6</b>
2.1  개요.....	6
2.2  주요연혁.....	6
2.3  대표이사 약력 .....	7
2.4  주주현황.....	7
2.5  주요인력현황 .....	8
2.6  산업현황 및 전망 .....	9
2.6.1  건설 시장.....	9
2.7  회사의 경쟁력 .....	11
2.7.1  산업의 경쟁우위 요소 .....	11
2.7.2  회사의 주요 제품 현황.....	12
<b>3. 회사 재무제표 분석</b> .....	<b>13</b>
3.1  수익성현황 .....	13
3.1.1  요약 재무제표.....	13
3.1.2  매출 추이 .....	14
3.1.3  신규 수주 추이 .....	15
3.1.4  손익비율 분석.....	16
3.2  재무안정성현황.....	17
3.2.1  주요 재무제표.....	17
3.2.2  부채비율 .....	18
3.2.3  순차입금비율 .....	18
3.2.4  유형자산 .....	19
3.2.5  투자부동산.....	19
3.2.6  금융자산 .....	20
3.3  현금흐름현황 .....	21
<b>4. 주요 리스크</b> .....	<b>22</b>
4.1  코로나19 재확산으로 인한 건축공사 지연 리스크.....	22
4.2  주택미분양률 증가 리스크 .....	22
<b>5. 자문 결론</b> .....	<b>22</b>

# 1. Executive Summary

## 1.1 취급 개요

구 분	내 용
인수대상	서한 무기명식 무보증 비분리형 사모 신주인수권부사채

### BW 발행조건

구 분	내 용	
발행 회사명	주식회사 서한	
사채의 종류	무보증 사모 신주인수권부사채	
발행 예정 금액	150 억원	
만기	발행일로부터 5.0년	
금리	Coupon	0%
	YTM	0%
전환	전환가격	'증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정' 5-22조 (1)에 따라 산정한 가액
	기간	발행일로부터 12개월되는 시점부터 만기 1개월 전까지
	리픽싱	70%
Call	행사범위	35%
	행사기간	발행일로부터 12개월되는 시점부터 30개월되는 시점까지
	YTC	1.0%
Put	기간	발행일로부터 30개월되는 시점부터 매 3개월마다
	YTP	0%
자금용도	시설투자 및 운영자금	

## 1.2 주요 포인트

### **Point 1. 건설도급 및 자체분양 사업 호조 기대**

서한은 1) 건설도급 사업부문, 도급수주금액이 누적되며 계약잔액이 증가함에 따라 매출액 성장이 기대되며, 2) 자체분양 사업부문, 동사의 분양지역거점 확대와 역사적 낮은 주택 미분양률로 인한 실적의 호조가 기대됨.

### **Point 2. 조기상환청구 대응이 용이**

건설회사임에도 부채비율이 76%로 낮으며, 순현금상태이고, 현금 1,318억원과 건물+투자부동산 장부가액 기준 약 86억원을 보유한 회사이기에, 금번 신주인수권부사채 대한 조기상환 청구 대응이 용이함.

### 1.3 주요 리스크

동사는 2021년 1분기말 기준 부채비율 76%에 순현금상태이며, 현금 1,318억 원과 건물+투자부동산 장부가액 기준 약 86억원을 보유한 회사이기에, 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 인한 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

#### **Point 1. 코로나19 재확산으로 인한 공사지연 리스크**

코로나19가 재확산되어 건축공사가 지연될 경우, 동사의 도급공사 및 분양공사 매출액 인식시점이 지연될 수 있음. 이에 따라 단기적으로 영업현금이 감소하고, 매출액 감소에 따른 수익성 저하가 발생할 수 있음.

#### **Point 2. 주택미분양률 증가 리스크**

동사는 자체분양사업(GPM 30%수준)에서 이익이 높게 나는 가운데, 역사적으로 최저점을 기록한 주택미분양률이 다시 반등하게 될 경우, 자체분양사업 부문 매출액과 이익이 감소하게 될 수 있음.

## 2. 회사개요

### 2.1 개요

<b>회사명</b>	주식회사 서한	<b>대표이사</b>	조종수, 정우필
<b>설립일자</b>	1971년 05월	<b>상장일자</b>	1994년 05월 24일
<b>상장시장</b>	코스닥	<b>임직원수</b>	424명(2021년 03월말)
<b>주가(07/22)</b>	2,275원	<b>시가총액(07/22)</b>	2,295억원
<b>사업소재지</b>	대구시 수성구 명덕로 415		
<b>주요사업</b>	주택건설, 토목, 건축공사업		

- 1971년 05월 대구주택공사로 설립된 대구/경북 지역 건설회사로, 대구시 및 전국 주요 도시에서 자체브랜드 주상복합 및 아파트 분양과 토목, 건축 등의 도급공사를 사업으로 함. 이후 전국 진출을 위하여 '(주)서한'으로 다시 변경함.
- 2020년 도급순위 47위 건설사임.
- 2021년 1분기 매출액 구성은 건축공사 62.44%, 분양공사 30.13%, 토목공사 7.15%로 구성됨.

### 2.2 주요연혁

일 자	내 용
2016.07	2016년 고용친화 대표기업 (대구광역시)
2016.12	제 22회 대구시 조경상 (금호 서한이다음)
2017.04	2017년 우수시공업체 선정 (한국토지주택공사)
2017.09	아시아 200대 유망기업 선정 (포브스아시아)
2017.12	내고객품질대상 건설업체부문 최우수상 수상
2018.04	2018년 우수시공업체 선정 (한국토지주택공사)
2018.11	제 24회 대구시 조경상 (수목원 서한이다음)
2019.04	2019년 우수시공업체 선정 (한국토지주택공사)
2019.07	2019 대한민국 일자리 으뜸기업 선정 (고용노동부)
2019.12	2019 건설혁신 우수품질 건설관리 사례 건축부문 최우수상
2020.05	2020년 우수시공업체 선정 (한국토지주택공사)
2020.07	2020년 상호협력 최우수 건설업체 선정 (국토교통부)
2020.08	2020년 고용친화 대표기업 재선정 (대구광역시)
2020.09	2020년 근무혁신 인센티브 우수기업 선정 (고용노동부)

2020.11	2020년도 시공VE 경진대회 최우수상 (한국토지주택공사)
2020.12	2020 년도 일자리창출 유공 국무총리상 (고용노동부)
2020.12	2020년 건축행정건실화 평가 우수시공사 선정 (대구광역시)

### 2.3 대표이사 약력

대표이사의 약력은 아래와 같음.

성명	직위	출생년도	주요경력
조종수	대표이사	1952	1970년 영남대 토목공학과 1983년~현재 서한 (신입사원 입사) 2021년 서한 회장 선임

- 조종수 대표이사는 1983년도 신입사원으로 입사하여 38년 근무 이후 2021년 대표이사로 선임되었음.
- 회사 지분율 2.2%를 보유하고 있음.

### 2.4 주주현황

(2021년 03월 31일 기준, 단위 : 주, %)

성명	관계	주식의	주식수	지분율
이용주	특수관계인	보통주	2,565,000	2.54
박미진	특수관계인	보통주	2,281,000	2.26
(주)대왕레미콘	본인	보통주	2,169,000	2.15
(주)대한실업	특수관계인	보통주	1,802,000	1.79
(주)백산아스콘	특수관계인	보통주	1,178,000	1.17
(주)씨티레미콘	특수관계인	보통주	819,000	0.81
(주)백산레미콘	특수관계인	보통주	545,000	0.54
합계		보통주	11,359,000	11.26

- 발행주식 총수: 보통주 100,894,865주
- 2011년 02월 10일 (재)제산장학문화재단의 특수관계인 정병양이 3,491,141주를 장내매도함에 따라 최대주주가 (재)제산장학문화재단에서 (주)대왕레미콘으로 변경됨.
- 이용주회장 서한의 최대주주인 대왕레미콘의 대표이사로 지분율 2.54% 중이며, 계열사 지분을 통해 동사의 지배구조를 유지하고 있음.

## 2.5 주요인력현황

성명	성별	출생년월	직위	등기임원	상근	담당	주요경력	소유주식수	재직기간	임기
조종수	남	1952.04	대표이사	등기임원	상근	경영	영남대 토목공학과 농업기반공사	2,206	38년	2024.03.28
정우필	남	1963.07	대표이사	등기임원	상근	경영	중앙대 지역경제학과 삼성코닝(주)	2,091	26년	2024.03.28
김을영	남	1939.07	이사	등기임원	상근	경영	서울대 법학과	-	45년	2024.03.28
안문태	남	1941.03	사외이사	등기임원	비상근	사외이사	부산고등법원장 특허법원장	-	1년	2023.03.25
정달화	남	1955.06	감사	등기임원	상근	감사	경북대학원 건축공학과 대구경북경제자유구역청	-	4년	2023.03.25
윤용수	남	1952.05	상무	미등기임원	상근	토목	-	-	-	-
김민석	남	1964.11	이사	미등기임원	상근	영업	-	-	-	-
손인택	남	1964.12	이사	미등기임원	상근	건축	-	-	-	-
김경백	남	1963.03	이사	미등기임원	상근	건축	-	-	-	-
이기용	남	1964.04	이사	미등기임원	상근	토목	-	-	-	-
김익찬	남	1965.05	이사	미등기임원	상근	자금	-	-	-	-
강왕기	남	1964.04	이사	미등기임원	상근	건축	-	-	-	-
송준욱	남	1961.02	이사	미등기임원	상근	건축	-	-	-	-
김영강	남	1965.04	이사	미등기임원	상근	건축	-	-	-	-
손종운	남	1962.05	이사	미등기임원	상근	기전	-	-	-	-
김홍주	남	1965.04	이사	미등기임원	상근	관리	-	-	-	-



## 2.6 산업현황 및 전망

### 2.6.1 건설 시장

건설업은 주택, 산업시설의 구축, 사회간접자본, 국토개발 등 실물자본의 형성을 담당하는 서비스 산업임. 건설업은 수주산업이기에 타산업의 성장률 수준 및 설비투자, 가계의 주택 매매 등 경기에 영향을 받음. 또한 정부의 주요 정책수단으로 건축 허가 물량이나 공공시설 투자규모 등이 조절되기에, 물가상승률이나 실업률 등 매크로 지표에 영향을 받음.

건설산업은 크게 토목부문, 건축부문, 주택부문 및 환경/플랜트 부문으로 구분되며, 부문별 특성은 아래와 같음.

#### [건설산업 내 분야별 특성]

구분	내용
건축부문	상가, 재건축사업, 오피스텔, 업무용빌딩 등 민간도급공사가 주로 이루어지며 동부부문은 부동산 경기 및 투자수요에 의해 영향을 받으며 지역별로는 인구밀집지역이나 개발지구 등에 특정되어 분포되는 경향이 있음.
주택부문	자체사업으로 APT 시공 및 빌라, 연립주택 등이 주를 이루며 동부부문은 부동산 경기 및 가계부문의 수요에 영향을 받음. 지역별로는 건축부문과 동일하게 인구밀집지역이나 개발지역 등 대부분 도시권 주변에 특정되는 경향이 높음.
토목부문	도로, 지하철, 항만, 공단부지 조성, 고속철도 등 사회간접자본시설이 주를 이루며, 토목부문에 대한 발주처는 정부나 지방자치단체 등 공공부문이 대부분을 차지하고 있음. 토목공사의 경우에는 공사별 발주금액이 크고 공사지역 또한 정부나 지방자치단체의 개발 계획에 맞추어 전국 각지에 분포하며 예산에 의한 집행으로 사업추진이 이루어지므로 발주시기, 물량 등이 국가경제추이나 정책 등에 영향을 받음.
환경/ 플랜트 부문	화공플랜트는 정유, 석유화학 플랜트 및 Gas 플랜트 등의 주요 발주처인 산유국의 국영석유회사(NOC) 발주 물량이 향후 유가전망에 크게 영향을 받으며, 산업플랜트는 발전시설 및 생산설비 등의 주요 Product를 공공기관 및 대기업에서 발주하므로 이들의 전력수요, 상품수요 예측에 민감하게 영향을 받음. 경기 상승 국면에서는 소득수준 증가에 따라 소비와투자가 함께 증가하므로 이를 뒷받침하기 위한 발전설비와 생산설비의 발주가 증가하지만 경기 하강 국면에서는 발전시설 및 산업플랜트 등 대규모 투자를 집행하기 어려우므로 발주가 감소함. 즉, 일반적으로 국민소득이 증가하는 경우에는 화공 및 산업 플랜트의 수요가 증가하는 양상을 보임.

[출처: GS건설 투자설명서]

국내 건설 수주 규모는 역사적으로 1) 공공부문 4대강이나 지자체 발주증가, 민간부문 신규주택/재건축 경기회복으로 인한 성장과 2) 공공부문 투자정책 부재로 인한 발주량 감소, 민간부문 미분양을 증가 또는 재건축 물량 감소로 인한 역성장을 반복해왔음.

2020년도 국내건설 수주액은 194조원으로 전년대비 약 17% 성장함. 이는 1) 공공부문에서는 재정정책 증가로 토목 수주가 증가하였으며, 2) 민간부문에서는 주택 매매가격의 상승으로 주택미분양율이 역사적 최저점을 기록하며 주택수요가 늘어났기 때문임.

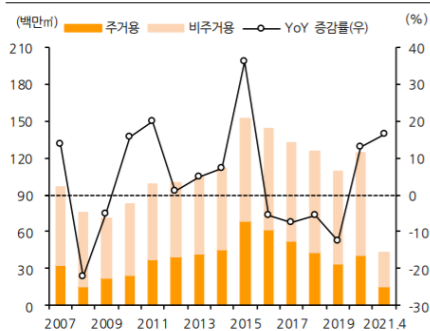
[국내 건설 수주액 추이]

연 도	전체		발주부문별				공종별(토목/건축)			
	합계	증감률	공공	증감률	민간	증감률	토목	증감률	건축	증감률
2008년	1,200,851	-6.1	418,488	12.8	782,363	-13.9	412,579	14	788,272	-14.1
2009년	1,187,142	-1.1	584,875	39.8	602,267	-23	541,485	31.2	645,657	-18.1
2010년	1,032,298	-13	382,368	-34.6	649,930	7.9	413,807	-23.6	618,492	-4.2
2011년	1,107,010	7.2	366,248	-4.2	740,762	14	388,097	-6.2	718,913	16.2
2012년	1,015,061	-8.3	340,776	-7	674,284	-9	356,831	-8.1	658,230	-8.4
2013년	913,069	-10.1	361,702	6.1	551,367	-18.2	299,039	-16.2	614,030	-6.7
2014년	1,074,664	17.7	407,306	12.6	667,361	21	327,297	9.5	747,367	21.7
2015년	1,579,836	47	447,329	9.8	1,132,507	69.6	454,904	39	1,124,932	50.5
2016년	1,648,757	4.4	474,106	5.9	1,174,651	3.7	381,959	-16	1,266,798	12.6
2017년	1,605,282	-2.6	472,037	-0.4	1,133,246	-3.5	421,118	10.3	1,184,165	-6.5
2018년	1,545,277	-3.7	423,447	-10.3	1,121,832	-1	463,918	10.2	1,081,360	-8.7
2019년	1,660,352	7.4	480,692	13.5	1,179,661	5.2	494,811	6.7	1,165,542	7.8
2020년	1,940,750	16.9	520,953	8.4	1,419,796	20.4	446,592	-9.7	1,494,158	28.2

[출처: 대한건설협회 주요건설통계/ GS건설 투자설명서]

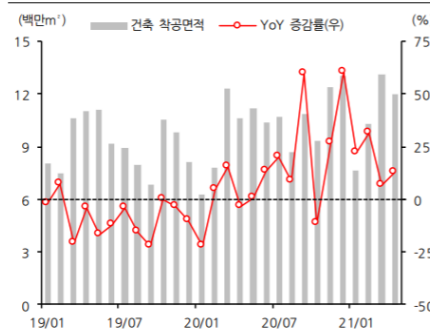
건설업 동행지표인, 국내건축착공면적 또한 4년간이 역성장 이후 2020년도에 플러스로 성장 전환하였고, 2021년 4월 누계로 전년동기대비 16% 성장하였음.

[그림5] 건축 착공면적: 4월 누계 YoY+16% 기록



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주거용 건축 착공면적: 4월 누계 YoY+48% 기록



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

건설업은 3기 신도시 착공물량, 미지정된 잔여택지 착공 물량, 도시정비로 인한 착공 물량, 리모델링 수요 등으로 인해 착공 면적은 지속 증가하며 호황이 이어질 것으로 예상함.

## 2.7 회사의 경쟁력

### 2.7.1 산업의 경쟁우위 요소

동사는 50년이상된 주택 건설 업력을 기반으로 두가지 경쟁력을 확보하였음.

#### (1) 가격경쟁력 기반 자체 브랜드

동사는 기존 건축공사 도급사업만을 영위하다가, 가격경쟁력을 기반으로 1) 자체 주상복합단지 브랜드 '포레스트'와 2) 자체 아파트 브랜드인 '서한이다음'을 기반으로 자체 분양 사업을 구축하였고, 이를 통해 매출처 다변화와 수익성을 개선\*을 이룰 수 있었음.

#### (2) 전국을 기반으로 한 활동 범위

동사는 기존 대구/경북지역에서 도급사업 및 자체 아파트 분양사업을 영위하다가, 50년 주택 건설 업력을 기반으로 대전, 남양주, 서울, 인천, 고양, 평택 등 전국으로 활동 범위를 확장시켰음. 지역 다변화를 통해 대구/경북지역의 부동산 경기에 집중되어있던 리스크를 전국으로 분산시켰음.

\*분양사업(GPM 30%)이 도급사업(GPM 5%)대비 수익성이 높음.

## 2.7.2 회사의 주요 제품 현황

### (1) 주요 제품 및 서비스 등의 현황

구 분		주요 제품 및 서비스	금액	비율
건설 부문	건축공사	건축공사 건설용역	65,215	62.44%
	분양공사	아파트 분양사업	31,464	30.13%
	토목공사	토목공사 건설용역	7,466	7.15%
	기타	동고령 분양사업 외	296	0.28%
	합계		104,441	100.00%

- 건축공사 건설용역 (1Q21 매출액 비중 62%)
  - 아파트/오피스/학교/병원 등 건설을 완공하거나 시공하는 건설도급 사업.
  - 2021년 1분기 기준, 도급사업 매출총이익률은 3%로 낮은 수준임.
  - 주요 지역은 대구, 대전, 파주, 남양주, 서울 등 전국에 분산되어있음.
  - 정부발주공사로 영천망정, 달성명곡, 대곡주공 등 아파트 건설도급 이력이 있음.
  
- 아파트 분양사업 (20%)
  - 자체 주상복합단지 브랜드 '포레스트'와 자체 아파트 브랜드 '서한이다음'을 분양하는 사업을 영위.
  - 2021년 1분기 기준, 분양사업 매출총이익률은 26.2%로 상대적으로 높음.
  - 주로 대구 수성구, 중구, 유성구 등에 분양을 하였으며, 첫 非대구 지역으로 인천 영종국제도시에 아파트를 분양 중에 있음.

[오페라 센텀파크 서한이다음]



[출처: 서한 홈페이지]

### 3. 회사 재무제표 분석

#### 3.1 수익성현황

##### 3.1.1 요약 재무제표

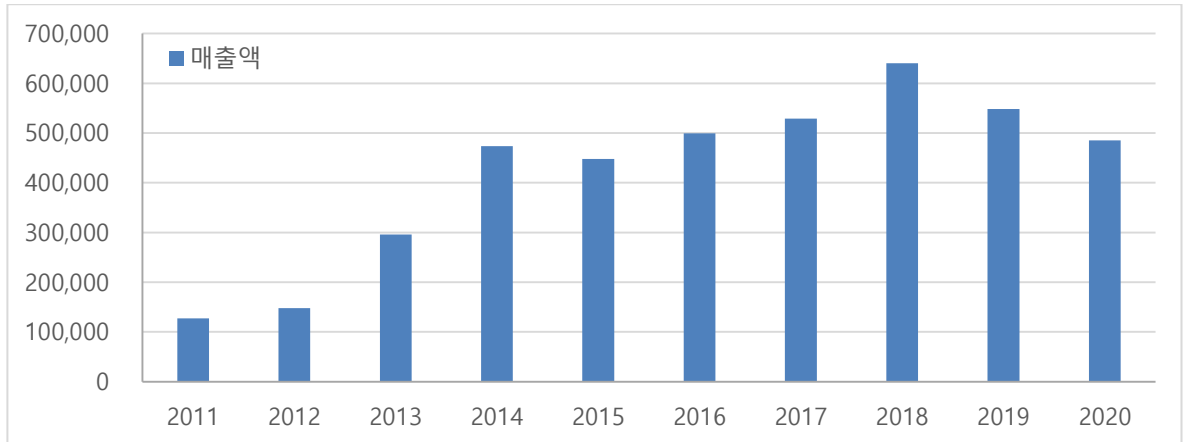
주요 재무제표의 항목 내역은 다음과 같음.

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
현금및현금성자산	15,752	63,269	109,420	46,467	50,873	27,702	80,150
매출채권및기타채권	85,814	58,112	55,649	92,833	133,574	128,171	60,373
재고자산	89,586	163,124	126,991	54,527	95,651	67,400	86,637
<b>유동자산</b>	<b>229,726</b>	<b>341,821</b>	<b>342,451</b>	<b>284,984</b>	<b>374,195</b>	<b>379,104</b>	<b>434,582</b>
유형자산	8,966	8,799	7,627	8,530	8,956	10,120	13,044
무형자산	991	996	963	937	937	1,156	1,156
<b>비유동자산</b>	<b>96,227</b>	<b>58,192</b>	<b>70,218</b>	<b>106,907</b>	<b>98,201</b>	<b>90,282</b>	<b>108,645</b>
<b>자산총계</b>	<b>325,953</b>	<b>400,013</b>	<b>412,669</b>	<b>391,891</b>	<b>472,396</b>	<b>469,386</b>	<b>543,227</b>
매입채무	56,351	43,087	43,070	51,745	67,385	55,678	51,269
단기차입금	0	0	0	0	0	0	0
장기차입금	35,333	42,000	15,600	0	0	18,333	69,458
<b>부채총계</b>	<b>206,061</b>	<b>249,903</b>	<b>200,257</b>	<b>105,443</b>	<b>174,039</b>	<b>167,286</b>	<b>225,470</b>
<b>자본총계</b>	<b>119,892</b>	<b>150,110</b>	<b>212,412</b>	<b>286,448</b>	<b>298,357</b>	<b>302,100</b>	<b>317,757</b>
<b>(백만원)</b>	<b>2014.12</b>	<b>2015.12</b>	<b>2016.12</b>	<b>2017.12</b>	<b>2018.12</b>	<b>2019.12</b>	<b>2020.12</b>
매출액(수익)	473,454	448,081	499,551	528,693	640,171	548,055	485,236
매출총이익	56,626	66,297	107,128	120,492	87,422	48,433	60,871
영업이익	35,126	39,595	89,475	103,112	65,200	24,032	28,487
당기순이익	30,126	32,288	64,691	77,467	42,122	9,849	18,172
<b>(백만원)</b>	<b>2014.12</b>	<b>2015.12</b>	<b>2016.12</b>	<b>2017.12</b>	<b>2018.12</b>	<b>2019.12</b>	<b>2020.12</b>
영업활동현금흐름	-9,651	16,443	86,691	13,056	30,695	-21,710	31,254
투자활동현금흐름	-54,135	19,893	9,476	-44,986	-8,278	-32,647	-18,905
재무활동현금흐름	42,748	11,182	-50,017	-31,023	-18,011	31,186	40,099

### 3.1.2 매출 추이

[연도별 매출 추이]

(단위 : 백만원)



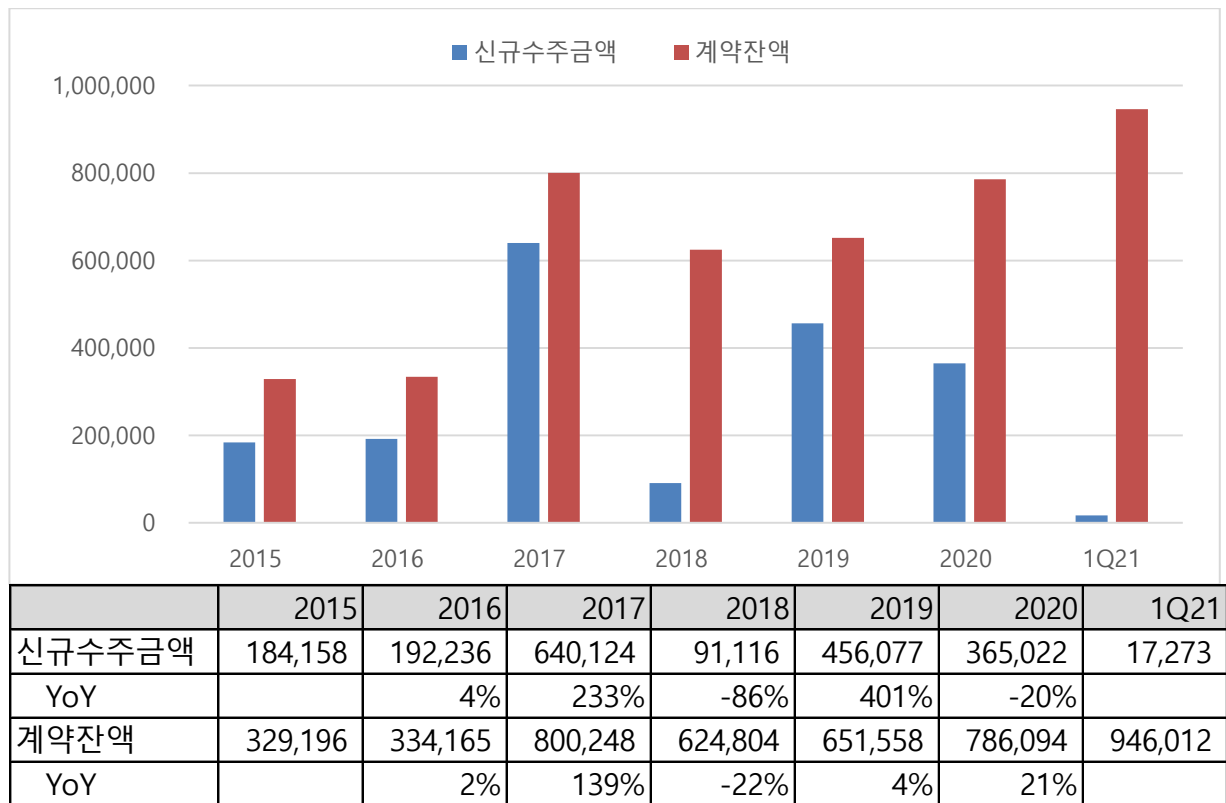
구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2017	2018	2019	2020
매출액	95,434	131,121	108,194	150,487	104,441	528,693	640,171	548,055	485,236
yoy	-28%	-18%	2%	1%	9%	6%	21%	-14%	-11%
건축공사	69,285	72,486	80,710	71,019	65,215	113,845	283,077	366,483	293,500
yoy	-20%	-33%	9%	-27%	-6%	-23%	149%	29%	-20%
분양공사	13,013	38,324	13,095	52,756	31,464	331,389	297,902	120,000	117,188
yoy	-64%	3%	-36%	104%	142%	12%	-10%	-60%	-2%
토목	8,634	16,851	14,383	15,026	7,466	79,738	56,261	52,376	54,894
기타	4,502	3,460	6	11,686	296	3,721	2,931	9,196	19,654

동사는 2018년 재건축/재개발사업 및 공공지원 민간 임대아파트 도급공사 매출액이 전년대비 150% 성장하며 연간 매출액이 전년대비 21% 증가하였음. 2019년에도 도급공사 매출액이 전년대비 29% 증가하였으나, 자체브랜드 분양공사부문 매출액이 역성장하며 전체 매출액이 2018년도 대비 14%가량 감소하였음. 2020년도에는 코로나19 확산으로 건설현장에서 공사가 지연되며 건축공사부문 매출액이 전년대비 20% 감소하였고, 분양 차질로 분양공사부문 매출액도 소폭 역성장하며 전체 매출액이 전년대비 11%가량 줄어들었음.

### 3.1.3 신규 수주 추이

[연도별 신규수주금액 및 계약잔액]

(단위:백만원)



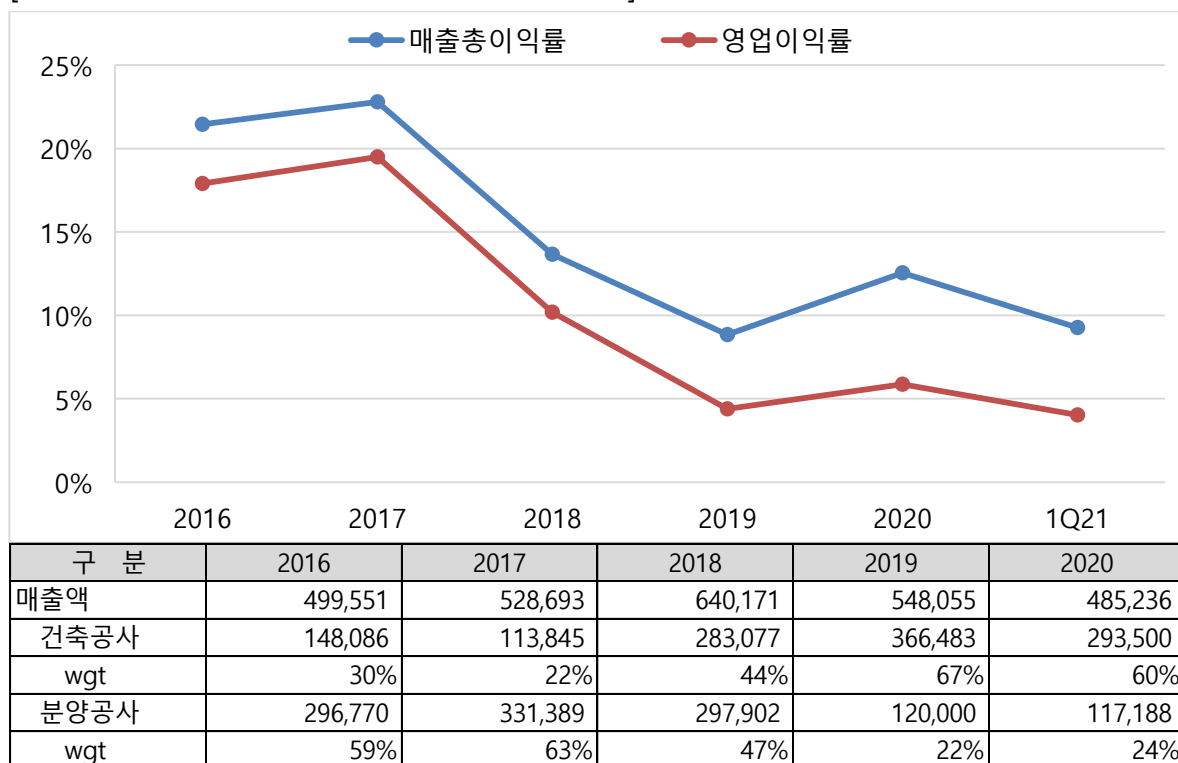
동사의 2019년도 도급공사수주 증가로 인하여 신규수주금액이 4,560억원으로 2018년도대비 4배가량 증가하였고, 2020년도 신규수주금액도 3,650억원을 높게 유지되었음.

연도별 계약잔액은, 연도별 도급 수주금액과 완성공사액의 괴리에 따라, 지속적으로 증가하고 있음. 2020년도 코로나19 확산으로 인해 건설공사가 지연되며, 계약잔액은 전년동기대비 21% 성장하였음.

동사의 계약잔액이 지속 쌓임에 따라 서한의 매출액은 증가할 것으로 예상함.

### 3.1.4 손익비율 분석

[연도별 매출총이익률 및 영업이익률 추이]



동사의 건축공사부문 매출총이익률은 5%, 분양공사 매출총이익률은 30%수준임. 이에 전체 매출액에서 분양공사의 비중이 낮아질수록 전체 매출총이익률 및 영업이익률이 낮아지게 됨.

2016년 전체 매출액 대비 분양공사 매출액이 60%였을 때, 전체 매출총이익률은 21% 영업이익률은 18%였음. 2017년도 분양공사 비중이 63%로 올라감에 따라 매출총이익률은 23%, 영업이익률은 20%로 상승함. 이후 매출액대비 분양공사 비중이 2018년 47%, 2019년 22%로 낮아짐에 따라 수익성이 감소하며, 매출총이익률이 2018년 14%, 2019년 9%로 감소함. 2020년도 전체 매출액 대비 분양공사 비율이 24%로 소폭 증가함에 따라 2020년도 매출총이익률이 13%로 상승함.



### 3.2 재무안정성현황

#### 3.2.1 주요 재무제표

회사의 주요 재무상태표는 다음과 같음.

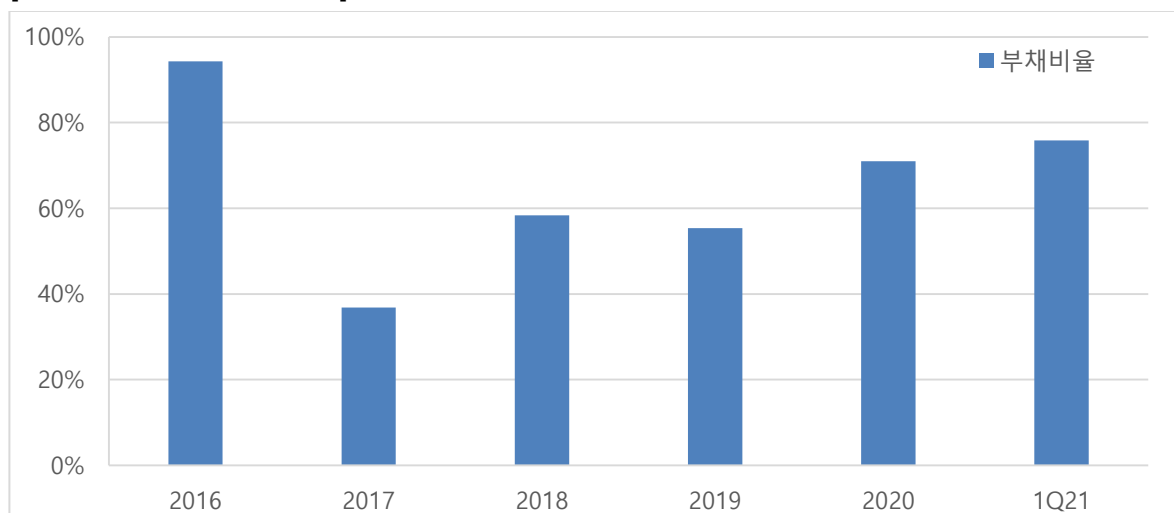
[재무상태표]

(백만원)	2014.12	2015.12	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
유동자산	229,726	341,821	342,451	284,984	374,195	379,104	434,582
현금및현금성자산	15,752	63,269	109,420	46,467	50,873	27,702	80,150
매출채권및기타채권	85,814	58,112	55,649	92,833	133,574	128,171	60,373
재고자산	89,586	163,124	126,991	54,527	95,651	67,400	86,637
비유동자산	96,227	58,192	70,218	106,907	98,201	90,282	108,645
유형자산	8,966	8,799	7,627	8,530	8,956	10,120	13,044
무형자산	991	996	963	937	937	1,156	1,156
투자부동산	0	0	0	0	0	3,998	3,366
기계장치	0	0	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	<b>325,953</b>	<b>400,013</b>	<b>412,669</b>	<b>391,891</b>	<b>472,396</b>	<b>469,386</b>	<b>543,227</b>
유동부채	162,287	196,895	173,561	96,588	156,488	109,622	121,079
비유동부채	43,775	53,009	26,696	8,855	17,551	57,664	104,391
<b>부채총계</b>	<b>206,061</b>	<b>249,903</b>	<b>200,257</b>	<b>105,443</b>	<b>174,039</b>	<b>167,286</b>	<b>225,470</b>
자본금	50,447	50,447	50,447	50,447	50,447	50,447	50,447
이익잉여금	64,214	94,484	156,653	231,093	250,333	256,333	270,915
<b>자본총계</b>	<b>119,892</b>	<b>150,110</b>	<b>212,412</b>	<b>286,448</b>	<b>298,357</b>	<b>302,100</b>	<b>317,757</b>

### 3.2.2 부채비율

회사의 부채비율 추이는 다음과 같음.

[연도별 부채비율 추이]



동사의 부채비율은 2021년 3월말 기준 76%임. 2016년 부채비율이 94%였던 가운데, 2017년 부채부문 기타유동부채와 장기차입금이 감소하였고 자본부문 이익잉여금 증가로 인해 부채비율이 37%로 개선되었음. 2018년도 유동총당부채와 매입채무의 증가로 부채비율이 다시 58% 수준으로 상승함. 이후 2020년도 장기차입금이 증가하며 부채비율이 71%로 확대되었고, 2021년 1분기 기타유동부채 및 기타금융부채가 늘어나며 부채비율이 76%로 소폭 올라갔음.

### 3.2.3 순차입금비율

[연도별 순차입금비율 추이]

	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	1Q21
순차입금비율	-36%	-18%	-27%	-15%	-12%	-14%
순차입금	(75,864)	(52,435)	(81,788)	(44,181)	(38,099)	(45,955)
자본총계	212,412	286,448	298,357	302,100	317,757	317,252

동사는 순현금 상태로, 운전자본이나 조기상환대금 등 자금이 필요한 경우 은행에서 차입할 수 있는 여력이 높은 회사임.

### 3.2.4 유형자산

[유형자산] (단위: 백만원)

구분	취득원가	상각누계액	장부금액
토지	3,286	0	3,286
건물	6,646	-1,102	5,544
건설용장비	6	-6	0
차량운반구	442	-412	30
공구와기구	6	-6	0
사용권자산	9,174	-2,806	6,367
합계	19,559	-4,331	15,228

동사는 본사 토지 및 건물 유형자산으로 장부가평가액 기준 88억원을 보유하고 있음. 해당 토지지는 차입금 담보로 전액 설정 되어있음. 본사는 대구광역시 수성구 수성동2가 167-1 (대구광역시 수성구 명덕로 415)에 위치함.

[서한 본사]



[출처: 경북일보]

### 3.2.5 투자부동산

[투자부동산] (단위 : 백만원)

구분	취득원가	손상차손누계액	장부금액
투자부동산	5,104	-1,947	3,157

동사가 보유한 투자부동산은 토지이며, 장부가금액 기준 31.5억원 수준임.

### 3.2.6 금융자산

[보유 금융자산]

(단위: 백만원)

금융상품	상각후원가 측정 금융자산	기타포괄손익-공정가치 측정금융자산	당기손익-공정가치 측정금융자산	합계
현금및현금성자산	49,720	-	-	49,720
단기금융상품	76,614	-	-	76,614
당기손익-공정가치측정 금융자산(유동)	-	-	10,508	10,508
매출채권및기타채권	46,754	-	-	46,754
기타유동금융자산	138	-	-	138
장기금융상품	5,426	-	-	5,426
장기기타채권	15,900	-	-	15,900
당기손익-공정가치측정 금융자산(비유동)	-	-	18,135	18,135
기타포괄손익-공정가치측정금융자산(비유동)	-	12,289	-	12,289
기타비유동금융자산	2,420	-	-	2,420
합계	196,972	12,289	28,642	237,903

2021년 3월말 기준, 회사가 보유한 현금은 1,318억원임. 다만, 약 135억원은 은행 대출금의 담보로 설정되어 사용이 제한되어 있음.

[사용이 제한된 금융상품]

계정과목	거래처	당분기말	전기말	제한내용
단기금융상품	우리은행	5,000	5,000	한도대출 담보
	산업은행	7,000	7,000	한도대출 담보
	대구은행	759	759	한도대출 담보
장기금융상품	신한은행	794	794	서울보증보험보증서 담보
	대구은행	3	3	당좌개설보증금
합계		13,555	13,555	

### 3.3 현금흐름현황

주요 현금흐름은 아래와 같음.

[현금흐름 현황]

	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년
영업활동현금흐름	-9,651	16,443	86,691	13,056	30,695	-21,710	31,254
투자활동현금흐름	-54,135	19,893	9,476	-44,986	-8,278	-32,647	-18,905
재무활동현금흐름	42,748	11,182	-50,017	-31,023	-18,011	31,186	40,099

영업활동 현금흐름은 지속 흑자를 유지해오다가 2019년도 적자로 전환하였음. 2019년도에 기타유동자산 선급금이 증가하였고 기타유동부채인 분양선수금이 감소하여 적자로 전환하였으나, 2020년도 다시 흑자로 전환하였음.

투자활동 현금흐름은 2017년 금융상품 증가와 관계기업 투자자산 증가로 인하여 큰폭의 마이너스를 기록하였고, 이후 단기금융상품, 단기/장기 대여금의 증가로 인해 지속 적자를 유지하고 있음.

재무활동 현금흐름은 2016년도부터 2018년도까지 지속적인 차입금 상환으로 인해 마이너스를 기록하였다가, 2019년과 2020년도에 장기차입금 증가로 흑자로 전환하였음.

#### 4. 주요 리스크

동사는 2021년 1분기말 기준 부채비율 76%에 순현금상태이며, 현금 1,318억 원과 건물+투자부동산 장부가액 기준 약 86억원을 보유한 회사이기에, 재무적 리스크는 낮지만, 아래와 같은 리스크 요인이 주가 하락으로 인한 투자수익률 부진으로 이어질 수 있음.

##### 4.1 코로나19 재확산으로 인한 건축공사 지연 리스크

코로나19가 재확산되어 건축공사가 지연될 경우, 동사의 도급공사 및 분양공사 매출액 인식시점이 지연될 수 있음. 이에 따라 단기적으로 영업현금이 감소하고, 매출액 감소에 따른 수익성 저하가 발생할 수 있음.

##### 4.2 주택미분양률 증가 리스크

동사는 자체분양사업(GPM 30%수준)에서 이익이 높게 나는 가운데, 역사적으로 최저점을 기록한 주택미분양률이 다시 반등하게 될 경우, 자체분양사업 부문 매출액과 이익이 감소하게 될 수 있음.

#### 5. 자문 결론

서한은 1) 사업: 건설도급 사업부문, 계약잔액 증가로 인하여 매출액 성장이 기대되며, 자체분양 사업부문, 동사의 분양지역거점 확대와 역사적 낮은 주택미분양률로 실적의 호조가 기대됨. 2) 크레딧: 건설회사임에도 부채비율이 76%로 낮으며, 순현금상태이고, 현금 1,318억원과 건물+투자부동산 장부가액 기준 약 86억원을 보유한 회사이기에 재무적으로 안정적임.

이에 서한은 신주인수권부사채 투자에 적합함.