

히림 (037440)

건축설계업에 부는 양극화의 바람

▶ Investment Point

국내 건축설계업내 양극화 과정에서 고성장 기록중이며, 해외시장에서도 괄목할만한 수 주성과를 보여 최근 경기침체에도 불구하고 매출 및 이익이 성장하고 있음. 뛰어난 재무 안정성 및 주주환원정책으로 불황기에 투자매력이 더 부각되고 있음.

1) 국내 건축설계업내 양극화 심화로 매출/이익 성장

건축 프로젝트가 복합화, 대형화 됨에 따라 건축사사무소도 기업화 / 대형화가 요구되고 있으며, 동사는 시장의 변화에 적합한 전략을 구사하며 성장해왔음.

3개년(08~10) Sales CAGR 22%, Adj. EPS CAGR 26%

2) 해외에서도 통하는 경쟁력 - 수주 급성장

적극적으로 추진해온 해외사업 성과가 2007년부터 본격적으로 결실을 맺기 시작해 베트남, 아제르바이잔, 두바이 등지에서 연간 500억원 이상 수주를 올리고 있으며 대다수의 발주처가 자금력이 풍부한 국영기업 및 개발업체들로서 경기위축에 의한 수주 급감가능성은 낮음.

3) 불황속에 빛나는 재무안정성, 주주환원정책

무차입경영 상태의 안정적 재무구조는 불황을 견뎌나갈 원동력이 되고 있으며 성장을 위한 설비투자부담 또한 크지 않아 고배당 등 주주환원정책 유지 가능함.

▶ Valuation

목표주가는 DCF로 산출한 13,000원, 투자의견 BUY (상승여력 56.3%)

09년 Implied PER 11.3배로 Valuation부담 크지 않음.(3년 Adj. EPS CAGR 26%)

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

항목/결산기	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
매출액	91	120	160	191	219	249	279
증가율(%)	20.3	31.3	32.8	19.4	14.8	13.7	12.1
영업이익	5	12	17	20	23	26	29
영업이익률(%)	5.2	10.3	10.8	10.4	10.5	10.4	10.4
EBITDA	6	14	19	22	25	29	32
EBITDA이익률(%)	6.7	11.9	12.2	11.6	11.6	11.5	11.4
순이익	3	9	16	16	18	20	23
EPS(원)	258	671	1,178	1,147	1,320	1,480	1,657
DPS(원)	400	500	400	500	600	700	800
P/E(x)	11.9	12.5	7.1	7.3	6.3	5.6	5.0
EV/EBITDA(x)	6.0	7.1	5.1	4.2	3.4	2.8	2.3
P/B(x)	1.5	2.7	2.1	1.8	1.5	1.3	1.1
ROE(%)	10.8	22.7	30.7	25.3	24.8	23.9	23.3
배당수익률(%)	13.1	6.0	4.8	6.0	7.2	8.4	9.6

자료: 유진투자증권

Analyst **백재욱**
☎ 02) 368-6131
✉ bjwism@eugenefn.com

Junior Analyst **김원기**
☎ 02) 368-6647
✉ wkkim@eugenefn.com

19 January 2009

BUY (신규)

Initiation

13,000원

Target Price & Expected Return

목표주가 (12M)	13,000원
현재가 (1/15)	8,320원
예상 주가상승률	56.3%

Trading Data

시가총액	1,116억원
비중 (KOSPI내)	0.02%
발행주식수	13,409천주
52주 최저가 / 최고가	6,454 - 10,200원
3개월 일평균거래대금	26억원
외국인 지분율	5.8%
주요주주지분율	
이영희의 8인	56.0
국민연금공단	6.7

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률	10.6	(1.5)	2.8
KOSPI대비 상대수익률(%)	14.6	24.9	39.2

Price Trend



your best
partner

유진투자증권



EUGENE
your best
partner.



2
0
0
9
己
丑
年

Contents

03 I. Valuation

05 II. 투자포인트

- II-1. 국내 건설설계업내 양극화 심화
- II-2. 적극적 해외진출을 통한 성장 도모
- II-3. 안정적 재무구조 및 주주환원정책

16 III. 위험요인

- III-1. 수주둔화시 수익성 악화 우려
- III-2. 협상력 열위로 불황시 마진 압박 우려

18 IV. 회사개요 및 수익추정내역

- IV-1. 사업영역 및 연혁
- IV-2. 국내건축설계시장 규모
- IV-3. 국내 경쟁업체 현황
- IV-4. 매출 및 영업이익 추정내역

22 V. 재무제표

I. Valuation

투자의견 BUY, TP 13,000원,
현재가 대비 상승여력 56%

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13,000원을 제시한다. 현재가 대비 56%의 상승여력이 있다. 목표주가는 현금흐름할인모형(DCF)으로 산출하였으며, 주요 가정사항으로 Risk free rate 5%, Risk premium 6%, Beta 1.0, Terminal Growth 1%를 적용하였다. 경기둔화의 영향이 불가피하겠지만, 건축설계업내 양극화/기업화 추세가 지속되어 경기영향을 최소화시키면서 매출 및 이익이 안정적으로 성장가능할 전망이다.

〈표 1〉 DCF 산출내역

(단위 : 억원)

Fair Price-DCF		13,000		Forecast Period		8				
Current Price		8,320		Terminal Growth		1.0%				
DCF Model I	Fiscal Year	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sales		1,201	1,596	1,906	2,187	2,488	2,790	3,027	3,207	3,340
growth(%)			32.8%	19.4%	14.8%	13.7%	12.1%	8.5%	5.9%	4.2%
EBIT		124	172	198	230	258	290	289	282	270
growth(%)			38.8%	15.1%	15.7%	12.5%	12.2%	-0.2%	-2.5%	-4.2%
Margin(%)		10.3%	10.8%	10.4%	10.5%	10.4%	10.4%	9.6%	8.8%	8.1%
Tax rate(%)		30.2%	23.9%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
NOPLAT		87	131	150	174	196	220	219	214	205
Depr. & amort.		19	22	23	25	27	29	30	32	33
Gross Cash Flow		106	153	173	199	223	248	249	246	238
Net Working Capital inc(dec.)		65	92	39	34	48	43	41	27	20
Working Capital (begin)			157	249	288	322	370	413	454	481
Working Capital (end)		157	249	288	322	370	413	454	481	501
Capex		25	35	36	36	36	36	39	32	33
to Sales (%)—assumption			2.2%	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%
Investing Cash Flow			128	74	70	84	79	80	59	53
Free Cash Flow			25	99	129	139	169	169	187	185
Cost of Equity			11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Risk Free			5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Beta			1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Risk Premium			6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Cost of Debt			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Leverage(Liabilities/Asset)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
WACC			11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
Discount Factor			1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
NPV of FCF			721							
NPV of CV			816							
NOPLAT			207							
Terminal Growth			1.0%							
CV			1,880							
Enterprise Value			1,537							
Non-Operating Value			118							
Cash & equivalent			63							
Financial Goods			28							
Marketable securities			10							
Investment securities			17							
Debt			0							
Net Enterprise Value			1,655							
Equity Value			1,655							
No. of Shares(Common, thou.)			13,409							
Fair Price -DCF(treasury stock-burn up)			13,000							

자료: 유진투자증권

〈표 2〉 Sensitivity Analysis

(단위 : 원)

	WACC	Terminal Growth								
		0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
10.0%		13,573	13,573	13,573	13,608	13,644	13,680	13,715	13,751	13,787
10.2%		13,293	13,293	13,293	13,328	13,362	13,397	13,431	13,465	13,500
10.4%		13,025	13,025	13,025	13,058	13,092	13,125	13,158	13,191	13,225
10.6%		12,767	12,767	12,767	12,800	12,832	12,864	12,896	12,928	12,960
10.8%		12,520	12,520	12,520	12,551	12,582	12,613	12,644	12,675	12,707
11.0%		12,282	12,282	12,282	12,312	12,342	12,372	12,402	12,432	12,462
11.2%		12,052	12,052	12,052	12,082	12,111	12,140	12,169	12,198	12,227
11.4%		11,832	11,832	11,832	11,860	11,888	11,916	11,945	11,973	12,001
11.6%		11,619	11,619	11,619	11,646	11,674	11,701	11,728	11,756	11,783
11.8%		11,414	11,414	11,414	11,440	11,467	11,493	11,520	11,546	11,573
12.0%		11,216	11,216	11,216	11,242	11,267	11,293	11,319	11,345	11,370

자료: 유진투자증권

09년 PER 7.3배로서 이익성장성 감안하면 저평가 상태

목표주가 13,000원 기준 09년 Implied PER 11.3배로서 당사 유니버스 평균 PER 12.3배에 비해 높지 않은 수준이다. 현재가 기준 09년 PER은 7.3배로 시장대비로도 30%이상 할인을 받고 있다. 09년 당사 유니버스 평균 ROE가 8.1%, 09년 순이익증가율이 -0.9%인데 반해 동사의 09년 ROE는 25.3%, 순이익증가율(외화환산이익 제외기준) 18%, 08-10년 EPS CAGR 26%에 달해 수익성과 성장성을 감안하면 시장대비 프리미엄 부여도 가능한 종목이라고 판단한다.

〈그림 1〉 PER vs EPS Growth (배,%)



자료: 유진투자증권

〈그림 2〉 PBR vs ROE (배, %)



자료: 유진투자증권

II. 투자요인

II -1. 국내 건축설계업內 양극화 심화

프로젝트의 대형화/복합화로
건축사사무소 기업화 추세 -
프로젝트당 수주액
2004년 대비 3배로 성장

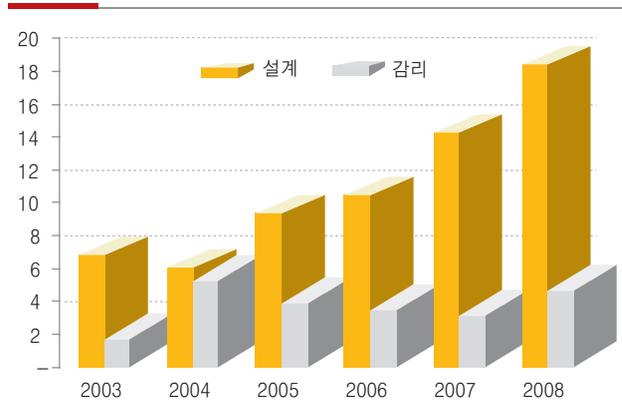
2000년대 들어 건축 프로젝트들이 복합화, 대형화됨에 따라 과거와 같이 단순한 기능을 가진 단일 건축물 설계보다는 주거, 상업, 문화, 환경 등을 복합적으로 고려한 건축설계가 요구되고 있다. 이러한 환경변화로 과거 소규모 건축사사무소 위주로 구성되어 있던 건축설계업內에 대형화/기업화하는 건축사사무소가 등장하기 시작했다. 한 프로젝트의 수행을 위해 사업기획, 건축디자인, 실내디자인, 조경디자인 등 다양한 분야의 인력이 필요하게 되면서 자연스럽게 건축사사무소간 규모에 따른 양극화 현상이 심화되고 있다. 동사는 기업화에 성공하면서 대형프로젝트의 수주가 증가하여 프로젝트당 수주금액이 2004년에 비해 2008년은 3배나 신장하는 모습을 보였다.

〈표 3〉 국내 건축사사무소 현황 (단위 : 개)

대표자 기준 사무소수	개인사무소	대표자 기준 사무소수	법인사무소
1인	5,062	1인	1,596
2인	122	2인	263
3인이상	13	3인	63
		4인	20
		5인이상	31
소계	5,197	소계	1,973
합계			7,170

자료 : 월간 건축사

〈그림 3〉 희림 프로젝트당 수주금액 추이 (단위:억원)



자료 : 희림

작가주의 건축의 쇠퇴하고
동사와 같이 기업화한 회사가
시장을 주도하고 있음 -
미국의 경우 상위 2% 회사가
전체수주의 34%를 점유

양극화를 심화시키는 또다른 원인으로 과거 김수근, 김중업 등으로 대표되는 한국 작가주의 건축가와 달리 최근 해외-특히, 미국-에서 공부하고 돌아온, Business Mind를 갖춘 경영진이 건축사사무소에 포진하면서 외형성장을 적극적으로 추구하는 회사들이 등장했다는 점이다. 세계 건축시장을 보면 유럽은 아직 거장이라 불리는 스타 건축가가 활약하는 시장인 반면, 미국은 SOM, HOK, KPF 등 기업화한 건축설계회사들이 시장을 주도하고 있다. 9.11사태로 무너진 WTC를 재건축하는 프로젝트도 당초 Daniel Liebeskind-현대산업개발 사옥, 해운대 우동 I'Park 기본설계한 유명 건축가-가 수행하려던 데에서 SOM-제2롯데월드 기본설계회사-으로 넘어간 것은 세계 건축시장의 기업화, 대형화 추세를 단적으로 보여주는 일례라 할 수 있다. 아직 일부에서는 상업용 건축물을 주로 설계하는 대형 건축사사무소를 폄하하는 견해들이 있지만, 현대건축이 더 이상 조형미와 역사, 문화 등을 강조하는 작가주의 건축만을 요구하고 있지 않음은 부인할 수 없는 사실이다. 동사도 2007년 경영권 교체를 계기로 기업화에 더욱 속도를 내고 있다.

〈표 4〉 미국 건축사사무소 현황

회사규모(건축사 수)	회사 비율	건축사 비율	수주금액 비중
1~9명	80%	25%	16%
10~19명	11%	14%	12%
20~49명	6%	19%	20%
50~99명	2%	15%	18%
100명 이상	2%	27%	34%

자료 : The American Institute of Architecture, 2006

기업화한 건축사사무소의
경쟁력은 '익명성'

최근 국내 건축설계시장에서 빠르게 성장하는 회사의 하나로 건원을 들 수 있다. 건원의 2006년 Workbook에서 CEO가 언급한 바에 따르면 회사성장의 가장 큰 경쟁력은 '조직의 힘-익명성'이라고 한다. 구조, 환경기술, 재료공학, 원가계산, 마케팅 등 분야의 전문가들이 프로젝트 초기 디자인 결정 과정에 함께 참여하게 되면서 유명 건축가 1인에 대한 의존도는 점점 작아지고 있다. 오히려 이름을 내세우지 않고 조직을 앞세우는 익명성이 건축사사무소내의 최대 미덕이라고까지 일컬어진다.

디자인 요소 중시현상
확산으로 건축설계의
부가가치 부각 -
네모상자 건축물 시대는
갔음

건축설계업내의 기업화 현상과 함께 또 하나 변화로 지적할 수 있는 것이 건축에 있어서 디자인 요소가 중시되고 국내건축사사무소의 위상이 많이 발전했다는 점이다. 서울시도 '디자인 서울'을 표방하면서 이제 더 이상 성냥갑 아파트는 허용하지 않겠다는 방침을 밝힌 바 있고, 정부도 2008년 건축기본법 제정과 함께 '국가건축정책조정위원회'를 출범하면서 정책적으로 건축 디자인 분야를 육성/지원하기 시작했다. 주변에 지어지는 건축물을 보더라도 과거와는 사뭇 다른 모습이다.

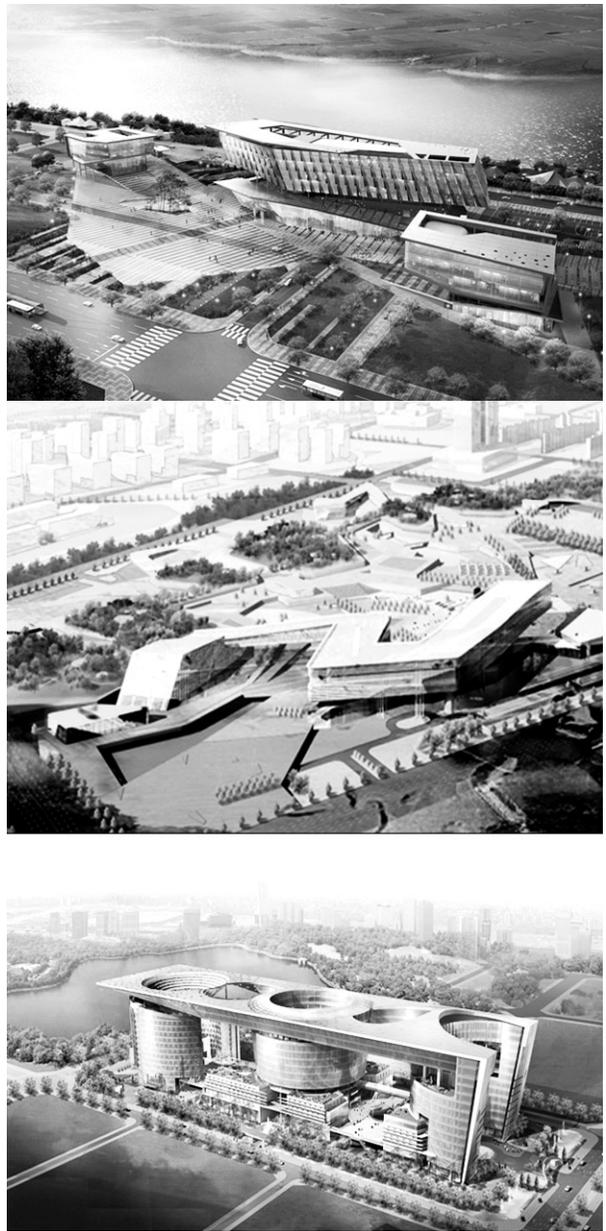
과거 대규모 상업빌딩의 경우 기본설계나 Concept Design을 외국의 유명 건축가에게 맡기는 사례가 많았다. 아직도 그런 현상이 남아있지만, 이는 단순히 디자인 경쟁력 격차에서 비롯되었다기 보다는 마케팅 효과 때문에 외국 건축가를 선호한다고 볼 수 있으며, 국내 건축사사무소들의 디자인 경쟁력은 상당히 향상되어 기본설계까지 국내사들이 담당하는 경우가 많아졌다.

〈그림 4〉 1970년대 희림 설계 건축물



자료 : 희림 (위에서부터) - 제일은행 본점, 한국은행 강남별관, 대투증권 본사

〈그림 5〉 2000년대 희림 설계 건축물



자료 : 희림 (위에서부터) - 행복도시 시청사, 충북도청사, 베트남 공안부

한국 건축설계업의 발전을
방증하는 법령의 변화 -
설계비는 공사비의 3%
수준 유지

국내 건축사사무소의 위상변화를 간접적으로 확인할 수 있는 사례의 하나로 최근 건축사법 개정내용을 꼽을 수 있다. 기존 법령에서는 건축사와 건축주간에 협의로 약정할 수 있는 용역의 범위와 그 대가기준을 국토해양부 장관이 정하여 고시토록 하였다. 이는 경쟁에 의한 덤핑 등 불공정 거래행위를 막고, 건축 설계 및 공사감리 수준이 저하될 수 있다는 우려와 함께 상대적으로 약자인 건축사에게 적정 수익을 제공하는 효과도 있었다. 하지만 이 기준이 대형 설계사간의 경쟁억제와 담합 수단으로 악용될 소지가 있다는 문제가 제기됨에 따라 민간부문의 건축사 용역에 대해서는 동 대가기준을 폐지하는 개정안을 발의하여 국회의결을 거쳤고 2009년 3월부터 시행될 예정이다. 다만, 건축사의 건전한 육성과 설계 및 공사 감리의 품질을 보장하기 위하여 공공에서 발주하는 용역에 대해서는 적정 대가기준을 따로 고시하기로 하였다. 건축설계 및 공사감리 수준 저하 우려보다는 이제 경쟁억제를 위한 담합이 더 큰 우려로 대두 되었다는 것은 그만큼 건축사사무소들이 발전을 했다는 방증이라고 볼 수 있다.

〈표 5〉 건축사 용역의 범위와 대가기준 (개정전 기준, 단위 : %)

공사비 도서의양	종 별	제 3종(복잡)			제 2종(보통)			제 1종(단순)		
		상급	중급	기본	상급	중급	기본	상급	중급	기본
5000만원		11.83	9.86	7.88	10.75	8.96	7.17	9.68	8.06	6.45
1억원		11.11	9.26	7.41	10.10	8.42	6.74	9.09	7.58	6.06
2억원		8.87?	7.39	5.91	8.06	6.72	5.38	7.26	6.05	4.84
3억원		8.09?	6.74	5.39	7.36	6.13	4.90	6.62	5.52	4.41
5억원		7.58?	6.31	5.05	6.89	5.74	4.59	6.20	5.17	4.13
10억원		6.48?	5.40	4.32	5.89	4.91	3.93	5.30	4.42	3.54
20억원		5.97?	4.97	3.98	5.42	4.52	3.62	4.88	4.07	3.25
30억원		5.76?	4.80	3.84	5.23	4.36	3.49	4.71	3.92	3.14
50억원		5.65?	4.71	3.77	5.14	4.28	3.42	4.62	3.85	3.08
100억원		5.50?	4.59	3.67	5.00	4.17	3.34	4.50	3.75	3.00
200억원		5.33?	4.44	3.56	4.85	4.04	3.23	4.36	3.64	2.91
300억원		5.29?	4.41	3.53	4.81	4.01	3.21	4.33	3.61	2.89
500억원		5.19?	4.32	3.46	4.72	3.93	3.14	4.24	3.54	2.83
1000억원		5.10?	4.25	3.40	4.63	3.86	3.09	4.17	3.47	2.78
2000억원		5.03?	4.19	3.35	4.57	3.81	3.05	4.11	3.43	2.74
3000억원		4.95?	4.13	3.30	4.50	3.75	3.00	4.05	3.38	2.70
5000억원		4.88?	4.07	3.26	4.44	3.7	2.96	4.00	3.33	2.66

자료: 법제처

규모의 경제 효과 -
인력업체최대로 영업경쟁력
발휘

건축사사무소가 설계용역을 수주하는 방식은 현상설계, 턴키, PF, 수의계약 등으로 나뉘어진다. 모든 계약에 있어 가장 중요한 요소는 디자인 경쟁력을 포함한 건축사사무소의 설계역량이겠지만, 비슷한 규모의 건축사사무소간 설계역량이 크게 차이나지 않는 경쟁관계에 있어서는 낙찰여부를 결정하는 심사위원을 대상으로 한 영업력도 경쟁력의 한 요소로 작용한다. 이런 점에서 인력을 많이 보유한 회사의 영업력이 아무래도 크다고 볼 수 있다. 동사는 전체 인력뿐 아니라 설계인력규모 면에서도 업계 최상위 권에 속한다.

〈표 6〉 주요 건축사사무소 인건비 비교 (단위 : 억원)

기업명	2005		2006		2007	
	금액	순위	금액	순위	금액	순위
삼우종합건축	221	3	328	2	445	1
동명기술공단	373	1	398	1	426	2
희림종합건축	238	2	327	3	410	3
공간종합건축	0	0	151	5	187	4
휴다임건축	89	6	127	6	170	5
해안종합건축	0	0	118	7	164	6
한맥기술	0	0	99	10	112	7
신화엔지니어링종합건축	0	0	113	9	105	8
토펙엔지니어링건축	93	5	114	8	103	9
하우드엔지니어링종합건축	0	0	0	0	83	10
도원엔지니어링건축	0	0	52	12	71	11
상지엔지니어링건축	0	0	0	0	59	12
정일엔지니어링종합건축	0	0	0	0	40	13
정림건축	135	4	167	4	31	14

주 : 희림과 유사한 성격의 건축사 사무소
자료 : Kisline

〈표 7〉 주요 대형 건축사사무소 설계인력 비교 (단위 : 명)

회사	설계	감리	총계
	평균인원	평균인원	평균인원
희림	494	476	970
건원	326		326
공간	229	144	373
무영	304		304
삼우	402	304	789
정림	237	128	411

주 : 연구본부, 사업기획본부, 경영지원본부/임원실 제외
자료 : 업계자료 (2008년 상반기 기준)

양극화 속에서 가장
성공적으로 자리잡은 희림

이상에서 국내 건축설계업내 기업화/대형화가 진전되면서 규모에 따른 양극화가 심화되고 있음을 살펴 보았다. 동사는 이런 양극화 과정에서 가장 성공적으로 자리매김한 회사중의 하나이다. 최근 몇 년간 매출 및 이익 양쪽에서 고루 성장을 기록하였다. 업계에서 성장성과 수익성을 동시에 달성한 거의 유일한 회사로서 아주 높이 평가할만하다.

〈표 8〉 건축사사무소 매출액 순위 (단위 : 억원)

기업명	2005		2006		2007	
	금액	순위	금액	순위	금액	순위
삼우종합건축	932	2	1,225	1	1,561	1
희림종합건축	760	4	915	2	1,201	2
동명기술공단	767	3	878	3	941	3
한미파슨스	0	0	0	0	802	4
건원	490	7	652	4	686	5
공간종합건축	0	0	573	5	589	6
한국건설관리공사	457	9	475	8	582	7
포스에이씨종합감리건축	459	8	528	6	578	8
해안종합건축	218	17	333	14	556	9
무영종합건축	334	12	466	9	525	10
휴다임건축	190	20	271	19	487	11
동우이앤씨건축	321	13	325	15	381	12

주 : 희림과 유사한 성격의 건축사 사무소
자료 : Kisline

〈표 9〉 건축사사무소 영업이익순위 (단위 : 억원)

기업명	2005		2006		2007	
	금액	순위	금액	순위	금액	순위
해안종합건축	20	13	35	8	131	1
희림종합건축	61	4	47	6	124	2
포스에이씨종합감리건축	90	2	105	1	110	3
휴다임건축	21	12	54	4	80	4
한미파스스	0	0	0	0	72	5
아이티엠코퍼레이션	0	0	15	19	47	6
신화엔지니어링종합건축	55	5	28	11	45	7
동우이앤씨건축	38	8	33	9	45	8
청우종합건축	0	0	0	0	39	9
삼우종합건축	11	19	14	24	38	10
간삼파트너스종합건축	16	15	25	12	37	11
동명기술공단	46	7	43	7	34	12

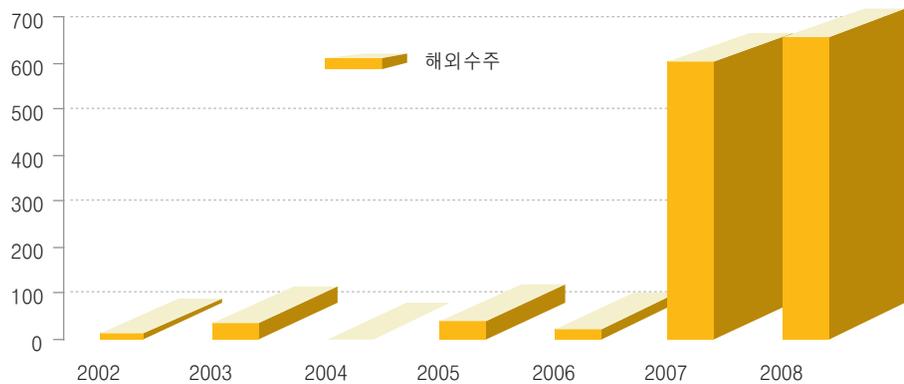
주 : 희림과 유사한 성격의 건축사 사무소
 자료 : KISLINE

II -2. 적극적 해외진출을 통한 성장 도모

적극적 해외진출 노력으로
2007년부터 해외수주 폭발적
성장

동사는 90년대 후반부터 해외진출을 준비해왔다. 오랜 기간 준비해 온 결과 2007년부터 본격적인 결실을 맺고 있다. 2006년 27억에 불과하던 해외수주가 2007년 602억원을 기록한 데 이어 2008년에도 글로벌 경기 침체가 진행되는 가운데서도 657억원의 수주를 시현하였다.(해외건설협회 집계 기준) 국내 타회사들과는 달리 Risk를 어느 정도 감수하며 수익성이 더 좋은 해외로 일찍 눈을 돌려 새로운 성장의 축을 마련했다. 2008년 설계수주의 약 25%, 설계매출의 29%를 해외에서 달성하였다. 발주처로부터 혁신적인 디자인에 대해 부가가치를 인정받고 있어 프로젝트당 설계용역금액도 국내보다 더 크고, 수익성도 양호한 매력적인 시장이다.

〈그림 6〉 희림 해외수주 추이 (단위 : 억원)



자료: 희림

글로벌 경기둔화 속에서도
해외수주 급격히 감소할
가능성은 낮음

2007년부터 본격적인 해외수주성과가 나타나기 시작했으나, 2008년 하반기부터 빠르게 글로벌 경기가 둔화되면서 2009년에 수주성장세를 유지할 수 있을까 다소 의문시되는 상황이다. 하지만 전년수준의 해외수주는 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 베트남, 이란, 아제르바이잔 등의 공공발주가 여전히 이어지고 있는 상황이고, 침체로 접어든 두바이를 대체해 아부다비가 새로운 시장으로 떠오르고 있으며, 그 외 중동, 아프리카 지역 추가 진출을 계획하고 있어 그간 동사가 보여준 경쟁력을 감안할 때 수주 급감 가능성은 낮다고 판단한다. 또한 기존에 수행한 베트남, 예멘 등지의 마스터플랜 용역이 본격적으로 개발에 착수되면 후속 수주도 기대할 수 있다.

〈표 10〉 희림 해외프로젝트 수주 현황

(단위 : 억원)

NO.	년도	발주국	프로젝트명(국문)	계약일	계약금액
1	02	CHN	서안 자미이상도시	02/07/08	9.17
2002년				계약금액	9.17
2	03	CHN	청도 천희국제촌	03/05/24	9.89
3	03	CHN	하얼빈 야부리 스키 리조트	03/12/08	9.06
4	03	CHN	서안 중심상무지역(CBD) 마스터플랜	03/12/23	4.30
5	03	ALG	알제리 골든 빌리지 주상복합	03/12/26	11.90
2003년				계약금액	35.15
6	05	CHN	중국 한국문화성 개발사업	05/03/10	5.38
7	05	VIE	베트남 SAIDONG 뉴타운 설계	05/07/28	1.80
8	05	VIE	베트남 전력청 운영통신센터 설계 자문 계약 용역	05/11/09	31.34
2005년				계약금액	38.51
9	06	RUS	러시아 하바로브스크 마스터플랜	06/05/02	0.70
10	06	UAE	두바이 스포츠시티 오피스 타워 시축사업	06/05/30	14.36
11	06	KAZ	카자흐스탄 알마티 아타켄트 마스터플랜	06/07/13	1.50
12	06	VIE	베트남 하노이 Tay Ho Tay지구 개발사업	06/07/29	2.62
13	06	CHN	중국 상해 가정지구 마스터플랜 작업	06/09/27	1.60
2006년				계약금액	20.78
14	07	VIE	베트남 하노이 휘닉스호텔 신축공사 설계용역	07/02/16	19.20
15	07	YEM	예멘 아노르 씨티 오브 라이트 설계용역	07/02/16	23.51
16	07	UAE	두바이 B-Bay S-Tower 설계 및 감리용역	07/02/23	18.00
17	07	CHN	중국 심양시 서탑타운 재개발(설계) 프로젝트	07/03/14	1.00
18	07	CAM	캄보디아 프놈펜 주거단지 신축공사 설계용역	07/07/12	32.80
19	07	VIE	베트남 하노이 메찌지구 masterplan 계획 설계용역	07/07/14	7.40
20	07	VIE	경남 하노이 랜드마크 타워 신축공사 설계용역	07/08/07	120.36
21	07	DJI	지부티 마스터플랜	07/08/26	11.30
22	07	AZE	아제르바이잔 바쿠 7성호텔	07/08/27	154.94
23	07	AZE	아제르바이잔 석유성 신축공사	07/09/12	72.49
24	07	KAZ	카자흐스탄 고골라 지역 사업성 분석을 위한 설계용역	07/09/15	2.85
25	07	UKR	우크라이나 키예프 주거시설 프로젝트	07/09/17	6.51
26	07	AZE	아제르바이잔 크레센트 플레이스 복합빌딩	07/09/25	86.12
27	07	VIE	베트남 달랏 플라워시티 프로젝트	07/10/25	0.40
28	07	CAM	캄보디아 프놈펜 북부 신도시 사업기획 용역 마스터플랜 설계용역	07/11/06	0.80
29	07	RUS	러시아 사할린 오피스 빌딩 설계용역	07/11/06	27.92
30	07	KAZ	카자흐스탄 알마티 주거단지 신축공사	07/01/19	16.80
2007년				계약금액	602.41
31	08	SYR	시리아 복합단지 마스터플랜	08/01/21	5.16
32	08	VIE	베트남 5성급 호텔 콤플렉스 프로젝트 설계 및 감리용역	08/01/31	133.09
33	08	CHN	STX방지산개발(대련)유한공사 STX주거단지 마스터플랜 기본계획설계	08/02/25	20.54
34	08	UAE	"두바이 마잔 주거개발 프로젝트(두바이 마잔 미진 5지구 개발계획)"	08/06/02	99.00
35	08	USA	미국 LA 공동주택 신축공사 설계용역	08/06/16	48.63
36	08	AZE	Crescent City in Baku, Azerbaijan	08/07/28	30.64
37	08	VIE	Tay Ho Tay Development Projcet	08/08/12	40.70
38	08	UAE	두바이 City of Arabia 설계 및 감리용역	08/09/08	58.98
39	08	UAE	saadiyat marina 주거빌딩 설계용역	08/10/13	92.51
40	08	UAE	두바이 워터프론트 프로젝트	08/11/04	27.20
41	08	VIE	베트남 외교부청사	08/11/13	97.26
42	08	AZE	카발라 리조트 마스터플랜 설계용역	08/12/16	3.38
2008년				계약금액	657.08
총계					1,346.31

자료: 희림

해외에서도 인정받는 경쟁력
- 10위권에 자리매김

동사의 해외진출시 국내 대형건설사와 동반하여 수주하는 경우보다 해외 발주처로부터 직접 수주하는 사례가 더 많아 건설사에 의존하는 영업이 아니라 독자적으로 경쟁력을 해외로부터 인정받고 있다. 올해초 해외건축저널 'Building Design'의 건축설계회사 순위평가에서 각 부문 10위권 내외에 자리하면서 글로벌 건축설계회사로 성장하는 모습을 확인시켜 주었다.

〈표 11〉 글로벌 건축설계회사 평가순위

2009 Architecture Top 100				
Rank 2009	Rank 2008	Company	Country	Fee Income US\$
1	1	Nikken Sekkei	Japan	325m
2	4	Aedas	UK	299m
3	5	Foster & Partners	UK	280m
4	3	Genster	USA	239m
5	2	HOK	USA	226m
6	8	RTKL Associates	USA	186m
7	7	HKS	USA	181m
8	9	Atkins	UK	167m
9	15	Perkins & Will	USA	146m
10	14	NBBJ	USA	Over 143m
11	10	BDP International	UK	143m
12	18	Heerim Architects	South Korea	133,3m
13		P&T Architects & Engineers	China	120m
14	11	RMJM	UK	115m
15	13	DLR Group	USA	113m
16	17	Perkins Eastman	USA	112,5m
17	19	Cannon Design	USA	110m
18	20	Nihon Sekkei	Japan	104m
19		Stantec Architecture	Canada	100m
20		Callison	USA	96m

2008 Profit Top 10		
Rank	Company	Profit US\$
1	Adeas	\$84m
2	Tabanlıoğlu	\$55m
3	DAR	\$50m
4	Dewan Architects	\$20m
4	P&T Architects	\$20m
6	Chapman Taylor	\$18m
7	Heerim Architects	\$17,7m
8	Perkins & Will	\$16m
8	RMJM	\$16m
10	Ellerbe Becket	\$12,8m

자료: Kisline

Creative Staff Top 100				
Rank 2009	Practice Name	Country	Number Of Other Creative Staff 2008	Number Of Other Creative Staff 2007
1	Atkins	UK	14,099	13,400
2	IBI Group	Canada	2,024	
3	Gensler	USA	1,893	1,094
4	HOK	USA	1,586	752
5	Keo International Consultants	Kuwait	1,286	1,026
6	Nikken Sekkei	Japan	1,228	582
7	Heerim Architects	South Korea	970	
8	Perkins & Will	USA	875	484
9	RTKL Associates	USA	788	365
10	Aedas	UK	738	579

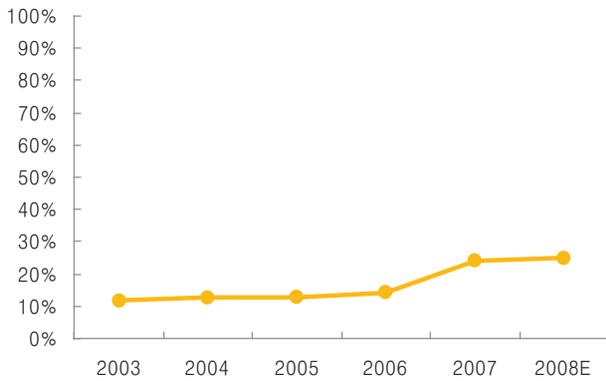
자료: Building Design, 업계자료 재인용

II-3. 안정적 재무구조 및 주주환원 정책

불황을 견딜 수 있는 원동력 -
무차입경영, 낮은 주거 비중

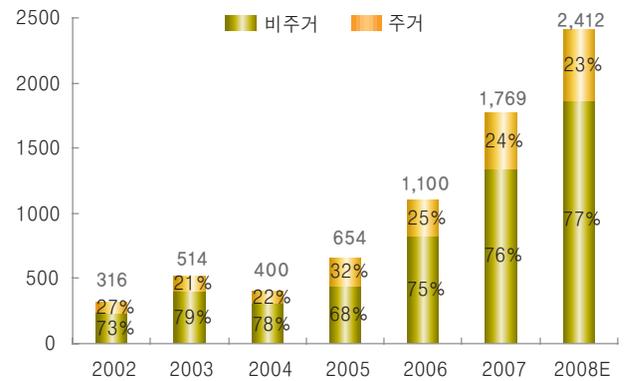
동사의 08년 3분기말 부채비율은 24.7%에 불과하고, 무차입 상태를 유지하고 있어, 최근 건설불황과 금융시장이 경색되는 가운데에서도 재무위험은 아주 낮은 수준이다. 발주처가 대형건설사 또는 주택공사, SH공사 등 공공기관의 비중이 커 매출채권에서 대손이 발생할 위험은 그리 크지 않아 보인다. 일부 민간 설계공사에서 매출채권이 일시적으로 증가했지만 동사에 설계를 맡기는 민간 프로젝트들은 미분양을 양산하는 지방 주택사업과는 다소 거리가 있다. 아울러 설계프로젝트에서 주거와 비주거의 비중이 약 25 : 75 정도로서 비주거의 비중이 높아 주택경기 침체에 따른 대규모 대손 발생가능성은 크지 않다고 할 수 있다.

<그림 7> 희림 부채비율 추이



자료 : 사업보고서

<그림 8> 설계 수주 주거/비주거 비중 추이 (단위: 억원, %)

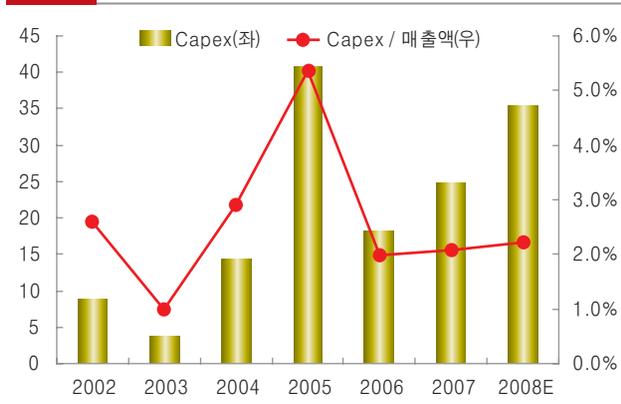


자료 : 희림

성장을 위한 설비투자부담이
크지 않아 고배당 등
주주환원정책 가능

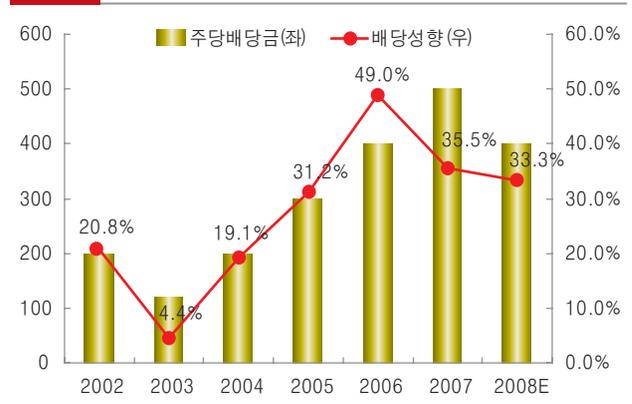
건축설계회사의 가장 중요한 자산은 인력이다. 따라서 성장을 위한 설비투자 부담이 다른 업종에 비해 현저히 작다. 굳이 투자 Needs를 꼽자면 해외성장을 도모하기 위해 해외 설계JV설립, 건축설계회사 M&A 등에 일부 투자가 예상되나 규모는 크지 않을 것으로 전망한다. Capex가 매출액에서 차지하는 비율은 2% 내외로서 상당히 낮은 수준이다. 07년 매출원가 977억원중에서 직접인건비, 외주가공비, 복리후생비, 여비교통비 등 인력관련비용이 90% 정도를 차지한다. 따라서 회사가 벌어들이는 영업현금은 상당부분 배당금 등 주주환원정책을 위한 재원으로 쓰일 수 있다. 2005년이후 동사는 배당성향을 30% 이상 수준을 유지해오고 있으며, 08년말 주식배당 2%를 결의하는 등 주주환원정책에도 적극적인 노력을 기울이고 있다. 이러한 주주환원정책은 향후에도 지속가능할 전망이다.

〈그림 9〉 Capex/매출액 추이 (단위: 억원, %)



자료 : 사업보고서

〈그림 10〉 배당성향 추이 (단위: 원,%)



자료 : 사업보고서

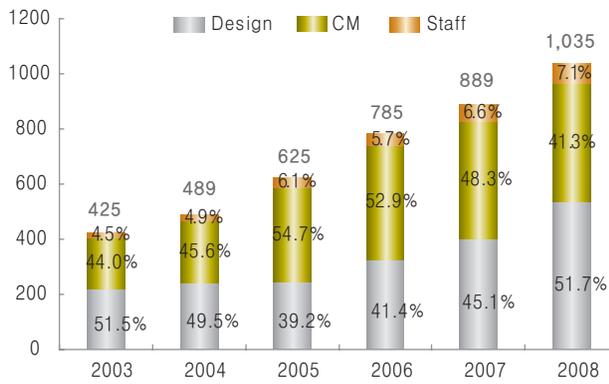
III. 위험요인

III-1. 수주 둔화시 인건비 부담으로 수익성 악화 가능성

대대적 인력확충이후
수주둔화시
인건비 부담으로 수익성
악화 가능성 있음

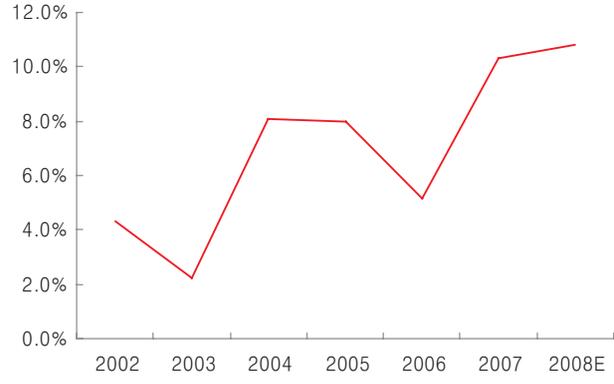
최근 급격한 경기침체로 수주둔화가 우려되는 상황이다. 인력을 대대적으로 확충한 이후 수주가 둔화되어 인건비 부담증가로 인해 수익성이 악화될 가능성이 있다. 하지만 동사는 인력규모를 탄력적으로 운영해나갈 방침이며, 우수인력 유치 및 인력효율성 제고를 목표로 하고 있기 때문에 인력증가에 의한 수익성 악화 우려는 크지 않은 편이다. 현재 인력이 증가하는 모습도 계속된 총원인 아닌 인력교체를 병행하는 가운데 순증을 기록하는 상황이어서 향후 경기둔화가 심화될 경우 인력축소운영을 통해 경기에 대응해나갈 수 있을 것으로 예상된다.

〈그림 11〉 희림 인력규모 추이 (단위 : 명)



자료 : 희림

〈그림 12〉 희림 영업이익률 추이



자료 : 사업보고서

III-2. 발주처 상대 협상력 열위로 불황시 마진 압박 가능성

발주처 상대 협상력 열위로
불황시 마진 압박가능성
있으나 경쟁력 확보를 통해
극복해가고 있음

전통적으로 건축사사무소는 발주처인 건축주에 대해 협상력이 상대적으로 열위를 보였다. 건축사법에서도 건축사 육성 및 적정 설계/감리 품질 유지를 위해 건축사 용역대가기준을 만들어 고시해왔다. 불황시 발주처의 마진압박 가능성은 있으나, 최근 건축사법 개정에서 담합 부작용을 우려해 민간 용역대가기준을 폐지한 것에서 대형 건축사사무소의 경쟁력(협상력)이 과거에 비해 향상되었음을 확인할 수 있고, 실적추이를 보더라도 수익성 악화 우려는 크지 않은 편이다. 현재는 수의계약과 사업 제안 방식의 수주가 많지만 향후 건축설계시장에서 경쟁이 좀더 치열해지면서 현상설계 수익성이 다소 악화될 가능성은 배제할 수 없다.

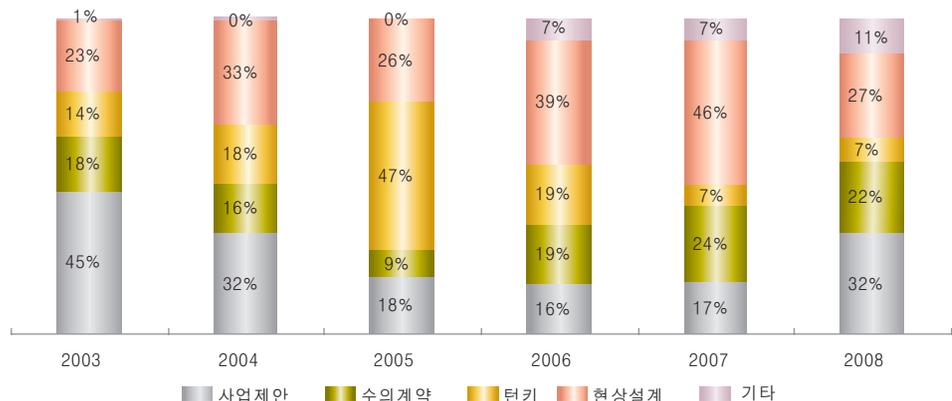
〈표 12〉 주요 국내 프로젝트 발주처 현황

(단위 : 명)

구분	발주처	Project 명	계약금액
관급	교육과학기술부	국립대구과학관 건축설계경기	21.0
	쌍용건설, 동부건설, 협성종합건설, 동성산업	기술보증기금TK	23.8
	에스에이치공사	우면2지구 아파트 설계경기	27.4
	현대건설, 한진중공업건설부문, 동양건설산업	육군종합행정학교 이전사업 T/K 실시설계	38.2
	신동아건설	국군체육부대 이전사업 시설공사 T/K	42.9
민간	에스에이치공사	세운상가4구역 도시환경정비사업 국제지명현상	53.2
	알비디케이	경기도 남양주 화도읍 도시개발사업	56.0
	송도국제도시개발(유)	송도신도시 D13,D14-1,D15 블록 공동주택	61.1
	리드웨이	평택 후사리 공장단지 개발사업	65.0
	송도국제도시개발(유)	송도신도시 B2 블록 주거복합	69.3
	문화방송	상암동 MBC신사옥 건립공사 설계	72.5
	부평1구역조합설립추진위원회	부평1구역 도시환경정비사업	74.3
	대원기획	금천구 시흥동 복합건물 설계경기(대한전선부지)	90.0
	아키에스	Thalassopolis Resort Complex (TRC)신축설계	98.5
	천지인알씨엠	시흥시 은행 재정비축진지구 설계	150.0

자료: 사업보고서, 유진투자증권 정리

〈그림 13〉 수주방식별 수주비중 추이



자료: 희림

IV. 회사개요 및 수익추정 내역

IV-1. 사업영역 및 연혁

건축설계 및 감리 전문회사

동사는 1970년 희림건축설계사무소로 설립되어 1985년 종합건축사사무소로 등록하였으며, 건축설계 및 감리부문 국내 선두업체중의 하나이다. 사업기획에서부터 건축물의 기획설계, 기본설계, 실시설계 등의 설계분야와 건설프로젝트 전반을 관리하는 CM(Construction Management)분야, 설계나 시공과정을 감독하는 감리분야 등의 사업을 영위하고 있다.

〈표 13〉 희림 사업영역

설계 Division		CM / 감리 Division
사업기획		CM
건축디자인	기초설계	기획 및 타당성 검토용역
	계획설계	계약 및 입찰관리 대행용역
	기본설계	설계관리 용역
	실시설계	공사관리 용역
실내디자인	기술 CM 용역	
조경디자인		감리
리모델링		설계감리
도시설계 및 단지계획		공사감리
친환경설계		설계변경관리
PCP(Project Coordinating Planning)		기성 및 준공검사

자료: 희림

〈표 14〉 희림 연혁

구분	회사 연혁
1970-01-10	희림 건축설계사무소 설립
1985-06-30	종합건축사사무소 등록
1989-11-28	(주) 희림종합건축사사무소로 법인 전환
1996-04-08	종합감리전문회사 등록
1997-03-28	ISO 9001 인증 취득
2000-02-03	KOSDAQ 등록
2005-11-14	베트남 하노이지사 설립
2007-05-01	아랍에미리트 두바이지사 설립
2007-07-09	아제르바이잔 바쿠지사 설립
2008-04-30	베트남 호치민 출장소 설립

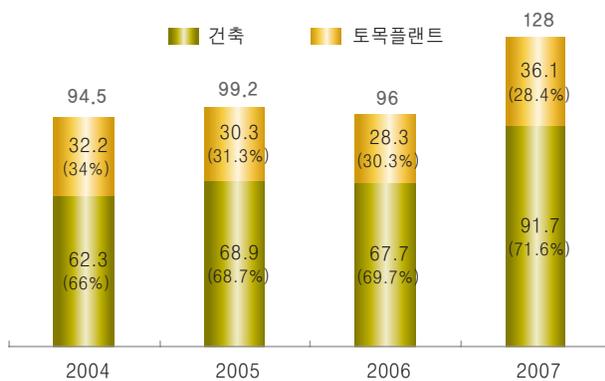
자료: 사업보고서

IV-2. 국내 건축설계시장 규모

국내 건축설계시장 규모는
2.7조원으로 추정

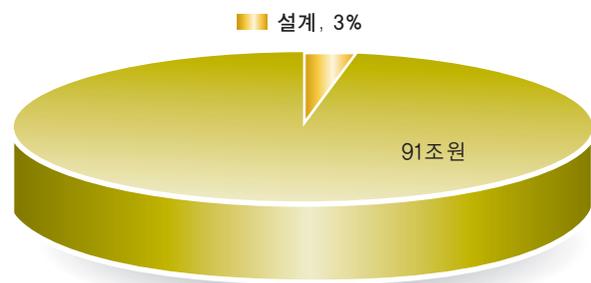
국내 건축수주시장 규모는 연간 90조원 내외이다. 통상 설계비가 시공금액의 3% 정도를 차지하므로 국내 건축설계시장 규모는 약 2.7조원 규모로 추정된다. 동사의 국내 설계시장 점유율은 약 6.5%로서 선두권에 속한다.

〈그림 14〉 국내 건설수주 시장규모 (단위: 조원)



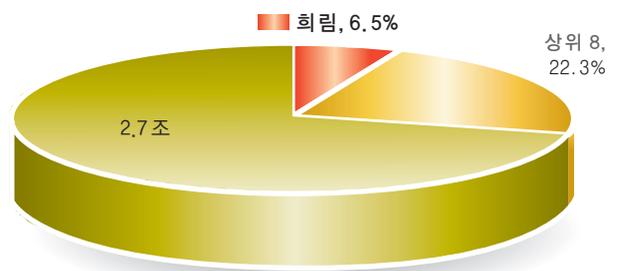
자료 : 희림

〈그림 15〉 건축시장내 설계비중



자료 : 희림

〈그림 16〉 설계시장 점유율



자료 : 희림

IV-3. 국내 경쟁업체 현황

건축설계업의 유일한 상장사

종합건축사사무소중 유일하게 상장된 업체로서 외형과 디자인 경쟁력 측면에서 어깨를 나란히 하는 회사들은 5-6개사에 불과한 실정이다. 아직 대표 건축가에 의존하는 소형 건축사사무소의 숫자가 다수를 차지하고 있다.

〈표 15〉 국내 건축업체 현황 (매출액 순)

(단위 : 억원)

기업명	2006		2007	
	금액	순위	금액	순위
삼우종합건축	1,225	1	1,561	1
희림종합건축	915	2	1,201	2
동명기술공단종합건축	878	3	941	3
한미파슨스건축	0	0	802	4
건원	652	4	686	5
공간종합건축	573	5	589	6
한국건설관리공사	475	8	582	7
포에이씨종합감리건축	528	6	578	8
해안종합건축	333	14	556	9
무영종합건축	466	9	525	10
휴다임건축	271	19	487	11
동우이앤씨건축	325	15	381	12
아이티엠코퍼레이션건축	299	16	375	13
선엔지니어링종합건축	398	11	361	14
간삼파트너스종합건축	295	17	337	15
창조종합건축	411	10	303	16
한맥기술	246	20	292	17
하우드엔지니어링종합건축	181	22	249	18
신화엔지니어링종합건축	210	21	239	19
신한종합건축	158	24	206	20
한석엔지니어링건축	282	18	187	21
청우종합건축	0	0	165	22
해원까지종합건축	117	26	161	23
도원엔지니어링건축	105	29	156	24
토펙엔지니어링건축	167	23	155	25
상지엔지니어링건축	114	27	140	26
우림엔지니어링건축	89	30	107	27
뿌리건축	107	28	94	28
정림종합건축	476	7	88	29
예성종합건축	393	12	76	30
정일엔지니어링종합건축	0	0	75	31
오이디	59	31	72	32
도움채	0	0	59	33
청화종합감리공단건축	0	0	55	34
미래도시건축	0	0	28	35
김이종합건축	25	32	17	36
리스인터내셔널	372	13	6.11	37
알에스씨에이건축	5.63	35	4.22	38
강호에이엠씨	0	0	1.74	39
아키너스건축	1.41	37	0.71	40

자료: KISLINE, 유진투자증권

IV-4. 수익추정내역

(단위:억원)		2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
신규수주											
국내	계	614	724	895	1,430	1,591	1,954	1,856	2,084	2,332	2,475
	설계	489	380	623	1,074	1,208	1,476	1,381	1,562	1,773	1,889
	CM	125	344	271	357	383	477	475	522	559	587
해외	계	25	20	31	27	561	545	600	726	828	932
	설계	25	20	31	27	561	545	600	726	828	932
	CM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
총계		638	744	926	1,457	2,152	2,499	2,456	2,810	3,160	3,407
yoy growth											
국내	계	14.1%	18.1%	23.5%	59.9%	11.2%	22.8%	-5.0%	12.3%	11.9%	6.1%
	설계	66.2%	-22.2%	64.0%	72.2%	12.5%	22.2%	-6.4%	13.1%	13.5%	6.5%
	CM	-48.8%	176.1%	-21.1%	31.4%	7.3%	24.6%	-0.5%	10.0%	7.0%	5.0%
해외	계	12.1%	-19.6%	55.2%	-14.3%	2008.9%	-2.8%	10.0%	21.0%	14.1%	12.5%
	설계	12.1%	-19.6%	55.2%	-14.3%	2008.9%	-2.8%	10.0%	21.0%	14.1%	12.5%
	CM										
총계		14.0%	16.6%	24.4%	57.4%	47.7%	16.1%	-1.7%	14.4%	12.4%	7.8%
매출액											
29%											
국내	설계	235	325	548	598	779	865	1,019	1,211	1,385	1,550
	CM	127	167	212	293	324	385	440	468	495	523
	계	362	491	760	891	1,103	1,250	1,459	1,679	1,879	2,073
해외	설계	10	5	1	24	98	346	447	509	608	717
	CM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	계	10	5	1	24	98	346	447	509	608	717
총계		371	496	760	915	1,201	1,596	1,906	2,187	2,488	2,790
yoy growth											
국내	설계	-1.6%	38.3%	68.8%	9.2%	30.2%	11.0%	17.9%	18.9%	14.3%	12.0%
	CM	27.0%	31.0%	27.0%	38.3%	10.9%	18.7%	14.2%	6.4%	5.8%	5.7%
	계	6.8%	35.7%	54.7%	17.3%	23.8%	13.3%	16.7%	15.1%	11.9%	10.3%
해외	설계	294.3%	-49.9%	-88.1%	4067.6%	310.7%	251.9%	29.3%	13.7%	19.6%	17.8%
	CM										
	계	294.3%	-49.9%	-88.1%	4067.6%	310.7%	251.9%	29.3%	13.7%	19.6%	17.8%
총계		8.9%	33.5%	53.3%	20.3%	31.3%	32.8%	19.4%	14.8%	13.7%	12.1%
수주잔고											
국내	계	626	854	1,208	1,650	2,164	2,742	3,139	3,545	3,997	4,400
	설계	385	473	773	1,136	1,563	2,022	2,384	2,735	3,124	3,463
	CM	241	381	434	514	601	720	755	809	873	937
해외	계	45	29	57	29	371	695	848	1,065	1,285	1,500
	설계	45	29	57	29	371	695	848	1,065	1,285	1,500
	CM	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
총계		671	883	1,265	1,679	2,535	3,437	3,987	4,610	5,282	5,899
수주잔고/매출액											
국내	계	1.7	1.7	1.6	1.9	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
	설계	1.6	1.5	1.4	1.9	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2
	CM	1.9	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	1.7	1.7	1.8	1.8
해외	계	4.7	6.0	100.0	1.2	3.8	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1
	설계	4.7	6.0	100.0	1.2	3.8	2.0	1.9	2.1	2.1	2.1
	CM										
총계		1.8	1.8	1.7	1.8	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
공종별 매출비중											
국내	설계	63%	65%	72%	65%	65%	54%	53%	55%	56%	56%
	CM	34%	34%	28%	32%	27%	24%	23%	21%	20%	19%
	계	97%	99%	100%	97%	92%	78%	77%	77%	76%	74%
해외	설계	3%	1%	0%	3%	8%	22%	23%	23%	24%	26%
	CM	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	계	3%	1%	0%	3%	8%	22%	23%	23%	24%	26%
총계		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출원가율											
총계		88.9%	83.9%	85.5%	84.4%	81.3%	81.1%	81.5%	81.5%	81.7%	81.8%
GP Margin		11.1%	16.1%	14.5%	15.6%	18.7%	18.9%	18.5%	18.5%	18.3%	18.2%
판관비											
판관비/매출액		8.8%	8.0%	6.5%	10.4%	8.3%	8.1%	8.1%	8.0%	7.9%	7.9%
판관비/신규수주		5.1%	5.3%	5.4%	6.6%	4.7%	5.2%	6.3%	6.2%	6.2%	6.4%
영업이익											
영업이익		8	40	61	47	124	172	198	230	258	290
영업이익율		2.2%	8.1%	8.0%	5.2%	10.3%	10.8%	10.4%	10.5%	10.4%	10.4%
yoy growth	%	-44.2%	386.2%	51.4%	-22.1%	162.0%	38.8%	15.2%	15.7%	12.5%	12.2%

자료: 유진투자증권

V. 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
유동자산	17,1	35,1	47,3	57,2	68,3
현금성자산	4,3	10,1	13,1	18,2	24,9
매출채권	10,0	19,5	28,7	33,3	37,6
재고자산	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
비유동자산	20,7	22,1	23,6	25,2	26,6
투자자산	7,2	8,1	8,2	8,6	8,9
유형자산	8,3	9,1	10,6	12,0	13,2
무형자산	5,1	4,9	4,7	4,6	4,5
자산총계	37,8	57,2	70,9	82,4	95,0
유동부채	3,7	9,3	9,3	10,2	11,2
매입채무	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
단기차입금	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
유동성장기부채	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
비유동부채	1,0	1,8	4,8	5,0	5,2
사채및장기차입금	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
기타비유동부채	1,0	1,8	4,8	5,0	5,2
부채총계	4,6	11,1	14,1	15,2	16,5
자본금	5,5	6,5	6,5	6,6	6,6
자본잉여금	3,0	6,4	6,4	6,4	6,4
자본조정	(1,2)	0,0	(1,9)	(1,9)	(1,9)
자기주식	(1,5)	(0,2)	(2,1)	(2,1)	(2,1)
이익잉여금	25,9	33,2	45,8	56,1	67,4
자본총계	33,1	46,1	56,8	67,2	78,5
총차입금	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
순차입금(순현금)	(4,3)	(10,1)	(13,1)	(18,2)	(24,9)
투자자본	27,2	34,3	41,1	46,3	50,8

현금흐름표

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
영업활동현금흐름	7.3	7.1	9.4	13.9	17.1
당기순이익	3.5	9.0	15.8	15.7	18.0
유무형자산상각비	1.4	1.9	2.2	2.3	2.5
기타비현금손익가감	4.7	1.0	2.9	(0.2)	(0.0)
운전자본의변동	(2.3)	(4.9)	(11.4)	(3.9)	(3.4)
매출채권감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(9.2)	(4.6)	(4.3)
재고자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.8)	4.7	(2.3)	0.8	0.9
투자활동현금흐름	(3.2)	(8.3)	(0.9)	(3.7)	(4.0)
단기투자자산처분(취득)	1.1	(2.8)	2.7	(0.1)	(0.3)
장기투자증권처분(취득)	(0.2)	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)
설비투자	(1.8)	(2.5)	(3.5)	(3.6)	(3.6)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	(1.7)	4.2	(1.9)	(5.1)	(6.7)
차입금증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	(1.5)	4.0	(5.1)	(5.1)	(6.7)
배당금지급	1.5	1.7	3.2	5.3	6.7
현금의 증가 (감소)	2.4	3.0	6.6	5.1	6.4
기초현금	0.9	3.3	6.3	12.8	17.9
기말현금	3.3	6.3	12.8	17.9	24.3
Gross cash flow	9.6	11.9	20.9	17.8	20.5
Gross investment	6.6	10.4	15.1	7.5	7.1
Free cash flow	3.0	1.6	5.8	10.3	13.4

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
매출액	91,5	120,1	159,6	190,6	218,7
증가율 (%)	20,3	31,3	32,8	19,4	14,8
매출총이익	14,3	22,4	30,1	35,3	40,5
매출총이익율 (%)	15,6	18,7	18,9	18,5	18,5
판매비와관리비	9,5	10,0	12,9	15,4	17,5
증가율 (%)	92,2	5,0	28,8	19,5	13,6
영업이익	4,7	12,4	17,2	19,8	23,0
증가율 (%)	(22,1)	162,0	38,8	15,1	15,7
EBITDA	6,1	14,3	19,4	22,1	25,5
증가율 (%)	(13,9)	133,8	35,5	13,8	15,1
영업외손익	(0,6)	0,5	3,5	0,8	0,8
이자수익	0,2	0,2	0,5	0,3	0,3
이자비용	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
외화관련손익	0,0	(0,0)	2,5	0,0	0,0
지분법손익	(0,3)	0,0	0,0	0,0	0,0
기타영업외손익	(0,5)	0,3	0,5	0,5	0,5
세전계속사업손익	4,2	12,9	20,8	20,7	23,8
법인세비용	0,7	3,9	5,0	5,0	5,8
중단사업이익	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
당기순이익	3,5	9,0	15,8	15,7	18,0
증가율 (%)	(28,2)	160,4	75,6	(0,7)	15,1
당기순이익률 (%)	3,8	7,5	9,9	8,2	8,3
EPS	258	671	1,178	1,147	1,320
증가율 (%)	(28,2)	160,4	75,6	(2,6)	15,1
완전희석EPS			1,178	1,147	1,320
증가율 (%)				(2,6)	15,1

주요투자지표

(단위:십억원)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
주당지표 (원)					
EPS	258	671	1,178	1,147	1,320
BPS	2,091	3,071	3,882	4,574	5,409
DPS	400	500	400	500	600
밸류에이션 (배,%)					
PER	11,9	12,5	7,1	7,3	6,3
PBR	1,5	2,7	2,1	1,8	1,5
PCR	4,3	9,4	5,3	6,4	5,5
EV/ EBITDA	6,0	7,1	5,1	4,2	3,4
배당수익율	13,1	6,0	4,8	6,0	7,2
수익성 (%)					
영업이익율	5,2	10,3	10,8	10,4	10,5
EBITDA이익율	6,7	11,9	12,2	11,6	11,6
순이익율	3,8	7,5	9,9	8,2	8,3
ROE	10,8	22,7	30,7	25,3	24,8
ROIC	14,6	28,2	34,8	34,4	35,8
안정성 (%배)					
순차입금/자기자본	(12,9)	(21,9)	(23,1)	(27,1)	(31,8)
유동비율	465,3	378,2	510,2	561,0	609,2
이자보상배율	(20,0)	(58,2)	(35,8)	(59,4)	(68,8)
활동성 (회)					
총자산회전율	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
매출채권회전율	9,1	8,1	6,6	6,1	6,2
재고자산회전율	na	na	na	na	na
매입채무회전율	na	na	na	na	na

Compliance Notice

당 사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 희림의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 당 사는 자료 작성일 현재 희림 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당 사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

종목추천관련 투자등급

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 상기 투자등급은 2008년 4월 1일부터 변경 적용함.

변경후

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.

변경전

- BUY 1: 추천기준일 종가대비 +25%이상.
- BUY 2: 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +25%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	2009. 1. 19					
투자의견	BUY					
목표주가	13,000원					

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경



자료: 유진투자증권

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나, 그 정확성이나 완벽성을 보장할 수 없습니다. 따라서 동 자료는 투자자의 유가 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없으며, 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 동 자료는 당 사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

2009
己丑年



이 페이지는 편집상 공백입니다 .

2009
己丑年



이 페이지는 편집상 공백입니다 .

2009
己丑年



이 페이지는 편집상 공백입니다 .



<p>리서치센터장 박희운 상무 ☎ 368-6101 ✉ hw Harold@eugenefn.com</p>	<p>통신서비스/인터넷/미디어 통신서비스 송재경 팀장연구위원 ☎ 368-6120 ✉ jksong@eugenefn.com</p>	<p>내수 건설 백재욱 연구위원 ☎ 368-6131 ✉ bjwism@eugenefn.com</p>
<p>매크로팁 경제분석 정용택 팀장연구위원 ☎ 368-6162 ✉ ytjeong@eugenefn.com</p>	<p>인터넷/미디어/엔터테인먼트 최찬석 책임연구위원 ☎ 368-6155 ✉ nethead@eugenefn.com</p>	<p>음식료/담배 김민정 책임연구위원 ☎ 368-6145 ✉ Minjeong@eugenefn.com</p>
<p>경제분석 김유미 선임연구위원 ☎ 368-6158 ✉ helloym@eugenefn.com</p>	<p>IT 디스플레이/가전 민천홍 연구위원 ☎ 368-6150 ✉ davidmin@eugenefn.com</p>	<p>제약/교육 이혜린 책임연구위원 ☎ 368-6165 ✉ hrin@eugenefn.com</p>
<p>주식전략 박석현 책임연구위원 ☎ 368-6140 ✉ shyun@eugenefn.com</p>	<p>반도체 최성제 책임연구위원 ☎ 368-6121 ✉ dchoi@eugenefn.com</p>	<p>유통/화장품 유정민 책임연구위원 ☎ 368-6170 ✉ jamieyoo@eugenefn.com</p>
<p>선물시황 박문서 연구위원 ☎ 368-6156 ✉ david45@eugenefn.com</p>	<p>산업재 자동차 공정호 연구위원 ☎ 368-6177 ✉ jhkong@eugenefn.com</p>	<p>지주서비스 김장환 연구위원 ☎ 368-6161 ✉ cert@eugenefn.com</p>
<p>계량분석 정재현 책임연구위원 ☎ 368-6151 ✉ jhjung17@eugenefn.com</p>	<p>조선/기계 이봉진 책임연구위원 ☎ 368-6176 ✉ bjlee@eugenefn.com</p>	<p>금융 은행/카드 홍현표 연구위원 ☎ 368-6272 ✉ hphong@eugenefn.com</p>
<p>스몰캡 김희성 연구위원 ☎ 368-6076 ✉ power@eugenefn.com</p>	<p>소재 화학/정유 유영국 연구위원 ☎ 368-6141 ✉ ykyoo@eugenefn.com</p>	
<p>신용분석 이현석 연구위원 ☎ 368-6496 ✉ joymyson@eugenefn.com</p>	<p>철강/비철금속 하종혁 책임연구위원 ☎ 368-6144 ✉ james007@eugenefn.com</p>	
<p>신용분석 이승수 연구위원 ☎ 368-6108 ✉ acmely@eugenefn.com</p>		

your best partner

유진투자증권



영등포구 여의도동 23-9 유진투자증권빌딩
Tel 82.2.368.6000 / 6114
www.eugenefn.com

본사 및 지점망

본사 영업부 02)368-6600 서울시 영등포구 여의도동 23-9 (유진투자증권빌딩 2층) 자산관리영업부 02)368-6979 서울시 영등포구 여의도동 23-9 (유진투자증권빌딩 15층)			경인지역 부평동지점 032)524-3100 인천광역시 부평구 부평동 543-4 (국천빌딩 2층) 분당지점 031)705-5252 경기도 성남시 분당구 서현동 246-6 (서현 현대프라자 5층) 산본지점 031)398-1100 경기도 군포시 산본동 1123-5 (신원타워 2층) 수원지점 031)245-7771 경기도 수원시 팔달구 중동 35-1 (신한은행 2층) 안양지점 031)452-7800 경기도 안양시 호계동 960-1 (창현빌딩 2층)		
서울지역 강동지점 02)485-6500 서울시 강동구 성내 1동 539-3 (서경빌딩 2층) 광화문자산관리센터 02)2075-7300 서울시 종로구 종로 1가 24 (르메이에르 2층) 구의지점 02)444-0300 서울시 광진구 광장동 470-10 (원준빌딩 2층) 갤러리아지점 02)3446-8800 서울시 강남구 청담동 79 (청담Trinity Place 3층) 도곡지점 02)555-6811 서울시 강남구 역삼동 755 한솔필리아 1층 (구, 삼호쇼핑) 도곡자산관리센터 02)3452-3800 서울시 강남구 대치동 651 (여천빌딩 3층) 대방동지점 02)823-0111 서울시 동작구 대방동 501 (대림쇼핑타운 2층) 대치지점 02)554-6500 서울시 강남구 대치동 509번지 (하이마트빌딩 5층) 명동VIP지점 02)755-6900 서울시 중구 명동1가 5-1 (보림빌딩 4층) 명일동자산관리센터 02)3428-3456 서울시 강동구 명일동 306-1 시온캐슬3층 서초동지점 02)3477-9955 서울시 서초구 서초동 1685-8 (지파이브스퀘어프라자 2층) 석관동지점 02)960-4321 서울시 성북구 석관동 242-1 (대성프라자 2층) 신촌자산관리센터 02)364-3200 서울시 서대문구 창천동 29-81 (신촌르메이에르 5차 2층) 압구정지점 02)547-5404 서울시 강남구 신사동 616-8 (가남빌딩 2층) 압구정자산관리센터 02)3446-1123 서울시 강남구 신사동 616-8 (가남빌딩 2층) 역삼지점 02)566-3090 서울시 강남구 역삼동 679-4 (아이엔지타워 1,2층) 영등포지점 02)2679-2161 서울시 영등포구 당산동2가 45-9 (대창빌딩 2층) 은평뉴타운지점 02)389-2411 서울시 은평구 갈현동 396-12 (Y-TOWN 5층) 잠실지점 02)413-5588 서울시 송파구 잠실동 196 (올림피아빌딩 2층) 잠실자산관리센터 02)3432-0080 서울시 송파구 잠실동 196 (올림피아빌딩 2층) 종로지점 02)734-5505 서울시 종로구 관훈동 198-8 (종로빌딩 2층) 한티자산관리센터 02)557-6900 서울시 강남구 대치동 938 (삼환아르누보2차 3층)			대구경북지역 대구지점 053)252-6601 대구시 중구 덕산동 110 (삼성금융플라자 6층) 대구동지점 053)753-7744 대구시 수성구 만촌동 1325-38 (덕수빌딩 2층) 포항북지점 054)246-2700 경북 포항시 북구 두호동 1052-1 (권일동빌딩 2층) 포항지점 054)275-3344 경북 포항시 남구 대이동 650-1 (이동프라자 2층)		
			부산경남지역 동래지점 051)556-3411 부산시 동래구 온천동 182-7 (늘빛방사선과 2층) 부전지점 051)811-1800 부산시 부산진구 부전동 341-5 (대림빌딩 3층) 옥동지점 052)274-2400 울산시 남구 옥동 248-2 (천일빌딩 2층) 울산지점 052)260-0165 울산시 남구 삼산동 1497 (대성빌딩 1층) 창원자산관리센터 055)600-5800 경상남도 창원시 두대동 333 (시티세븐 트레이드센터 1층) 해운대자산관리센터 051)746-8001 부산시 해운대구 우동 1433 현대캐피탈 1층(지하철 2호선동백역 1번출구)		
			충청지역 대전지점 042)257-1600 대전시 동구 중동 27-9 (SC제일은행빌딩 4층) 천안지점 041)568-7111 천안시 성정동 1519번지 (태극빌딩 3층) 둔산지점 042)476-6644 대전시 서구 둔산동 1273번지 대자빌딩 1층		
			호남지역 광주지점 062)232-7000 광주시 동구 금남로 1가 1-1 (전일빌딩 1층) 운암동지점 062)527-1100 광주시 북구 운암동 357-8 (황금빌딩 2층) 전주지점 063)287-9977 전북 전주시 완산구 서신동 805 (지리산빌딩 2층)		

본 자료는 참고용 자료일 뿐이고, 특정주식에 대한 투자 목적으로 작성된 것이 아닙니다. 본 자료는 담당자가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료나 정보에 근거하여 작성되었지만, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 고객 자신의 판단과 책임아래 이루어져야 하고, 당사는 본 자료의 내용에 의존하여 행하여진 일체의 투자행위의 결과에 대하여 책임을 지지 않을 것임을 밝힙니다. 아울러 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로서 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 / 전송 / 인용 / 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.