

Earnings Review

희림 (037440)

Korea / 건설

Feb 6, 2009

BUY (Maintain)

Rating within Industry : Overweight
Earnings Quality Score : Medium
Price Volatility : Low

매력적인 valuation에 주목할 때

■ 고속의 외형성장과 더불어 분기별 실적 안정화 시현

희림의 4사분기 매출액은 지난해 동기 대비 3.9% 증가하였으나 영업이익은 23.4% 감소. 하지만 이는 분기별 실적 안정화기에 접어들었기 때문이라는 판단하에 긍정적. 매출규모가 상대적으로 적었던 지난 2007년 이전에는 매출과 이익이 하반기에 집중되는 현상을 보였던 반면, 사업규모가 커지고 매출 포트폴리오가 다양화되는 2008년 이후에는 분기별 실적이 안정화 되고 있기 때문임. 2008년 연간으로는 매출액과 영업이익이 2007년 대비 각각 30.9% 및 37.5%의 고성장세를 시현함.

■ 상대적인 매력도가 돋보이는 현주가수준

희림의 높은 외형성장세와 안정적인 수익성에도 불구하고 2009년 EPS 대비 7배 수준에 불과한 현 주가수준은 매력적인 투자기회를 제공한다는 판단하에 투자 의견 BUY와 목표주가 11,600원 유지함. 특히 1) 향후 3년간 영업이익 증가율이 22%에 이를 것으로 전망될 뿐만 아니라 2) 4%대의 상대적으로 높은 배당수익률 감안시 실질 valuation은 현저히 낮아지며, 3) 최근 베트남 및 국내에서 초고층 사업관련 모멘텀이 강화되고 있음을 감안할 필요 있음.

Target Price & Expected Return

목표주가 (6M)	W11,600
컨센서스 목표주가	W13,300
현재가 (2/5)	W8,750
예상 주당배당금 (08E)	W350
예상 증가 상승률 (6M)	32.6%
예상 배당 수익률 (12M)	4.0%

Fundamental Data

예상 EPS (08E/09E)	W1,202 / W1,269
컨센서스 EPS (08E/09E)	W1,253 / W1,307
예상 EPS 성장률 (3년, CAGR)	32.6%
과거 EPS 성장률 (4년, CAGR)	45.7%
순부채비율 (08E)	-11.6%

Earnings Quality Score

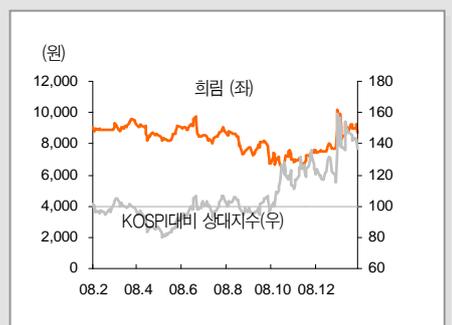


Trading Data

시가총액 (W bn / US\$ mn)	117 / 85
발행주식수	13 mn
유동주식비율	57.1%
수정배타(3년, 월간수익률)	0.7
주가 수익률 연변동성(3년, 월간수익률)	59.0%
52주 최고가 / 최저가	W6,454 - 10,200
최근 3개월 일평균 거래량	482,448
최근 3개월 일평균 거래대금	W4,443 mn
외국인 지분율	5.9%
주요주주 지분율	
정영균	25.7%
이영희	12.5%

Performance

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	14.1	(2.0)	(5.1)
KOSPI대비 상대수익률(%)	13.7	21.3	25.4



〈표 1〉 08.4Q 실적

(십억원, %)	07.4Q	08.3Q	08.4QP	QoQ	YoY	08.4QE	차이
매출액	41.2	42.9	42.8	(0.2)	3.9	49.3	(13.2)
매출총이익	9.9	9.7	8.6	(11.6)	(13.2)	9.5	(9.4)
영업이익	5.9	6.1	4.5	(26.0)	(23.4)	5.4	(16.2)
세전이익	6.3	8.4	5.8	(31.3)	(7.5)	5.7	2.4
순이익	2.7	8.4	2.0	(76.3)	(26.6)	2.1	(5.9)
매출총이익율	24.0	22.7	20.1	-2.6%p	-4%p	19.3	0.8%p
영업이익율	14.4	14.3	10.6	-3.7%p	-3.8%p	11.0	-0.4%p
세전이익율	15.2	19.7	13.5	-6.1%p	-1.7%p	11.5	2.1%p
순이익율	6.6	19.7	4.7	-15%p	-1.9%p	4.3	0.4%p

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

결산월	12월	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	(십억원)	91.5	120.1	157.2	196.3	240.3
영업이익	(십억원)	4.7	12.4	17.1	21.9	26.5
EBITDA	(십억원)	6.1	14.3	19.5	24.4	29.0
세전순이익	(십억원)	4.2	12.9	21.7	22.5	27.3
순이익	(십억원)	3.5	9.0	16.1	17.0	21.0
EPS	(원)	258	672	1,202	1,269	1,567
증감률	(%)	(28.2)	160.2	78.9	5.6	23.5
P/E	(x)	11.8	12.5	7.3	6.9	5.6
P/B	(x)	1.2	2.4	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA	(x)	6.0	7.1	5.7	4.3	3.5
ROE	(%)	10.8	22.7	30.8	26.3	26.7

해외 설계부문의 두드러진 성장에
주목

〈표 2〉 부문별 매출액 (분기별)추이

(십억원, %)	07.1Q	07.2Q	07.3Q	07.4Q	08.1Q	08.2Q	08.3Q	08.4Q
설계(국내)	13.4	17.8	19.3	27.3	19.4	20.6	20.2	25.0
설계(해외)	0.5	0.7	4.3	4.3	7.3	5.7	13.5	8.3
설계 합계	13.9	18.5	23.6	31.6	26.6	26.3	33.7	33.3
CM	7.6	8.7	6.5	9.6	9.0	9.5	9.2	9.5
매출 합계	21.6	27.3	30.1	41.2	35.6	35.8	42.9	42.8
YoY								
설계(국내)	17.6	18.7	8.7	74.7	44.5	15.5	4.9	(8.7)
설계(해외)	#DIV/0!	26.1	1,550.0	172.9	1,309.9	695.8	211.2	94.7
설계 합계	22.1	18.9	31.2	83.6	91.3	41.8	42.8	5.3
CM	63.4	49.7	(24.5)	(5.7)	17.7	9.3	42.4	(0.5)
매출 합계	34.1	27.3	13.3	50.4	65.2	31.4	42.7	3.9

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

설계 및 CM 부문 고른 수주
증가세

〈표 3〉 부문별 수주(누적) 추이

(십억원, %)	07.1Q	07.2Q	07.3Q	07.4Q	08.1Q	08.2Q	08.3Q	08.4Q
설계(국내)	29.9	55.1	84.8	120.8	25.3	85.9	110.9	159.6
설계(해외)	6.2	6.2	53.2	56.1	15.5	30.4	44.8	66.2
설계 합계	36.1	61.3	138.0	176.9	40.9	116.3	155.7	225.8
CM	4.8	10.2	19.2	38.3	12.8	23.2	29.8	44.8
매출 합계	40.9	71.5	157.2	215.2	53.7	139.5	185.5	270.5
YoY								
설계(국내)	(3.5)	(3.2)	(5.9)	11.8	(15.2)	56.0	30.8	32.1
설계(해외)	#DIV/0!	319.2	2,665.3	2,816.8	152.1	392.8	(15.7)	18.0
설계 합계	16.3	4.9	49.9	60.8	13.3	89.9	12.9	27.6
CM	(42.6)	(38.6)	(32.5)	7.3	165.3	126.1	55.1	16.9
매출 합계	3.8	(4.7)	30.4	47.7	31.3	95.0	18.0	25.7

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

수익 추정치 미세조정

〈표 4〉 실적추정치 변경

(십억원, %)	수정전			수정후			차이		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
매출액	204.8	240.0	274.5	196.3	240.3	284.8	(4.1)	0.1	3.7
매출총이익	35.7	41.7	47.5	36.7	44.5	52.6	2.7	6.7	10.8
영업이익	21.8	25.5	29.3	21.9	26.5	31.0	0.2	4.0	6.1
세전이익	23.0	27.0	30.6	22.5	27.3	31.7	(2.2)	1.1	3.6
순이익	16.7	19.5	22.2	17.0	21.0	24.7	2.2	7.3	11.4
매출총이익율	17.4	17.4	17.3	18.7	18.5	18.5	1.3%p	1.1%p	1.2%p
영업이익율	10.6	10.6	10.7	11.1	11.0	10.9	0.5%p	0.4%p	0.2%p
세전이익율	11.2	11.2	11.2	11.4	11.3	11.1	0.2%p	0.1%p	0%p
순이익율	8.1	8.1	8.1	8.7	8.7	8.7	0.5%p	0.6%p	0.6%p

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터

추정재무제표

대차대조표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	17.1	35.1	50.0	65.4	84.4
현금 및 단기금융상품	3.3	9.1	5.8	10.6	14.7
매출채권	10.0	19.5	37.4	46.7	60.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	20.7	22.1	22.6	22.5	22.5
투자자산	7.2	8.1	8.1	8.1	8.1
유형자산	8.3	9.1	10.0	10.4	10.8
무형자산	5.1	4.9	4.4	4.0	3.6
자산총계	37.8	57.2	72.6	87.9	106.9
유동부채	3.7	9.3	12.1	15.1	18.5
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
고정부채	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4.6	11.1	14.0	17.0	20.4
자본금	5.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	3.0	6.4	6.4	6.4	6.4
이익잉여금	25.9	33.2	46.0	58.3	73.9
자본조정	(1.2)	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	33.1	46.1	58.6	70.9	86.5
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(4.3)	(10.1)	(6.8)	(11.6)	(15.7)

현금흐름표

(단위 : 십억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동 현금흐름	7.3	7.1	4.9	11.9	12.0
당기순이익	3.5	9.0	16.1	17.0	21.0
감가상각비	1.2	1.7	1.9	2.1	2.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.5	0.4	0.4
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	(0.1)	0.0	(0.1)
지분법평가손실(이익)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(17.9)	(9.3)	(13.3)
매출채권의 감소(증가)	(1.5)	(9.6)	(17.9)	(9.3)	(13.3)
재고자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.6	5.8	4.4	1.7	1.9
투자활동 현금흐름	(3.2)	(8.3)	(4.8)	(2.4)	(2.6)
단기금융상품의 처분(취득)	1.1	(2.8)	0.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 취득	(1.8)	(2.5)	2.8	2.4	(2.5)
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(2.2)	(3.1)	(7.6)	(4.8)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(1.7)	4.2	(3.3)	(4.7)	(5.4)
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	5.7	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	(1.5)	(1.7)	(3.3)	(4.7)	(5.4)
기타	(0.2)	0.3	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	2.4	3.0	(3.3)	4.8	4.1
기초현금	0.9	3.3	6.3	3.0	7.8
기말현금	3.3	6.3	3.0	7.8	11.9
잉여 현금흐름	4.1	(1.2)	0.1	9.5	9.4

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

손익계산서

(단위 : 십억원%)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	91.5	120.1	157.2	196.3	240.3
증가율	20.3	31.3	30.9	24.9	22.4
매출원가	77.2	97.7	127.2	159.6	195.8
매출총이익	14.3	22.4	30.1	36.7	44.5
증가율	29.3	57.1	34.1	21.9	21.3
매출총이익률	15.6	18.7	19.1	18.7	18.5
판매비및일반관리비	9.5	10.0	13.0	14.8	17.9
영업이익	4.7	12.4	17.1	21.9	26.5
증가율	(22.1)	162.0	37.7	28.1	21.0
영업외손익	(0.6)	0.5	4.6	0.6	3.2
순금융비용	(0.2)	(0.2)	(0.5)	(0.3)	(0.3)
외환관련손익	0.0	(0.0)	2.5	0.0	2.5
지분법평가손익	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.5)	0.3	1.6	0.3	0.4
세전순이익	4.2	12.9	21.7	22.5	27.3
법인세비용	0.7	3.9	5.5	5.4	6.3
당기순이익	3.5	9.0	16.1	17.0	21.0
EPS	258	672	1,202	1,269	1,567
증가율	(28.2)	160.2	78.9	5.6	23.5
EBITDA	6.1	14.3	19.5	24.4	29.0
증가율	(13.9)	133.8	36.0	25.1	18.9

투자지표

(단위 : 원, %)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
주당 지표(원)					
EPS	258	672	1,202	1,269	1,567
BPS	2,096	3,073	4,045	4,993	6,188
주당 EBITDA	458	1,071	1,455	1,821	2,165
주당 현금배당금	400	500	350	400	500
PER	11.8	12.5	7.3	6.9	5.6
PBR	1.2	2.4	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA	6.0	7.1	5.7	4.3	3.5
배당수익률	5.3	2.9	4.0	4.6	5.7
수익성					
매출총이익률	15.6	18.7	19.1	18.7	18.5
영업이익률	5.2	10.3	10.9	11.2	11.0
EBITDA이익률	6.7	11.9	12.4	12.4	12.1
순이익률	3.8	7.5	10.2	8.7	8.7
ROE	10.8	22.7	30.8	26.3	26.7
ROIC	14.0	24.2	25.1	28.0	27.7
인정성					
부채비율	14.0	24.1	23.9	24.0	23.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	465.3	378.2	413.2	433.1	456.2
이자보상배율	(20.0)	(58.2)	(34.2)	(73.0)	(88.3)
활동성 (회)					
총자산회전율	2.5	2.5	2.4	2.5	2.5
매출채권회전율	9.1	8.1	5.5	4.7	4.5
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본회전율	8.3	9.7	6.7	5.6	5.4

자료: 희림, 미래에셋증권 리서치센터 추정

● 투자 의견 ●

종목별 투자 의견 (6개월 기준)

- BUY : 현주가 대비 목표주가 +20% 초과
- Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
- Reduce : 현주가 대비 목표주가 -20% 초과
- 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

- Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과
- Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
- Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과
- ※ 업종별 투자 의견의 용어를 재정의 함
- Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

● Earnings Quality Score ●

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

1. Historical Earnings Stability

- 최근 5년간 분기 순이익 성장률(YoY)의 변동성을 100분위 지표로 환산.
- 변동성은 outlier에 의한 왜곡현상을 최소화하기 위해 표준편차(SD) 대신 MAD(Median Absolute Deviation)로 산정.
- 순이익 분기 성장률(YoY) 변동성이 낮을수록 동 지표값이 높음.

2. Consensus Forecast Certainty

- 12개월 예상 EPS(컨센서스 기준) 추정치에 대한 애널리스트간 견해차를 100분위 지표로 환산.
- 견해차는 12개월 예상 EPS의 '표준편차 / 평균'으로 산정.
- 견해차가 작을수록 동 지표값이 높음.

3. Consensus Forecast Accuracy

- 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
- EPS surprise는 '(연말 실적치 - 연초 추정치)/연초 추정치'로 산정.
- Surprise의 절대크기가 낮을수록 동 지표값이 높음.

* 참고사항

- 1) Consensus Forecast Certainty 및 Consensus Forecast Accuracy는 예상 EPS 컨센서스 추정치 수가 5개 이상인 기업만을 대상으로 하였음.
- 2) 각 지표를 산정할 수 없을 경우에는 평균인 50을 부여하였음.

● Compliance Notice ●

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 변성진

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	자사주 취득부
			수량	취득가	취득일				
해당사항없음									

