

변성진, Analyst, 822 3774 1457 sjbyun@miraesasset.com
 김선우, Analyst, 822 3774 1969 sunwokim@miraesasset.com

WHAT'S NEW

산업환경 변화의 수혜주

희림이 보유한 설계부문의 높은 경쟁력과 환경변화에 대한 적극적인 대응능력 등을 감안할 때, 최근의 주가조정은 매력적인 저가 매수기회를 제공한다. 3사분기에는 전분기와 비슷한 수준의 실적을 시현할 것으로 예상되는데, 10% 수준의 영업이익률이 기대되는 등 수익성 안정화가 정착되는 단계에 접어들었다 점에 주목할 필요가 있다. 특히 희림과 같은 설계업종이 향후 경기회복시 가장 빨리 턴어라운드하는 업종이라는 점과 그린 디자인 부문에서 실질적인 리더로 자리잡아가고 있는 희림의 위상을 감안할 때, 중장기적으로 긍정적인 접근이 유효하다는 판단이다.

» 최근 주가조정 저가 매수기회 제공

» 수익성의 안정화가 기대되는 3Q 실적

» 향후 경기회복시 가장 먼저 턴어라운드하는 업종

» 그린 디자인 부문의 실질적인 리더

최근 주가조정 저가 매수기회 제공

희림이 보유한 설계부문의 높은 경쟁력과 환경변화에 대한 적극적인 대응능력 등을 감안할 때, 최근의 주가조정은 매력적인 저가 매수기회를 제공한다. 이익전망치를 하향조정함에도 목표주가를 유지하는 것은 기존에 보수적인 접근을 위해 적용한 시장 베타 1.0을 KOSDAQ 대비 12개월 평균 베타 0.96으로 대체하였을 뿐만 아니라 향상된 마진 안정성을 감안하였기 때문이다. DCF 밸류에이션을 위해 베타 0.96, WACC 10.5%, 영구성장을 2.0%를 가정하였으며, 동 목표주가는 2010년 및 2011년 예상 EPS 대비 각각 13.9배 및 11.2배 수준이다.

수익성의 안정화가 기대되는 3Q 실적

희림의 3사분기 매출액과 영업이익은 각각 지난해 동기 대비 4.7% 및 33.3% 감소할 것으로 예상되나 2009년 이전의 분기별 마진 불안정성 감안시 전분기 대비 비교가 바람직하다는 판단이다. 매출액과 영업이익의 전분기 대비 증감률은 각각 +5.8% 및 -1.3%로 지난해와는 달리 안정적인 수익성이 유지될 것으로 예상된다. 특히 안정적인 마진 창출이 가능한 CM 부문의 성장 및 해외부문의 지속적인 확대를 감안할 때, 2010년 이후 안정적인 이익 성장 기조는 더욱 강화될 전망이다.

목표주가

W14,500

현재가(10/28)

W10,800

Upside/Downside

+34.3%

Consensus target price

W14,250

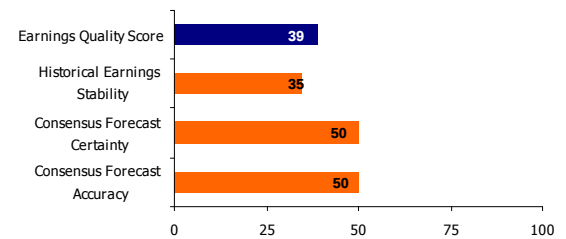
Difference from consensus

+1.8%

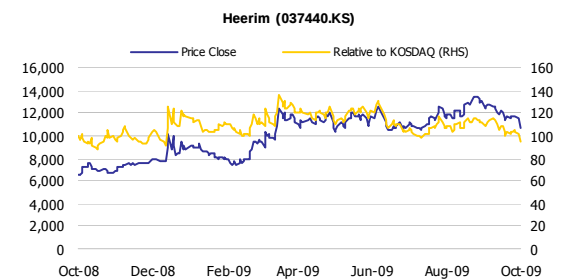
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억 원)	156	167	192	227
영업이익(십억 원)	16	17	20	24
순이익(십억 원)	16	12	15	19
EPS(원)	1,179	1,221	1,452	1,420
증감률	75.4%	3.6%	18.9%	24.5%
P/E (x)	6.8	9.4	7.9	6.7
EV/EBITDA (x)	5.7	6.1	5.1	4.5
Dividend yield	3.8%	2.6%	3.5%	4.3%
P/B (x)	1.9	2.4	1.9	1.6
ROE	30.8%	19.7%	25.5%	22.6%
순부채비율	-4.6%	-13.8%	-10.3%	-8.3%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	145 / 123		
Shares Outstanding	13 mn		
Free Float	0.5707		
52-week Price High/Low	W6,550 - 13,450		
Daily Average Volume (3M)	W1,282 mn		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-12.9%	-1.8%	64.9%
Relative to KOSPI	-9.0%	-9.3%	3.8%

Major shareholders

정영균	40.44%
이영희	6.12%

Figure 1 DCF Valuation

(Unit: W bn, W)	
NPV of FCF 2009~2018	58
NPV of FCF 2019~	145
Value from operation	203
Value of non-operating assets	2
FV	205
(-)Net debt	-9
(-)Preferred stock (%)	0%
Common shares (ths)	14,683
preferred shares (ths)	-
Value of Common Equity	214
Fair Value per Share	14,581

주: CB 발행으로 인한 의석화 효과 반영

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 2 DCF sensitivity

	g									
WACC	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%	
9.7%	14,459	14,693	14,939	15,195	15,465	15,747	16,044	16,357	16,686	
9.9%	14,249	14,479	14,721	14,973	15,238	15,516	15,808	16,116	16,439	
10.1%	14,042	14,269	14,506	14,755	15,015	15,289	15,576	15,879	16,197	
10.3%	13,839	14,062	14,296	14,540	14,796	15,065	15,348	15,646	15,959	
10.5%	13,639	13,859	14,089	14,329	14,581	14,846	15,124	15,417	15,725	
10.7%	13,443	13,659	13,885	14,122	14,370	14,630	14,904	15,192	15,495	
10.9%	13,250	13,463	13,685	13,918	14,162	14,418	14,687	14,971	15,269	
11.1%	13,061	13,270	13,488	13,718	13,958	14,210	14,475	14,753	15,047	
11.3%	12,874	13,080	13,295	13,521	13,757	14,005	14,265	14,540	14,829	

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 3 Valuation Multiple

(x)	T PER	T PBR	T EV/EBITDA
2009E	17.9	3.3	11.5
2010E	13.9	2.8	10.1
2011E	11.2	2.3	8.5

주: CB 발행으로 인한 의석화 효과 반영

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 4 Quarterly Preview

(W bn, %)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09E	QoQ	YoY
Revenue	35.6	35.8	42.9	41.4	36.6	38.6	40.9	5.8	(4.7)
GP	4.3	7.4	9.7	7.1	5.9	7.6	7.4	(2.0)	(23.5)
OP	1.5	4.9	6.1	3.2	3.1	4.1	4.1	(1.3)	(33.3)
PBT	2.0	5.4	8.4	4.5	4.1	3.3	3.2	(3.2)	(62.3)
NP	2.0	3.7	8.4	1.7	4.1	1.5	3.2	105.4	(62.3)
GPM	12.1	20.8	22.7	17.1	16.0	19.7	18.2	-1.5%p	-4.5%p
OPM	4.2	13.7	14.3	7.8	8.4	10.7	10.0	-0.7%p	-4.3%p
RPM	5.6	15.1	19.7	10.9	11.3	8.5	7.8	-0.7%p	-11.9%p
NPM	5.6	10.2	19.7	4.0	11.3	4.0	7.8	3.8%p	-11.9%p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 5 Earnings Forecast Change

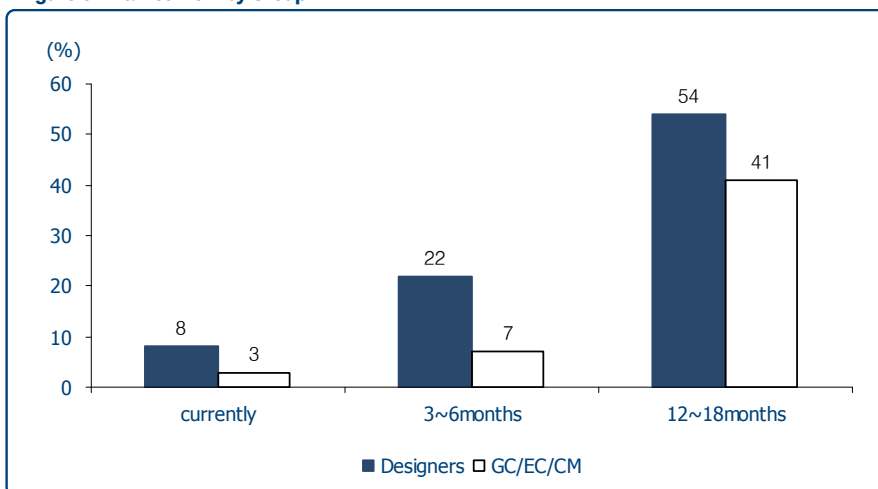
(W bn, %)	Before			After			Difference		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
Revenue	180.9	215.7	260.0	166.9	191.7	227.4	(7.7)	(11.1)	(12.5)
GP	32.1	37.9	45.9	29.8	33.8	40.4	(7.1)	(10.6)	(12.1)
OP	18.8	23.0	28.8	16.6	19.7	24.4	(11.7)	(14.5)	(15.4)
PBT	20.6	24.8	29.7	15.3	19.9	24.4	(25.6)	(19.9)	(17.7)
NP	15.6	19.1	23.1	11.9	15.3	19.0	(23.9)	(19.9)	(17.7)
GP Margin	17.7	17.6	17.7	17.8	17.7	17.8	0.1%p	0.1%p	0.1%p
OP margin	10.4	10.7	11.1	10.0	10.3	10.7	-0.4%p	-0.4%p	-0.4%p
PBT margin	11.4	11.5	11.4	9.2	10.4	10.7	-2.2%p	-1.1%p	-0.7%p
NP margin	8.6	8.9	8.9	7.1	8.0	8.4	-1.5%p	-0.9%p	-0.5%p

Source: Company data, Mirae Asset Research

향후 경기회복시 가장 먼저 턴어라운드하는 업종

최근의 수주환경 악화로 연간 수주 전망치를 기존의 2,693 억원에서 2,325 억원으로 하향조정 한다. 이에 따라 2010 년과 2011 년 순이익을 당초 추정치 대비 각각 19.9% 및 17.7% 하향조정 한다. 하지만 산업구조의 특성상 향후 경기회복시 희림과 같은 설계업체들이 가장 먼저 턴어라운드할 것으로 예상된다. 최근의 미국 ENR 지의 서베이 에서도 설계업체들이 종합건설업체들보다 향후 3~6 개월 후 및 12~18 개월 후 경기에 대해 각각 15%p 및 13%p 높게 긍정적으로 전망하였음에 주목할 필요가 있다.

Figure 6 Market View by Group



Source: ENR(2009.9.28), Mirae Asset Research

변화하는 산업지도

특히 건설업과 마찬가지로 향후 설계시장 역시 이번 경제위기 이후 산업지도가 변화되고 있음에 주목할 필요가 있다. 과거의 무차별적인 성장 단계가 저물어 가고 차별화된 디자인과 저 에너지 소비 건축물에 대한 수요가 증가하고 있어, 설계시장 역시 시스템적인 접근이 더욱 필요해 지고 있다. 이에 따라 BIM, 에너지 감축 시뮬레이션 등 첨단 설계기법을 충분히 활용하지 못하는 업체들의 자연스러운 경쟁력 약화가 예상된다.

그린 디자인 부문의 실질적인 리더

반면 희림은 국내 최대 건축설계 업체로서 그린디자인, BIM 등 선진 디자인 영역에서 업계를 리드하고 있다. 국내 SK 케미칼 연구소 및 해외 아부다비 CNIA 건축물 에서 최고수준의 green 인증을 획득하였다는 것은 희림의 그린 디자인 부문에서의 실질적인 경쟁력을 대변해 준다는 판단이다. 특히 2009 년의 경기침체로 인한 실적둔화보다는 2010 년 이후의 새로운 성장 스토리에 주목할 필요가 있다는 판단이다.

Summary Financial Statements

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	120.1	155.8	166.9	191.7	227.4
증가율	31.3	29.7	7.1	14.9	18.6
매출원가	97.7	127.3	137.1	157.9	187.0
매출총이익	22.4	28.5	29.8	33.8	40.4
증가율	57.1	27.2	4.3	13.7	19.3
매출총이익률	18.7	18.3	17.8	17.6	17.8
판매비및일반관리비	10.0	12.8	13.1	14.2	16.0
영업이익	12.4	15.8	16.6	19.7	24.4
증가율	162.0	26.9	5.5	18.4	23.8
영업외손익	0.5	4.6	(1.3)	0.2	0.0
순금융비용	(0.2)	(0.4)	(0.8)	(1.2)	(1.1)
외환관련손익	(0.0)	4.0	(1.4)	(0.8)	(0.8)
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	(0.7)	(0.3)	(0.3)
세전순이익	12.9	20.4	15.3	19.9	24.4
법인세비용	3.9	4.6	3.4	4.6	5.4
당기순이익	9.0	15.8	11.9	15.3	19.0
EPS	672	1,179	887	1,141	1,420
증가율	160.2	75.4	(24.7)	28.6	24.5
EBITDA	14.3	18.2	19.3	21.8	26.0
증가율	133.8	27.0	6.3	12.6	19.4

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	6.8	(3.9)	(4.7)	6.7	8.8
당기순이익	9.0	15.8	11.9	15.3	19.0
감가상각비	1.7	2.2	2.5	1.9	1.4
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
외화환산손실(이익)	0.0	(1.2)	1.2	0.0	0.0
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의감소(증가)	(9.6)	(24.7)	(5.5)	(13.2)	(15.5)
매출채권의감소	(9.6)	(24.7)	(5.5)	(13.2)	(15.5)
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	3.8	(14.9)	2.5	3.6
투자활동현금흐름	(8.3)	2.6	(0.0)	(5.0)	(5.0)
단기금융상품의 처분(취득)	(2.8)	2.8	0.0	0.0	0.0
유가증권 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의취득	(2.5)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
유형자산의처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자자산의감소(증가)	0.1	0.1	0.0	(5.0)	(5.0)
기타	(3.1)	3.0	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	4.5	(2.4)	11.0	(2.7)	(4.0)
차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	5.7	(2.0)	0.0	0.0	0.0
배당금의지급	(1.7)	(3.2)	(4.0)	(2.7)	(4.0)
기타	0.5	2.7	15.0	0.0	0.0
순현금흐름	3.0	(3.8)	6.3	(1.0)	(0.3)
기초현금	3.3	6.3	2.5	8.8	7.8
기말현금	6.3	2.5	8.8	7.8	7.5
잉여 현금흐름	(1.5)	(1.3)	(4.7)	1.7	3.8

Source: Company data, Mirae Asset Research

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	35.1	49.7	61.4	73.6	88.9
현금및단기금융상품	9.1	2.5	8.8	7.8	7.5
매출채권	19.5	44.4	50.0	63.2	78.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	22.1	24.9	22.1	25.1	28.4
투자자산	8.1	9.9	9.9	14.9	19.9
유형자산	9.1	10.3	7.8	5.9	4.4
무형자산	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1
자산총계	57.2	74.5	83.5	98.7	117.3
유동부채	9.3	15.8	16.9	19.5	23.1
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	1.8	2.3	2.3	2.3	2.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	11.1	18.1	19.2	21.8	25.4
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
이익잉여금	33.2	45.8	53.7	66.3	81.3
자본조정	0.0	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
자본총계	46.1	56.4	64.3	76.9	91.9
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(10.1)	(2.6)	(8.9)	(7.9)	(7.6)

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	672	1,179	887	1,141	1,420
BPS	3,073	3,858	4,463	5,419	6,554
주당EBITDA	1,071	1,359	1,443	1,625	1,940
주당현금배당금	500	300	200	300	500
PER	12.5	6.8	12.2	9.5	7.6
PBR	2.4	1.9	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	7.1	5.7	7.0	6.3	5.2
배당수익률	2.9	3.8	1.9	2.8	4.6
수익성비율 %					
매출총이익률	18.7	18.3	17.8	17.6	17.8
영업이익률	10.3	10.1	10.0	10.3	10.7
EBITDA이익률	11.9	11.7	11.6	11.4	11.4
순이익률	7.5	10.1	7.1	8.0	8.4
ROE	22.7	30.8	19.7	21.7	22.6
ROIC	24.2	23.8	22.9	23.3	25.7
안정성비율 %					
부채비율	24.1	32.1	29.9	28.3	27.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	378.2	313.8	362.3	378.2	385.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	53.3	54.1	116.7
활동성					
총자산회전율(회)	2.5	2.4	2.1	2.1	2.1
매출채권회전율(회)	8.1	4.9	3.5	3.4	3.2
재고자산회전율(회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무회전율(회)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순운전자본회전율(회)	9.7	6.6	5.0	4.7	4.4

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

종목별 투자의견 (12개월 기준)
 BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과
 ※ 업종별 투자의견의 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 실제치 - 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 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작 성 자 : 변성진

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

