희림
(037440.KQ)

넉넉한 수주잔고는 불황을 견디는 힘

Buy (신규)

목표주가 **12,500**원 (신규)

Analyst
유 철 환
02)768-7671, chris.yoo@wooriwm.com
이 훈, CFA
02)768-7607, hoon.lee@wooriwm.com

업종	기타 서비스
현재가 ('09/02/19)	8,000원
KOSPI	1,107.10
KOSDAQ	384.67
시가총액(보통주)	103.2십억원
발행주식수(보통주)	13.4백만주
액면가	500원
120일 평균거래량	281,350주
120일 평균주가	7,715원
52주 최고가('08/02/19)	10,200원
최저가('08/10/24)	6,454원
배당수익률(2007)	6.25%
외국인지분율	5.90%

주요주주	
정영균	26.1%
이영희	12.5%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.2	-7.7	-10.7
상대수익률	-13.2	16.5	31.1

투자의견 Buy 및 목표주가 12,500원 신규 제시

희림에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 12,500원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 잔여이익모델(RIM, Market risk premium 8.0%, 베타 0.7, 자기자본비용 10.9% 가정)을 이용하여 산출되었다. 목표주가는 2009년 실적 기준 PER 10.4배, PBR 2.8배 수준이고, 현 주가(2월 19일 기준) 대비 55.0%의 상승여력을 보유하고 있다. 동사에 대한 투자 포인트는 1) 설계용역에 대한 보수가 국내보다 높게 책정되는 해외수주의 증가로 외형확대 및 수익성 개선이 기대되고, 2) 건축설계 및 감리업체들에 대한 '부익부 빈익빈' 현상 심화로 건설경기 불황에도 안정적인 국내 수주물량 확보가 전망되며, 3) 무차입 경영을 통한 재무적인 안정성이 확인된다는 점이다.

국내보다 보수가 높은 해외프로젝트의 증가는 동사의 수익성 개선 견인

해외 부동산 프로젝트와 관련하여 글로벌 경기침체로 인한 수주 감소 우려와 사업성 저하로 인한 매출채권 부실화의 우려가 존재하나 동사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망한다. 그 근거는 1) 글로벌 경기침체 하에서 각국 정부 주도의 전 세계적 공공발주 물량의 증가가 기대되어 민간 발주 물량 축소를 상쇄시켜줄 전망이며, 2) 두바이와 같은 기존 대형 시장의 위축을 아제르바이잔, 아부다비 등의 건설투자 확대가 대체 할 수 있을 것으로 기대되기 때문이다. 또한 해외 프로젝트 대부분은 각국 정부와 거래에서 발생한 매출채권으로 그 부실화 가능성이 제한적일 전망이다. 지난해 말 현재 동사의 해외 수주잔고는 약 685억원 규모로 2008년 해외 매출 총액 대비 2배 수준의 수주를 확보하고 있다.

국내 업계의 '부익부 빈익빈' 현상 심화는 동사에 긍정적

최근 건설경기 불황으로 동사의 신규 수주 및 매출 감소 가능성에 대한 우려가 있을 수 있으나, 동사는 우수한 설계 기술력을 기반으로 향후에도 현 수준의 수주 달성이 무난할 전망이다. 건축설계 시장은 과점화 현상이 뚜렷이 나타나고 있어, 현재의 건설경기 악화에도 동사는 의뢰 프로젝트를 선별 수주하고 있는 상황이다. 이러한 동사의 경쟁력은 코엑스몰, W워커힐서울, 인천공항, 서울중앙우체국청사 등 여러 랜드마크 건물을 설계한 히스토리에서 기인한다. 동사는 건설불황이 시작된 지난해에도 전년대비 28.5% 증가한 2,044억원의 신규수주를 기록하였다.

결산기 12월	매출액 (십억원)	증감률 (%)	영업이익 (십억원)	세전순이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)	순차입금 (십억원)
2007	120	31.3	12	13	9	671	160.4	12.5	2.7	7.1	22.7	24.1	-10
2008E	157	30.9	17	17	12	906	35.1	8.8	2.2	5.1	24.1	26.5	-5
2009F	199	26.3	22	22	15	1,187	31.1	6.7	1.8	4.1	25.5	28.0	-5
2010F	212	6.8	23	23	16	1,267	6.7	6.3	1.5	3.6	23.1	25.7	-11

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

목 차

I. 투자포인트

투자의견 Buy 및 목표주가 12,500원 제시

희림에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 12,500원을 신규 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사에 대한 투자 포인트는 1) 설계용역에 대한 보수가 국내보다 높게 책정되는 해외수주 증가를 통해 외형확대 및 수익성 개선이 기대되고, 2) 건축설계 및 감리업체들에 대한 '부익부 빈익빈' 현상 심화로 건설경기 불황에도 안정적인 국내 수주물량 확보가 전망되며, 3) 무차입 경영을 통한 재무적인 안정성이 확인된다는 점이다.

목표주가는 잔여이익모델(RIM, Market risk premium 8.0%, 베타 0.7, 자기자본비용 10.9% 가정)을 이용하여 산출되었다. 목표주가는 2009년 실적 기준 PER 10.4배, PBR 2.8배 수준이고, 현 주가(2월 19일 기준) 대비 55.0%의 상승여력을 보유하고 있다.

설계비 보수가 높은 해외수주 확대가 수익성 개선을 견인

국내 건설사업 보다 설계용역에 대한 보수가 높게 책정되는 해외 수주의 증가는 희림의 수익성 개선을 견인할 전망이다. 일반적으로 건축 프로젝트 진행시 국내의 경우 총 사업비의 3% 수준을 설계비로 집행해오고 있으나, 해외의 경우 총 사업비 대비 5~7%의 설계비를 집행하고 있다. 따라서 유사한 프로젝트에 인력을 투입할 경우 국내보다는 해외 프로젝트의 수행이 매출 외형 확대에 기여하는 바가 크다. 2006년까지 설계 매출 중 그 비중이 4%에도 미치지 못하던 해외부문은 지난해 29.0%까지 확대되었으며, 이로 인해 영업이익의 연평균성장률은 88.5%로 나타났다. 이는 해외 매출 확대로 인한 긍정적인 효과를 입증해주고 있다.

글로벌 경기침체로 인한 해외수주 축소 가능성은 제한적

글로벌 경기침체에도 불구하고 동사의 해외수주 축소 가능성은 제한적일 것으로 기대하는데, 그 이유는 1) 글로벌 경기침체 하에서 정부 주도의 전 세계적 공공발주 물량의 증가가 기대되어 민간 발주 물량 축소를 상쇄시켜줄 전망이며, 2) 두바이와 같은 기존 대형 시장의 위축을 아제르바이잔, 아부다비 등의 건설투자 확대가 대체할 수 있을 것으로 기대되기 때문이다. 실제로 지난해 아제르바이잔, 베트남, UAE 등으로부터 공공 프로젝트를 수주가 이어졌고, 그 결과 지난해 건설경기 침체 하에서도 657억원 규모의 해외 프로젝트를 신규 수주하여, 건설경기가 상대적으로 양호했던 2007년 586억원보다 해외신규수주규모가 12.1% 증가했다. 또한 지난해 말 현재 동사의 해외 수주잔고는 약 685억원 규모로 예상되어 2008년 해외 매출 총액 대비 2배 수준의 수주를 확보하고 있다.

설계/감리업계의 '부익부 빈익빈'현상으로 인해 국내 설계/감리용역 수주 역시 안정적 물량 확보 전망

건설경기의 불황에서도 동사는 우수한 설계 기술력을 기반으로 현 수준의 수주 달성이 무난할 전망이다. 건축 설계시장은 상위 업체들의 과점화 현상이 뚜렷이 나타나고 있어, 건설경기 불황이 시작된 지난해에도 희림은 수주 의뢰가 들어온 용역건에 대해 선별 수주를 해왔다. 올해 국내부문 매출은 2008년 대비 급격한 성장을 기대하기 힘들고, 설계인력 일부를 해외 프로젝트 확대를 위한 용역에 투입함에 따라 소폭의 수주계약 감소가 예상되기는 하나, 희림의 안정적인 사업축으로서의 역할을 무난히 수행할 것으로 기대된다. 국내시장에서 동사가 안정적인 수주가 예상되는 이유는 1) 코엑스몰, 인천공항, 산업은행 본점 등 랜드마크 건물에 대한 설계용역을 수행함으로써, 높은 브랜드 인지도를 확보하였고, 2) 정부의 경기부양을 위한 공공발주(ex. 한강르네상스계획) 확대가 민간 발주 물량의 축소를 상쇄시켜줄 것으로 기대되기 때문이다.

설계매출의 95% 이상은 착공시점 이전에 회수되므로 미분양 리스크에서 자유로움

희림과 같은 건축설계 및 감리업을 영위하는 업체들은 미분양리스크 등 건설업체들이 전통적으로 가지고 있는 위험요인에서 자유로운 사업구조를 갖고 있다. 설계용역에 대한 대금은 착공시점 이전에 95% 이상 지급되기 때문에, 향후 동사가 설계한 프로젝트가 미분양 등 예기치 못한 사유로 사업중단에 이르게 되더라도 회사의 부실로 연결될 가능성이 전혀 없다. 또한 설계용역은 수주 후 대부분 2년 정도의 단기간 내에 매출로 반영되므로, 시장 상황의 변동에 따라 수주가 취소될 가능성도 낮게 나타난다.

무차입, 순현금 기조를 유지함으로써 재무안정성 확보

희림은 2001년 이후 8년간 무차입 경영을 하고 있으며, 부채비율도 지속적으로 20% 수준을 기록하고 있다. 또한 동사의 사업구조 상 대규모 시설투자로 인한 현금유출 가능성이 거의 존재하지 않기 때문에 이러한 순현금 기조는 향후에도 유지될 전망이다. 최근 대형 프로젝트 위주로 수주하여, 프로젝트 당 용역기간이 길어짐에 따라 매출채권이 증가하는 추이를 보이고 있긴 하나, 동사의 계약 상대방이 주로 정부와 대형 건설사들로 구성되어 있어, 매출채권 회수는 무난히 이루어질 것으로 판단된다.

Ⅱ. Valuation

투자의견 Buy 및 목표주가 12,500원 신규 제시

2009년, 2010년 EPS 각각 31.1%, 12.5% 성장 전망

희림에 대하여 coverage를 개시하며, 투자의견 Buy 및 12개월 목표주가 12,500원(액면가 500원)을 제시한다. 동사는 건축 설계 및 감리업을 영위하는 업체로서 설계 용역비가 국내 보다 높게 책정되는 해외 프로젝트 수주의 증가를 통한 매출 성장이 기대된다. 2009년, 2010년 EPS는 각각 1,187원, 1,267원으로 전망되며, 2009년, 2010년 PER은 각각 6.7배, 6.3배, PBR은 1.8배, 1.5배, EV/EBITDA는 각각 4.1배, 3.6배로 전망된다.

현 주가 대비 55.0% 상승여력 보유

목표주가 12,500원은 잔여이익모델(RIM: Residual Income Module)로 산출되었으며, 주요 가정으로 Market risk premium 8.0%, 베타 0.7, 자기자본비용 10.9%를 적용하였다. 목표주가인 12,500원은 현 주가(2월 19일 기준) 대비 55.0%의 상승여력을 보유하고 있다.

희림 잔여이익모델(RIM) (단위: 십억원, 원)

	2008E	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Net Profit	12	15	16	19	23	29	25	27	29	31	34	37
Shareholder's equity	55	65	76	89	105	127	146	165	186	207	230	254
Forecast ROE (FROE)	24.1%	25.5%	23.1%	22.7%	23.6%	25.0%	18.3%	17.3%	16.6%	16.0%	15.5%	15.2%
Spread (FROE-COE)	13.2%	14.6%	12.2%	11.8%	12.7%	14.1%	7.4%	6.4%	5.7%	5.1%	4.6%	4.3%
Residual Income	7	9	9	10	12	16	10	10	10	10	10	10
Cost of Equity(COE)	10.9%											
Beta	0.7											
Market Risk Premium (Rm-Rf)	8.0%											
Risk Free Rate (Rf)	5.3%											
Beginning Shareholder's equity	46.1											
PV of Forecast Period RI	73.1											
PV of Continuing Value	30.8											
Equity Value(C+P)	149.9											
No. of Shares(Common, mn)	13.4											
		12m TP										
Fair Price(C)		12,399										
Current Price(C)		8,000										
Upside(-Downside)		55.0%										
Implied P/B(x)		2.8										
Implied P/E(x)		10.4										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

*** 잔여이익(RIt) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)**

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만 + 'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 5.3%(공통)

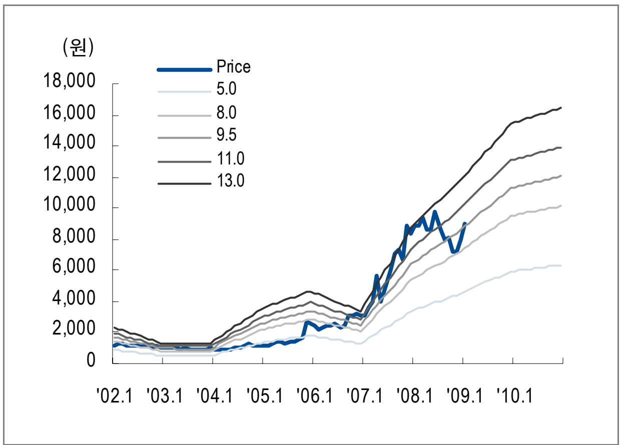
PER 측면에서 밸류에이션 매력 유효

동사의 PER은 2009년 예상 실적 기준 6.7배 수준인데 동사의 2007년 이후 PER band가 7~13배 사이에 형성되어있음을 감안한다면, 상대적 밸류에이션의 매력도가 존재하는 것으로 판단된다. 특히 현 시점보다 영업상황이 열위했던 2007년 말의 PER이 13배 수준이었음을 감안한다면, 현 수준에서 주가 상승여력은 충분한 것으로 판단된다.

건설업종 대비 안정적인 주가 흐름 확인

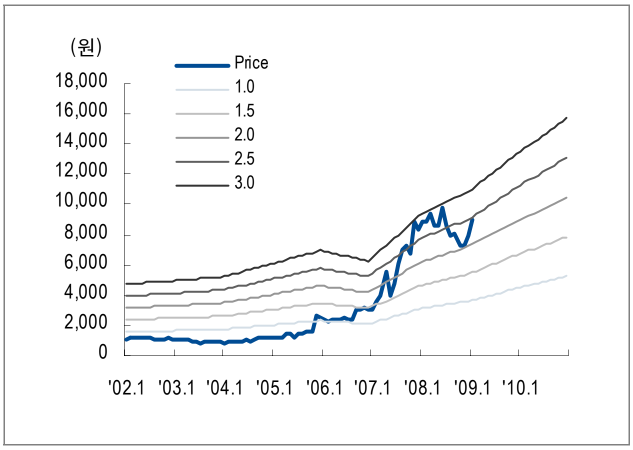
작년 3월 액면분할 효과를 감안한 동사의 수정주가와 건설업종 지수를 비교해보면, 지난해 상반기 이후 건설업종 지수의 급락에도 불구하고 동사의 주가는 상대적으로 안정적인 흐름을 보여주고 있는 것으로 확인된다. 이는 건설업체들 대비 안정적인 사업구조를 보유하고 있음에 기인하는데, 건설경기 불황에도 동사 주가의 안정적인 흐름을 예측하게 하는 근거가 될 수 있다.

PER band



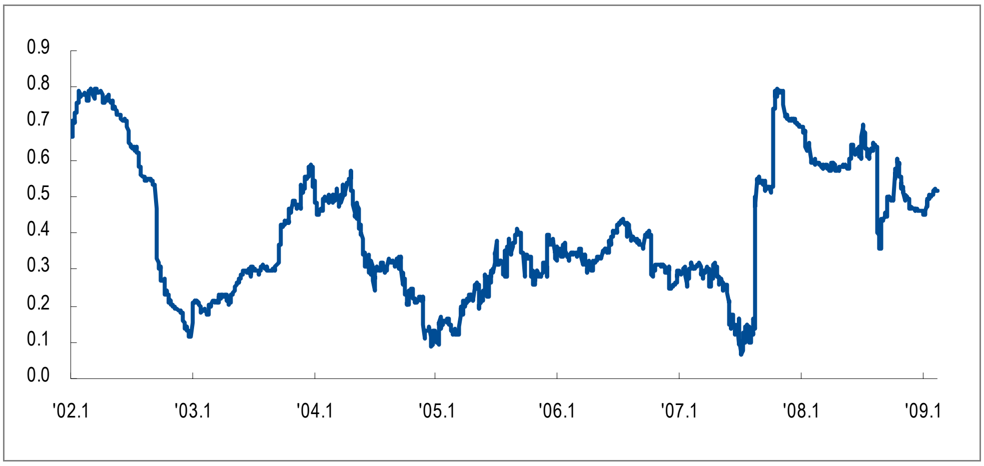
자료: 우리투자증권 리서치센터

PBR band



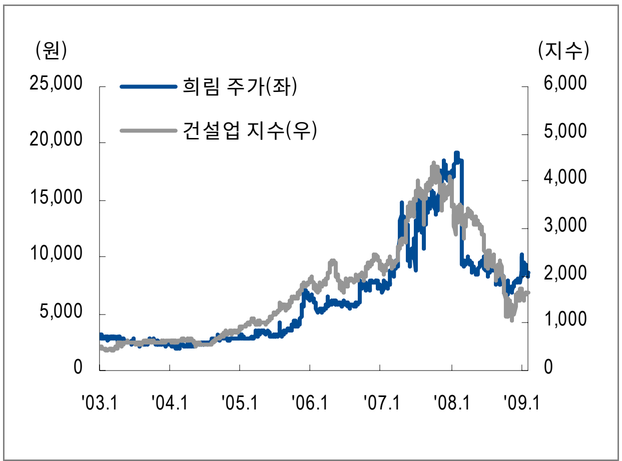
자료: 우리투자증권 리서치센터

희림 과거 베타 추이



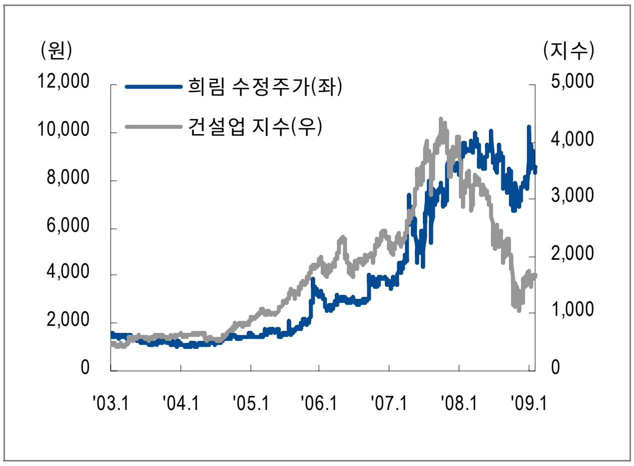
자료: Dataguide Pro

희림 주가 vs 건설업 지수



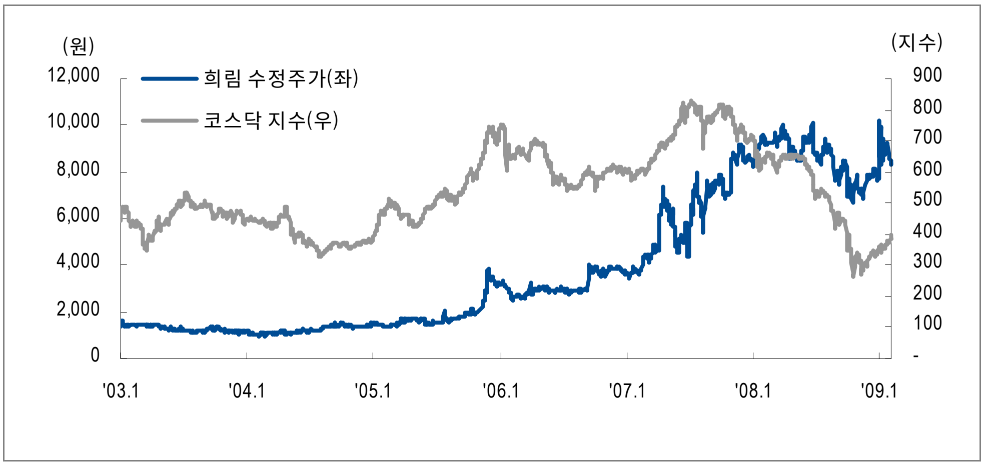
자료: Dataguide Pro

희림 수정주가 vs 건설업 지수



주: 2008년 3월 액면분할(2:1) 효과 수정
자료: Dataguide Pro

희림 수정주가 vs 코스닥 지수



자료: Dataguide Pro

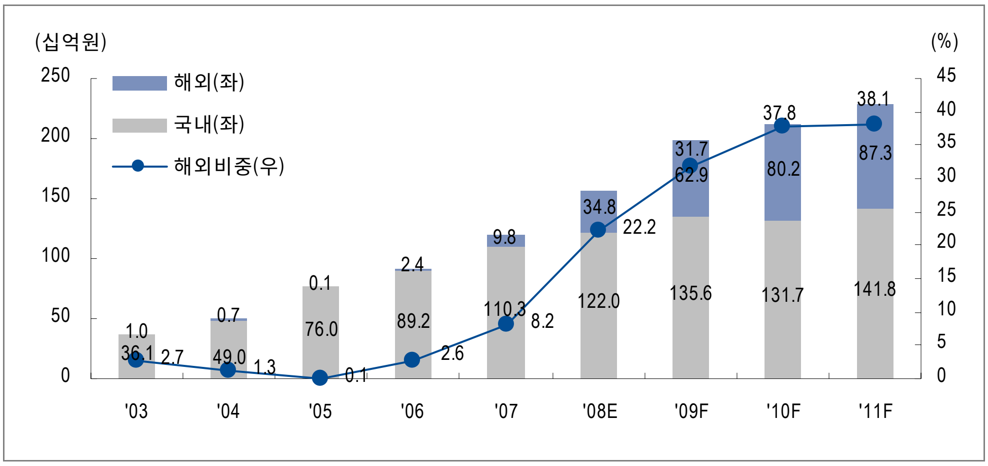
Ⅲ. 해외 설계매출 증가에 따른 영업이익 성장에 주목

1. 설계용역비 수준이 높은 해외 수주 증가로 지속적인 이익 증가 전망

설계용역에 대한 대가가 국내대비 높게 책정되는 해외부문의 성장에 주목

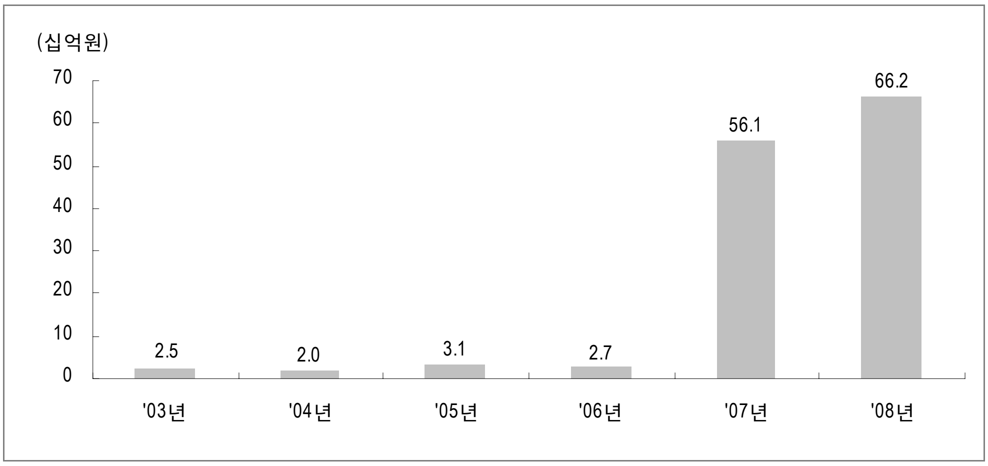
국내 건설사업에 비해 설계용역에 대한 보수가 높게 책정되는 해외 수주의 증가는 희림의 수익성 개선을 견인할 전망이다. 일반적으로 건축 프로젝트 진행시 국내의 경우 총 사업비의 3% 수준을 설계비로 집행해오고 있으나, 해외의 경우 총 사업비 대비 5~7%의 설계비를 집행하고 있다. 따라서 유사한 프로젝트에 인력을 투입할 경우 국내보다는 해외 프로젝트의 수행이 매출 외형 확대에 기여하는 바가 더 크다. 최근 몇 년간 동사의 설계용역 매출 중 해외매출은 급격히 증가하고 있다. 2006년까지 설계 매출 중 그 비중이 4%에도 미치지 못하던 해외부문은 지난해 29.0%까지 확대되었으며, 이로 인해 2006년에서 2008년까지 영업이익의 연평균성장률은 88.5%로 나타났다. 이는 해외 매출 확대로 인한 긍정적인 효과를 입증해주고 있다.(영업이익률 2006년 8.0% → 2008년(E) 10.9%로 개선)

희림 국내/해외 매출액 및 해외매출 비중 추이



자료: 희림, 우리투자증권 리서치센터 전망

희림 연간 해외 신규 수주 추이



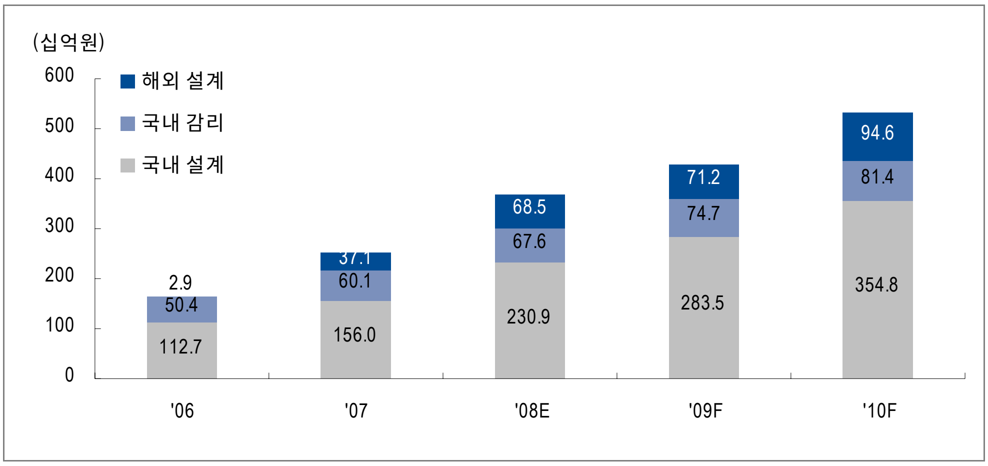
자료: 희림, 우리투자증권 리서치센터

2. 글로벌 경기침체로 인한 해외 수주 감소 가능성은 제한적

공공프로젝트 확대로 인한 해외수주 안정적 증가 예상

희림이 해외에서 설계용역 수주 계약을 체결하는 계약 상대방은 대부분 외국의 정부기관으로 구성되어 있다. 공공부문프로젝트의 수행을 통한 외국정부와의 우호적인 관계 형성은 향후 동사 해외부문의 안정적인 성장을 견인할 전망이다. 최근 우리나라 정부에서 발표한 '녹색뉴딜정책' 및 '한강유역정비사업' 등에서 확인할 수 있듯 경기침체중에 각국 정부는 공공부문의 사업을 확대할 가능성이 높으며, 이러한 공공부문 사업확대의 수혜로 동사의 해외 수주 증가 추세 역시 안정적으로 이어질 것으로 기대된다. 실제로 지난해 아제르바이잔, 베트남, UAE 등으로부터 공공 프로젝트를 수주가 이어졌다. 그 결과 지난해 건설경기 침체 하에서도 657억원 규모의 해외 프로젝트를 신규 수주하여, 건설경기가 상대적으로 양호했던 2007년 586억원보다 해외신규수주규모가 12.1% 증가했다. 또한 지난해말 현재 동사의 해외 수주잔고는 약 685억원 규모로 예상되는데, 이는 2008년 해외 매출 총액 대비 2배 수준이다.

희림 연간 수주잔고 추이 및 전망



자료: 희림, 우리투자증권 리서치센터 전망

희림 수행 해외 주요 프로젝트

카스피안 플러스 – 호텔 크레센트

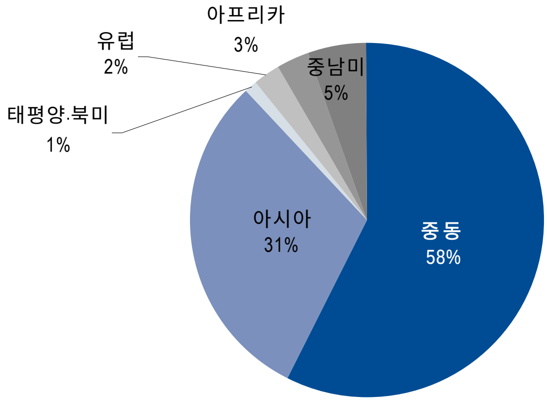
아제르바이잔 SOCAR 업무복합시설

베트남 EVN 청사

베트남 외교부 청사

자료: 희림

'08 년 기준 국내 건설업체들의 지역별 수주 비중



자료: 국토해양부, 우리투자증권 리서치센터

희림 해외 프로젝트 수행 현황 (단위: 백만원)

년도	발주국	프로젝트명	계약일	금액	발주처
'02년	중국	서안 자미이상도시	7월 8일	917	서안고과그룹 신서부실업발전공사
		2002년 계약금액 소계		917	
'03년	중국	청도 천희국제촌	5월 24일	225	중국 청도천희국제촌지업유한공사
				764	
	중국	하얼빈 야부리 스키 리조트	12월 8일	906	북경 야부리자산관리회사
	중국	서안 중심상무지역(CBD) 마스터플랜	12월 23일	430	서안고신기술산업개발
	알제리	골든빌리지 주상복합	12월 26일	1,890	EURL Park Group Construction
		2003년 계약금액 소계		3,515	
'05년	중국	한국문화성 개발사업	3월 10일	538	서울차이나타운개발
	베트남	SAIDONG 뉴타운 설계	7월 28일	180	대우건설
	베트남	전력청 운용통신센타 설계 자문(감리)	11월 9일	3,134	베트남 전력청
		2005년 계약금액 소계		3,851	
'06년	러시아	하바로브스크 마스터플랜	5월 2일	70	동성에스엔피
	UAE	두바이 스포츠시티 오피스타워 신축사업	5월 30일	1,436	AXON GULF
	카자흐스탄	알마티 아타켄트 마스터플랜	7월 13일	150	한원건설
	베트남	하노이 Tay Ho Tay지구 개발사업	7월 29일	262	T.H.T Development Co., Ltd
	중국	상해 가정지구 마스터플랜 작업	9월 29일	160	우성프라임
		2006년 계약금액 소계		2,078	
'07년	베트남	하노이 휘닉스호텔 신축공사 설계용역	2월 16일	1,920	참빛그룹 동아항공스카이
	예멘	아노르 씨티 오브 라이트 설계용역	2월 16일	2,351	Middle East Development
	UAE	두바이 B-Bay S-Tower 설계 및 감리용역	2월 23일	1,800	신성건설
	중국	심양시 서탑타운 재개발(설계) 프로젝트	3월 14일	100	알이아이홀딩그룹
	캄보디아	프놈펜 주거단지 신축공사 설계용역	7월 12일	3,280	Landevel Co., Ltd
	베트남	하노이 메찌지구 마스터플랜 설계용역	7월 14일	740	금호산업
	베트남	하노이 랜드마크타워 신축공사 설계용역	8월 7일	12,036	경남기업
	지부티	지부티 마스터플랜	8월 26일	1,130	Middle East Development
	아제르바이잔	바쿠 7성 호텔	8월 27일	15,494	GILAN Insaat
	아제르바이잔	석유성 신축공사	9월 12일	7,249	The State Oil Company of the Aze.
	카자흐스탄	고골랴지역 사업성분석 설계용역	9월 15일	285	남해종합건설
	우크라이나	키예프 주거시설 프로젝트	9월 17일	651	GRINDLE RESOURCES Ltd
	아제르바이잔	아제르바이잔 크레센트 플레이스 복합빌딩	9월 25일	8,612	GILAN Insaat
	베트남	베트남 달랏 플라워시티 프로젝트	10월 25일	40	연우
	캄보디아	캄보디아 프놈펜 북부 신도시 사업기획 용역	11월 6일	80	포스코건설
	러시아	러시아 사할린 오피스빌딩 설계용역	11월 6일	2,792	포스코건설
		2007년 계약금액 소계		58,561	
'08년	시리아	복합단지 마스터플랜	1월 21일	516	Middle East Development
	베트남	5성급 호텔 콤플렉스 프로젝트 설계/감리	1월 31일	13,309	Vietnam Oil & Gas Group
	중국	STX 주거단지 마스터플랜	2월 25일	2,054	STX방지산개발(대련)유한공사
	UAE	두바이 마잔 주거개발 프로젝트	6월 2일	9,900	Evergreen Signature Investment., Ltd
	미국	LA 공동주택 신축공사 설계용역(설계관리)	6월 16일	4,863	GB America Investment Inc
	아제르바이잔	Crescent City in Baku, Azerbaijan	7월 28일	3,064	GILAN Insaat
	베트남	Tay Ho Tay Development Project(작가감리)	8월 12일	4,070	T.H.T Development Co., Ltd
	UAE	City of Arabia 설계 및 감리용역	9월 8일	5,898	Shakeel Shaikh
	UAE	Saadiyat Marina 주거빌딩 설계용역(감리)	10월 13일	9,251	HUB Holding
	UAE	두바이 워터프론트 프로젝트(감리)	11월 4일	2,720	M/s. Unique Properties Ltd
	베트남	베트남 외교부청사(작가감리)	11월 13일	9,726	베트남외교부청사Pjt 관리단
	아제르바이잔	카발라리조트 마스터플랜 설계 용역	12월 16일	338	GILAN Holding
		2008년 계약금액 소계		65,708	

자료: 희림

Ⅳ. 국내 건설경기 불황에도 내수부문의 안정적 사업성 유지 전망

1. 설계/감리업체의 '부익부 빈익빈' 현상 심화는 동사에 긍정적

설계/감리 의뢰가 업계 상위업체로 집중되고 있어 동사의 국내 매출 수준은 유지될 전망

최근 건설경기 불황으로 인해 희림의 신규 수주 및 매출 감소 가능성에 대한 우려가 있을 수 있으나, 동사는 우수한 설계 기술력을 기반으로 현 수준의 수주 달성이 무난할 전망이다. 건축설계시장은 상위 업체들의 과점화 현상이 뚜렷이 나타나고 있어, 건설경기 불황이 시작된 지난해에도 희림은 수주 의뢰가 들어온 용역건에 대해 선별 수주를 해왔다. 즉, 건설경기 불황으로 전반적인 국내 수주의뢰 물량은 감소하고 있지만, 희림, 삼우, 건원 등 상위 8개사로의 수주의뢰 집중 현상은 지속되고 있다. 국내부문 매출은 2008년 대비 급격한 성장을 기대하기 힘들고, 또한 설계인력 일부를 해외 프로젝트 확대를 위한 용역에 투입함에 따른 소폭 수주계약 감소가 예상되고 있다. 그러나 국내부문 매출은 희림의 안정적인 사업축으로서의 역할을 무난히 수행할 것으로 기대된다. 최근 동사의 국내 신규수주 추이는 동사의 이러한 안정적인 사업구조를 입증해주고 있는데, 2008년에도 전년대비 28.5% 증가한 2,044억원의 신규수주도 달성하였으며, 최근 5년간 신규수주는 CAGR 29.6%의 안정적인 증가율을 유지해 왔다.

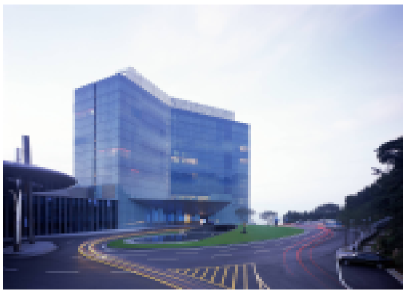
브랜드 파워 및 과거 랜드마크 건축물에 대한 프로젝트 수행 경력은 동사 수주물량 확보의 원동력

희림은 국내에 다수 랜드마크 건축물의 설계프로젝트를 수행함으로써 건축설계시장에서의 확고한 입지를 구축하고 있다. 희림이 확보한 브랜드 파워는 '부익부' 효과를 창출할 수 있는 원동력이라 할 수 있다. 희림이 설계한 대표적인 국내 건축물로는 코엑스몰, 인천국제공항, 서울중앙우체국청사, 산업은행 본점, W서울워커힐호텔 등이 있으며, 이러한 유명 건축물들은 희림의 선도적인 설계 경쟁력을 입증해주고 있다. 이러한 이유로 2007년 매출실적 기준 희림은 건축설계시장에서의 점유율 2위를 기록하고 있다. 점유율 1위를 기록하고 있는 삼우가 삼성계열사로서 수행하고 있는 삼성 계열사 관련 프로젝트 물량을 제외한다면, 희림은 시장에서 확고한 선도적인 입지를 확보하고 있는 것으로 판단된다.

희림 수행 국내 주요 프로젝트


한국산업은행 본점

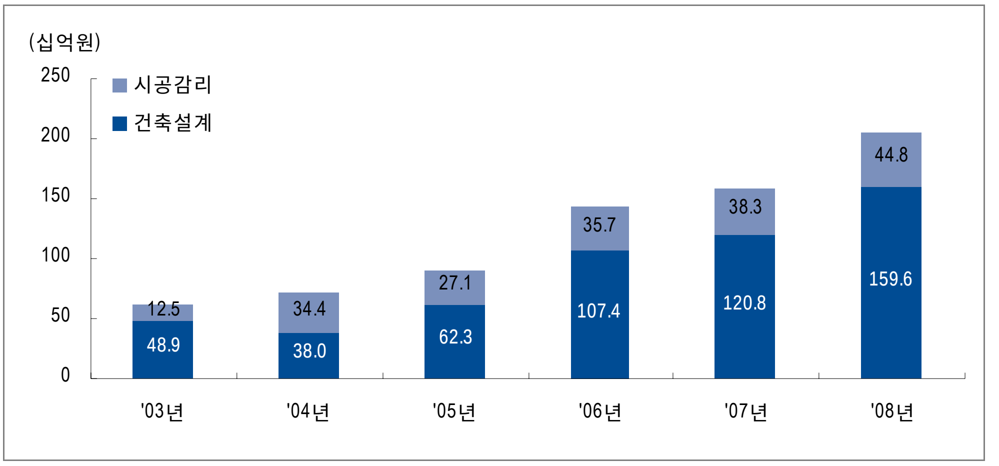

ASEM 및 한국종합무역센터


W서울워커힐호텔


동아미디어센터

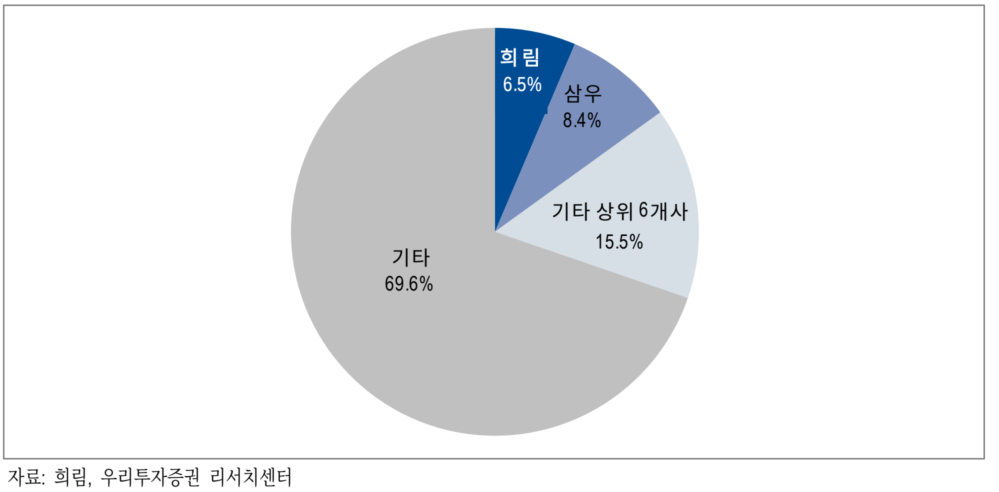
자료: 희림

희림 국내 신규수주 추이



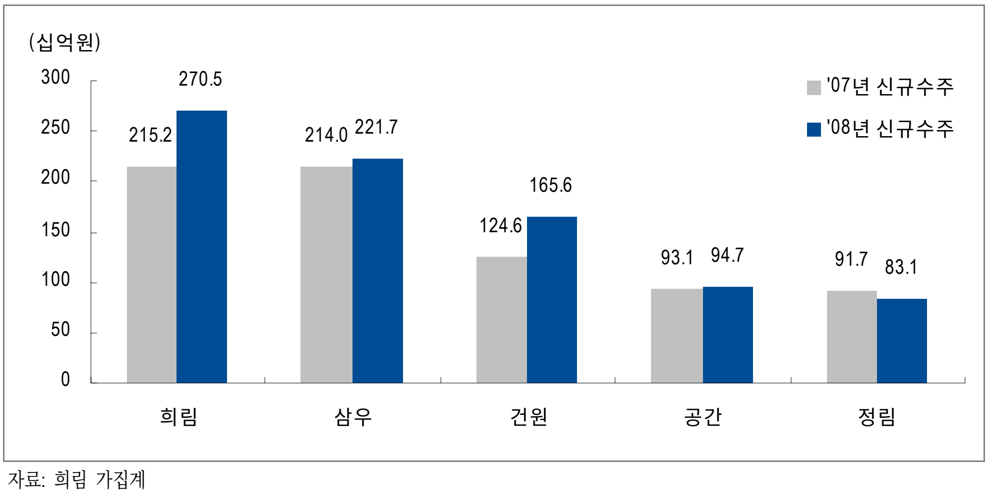
자료: 희림, 우리투자증권 리서치센터

'07 년 기준 건축설계/감리 시장 점유율 현황



자료: 희림, 우리투자증권 리서치센터

국내 상위 5 개사 신규수주 추이



자료: 희림 가집계

2. 정부의 대규모 건설투자 집행 계획에 따른 수혜 기대

경기부양을 위한 정부의 건설투자 확대는 동사의 안정적 수주물량 확보에 일조할 전망

최근 서울시는 '한강르네상스 프로젝트'라는 수변지역 공공성 재편계획을 발표하였다. 경기부양을 위한 정부의 이러한 대규모 공공사업의 진행은 건설경기 침체하에서도 동사가 수행할 수 있는 프로젝트의 안정적인 공급이 이루어진다는 측면에서 긍정적이다. 또한 향후 건설경기가 회복기로 접어들 경우 동사와 같은 건축설계 업체의 사업성이 최우선적으로 개선된다. 따라서 단기적으로는 정부의 대규모 공공발주로 인한 안정적인 프로젝트의 수주가 예상되며, 중장기적으로 건설경기 회복에 따른 민간 발주 물량 확보를 기대할 수 있어 안정적인 수익성 유지가 전망된다.

한강르네상스계획의 공간적 범위 확대

한강르네상스 기본계획

(2007년 수립)
한강공원 정비와
8개의 워터프론트타운 조성계획

서울시 기본경관계획

(디자인본부 수립중, 2008~)
한강 양안 500m 내외 주요 간선도로를
기준으로 경관기본관리구역 지정

수변지역 공공성 재편계획

기본경관계획의 경관기본관리구역을 대상으로
한강르네상스 및 뉴타운 계획 반영

자료: 서울시

3. 건설산업의 전통적인 리스크에서 자유로운 사업구조

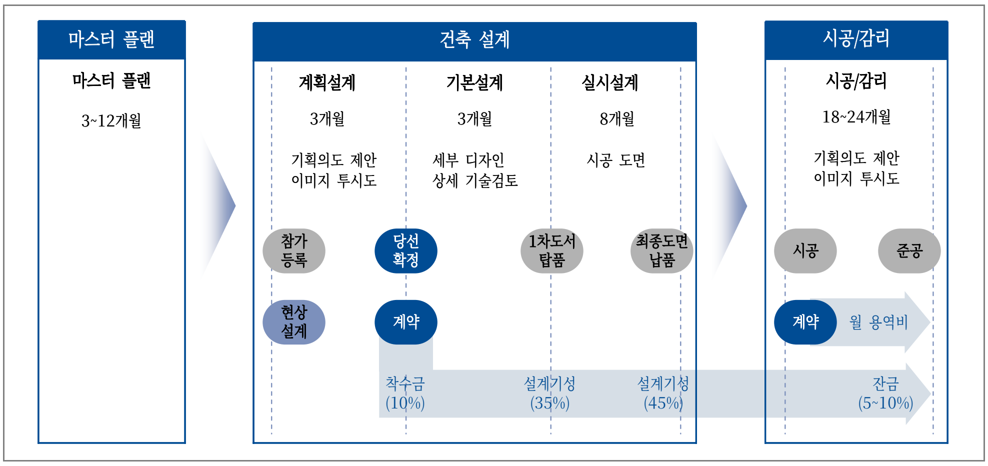
설계매출의 95% 이상은 착공시점 이전에 회수하는 구조로 미분양 리스크에서 자유로움

희림과 같은 건축설계 및 감리업을 영위하는 업체들은 건설업체들이 전통적으로 가지고 있는 미분양 리스크 등의 위험요인에서 자유로운 사업구조를 갖고 있다. 설계용역에 대한 대금은 착공시점 이전에 95% 이상 지급되기 때문에, 향후 동사가 설계한 프로젝트가 미분양 등 예기치 못한 사유로 사업중단에 이르게 되더라도 회사의 부실로 연결될 가능성이 전혀 없다. 또한 설계용역은 수주 후 대부분 2년 정도의 단기간 내에 매출로 반영되므로, 시장 상황의 변동에 따라 수주가 취소될 가능성도 낮다.

감리매출 역시 프로젝트가 부실화될 경우 감리용역이 투입되지 않아 매출채권 부실와 가능성이 낮은 구조

감리매출은 기본적으로 기성 진행에 따라 발생하게 된다. 따라서 미분양 및 여타 이유로 프로젝트가 부실화될 경우 시공이 더 이상 진행되지 않게 되고, 회사의 감리용역도 제공되지 않게 된다. 또한 프로젝트 부실화로 투입되지 않은 감리인력은 다른 프로젝트에 대체 투입하는 인력관리의 유연성을 발휘할 수 있다. 따라서 미분양 등과 관련된 매출채권 부실화 가능성이 존재하지 않는다는 점은 동사의 안정적인 이익성장과 재무안정성에 대한 신뢰도를 높여주는 요인으로 판단된다.

건축설계 및 시공감리용역의 자금회수 프로세스



자료: 희림

V. 재무안정성 및 우호적 주주정책은 지분가치 매력도를 높여주는 요인

1. 무차입 경영을 통한 재무안정성 확보

무차입, 순현금 기조를 유지함으로써 재무안정성 확보

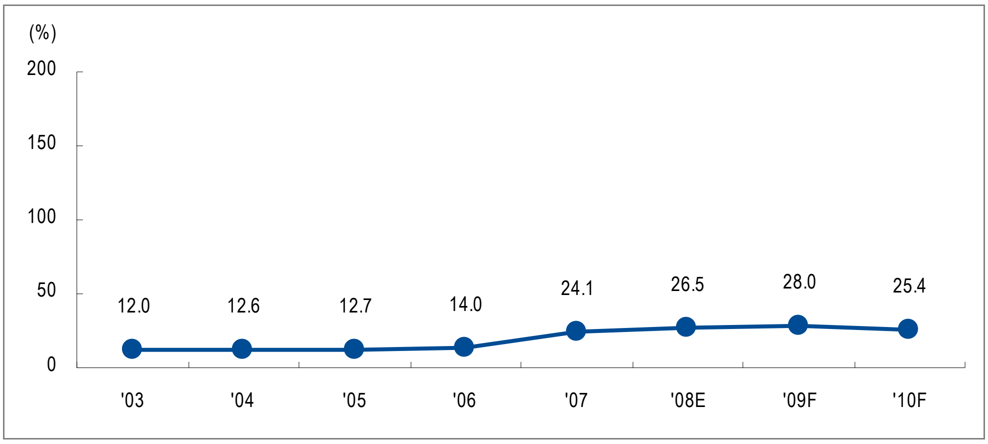
희림은 2001년 이후 8년간 무차입 경영을 하고 있으며, 부채비율도 지속적으로 20% 수준을 기록하고 있다. 또한 동사의 사업구조상 대규모 시설투자로 인한 현금유출 가능성이 거의 존재하지 않기 때문에 이러한 순현금기조는 향후에도 유지될 전망이다. 최근 대형 프로젝트 위주로 수주를 하면서, 프로젝트당 용역기간이 길어짐에 따라 매출채권이 증가하는 추이를 보이고 있긴 하나, 동사의 계약 상대방이 주로 정부와 대형 건설사들로 구성되어 있어, 매출채권 회수는 무난히 이루어질 것으로 판단된다.

2. 높은 배당정책으로 주주가치 증대 기대

35%대의 배당성향 유지 전망

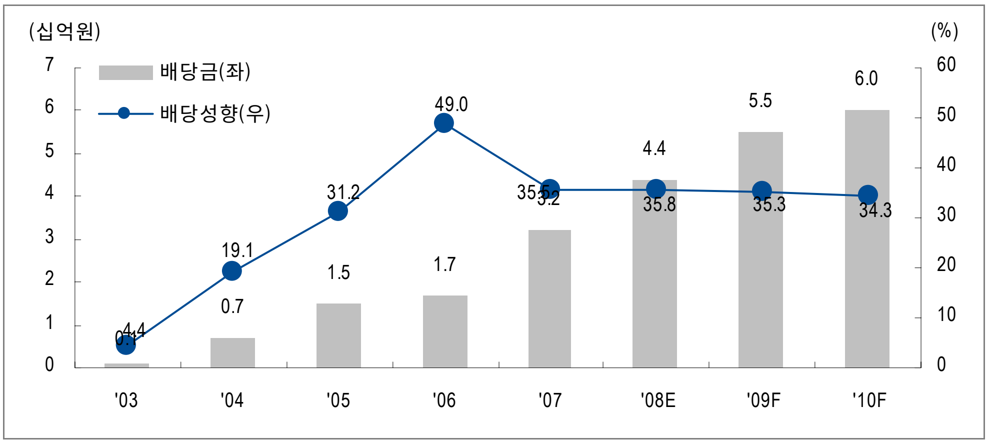
희림은 2003년 이후 현금배당액 및 배당성향을 지속적으로 높여오고 있으며, 이후로도 35% 수준의 높은 배당성향을 유지할 것으로 전망된다. 동사의 경영진 역시 주주가치 우선 정책을 유지할 것이라는 의지를 강력히 표명하고 있어, 향후 수익성 개선을 통한 배당금액 확대가 예상된다. 희림이 35%의 배당성향을 유지할 경우 2009년과 2010년의 예상 배당액은 각각 55억원(주당 426원) 및 60억원(주당 465원) 수준으로 전망된다.

희림 부채비율 추이 및 전망



자료: 희림, 우리투자 리서치센터 전망

희림 배당금 및 배당성향 추이 및 전망



자료: 희림, 우리투자 리서치센터 전망

VI. Risk 요인 점검

1. 건설경기에 민감한 사업구조

경기침체 하에서 민간 건설투자의 위축이 예상되나 정부 주도의 공공발주 물량으로 대체 가능

건설투자의 규모가 감소할 경우 동사의 외형이 축소될 수 있다. 특히 글로벌 경기침체의 영향으로 민간이 주도하는 건설투자의 규모는 급격히 감소할 것으로 예상된다. 그러나 경기부양을 위한 정부 주도의 공공발주 물량 확대는 이러한 마이너스 효과를 상쇄시켜 줄 전망이다. 국내에서 추진되고 있는 '녹색뉴딜정책' 및 '한강르네상스' 계획 등과 같이 전 세계 각국 정부가 경기부양을 위한 건설투자에 관심을 기울이고 있으며, 이는 단기적으로 희림의 수주잔고 확보에 도움이 될 것으로 기대된다. 장기적인 측면에서는 건축설계업이 건설경기보다 선행한다는 측면을 감안할 때, 민간 건설경기 회복의 선반영에 따른 수주 확보를 통해 지속적인 성장 모멘텀을 확보할 수 있을 전망이다.

2. 경쟁사들의 설계/감리 용역 단가 하락 경쟁 유도로 마진 축소 가능성

대형 프로젝트 수행에 따른 브랜드가치 확보 및 수주경험의 누적은 동사의 차별화된 경쟁력

중소 건축설계업체들의 저가 입찰 경쟁 심화로 동사의 수익성 하락을 우려할 수 있다. 그러나 건축설계 시장은 브랜드 파워 및 수주경험 등을 배경으로 '부익부 빈익빈'의 현상이 나타나고 있어 동사의 마진 하락에 대한 가능성은 제한적일 것으로 판단된다. 특히 최근의 건설 프로젝트들이 대형화, 복잡화되며, 과거 대형 프로젝트 수행 경험이 풍부한 희림 등 상위 8개 업체들로의 발주 물량이 지속적으로 이어질 전망이다. 또한 국내 설계 용역에 대한 용역비는 총 건설프로젝트 투입 비용의 3% 수준으로 중소 업체들이 저가 경쟁력을 내세울 수 있는 구간이 크게 존재하지 않는다. 따라서 중소형사들이 희림의 브랜드 파워 및 수주경험을 상쇄할 수 있을 만큼의 가격 경쟁력을 확보하기 어려울 것으로 판단된다.

[Appendix]

사업 현황

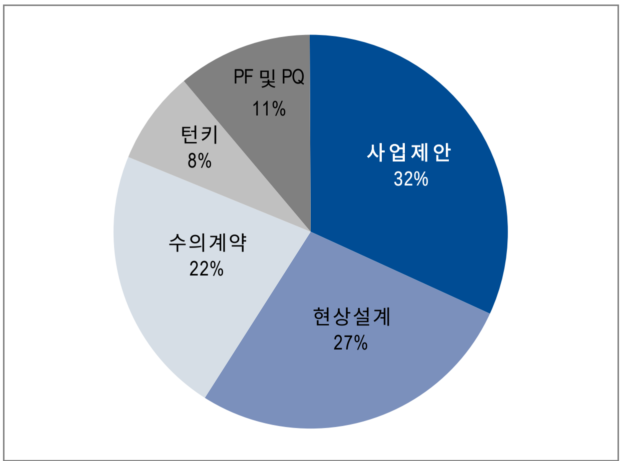
희림은 1989년 11월 건축설계, 감리 엔지니어링 사업을 목적으로 설립된 업체로, 2000년 2월 3일 한국증권협회에 등록되었다. 전방산업은 건설산업으로서 건설경기에 민감하게 반응하는 특징을 나타내고 있으나, 여타 건설업체들 대비 사업 위험이 낮은 구조를 보유하고 있어 이익의 변동성은 낮게 나타난다. 2000년 해외건설업 면허를 취득하고 2006년 이후 해외부문의 매출이 성장추세를 보이며 전체적인 이익 성장세를 견인하고 있다.

연혁

일 자	연 혁
1970년 1월	희림 건축사무소 설립
1985년 6월	종합건축사사무소 등록
1989년 12월	건축시공감리전문회사로 등록
1996년 4월	종합감리전문회사 등록
1997년 3월	ISO 9001 인증 취득(업계 최초)
2000년 2월	한국증권업협회 등록
2000년 5월	해외건설업 면허 취득(전문건설업, 건설엔지니어링업)
2007년 4월	ISO 14001 인증
2008년 7월	변경상장(액면변경)

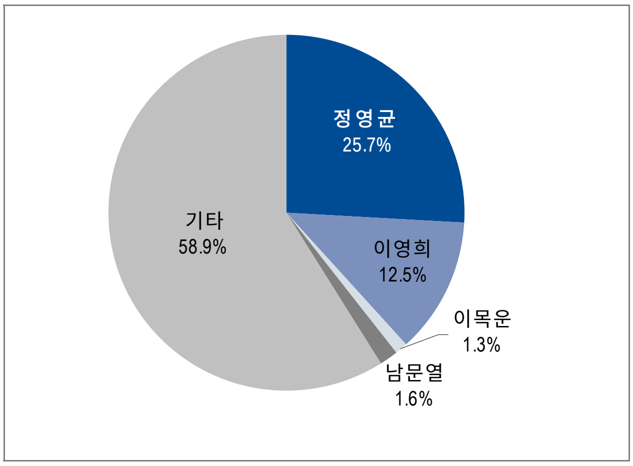
자료: 희림

'08 년 기준 희림 설계 수주 유형별 비율



자료: 희림

희림 주요 주주현황



자료: 희림

SWOT & 5 Forces Analysis

SWOT Analysis

Strengths
- 해외 정부기관과의 우호적인 거래관계
- 국내 선두권의 브랜드 가치
- 미분양리스크에서 자유로운 안정적인 사업구조
- 무차입, 순현금의 재무안정성

Weaknesses
- 건설투자 축소시 외형 축소 가능성
- 국내 프로젝트의 경우 대형 건설업체의 마진축소 압박 가능성 존재

Opportunities
- 글로벌 경기 침체 극복을 위한 각국 정부의 공공발주규모 확대
- 랜드마크 건물 설계 경력에 근거한 인지도 확대
- 국내 대비 수익성이 우월한 해외 프로젝트의 증가

Threats
- 경기침체로 인한 민간 발주 물량 축소
- 인적자원의 희소성으로 인해 Capa 확대 제한적

자료: 우리투자증권 리서치센터

5 Forces Analysis

Availability of Substitutes
- 삼우, 건영 등과 과점시장 형성(건축설계업계의 양극화)

↓

Power of Buyers
- 중립: 대형프로젝트 이외의 프로젝트에 대해서는 대체 업체 다수 존재. 그러나 용역비 비차별화

→

Competitive Rivalry
- 국내 선두권의 입지 구축
- 랜드마크 건물 설계 경험으로 인한 브랜드 이미지 확보
- 해외 정부와의 우호적 관계

←

Power of Suppliers
- 높음: 설계용역비의 비차별화로 브랜드 인지도 높은 업체로 수주 집중

↑

Threat of New Entrants
- 수주경력 및 브랜드가치의 비중이 높은 산업으로서 진입 후 안정화까지 장시간 소요

자료: 우리투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
US GAAP						
매출액	76.0	91.5	120.1	157.2	198.5	212.0
증가율 (%)	53.3	20.3	31.3	30.9	26.3	6.8
제품매출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수출비중 (%)	0.0	0.0	0.0	19.6	31.7	37.9
매출원가 (A)	63.9	75.9	96.2	126.2	161.9	173.5
제품매출원가	-1.0	-1.2	-1.5	-1.8	-1.8	-1.8
매출총이익 (A)	12.1	15.5	24.0	31.0	36.6	38.5
Gross 마진 (%)	15.9	17.0	20.0	19.7	18.5	18.1
증가율 (%)	37.0	28.5	54.5	29.4	18.1	5.0
판매비와 일반관리비 (A)	5.0	9.4	9.6	11.6	12.6	12.9
EBITDA	7.1	6.1	14.3	19.4	24.1	25.5
EBITDA 마진 (%)	9.4	6.7	11.9	12.3	12.1	12.1
증가율 (%)	45.9	-13.9	133.8	35.1	24.2	6.2
감가상각비 & 무형자산상각비	-1.0	-1.4	-1.9	-2.2	-2.3	-2.4
유형자산 감가상각비	-1.0	-1.2	-1.7	-2.0	-2.0	-2.0
무형자산 상각비	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
EBIT	6.1	4.7	12.4	17.1	21.8	23.2
EBIT 마진 (%)	8.0	5.2	10.3	10.9	11.0	10.9
증가율 (%)	51.4	-22.1	162.0	38.0	27.0	6.4
순이자수익/(비용)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
이자수익	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외이익 (손실)	-0.6	-0.8	0.3	0.0	0.0	0.0
외화관련이익/(손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법이익 (손실)	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분이익/(손실)	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-0.1	-0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
법인세차감전순이익	5.6	4.2	12.9	17.4	22.0	23.4
법인세비용	0.8	0.7	3.9	5.3	6.6	7.1
순이익	4.8	3.5	9.0	12.1	15.3	16.4
Net 마진 (%)	6.3	3.8	7.5	7.7	7.7	7.7
증가율 (%)	32.8	-28.2	160.4	35.1	26.2	6.7
조정순이익	5.3	3.7	8.9	12.1	15.3	16.4
Korean GAAP						
매출액	76.0	91.5	120.1	157.2	198.5	212.0
매출원가 (B)	65.0	77.2	97.7	128.0	163.7	175.3
매출총이익 (B)	11.1	14.3	22.4	29.2	34.8	36.6
Gross 마진 (%)	14.5	15.6	18.7	18.6	17.5	17.3
증가율 (%)	38.7	29.3	57.1	30.1	19.3	5.2
판매비와 일반관리비 (B)	5.0	9.5	10.0	12.1	13.1	13.5
영업이익	6.1	4.7	12.4	17.1	21.8	23.2
OP 마진 (%)	8.0	5.2	10.3	10.9	11.0	10.9
증가율 (%)	51.4	-22.1	162.0	38.0	27.0	6.4
영업외수익	0.3	1.0	0.6	0.3	0.2	0.3
영업외비용	0.8	1.6	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	5.6	4.2	12.9	17.4	22.0	23.4
법인세차감전순이익	5.6	4.2	12.9	17.4	22.0	23.4
법인세비용	0.8	0.7	3.9	5.3	6.6	7.1
계속사업이익	4.8	3.5	9.0	12.1	15.3	16.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.8	3.5	9.0	12.1	15.3	16.4
순이익 (지분법제외)	5.2	3.8	9.0	12.1	15.3	16.4
순이익 (우선주배당금제외)	4.8	3.5	9.0	12.1	15.3	16.4
총현금배당금	1.5	1.7	3.2	4.4	5.5	6.2

대차대조표

(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
현금 및 단기금융상품	2.0	3.3	9.1	3.2	2.3	7.7
유가증권	0.9	1.0	1.0	1.5	2.3	3.4
매출채권	10.1	10.0	19.5	31.2	39.4	42.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동자산	18.8	17.1	35.1	43.1	53.0	62.9
증가율 (%)	7.1	-9.2	105.0	23.0	22.9	18.6
Current asset turnover (X)	4.2	5.1	4.6	4.0	4.1	3.7
유형자산	10.9	8.3	9.1	9.1	9.1	9.2
설비투자	4.1	1.8	2.5	2.0	2.0	2.1
비유동자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
감가상각비	1.0	1.2	1.7	2.0	2.0	2.0
투자자산	3.4	4.0	4.2	5.8	7.6	8.9
무형자산	0.0	5.1	4.9	6.4	8.1	8.6
비유동자산	16.2	20.7	22.1	26.2	30.8	33.0
증가율 (%)	26.1	27.8	6.9	18.4	17.7	7.2
Non-liquid asset turnover(x)	5.2	5.0	5.6	6.5	7.0	6.6
자산총계	35.0	37.8	57.2	69.3	83.8	95.9
증가율 (%)	15.1	7.9	51.3	21.2	20.9	14.4
Total asset turnover (X)	2.3	2.5	2.5	2.5	2.6	2.4
단기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	3.1	3.7	9.3	12.1	15.3	16.4
유동부채	3.1	3.7	9.3	12.1	15.3	16.4
증가율 (%)	74.2	17.7	152.2	30.9	26.3	6.8
Current liability turnover (X)	30.9	26.9	18.6	14.7	14.5	13.4
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기성충당금	0.0	1.0	1.6	2.1	2.6	2.8
기타비유동부채	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
재무리스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.8	1.0	1.8	2.4	3.0	3.2
증가율 (%)	-49.9	17.5	92.9	30.9	26.3	6.8
Non-current asset turnover(x)	62.7	104.0	86.3	74.3	73.2	67.7
부채총계	3.9	4.6	11.1	14.5	18.3	19.6
증가율 (%)	15.4	17.7	140.0	30.9	26.3	6.8
Total liability turnover (X)	20.7	21.4	15.3	12.3	12.1	11.2
자본금	5.5	5.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	3.0	3.0	6.4	6.4	6.4	6.4
주식발행초과금	3.0	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0
재평가적립금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본조정	-1.5	-1.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
자기주식	-1.5	-1.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타포괄손익누계액	0.2	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	23.9	25.9	33.2	42.2	52.9	63.7
자본총계	31.1	33.1	46.1	54.8	65.5	76.3
증가율 (%)	15.0	6.6	39.0	18.9	19.5	16.5
Shareholder's equity turnover (X)	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3	3.0
Capital Employed	31.9	34.1	47.9	57.2	68.5	79.5

현금흐름표

(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
영업활동 현금흐름	3.8	7.3	7.1	3.2	10.0	16.3
+ 당기순이익 (-손실)	4.8	3.5	9.0	12.1	15.3	16.4
+ 현금유출입이 없는 비용 (-수익)	1.6	6.1	3.0	2.7	2.8	2.6
+ 감가상각비	1.0	1.2	1.7	2.0	2.0	2.0
+ 무형자산상각비	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
+ 퇴직급여충당금	0.0	1.0	0.8	0.5	0.5	0.2
+ 지분법손실 (-이익)	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실 (-이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 비유동자산매각손실 (-이익)	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	6.5	9.6	11.9	14.9	18.2	18.9
- 운전자본의 증가 (+ 감소)	-2.7	-2.3	-4.9	-11.7	-8.2	-2.7
- 매출채권의 증가 (+ 감소)	-3.2	-1.5	-9.6	-11.7	-8.2	-2.7
- 재고자산의 증가 (+ 감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 매입채무의 증가 (- 감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+/- 기타운전자본의 증가 (-감소)	0.5	-0.8	4.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-8.4	-5.5	-5.6	-4.9	-7.4	-5.4
+ 유가증권의 감소 (-취득)	0.0	0.0	0.0	-0.5	-0.8	-1.1
+ 기타당좌자산의감소 (-증가)	-8.0	-1.7	-2.4	-1.7	-1.9	-0.6
+ 투자유가증권의 처분 (-취득)	0.1	-0.2	0.1	-1.2	-1.0	-0.9
+ 유형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산증가(CAPEX)	-4.1	-1.8	-2.5	-2.0	-2.0	-2.1
+ 무형자산의 감소 (-증가)	0.0	0.0	0.0	-1.5	-1.7	-0.5
Free Cash Flow	-0.3	5.5	4.6	1.2	8.0	14.1
Net Cash Flow	-4.7	1.8	1.4	-1.7	2.6	10.9
재무활동 현금흐름	-0.3	-1.7	4.2	-3.2	-4.4	-5.5
+ 단기차입금의 증가 (-감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 유동성장기부채 증가 (-감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 사채의 증가 (-감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 장기차입금의 증가 (-감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 자본금, 자본잉여금증가 (-감소)	0.0	0.0	5.7	0.0	0.0	0.0
- 배당금의 지급	-0.7	-1.5	-1.7	-3.2	-4.4	-5.5
현금 및 단기금융상품의 증가	-4.9	0.1	5.7	-4.9	-1.8	5.4
기초 현금 및 단기금융상품	7.3	2.0	3.3	9.1	4.1	2.4
기말 현금 및 단기금융상품	2.0	3.3	9.1	4.1	2.4	7.7

VALUATION (I)

(십억원)	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
Residual Income Model						
Spread (FROE-COE) (%)	6.4	0.2	11.8	13.2	14.6	12.2
Residual Income	1.9	0.1	4.7	6.7	8.8	8.6
12M Rim-based target Price (Won)	12,399.4					
주가 수익율-비용 Spread						
경상자기자본이익률	21.3	15.5	31.8	34.5	36.5	33.1
경상자기자본이익률 - COE	11.1	4.9	21.0	23.6	26.5	22.8
주가수익률 - COE	3.9	-2.1	-2.9	0.5	4.8	5.5
경제적 부가가치 (EVA)						
투하자본	28.4	29.2	37.1	51.4	62.6	67.2
영업용비유동자산	14.7	19.0	20.4	23.6	27.2	28.5
순영업용자본	13.7	10.2	16.7	27.7	35.4	38.8
세후영업이익	5.3	3.9	8.7	12.0	15.2	16.2
EBIT	6.1	4.7	12.4	17.1	21.8	23.2
(세금)	0.8	0.8	3.8	5.2	6.6	7.0
투하자본이익률 (%)	21.9	13.6	26.2	27.0	26.7	24.9
투하자본이익률 - WACC (%)	12.9	4.3	16.6	17.3	17.7	15.8
EVA	3.7	1.3	6.2	8.9	11.1	10.6
Discounted Cash Flow						
EBIT	6.1	4.7	12.4	17.1	21.8	23.2
+ 감가상각비	1.0	1.4	1.9	2.2	2.3	2.4
- 세금	0.8	0.8	3.8	5.2	6.6	7.0
- CAPEX	4.1	1.8	2.5	2.0	2.0	2.1
- 영업용자본의 증가 (+ 감소)	5.2	-3.6	6.5	11.0	7.6	3.4
Free cash flow for DCF valuation	-3.0	7.1	1.6	1.2	7.8	13.0
가중평균 자본비용 (WACC) (%)						
부채비용 (COD)	4.1	4.3	4.0	4.9	4.6	4.2
평균부채비용	4.7	5.2	5.7	7.0	6.6	6.0
조정 (세금 등)	0.6	0.9	1.7	2.1	2.0	1.8
자기자본비용 (COE)	10.1	10.6	10.9	10.9	10.0	10.3
무위험수익률	4.5	5.0	5.3	5.3	4.4	4.7
주식리스크 Premium	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
WACC	9.0	9.3	9.5	9.7	9.0	9.1
전년대비 변동률 (%p)	0.2	0.4	0.2	0.2	-0.8	0.2
Enterprise Value						
+ 시가총액	34.2	40.9	112.3	103.0	103.2	103.2
+ Net debt (-cash)	-2.9	-4.3	-10.1	-4.8	-4.6	-11.1
Enterprise Value	31.3	36.6	102.2	98.2	98.7	92.1
-투자자산	3.4	4.0	4.2	5.8	7.6	8.9
+ 금융리스	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV (조정후)	27.9	32.5	98.0	92.5	91.0	83.2
EV/ EBITDA (X)	4.4	6.0	7.1	5.1	4.1	3.6
EV/ EBIT (X)	5.2	7.7	8.2	5.7	4.5	4.0
EV/ EBITDA (조정후) (X)	3.9	5.3	6.8	4.8	3.8	3.3
EV/ EBIT (조정후) (X)	4.6	6.9	7.9	5.4	4.2	3.6
주당 EBIT (FD) (W)	453.6	353.4	926.0	1,278.0	1,686.7	1,794.4
주당 EBITDA (FD) (W)	531.1	457.3	1,069.2	1,444.7	1,864.4	1,979.7

VALUATION (II)

	2005/12A	2006/12A	2007/12A	2008/12E	2009/12F	2010/12F
PER, PCR & PBR						
PER (X)	7.1	11.9	12.5	8.8	6.7	6.3
EPS (FD) (W)	358.6	257.6	670.7	905.9	1,187.4	1,267.1
조정 PER (X)	6.5	11.0	12.6	8.8	6.7	6.3
조정 EPS (FD) (W)	393.2	277.7	663.7	905.9	1,187.4	1,267.1
PCR (X)	5.3	4.3	9.4	7.2	5.7	5.5
CFPS (W)	481.3	714.8	891.0	1,109.1	1,407.6	1,466.2
PBR (X)	1.1	1.5	2.7	2.2	1.8	1.5
BPS (W)	2,317.4	2,091.5	3,070.8	3,607.6	4,447.1	5,243.9
PSR & PGR						
PSR (X)	0.5	0.4	0.9	0.7	0.5	0.5
주당매출액 (W)	5,669.2	6,821.2	8,959.2	11,724.8	15,384.0	16,424.2
PEG (X)	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.3
PER/ 주당 EBIT 증가율 (X)	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.3
PER/ 주당 EBITDA 증가율 (X)	0.2	0.2	0.5	0.6	0.5	0.3
주당 EPS CAGR (3 년, FD) (%)	36.2	66.4	23.6	17.0	14.2	21.0
주당 EBIT CAGR (3 년, FD) (%)	41.2	68.4	24.7	16.9	13.7	20.5
주당 EBITDA CAGR (3 년, FD) (%)	39.6	59.8	22.8	15.3	12.3	18.4
Profitability & ROE Breakdown						
투자수익률 (%)						
총자산이익률 (ROA) (%)	14.7	9.5	18.9	19.2	20.0	18.2
투하자본이익률 (ROIC) (%)	21.9	13.6	26.2	27.0	26.7	24.9
EBITDA/ 자기자본 (%)	22.9	18.5	31.1	35.4	36.8	33.5
EBITDA/ 총자산 (%)	20.3	16.2	25.1	28.0	28.7	26.6
ROE Breakdown						
자기자본이익률 (ROE) (%)	16.6	10.8	22.7	24.1	25.5	23.1
순이익/매출액 (%)	6.3	3.8	7.5	7.7	7.7	7.7
매출액/총자산 (X)	2.3	2.5	2.5	2.5	2.6	2.4
총자산/자기자본 (평균,%)	112.6	113.3	119.9	125.4	127.3	126.8
Stability & Turnover						
장기부채비율 (%)						
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-9.2	-12.9	-21.9	-8.7	-7.0	-14.6
총부채/ 자기자본 (%)	12.6	14.0	24.1	26.5	28.0	25.7
순이자비용/ 매출액 (%)	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1
EBIT/ 순이자비용 (X)	-61.4	-21.2	-63.5	-63.5	-113.6	-84.0
단기유동성비율 (%)						
유동비율 (%)	603.2	465.3	378.2	355.4	345.9	384.4
당좌비율 (%)	603.2	465.3	378.2	355.4	345.9	384.4
현금비율 (%)	27.6	88.5	67.5	15.1	2.9	28.2
자산회전율 (X)						
재고자산회전율 (X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (X)	8.9	9.1	8.1	6.2	5.6	5.2
순운전자본회전율 (X)	6.8	7.7	8.9	7.1	6.3	5.7
Dividend						
배당수익률 (%)	11.7	13.1	6.0	4.3	5.4	6.0
총현금배당금(십억원)	1.5	1.7	3.2	4.4	5.5	6.2
보통주 주당현금배당금(중간+기말)	300.0	400.0	500.0	340.0	430.0	480.0
주식및 주가 Data						
총발행주식수 (mn)	13.4	13.4	13.4	13.4	12.9	12.9
보통주 (mn)	13.4	13.4	13.4	13.4	12.9	12.9
우선주 (mn)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
가중평균주식수 (보통주) (mn)	13.4	13.4	13.4	13.4	12.9	12.9
가중평균주식수 (FD) (보통주) (mn)	13.4	13.4	13.4	13.4	12.9	12.9
액면가 (W)	1,000.0	1,000.0	1,000.0	500.0	500.0	500.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
희림	037440.KQ	2009.2.19	Buy	12,500원(12개월)

종목 투자등급 (Stock Ratings)

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
   - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : 0% ~ 15%
   - Reduce : 0% 미만

고지 사항