

변성진, Analyst, 822 3774 1457 sjbyun@miraeasset.com

박종우, Analyst, 822 3774 6935 pingpong@miraeasset.com

WHAT'S NEW

성장을 위한 CB 발행, 아쉬운 전환가액

희림이 150 억원 규모의 CB 를 발행하였다. 건설산업 환경변화에 적극적으로 대응하며 차별화된 성장을 이루기 위한 전략적인 자금조달이라는 측면에서 의미가 있고, 시기 역시 적절하다는 판단이다. 하지만 상대적으로 낮게 책정된 전환가액은 기존주주 입장에서 3 자배정 유상증자와 전혀 다를 바 없다는 측면에서 희석화 효과를 반영하여 목표주가를 14,500 원으로 하향조정한다. CB 발행에 따른 희석화 효과로 일시적으로 주가 하락할 수 있으나 건설업의 Paradigm 이 Generalist 에서 Specialist 로 전환되고 있음을 감안할 때 10,000 원 이하로 하락시에는 저가매수 기회라는 판단이다.

» CB 발행, 향후 성장을 위한 자본조달 측면에서 투자시점은 적절

» 다만 낮은 전환가액 감안시 희석화 효과 불가피

» 목표주가 14,500 원으로 하향조정

» 단기적으로 주가 하락시 장기 성장성 감안한 저가매수 유효

150 억원 규모의 CB 발행

산업은행을 인수처로 150 억원 규모의 CB 발행. 전환가액은 11,772 원이며 매 3 개월마다 조정되나 최초전환가액의 80%를 한도로 함. 만기는 2 년이며 2010 년 7 월 9 일부터 전환가능. 발행금액은 글로벌 설계업체 인수, 친환경 설계 및 CM 기술 획득 등에 사용될 예정이다.

향후 성장을 위한 자본조달 측면에서 투자시점은 적절

최근 건설환경 변화를 감안시 희림의 CB 발행은 시기적절하다는 판단임. 왜냐하면 Design-Build 방식의 발주물량이 증대되는 추세일 뿐만 아니라 건설업의 설계시장 진출이 일부 허용될 예정임을 감안할 때, 설계업체의 경우 생존과 성장을 위해서는 서비스 영역의 확대와 차별화된 경쟁력 확보를 위한 투자가 절실한 시점이기 때문.

다만 낮은 전환가액 감안시 희석화 효과 불가피

다만 이번 CB 발행에서 희림의 향후 성장성이 상대적으로 낮게 평가된 것은 아쉬운 점임. CB 발행으로 조달된 자금이 장기적인 성장성 확보를 위해 투자된다면 전환가액은 11,772 원보다 높은 수준에서 결정되었어야 했음. 추가 자금조달 없이도 15,000 원 이상의 적정주가 형성이 가능한 상황에서 11,772 원의 전환가액은 산업은행측에 상대적으로 유리하게 결정

목표주가

W14,500

현재가(7/9)

W10,850

Upside/Downside

+33.6%

Consensus target price

W15,450

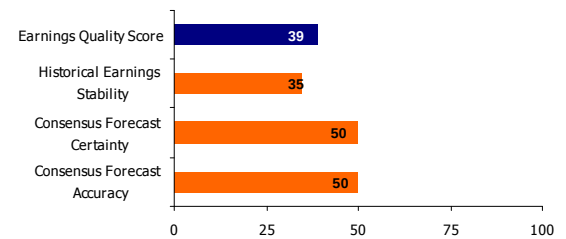
Difference from consensus

-6.6%

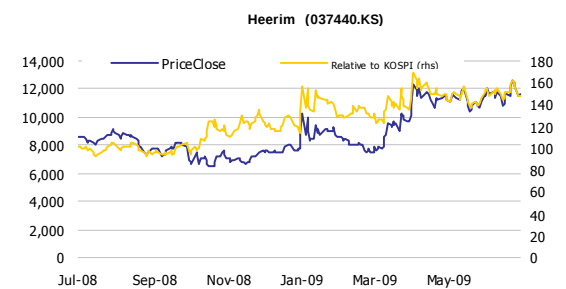
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	156	191	229	266
영업이익(십억원)	16	20	25	29
순이익(십억원)	16	16	19	23
EPS(원)	1,179	1,223	1,452	1,726
증감률	75.4%	3.7%	18.7%	18.9%
P/E (x)	6.8	8.9	7.5	6.3
EV/EBITDA (x)	5.7	5.9	5.0	4.4
Dividend yield	3.8%	2.8%	3.7%	4.6%
P/B (x)	1.9	2.3	1.8	1.5
ROE	30.8%	26.2%	25.4%	24.9%
순부채비율	-4.6%	-24.4%	-21.2%	-17.6%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	145 / 115		
Shares Outstanding	13 mn		
Free Float	0.5707		
52-week Price High/Low	W6,454 - 12,600		
Daily Average Volume (3M)	W3,581 mn		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	-6.1%	25.8%	27.1%
Relative to KOSPI	-10.4%	15.2%	32.9%

Major shareholders

정영균	26.0%
이영희	12.5%

된 것으로 기존주주 입장에서는 사실상 3 자배정 유상증자와 전혀 다를바 없다는 판단임.

목표주가 14,500 원으로 하향조정

이에 따라 희림의 목표주가를 기존의 16,300 원에서 14,500 원으로 하향조정하는 데, 이는 전환으로 증가될 주식수 1,274 천주의 이익 희석화 효과(9.5%)와 소폭의 이익추정치 변경을 반영하였기 때문임. 향후 이번에 조달된 자금이 기업가치 상승을 위해 적절히 투자되는 것을 확인하면서 목표주가 상향조정 가능.

단기적으로 주가 하락시 장기 성장성 감안한 저가매수 유효

단기적으로는 이익 희석화 효과로 인해 주가 하락할 수 있으나, 10,000 원 이하로 하락시 저가매수 유효할 것으로 판단. 향후 건설업의 Paradigm 이 Generalist 에서 Specialist 로 전환되고 있음을 감안할 때 국내 최고수준의 설계업체인 희림의 성장성은 높다고 판단하기 때문임.

Figure 1 New TP W14,500

DCF Valuation	
(unit: W bn, W))	
NPV of FCF 2009~2018	76
NPV of FCF 2019~	122
Value from operation	197
Value of non-operating assets	2
FV	199
(-)Net debt	-17
(-)Preferred stock (%)	0%
Common shares (ths)	14,898
preferred shares (ths)	-
Value of Common Equity	216
Fair Value per Share	14,507

Source: Company data, Mirae Asset Research

주: 전환가액 11,772 원 기준으로 한 희석화 효과 반영

Figure 2 Valuation Level of TP W14,500

(x)	T PER	T PBR	T EV/EBITDA
09E	13.0	3.1	10.1
10E	10.9	2.5	8.7
11E	9.2	2.1	7.6

Source: Company data, Mirae Asset Research

주: 전환가액 11,772 원 기준으로 한 희석화 효과 반영

Figure 3 Earnings Forecast Change

	Before			After			Difference		
(W bn, %)	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
Revenue	197.3	237.4	276.8	190.8	228.8	266.4	(3.3)	(3.6)	(3.8)
GP	35.0	42.0	48.9	33.8	40.4	47.0	(3.4)	(3.8)	(3.9)
OP	21.0	25.9	30.3	19.9	24.5	28.7	(5.0)	(5.3)	(5.2)
EBT	22.6	26.8	31.3	21.6	25.3	29.7	(4.6)	(5.6)	(5.2)
NP	17.1	20.6	24.4	16.4	19.5	23.1	(4.2)	(5.6)	(5.2)
GP Margin	17.8	17.7	17.7	17.7	17.7	17.6	0%p	0%p	0%p
OP margin	10.6	10.9	10.9	10.4	10.7	10.8	-0.2%p	-0.2%p	-0.2%p
EBT margin	11.5	11.3	11.3	11.3	11.1	11.1	-0.2%p	-0.2%p	-0.2%p
NP margin	8.7	8.7	8.8	8.6	8.5	8.7	-0.1%p	-0.2%p	-0.1%p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary Financial Statements

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	120.1	155.8	190.8	228.8	266.4
증가율	31.3	29.7	22.4	19.9	16.5
매출원가	97.7	127.3	157.0	188.3	219.4
매출총이익	22.4	28.5	33.8	40.4	47.0
증가율	57.1	27.2	18.5	19.6	16.1
매출총이익률	18.7	18.3	17.7	17.7	17.6
판매비 및 일반관리비	10.0	12.8	13.9	15.9	18.3
영업이익	12.4	15.8	19.9	24.5	28.7
증가율	162.0	26.9	26.4	23.2	16.9
영업외손익	0.5	4.6	1.6	2.0	2.0
순금융비용	(0.2)	(0.4)	0.1	0.1	(0.1)
외환관련손익	(0.0)	4.0	1.6	1.8	1.6
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
세전순이익	12.9	20.4	21.6	25.3	29.7
법인세비용	3.9	4.6	5.2	5.8	6.5
당기순이익	9.0	15.8	16.4	19.5	23.1
EPS	672	1,179	1,223	1,452	1,726
증가율	160.2	75.4	3.7	18.7	18.9
EBITDA	14.3	18.2	22.6	26.6	30.3
증가율	133.8	27.0	24.3	17.7	13.8

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	6.8	(3.9)	3.2	5.1	15.5
당기순이익	9.0	15.8	16.4	19.5	23.1
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)	(1.0)	(1.2)	(1.0)
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의감소(증가)	(9.6)	(24.7)	(4.5)	(20.3)	(13.0)
매출채권의감소	(9.6)	(24.7)	(4.5)	(20.3)	(13.0)
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	(10.4)	5.0	4.7
투자활동현금흐름	(8.3)	2.6	(0.0)	(0.0)	(10.0)
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	0.0	(10.0)
기타	(3.1)	3.0	0.0	0.0	0.0
재무활동현금흐름	4.5	(2.4)	11.0	(4.0)	(5.4)
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)	(4.0)	(5.4)
기타	0.5	2.7	15.0	0.0	0.0
순현금흐름	3.0	(3.8)	14.2	1.0	0.2
기초현금	3.3	6.3	2.5	16.7	17.7
기말현금	6.3	2.5	16.7	17.7	17.9
잉여 현금흐름	(1.5)	(1.3)	3.2	5.1	5.5

Source: Company data, Mirae Asset Research

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	35.1	49.7	68.3	89.7	102.9
현금및단기금융상품	9.1	2.5	16.7	17.7	17.9
매출채권	19.5	44.4	49.0	69.3	82.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
고정자산	22.1	24.9	22.1	20.1	28.4
투자자산	8.1	9.9	9.9	9.9	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	90.5	109.8	131.4
유동부채	9.3	15.8	19.4	23.2	27.0
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	21.7	25.5	29.3
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	58.2	73.6	91.4
자본조정	0.0	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
자본총계	46.1	56.4	68.8	84.2	102.0
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(10.1)	(2.6)	(16.8)	(17.8)	(18.0)

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	672	1,179	1,223	1,452	1,726
BPS	3,073	3,858	4,798	5,966	7,307
주당EBITDA	1,071	1,359	1,688	1,987	2,261
주당현금배당금	500	300	300	400	500
PER	12.5	6.8	8.9	7.5	6.3
PBR	2.4	1.9	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.1	5.7	5.9	5.0	4.4
배당수익률	2.9	3.8	2.8	3.7	4.6
수익성비율 %					
매출총이익률	18.7	18.3	17.7	17.7	17.6
영업이익률	10.3	10.1	10.4	10.7	10.8
EBITDA이익률	11.9	11.7	11.9	11.6	11.4
순이익률	7.5	10.1	8.6	8.5	8.7
ROE	22.7	30.8	26.2	25.4	24.9
ROIC	24.2	23.8	24.4	25.1	25.8
안정성비율 %					
부채비율	24.1	32.1	31.5	30.3	28.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	378.2	313.8	352.6	386.3	380.6
이자보상배율(배)	0.0	0.0	132.8	164.4	(19,460.9)
활동성					
총자산회전율(회)	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2
매출채권회전율(회)	8.1	4.9	4.1	3.9	3.5
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	6.0	5.7	5.0

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

$$\text{Earnings Quality Score} = 0.70 \times (\text{Earnings Stability}) + 0.15 \times (\text{Earnings Certainty}) + 0.15 \times (\text{Earnings Forecast Accuracy})$$

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 추정치로 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.

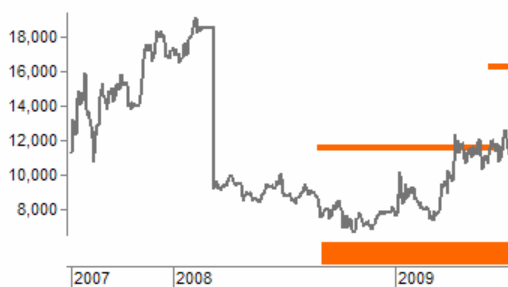
Compliance Notice

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. 작 성 자 : 변성진

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

주가 및 목표주가 변동추이

■ Buy ■ Hold ■ Reduce □ Not Rated Previously ■ Strong Buy ■ Buy® ■ Mkt.Perm ■ Und.Perm



희림 (037440)

날짜	투자의견	목표가격(6개월)
2008/09/02	BUY (Initiate)	11,600원
2008/11/04	BUY	11,600원
2008/12/02	BUY	11,600원
2009/01/13	BUY	11,600원
2009/02/06	BUY	11,600원
2009/02/10	BUY	11,600원
2009/03/03	BUY	11,600원
2009/06/10	BUY	16,300원(상향)
2009/07/10	BUY	14,500원(하향)