

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

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

WHAT'S NEW

바닥을 지난 모멘텀

2 사분기 희림의 매출액은 지난해 동기 대비 7.9% 증가, 영업이익은 지난해 동기 대비 15.5% 감소하였으나 최근의 건설업황 감안시 만족할 만한 수준인 것으로 판단된다. 오히려 안정화되는 분기별 실적과 하반기 매력적인 수주 모멘텀에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 지난 7월 초 CB 발행으로 투자 심리가 위축되었으나 현금흐름, 수주, 실적, 모멘텀 측면에서 바닥을 지나고 있는 현시점에서는 비중확대가 필요하다는 판단이다.

» 추정치 다소 미달하나 만족할 만한 수준

» 국내 디자인 및 CM 부문에 견인된 매출액 성장

» 수주 예상치 하향하나 하반기 뚜렷한 수주 모멘텀 기대

» 바닥을 지나고 있는 모멘텀, 비중확대 기회

추정치 다소 미달하나 만족할 만한 수준

희림의 2 사분기 매출액은 지난해 동기 대비 7.9% 증가한 387 억원, 영업이익은 15.5% 감소한 41 억원을 기록하였다. 매출액과 영업이익은 각각 당사의 추정치 대비 6.7% 및 7.3% 미달하였으나 최근의 건설업황 감안시 만족할 만한 수준인 것으로 판단된다. 다만 세전이익은 당초 추정치 대비 28.8% 감소하였는데, 이는 영업이익 감소효과와 더불어 환율하락으로 인한 외환관련손실 및 과거 지급보증 건에 대한 추가적인 대손충당금 설정액 3.7 억원이 발생하였기 때문이다.

국내 디자인 및 CM 부문에 견인된 매출액 성장

해외 디자인 사업부문 매출액의 경우 지난해 동기 대비 19.8% 감소하였으나 국내 디자인 사업부문의 경우 12.4% 증가하였다. 감리 및 CM 부문 역시 CM 부문의 성장으로 지난해 동기 대비 10.3% 성장하였다. 해외부문의 경우 하반기 베트남 및 아제르바이잔 등 전략 국가에서의 주요 프로젝트들의 기성 본격화와 추가적인 수주 발생을 감안할 때 하반기에는 매출 회복이 기대된다.

수주 예상치 하향하나 하반기 뚜렷한 수주 모멘텀 기대

하지만 연간 매출 추정치와 영업이익 추정치를 각각 5.2% 및 5.5% 하향 조정하는데, 이는 예상보다 늦은 신규수주 속도를 감안하였기 때문이다. 최근의 경제위기로 인해 상반기 수주는 지난해 동기 대비 48.9% 감소하였으며 이를 감안하여 올해 수주를 당초 예상치보다 10.8% 감소한 2,693

목표주가

W14,500

현재가(8/10)

W10,900

Upside/Downside

+33.0%

Consensus target price

W55,100

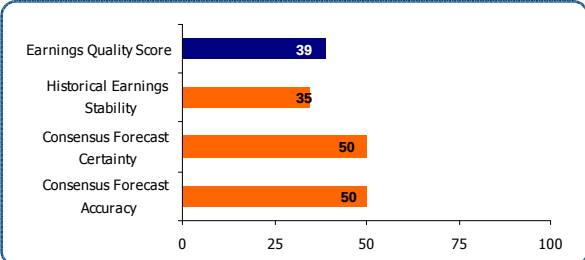
Difference from consensus

+14.0%

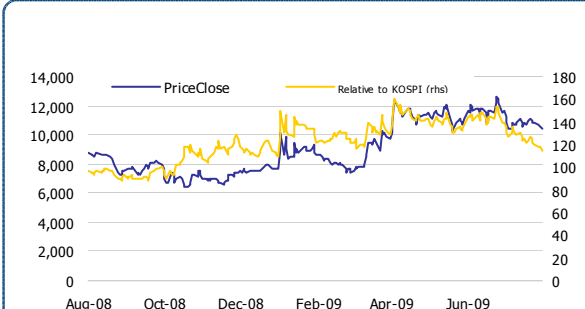
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	156	181	216	260
영업이익(십억원)	16	19	23	29
순이익(십억원)	16	16	19	23
EPS(원)	1,179	1,221	1,452	1,726
증감률	75.4%	3.6%	18.9%	21.2%
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%	25.1%	25.5%	25.2%
순부채비율	-4.6%	-14.4%	-14.8%	-11.2%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	146 / 120		
Shares Outstanding	13 mn		
Free Float	0.5707		
52-week Price High/Low	W6,454 - 12,600		
Daily Average Volume (3M)	W2,206 mn		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	3.8%	-3.2%	23.3%
Relative to KOSPI	-6.5%	-12.5%	22.8%

Major shareholders

정영균	26.0%
이영희	12.5%

억원으로 하향조정한다. 하지만 하반기 수주가 예상되는 대규모 국내외 프로젝트를 감안할 때 하반기에는 상반기 대비 훨씬 매력적인 수주 모멘텀이 기대된다.

바닥을 지나고 있는 모멘텀, 비중확대 기회

지난 7월 초 희림은 추가적인 성장동력 확보를 위한 투자자금마련의 목적으로 150억원 규모의 CB를 발행하였다. 물론 여기에는 지난해 매출채권 회전을 하락으로 인한 운전자본 보충 목적도 있다는 판단이다. 하지만, CB발행으로 현금 유동성과 향후 성장을 위한 투자재원을 충분히 마련하였다는 점을 감안할 때, CB발행의 희석화 효과는 충분히 주가에 반영되었다는 판단이다.

오히려 현시점에서는 4대강 토목사업이후 이어질 것으로 예상되는 건축물 투자, 지구 온난화에 따라 증대될 것으로 예상되는 green design 수요, 그리고 신규 사업으로 강화하고 있는 CM 산업의 매력적인 성장성에 주목할 필요가 있다는 판단이다. 결국 희림은 현금흐름, 수주, 실적, 모멘텀 측면에서 바닥을 지나고 있다는 판단하에 현시점에서 비중확대의견을 제시하며 투자의견 Buy와 목표주가 14,500원을 유지한다.

Figure 1 Quarterly Earnings Review

(십억 원, %)	2Q08	1Q09	2Q09P	QoQ	YoY	2Q09E	diff.
매출액	35.8	36.6	38.7	5.6	7.9	41.4	(6.7)
매출총이익	7.4	5.9	7.6	29.5	2.3	7.5	2.0
영업이익	4.9	3.1	4.1	34.6	(15.5)	4.5	(7.3)
법인세비용차감전순이익	5.4	4.1	3.3	(20.4)	(39.0)	4.6	(28.8)
당기순이익	3.7	4.1	1.6	(61.5)	(56.6)	3.1	(49.0)
GPM	20.8	16.0	19.7	3.6%p	-1.1%p	18.0	1.7%p
OPM	13.7	8.4	10.7	2.3%p	-3%p	10.8	-0.1%p
RPM	15.1	11.3	8.5	-2.8%p	-6.6%p	11.2	-2.6%p
NPM	10.2	11.3	4.1	-7.2%p	-6.1%p	7.5	-3.4%p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 2 Earnings Forecast Change

(W bn, %)	Before			After			Difference		
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
Revenue	190.8	228.8	266.4	180.9	215.7	260.0	(5.2)	(5.7)	(2.4)
GP	33.8	40.4	47.0	32.1	37.9	45.9	(5.3)	(6.4)	(2.2)
OP	19.9	24.5	28.7	18.8	23.0	28.8	(5.5)	(6.2)	0.4
Earnings before tax	21.6	25.3	29.7	20.6	24.8	29.7	(4.3)	(2.0)	(0.0)
NP	16.4	19.5	23.1	15.6	19.1	23.1	(4.5)	(2.0)	(0.0)
GP Margin	17.7	17.7	17.6	17.7	17.6	17.7	0%p	-0.1%p	0%p
OP margin	10.4	10.7	10.8	10.4	10.7	11.1	0%p	-0.1%p	0.3%p
EBT margin	11.3	11.1	11.1	11.4	11.5	11.4	0.1%p	0.4%p	0.3%p
NP margin	8.6	8.5	8.7	8.6	8.9	8.9	0.1%p	0.3%p	0.2%p

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 3 Sales Analysis

(십억원, %)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09P	QoQ	YoY	Company Guidance	달성율	Mirae Estimates
D(국내)	19.4	21.9	15.5	26.9	22.5	24.6	9.5	12.4			
D(해외)	7.3	4.4	18.2	4.9	5.0	3.5	(29.0)	(19.8)			
Design	26.6	26.3	33.7	31.8	27.5	28.2	2.6	7.1			
CM	9.0	9.5	9.2	9.7	9.2	10.5	14.6	10.3			
매출(분기)	35.6	35.8	42.9	41.5	36.6	38.7	5.6	7.9			
D(국내)	19.4	41.3	56.8	83.7	22.5	47.1	109.5	14.1	107.2		105.3
D(해외)	7.3	11.7	29.9	34.8	5.0	8.5	71.0	(27.4)	52.8		35.3
Design	26.6	52.9	86.6	118.4	27.5	55.6	102.6	5.0	160.0	34.8	140.6
CM	9.0	18.5	27.8	37.5	9.2	19.7	114.6	6.3	40.0	49.3	40.3
매출(누적)	35.6	71.5	114.4	155.9	36.6	75.3	105.6	5.4	200.0	37.7	180.9

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 4 Order Analysis

(십억원, %)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09P	QoQ	YoY	Company Guidance	달성율	Mirae Estimates
D(국내)	24.6	72.6	23.9	36.8	19.2	29.0	51.0	(60.1)			
D(해외)	15.6	14.8	14.4	22.9	7.2	7.9	10.0	(46.6)			
Design	40.3	87.4	38.3	59.8	26.4	37.0	40.2	(57.7)			
CM	12.8	10.7	7.6	13.6	9.5	4.3	(54.9)	(59.9)			
수주(분기)	53.1	98.1	45.9	73.4	35.9	41.3	15.0	(57.9)			
D(국내)	24.6	97.2	121.1	140.0	19.2	48.2	151.0	(50.4)	177.6	27.1	154.0
D(해외)	15.6	30.4	44.8	67.7	7.2	15.1	110.0	(50.3)	87.5	17.3	71.1
Design	40.3	127.7	166.0	225.8	26.4	63.4	140.2	(50.4)	265.0	23.9	225.1
CM	12.8	23.5	31.1	44.7	9.5	13.8	45.1	(41.3)	60.0	23.0	44.3
수주(누적)	53.1	151.2	197.1	270.5	35.9	77.2	115.0	(48.9)	325.0	23.8	269.3

Source: Company data, Mirae Asset Research

Figure 5 분기별 실적 (누적)

(십억원, %)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09P	QoQ	YoY	Company Guidance	달성율	Mirae Estimates
매출액	35.6	71.5	114.4	155.8	36.6	75.3	105.5	5.3	210.0	35.8	180.9
매출총이익	4.3	11.7	21.5	28.5	5.9	13.5	129.1	14.7			32.1
영업이익	1.5	6.4	12.5	15.8	3.1	7.2	134.7	12.9	21.0	34.4	18.8
경상이익	2.0	7.4	15.9	20.4	4.1	7.4	79.5	0.3			20.6
순이익	2.0	5.7	14.1	15.8	4.1	5.7	38.4	1.0			15.6
GPM	12.1	16.4	18.8	18.3	16.1	17.9	1.8%p	1.5%p			17.7
OPM	4.2	9.0	11.0	10.1	8.4	9.6	1.2%p	0.6%p	10.0	0.4%p	10.4
RPM	5.6	10.4	13.9	13.1	11.3	9.9	-1.4%p	-0.5%p			11.4
NPM	5.6	7.9	12.3	10.1	11.3	7.6	-3.7%p	-0.3%p			8.6

Source: Company data, Mirae Asset Research

Summary Financial Statements

손익계산서

(단위: 십억, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
매출액	120.1	155.8	180.9	215.7	260.0
증가율	31.3	29.7	16.1	19.2	20.6
매출원가	97.7	127.3	148.8	177.8	214.1
매출총이익	22.4	28.5	32.1	37.9	45.9
증가율	57.1	27.2	12.3	18.1	21.3
매출총이익률	18.7	18.3	17.7	17.6	17.7
판매비및일반관리비	10.0	12.8	13.2	14.8	17.1
영업이익	12.4	15.8	18.8	23.0	28.8
증가율	162.0	26.9	19.5	22.3	25.2
영업외손익	0.5	4.6	1.8	6.0	1.7
순금융비용	(0.2)	(0.4)	0.0	0.0	(0.1)
외환관련손익	(0.0)	4.0	0.4	3.5	0.2
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.2	1.4	2.4	1.3
세전순이익	12.9	20.4	20.6	24.8	29.7
법인세비용	3.9	4.6	5.0	5.7	6.5
당기순이익	9.0	15.8	15.6	19.1	23.1
EPS	672	1,179	1,166	1,424	1,726
증가율	160.2	75.4	(1.1)	22.1	21.2
EBITDA	14.3	18.2	21.5	25.1	30.4
증가율	133.8	27.0	18.4	16.6	21.2

Source: Company data, Mirae Asset Research

현금흐름표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
영업활동현금흐름	6.8	(3.9)	(3.7)	6.5	14.3
당기순이익	9.0	15.8	15.6	19.1	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)	(0.6)	(1.2)	(0.6)
지분법평가손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의감소(증가)	(9.6)	(24.7)	(9.7)	(18.2)	(14.9)
매출채권의감소	(9.6)	(24.7)	(9.7)	(18.2)	(14.9)
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	(11.7)	4.7	5.1
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)	7.2	2.5	(1.0)
기초현금	3.3	6.3	2.5	9.7	12.2
기말현금	6.3	2.5	9.7	12.2	11.2
잉여 현금흐름	(1.5)	(1.3)	(3.7)	6.5	4.3

Source: Company data, Mirae Asset Research

대차대조표

(단위: 십억)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
유동자산	35.1	49.7	66.5	87.2	101.2
현금및단기금융상품	9.1	2.5	9.7	12.2	11.2
매출채권	19.5	44.4	54.2	72.3	87.2
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	88.7	107.3	129.6
유동부채	9.3	15.8	18.4	21.9	26.4
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	20.7	24.2	28.7
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	57.4	72.5	90.3
자본조정	0.0	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
자본총계	46.1	56.4	68.0	83.1	100.9
총차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금	(10.1)	(2.6)	(9.8)	(12.3)	(11.3)

Source: Company data, Mirae Asset Research

투자지표

(단위: 원, %, 배)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
주당지표					
EPS	672	1,179	1,166	1,424	1,726
BPS	3,073	3,858	4,741	5,880	7,221
주당EBITDA	1,071	1,359	1,607	1,873	2,270
주당현금배당금	500	300	300	400	500
PER	12.5	6.8	9.4	7.7	6.3
PBR	2.4	1.9	2.3	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.1	5.7	6.2	5.2	4.3
배당수익률	2.9	3.8	2.8	3.7	4.6
수익성비율 %					
매출총이익률	18.7	18.3	17.7	17.6	17.7
영업이익률	10.3	10.1	10.4	10.7	11.1
EBITDA이익률	11.9	11.7	11.9	11.6	11.7
순이익률	7.5	10.1	8.6	8.9	8.9
ROE	22.7	30.8	25.1	25.3	25.2
ROIC	24.2	23.8	23.0	23.5	26.3
안정성비율 %					
부채비율	24.1	32.1	30.4	29.1	28.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	378.2	313.8	362.3	398.4	383.2
이자보상배율(배)	0.0	0.0	125.5	154.2	(19,543.0)
활동성					
총자산회전율(회)	2.5	2.4	2.2	2.2	2.2
매출채권회전율(회)	8.1	4.9	3.7	3.4	3.3
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	5.2	4.7	4.5

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

종목별 투자 의견 (12개월 기준)
BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 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 재정리 함
Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함

Earnings Quality Score

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

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 실적치 - 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.

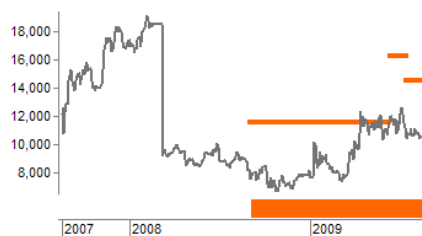
Compliance Notice

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 책임 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자 : 변성진

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

주가 및 목표주가 변동추이

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



희림 (037440)

Date	Recommendation	12-Month Target Price (W)
09/02/2008	BUY (Initiate)	11,600
11/04/2008	BUY	11,600
12/02/2008	BUY	11,600
01/13/2009	BUY	11,600
02/06/2009	BUY	11,600
02/10/2009	BUY	11,600
03/03/2009	BUY	11,600
06/10/2009	BUY	16,300(up)
07/10/2009	BUY	14,500(down)
07/23/2009	BUY	14,500
08/11/2009	BUY	14,500