

Mid & Small Cap

Dec. 2009



Contents

우리파이낸셜(021960)	2
Analyst 손미지 T:3770-9020 mjson@solomonib.com	
희림(037440)	6
Analyst 한석수 T:3770-9092 sshan@solomonib.com	
광진원택(090150)	12
Analyst 이형실 T:3770-9094 hslee@solomonib.com	

우리파이낸셜(021960)

높은 성장성, 낮은 Valuation

▶ 우리금융그룹 연계영업으로 성장가능성 높음

동사는 우리금융그룹 편입 이후 양적/질적인 성장을 시험하고 있으며, 2009년 들어 가시화되고 있음. 금융지주 계열이라는 장점이 안정적인 펀딩 능력으로 나타나고 있으며, 다양한 그룹연계 영업을 확대중임. 특히 자동차 금융, 개인금융 등 소매여신에서 연계영업실적이 급속도로 개선되고 있으며, 금융시장 안정화와 함께 시너지 효과는 더욱 확대될 것.

▶ 소매여신을 중심으로 안정적 성장 시험

동사는 중고차 파이낸싱 시장에 주력하는 전략으로 현재 오토파이낸싱 시장의 4.2%를 점유하고 있음. 중고차 파이낸싱 시장이 회복세를 보이고 있고 Captive Market이 존재하지 않아 향후 동사 성장동력의 한 축으로 자리매김할 것. 또한 은행연계영업을 통해 Default 영향이 적은 소매여신비중을 현재 50% 수준에서 60% 수준으로 확대할 계획임. 업계내 규모는 작지만 FY08 1Q 이후 여신성 자산 분기평균 성장률은 6.2%로 업계내 최고 수준임.

▶ 건전성 우려는 FY09 3Q를 기점으로 완화될 것

여신금융업황은 여전히 건전성 우려를 받고 있으나 동사는 금융지주 소속으로 펀딩 상황이 안정적이기 때문에 타사대비 건전성 우려가 적음. 대손충당금 적립 부담은 FY09 3Q를 기점으로 완화될 것으로 전망되며, 향후 환입 가능성이 더욱 큰 것으로 판단됨. FY10에는 영업환경 호조 및 연계영업 확대에 따른 실적 개선으로 ROE 14.4% 수준을 달성할 것으로 전망됨. FY09 예상 ROE 11.6% 및 향후 성장 가능성에 비해 현재 PBR 0.8배 수준은 저평가 매력 존재함.

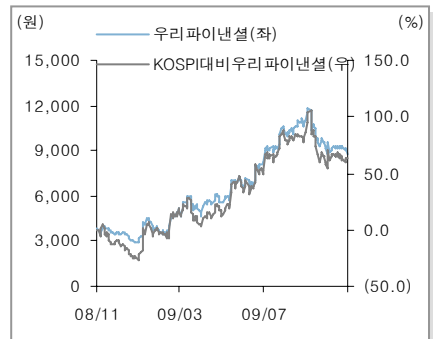
Not Rated

6개월 목표주가: N/R

주가 (11/30)	9,100원		
소속업종	금융업종		
업종투자 의견	Overweight		
자본금	84.8십억원(@5,000원)		
발행주식수	17.0백만주		
시가총액	154.4십억원		
KOSPI내 비중	0.02%		
52주 최고가/최저가	11,850원/2,880원		
평균거래량(180일)	113,459주		
외국인지분율	1.96%		
배당수익률(08년)	1.70%		
주요주주	우리금융지주	50.1%	
	프랭클린템플턴투신	12.3%	
주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	(3.8)	57.1	131.9
상대주가	4.1	40.4	63.7

(단위: 십억원)	2006	2007	2008	2009E	2010E
영업수익	65.8	118.0	237.1	265.9	372.2
이자수익	1.9	34.6	120.3	174.2	243.9
리스수익	58.0	75.0	95.6	83.3	116.6
영업비용	54.5	110.0	220.2	236.6	331.2
이자비용	0.8	27.9	84.2	99.7	139.6
리스비용	45.4	54.4	61.6	42.4	59.4
판매관리비	6.7	17.3	32.3	39.4	55.2
영업이익	11.3	8.0	16.9	29.3	41.0
영업외손익	(0.6)	(0.6)	(0.2)	(0.3)	(0.5)
세전이익	10.7	7.4	16.7	29.0	40.6
법인세비용	3.0	(2.2)	4.2	6.5	9.1
당기순이익	7.7	9.7	12.5	22.4	31.4
EPS(원)	457	569	737	1,323	1,852
BPS(원)	9,555	10,531	10,890	11,979	13,776
PER(배)	18.5	26.8	4.7	6.7	4.8
PBR(배)	0.9	1.4	0.3	0.7	0.6
ROA(%)	1.5	1.0	0.8	1.2	1.5
ROE(%)	4.9	5.7	6.9	11.6	14.4

최근 12개월 상대주가 추이



우리금융그룹 편입 이후 양적/질적인 성장 시현중

우리금융그룹 편입 후
FY09 들어 성장 가시화

동사는 2007년 9월 우리금융그룹에 편입된 이후 양적/질적인 성장을 시현하고 있다. FY09 3Q 신규영업액의 내역을 보면, 자동차금융 39.3%, 기업금융 35.1%, 개인금융 13.7%, 리스금융 11.9% 수준이다. 동사는 FY09 3Q 영업이익 116억원, 당기순이익 86억원을 시현했으며 금년말 자산규모는 2조원을 돌파할 것으로 전망된다.

우리금융그룹 계열사의 장점
: 안정적인 편입 및
선제적 리스크 관리

우리금융그룹 계열사라는 장점이 금융위기에도 안정적인 편입 능력으로 나타나고 있다. 또한 선제적 리스크 관리를 통해 금융위기의 악영향을 최소화할 수 있었던 것으로 판단된다. 동사는 우리은행과 3천억원 규모의 Credit Line을 설정, 1,500억원을 사용하고 있으며, 우리금융그룹의 전국적인 영업채널과 고객기반을 바탕으로 다양한 그룹연계 영업을 확대해나가고 있다.

은행점포망을 활용한
연계영업 강화중

특히 은행대출 탈락고객에게 동사 소개시 은행 직원에게 인센티브를 부여하는 등 은행점포망을 이용한 연계 영업을 강화하고 있다. 우리은행 기준 월 6,000여건이 여신심사에서 탈락하는 것으로 집계되고 있으며, 동사는 이들을 타겟 고객군으로 삼아 작년 6월 업계 최초로 은행과의 제휴를 통한 개인금융상품인 우리모두론을 출시하였다.

최근 연계영업 성과가
본격적으로 가시화됨

이처럼 지난해부터 착수한 연계영업 성과가 최근 본격적으로 나오기 시작하는 것에 주목할 필요가 있다. 지난해 금융위기로 영업환경이 악화되었음에도 불구하고 연계영업 실적은 금년에도 소폭 증가세를 보일 것으로 전망되고 있으며, 금융시장이 안정화되면 시너지 효과는 더욱 확대될 수 있을 것으로 기대된다.

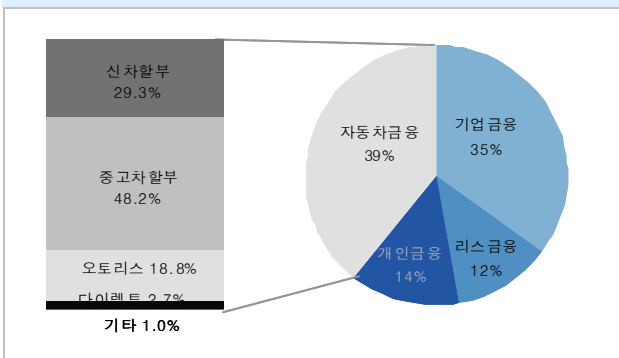
특히 소매여신에서
연계영업실적 급격히 개선

특히 금융위기로 기업금융의 연계영업실적은 감소한 반면, 자동차금융, 개인금융 등 소매여신에서 연계영업실적이 급격히 개선되고 있다. 기업금융 또한 향후 시장안정시 실적이 꾸준히 제고될 가능성이 크므로 FY10부터 연계영업실적은 큰 폭으로 개선될 것으로 전망된다.

우리은행 외에도
연계영업 범위 확대중

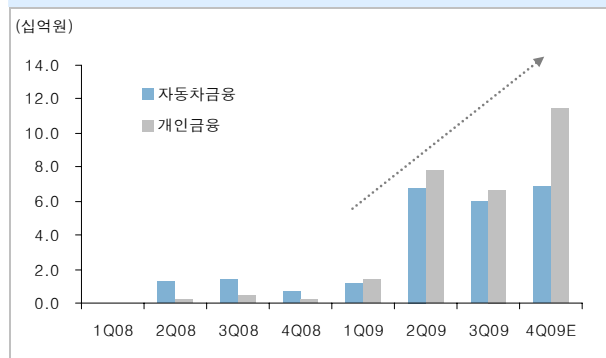
또한 FY09 1Q에 우리은행을 통한 연계영업 비중이 100%에 달했던 것에 비해 경남, 광주은행 등으로 연계영업범위를 확대시켜 10월 기준 우리은행의 비중은 76%로 감소한 상태이다. 향후에도 우리투자증권, 우리AVIVA생명 등으로 그룹내 연계영업을 확대시킬 수 있을 것으로 기대된다.

[그림1] FY09 3Q 상품별 신규영업



자료: 우리파이낸셜, 솔로몬투자증권

[그림2] 소매여신 연계영업 실적 급증



자료: 우리파이낸셜, 솔로몬투자증권

자동차금융 및 개인금융을 두 축으로 안정적 성장

금융 위기 완화로
영업환경 또한 개선

동사의 영업수익 중 이자 및 수수료수익 등 본업에서 창출되는 기존 수익이 92.2%를 차지하고 있다. 실적 변동성은 주로 대손충당금 적립에 따른 것이나 최근 금융 상황이 완화되면서 영업환경이 개선되고 있어 긍정적이다. 대손충당금 적립 부담은 FY09 3Q를 기점으로 완화될 것으로 전망되며, 향후 영업환경 호조에 따른 실적 개선이 가시화될 것으로 판단된다.

중고차 파이낸싱 부문은
향후 성장동력이 될 것

할부금융부문의 주대상인 자동차할부금융(오토파이낸싱)은 현대/기아차를 Captive Market으로 보유한 현대캐피탈의 시장점유율이 압도적이다. 하지만 신규차보다는 중고차/수입차 시장에 주력하는 전략으로 FY09 3Q 동사의 오토파이낸싱 시장점유율은 4.2% 수준을 기록하고 있다. 특히 중고차 파이낸싱 시장이 회복세를 보이고 있고 Captive Market이 존재하지 않기 때문에, 향후 동사 성장동력의 한 축으로 자리매김할 것으로 기대된다.

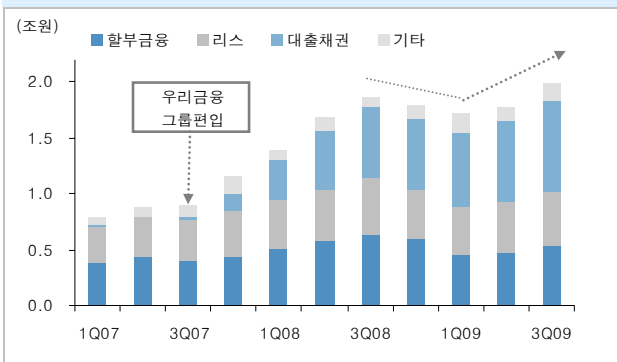
은행과의 연계영업을 통한
개인금융 성장도 기대됨

또한 앞서 언급한대로 은행과의 연계영업을 통한 개인금융부문의 성장도 두드러질 것으로 전망된다. 동사는 Default 가능성 및 영향이 적은 개인 대출 위주로 여신 포트폴리오를 변화시킬 계획이다. 현재 50% 수준인 소매여신 비중을 60% 이상 수준으로 확대하는 것을 목표로 하고 있다.

규모는 작지만
성장성 면에서는 업계 최고

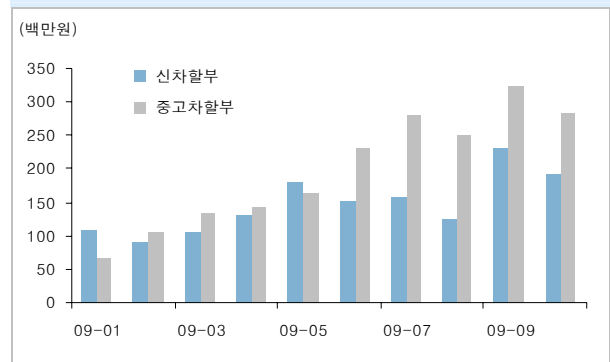
37%의 M/S를 자랑하는 현대캐피탈을 제외하면 점유율 3~5% 내외의 중소여신업체로 이루어진 여신금융시장에서 동사는 규모면에서 큰 매력을 보유하고 있지는 못하다. 하지만 성장률 관점에서 볼 때 동사의 고성장은 주목할 만 하다. FY08 1Q 이후 여신성 자산의 분기평균 성장률은 6.2%로 업계내 최고 수준이며, 향후 성장성 또한 크기 때문이다.

[그림3] 그룹 편입 이후 자산성장세



자료: 우리파이낸셜, 솔로몬투자증권

[그림4] 중고차할부금융 실적 개선중



자료: 우리파이낸셜, 솔로몬투자증권

[표 1] 우리파이낸셜 상품별 실행 내역

(단위:백만원)	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09
기업금융	68	345	166	415	391	444	385	329	867	249
리스금융	35	121	81	73	258	210	235	133	192	216
자동차금융	212	259	359	448	465	553	531	476	761	685
개인금융	60	86	106	101	133	141	184	193	233	197
합계	374	811	713	1,037	1,248	1,348	1,334	1,131	2,052	1,348

자료: 우리파이낸셜, 솔로몬투자증권

자산건전성 회복이 포인트

여신금융업은 여전히
건전성 우려를 받고 있음

자산건전성 지표들이 아직 저점을 확인하지 못하고 있다는 점이 여신금융업황에 있어 가장 큰 우려라고 할 수 있다. 전월 당사의 금호종금 보고서를 통해, 중견기업을 대상으로 하는 종금업의 건전성 지표는 2009년 3/4분기에 저점을 확인하고 회복 국면에 들어섰음을 확인할 수 있었다. 반면, 주로 중소 사업체 및 개인을 대상으로 하는 리스/할부업은 신용리스크 부담이 종금업보다 크기 때문에 여전히 건전성 우려를 받고 있는 상황이다.

금융지주 소속으로
타사대비 건전성 우려 적음

여신금융사에 대한 시장 우려와 자금시장 경색이 완전히 해소되지는 않은 상태이지만, 지난해 가장 큰 이슈였던 유동성 문제는 적극적인 대응으로 완화된 상태이다. 당사는 금년 8월 400억원 규모의 후순위채 발행 및 적극적인 CP 발행으로 자산 확충에 나서고 있다. 또한 금융지주 소속으로 펀딩 상황도 안정적이기 때문에 타 여신업체에 비해 건전성 우려는 적다.

건전성 악화는
3Q 기점으로 마무리될 것

당사의 1개월이상 연체채권비율은 전분기대비 감소했지만 고정이하여신비율 및 대손충당금은 여전히 증가세를 보이고 있다. 하지만 자산건전성 악화는 FY09 3Q를 기점으로 마무리될 것으로 전망되며 향후 대손충당금 추가 적립 우려보다는 충당금 환입 가능성이 더욱 큰 것으로 판단된다.

높은 성장성, 낮은 Valuation에 주목하자

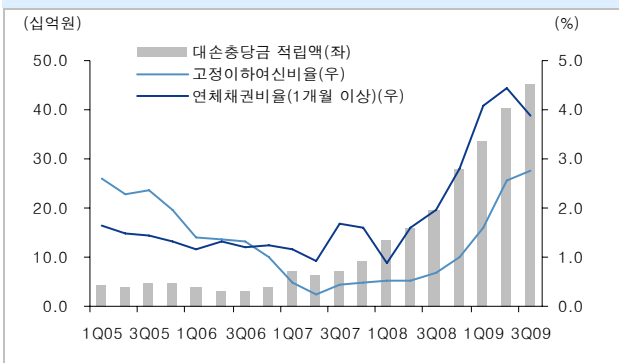
FY09 예상 순이익 224억원
예상 ROE 11.6%

현재 당사의 FY09 누적 순이익은 160.3억원으로 동사 가이던스인 연간 200억원 초반 수준은 무난히 달성할 것으로 전망된다. 당사는 FY09 순이익을 224억원 수준으로 전망하며, 연간 예상 ROE는 11.6% 수준이다.

ROE 대비 PBR 0.8배는 저평가

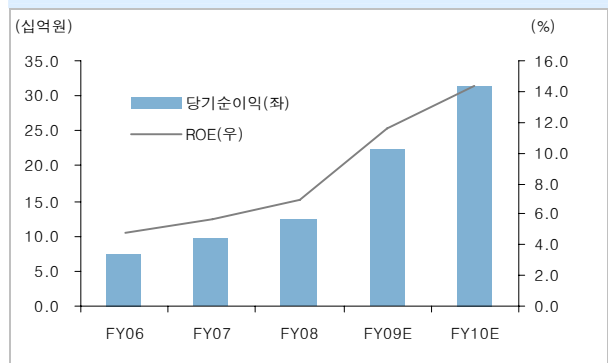
여신업의 낮은 진입장벽과 금융위기라는 영업환경 악화에도 불구하고 우리금융그룹 편입 이후 당사의 빠른 성장속도 및 높은 ROE는 주목할 만하다. 따라서 FY09, FY10 예상 ROE 11.6%, 14.4%에 비해 현재 PBR 0.8배 수준은 저평가 매력 존재한다. 향후 금융지주 시너지가 확대되면서 성장세를 이어갈 것으로 전망되므로 보수적으로 판단하더라도 PBR 1.0배는 적용받을 수 있을 것으로 판단된다.

[그림5] 건전성 지표 추이



자료: 우리파이낸셜, 솔로몬투자증권

[그림6] 그룹 편입이후 ROE 성장세



자료: 우리파이낸셜, 솔로몬투자증권

히림(037440)

아름다운 기업

▶ 건축설계/디자인 분야의 최강자

동사는 국내 건축설계/디자인 분야 시장점유율 1위 업체임. 최근 건축설계업은 개발사업이 대형화 복합화 됨에 따라 대형설계업체들의 시장점유율이 확대되고 있음. 특히 건축에서도 디자인을 중요시하는 패러다임의 변화 속에 동사의 경쟁력은 더욱 부각됨. 금년 11월 인천아시아경기대회 주경기장으로 세계적인 권위의 2009년 MIPIM 아시아 준공예정작부문에서 디자인상 수상, 국제시장에서도 충분한 경쟁력을 입증함.

▶ 적극적인 해외진출로 성장모멘텀 확보 중

해외매출비중은 29%로 향후 40%까지 해외매출 비중을 확대할 계획임. 해외 설계 시장 진출을 위해선 Track-Record가 중요함. 동사의 경우 2000년부터 해외시장 진출을 위한 인력과 수주에 노력한 결과, 2007년부터 해외매출이 급신장함. 동남 아시아, 아프리카와 중동 등에서 지속적인 수주가 전망되며 해외부문은 동사의 신 성장동력으로 자리 매김할 전망이다.

▶ 2010년 예상 EPS대비 현재주가는 저평가

2009년 3분기 누적 매출액 및 영업이익은 각각 1,158억원(+1.3%, YoY), 114억원(-9.0%, YoY)를 기록함. 이는 글로벌 금융위기로 기존 수주사업들이 취소 및 연기되었기 때문임. 그러나 정부의 재정집행 확대로 공공분야 매출이 증가하고 경기 회복과 더불어 2010년부터 본격적인 실적개선이 기대됨. 2010년 예상 EPS 1,176원 기준 동사의 PER 및 EV/EVITDA는 각각 8.5배 및 5.8배로 CM업체인 한미파슨스의 14.3배 및 8.5배와 비교시 저평가된 것으로 판단됨.

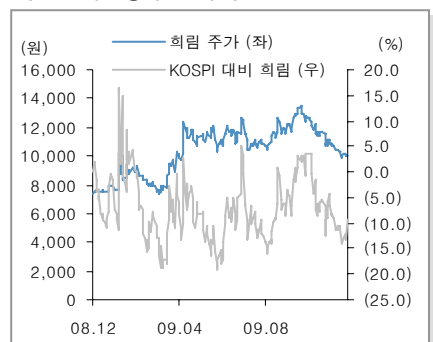
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액(십억원)	120.1	155.8	161.0	185.2	207.4
증가율(YoY,%)	31.3	29.7	3.3	15.0	12.0
영업이익(십억원)	12.4	15.8	16.2	18.7	20.9
증가율(YoY,%)	162.0	26.9	2.8	15.5	12.0
세전이익(십억원)	12.9	20.4	17.7	19.7	22.8
당기순이익(십억원)	9.0	15.8	13.7	15.8	18.2
증가율(YoY,%)	160.4	75.6	(13.1)	14.9	15.7
EBITDA(십억원)	14.3	18.2	19.1	22.4	25.1
EPS(원)	1,394	1,224	1,024	1,176	1,361
증가율(YoY,%)	120.1	(12.2)	(16.4)	14.9	15.7
BPS(원)	7,138	4,369	4,951	5,835	6,903
PER(배)	12.5	6.5	9.8	8.5	7.3
PBR(배)	2.4	1.8	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	7.1	5.7	6.8	5.8	5.2
영업이익률(%)	10.3	10.1	10.1	10.1	10.1
EBITDA Margin(%)	11.9	11.7	11.9	12.1	12.1
ROE(%)	22.7	30.8	22.4	21.4	21.4

Not Rated

6개월 목표주가: N/R

주가 (11/30)	10,000 원
소속업종	건설서비스
업종투자 의견	Overweight
자본금	6.7 십억원
발행주식수	13,408,551 주(@500 원)
시가총액	134.1 십억원
KOSDAQ내 비중	0.18 %
52주 최고가/최저가	13,450 원 / 7,196 원
평균거래량(180일)	108,864 주
외국인지분율	11.9 %
배당수익률(08년)	3.76 %
주요주주	정영균 26.05 % 이영희 12.51 %
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	(7.0) (3.4) 45.6
상대주가	3.4 12.2 (1.9)

최근 12개월 상대주가 추이



건축설계/디자인 분야의 최강자

1970년 설립
국내 시장 점유율 1위 업체

동사는 1970년 희림건축설계사무소로 설립되었으며 건축설계 및 감리부문에서 2008년 기준 시장점유율 9.8%의 선두업체이다. 현재 사업기획, 건축설계 및 CM(Construction Management)에 이르기까지 시공을 제외한 건축전반을 사업영역으로 하고 있다. 이중 설계부문이 전체 매출비중의 75.0%를 차지하고 있으며 CM 및 감리부문의 매출비중은 25.0%를 점유하고 있다.

설계부분은
미분양 및 PF리스크가 적음

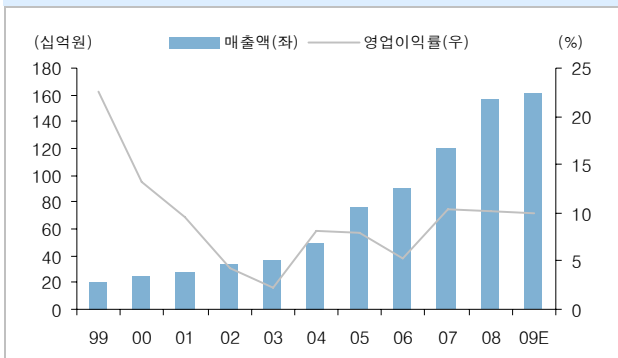
동사의 매출비중 75.0%를 차지하는 설계 용역수수료는 실시설계 및 착공 후 지급이 완료되는 형태이다. 따라서 매출채권 미회수와 미분양 및 사업지연에 의한 우발채무 발생 가능성은 희박하며 건설업 Discount 요소인 미분양 및 PF리스크로부터 비교적 자유롭다.

글로벌금융위기로
2009년 실적악화
경기회복으로 2010년부터
실적개선 전망

시공사의 경우 매출인식이 착공 후 기성률에 따라 이루어지나 동사는 착공 이전 설계 수수료 지급이 완료되어 매출인식 기간이 비교적 짧은 12개월 ~ 18개월 정도이다. 따라서 수주잔고를 감안한 실적추정이 용이하다. 동사의 현재 수주잔고는 3,400억원으로 2008년 매출액 대비 2.2배 수준이다. 2008년 2,705억원의 신규수주를 달성 하였으나 글로벌 금융위기 이후 해외 및 국내·외 사업장의 착공이 지연되며 2009년 실적악화의 요인이 되었다. 그러나 경기회복 및 공공 및 해외에서의 매출이 확대됨에 따라 2010년부터 본격적인 실적 개선이 기대된다.

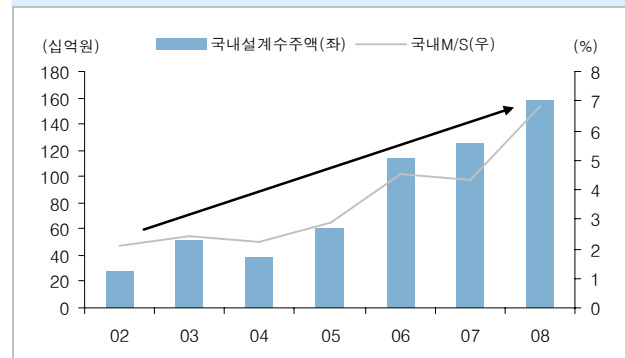
동사의 투자포인트는 3가지로 1)디자인 및 친환경을 중요시하는 건축산업의 패러다임 전환이 진행 중이고, 2)개발사업의 대형화/복합화로 대형설계업체들의 경쟁력이 부각되고 있으며, 3)적극적인 해외진출 노력의 결실로 해외부문이 신성장동력이 될 것으로 기대되기 때문이다

[그림7] 희림 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 희림, 솔로몬투자증권 추정

[그림8] 희림 국내설계수주액 및 M/S 추이



자료: 대한건설협회, 희림, 솔로몬투자증권 추정

디자인 및 친환경에 대한 건축산업의 패러다임 전환

건축산업에서 디자인/환경 중요한 경쟁력으로 인식

건축 설계/디자인 시장에서 기존과 다른 새로운 패러다임 전환이 이루어지고 있다. 지금까지 건축의 전부였던 효율성과 경제성에 디자인과 친환경이라는 새로운 요소가 주목받기 시작한 것이다. 그러한 증거 중 하나가 서울시에서 추진하는 디자인 수도서울이다. 서울시에서는 도시디자인 경쟁력 제고를 위해 공공건축물 및 공동주택의 건축 심의시 디자인심의를 강화하고 있으며 우수디자인에 용적률 인센티브를 부여하고 있다.

서울시의 디자인수도 및 한강르네상스는 건축산업에서의 디자인과 친환경의 중요성 계기

또한, 서울시는 한강르네상스 사업을 통해 2030년까지 8개지구 수변도시 개발을 비롯, 한강주변의 스카이라인과 디자인을 서울시 경쟁력의 한 요소로 육성할 계획이다. 서울시의 이러한 변화는 다른 지자체에도 영향을 미쳐 향후 개발계획에 디자인이라는 요소가 중요한 경쟁력이 될 것으로 전망된다.

2010년부터 20가구이상 공동주택 건설시 그린홈 건설 의무화

금년 10월 13일 국무회의에서 에너지절약형 친환경주택의 건설 기준을 담은 주택건설기준 등에 관한 규정이 통과되었다. 주택사업계획 승인 대상인 20가구 이상의 주택의 경우 총에너지를 15%이상 절감토록 설계해야 하는 것이 핵심내용이다. 즉 공동주택에서는 그린홈 건설이 의무화 된 것이다.

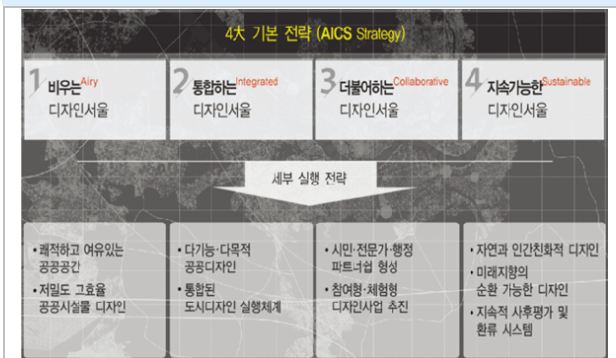
친환경설계능력이 향후 수주에 영향

따라서, 정부에서 강력히 추진 중인 녹색성장의 하나로 친환경 설계가 주목받기 시작했다. 이산화탄소 배출량을 줄이고 열효율을 높임으로써 화석연료 소비량을 줄일 수 있는 설계 노하우가 향후 수주에 영향을 미칠 전망이다.

그린홈 100만호건설은 건설산업의 패러다임 전환을 상징

구체적으로 국토해양부에서 추진 중인 그린홈 100만호 건설프로젝트와 기존 공동주택에 태양광 및 신재생에너지 시설을 설치하는 그린홈 100만호 보급사업 등은 건축 설계 디자인 시장의 패러다임 전환이 진행되고 있음을 보여준다.

[그림9] 디자인 서울 4대 기본전략



자료: 디자인서울본부, 솔로몬투자증권

[그림10] 한강르네상스 개발계획



자료: 서울시, 솔로몬투자증권

**1996년 한국 설계업체 최초로
건축연구소 설립
친환경 설계팀 운용**

동사는 2009년 한국건축문화 대상 및 동사가 설계한 SK케미칼연구소 건물이 대한민국 생태환경건축대상과 친환경예비인증에서 최고 점수를 받은 바 있다. 이처럼 타사 대비 경쟁력을 영위할 수 있는 것은 1996년 한국 건축 설계업체 최초로 건축연구소를 설립한 데 이어 지난해 친환경 설계팀을 신설하고 전문인재들을 영입, 시장의 변화에 대비하였기 때문이다.

**건축 설계/디자인은
장기간의 투자와 연구가 필요
시장선점 판단**

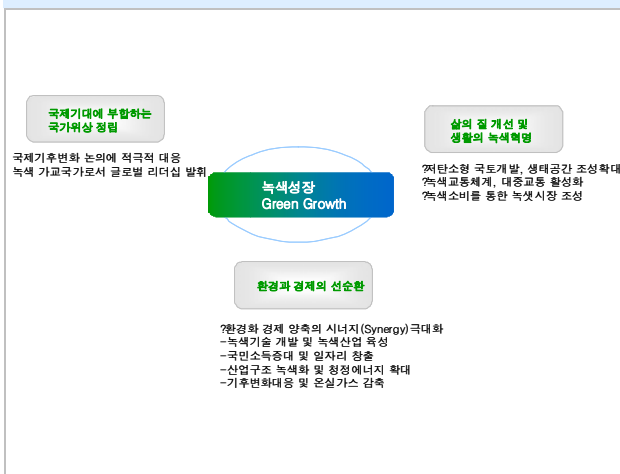
건축 설계/디자인은 우수인재 영입만으로는 단시일 내 성과를 낼 수가 없는 산업이다. 장기간의 투자와 연구로 경쟁력을 확보하고 이를 토대로 Track record를 축적하는 것이 우수한 실적을 낼 수 있는 바탕이 된다. 동사의 경우 타 경쟁사보다 먼저 준비하였기에 디자인/친환경 설계분야 시장을 선점할 것으로 판단된다.

[표 1] 각 나라별 그린홈 추진 내용

국 가	내 용
영 국	- 2016년까지 모든 주택 제로탄소화 선언(Zero Carbon house) 선언 - 2007년부터 주택 매매,임대시 에너지성능등급서 포함한 주택정보철 첨부 의무화 - 2008년부터 신축 건물에 대하여 1~6등급으로 구분하여 주택성능등급 취득 의무화
독 일	- 자연형 주택인 패시브하우스 도입, 환경마크인증(Blue Angel) 시행 등 저에너지 친환경주택 적극 확대 - 효율적 난방시스템, 단열재 등 주택 에너지 절감을 위해 보조금 유자, 세액공제 등 주택 개보수 프로그램 시행
프랑스	- 주택성능등급 의무화, 건물 에너지 소비 22% 절감 목표로 설정, 에너지관리 추진
미 국	- 1994년부터 30%이상 효율 주택 연방정부차원에서 인증(Energy Star Home Program, 2012년까지 100만호 확대) - HERS(Home Energy Rating System)에너지 효율등급(별표 1~5개) 및 장기저리융자 연계
일 본	- 단열성능 향상 등을 통해 냉난방 소비의 약 20% 절감을 목표로 하는 에너지 사용 합리화 기준 마련 시행 - 에너지 절약, 절수 등 등급평가와 주택금융지원을 연계하는 환경공생주택 인정제도를 시행

자료: 국토해양부, 언론기사, 솔로몬투자증권

[그림11] 녹색성장 개념도



자료: 녹색성장위원회, 솔로몬투자증권

[그림12] 그린홈 적용 사례



자료: 국토해양부, 솔로몬투자증권

개발사업의 대형화/복합화로 대형설계업체 과점화 심화

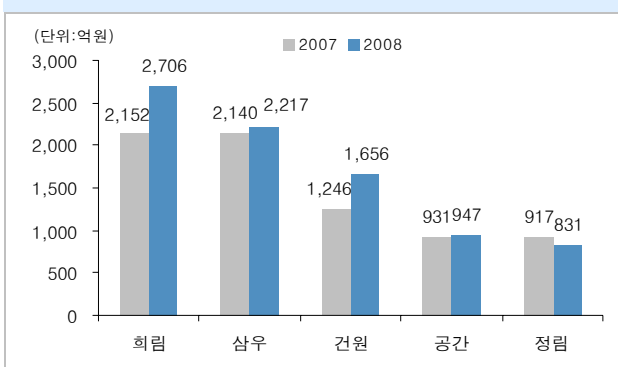
개발사업의 대형화/복합화로
대형 건축설계업체의 과점화 심화

국내 상위 5개사의 대형 건축설계업체는 희림, 삼우, 건원, 공간, 정림이다. 이들 상위 5개사의 시장점유율은 2004년 14.5%에서 2008년 24.6%로 높아졌다. 이는 개발사업의 대형화/복합화에 기인한다. 일본의 롯본기 힐과 미국의 시어스타워 등에서 보듯이 주거 및 쇼핑, 숙박, 오피스 등 기능을 합친 복합개발사업은 각 기능별 설계경험과 이를 통합할 수 있는 능력이 중요하다. 따라서 중소기업들이 수행하기에는 벽찬 프로젝트들이다.

40년의 업력과
업계위의 인력은
동사의 경쟁력

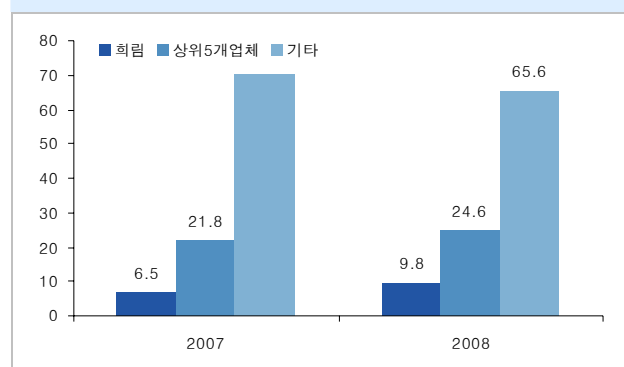
특히 동사의 경우 40년의 업력을 통한 각 분야별 설계경험과 1,050명이라는 국내 최대규모의 설계인력은 동사의 가장 큰 경쟁력이다. 한정적인 토지자원에서 도심지의 효율적인 개발을 위해 앞으로도 복합개발사업 트렌드는 유지될 것으로 예상된다. 이에 따라 대형 건축설계업체의 시장점유율 과점화 현상은 심화될 것으로 전망되며 디자인 및 설계능력에서 국내 1위인 동사 또한 그 혜택을 누릴 것이다.

[그림13] 상위 5개 설계업체 매출액 비교



자료: 희림, 솔로몬투자증권

[그림14] 희림 / 상위5개사 MS



자료: 희림, 솔로몬투자증권

해외부문은 신성장동력

국내 건설경기 침체를
타개하기위해 해외진출은 필수

글로벌 금융위기 이후 미분양 및 PF리스크로 국내 건설산업은 침체기를 맞았다. 따라서 국내 설계/디자인 시장도 축소될 수 밖에 없었다. 정부의 재정집행확대로 공공부문의 공사수주가 증가하였지만 정부의 확장적 재정정책이 지속될 수는 없기 때문에 새로운 성장동력으로서 해외시장진출은 중요하다. 동사는 2000년부터 베트남 및 동남아시아와 중앙아시아 등 해외시장진출을 위해 인력투자 및 설계공모 참여에 적극적이었다. 이러한 노력의 결과, 2006년 2.6%에 불과하던 해외매출 비중은 2007년 8.2%, 지난해에는 29.0%로 급성장하였다.

해외시장개척은 다년간의 투자와
Track record 필요
2013년 해외매출비중 40% 달성

설계/디자인에서 해외시장개척은 산업특성상 Track record가 중요하기 때문에 다년간의 시간과 투자가 필요하다. 동사는 10년의 기간을 투자한 결과 아시아, 중동 및 아프리카 시장에서 성과를 내고 있으며 향후에도 해외분야의 지속적인 성장이 기대된다. 따라서 2013년까지 해외매출비중 40.0% 달성은 가능할 것으로 전망된다. 국내 사업의 경우 사업비대비 설계비 비중이 3.0%대인 반면 해외의 경우 설계비중이 6.0%대로 수익성이 높다. 향후 계획대로 해외시장개척이 성공한다면 성장과 수익성 두마리 토끼를 모두 잡을수 있을 것이다.

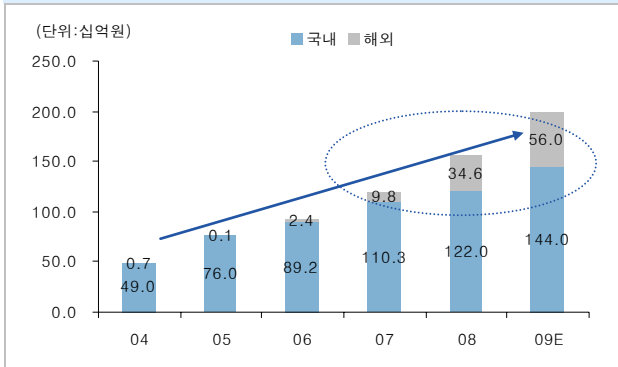
2010년 예상 EPS기준 주가는 저평가

09년 글로벌 금융위기로 실적악화
내년 공공발주 증가 및
경기회복으로 실적개선

한미파슨스 대비
현재주가는 저평가 판단

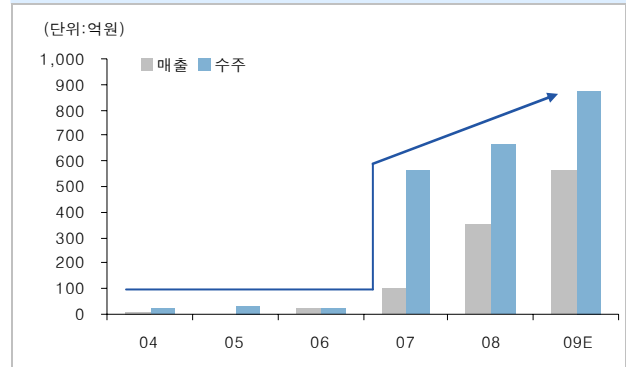
2009년 3분기 누적 매출액 및 영업이익은 각각 1,158억원(+1.3%, YoY), 114억원(-9.0%, YoY)로 이는 글로벌 금융위기로 기존 수주사업들의 취소 및 연기와 수익성이 낮은 공공분야 매출이 증가하였기 때문이다. 2009년 예상 매출액 및 영업이익은 각각 1,611억원(+3.3%, YOY)과 161억원(+2.2%, YOY)이다. 2010년 정부발주 토크공사는 2009년 15건 대비 5배이상 늘어난 77건이 계획되어 있다. 또한, 경기회복과 더불어 중단되었던 공모형 PF사업 등이 재추진될 것으로 전망됨에 따라 2010년부터 본격적인 실적개선이 기대된다. 2010년 예상 EPS 1,176원을 기준으로 동사의 PER 및 EV/EVITDA는 각각 8.5배 및 5.8배로 CM업체인 한미파슨스의 14.3배 및 8.5배와 비교시, 현재 주가는 저평가 된 것으로 판단되며 매수전략은 유효하다.

[그림15] 희림 해외매출 비중 추이



자료: 희림, 솔로몬투자증권 추정

[그림16] 희림 해외 매출/수주액 추이



자료: 희림, 솔로몬투자증권 추정

광진원텍(090150)

신성장 동력원 확보로 인한 Jump Up

▶ 통풍시트 공급계약 체결로 외형 성장 가시화 단계 진입

동사는 2010년 1월 4일부터 현대차의 상용차와 버스에 통풍시트를 납품하기로 함. 통풍시트는 동사의 신성장 개발 제품으로 시트히터의 단점을 보완해 열과 습기를 FAN을 사용, 강제 순환시켜 운전 환경을 향상시키는 제품임. 현 시점의 통풍시트는 고급 외제차와 국내 최고급 사양 승용차에 일부 장착되어 있으나 전부 수입 제품임. 동사는 통풍시트의 양산으로 신성장이 가시화되는 중임.

▶ 국내 최초 시트히터 사업 진출업체로서 독점적인 시장지위 확립

주 납품처는 현대차, 기아차, 르노삼성으로 시트히터 전량을 납품 중임. 국내에 시트히터를 개발 납품하고 있는 회사는 동사가 유일하며 독점적인 지위를 바탕으로 영업이익률 또한 8%대 지속 유지 가능할 것으로 전망함. 금년내 단가가 높은 통풍시트와 발열핸들이 현대차의 YF쏘나타, 제네시스, 에쿠스 등의 차종에 적용될 것으로 예상되고, 독점적인 지위를 바탕으로 향후 그 비중이 점차 확대될 것으로 전망함.

▶ 공장 이전을 통한 Capa 증설은 새로운 도약을 위한 기반

동사는 2010년 7월에 현 양산공장의 협소함으로 인해 부산 기장으로 공장을 이전할 계획임. 신공장 부지는 현 공장 넓이의 7.6배가 넘는 41,888㎡ 정도로 10월 말 기준 토지 조성공사 공정률은 90% 수준임. 동사의 주가는 금년 예상실적대비 PBR 0.8배 수준으로 과거 3년 평균 1.2배 대비 저평가 수준임. 2010년 예상실적에 동사의 자산가치인 PBR 1.0배 적용 시, 적정가격은 3,700원 수준임. PER 기준으로도 2010년 예상실적대비 7.9배 수준으로 자동차 부품업체 2010년 예상 PER 9.0배 대비 낮은 수준임. 통풍시트, 발열핸들 등의 매출이 2010년부터 본격적으로 발생한다는 점을 고려하면 상승 모멘텀도 충분한 것으로 판단됨.

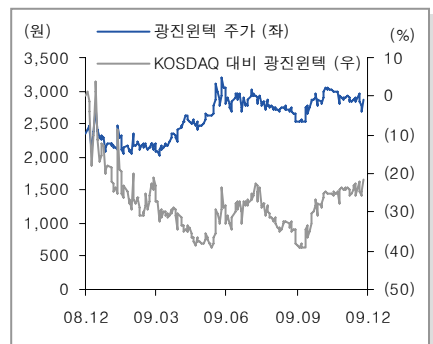
	2006	2007	2008	2009E	2010E
매출액(십억원)	36.9	39.3	34.8	35.1	40.7
증가율(YoY,%)	7.3	6.7	(11.5)	0.8	16.0
영업이익(십억원)	2.8	2.7	2.8	2.6	3.6
증가율(YoY,%)	(23.3)	(3.5)	6.0	(9.8)	41.2
세전이익(십억원)	3.4	3.4	2.2	2.4	3.7
당기순이익(십억원)	2.6	2.7	2.0	1.8	3.0
증가율(YoY,%)	(15.5)	4.9	(27.1)	(7.1)	62.1
EBITDA(십억원)	3.1	3.1	3.3	3.0	4.4
EPS(원)	429	338	247	225	364
증가율(YoY,%)	(22.7)	(21.1)	(27.1)	(9.0)	62.1
BPS(원)	2,671	3,024	3,269	3,418	3,782
PER(배)	7.3	11.6	8.6	12.8	7.9
PBR(배)	1.2	1.3	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	7.0	8.6	5.2	8.9	7.1
영업이익률(%)	7.5	6.8	8.2	7.3	8.9
EBITDA Margin(%)	8.4	7.8	9.4	8.7	10.9
ROE(%)	15.3	11.9	7.8	6.8	10.2

Not Rated

6개월 목표주가: N/R

주가 (11/30)	2,875원		
소속업종	자동차 부품업종		
업종투자 의견	Overweight		
자본금	4.1십억원(@500원)		
발행주식수	8.2백만주		
시가총액	23.5십억원		
KOSDAQ내 비중	0.03%		
52주 최고가/최저가	3,200원/2,030원		
평균거래량(180일)	12,702주		
외국인지분율	0.0%		
배당수익률(08년)	0.0%		
주요주주	신태식	34.96%	
	신규진	30.00%	
주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	(1.4)	(10.2)	8.5
상대주가	3.3	2.3	(28.2)

최근 12개월 상대주가 추이



통풍시트 공급계약 체결로 2010년은 외형 성장 가시화 단계 진입

시트히터 전문 생산 업체

동사는 자동차용 시트히터 단일제품을 생산하고 있는 동부권 국내 시장점유율 1위 업체다. 국내 완성차 생산 증가와 함께 자동차의 시트히터 장착비중 증가에 따라 매출액은 2007년까지 양호한 성장세를 기록 하였다. 하지만 2008년 들어 국내외 경기침체에 따라 매출액이 전년대비 11.5% 감소하였다. 특히, 2009년 1분기에는 국내 자동차생산이 급격한 업황 둔화를 보임에 따라 당사의 매출액도 전년동기대비 32.1% 감소하였다. 그러나 자동차 업황 회복에 따라 동사 매출도 점차 회복되는 추세로 3분기 매출액과 영업이익은 기저효과로 인해 각각 전년동기대비 36.3%, 8.5% 개선되었다.

통풍시트 납품 공시로 제품 믹스 다양화 성공

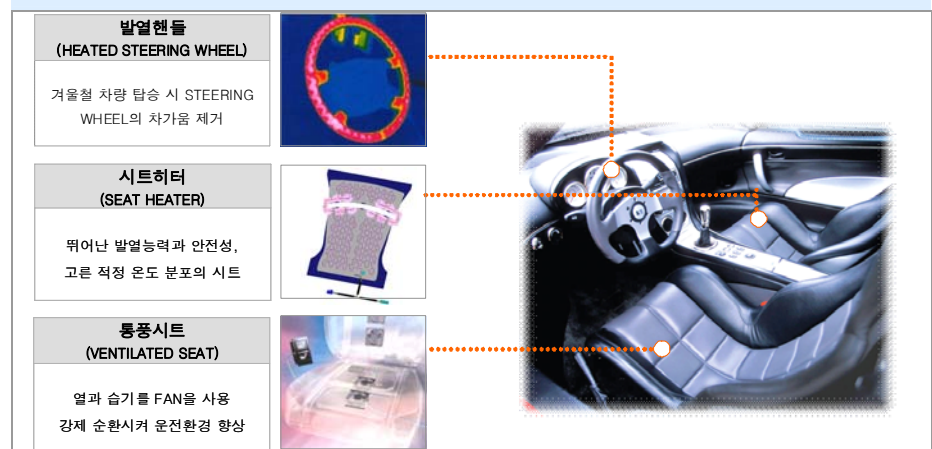
지난 11월 25일 동사는 2010년 1월 4일부터 현대차의 상용차와 버스에 통풍시트 납품 계약을 공시하였다. 이번 통풍시트 납품 공시는 동사에게 있어서 단순한 의미의 납품이 아니다. 금년까지 동사의 매출은 시트히터 단일품 한 개에 불과하다. 동사는 그 동안 사업다각화를 위해 통풍시트, 발열핸들 개발을 진행해왔고, 그 결실이 2010년경부터 이루어져 단일 제품 매출에서 발생하는 리스크를 완화할 수 있는 계기가 될 것으로 예상된다.

통풍시트는 신성장 개발 제품으로 시트히터의 단점을 보완해 열과 습기를 FAN을 사용 강제 순환시켜 운전 환경을 향상시키는 제품이다. 현재 통풍시트는 고급 외제차와 국내 최고급 사양 승용차에 일부 장착되어 있으나 전부 수입 제품이다. 동사는 수입 제품 대비 가격 경쟁력이 월등하고 기존 시트히터 대비 가격이 2배가 넘는 통풍시트를 양산함에 따라 2010년은 외형 성장의 가시화 단계에 진입할 전망이다.

금년내 현대차 고급차종에 통풍시트와 발열핸들의 납품 가능성 큼

2010년 초에 납품하는 통풍시트는 상용차와 버스로 제한되어 있어 매출 증가가 제한적이다. 하지만 2010년 내에 YF쏘나타와 제네시스, 에쿠스 등의 고급차에도 동사의 통풍시트와 발열핸들이 같이 추가로 채택될 가능성이 높다. 다만, 사업초기단계로 동사의 매출계획이 2010년 12억원, 2011년 23억원 등으로 금액이 과소하여 단기적으로 영업실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

[그림17] 광진원텍 주요 제품



자료: 광진원텍, 솔로몬투자증권

국내 최초 시트히터 사업 진출업체로서 독점적인 시장지위 확립

국내 유일의 시트히터 양산
업체로 시장의 독점적 지위 구축

주 납품처는 현대차, 기아차, 르노삼성으로 각사에 시트히터 전량을 납품 중이다. 국내에 시트히터를 개발 납품하고 있는 회사는 동사가 유일하며 독점적인 지위를 바탕으로 수익성 또한 8%대 지속 유지가 가능할 것으로 예상된다. 앞에서 언급한 대로 금년 내에 일반 시트히터 대비 단가가 높은 통풍시트와 발열핸들이 현대차의 고급 차종에 적용될 것으로 예상되고, 독점적인 지위를 바탕으로 향후 그 적용 비중을 확대시켜나갈 수 있을 것으로 전망된다.

제품 적용 차종 증가로
수익성 개선 효과 기대

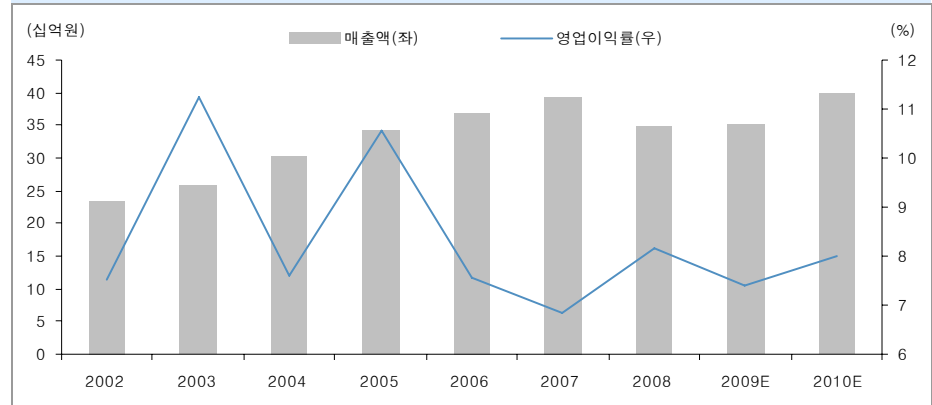
최근 출시되는 신차들의 편의 시설은 한층 업그레이드 되고 있어 동사의 제품도 점차 적용되는 차종이 증가할 것으로 예상된다. 고마진 제품의 적용 비중 증가는 수익성 개선에도 크게 기여할 것으로 판단된다.

매출처 다변화를 위해
해외 완성차 업체로 납품 추진
Fiat社 납품은 향후 매출처
확대 가능성을 시사함

국내 독점적 시장 지위는 동사의 장점이기도 하지만 현대차, 기아차에 대한 높은 매출 의존도는 급격한 시장 변동성에 대한 대응 능력을 약화시킬 수 있다. 이에 따라 동사는 해외시장 진출을 통한 매출처 다변화를 적극 추진 중이다. 금액 상으로는 크지 않지만 금년 초에 Lear社를 통해 이탈리아의 Fiat社의 17억원 수주를 공시한 것은 향후 해외 완성차 업체로의 추가적인 매출처 확대 가능성을 시사한다는 점에서 긍정적인 평가가 가능하다.

2010년 매출액 400억원 첫 시현
신제품으로 수익성은 지속 개선

[그림18] 광진원텍 실적 전망



자료: 광진원텍, 솔로몬투자증권 추정

[표 1] 광진원텍 국내외 수주현황 (현대차, 기아차 제외)

구분	매출처	비고
국내	르노삼성자동차, 쌍용자동차	르노삼성자동차 실적 2,592백만원 (2008년 기준) 쌍용자동차는 발열핸들 납품 예정이나 현재 보류 중
미국	Lear Johnson Controls	현대차, 기아차 미국 현지 공장에 납품, 508백만원 (2008년 기준) 현대차, 기아차 미국 현지 공장에 납품, 1,600백만원 (2008년 기준)
유럽	Lear (이탈리아, 독일, 프랑스) Johnson Controls (슬로바키아)	Lear-이탈리아를 통한 Fiat사 수주 완료(계약금액 1,709백만원) 기타 업체로의 납품은 협의 중
중국	VW Ford GM	VW 납품 401백만원(2007년 기준) Ford 납품 720백만원(2008년 기준) GM은 협의 중

자료: 광진원텍, 솔로몬투자증권

공장 이전을 통한 Capa 증설은 새로운 도약을 위한 기반

**현 공장 넓이의 7.6배가 넘는
신부지로 공장 이전 계획으로
외형 성장 기반 확보**

동사는 2010년 7월에 현 양산공장의 협소함으로 인해 부산 기장으로 공장을 이전할 계획이다. 신 공장 부지는 현 공장 넓이의 7.6배가 넘는 41,888㎡로 새로운 도약을 위한 기반이 될 수 있을 것으로 판단된다. 현 공장부지는 협소하여 외형 성장에 부족한 면이 있으나 신 공장에서는 기존 시트히터와 더불어 통풍시트, 발열핸들 등의 신제품 생산이 진행될 예정이다. 10월말 기준 토지 조성공사 공정률은 90% 수준으로 이전 일정에 큰 차질은 없을 것이다.

총 투자금액은 223억원이며 9월말 기준 111억원이 집행됐고 2010년 상반기까지 나머지 112억원이 집행될 예정이다. 투자금액 조달은 기존 보유 현금과 지난 6월에 발행한 전환사채 80억원 등으로 가능하며 추가적인 투자 계획을 진행 중이다.

[표 2] 광진원텍 장안산업단지 이전 계획

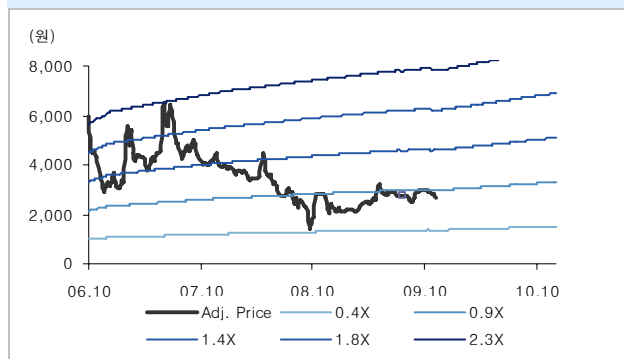
	신 공장	구 공장
위치	부산 기장군 장안읍 반룡리 장안지방산업단지	경상남도 양산시 소주동
크기	41,888㎡	5,511㎡
가격	123억원(취득금액)	9억원(장부가액)
비고	조성공사 전체 공정률 93% (2009년 10월 기준) 2010년 7~8월 입주 예정 총투자금액 223억원	매각예상대금 30억원 내외

자료: 광진원텍, 솔로몬투자증권

**과거 3년 평균 PBR 1.2배 대비
현 주가는 0.8배로 저평가**

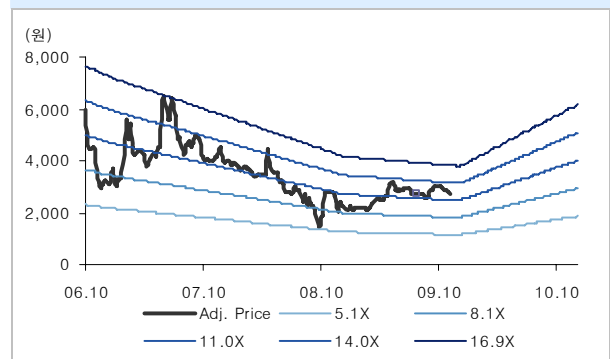
동사의 주가는 금년 예상실적대비 PBR 0.8배 수준으로 과거 3년 평균 1.2배 대비 저평가 상태다. 2010년 예상실적에 동사의 자산가치인 PBR 1.0배 적용시 적정가격은 3,700원이며 과거 3년 평균 PBR 1.2배 적용시 4,400원 수준이다. 전방산업 악화로 실적이 악화된 2008년을 제외하고 2006, 2007년의 PBR 배수가 1.4~1.5배 수준이었던 것을 감안하면 주가의 상승 가능성은 크다. PER 기준으로도 2010년 예상실적 대비 7.9배 수준으로 자동차 부품업체 2010년 예상 PER 9.0배 대비 낮은 수준이다. 또한, 통풍시트, 발열핸들 등의 매출이 2010년부터 본격적으로 발생한다는 점을 고려하면 상승 모멘텀도 충분한 것으로 판단된다.

[그림19] 광진원텍 PBR 밴드



자료: 광진원텍, 솔로몬투자증권

[그림20] 광진원텍 PER 밴드



자료: 광진원텍, 솔로몬투자증권

Compliance Notice

- 1. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 압력을 받지 아니하고 독립적 위치에서 공정하게 작성되었습니다.
- 2. 당사 및 본인은 이 자료를 공표하기 전에 조사분석 대상법인 및 이 자료의 작성·심의에 관여하지 않은 임직원에게 이 자료 또는 그 주된 내용을 제공하지 아니하였습니다.
- 3. 당사 및 본인은 이 자료를 사전에 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.
- 4. 본인 및 본인의 배우자는 조사분석 대상법인이 발행한 주권 등 또는 그 주권을 기초자산으로 하는 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
- 5. 당사는 조사분석 대상법인에 대하여 인수관련계약의 체결, 지급보증의 제공, 대출채권의 보유, 계열회사관계 또는 인수·합병업무 수행대상, 발행주식총수의 1%이상 보유 등의 이해관계를 가지고 있지 아니합니다. [작성자 : 손미지, 한석수, 이형실]

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 상승 여력
HOLD(중립)	목표주가가 현주가 대비 -20%~20% 등락
SELL(매도)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현주가 대비 -20%~20% 등락
Underweight(비중축소)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 하락 가능

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 6개월 이내에 해당기업에 대한 후속 조사분석자료가 공포되지 않을 수 있습니다.