

희림(037440)

Analyst

김 석준

sjkimc@sksec.co.kr

+82-2-3773-8924

세계를 그린다.

매수(유지)

주가(6/24) 9,630 원 / 목표주가(6개월) 13,600 원(유지)

자본금	65 억원	12월	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	순차입금
시가총액	1,243 억원	결산	(억원)	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(억원)
외국인지분율	5.80%	2005	760	61	56	48	745	3.6	0.7	3.9	16.6	-48
52주최고가	9,990 원	2006	915	47	42	35	535	5.9	0.8	5.6	10.8	-66
52주최저가	3,724 원	2007	1,201	124	129	90	697	12.5	1.4	7.0	22.7	-125
주요주주	정영균 25.73 %	2008E	1,697	180	186	135	1,044	9.2	3.6	5.1	26.3	-207
	이영희 12.5 %	2009E	2,185	249	258	187	1,448	6.7	2.8	3.2	29.1	-377
		2010E	2,462	284	299	217	1,681	5.7	2.2	2.3	26.7	-557

자료 : 희림, SK 증권 추정

투자의견 매수, 목표주가 13,600 원 유지

희림에 대해 투자의견 매수, 목표주가 13,600 원을 유지한다. 목표주가는 2008 년 예상 EPS 1,044 원에 SK 유니버스 내 건설업종 평균 PER 에 10% 할증한 13.1 배를 적용하였다. 할증의 이유로는 첫째, 일반 건설업체와는 달리 최근 미분양 증가로 인한 대금회수 Risk 가 없으며 (분양 이전에 모든 설계가 이루어지므로, 설계가 완성되지 않은 상태에서는 분양조차 할 수 없음) 둘째, 대형 프로젝트의 증가로 인한 수익성 개선 셋째, 동남아시아, 중동을 중심으로 한 해외 수주의 지속적 증가 넷째, 국내 최고 수준의 설계능력 및 인력을 보유함으로써 현재 글로벌 시장에서도 초대를 받는 우수한 경쟁력 등을 감안하면 건설업체 평균 PER 보다 할증을 받아도 충분하다는 판단이다.

대형 프로젝트 증가로 인한 프로젝트당 계약금액 증가

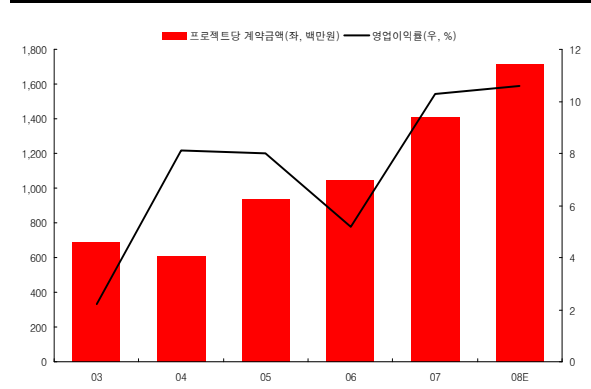
설계사업은 특성상 프로젝트 규모에 비례해서 투입되는 인력이나 고정비용이 증가하지 않는다. 따라서 프로젝트 규모가 커질수록 이익률은 커지게 되는 '규모의 경제'가 성립하게 된다. 2006 년 일회성 비용인 에어조이 변제금(25 억원)으로 인해 일시적으로 하락했던 경우를 제외 하면, 영업이익률은 꾸준히 상승하고 있다. 설계사업은 발주처에서 1, 2 분기에 편성한 예산을 기초로 주로 3, 4 분기에 발주를 하기 때문에 3, 4 분기의 수주량이 1, 2 분기에 비해서 증가하는 경향이 있다. 따라서 수주증대로 인한 수익성 개선은 다음해부터 반영되게 된다. 프로젝트당 계약금액이 본격적으로 증가했던 2005 년 수주물량이 수익으로 반영되는 2006 년 이후로 영업이익률이 상승하고 있다. 최근 동사의 수주특성을 살펴보면, 수주금액이 40 억원 이상인 대형 프로젝트의 숫자가 비약적으로 증가하여 전체 수주건수의 11% 이상을 차지하고 있다. 2010 년까지 설계부문에서 해외 비중이 50%까지 확대될 예정이므로 대형 수주의 비중은 꾸준히 늘어날 것으로 보인다. 또한 프로젝트 당 수주금액의 규모가 17 억원을 넘어섰고, 국내 외에서 대형 프로젝트 수주가 증가하고 있는 추세를 감안하면 이러한 수익성 개선은 지속될 것으로 예상된다.

수주금액대별 프로젝트 건수 추이

구분	2003	2004	2005	2006	2007
10억미만	81.3%	78.8%	60.0%	66.7%	62.7%
10억이상~20억 미만	13.3%	13.6%	30.0%	16.2%	17.5%
20억이상~30억 미만	2.7%	6.1%	4.3%	6.7%	4.8%
30억 이상~40억 미만	1.3%	0.0%	5.7%	4.8%	4.0%
40억 이상~50억 미만	1.3%	0.0%	0.0%	2.9%	5.6%
50억 이상~100억 미만	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	4.0%
100억 이상	0.0%	1.5%	0.0%	0.0%	1.6%
합계	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
30억이상 프로젝트 건수 비중	2.7%	1.5%	5.7%	10.5%	15.1%

자료 : 희림

프로젝트당 계약금액과 영업이익률 추이



자료 : 희림, SK 증권 추정

해외수주 증가 지속 및
베트남 사업 리스크는 미미

해외수주는 지속적으로 증가할 전망이다. 동남아시아, 중동을 중심으로 수주를 확대하고 있는데 설계능력을 인정한 해외 발주처의 초대를 받아 입찰에 참여하는 경우도 늘어나고 있다. 중동에서는 MED(Middle East Development)라는 최대 개발업체를 통해 신도시 마스터플랜 설계를 수주했으며, 동사가 설계중인 예멘과 지부티의 신도시를 연결하는 세계 최대의 현수교가 건설될 예정임에 따라서 향후 추가수주에도 매우 긍정적이다. 또한 6월에 미국 LA 복합 시설 설계를 낙찰받음에 따라 동남아시아, 중동을 넘어서 미국 및 유럽 진출을 위한 계기가 될 전망이다. 최근 베트남에서는 건설시장 전반에 걸친 우려가 커지고 있다. 회사는 베트남 석유공사가 발주한 5성급 호텔 콤플렉스를 설계 중인데, 1) 기존의 한국 건설사가 진행하는 사업들이 주택 분양사업인 것과는 달리, 설계사업은 대금지급이 달러로 바로 시작되므로 베트남 동화가치 하락의 영향이 없다는 점, 2) 베트남 석유공사가 국가기관이라서 신뢰도가 높으며 대금지급이 계획대로 진행중인 것을 고려하면, 아직 베트남 시장에 대한 Risk는 거의 없다고 판단된다.

대규모 해외수주 현황

시기	국가	내용	공사기간	규모
07년 7월	캄보디아	프놈펜 주거단지 설계	2007. 7.12~2011. 5.12	36억원
8월	베트남	하노이 랜드마크타워 신축설계	2007. 6. 1~2010.10.31	131억원
	시리아	신도시 마스터플랜설계	2007. 8.26~2007.11.23	11억원
	예멘	신도시 마스터플랜설계	2007. 8.27~2007.11.24	18억원
	아제르바이잔	Crescent 호텔 설계	2007. 8.27~2008. 8.31	143억원
9월	아제르바이잔	본사 사옥 설계	2007. 9.12~2012. 8.31	57억원
	아제르바이잔	복합시설 신축공사	2007. 9.25~2008.11.30	86억원
08년 2월	베트남	마스터플랜, 오피스, 호텔, 아파트 설계	2008. 1.31~2010. 8.31	133억원
6월	두바이	1,827가구 주거시설 설계	2008. 6. 2~2009. 3. 9	98억원
	미국	88가구 주거시설 설계	2008. 6.16~2012. 2.28	49억원

자료 : 희림, SK 증권 정리

3, 4 분기 편중현상은 조금씩 완화중

최근 5 년간 동사의 분기별 실적을 살펴보면, 상반기에는 매출액 및 영업이익이 저조하다가 하반기로 갈수록 급증하는 모습을 보여왔다. 그 이유는 발주처에서 상반기에 편성된 예산을 기초로 하반기에 발주를 하기 때문이며, 특히 상반기에는 성과급을 지급하기 때문에 상반기 영업이익은 거의 '0'에 가까운 수준이었다. 그러나 2008 년 1 분기에 영업이익 15 억을 기록하면서 이러한 '上底下高'의 상황이 조금씩 완화되고 있다. 2 분기 매출액 및 영업이익은 전년동기 대비 각각 13.7%, 76.0% 증가한 310 억원, 16 억원으로 예상된다.

분기별 실적추이

12월결산	2007				2008			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	216	273	301	412	356	310	489	541
영업이익	0	9	56	59	15	16	73	76
세전계속사업이익	1	9	56	63	20	17	73	75
순이익	1	6	56	27	20	14	56	44
YoY (%)								
매출액	34.1	27.3	13.3	50.4	65.2	13.7	62.7	31.3
영업이익	-97.7	-53.6	106.3	흑전	7030.3	76.0	31.3	28.8
세전계속사업이익	-89.7	-61.2	106.7	흑전	1811.5	80.0	31.2	19.9
순이익	-89.7	-59.3	106.7	흑전	1811.5	131.3	1.5	61.4

자료 : 희림, SK 증권 추정

투자자의견변경	일시	투자자의견	목표주가
	2008.04.10	매수	13,600
	2008.02.14	매수	13,600



Compliance Notice

- 작성자(김 석준)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 보고서는 2008 년 6 월 26 일 8 시 30 분 당사 홈페이지에 게재되었습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

대차대조표

12월 결산(억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
유동자산	171	351	451	605	794
당좌자산	171	351	451	605	794
현금성자산	33	63	122	277	446
매출채권	100	195	224	240	271
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	207	221	226	230	232
투자자산	40	42	54	66	76
유형자산	83	91	87	80	75
무형자산	51	49	46	44	41
자산총계	378	572	677	835	1,026
유동부채	37	93	94	96	101
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10	18	18	19	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채성충당금	0	0	0	0	0
부채총계	46	111	112	115	120
자본금	55	65	65	65	65
자본잉여금	30	64	64	64	64
자본조정	-15	-2	-2	-2	-2
자기주식	-15	-2	-2	-2	-2
기타포괄손익누계액	3	2	3	4	5
이익잉여금	259	332	435	590	774
자본총계	331	461	564	720	906
부채와자본총계	378	572	677	835	1,026

현금흐름표

12월 결산(억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
영업활동현금흐름	73	71	129	215	226
당기순이익(손실)	35	90	135	187	217
비현금성항목등	61	30	26	25	23
유형자산감가상각비	12	17	19	18	16
무형자산상각	1	2	3	3	2
대손상각비	25	4	4	5	5
기타	22	7	0	0	-1
운전자본감소(증가)	-23	-49	-32	3	-14
매출채권감소(증가)	-15	-96	-33	-21	-36
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	-8	47	1	24	22
투자활동현금흐름	-32	-83	-39	-30	-26
투자자산감소(증가)	-7	0	-12	-13	-9
유형자산감소(증가)	-18	-25	-15	-11	-12
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-7	-58	-12	-6	-6
재무활동현금흐름	-17	42	-31	-31	-31
단기부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기부채증가(감소)	0	0	0	1	1
자본의증가(감소)	-15	40	-31	-31	-31
배당금의 지급	-15	-17	-32	-32	-32
기타	-2	3	0	0	0
현금의 증가(감소)	24	30	59	155	169
기초현금	9	33	63	122	277
기말현금	33	63	122	277	446
FCF	39	17	110	198	204

자료 : 회림, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(억원)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
매출액	915	1,201	1,697	2,185	2,462
매출원가	772	977	1,382	1,782	2,014
매출총이익	143	224	315	403	448
매출총이익률 (%)	15.6	18.7	18.6	18.4	18.2
판매비와관리비	95	100	135	154	164
인건비	31	44	52	57	60
감가상각비	2	4	5	4	4
기타	62	52	78	92	100
영업이익	47	124	180	249	284
영업이익률 (%)	5.2	10.3	10.6	11.4	11.5
영업외수익	10	6	8	11	18
이자수익	2	2	5	9	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
지분법이익	0	0	0	0	0
영업외비용	16	1	2	3	2
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
지분법손실	3	0	0	0	0
세전계속사업이익	42	129	186	258	299
세전계속사업이익률 (%)	4.6	10.7	10.9	11.8	12.2
계속사업법인세	7	39	51	71	82
계속사업이익	35	90	135	187	217
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	35	90	135	187	217
순이익률 (%)	3.8	7.5	7.9	8.5	8.8
EBITDA	61	143	202	270	302

주요투자지표

12월 결산	2006	2007	2008E	2009E	2010E
성장성(%)					
매출액	20.3	31.3	41.3	28.8	12.7
영업이익	-22.1	162.0	45.2	38.3	13.7
세전계속사업이익	-25.1	209.1	44.2	38.7	16.1
EBITDA	-13.9	133.8	41.1	33.3	12.1
EPS(계속사업)	-28.2	30.2	49.8	38.7	16.1
수익성(%)					
ROE	10.8	22.7	26.3	29.1	26.7
ROA	9.5	18.9	21.6	24.7	23.3
EBITDA마진	6.7	11.9	11.9	12.3	12.3
안정성(%)					
유동비율	465.3	378.2	479.3	630.6	786.1
부채비율	14.0	24.1	19.9	15.9	13.3
순차입금/자기자본	-20.0	-27.2	-36.6	-52.3	-61.5
EBITDA/이자비용(배)	2,016.9	-	-	-	-
주당지표(원)					
EPS(계속사업)	535	697	1,044	1,448	1,681
BPS	4,346	6,381	2,677	3,495	4,467
CFPS	751	846	1,214	1,606	1,827
주당 현금배당금	400	500	500	500	500
Valuation지표(배)					
PER	최고 6.3	최저 4.0	13.2	9.2	6.7
PBR	최고 0.8	최저 0.5	1.4	3.6	2.8
PCR	최고 4.2	최저 0.5	10.3	7.9	6.0
EV/EBITDA	최고 6.0	최저 3.4	7.4	5.1	3.2
					2.3

본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였으나, 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자판단 4단계 (6개월 기준) 25% 이상 → 적극매수 / 10~25% → 매수 / -10% ~ +10% → 중립 / -10% 이하 → 매도