

히림 (037440)

NDR 후기, 해외시장 턴키수주로 새로운 성장모델 제시

- 11년 역성장 및 적자 기록, 상반기 해외수주 확대로 턴어라운드 계기 마련
- 방글라데시 BRAC에서 전체 프로젝트 턴키 수주, 새로운 성장모델 제시
- 12년 이후 수주는 관급이나 해외 우량 발주처가 대부분, 13년 이후 매출 성장 확실시

11년 역성장 및 적자 기록, 상반기 해외수주 확대로 턴어라운드 계기 마련

동사의 사업부는 크게 건축 설계와 CM(Construction Management)으로 구분되며, 12년 상반기 기준 사업부별 매출 비중은 7:3 정도이다. 건설경기의 악화로 기 수주된 프로젝트들이 연기되면서 동사는 11년 사상 처음으로 역성장과 영업적자를 기록한 바 있다. 상반기 해외 수주의 확대로 턴어라운드 계기를 마련했으며 4분기부터 실적회전이 본격화 될 것으로 예상된다.

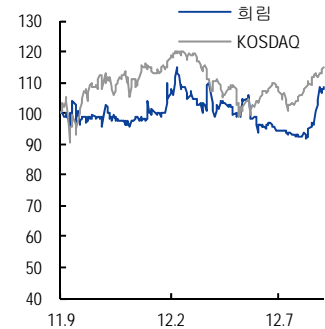
12년 1H말 기준 동사의 수주잔고는 7,300억원 규모로 사상최대치이다. 물론 수주 이후 연기되는 프로젝트가 다수 발생하면서 11년 이후로는 수주잔고만 증가하고 매출은 정체되는 모습을 보여온 것이 사실이다. 하지만 상반기 수주의 경우 공공기관을 중심으로 우량한 발주처의 수주가 대부분이어서 매출로 연결되는 데는 문제가 없을 것으로 판단된다.

방글라데시 BRAC에서 전체 프로젝트 턴키 수주, 새로운 성장모델 제시

동사의 상반기 수주 중 가장 중요한 것은 방글라데시 BRAC에서 받은 3-Tower 프로젝트(수주액 987억원)이다. 동 수주는 동사가 설계와 시공까지 전체 프로젝트를 턴키로 수주한 것으로 설계와 CM만을 수주하던 방식에서 벗어나 동사에 새로운 성장 모델을 제시해 준 것으로 평가된다. 향후 동사는 이러한 턴키 수주를 적극적으로 확대해 나갈 예정이다.

Not Rated

목표주가(6개월)	원
현재주가(9/14)	6,900원
52주 최고/최저	7,300/5,850원
시가총액	961억원
자본금	70억원
발행주식수	1,392만주
액면가	500원
주요주주(지분율)	정영균(42.5%)
외국인지분율	0.8%
60일 평균 거래대금	2억원
절대수익률(1/3/6개월)	17.0/15.4/1.8%
상대수익률(1/3/6개월)	9.0/5.4/5.4%



Analyst 문현식

02)2004-4562, hsmoon@nhis.co.kr

[표1] Earnings Forecast (IFRS 별도 기준)

결산월	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	*영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS		P/E	EV/EBITDA	P/BV	ROE
					(원)	(% chg.)				
12/2010	1,604	93	86	71	508	-24.1	16.4	11.4	1.7	11.3
12/2011	1,351	-20	-15	-36	-257	적자전환	N/A	900.6	1.3	-5.9
12/2012(F)	1,582	54	54	30	216	흑자전환	31.9	18.2	1.4	5.3
12/2013(F)	2,097	189	189	135	969	348.4	7.1	5.8	1.2	20.8
12/2014(F)	2,583	238	238	173	1,240	27.9	5.6	4.1	1.0	21.5

주: 영업이익은 회사발표기준, *영업이익은 GAAP기준 조정(매출총이익-판관비)

이 자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성된 자료로서 당사의 사전 동의 없이 복사될 수 없습니다. 자료의 내용은 저희가 신뢰할 만하다고 판단한 데이터에 근거한 것이나 자료의 완전성을 보장할 수는 없으며 따라서 본 자료는 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증거물로 사용될 수 없습니다. 이 자료를 인용하거나 이용하시는 분은 이 자료와 관련한 최종 의사 결정을 자기 책임 아래 내리기 바랍니다.

**금융위기 이후 지연되는
프로젝트 다수발생, 수주만
증가하고 매출은 정체**

12년 이후 수주는 관급이나 해외 우량 발주처가 대부분으로 13년 이후 매출 성장 확실시

건축설계의 경우 일반적으로 수주 이후 대략 9개월 정도면 매출 인식이 대부분 완료가 된다. 동사의 수주잔고 및 매출 동향을 보면 전년도 수주잔고의 매출인식률이 '07년 이후 급격히 하락하고 있는 것을 볼 수 있다. 이는 금융위기 이후 건설경기의 위축으로 인해 수주 이후 지연되는 프로젝트가 다수 발생하고 있기 때문이다. 지연되는 수주의 대부분은 민간 프로젝트들로 특히 국내에서는 재건축 재개발 사업의 연기가 매우 심한 수준이며 해외 민간 수주 역시 국내보다는 덜하지만 비슷한 양상으로 파악된다.

**상반기 주요수주는 우량한
발주처에서 받은 것**

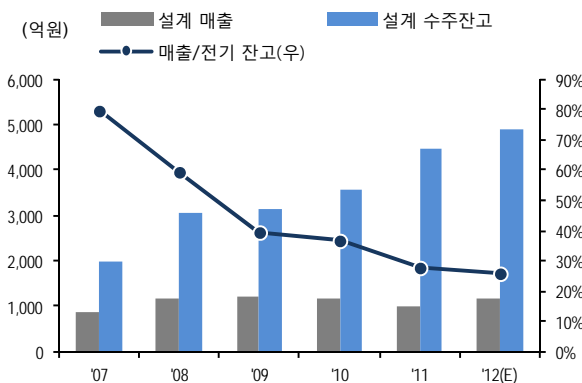
동사의 상반기 주요 수주들을 살펴보면, 상당 부분이 관급이거나 동사의 주요 수주국에서 신뢰도가 높은 발주처에서 받은 것들로 향후 매출 인식에 문제가 없을 것으로 판단된다. 아제르바이젠은 동사가 07년 이후 지속적인 수주를 확보하고 있고 이미 절반이상 매출이 인식되어 신용도가 높다. 단일규모로 사상 최대금액을 수주한 방글라데시 BRAC은 1972년에 설립된 세계 최대규모의 빈곤퇴치 NGO 단체로 빈곤층에 소액 대출 등 다양한 사업을 수행하고 있으며, 11년 말 기준 자산규모가 11억달러에 이른다.

[표2] 희림 2012년 상반기 주요 수주 프로젝트

프로젝트 명	발주처	수주금액(백만원)	수주일자	계약기간
BRAC 3 Tower Block	방글라데시 BRAC	98,664	5월 31일	May'12 ~ Sep'15
BAKU 올림픽스타디움	아제르바이젠 석유공사	27,324	6월 4일	Jun'12 ~ Jul'16
QABALA 골프리조트	아제르바이젠 Gilan LLC	6,301	2월 14일	Feb'12 ~ Oct'14
Kurdistan 중앙은행 Tower	이라크 쿠르드 재무부	1,690	3월 8일	Mar'12 ~ Jan'13
NH통합 IT센터 신축공사	농협 중앙회	1,794	2월 17일	
스리랑카 경마장 복합시설	퓨리에인터내셔널	15,000	5월 21일	May'12 ~ May'14
부산항 국제여객터미널	부산항만공사	3,409	1월 3일	Dec'11 ~ Dec'14
정부출연연 임차청사 CM	자산관리공사	2,534	4월 20일	
코엑스 리모델링 CM	한국무역협회	1,685	6월 4일	
전주 종합경기장 이전 CM	전주시	2,087	1월 30일	Feb'12 ~ Jan'16
New City 종합개발 CM	부경피엔디	3,122	5월 17일	

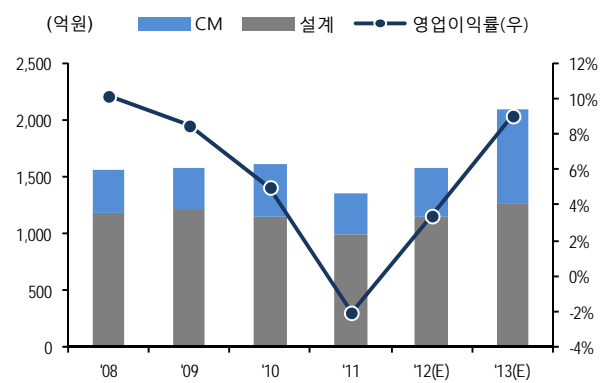
자료: 희림

[그림1] 희림 설계부문 매출 및 수주잔고 동향



자료: 희림, NH농협증권

[그림2] 희림 부문별 매출 및 영업이익률 전망



자료: 희림, NH농협증권

BRAC 턴키 수주, 국내 설계업체 최초 사례, 13년 이후 시공 매출인식 예상

BRAC에서의 수주는 설계와 CM 뿐만 아니라 시공까지 턴키 수주를 받았다는 점도 의미 있는 부분이다. 건설 프로젝트에 있어서 설계 업체가 턴키 수주를 받는 경우는 아주 예외적인 것으로 국내에서는 최초 사례이다. 이는 동사가 방글라데시에서 다수의 프로젝트를 진행하면서 설계와 CM 능력에서 확실한 인정을 받았음을 의미한다. 동 수주는 설계는 하반기에, 시공 및 CM은 13년 이후 매출 인식될 것으로 예상된다.

매출 2천억원 상회시 high single 영업이익률 무난

동사는 고정비 성격으로 분류할 수 있는 설계 엔지니어의 인건비 비중이 매우 높아 영업 레버리지가 매우 크다. 현재 인력기준에서 볼 때 BEP는 1,500억원 규모이며, 연매출 2천억원 이상에서는 high single 이상의 영업이익률을 달성이 무난한 것으로 추정된다. 12년 매출은 1,600억원 정도에 그칠 전망이다, 13년에는 시공매출이 가세하면서 2천억원 이상의 매출이 무난할 것으로 판단되어 확실한 턴어라운드를 보여줄 전망이다.

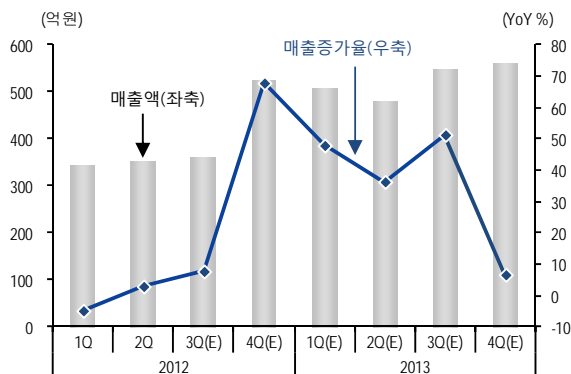
[표3] 희림 실적 전망(IFRS 개별기준)

(단위: 억원, 원)

		2012(E)				2013(E)				'11	'12(E)	'13(E)
		1Q	2Q	3Q(E)	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)			
매출액	설계	248	259	258	387	295	278	340	349	990	1,153	1,261
	CM	96	93	104	137	215	202	208	211	361	429	836
	합계	344	352	361	524	510	480	547	560	1,351	1,582	2,097
	QoQ	10%	2%	3%	45%	-3%	-6%	14%	2%			
	YoY	-5%	3%	8%	68%	48%	36%	51%	7%	-16%	17%	33%
영업이익		9	11	10	24	43	39	59	49	-20	54	189
세전이익		1	5	9	22	43	32	55	41	-39	38	171
순이익		2	1	8	19	34	25	43	33	-36	30	135
영업이익률		2.5%	3.0%	2.9%	4.6%	8.5%	8.0%	10.7%	8.7%	-1.5%	3.4%	9.0%
세전이익률		0.4%	1.5%	2.5%	4.2%	8.4%	6.7%	10.0%	7.4%	-2.9%	2.4%	8.2%
순이익률		0.7%	0.4%	2.2%	3.5%	6.7%	5.3%	7.9%	5.8%	-2.7%	1.9%	6.4%
EPS		18	9	56	133	244	181	310	234	-257	216	969
BPS		4,686	4,695	4,751	4,884	5,128	5,310	5,619	5,853	4,714	4,884	5,853

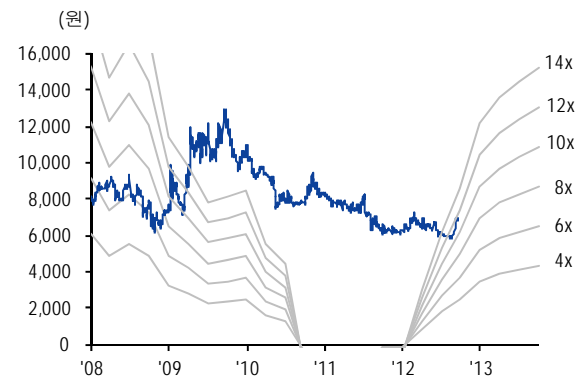
자료: 희림, NH농협증권

[그림3] 희림 분기 매출 및 성장률 전망



자료: 희림, NH농협증권

[그림4] 희림 PER band(4Q forward 기준)



자료: 희림, NH농협증권

Compliance Notice

- 당사는 본 자료 발간일 현재 희림(037440.KOSDAQ)의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 금융투자분석사와 그 배우자는 발간일 현재 해당 종목의 금융투자상품을 보유하고 있지 않으며 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 내용은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 및 목표주가 변경목록

종목명	날짜	투자의견	목표주가(6개월)
희림 (037440)	2012/09/17	Not Rated	-원

주가 및 목표주가 변동 추이



당사 리서치센터는 종목 및 업종에 대하여 아래와 같은 기준에 따라 투자등급을 부여하고 있습니다.

[종목 투자등급]

- 1) 적극매수 : 6개월후 시장 대비 25%p 이상의 초과 수익률이 예상되는 종목
- 2) 매수 : 6개월후 시장 대비 10%p 이상 25%p 이하의 초과 수익률이 예상되는 종목
- 3) 시장평균 : 6개월후 시장 대비 -10%p내지 10%p의 수익률이 예상되는 종목
- 4) 매도 : 6개월후 시장 대비 -10%p 초과 수익률이 예상되는 종목

[업종 투자의견]

- 1) 비중확대 : 6개월후 시장 대비 10%p 이상의 초과 수익률이 예상되는 업종
- 2) 중립 : 6개월후 시장 대비 -10%p내지 10%p의 수익률이 예상되는 업종
- 3) 비중축소 : 6개월후 시장 대비 -10%p 미만의 수익률이 예상되는 업종