

희림 (037440)

부동산시장 훈풍의 수혜주

Company Report
2014.2.26

Not Rated

목표주가(원,12M)	-
현재주가(14/02/25,원)	5,600
상승여력	-

영업이익(12F,십억원)	5
Consensus 영업이익(12F,십억원)	-
EPS 성장률(12F,%)	-
MKT EPS 성장률(12F,%)	-
P/E(12F,x)	93.0
MKT P/E(12F,x)	-
KOSDAQ	528.61
시가총액(십억원)	78
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	49.1
외국인 보유비중(%)	0.9
베타(12M) 일간수익률	0.02
52주 최저가(원)	5,540
52주 최고가(원)	6,800

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.3	-6.4	-17.5
상대주가	-4.8	-6.3	-17.7



[투자정보지원부 Small Cap Business]

김평진
02-768-3851
pyungjin.kim@dwsec.com

건축설계,CM,감리를 전문으로 하는 종합건축설계회사

1970년 설립된 희림은 건축설계와 CM(Construction Management : 건설사업관리),CS (Construction Supervision : 감리)를 전문으로 하는 종합건축설계회사이다. 2013년 기준 매출 비중은 건축설계 73.5% , CS & CM 26.5% 수준이다. 국내 건축 설계 사업 주요 경쟁사는 삼우,정림,해안,건원 종합건축설계 사무소(모두 비상장)등이 있으며, 희림은 삼우에 이어 국내 M/S 2위에 위치하고 있는 기업이다.

정부의 부동산 활성화 대책 수혜 예상

2013년 12월 9일 국회 국토교통위원회는 수직증축 리모델링을 허용하는 주택법 개정안과 주택 취득세를 영구 인하하는 지방세법 개정안을 통과시켰다. 주택법 개정안이 2014년 4월부터 시행됨에 따라 준공 15년 이상된 아파트를 리모델링 할 때 14층이하는 2개층, 15층 이상은 3개층까지 증축이 가능하게 되었다. 리모델링은 재건축에 비해 절차가 간소하고 소형평형 의무비율, 임대아파트 의무 건설 등 규제로부터 자유로워 사업추진이 수월하기 때문에 아파트 리모델링 사업의 수주가 증가할 것으로 예상되고 있으며, 다년간의 건축물 설계 Know-how를 보유하고 있는 동사의 수혜가 전망되고 있다.

해외수주 확대 전략의 성과 본격화

희림은 1990년대 중반부터 해외건축시장에 대한 사전조사와 현지 네트워크 확보, 글로벌 인력 확보에 지속적으로 투자해 왔으며 이를 토대로 2000년대 초반 해외시장에 진출, 현재는 베트남, 아제르바이잔, UAE 아부다비, 방글라데시, 사우디아라비아 등에서 설계 및 감리 관련 다수의 프로젝트를 진행하고 있는 상황이다. 특히 올해부터 본격적으로 해외부문에서 수주한 설계 및 감리 용역 수주가 매출로 인식될 것으로 예상되어 해외부문 매출의 높은 성장세가 전망되고 있다.

2014년부터 매출증가에 따른 영업레버리지 효과 예상

희림의 2014년 예상되는 매출액과 영업이익은 각각 1,874억 (YoY + 27.4%)및 224억원 (YoY + 148.8%)으로 수준으로 전년대비 높은 성장성 달성 및 수익성 개선이 시현될 수 있을 것으로 예상하고 있다. 동사의 영업비용(매출원가+판매비) 중 423억이 급여 및 퇴직 급여(2013년 3분기 기준)로서 고정비성 성격을 갖고 있기 때문에 2014년 매출액이 증가하는 경우 영업레버리지 효과에 따라 수익성 개선이 클 것으로 전망된다. 현재 주가 수준은 2014년 실적 기준 PER 5.0 배, PBR 0.9 배 로써 밸류에이션 부담이 없는 수준이며 향후 실적 기대가 가시화 되면서 주가는 빠른 회복세를 보일 것으로 기대한다.

결산기 (12월)	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액 (십억원)	158	160	135	145	147	188
영업이익 (십억원)	13	8	-2	5	9	23
영업이익률 (%)	8.2	5.0	-1.5	3.4	6.1	12.2
순이익 (십억원)	9	5	-4	1	2	15
EPS (원)	669	387	-257	74	162	1,113
ROE (%)	16.1	8.7	-6.0	1.8	4.0	23.7
P/E (배)	16.4	21.5	-	93.0	35.2	5.0
P/B (배)	2.4	1.7	1.3	1.5	1.2	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 희림, KDB대우증권

부동산 시장 혼풍이 불기 시작했다.

정부의 부동산시장 규제 완화로 인하여 부동산 경기 회복에 대한 기대감 상승 중

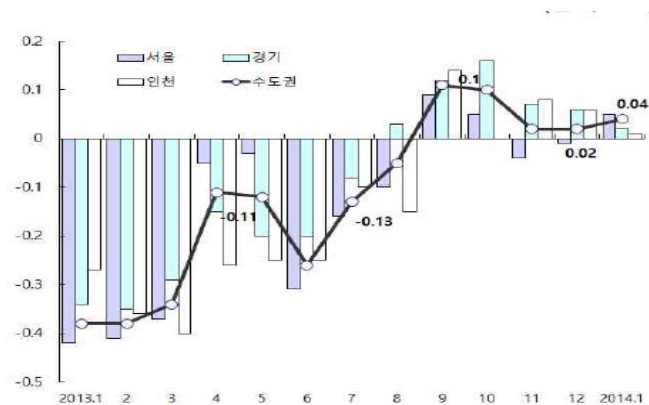
정부는 2013년 4.1 대책과 8.28 대책등을 발표하며 본격적으로 부동산시장 규제 완화를 시작하였으며 12월 9일에는 국회 국토교통위원회에서 수직증축 리모델링을 허용하는 주택법 개정안과 주택 취득세를 영구 인하하는 지방세법 개정안을 통과시켰다. 이러한 정부 정책이 부동산 시장에 반영되면서 부동산 경기 회복에 대한 기대감이 상승하고 있는 것으로 분석된다. 2014년 1월 수도권 아파트 매매가격은 0.04% 상승하면서 5개월 연속 상승세를 이어가고 있으며 상승폭 또한 확대되고 있다. 재건축 아파트 가격의 상승폭은 0.4%로 일반 아파트 가격 상승폭 0.04%에 비해 높아 아파트 매매가격 상승세의 주 원인으로 파악되고 있다.

특히 노후아파트의 리모델링 활성화를 위해 15층 이상 아파트의 3개층 수직증축을 허용하는 방안을 골자로 한 주택법 개정안이 국회에서 통과됨에 따라 14층 이하의 최대 2개층, 15층 이상은 3개층 수직증축이 가능하며 전체가구수의 15%까지 가구 수 확대도 가능해 졌다. 리모델링은 재건축에 비해 절차가 간소하고 소형평형 의무비율, 임대아파트 의무 건설 등 규제로부터 자유로워 사업추진이 수월한 반면 공사비 부담이 높은 부담이 있었으나 이번 개정안을 통해 사업성 개선이 이루어질 것으로 기대되고 있다.

그동안 노후 아파트 정비는 대부분 재건축을 통해 진행되었으며 리모델링을 통한 정비는 매우 부진한 상황이었다. 그러나 금번 법 개정으로 인하여 재건축 추진이 어려운 노후 아파트의 정비 수단으로서 리모델링의 활용가능성이 부각될 것으로 전망되고 있다. 15년 이상된 아파트 중 20년 이상된 재건축이 필요한 아파트를 제외할 경우 수도권 1기 신도시를 포함해 최소 150만 가구 이상이 리모델링 수요가 있을 것으로 예상되는 후보군에 해당된다.

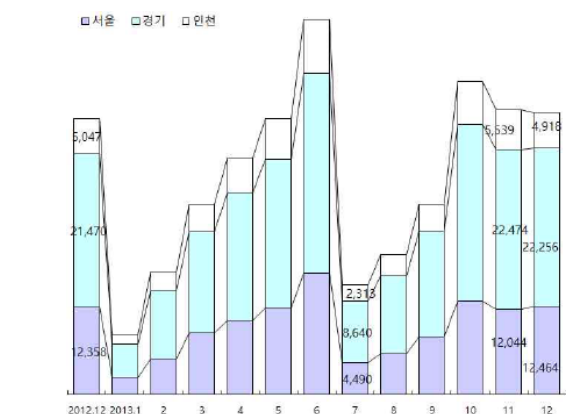
희림의 경우 다년간의 주택설계 Know-How 보유로 인하여 주택 재건축 및 리모델링 사업이 본격화될 경우 높은 매출액 성장세를 달성할 것으로 예상되고 있다. 특히, 그동안 부동산 경기 침체의 영향으로 인하여 사업 진행이 되지 않아 수주를 확보하였음에도 불구하고 매출인식이 진행되지 않고 있던 다수의 주택 설계 수주가 2014년부터 매출로 인식될 것으로 예상된다.

그림1. 수도권 월간 아파트 매매가격 변동률



자료: 한국건설산업연구원

그림 2. 수도권 월간 주택 매매 거래량 추이



자료: 한국건설산업연구원

해외수주 확대 전략의 성과 가시화 되는 시점 도래

희림의 주사업인 건축 설계업은 건설경기와 정부의 건설관련 정책에 크게 영향을 받을 수 밖에 없는 구조의 사업이다. 국내 건축 설계업 시장은 약 2.1조원 규모로 파악되고 있으며 다수의 군소 건축설계사무소와의 치열한 경쟁으로 인해 수익성이 악화되고 있는 상황이다. 이러한 국내 시장 상황에 대응하기 위하여 동사는 1990년대 중반부터 해외건축시장에 대한 사전조사와 현지 네트워크 확보, 글로벌 인력 확보에 지속적으로 투자해 왔으며 이를 토대로 2000년대 초반 해외시장에 진출, 현재는 베트남, 아제르바이잔, UAE 아부다비, 방글라데시, 사우디아라비아 등에서 설계 및 감리 관련 다수의 프로젝트를 진행하고 있는 상황이다. 특히 올해부터 본격적으로 해외부문의 설계 및 감리 용역 수주가 매출로 인식될 것으로 예상되어 해외부문 매출의 높은 성장세가 전망되고 있다.

희림은 해외사업을 확대하기 위하여 전략적 거점인 중동 및 아시아 지역에 고객 점점 강화를 위한 해외지사를 설립할 계획이며 또한, 해외 CM 역량 강화를 위해 해외인력 확보 및 마케팅 활동을 중점적으로 추진할 계획이다. 이를 통하여 2014년 해외시장에서 약 1,230억원의 신규 수주를 확보할 것으로 예상하고 있다. 이는 동사 전체 수주 목표의 약 47%에 해당하는 금액으로 지속적으로 해외 매출 비중이 높아질 것으로 예상된다.

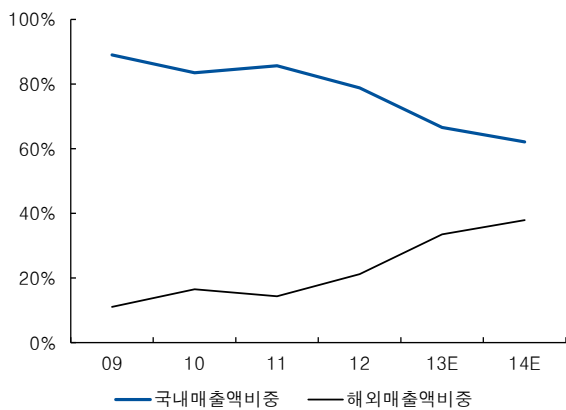
표 1. 주요해외수주 내역

(백만원)

발주처	공사업명	계약일	계약금액
TEKFEN	바쿠올림픽스타디움	2013-02-28	19,537
KOGAS AKKAS B.V.	이라크 AFOD Camps 설계	2013-04-22	2,247
GNC Consultancy	적도기니 정부청사	2013-05-13	1,234
SONERILA	우크라이나 오데사파크	2013-08-15	1,898
SOCAR	BAKU OLYMPIC STADIUM PROJECT PM/CM 용역	2012-06-04	27,323
아제르바이잔 수자원공사	CM-AZERSU NEW OFFICE TOWER CM용역	2012-08-09	4,004

자료: 희림, KDB대우증권

그림 3. 국내 vs 해외 매출액 비중 추이



자료: 희림, KDB대우증권

그림 4. 해외수주 주요 프로젝트 (Azerbaijan Baku Olympic Stadium)



자료: 희림

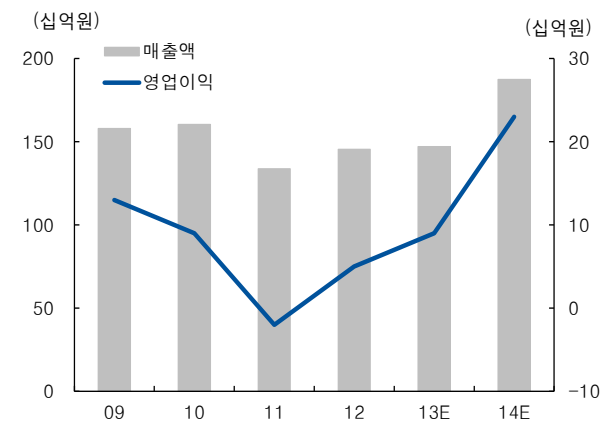
영업레버리지 효과로 인한 수익성 개선 기대

2013년 희림의 실적은 2012년과 유사한 수준인 매출액 1470억 (YoY +1.4%) 및 영업이익 90억 (YOY +80%) 수준이 될 것으로 예상된다. 그러나 2014년부터 작년에 수주한 우량 프로젝트로부터 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상되며 또한, 부동산 경기 활성화에 따른 재건축, 리모델링 사업의 본격화로 인하여 수주잔고 중 매출인식이 지연되던 프로젝트로부터 매출인식이 본격화 되며 빠른 실적 개선이 기대된다.

희림의 경우 영업비용(매출원가+판매비)의 대부분은 인건비가 차지하고 있다. 2013년 3분기 기준 영업비용 1,104억 중에서 급여 및 퇴직급여가 423억(38.3%), 외주비가 469억(42.4%)으로 인건비성 비용이 차지하는 비중이 80.7% 이다. 외주비는 변동비적 성격을 갖고 있지만 급여 및 퇴직급여는 고정비성 성격을 갖고 있기 때문에 2014년 매출액이 증가하는 경우 영업레버리지 효과에 따라 동사의 수익성이 크게 개선될 것으로 기대되고 있다.

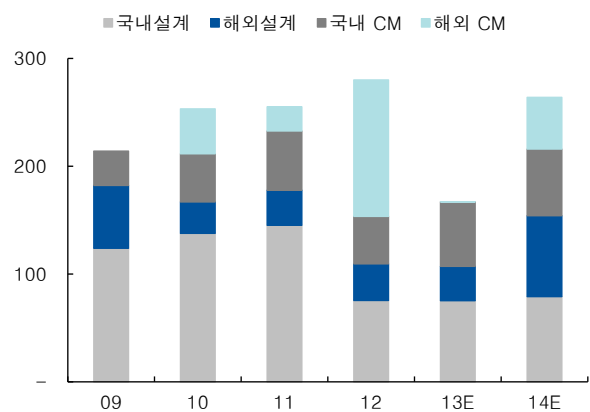
2014년 예상되는 매출액과 영업이익은 각각 1,874억 (YoY +27.4%) 및 224억원(YoY +148.8%)으로 수준으로 전년대비 높은 성장성 달성 및 수익성 개선이 시현될 수 있을 것으로 예상하고 있다. 현재 주가 수준은 2014년 실적 기준 PER 5.0 배, PBR 0.9 배로써 밸류에이션 부담이 없는 수준이며 향후 실적 기대가 가시화 되면서 주가는 빠른 회복세를 보일 것으로 기대한다.

그림 4. 희림 매출액, 영업이익 추이 및 예상



자료: 희림, KDB대우증권

그림 4. 희림 신규수주 추이



자료: 희림

희림 (037440)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12	12/13F	12/14F
매출액	135	145	147	188
매출원가	120	124	126	151
매출총이익	15	21	21	37
판매비와관리비	17	15	13	15
조정영업이익	-2	5	9	23
영업이익	-2	5	9	23
비영업손익	-2	-3	-5	-1
금융손익	-2	-2	-3	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-4	2	4	22
계속사업법인세비용	0	1	2	7
계속사업이익	-4	1	2	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-4	1	2	15
지배주주	-4	1	2	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-4	1	2	15
지배주주	-4	1	2	15
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	0	7	10	24
FCF	-8	-10	29	-1
EBITDA 마진을 (%)	0.0	4.8	6.8	12.8
영업이익률 (%)	-1.5	3.4	6.1	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.0	0.7	1.4	8.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12	12/13F	12/14F
유동자산	98	108	111	117
현금 및 현금성자산	3	2	6	7
매출채권 및 기타채권	84	93	97	101
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	11	13	8	9
비유동자산	19	20	19	18
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	8	8	7	6
무형자산	2	2	2	1
자산총계	117	128	130	135
유동부채	37	41	64	53
매입채무 및 기타채무	21	25	25	32
단기금융부채	2	8	38	21
기타유동부채	14	8	1	0
비유동부채	24	31	8	9
장기금융부채	24	31	5	5
기타비유동부채	0	0	3	4
부채총계	61	71	72	62
지배주주지분	56	56	58	73
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	7	7	7	7
이익잉여금	51	52	53	68
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	56	56	58	73

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-7	-8	29	-1
당기순이익	-4	1	2	15
비현금수익비용가감	11	11	7	8
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	10	10	6	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	-19	25	-17
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	0	0	0	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	5
법인세납부	0	-1	-2	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	0	-2	1	0
유형자산처분(취득)	-1	-1	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	2	-1	2	-1
기타투자활동	-1	0	-1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	3	10	4	-18
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-1	-1	-1	-1
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-4	0	4	1
기초현금	7	3	2	6
기말현금	3	2	6	7

자료: 희림, KDB대우증권

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/11	12/12	12/13F	12/14F
P/E (x)	-	93.0	35.2	5.0
P/CF (x)	12.7	7.9	8.8	3.3
P/B (x)	1.3	1.5	1.2	0.9
EV/EBITDA (x)	898.6	19.2	11.9	4.1
EPS (원)	-257	74	162	1,113
CFPS (원)	498	868	648	1,707
BPS (원)	4,714	4,742	4,858	5,926
DPS (원)	50	50	50	50
배당성향 (%)	-17.7	61.5	28.2	4.1
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	-15.6	7.4	1.4	27.9
EBITDA증가율 (%)	-	-	42.9	140.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	80.0	155.6
EPS증가율 (%)	-	-	118.9	587.0
매출채권 회전율 (회)	1.7	1.7	1.6	2.0
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	19.1	8.7	7.7	8.1
ROA (%)	-3.2	0.8	1.8	11.7
ROE (%)	-6.0	1.8	4.0	23.7
ROIC (%)	-1.9	3.2	5.0	16.8
부채비율 (%)	108.8	126.7	123.7	85.8
유동비율 (%)	267.4	266.1	174.5	219.0
순차입금/자기자본 (%)	39.9	60.8	63.4	25.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.8	2.1	2.8	22.5

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.