

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

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

WHAT'S NEW

건설업 Paradigm Shift 의 수혜주

희림에 대한 목표주가를 기존의 11,600 원에서 16,300 원으로 상향조정한다. 이는 이전까지 설계 산업에 대한 인식 부족 등을 감안하여 보수적인 관점에서 적용해오던 베타(1.0)를 실제 52 주 베타 0.68 로 대체함에 따른 것이다. 향후 개발, 설계, CM 등 전문 사업영역의 중요성이 보다 부각되는 건설업의 Paradigm Shift 를 감안할 때 국내 1위의 설계업체인 희림에 대한 Valuation level-up 은 자연스러운 과정이라는 판단이다. 특히 향후 가속화될 것으로 예상되는 초고층 복합개발 사업을 감안할 때 하반기로 갈수록 희림의 사업 모델은 더욱 강화될 것으로 판단되어 현재 주가수준에서의 적극적인 비중확대전략을 추천한다.

» 목표가격 16,300 원으로 상향조정

» 건설업 Paradigm Shift 에 따른 Valuation level-up

» 제 2 롯데월드를 포함한 대규모 복합단지개발에 따른 수혜 기대

» 산업구조 변화와 성장 모멘텀 감안시 매력적인 저평가 국면

목표가격 16,300 원으로 상향조정

희림에 대한 목표주가를 기존의 11,600 원에서 16,300 원으로 상향조정하며 투자 의견 BUY 를 유지함. 이는 이전까지 설계 산업에 대한 인식 부족 등을 감안하여 보수적인 관점에서 적용해오던 베타(1.0)를 실제 52 주 베타 0.68 로 대체함에 따른 것임. 목표주가 16,300 원은 현재 대비 40.5% 상승여력이 있을 뿐만 아니라 회사가 중장기적인 산업환경변화의 중심부에 있다는 점을 감안할 때 장단기 투자자 모두에게 매력적인 기회를 제공한다는 판단임.

건설업 Paradigm Shift 에 따른 Valuation level-up

향후 개발, 설계, CM 등 전문 사업영역의 중요성이 보다 부각되는 건설업의 Paradigm Shift 가 예상되며, 이에 따라 건설업은 기존의 시공 중심에서 사업영역의 전문화가 일어날 것으로 예상됨. 왜냐하면 기존의 공급자 중심 시장에서 수요자 중심의 시장으로 전환되는 국면임을 감안할 때, 단순한 공급능력보다는 차별화된 효용의 제공이 보다 중요해질 것으로 예상되기 때문임. 이중 설계사업은 건축물의 질적 차별화를 가능하게 하는 가장 중요한 요소라는 점과 희림이 국내 1위의 건축설계업체라는 점을 감안할 때 valuation level-up 은 자연스러운 과정이라는 판단.

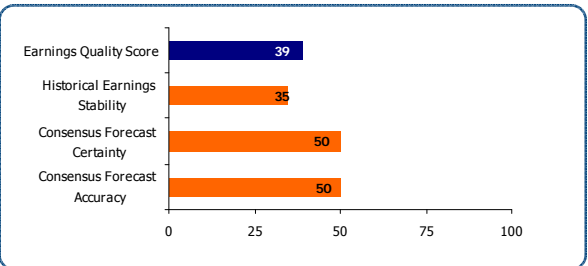
목표주가 **W16,300**
현재가(6/9) **W11,550**

Upside/Downside **+41.1%**
Consensus target price **W14,000**
Difference from consensus **+16.4%**

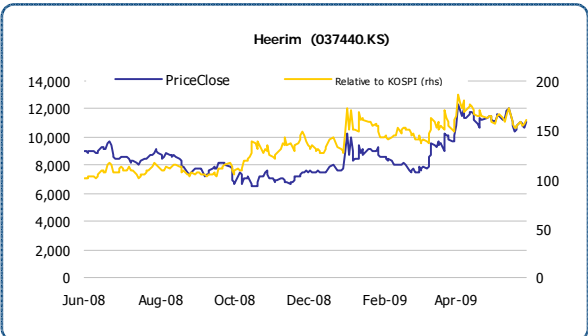
Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08A	Dec-09E	Dec-10E	Dec-11E
매출액(십억원)	156	197	237	277
영업이익(십억원)	16	21	26	30
순이익(십억원)	16	17	21	24
EPS(원)	1,179	1,277	1,538	1,822
증감률	75.4%	8.3%	20.5%	18.4%
P/E (x)	6.8	9.0	7.5	6.3
EV/EBITDA (x)	5.7	5.9	4.8	4.0
Dividend yield	3.8%	2.6%	3.5%	4.3%
P/B (x)	1.9	2.4	1.9	1.5
ROE	30.8%	27.2%	26.5%	25.5%
순부채비율	-4.6%	-22.1%	-24.8%	-25.3%

Earnings quality score



Performance



Trading data

Market Cap (W bn / US\$ mn)	155 / 124
Shares Outstanding	13 mn
Free Float	0.5707
52-week Price High/Low	W6,454 - 12,400
Daily Average Volume (3M)	W5,501 mn
Performance	1M 3M 12M
Absolute	3.13% 45.83% 27.55%
Relative to KOSPI	5.98% 8.74% 51.72%
Major shareholders	
정영균	26.0%
이영희	12.5%

제 2 롯데월드를 포함한 대규모 복합단지개발에 따른 수혜 기대

특히 희림이 참여할 것으로 예상되는 잠실 제 2 롯데월드도 공군과 롯데 그룹측과의 협상이 완료되었을 뿐만 아니라, 최근 서울 시내 16 곳의 대규모 용지개발이 허가되는 등 초고층 복합단지개발의 전성기가 다가옴을 감안할 때 희림과 같은 대형 설계업체의 성장 모멘텀은 더욱 가속화될 전망.

산업구조 변화와 성장 모멘텀 감안시 현시점은 매력적인 저평가 국면

이러한 산업구조변화와 높은 성장 모멘텀 감안시 2009 년 예상 EPS 기준으로 9.0 배의 밸류에이션은 매력적인 저평가국면이라는 판단임. 목표주가 16,300 원 역시 2009 년 EPS 대비 12.7 배 수준이나 대형 건설사들의 PE 평균이 14.3 배 수준임을 감안할 때 충분히 합리적인 수준이라는 판단. 특히 희림과 비교할 수 있는 현대산업과 삼성엔지와 같은 Specialist 의 경우 평균 17.4 배 수준의 multiple 을 부여받고 있음에 주목할 필요가 있다는 판단임.

DCF Valuation

(unit: W bn, W))

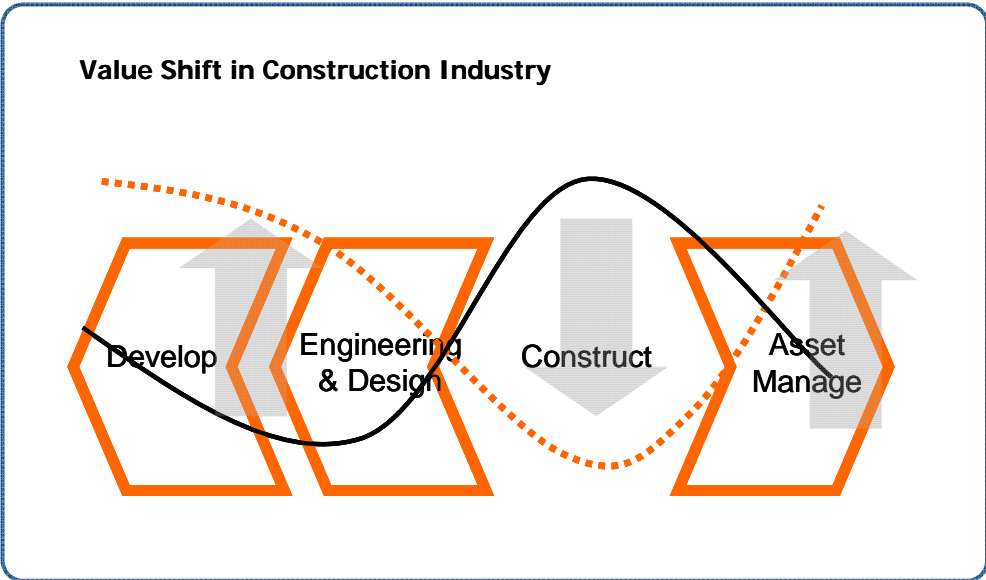
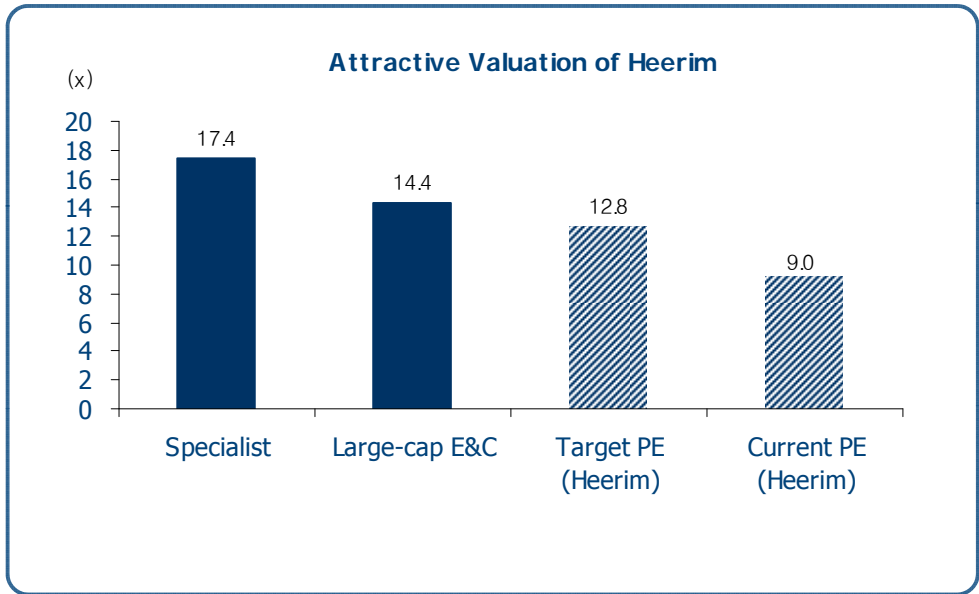
NPV of FCF 2009~2018	86
NPV of FCF 2019~	115
Value from operation	202
Value of non-operating assets	2
FV	204
(-)Net debt	-15
(-)Preferred stock (%)	0%
Common shares (ths)	13,398
preferred shares (ths)	-
Value of Common Equity	219
Fair Value per Share	16,334

Source: Company data, Mirae Asset Research

DCF Sensitivity

WACC	q						
	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%	2.6%
9.7%	16,555	16,743	16,939	17,143	17,356	17,578	17,810
9.9%	16,357	16,542	16,735	16,936	17,145	17,364	17,592
10.1%	16,162	16,344	16,534	16,732	16,938	17,153	17,377
10.3%	15,971	16,150	16,337	16,531	16,734	16,945	17,166
10.5%	15,782	15,959	16,143	16,334	16,533	16,741	16,959
10.7%	15,597	15,771	15,952	16,140	16,336	16,541	16,755
10.9%	15,415	15,586	15,764	15,949	16,142	16,344	16,554
11.1%	15,236	15,404	15,579	15,761	15,951	16,150	16,357
11.3%	15,060	15,225	15,397	15,577	15,764	15,959	16,163
11.5%	14,886	15,049	15,219	15,395	15,579	15,772	15,972

Source: Company data, Mirae Asset Research



서울시 신도시 계획

부지	사업자	면적 (m2)	주소
1 삼표레미콘	현대제철	32,548	성동구 성수동
2 롯데칠성부지	롯데칠성음료	43,438	서초구 서초동
3 동서울터미널	한진중공업	36,704	광진구 구의동
4 남부터미널	NT개발 제1차 PFV	19,245	서초구 서초동
5 상봉터미널	신아주	27,995	종랑구 상봉동
6 용산관광터미널	서부트럭터미널	19,153	용산구 한강로
7 홍대역사	마포애경타운	20,793	마포구 동교동
8 구로역사	한국철도공사	47,982	구로구 구로동
9 한진도시가스	한진중공업	24,822	노원구 상계동
10 백광화학	백광산업	65,967	구로구 고척동
11 동부화물터미널	신세계	19,462	동대문 장안동
12 서울승합차	유한철	15,900	강동구 고덕동
13 성북역세권	성북역사	149,065	노원구 월계동
14 성북역사	코레일	90,487	노원구 월계동
15 자동차매매장	자동차매매협회 외 319명	29,883	성동구 용답동
16 대한도시가스	SK E&S	50,836	강남구 대치동
총계		694,300	
예상 총 공사규모(십억원)		5,000	
설계보수 비율 가정		3%	
관련 설계시장 창출 규모 전망(십억원)		150	

Source: 서울시, Mirae Asset Research

Summary Financial Statements

Income Statement

(Bn won, %)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Sales	120.1	155.8	197.3	237.4	276.8
Change	31.3	29.7	26.6	20.3	16.6
Cost of sales	97.7	127.3	162.3	195.4	227.9
Gross profit	22.4	28.5	35.0	42.0	48.9
Change	57.1	27.2	22.7	20.0	16.3
Gross margin	18.7	18.3	17.8	17.7	17.7
SG&A	10.0	12.8	14.1	16.1	18.6
Op income	12.4	15.8	21.0	25.9	30.3
Change	162.0	26.9	33.0	23.6	16.9
Non-opr income	0.5	4.6	1.5	2.0	1.9
Net financial expenses	(0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
FC translation gain	(0.0)	4.0	0.9	1.1	0.9
Associate gain	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Others	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
Pre-tax Income	12.9	20.4	22.6	26.8	31.3
Tax	3.9	4.6	5.5	6.2	6.9
Net income	9.0	15.8	17.1	20.6	24.4
EPS	672	1,179	1,277	1,538	1,822
Change	160.2	75.4	8.3	20.5	18.4
EBITDA	14.3	18.2	23.7	28.0	31.9
Change	133.8	27.0	30.1	18.3	13.9

Source: Company data, Mirae Asset Research

Cashflow Statement

(Bn won)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Opr. cash flow	6.8	(3.9)	16.8	10.0	10.6
Net income	9.0	15.8	17.1	20.6	24.4
Depreciation	1.7	2.2	2.5	1.9	1.4
Depr of intangible	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
FC translation loss (gain)	0.0	(1.2)	(0.9)	(1.1)	(0.9)
Associate loss (gain)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Chg in working capital	(9.6)	(24.7)	(7.3)	(16.7)	(19.4)
Chg in receivables	(9.6)	(24.7)	(7.3)	(16.7)	(19.4)
Chg in inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Chg in payables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Others	5.5	3.8	5.1	5.1	4.8
Invest. Cash flow	(8.3)	2.6	(0.0)	(0.0)	(0.0)
ST financial instrument disposal (purchase)	(2.8)	2.8	0.0	0.0	0.0
Securities disposal (purchase)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tangible asset purchase	(2.5)	(3.4)	0.0	0.0	0.0
Tangible asset disposal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intangible asset disposal (purchase)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Investment asset disposal (purchase)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Others	(3.1)	3.0	0.0	0.0	0.0
Financ. Cash flow	4.5	(2.4)	(4.0)	(4.0)	(5.4)
Debt raised (repaid)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital raised (repaid)	5.7	(2.0)	0.0	0.0	0.0
Dividends	(1.7)	(3.2)	(4.0)	(4.0)	(5.4)
Others	0.5	2.7	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	3.0	(3.8)	12.8	6.0	5.3
Beginning cash	3.3	6.3	2.5	15.2	21.2
Ending cash	6.3	2.5	15.2	21.2	26.5
FCF	(1.5)	(1.3)	16.8	10.0	10.6

Source: Company data, Mirae Asset Research

Balance Sheet

(Bn won)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Current assets	35.1	49.7	69.7	92.5	117.2
Cash and equivalents	9.1	2.5	15.2	21.2	26.5
Receivables	19.5	44.4	51.8	68.5	87.9
Inventories	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fixed assets	22.1	24.9	22.1	20.1	18.4
Investment assets	8.1	9.9	9.9	9.9	9.9
Tangible assets	9.1	10.3	7.8	5.9	4.4
Intangible assets	4.9	4.7	4.5	4.3	4.1
Total assets	57.2	74.5	91.8	112.5	135.6
Current liabilities	9.3	15.8	20.0	24.1	28.1
Payables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ST debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cp of LT debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Fixed liabilities	1.8	2.3	2.3	2.3	2.3
Corp. Bond	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total liabilities	11.1	18.1	22.3	26.4	30.4
Paid-in capital	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Capital surplus	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
Retained earnings	33.2	45.8	58.9	75.5	94.6
Capital adjustments	0.0	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
Shareholders' equity	46.1	56.4	69.5	86.1	105.2
Total debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net debt	(10.1)	(2.6)	(15.4)	(21.3)	(26.6)

Source: Company data, Mirae Asset Research

Key investment index

(Won, %, x)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
Per share data					
EPS	672	1,179	1,277	1,538	1,822
BPS	3,073	3,858	4,852	6,105	7,542
EBITDA per share	1,071	1,359	1,766	2,089	2,379
DPS	500	300	300	400	500
PER	12.5	6.8	9.0	7.5	6.3
PBR	2.4	1.9	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	7.1	5.7	5.9	4.8	4.0
Dividend Yield	2.9	3.8	2.6	3.5	4.3
Profitability %					
Gross margin	18.7	18.3	17.8	17.7	17.7
Operating margin	10.3	10.1	10.6	10.9	10.9
EBITDA margin	11.9	11.7	12.0	11.8	11.5
Net income margin	7.5	10.1	8.7	8.7	8.8
ROE	22.7	30.8	27.2	26.5	25.5
ROIC	24.2	23.8	25.7	26.3	25.2
Stability %					
Debt ratio	24.1	32.1	32.1	30.7	28.9
Net debt ratio	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
Current ratio	378.2	313.8	347.9	383.6	416.9
Interest cover(x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Activity ratio(Turnover)					
Total Assets (x)	2.5	2.4	2.4	2.3	2.2
Receivables (x)	8.1	4.9	4.1	4.0	3.5
Inventories (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Payables (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net working capital (x)	9.7	6.6	6.0	5.8	5.1

Source: Company data, Mirae Asset Research

Recommendation

종목별 투자의견 (12개월 기준) BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능	업종별 투자의견 Attractive : 현 업종지수대비 +10% 초과 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내 Cautious : 현 업종지수 대비 -10% 초과 ※ 업종별 투자의견의 용어를 재정의 함 Overweight → Attractive / Underweight → Cautious로 2005년 8월 3일부터 변경함
--	---

Earnings Quality Score

Earnings Quality Score = 0.70*(Earnings Stability) + 0.15*(Earnings Certainty) + 0.15*(Earnings Forecast Accuracy)

- 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.
- 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.
- Consensus Forecast Accuracy
 - 최근 3년간 EPS surprise 절대값의 평균(median)을 100분위 지표로 환산.
 - EPS surprise는 (연말 실제치 - 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 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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				
해당사항없음								

주가 및 목표주가 변동추이



희림 (037440)

날짜	투자의견	목표가격(6개월)
2008/09/02	BUY (Initiate)	11,600원
2008/11/04	BUY	11,600원
2008/12/02	BUY	11,600원
2009/01/13	BUY	11,600원
2009/02/06	BUY	11,600원
2009/02/10	BUY	11,600원
2009/03/03	BUY	11,600원
2009/06/10	BUY	16,300원(상향)