

기업분석 보고서  
2006. 04. 28



# 희림종합건축사사무소

(037440)

SMIC 2006년 1학기 Research 1 Team  
이동연 김수민 오대석 정윤경 함소율

# 목 차

- I. 건설업이란?
- II. 희림의 BM 분석\_ 희림은 컨설팅 회사?!
- III. 희림의 건설업계에서의 위상
- IV. 희림의 재무분석 포인트
- V. 건축사무소 희림의 향후 전망
- VI. Valuation

## I. 건설업이란?

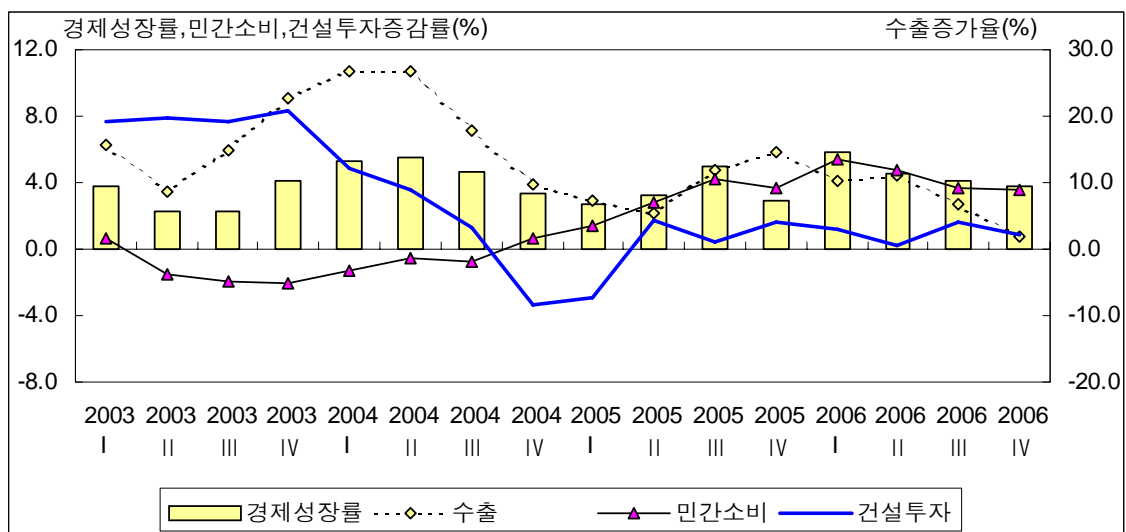
### 1. 건설업이란?

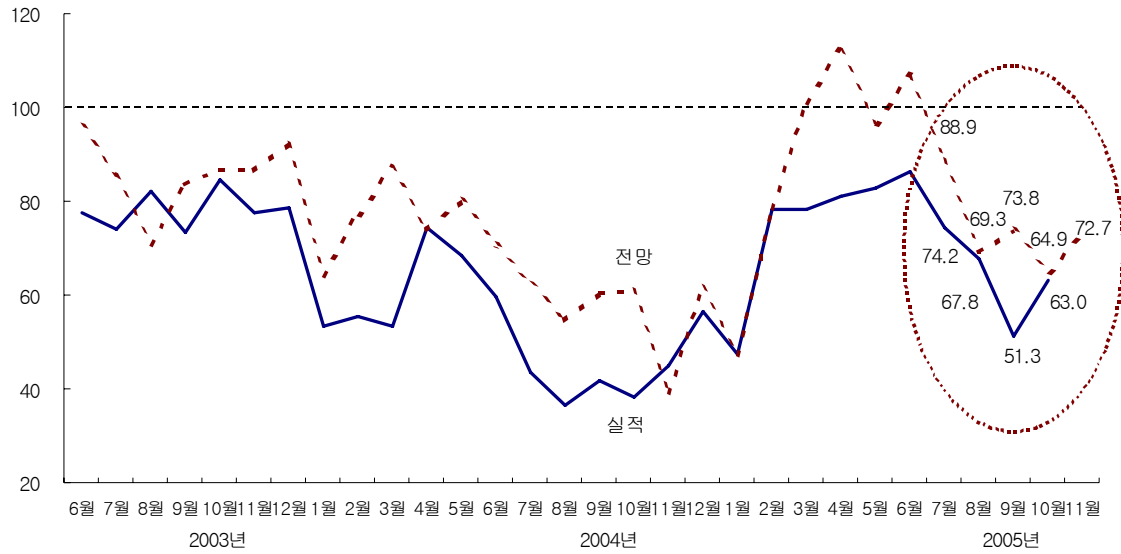
토목·건축 기타 이와 관련되는 건설공사의 도급 받는 영업을 말합니다. 건설업을 먼저 이야기하는 이유는 회림이 영위하는 건축설계 및 감리는 생리적으로 건설업에 종속하기 때문입니다. 따라서 건설업을 이해하는 것이 회림을 이해하는 데 선결적이지요.

건설업은 노동집약적이며 대규모의 자본이 필요하고 다양한 공급구조를 갖고 경제 전반에 미치는 파급효과가 큼니다. 건축설계사무소인 회림과 직접적인 관계를 갖는 건설업의 특징은 수주산업 즉 수요와 공급이 불연속적이며 단발적이라는 점입니다. 결국 지을 게 많으면 활황이고 지을 게 없으면 불황이기 때문에 시장 참가자들에게는 예측불가능성이 굉장히 높습니다. 또한 건설업은 전체 수주물량에서 관급공사가 차지하는 비중이 매우 높으며 따라서 정부 정책의 영향을 받습니다. 정부는 경기조절 수단으로 건설업을 이용하기도 하죠.

### 2. 건설업의 동향과 전망

건설업은 소비 및 투자의 일반 경기, 정부의 규제 및 부동산, 건축허가면적, 유가, 환율, 금리 등의 다양한 요인에 영향을 받습니다. 건설업은 개발도상국의 상태를 벗어나면서 산업 자체가 위축되는 경향을 보이는데 우리나라에서는 이미 그 정점을 지나 지지부진한 모습을 보이고 있습니다. 70, 80년 대의 대규모 경제 개발 계획이 기대되지 않는 상태에서 더 이상의 폭발적인 건설 수요를 기대하기는 힘든 것은 사실입니다. 더구나 원자재 가격과 임금의 상승, 부동산 가격을 잡기 위한 정부 규제 등 악재가 겹치고 있습니다. 우리나라의 GDP 대비 건설업 매출액 비중은 15% 인데 이는 미국, 일본 등 선진국의 3, 4%에 비해 높은 편이므로 우리나라에서도 선진국과 비슷한 추세를 보일 것으로 예상됩니다. 요컨대 건설업은 높은 성장성을 기대할 수는 없을 것으로 보입니다.





< 건설기업 체감경기 추이 >

## II. 희림의 BM 분석\_ 희림은 컨설팅 회사?!

### 1. 희림이 참여하고 있는 현재 국내 공사 및 유명했던 공사

희림은 지난 1970년 설립된 이후, 국내외 다수의 건축 공사 프로젝트에 참여하고 있습니다. KBS 미디어센터(2003), 관악구청(2004), 세운상가(2004), 철도청(2005), 첨단 IT Complex(2005) 등 국내 유명 건축 공사 설계를 담당했습니다. 최근에는 서울시청 신청사 증축 공사에 턴키 방식으로 수주를 따냈습니다.



<서울시청사 증축 턴키>

2. 희림의 BM

1) 희림은 설계사무소?? 컨설팅회사??

희림은 **컨설팅 회사**와 같은 수익구조를 가지고 있습니다. 희림은 건축설계사무소로서, 설계 및 감리를 통해 수익을 확보하는 BM을 가지고 있습니다. 즉, 희림은 물건을 파는 것이 아니라 서비스를 파는 회사로써 대규모 CAPAX가 필요하지 않습니다.

이것은 희림이 지식기반산업이며 희림은 보유한 건축사들의 지식을 파는 것으로 보면 됩니다. 지속적인 상품 판매가 이루지는 것이 아니라 단발적 프로젝트가 유일한 수익의 원천이 되는 거죠. 제조업과 확연히 다른 비즈니스 모델과 재무구조를 가지고 있습니다. 매출은 전부 설계도를 그려주고 용역 수익이고 매출 원가는 대부분이 인건비입니다. 원자재도 없고 재고도 없고 고정자산도 없죠. 굴뚝없는 공장인 지식산업의 전형이라고 보면 됩니다.

2) 그럼 희림은 뭘로 먹고 사나요??

(단위 :백만원)

구분	제16기 연간			제 15기 연간			제 14기 연간			비고	
	설계 (A)	감리 (B)	비율 (A/B)	설계 (A)	감리 (B)	비율 (A/B)	설계 (A)	감리 (B)	비율 (A/B)		
국내도	관급	39,637	12,433	76/24	20,649	10,502	66/34	9,787	8,849	53/47	
급공사	민간	15,216	8,670	64/36	11,806	6,156	65/35	13,685	3,864	78/22	
해외도	급공사	-	-	-	482	-	100/0	962	-	100/0	
자체	공사	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
기타		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
합계		54,853	21,163	72/28	32,937	16,658	66/34	24,434	12,713	66/34	

<희림의 주요 공사 현황>

희림의 Business Model을 살펴보면, 희림이 무슨 일을 해서 돈을 버는지 알아야겠죠? 희림이 하는 일은 크게 설계, 감리, CM으로 나누어 볼 수 있습니다.

설계는 건축의 절차에 있어 가장 중요한 핵심입니다. 왜냐하면 건물이라는 것은 토지와는 달리 같은 위치에 있다고 해도, 동일한 가치를 발휘하지 않기 때문입니다. 즉, 어떻게 건물이 지어졌는가에 따라, 같은 위치에 같은 규모로 지은 건물이라고 해도 그 부가 가치는 매우 다를 수 있기 때문에 매우 중요합니다.

감리는 건축사의 책임하에 건축법이 정하는 바에 의하여 건축물, 건축 설비 또는 공작물이 설계도서의 내용대로 시공되는지의 여부를 확인하고 품질관리, 공사관리 및 안전 관리 등에 관하여 지도, 감독하는 행위를 말합니다. 다시 말해, 건축가의 설계 도면대로 시공되고 있는지 감독, 지도 하는 업무입니다.

CM은 건설사업관리라고도 하는데요, 건축주 혼자서 해결해야 할 건축의 모든 과정을 건

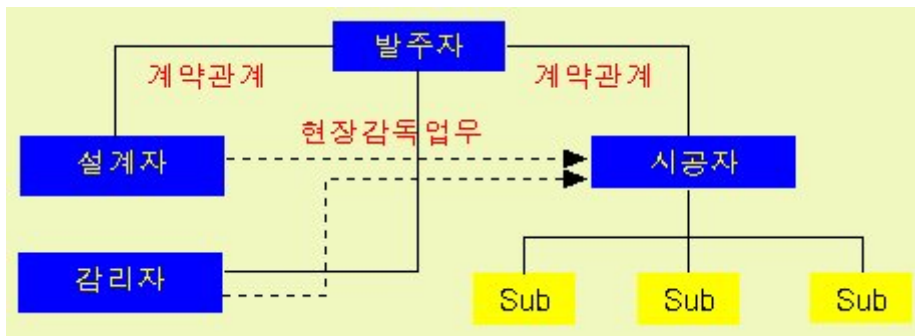
축주를 대신해서 관리하는 전문적인 서비스를 제공하는 것입니다. 기획, 설계 단계에서 발주, 시공, 유지관리 단계에 이르는 업무의 전부 또는 일부를 발주자의 대리인(Agency)이 되어 통합적으로 관리함으로써, 주어진 예산한도에서 양질의 건축물을 적기에 인도해주는 서비스로서 발주자를 비롯한 프로젝트 참여자 모두에게 이익증대를 꾀하는 통합된 관리시스템이지요.

### 3. 회람이 건설에 참여하는 방식

#### 1) 계약형태별 분류

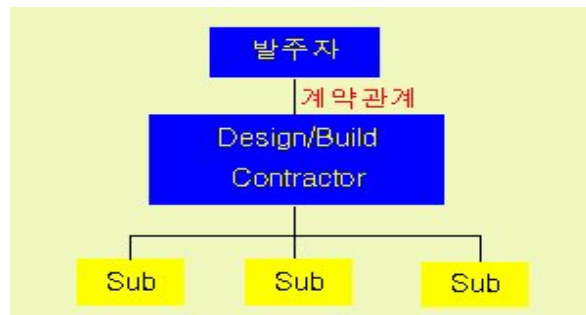
##### \* 재래식 방식

설계자가 설계완료 후 시공자가 공사에 참여하는 계약형태입니다. 설계·시공간의 정보단절로 인해 설계 의도대로 시공성이 확보되지 않고, 공기 지연 소지가 많다는 단점이 있습니다.



##### \* Turnkey 방식

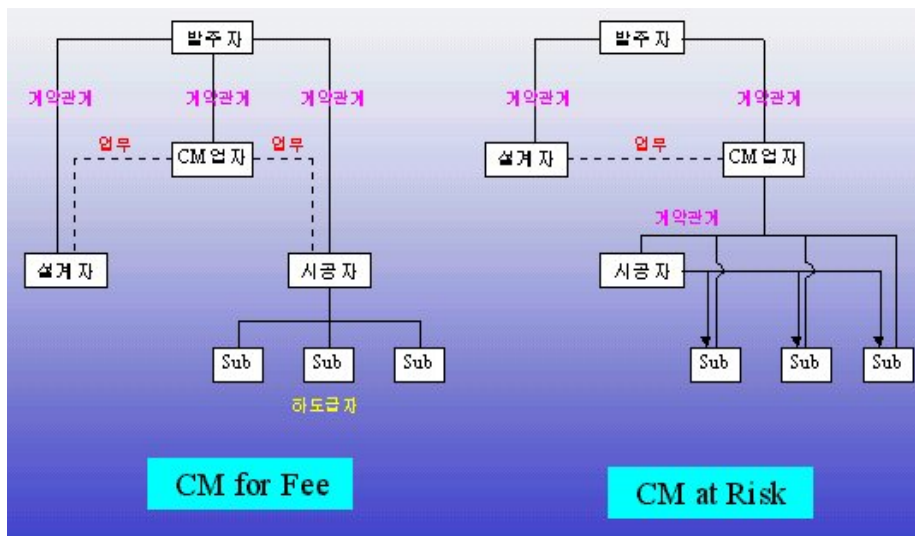
설계와 시공을 일괄 시행하는 계약방식입니다. 설계·시공의 조화를 도모하며, 경쟁으로 인한 설계기술의 발전소지 및 책임소재의 명확성을 명확하게 하고, 감독관리가 쉽다는 장점이 있습니다. 하지만 발주자의 공사관련 전문지식의 습득이 어려우며, 계약자의 이윤 추구에 따른 부실시공시 감독상의 어렵다는 단점 또한 존재합니다.



**\* CM 방식**

CM에는 크게 두 가지 형태가 있습니다. 순수형 CM은 CM업자가 발주자의 대리인 (Agency)인 역할만을 수행하는 것으로, 시공에 대한 책임은 없으며, 기획·설계·시공단계의 총괄적 관리업무만을 담당합니다. 순수형 CM 계약방식에서 CM업자의 역할은 현재의 책임 감리업자와 유사한 기능을 갖게 되나, 차이점은 공사기획단계부터 시공후 단계까지 전 과정을 CM업자가 총괄적으로 관리하는 것이며, 이로써 발주자의 의도가 설계·시공과정에 유기적으로 전달되도록 한다는 점입니다.

위험형 CM은 CM업자가 관리적 업무 외에 시공까지 책임지는 형태로서 부실시공에 대한 위험성을 책임져야 하는 계약방식입니다. 현재의 Turnkey 방식과 비교했을 때, 설계는 별도의 설계자가 하고, 관리업무 및 시공을 CM업자가 수행한다는 점에서 차이가 있습니다. CM업자는 시공을 책임지게 되므로 발주자와 계약시 관리업무 및 시공 전체에 대한 가격으로 계약을 하게 되며, 이러한 의미로 최고가 보증형 (Great Maximum Price - GMP) CM이라고도 하며, CM의 효율을 극대화하기 위해서는 바람직한 제도로 볼 수 있습니다. 그러나 CM업자의 이윤추구로 인한 부실시공 우려는 여전히 상존하며, CM업자의 도덕성, 시공능력 등이 중요한 변수로 작용합니다.



2) 수주계약의 프로세스

위에서 계약형태에는 어떠한 것들이 있는지 살펴보았습니다. 그렇다면, 이러한 계약은 실제 어떻게 이루어 지는지 그 과정을 알아보까요??

수주 계약은 지인의 소개나 아는 사람에게 부탁해서 이루어지기도 하고, 공모나 입찰을 통해서 이루어지기도 합니다. 그러나 규모가 극히 작은 경우를 제외하고 실제로 직접 의뢰하는 케이스는 거의 없습니다.

입찰의 경우 요즘에는 가격의 범위를 미리 정해놓고 그 가격 범위내에서 발주자가 의뢰한

가격과 가장 가까운 설계에 수주를 줍니다. 사실상 제비뽑기나 다름없지요. 건축사무소 입장에서 해석하면, 설계가 별로 중요하지 않다는 의미로 받아들여질 수도 있고, 실제로 이런 프로젝트는 규모가 작은 경우가 많습니다. 그래서 희림같은 회사는 잘 참여하지 않고 있습니다.

대부분은 공모를 통해서 가장 좋은 설계를 고르는 방식으로 이루어지고, 규모가 큰 공사일 수록 공모를 통해 채택하는 경우가 많습니다. 가령, 100억 설계비라고 하면 공사비가 3000억 정도 되는데 이러한 큰 규모의 공사에서 설계는 매우 중요하기 때문입니다. 공모는 매일 매일 있다고 볼 정도로 많습니다. 희림의 경우 한달에 적어도 서너개 정도는 계약을 따내고 있습니다. 이처럼 희림이 성장하게 된 배경에는 인맥이 아니라 실력으로 인정받는 현상공모에서 지속적인 성과를 내면서 대표적인 프로젝트를 수주하게 된 것이 뒷받침하고 있습니다. 이와 같은 현상공모에서 가장 중요한 것이 디자인인데, 독창적인 디자인이 바로 희림의 핵심 경쟁력이라 하겠습니다.

### III. 희림의 건설업계에서의 위상

#### 1) 시공사와 희림의 상대적 지위

최근에는 재래식 방식으로 이루어지는 거래는 거의 없고, 주로 턴키방식이나 CM방식을 통해 계약이 성사되기 때문에, 설계사와 시공사의 관계가 매우 중요합니다. 건설사와 시공사 중에 누가 우위에 있는가 절대적으로 말하기는 어렵습니다. 상황에 따라서 달라질 수 있는 변수가 많이 존재하기 때문이죠. 가령, 턴키방식이 활성화 된다면 희림은 시공사에 비해 상대적으로 우위를 가지게 됩니다. 턴키 계약이 성사되려면, 시공사 입장에서는 경제적 비용을 부담하기 때문에, 좋은 설계 파트너를 만나 당선 확률을 높이는 일이 중요합니다. 대부분의 공모에서 40~50% 당선되고 있는 희림의 성과만 보더라도, 시공사에서 분명 희림은 매력적인 파트너가 되겠지요.

희림에서 특별하게 선호하는 시공사는 없고, 여러 시공사들과 우호적인 관계를 유지하고 있습니다. 현대, 삼성, 대우, GS건설과는 오랫동안 좋은 관계를 맺고 있습니다. 이런 메이저 건설사의 공사규모는 설계규모의 약 25배라고 이해하시면 됩니다. 예를 들어, 희림이 천억 짜리 설계를 했다고 하면, 공사로 치면 25배인 2조 5천억원 정도의 일을 소화해 낸 것이라고 보면 됩니다. 최근에는 우림, 벽산, 경남 등 중소규모의 건설회사들이 약진을 하고 있습니다. 현재로서는 희림과 관계를 맺고 있는 건설사들에 비해 역량이 부족하지만, 미래의 잠재적 파트너가 충분히 될 수 있지요.

#### 2) 업계내 경쟁구도와 시장점유율

길거리를 지나다 보면 건축사무소 간판을 쉽게 찾을 수 있지요? 이처럼 업계 내에는 크고 작은 수많은 건축사무소들이 존재합니다.. 하지만 각 회사의 규모와 경쟁력에 의해 시장은 자연스럽게 나뉘어져 있습니다. 규모가 큰 수주건수의 경우, 중소규모나 영세업체들이 공모



하기에는 비용 등 현실적인 제약이 있어 현상설계를 못하기 때문입니다. 앞서 언급했듯이, 희림이 주로 담당하는 큰 규모의 공사 수주는 공모를 통해 이루어집니다. 그 안에서 치열한 경쟁이 이루어 지기 때문에, 담합이나 과점체제는 결코 성립할 수 없는 것이지요. 그러나 컨소시엄 형태로 작업하는 경우는 많습니다. 가령, 뒤에 자세히 나오겠지만 Big 6 회사가 공모를 통해 경쟁을 한다고 생각해 볼까요? 희림 단독으로 공모한다면 승률이 1/6 이지만, 다른 회사와 힘을 합친다면 실질적인 경쟁사는 5개 줄어들기 때문에 당선확률이 올라가게 됩니다. 서울시청 신청사도 이러한 컨소시엄 방식으로 수주를 따낸 경우입니다. 지역 프로젝트의 경우는 경비 절감 등의 전략적인 이유로 해당 지역 업체와 협력하는 케이스도 많이 있습니다.

희림은 건설용역업체로서 인적 용역을 수행하는 서비스업으로 분류되어 세분화된 업계의 공식 자료는 없으나, 시장점유율은 동종업계를 대비하여 매출액 상위에 있다고 보면 될 것 같습니다.

### 3) 설계 부문 경쟁사

그렇다면 희림의 경쟁사는 어떠한 것들이 있는지 구체적으로 알아보을까요? 설계 쪽에는 Big 6라고 하여, 희림을 포함해서 공간, 삼우, 건원, 무영, 정림건축사사무소가 경쟁체제를 확립하고 있습니다. 건축 업무 특성상 각 회사가 추구하는 스타일이 다르기 때문에 우리는 각 경쟁사들이 어떠한 장점을 가지고 있는지 주목할 필요가 있습니다.

\*공간 : 공간은 우리나라에서 가장 유명한 근대 건축가 김수근 씨가 설립한 회사입니다. 가장 지명도가 높고 역사가 오래된 건축사무소입니다.

\*삼우 : 삼우는 삼성에서 태생을 한 회사로, 전체 수주 건수의 50%를 삼성으로부터 받고 있습니다. 현재 업계에서 매출이 가장 많은 기업입니다. 그러나 자생적으로 따내는 수주건수만 비교한다면 희림이 업계 1위입니다. 삼우의 특징은 공간의 김수근 씨와 같은 스타 건축가가 없이 안정적인 조직과 시스템을 통해 성장했다는 점입니다. 희림 역시 스타 건축가가 없이 운영되고 있기 때문에 삼우의 시스템을 표방하고 있습니다.

\*건원, 무영 : 건원과 무영은 대한주택공사에서 근무하던 분들이 나와서 설립한 회사입니다. 따라서 아파트 주거 부분에 대한 수주건수가 많은 편입니다. IMF 이후, 그 전에는 업계에서 소외되어 있던 주택부분 설계 경기가 좋아지면서 급성장 했습니다. 그러나 건원과 무영은 일반건축 쪽에는 너무 약하다는 단점이 있습니다.(일반건축은 주택부문을 제외한 일반적인 건축분야를 총칭합니다. ^^) 일반건축에서 경쟁력의 핵심은 디자인인데, 주거 설계는 규제가 까다롭기 때문에 디자인에서 건축가의 창의성이 발휘되기 어렵기 때문입니다.

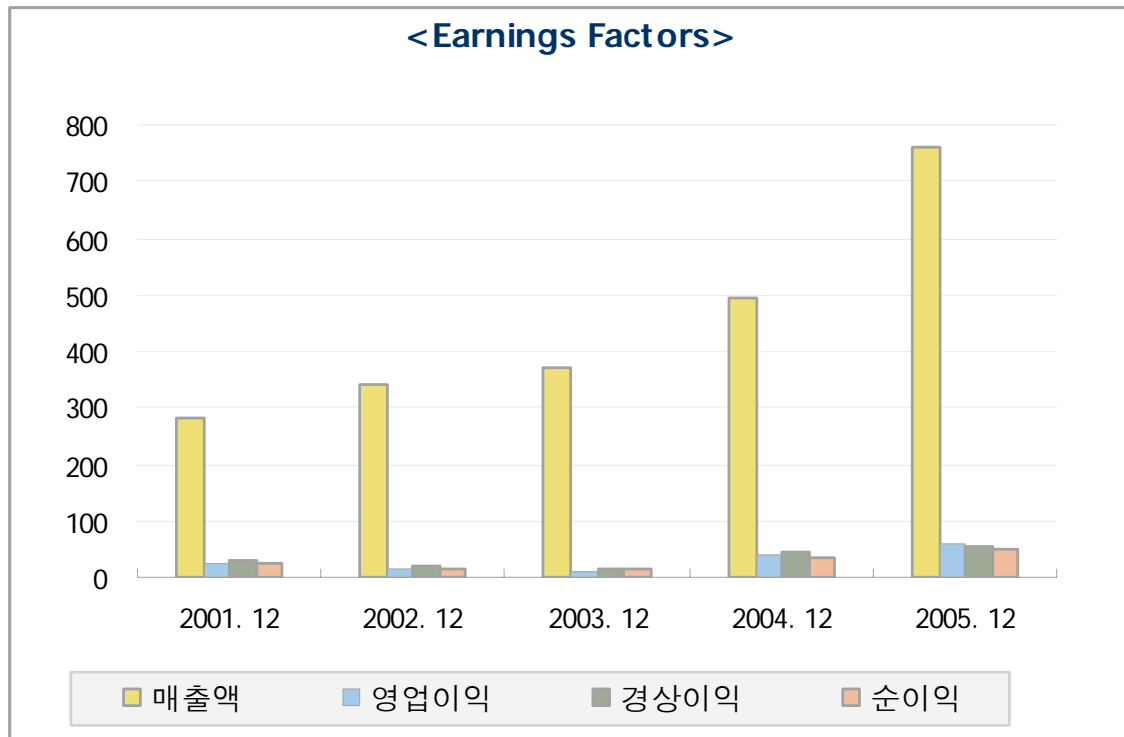
\*정림 : 정림은 희림 보다는 4~5년 먼저 출범한 회사입니다. 정림은 업계에서 가장 먼저 설계사무소의 기본 시스템을 구축한 회사입니다. 적어도 십수년 전만 하더라도 희림을 비롯한 삼우, 건원, 무영 등은 정림이나 공간에 견줄 수 없는 작은 회사였습니다. 희림은 경쟁사들의 장점을 빨리 흡수하며 비약적인 성장을 해 오고 있습니다.

4) CM 부문 경쟁사

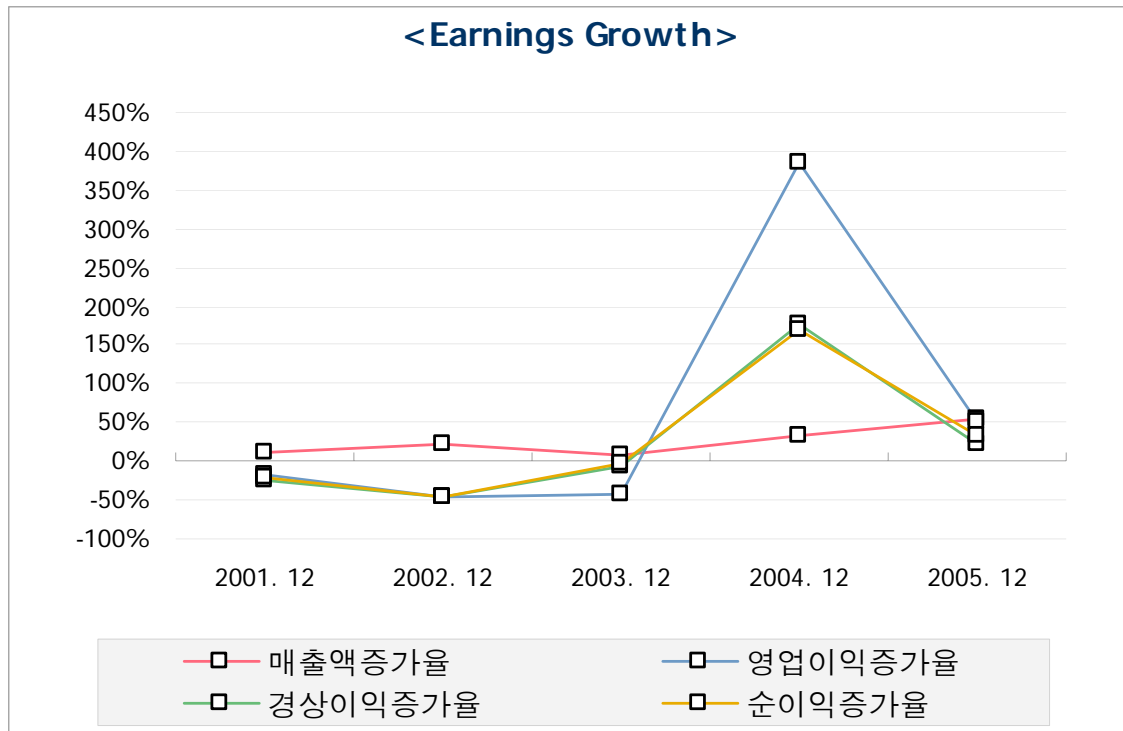
자, 그러면 CM 쪽 경쟁사들에는 어떤 것들이 있을까요? CM 부문에서는 설계 부문과는 완전히 다른 경쟁체제를 구축하고 있습니다. 한미파슨스, KOPEC(한전의 설계를 담당하는 한전의 자회사), 건원엔지니어링(건원에서 분리된 회사로, CM과 감리만 전문적으로 담당), ITM, 무영아멕스(CM을 전문으로 담당하는 무영의 분사) 등이 CM 부문의 주요 경쟁사들입니다.

IV. 희림의 재무분석 포인트

1. 성장성



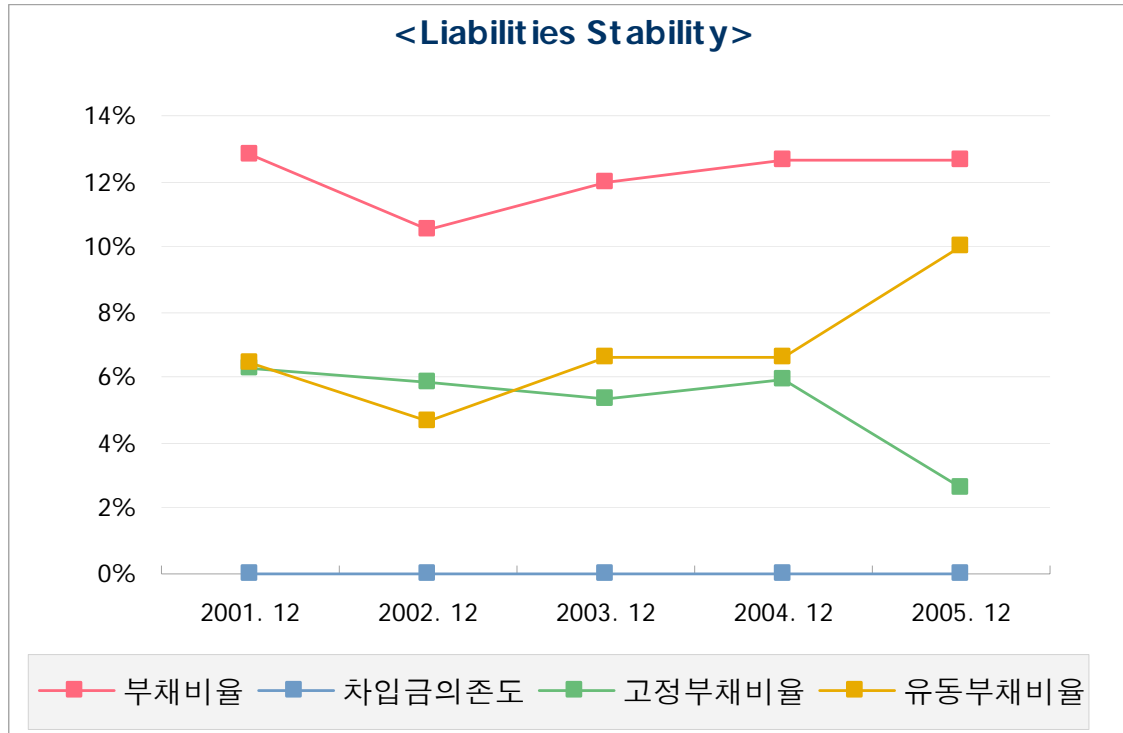
	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
매출액	282	341	371	496	760
영업이익	27	15	8	40	61
경상이익	32	18	16	46	56
순이익	25	14	13	36	48



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
매출액증가율	13.14%	21.15%	8.88%	33.51%	53.27%
영업이익증가율	-18.01%	-44.93%	-44.12%	385.84%	51.39%
경상이익증가율	-24.20%	-44.78%	-7.25%	177.71%	22.08%
순이익증가율	-22.67%	-44.99%	-1.39%	168.73%	32.83%

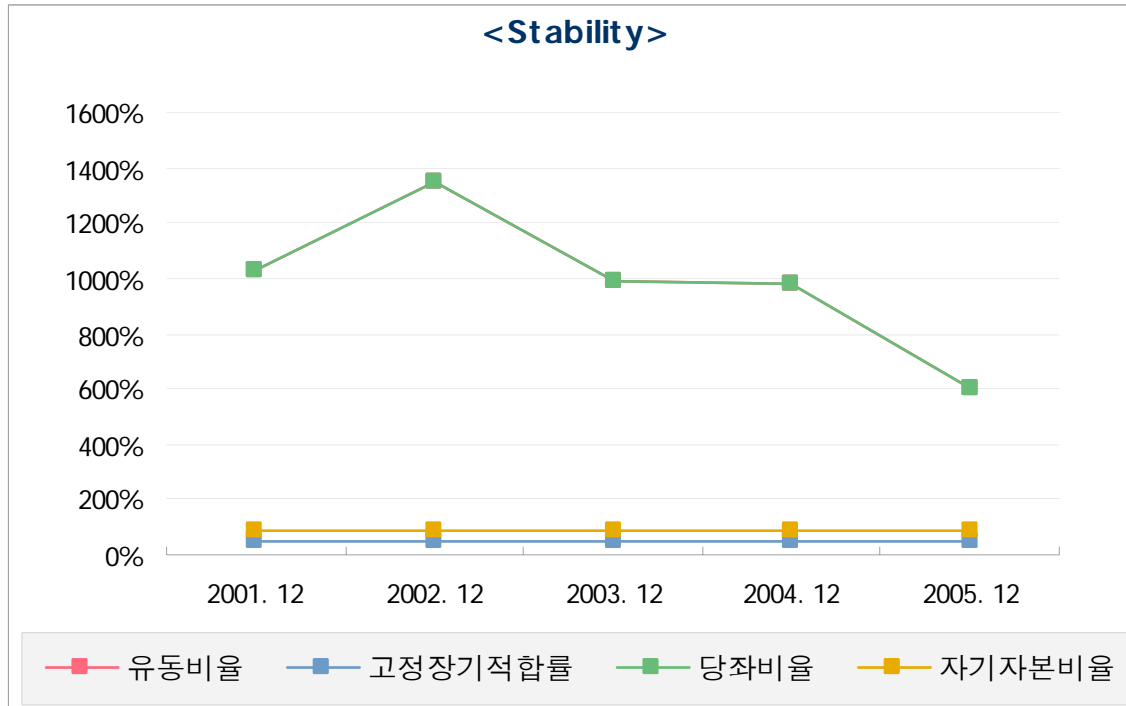
매출액은 2001년 이후 꾸준한 상승세를 보이고 있습니다. 특히 2004년 이후 약 전년도 대비 50%를 넘는 빠른 모습을 보이고 있습니다. 이는 2001년과 2002년에 대대적인 인력 보충을 하였고 기업에서 최고의 건축설계사무소로 성장하기 위한 최고경영층의 확고한 의지가 반영된 결과라고 볼 수 있습니다. 희림은 각 분야의 전문가 500여 명을 보유하고 있으므로 타 건축설계사무소에 비해 기술적인 면에서 경쟁력을 가지고 있으므로 이러한 기술적 우위가 최근 매출액의 급성장으로 이어지고 있습니다. 다만 건축사무소는 비용의 대부분이 인건비이니만큼 고급인력의 확충에 따른 비용증가로 인해 순이익의 증가는 그리 높지 않다는 태생적 한계가 있기는 합니다. 아무튼 포인트는 매출액의 증가세를 확연히 볼 수 있다는 점이 포인트입니다.

2. 안정성



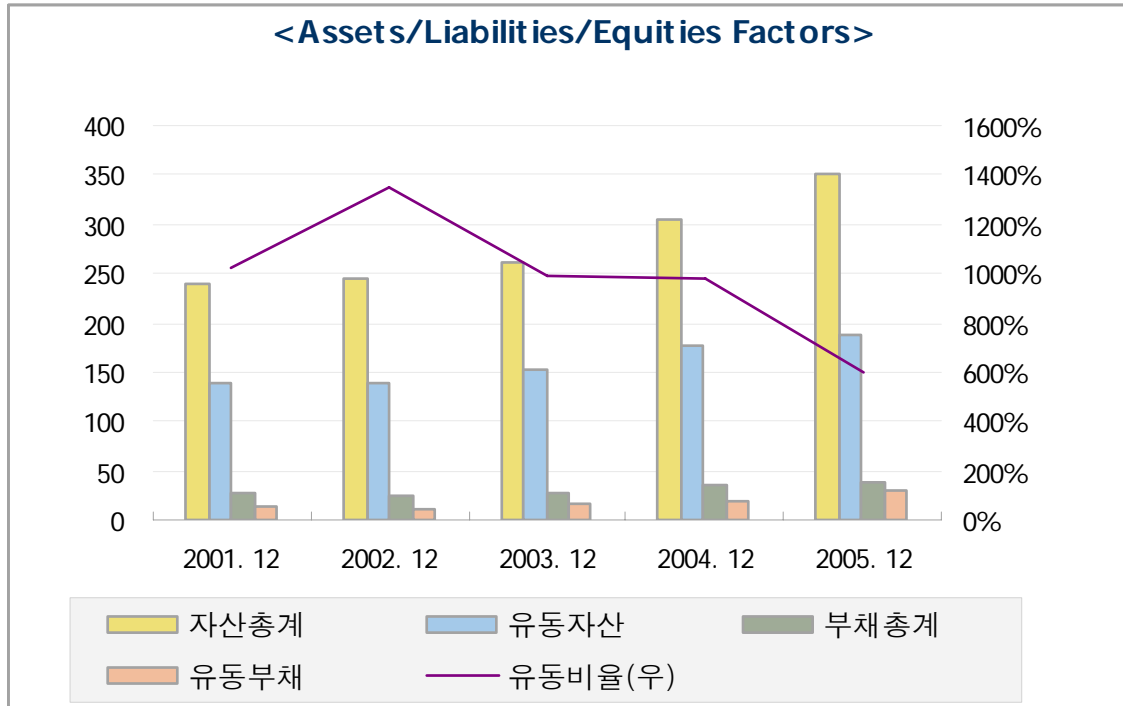
	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
부채비율	12.79%	10.50%	11.98%	12.61%	12.65%
차입금의존도	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
고정부채비율	6.32%	5.83%	5.37%	5.98%	2.60%
유동부채비율	6.47%	4.67%	6.60%	6.63%	10.05%

희림은 부채비율이 굉장히 낮은 우량기업입니다. 재무적으로 매우 건전합니다. ‘설계’와 ‘감리’라는 무형상품을 생산하는 전형적인 지식기반사업이므로 인건비를 제외하고 들어갈 비용이 없습니다. 대규모 설비 투자가 필요 없으므로 차입금도 없습니다. 차입금이 ‘0’이라는 사실을 주목해 주세요. Can you believe this? 비즈니스 모델의 간단명료성은 지금까지 우리가 다루었던 제조업과는 전혀 다른 매력적인 재무구조를 보여주고 있습니다.



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
유동비율	1023.56%	1351.47%	989.26%	981.53%	603.22%
고정장기적합률	43.78%	44.73%	44.28%	44.81%	50.72%
당좌비율	1023.56%	1351.47%	989.26%	981.53%	603.22%
자기자본비율	88.66%	90.50%	89.30%	88.80%	88.77%

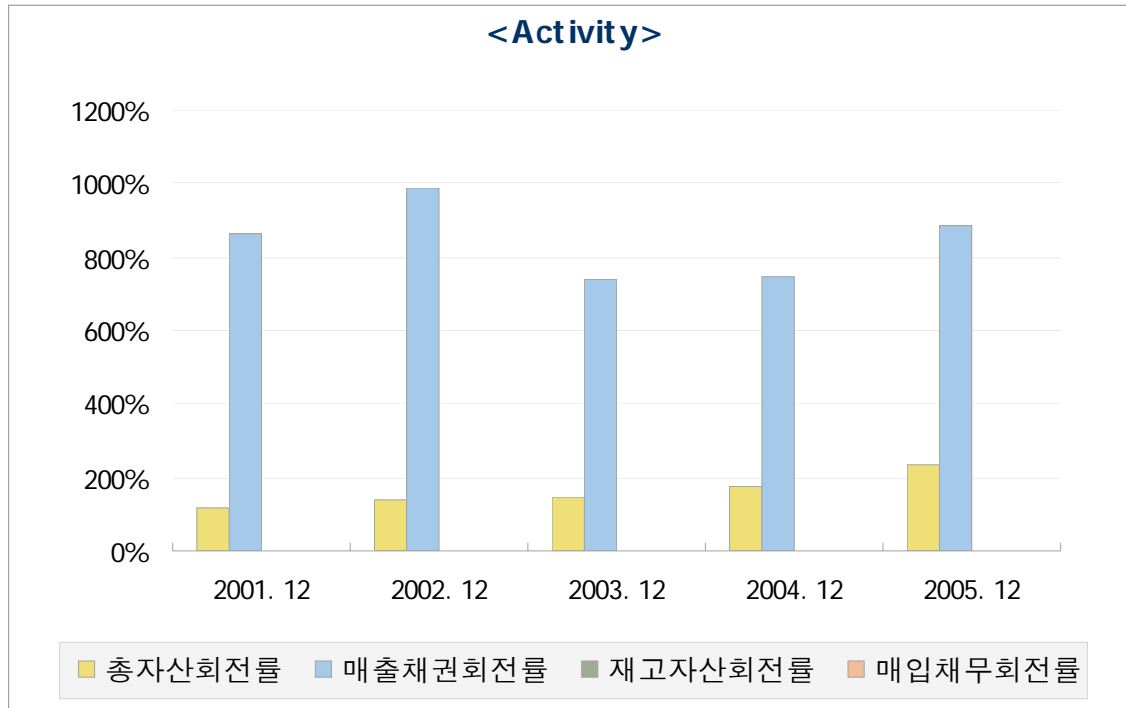
유동비율과 당좌비율은 굉장히 높습니다. 재고자산이 없어서 유동비율과 당좌비율이 같게 나옵니다. 유동부채가 법인세 및 이연법인세의 증가로 늘어나는 바람에 2005년에 유동비율과 당좌비율이 하락했으나 절대적 수치는 안정적인 편입니다. 놀라운 자기자본비율에 주목해야겠네요.



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
자산총계	238	245	261	304	350
유동자산	140	140	152	176	188
부채총계	27	23	28	34	39
유동부채	14	10	15	18	31

재무구조의 안정성을 한 눈에 확인해 보도록 하겠습니다.

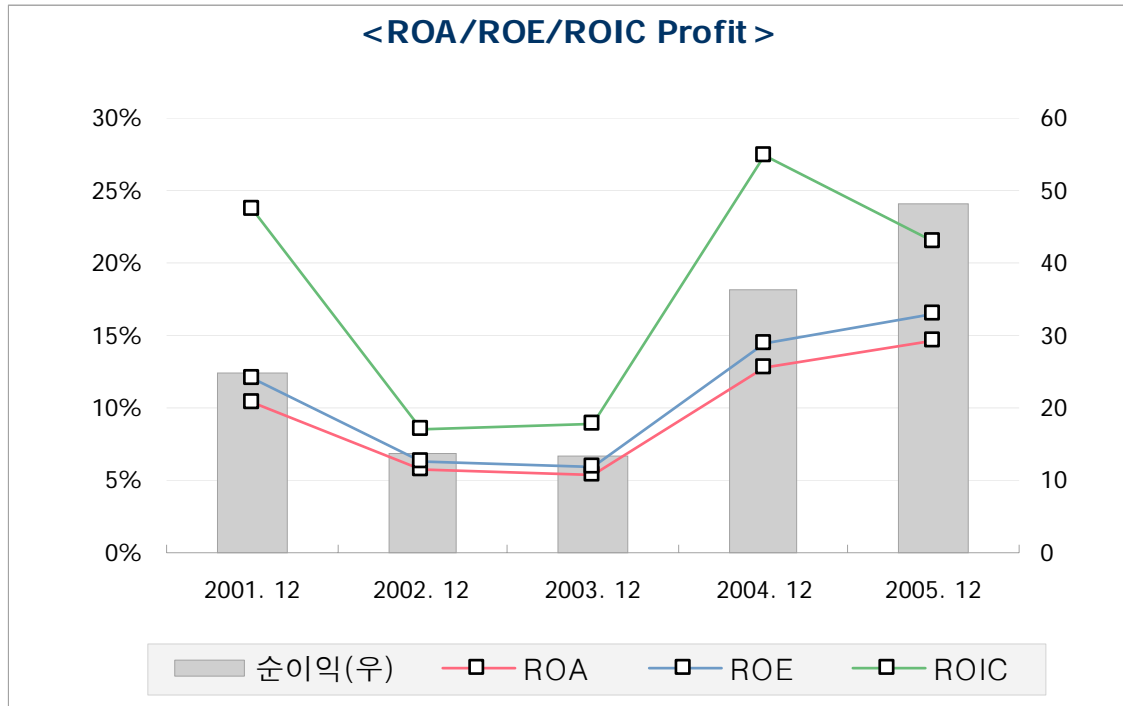
3. 활동성



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
총자산회전률	118.32%	141.23%	146.82%	175.43%	232.33%
매출채권회전률	864.81%	986.86%	735.54%	749.89%	885.89%
재고자산회전률	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
매입채무회전률	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

재고자산과 매입채무가 없습니다. 총자산회전율도 좋고 매출채권회전률은 900%에 육박하고 있네요. 수치상 더 좋은 기업을 찾기 힘들 듯 합니다.

4. 수익성



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
순이익(우)	25	14	13	36	48
ROA	10.43%	5.65%	5.32%	12.80%	14.70%
ROE	11.99%	6.31%	5.92%	14.38%	16.55%
ROIC	23.73%	8.53%	8.95%	27.49%	21.54%

2001년과 2002년의 집중적 노력이 2004년에 결실을 맺었음을 볼 수 있습니다. ROA와 ROE에 주목해 보세요. 사업을 정말 잘 하죠?

**V. 건축사무소 희림의 향후 전망**

1) 정부 정책 변화에 따른 향후 전망

최근 부동산 투기에 대한 대책(8.31종합부동산대책과, 원가연동제, 다주택자 부동산 보유세제개편, 재건축아파트의 개발이익환수제)등의 여파로 민간및 공공주택경기의 둔화되는 추세이며, 고유가로인한 원자재의 가격상승등의 요인으로 사회전반적인 경기가 위축되면서 건설업의 성장세도 둔화되고 있는 실정입니다.

한편 건설시장의 정부기관의 발주추세는 Turn Key, CM(건설사업관리)형태및 설계경기등을 통한 종합평가 방식으로 전환되는 추세이며, 복합적인 종합관리능력이 경쟁력의 최우선 평가대상이 될 것으로 예상됩니다.



따라서 건축 설계 및 감리업계는 그간 수행실적이 우수하고 기술력이 우수한 업체 위주로 재편 될 것으로 판단됩니다. 희림은 위에서 살펴보았듯이, 동종업계내에서 상당한 경쟁우위를 가지고 있으므로 큰 영향을 받지 않을 것이라 생각합니다.

또한 희림의 경영상의 장점은 발주방식에 변화에 발빠르게 대처한다는 점입니다. 중앙정부와 지방자치단체에서 발주하는 Turn Key 및 설계경기와 CM부문의 수주극대화를 꾀한 결과 2005년에는 전기대비 53%신장한 창사이래 최대의 매출인 760억을 달성하였습니다. 이와 같은 경영상의 장점을 앞으로도 계속 발휘할 수 있다면 향후 새로운 발주 방식에도 빠르게 적응할 것으로 보입니다.

## 2) 신규사업 등의 내용 및 전망

침체된 건설경기를 벗어나기 위한 방안으로 새로운 설계, 감리 시스템의 개발과 교육의 확대로 고부가가치를 지속적으로 창출 할 수 있는 기반 구축을 꾀하고 있으며, 앞으로도 많은 투자가 요구되는 중국 및 동남아 등의 해외수주활동에 더욱더 박차를 가하고 있습니다. 또한 희림은 부동산개발 및 컨설팅 사업부문에 지속적인 연구검토와 투자를 통한 이익 창출에 더욱 매진할 것입니다.

## VI. Valuation

희림은 일반 건설업체(삼성,GS,현대 등)과는 달리 일반적인 밸류에이션이 적용되지 않습니다. 다시 말해 대규모 설비투자 및 자본투자가 없고, 대신 대부분의 매출액은 용역수입으로 인한 영업이익의 향후 변화의 추측을 생각해 볼 수 있습니다. 이와 같은 밸류에이션은 상당히 간단해지며, 희림 뿐만 아니라 지식을 기반으로 하는 기업 대부분도 이러한 밸류에이션을 적용할 수 있을 것입니다.

이러한 밸류에이션에서 희림의 향후 매출액 추정치를 적용하였습니다. 이것이 의미가 있는 이유는 희림 자체적으로 향후 매출액을 조정한다는 것입니다. 희림은 회사의 급격한 성장을 자체적으로 우려하고 있습니다. 그래서 향후 5년 후의 매출액 전망을 1500억에서 2000억 사이로 하고 있는데, 3가지 경우로 나누어서 접근해 볼 수 있습니다. 1000억일 때, 1500억일 때, 2000억일 때가 그것입니다.

1000억일 때는 5년간 성장률이 6%, 1500억일 때는 15%, 2000억일 때는 20%씩 매년 성장해야 합니다. 영구성장률은 일괄적으로 3%씩 적용합니다. 여기서 3%는 일반적으로 밸류에이션을 할 때 적용한 수치를 활용한 것입니다.

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	CV
시나리오1 = 5년간 성장률 6%, 영구성장률 3%		할인율 = 15%							
시나리오2 = 5년간 성장률 15%, 영구성장률 3%									
시나리오3 = 5년간 성장률 20%, 영구성장률 3%									
매출액	시나리오1	760	805.6	853.936	905.17216	959.48249	1017.0514	1078.0745	
	시나리오2	760	874	1005.1	1155.865	1329.2448	1528.6315	1757.9262	
	시나리오3	760	912	1094.4	1313.28	1575.936	1891.1232	2269.3478	
매출원가	시나리오1	649.8	688.788	730.11528	773.9222	820.35753	869.57898	921.75372	
85.50%	시나리오2	649.8	747.27	859.3605	988.26458	1136.5043	1306.9799	1503.0269	
	시나리오3	649.8	779.76	935.712	1122.8544	1347.4253	1616.9103	1940.2924	
매출총이익	시나리오1	110.2	116.812	123.82072	131.24996	139.12496	147.47246	156.32081	
	시나리오2	110.2	126.73	145.7395	167.60043	192.74049	221.65156	254.8993	
	시나리오3	110.2	132.24	158.688	190.4256	228.51072	274.21286	329.05544	
영업비용	시나리오1	53.2	56.392	59.77552	63.362051	67.163774	71.193601	75.465217	
7.00%	시나리오2	53.2	61.18	70.357	80.91055	93.047133	107.0042	123.05483	
	시나리오3	53.2	63.84	76.608	91.9296	110.31552	132.37862	158.85435	
EBIT	시나리오1	57	60.42	64.0452	67.887912	71.961187	76.278858	80.855589	673.79658
	시나리오2	57	65.55	75.3825	86.689875	99.693356	114.64736	131.84446	1098.7039
	시나리오3	57	68.4	82.08	98.496	118.1952	141.83424	170.20109	1418.3424

1단계로 먼저 향후 발생될 매출액을 예상한 후(5년간), 지난 5년간 매출원가 추세가 매출액 대비 약 85.5%를 적용한 금액을 구하였습니다. 매출액에서 매출원가를 제외한 매출총이익을 구한 후, 영업비용 7%를 일괄적으로 적용하였습니다. 그리고 영업이익(EBIT)을 구하였습니다. 매출원가와 영업비용의 비율은 희림이 BM을 바꾸지 않는 한 계속 적용되리라 가정할 수 있습니다. 프로젝트 수주로 이익을 실현하는 희림은 규모의 경제으로 인한 수확체증의 법칙이 적용되지 않습니다.

EBIT	시나리오1	57	60.42	64.0452	67.887912	71.961187	76.278858	80.855589	673.79658
	시나리오2	57	65.55	75.3825	86.689875	99.693356	114.64736	131.84446	1098.7039
	시나리오3	57	68.4	82.08	98.496	118.1952	141.83424	170.20109	1418.3424
EBIT에 대한 세금	시나리오1	7.695	8.1567	8.646102	9.1648681	9.7147602	10.297646	10.915505	90.962538
13.50%	시나리오2	7.695	8.84925	10.176638	11.703133	13.458603	15.477394	17.799003	148.32502
	시나리오3	7.695	9.234	11.0808	13.29696	15.956352	19.147622	22.977147	191.47622
NOPLAT	시나리오1	48.305	51.2633	54.399098	57.723044	61.246427	64.981212	68.940085	581.83404
감가비	시나리오1	48.305	55.70075	64.205863	73.986742	85.234753	98.169966	113.04546	949.37884
1	시나리오2	48.305	58.166	69.9992	84.19904	101.23885	121.68662	146.22394	1225.8662
	시나리오3	48.305	58.166	69.9992	84.19904	101.23885	121.68662	146.22394	1225.8662
자본지출	시나리오1	10	10	10	10	10	10	10	
	시나리오2	10	10	10	10	10	10	10	
	시나리오3	10	10	10	10	10	10	10	
FCF	시나리오1	38.305	41.2633	44.399098	47.723044	51.246427	54.981212	58.940085	581.83404
	시나리오2	38.305	45.70075	54.205863	63.986742	75.234753	88.169966	103.04546	949.37884
	시나리오3	38.305	48.166	59.9992	74.19904	91.238848	111.68662	136.22394	1225.8662

적당한 영업이익을 추정된 뒤 일정한 법인세율을 적용한 법인세를 차감하여 NOPLAT을 구했습니다. 이후 감가상각비를 적정하게 추정하여 감가상각비를 더했습니다. 현재 희림이 감가상각을 정률법으로 하고 있고, 거의 0.1억수준이나 향후 늘어날 가능성도 있기 때문에 보수적으로 1억으로 추정하였습니다.

희림은 CAPEX가 없다. 대신 컴퓨터 구입 등을 위한 소규모 자본지출이 있어 이를 차감하여 FCF(Free Cash Flow)를 구하였습니다.

FCF	시나리오1	39.205	42.1633	45.299098	48.623044	52.146427	55.881212	59.840085	582.73404
	시나리오2	39.205	46.60075	55.105863	64.886742	76.134753	89.069966	103.94546	950.27884
	시나리오3	39.205	49.066	60.8992	75.09904	92.138848	112.58662	137.12394	1226.7662
	15%								
할인율	115%		1.15	1.3225	1.520875	1.7490063	2.0113572	2.3130608	2.6600199
PV	시나리오1		36.66373913	34.252626	31.970441	29.814889	27.782839	25.87052	219.07131
	시나리오2		40.5223913	41.667949	42.664086	43.530292	44.283515	44.938491	357.24501
	시나리오3		42.66608696	46.048544	49.378838	52.680685	55.975447	59.282464	461.18684
합계	시나리오1	405.42636							
(시가총액)	시나리오2	614.85174							
	시나리오3	767.21891							

이러한 FCF의 PV를 구한 뒤(할인율 15%) 모두 합하여 5년간 벌어들일 수 있는 영업이익의 현재가치를 구하였습니다.

2단계로 영구성장률을 3%로 가정하여 Terminal Value를 구하여 PV를 구하였습니다. 이 두 가지 PV를 합하여 희림이 앞으로 벌어들일 영업가치의 PV를 구하여 보았습니다.

시나리오 1(매출 1000억)의 경우 주당 가치가 8,034원, 시나리오 2(매출 1500억)의 경우 주당 가치가 12,222원, 시나리오 3(매출 2000억)의 경우 15,269만가 됩니다.

희림의 가치를 합산하면 현재 주가가 5700원이니, 시나리오1에 따른 8034원과 비교해도 최소 **29.1%의 상승여력이** 남아있다고 할 수 있습니다. 시나리오3에 따라 15,269원과 비교하면 무려 63.77% 이다. 따라서

**매 수 추 천 !!**