SMIC
SNU Midas Investment Club

**Initial Coverage**

# 희 림 (037440)

2008년 10월 10일
건축설계 및 관련 서비스

## 국내 1위 설계업체, 해외시장 공략을 통한 도약

**BUY**

**Valuation**

| | |
|---|---|
| Target Price: | 10,054 |
| Price: | 6,950 |
| Margin of Safety: | 45% |

**MktCap.(100mn): 897**
**ROE: 22.71%**
**ROA: 18.95%**
**Op.Magin: 10.34%**
**PER: 6.21**
**PBR: 2.16**
**Dividend Yield: 4.5%**
**Major Sh.Holder:**
정영균(25.73%),
이영희(12.5%)
국민연금공단(6.69%)
**Foreign Shr.: 7.08%**

기업분석 4팀
정광우, 김한슬, 옥태종
이병진, 정예린, 박다희

### ● 흔들림 없는 경쟁력

건축 설계, 감리와 Construction Management (CM)을 영위하고 있는 희림종합건축사사무소는 국내 업계 내 1위 업체로서 높은 브랜드 인지도와 국내 경쟁사 대비 설계 인력의 규모가 커 국내 프로젝트 입찰 시 50~60%의 성공률과 해외 프로젝트 입찰 시 70~80%의 성공률을 보이고 있다. 2006년부터 본격적으로 해외 진출 노력이 가시화 되었으며 세계적으로도 규모가 큰 100억 원대의 프로젝트 수주에 성공했다.

### ● 해외에서 인정받는 유일한 국내 건축설계 업체

전세계 국제 건설설계 기업의 순위를 발표하는 McGraw-Hill Construction Engineering News Record (ENR) 잡지는 희림을 194위 (매출액 기준) 업체로 선정하였다. 또한 Building Design (BD)는 Pacific Rim 지역에서 일본의 Nikken Sekkei 다음 2위로 선정하였다. 매출액 기준 순위보다 세계적으로 인정받는 건설 잡지인 ENR과 BD의 Ranking에 편입되었다는 사실 자체가 희림이 해외 경쟁력을 갖추어 간다는 반증이 될 수 있다.

### ● 쌓여가는 수주 잔고

2003년부터 2007년까지 5년간 수주 잔고는 연평균 38.59%의 성장률을 보이며 늘어나고 있다. 수주잔고가 2007년에 52.18%라는 놀라운 수준으로 증가하였는데 이는 급격한 해외수주의 증가 때문이었다. 2008년 2분기 기준으로 희림의 수주잔고는 3,097억 원 규모이다. 해외 건설 수주는 대부분 해당 지역의 대형 건설사 또는 정부기관으로 받아오기 때문에 안정적인 수익창출을 기대할 수 있다.

### ● 주주 우대 경영 방침

희림은 2002년부터 2007년까지 4.5%의 배당수익률을 유지하고 있다. 2003년 경영이 어려울 때 0.83%의 낮은 배당수익률을 기록하기도 했지만 꾸준히 배당금액을 늘리고 있다.

# I. Business Model

## 1. 설계업

**설계란 구조물의 요구조건을 만족시키고 합리적이고 경제적으로 만들기 위하여 설계도를 작성하는 행위이다**

설계란, 건축물 및 교량 등의 구조물 또는 각종 기계 / 장치 등의 요구 조건을 만족시키고, 또한 합리적이며 경제적으로 만들기 위해서 그 계획을 종합해서 설계도를 작성하여 구체적으로 내용을 명시하는 일을 말한다. 설계업 내에서 희림이 영위하고 있는 사업 영역은 사업기획, 건축디자인, 실내디자인, 조경디자인, 리모델링, 도시설계 및 단지계획, 친환경설계 및 연구, 그리고 Project Coordinating Planning (PCP) 등이다.

**희림은 국내 설계업체 중 영업이익 기준 1위이다**

6개의 대형 설계회사가 시장을 과점하고 있으며 매출액 기준 국내 2위, 그리고 영업이익 기준 1위이다. 해외에서는 ENR 기준 194위, 그리고 BD 기준 태평양 연안 지역 2위 업체이다. 2007년 희림의 매출액 중 설계관련 매출은 73%이다.

## 2. 감리 및 Construction Management (CM)

**CM은 건축업 Consulting이다**

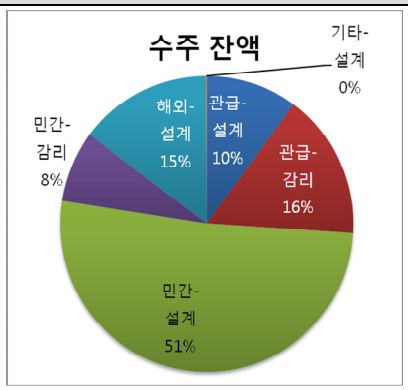
감리란 공사가 설계도서대로 완성되도록 공사 시공자를 지도하는 일을 말하며, 그 내용은 공사계약에 관한 협력, 건축상세도의 작성, 시공도 등의 검사 및 승인, 공사의 지도, 상주 현장감독자의 지휘, 변경공사의 처리, 중간 및 최종 지불의 승인 등의 각 업무로 이루어진다. 희림은 설계 감리, 공사 감리, 설계변경관리, 기성 및 준공검사 등의 서비스를 제공한다. 현재까지 감리란 발주자의 요구사항을 실행에 옮기는 수동적인 역할을 해왔으나 점차 능동적으로 활동하는 CM 형식의 계약으로 대체되고 있다.

Construction Management (CM)이란 건설공사에 관한 기획, 타당성조사·분석, 설계, 조달, 계약, 시공관리, 감리, 평가, 사후관리 등에 관한 관리업무의 전부 또는

**그림 1. 희림의 대표 설계작**

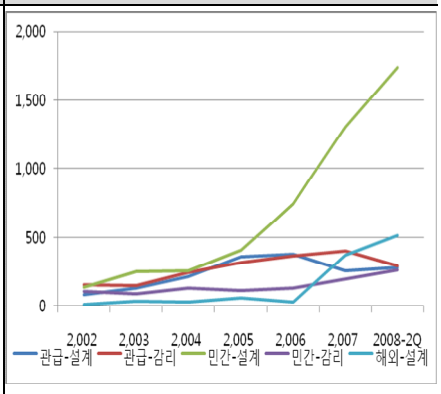
자료: 희림

**그림 2. 수주잔액 분포**




자료: 희림

**그림 3. 수주잔액 성장성 (단위: 억)**




자료: 희림

일부를 수행하는 것이다. 대표적인 계약 형식에는 두 가지가 있는데 하나는 발주자와의 계약 사항에 따라 모든 책임을 맡게 되는 CM at risk 계약 방식이 있고 책임을 일부 지면서 CMr(CM 계약자)가 발주자의 대리로서 업무를 수행해주는 CM for fee 계약 형식이 있다. 이전 공사 감독 형식이었던 감리에서 점차 건설 컨설팅이라고 불리는 CM 형식으로 계약이 변화하고 있다.

희림은 현재 CM 시장에서 매출액 기준으로 총 86개 업체 중 16위이며 감리 및 CM이 매출액 중에서 차지하는 비중은 27%이다.

# II. 재무분석

## 1. 놀라운 성장과 영업이익률이 높아지고 있는 희림

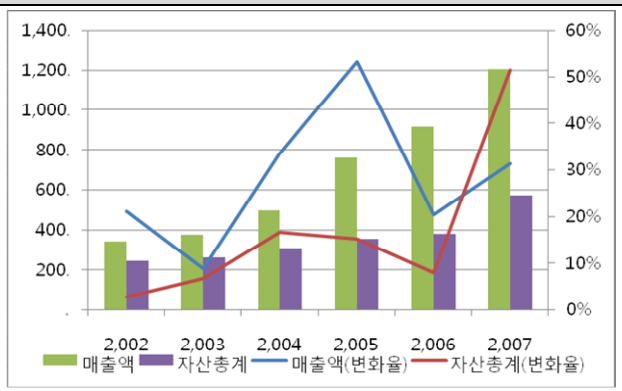
**희림은 최근 5년간 놀라운 성장을 하였다**

2002년 이후 희림의 매출액은 5년간 연평균 28.63%, 영업이익은 53.02%의 성장률로 증가하였다. 당기순이익 또한 45.78%가 증가하였고 자산은 18.48%씩 성장하였다. 비록 관급 설계 및 감리 수주가 줄어들고 있지만 민간 설계 용역이 크게 증가하고 있고 무엇보다도 희림이 해외진출에 성공하였기 때문에 경쟁사 보다 더 큰 성장률을 보이고 있다. 2007년부터 급격하게 증가한 해외설계 영향이 크다. 2006년 해외 설계 수주잔액 28.9억에서 2007년 말 370억으로 늘었고 2008년 반기 말에 518억까지 증가하였다. 2008년 3분기에도 대형 수주가 있어 경기 침체에도 불구하고 해외 수주의 급격한 성장은 지속될 것으로 보인다.

**설계업계의 영업이익은 수주계약에 따라 변동성을 지닌다**

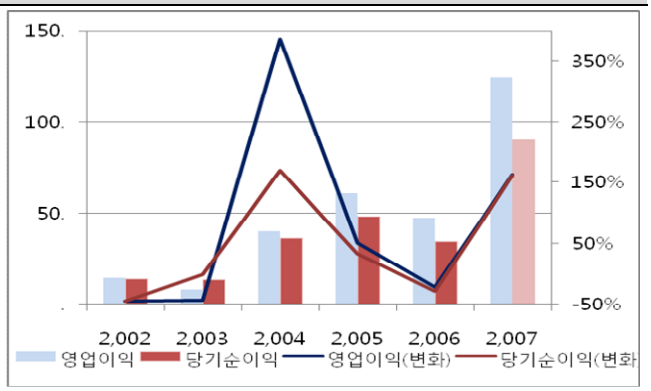
희림의 영업이익률은 변동성이 크다. 2002년부터 2007년까지 최저 2.23(2003년)에서 최고치인 10.34(2007년)까지 매년 변동폭이 큰데 이러한 이유는 건축 설계 산업에서 기업들은 발주자로부터 수주를 받아서 서비스를 제공하는 영업을 하기

그림 4. 매출액 및 자산총계 (단위: 억)




자료: 희림

그림 5. 영업이익, 당기순이익




자료: 희림

**영업이익률은 해외>관급>민간 순으로 크다**

때문에 그 해에 어떠한 발주가 많았는지에 따라 영업이익률이 달라진다. 사업부별 영업이익률은 해외 > 관급 > 민간 순이다. 해외 영업이익률이 높은 이유는 대형 프로젝트 위주로 고급 설계를 하기 때문에 프로젝트당 수익률이 더 높다. 그리고 관급은 정해진 법정에 따라 용역 가격을 책정하기 때문이다. 그리고 최저가입찰제보다 공개 현상 공모 또는 Turnkey의 형식으로 계약을 하기 때문에 민간 설계 보다 이익률이 높다.

**희림의 영업이익 추정은 향후 어떤 수주가 늘어날 것인가에 달려 있다**

2002년부터 2007년까지의 영업이익률을 분석해보면 관급 비중이 높았던 2005년까지 (2003년 제외) 영업이익률이 8% 이상유지 되다 2006년 급락한 이유는 2006년에 민간 설계 수주가 급격하게 늘었기 때문이다. 그 이후 2007년에 해외 수주가 늘어 영업이익률이 다시 10%로 늘어났음을 알 수 있다. 따라서 희림의 영업이익을 추정하기 위해서는 향후 어떤 형태의 수주가 늘어날 것인가에 따라 크게 영향을 받는다고 볼 수 있다.

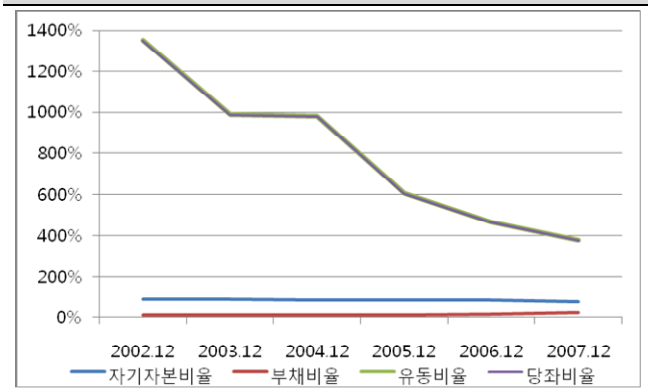
## 2. 탄탄한 재무 안정성과 무차입 경영

**희림은 매우 안정적인 재무구조를 가지고 있으며 무차입 경영을 하고 있다**

희림은 무차입경영을 하고 있으며 당좌비율이 매우 높아 지속적으로 당좌비율을 줄였는데도 불구하고 2007년 378.4%이다. 높은 당좌비율은 산업의 특성상 매출채권이 높기 때문이다. 매출채권 회수기간이 2002년부터 2007년까지 5년 평균 37.7정도 되고 매출채권 회전율이 변동성이 있지만 상승추세에 있어 높은 매출채권이 리스크가 되진 않는다고 판단된다. 현금흐름 또한 안정적인 영업현금을 바탕으로 무차입 경영이 가능한 정도로 안정된 영업을 하고 있다.

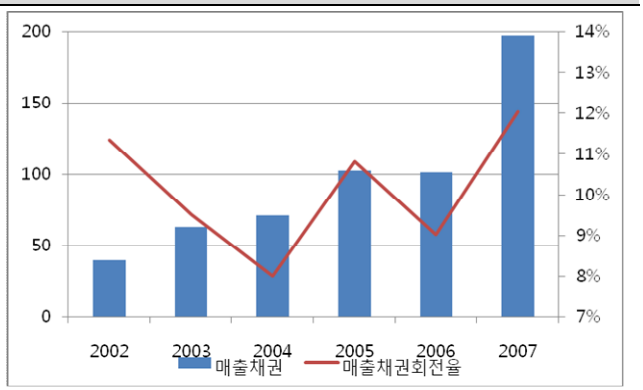
건설산업에서 안정성은 특히 중요한데 이러한 이유는 재무 안정성이 입찰 평가시 평가가 되며 건설 설계업의 특성상 인건비 등 고정 비용 비율이 커서 재무적 안정성이 중요시 된다. 특히 최근 경기 침체로 인한 산업 성장 둔화에 영향을 덜 받고 경기침체를 이겨낼 수 있어야 하기 때문에 재무적 안정성이라는 측면에서 희림은 산업 내에서 안정적인 투자처로 평가될 수 있다.

그림 6. 안정성 변화




자료: 희림

그림 7. 매출채권




자료: 희림

# II. 산업 분석

**설계, 감리는 건축과 토목분야로 나뉘는데, 희림은 건축분야의 대형 종합건축사무소**

건축과 토목 분야는 서로 독립적인 설계 시장을 가지고 있으며, 희림이 활동하는 시장은 건축분야의 설계 시장이다. 이러한 건축설계 시장에는 무려 7300여개의 설계사무소가 등록되어 있다. 그렇다면 건축설계 시장 안에서 오픈마켓과 같이 피터지는 출혈경쟁이 일어나고 있는 것은 아닐까? 얼핏 걱정되는 부분일 수 있지만 그렇지는 않다. 건축 분야 설계 시장의 가장 큰 특징은 규모에 따라 차지하는 시장이 다르다는 것이다. 시장을 구성하는 상당수의 설계사무소들은 개인사업자이거나 종업원 10명 이상인 영세한 회사들이며, 이들은 소규모의 건축설계만을 담당하고 있다. 발주자로부터 의뢰되는 공사 또는 설계의 규모는 수 천 만원에서 수 백 억원에 걸쳐 있으며 이 중 대규모의 공사들은 희림을 비롯한 몇 개의 대형 종합건축사무소들에게 집중되고 있다.

**설계, 감리 발주처는 공공(관급), 민간, 해외**

종합건축사무소들이 설계, 감리 업무를 수주받는 곳(발주처)은 공공(관급), 민간, 해외, 세 곳으로 나뉜다. 공공부문에는 정부가 발주자가 되는 대규모 관급공사가 해당하며, 민간의 경우는 기업, 단체 또는 개인이 발주자가 되는 공사가 해당한다. 한편 해외로부터 국내 설계사로 발주되는 물량도 존재하는데, 국내의 설계산업이 선진국들에 비해 우월한 경쟁력을 가지고 있지는 않기 때문에 그 규모는 세계 시장의 규모에 비해서는 매우 작은 편이며 국내 건축설계사 중 희림이 거의 유일하게 이러한 해외로부터의 설계를 수주하고 있다.

**시공액 대비 수익성은 해외>공공>민간 순서**

이 중 시공액 대비 수익성이 가장 높은 것은 해외로부터의 수주이며, 그것은 국내에 비해 설계가 건축에서 차지하는 중요도가 높아 공사비 중 설계비 비중이 보다 높게 책정되기 때문이다. 또한 해외 발주 설계의 대부분이 대규모 프로젝트인 것도 규모의 경제를 통한 수익성 증가에 한몫을 하고 있다. 해외를 제외한 공공, 민간 부문에서는 공공 부문의 수익성이 민간 부문보다 다소 높은데, 그것은 관급공사의 경우 지나치게 낮은 가격으로 인한 부실공사 등을 방지하기 위해 법으로 규정된 비율을 기준으로 하여 설계원가를 지급하기 때문이다.

앞서 언급했듯이 국내 건축설계 시장은 규모에 따라 나뉘어 있다. 시장의 중하단부에는 영세 규모의 설계사들이 자리하고 있는 반면, 시장의 상단부에는 종업원

그림 8. 수주원 비교

| | 발주자 | 수익성 |
|---|---|---|
| 공공 | 정부기관 | 5% |
| 민간 | 기업, 단체, 개인 | 3% |
| 해외 | 해외 주체 | 6% |

자료: Research Team 4

그림 9. 관급 건축물 설계에 대한 대가표

| | 건축설계 (3종) | | |
|---|---|---|---|
| | 상급 | 중급 | 기본 |
| 1억원 | 11.11 | 9.26 | 7.41 |
| 5억원 | 7.58 | 6.31 | 5.05 |
| 10억원 | 6.48 | 5.40 | 4.32 |
| 50억원 | 5.65 | 4.71 | 3.77 |
| 100억원 | 5.5 | 4.59 | 3.67 |
| 500억원 | 5.19 | 4.32 | 3.46 |
| 1,000억원 | 5.1 | 4.25 | 3.4 |
| 5,000억원 | 4.88 | 4.07 | 3.26 |

자료: 건교부

1000명 규모의 희림을 비롯한 정림, 공간, 무영, 건원의 Big 6 업체들이 자리하고 있다. 개인이라도 자격증만 갖추고 있다면 얼마든지 설계사무소를 개업할 수 있기 때문에 하단부 시장으로의 진입장벽은 거의 없는 것이나 다름없지만, 상단부 시장에서는 기존 Big 6업체의 규모 자체가 일종의 진입장벽으로 작용하고 있다. 그것은 소규모 설계사무소들이 희림과 같은 대형 설계사무소들이 주로 수주하는 공공 및 민간의 대형 프로젝트를 수주하는 것이 현실적으로 불가능한 일이기 때문이다. 한편 대형 설계사무소들 또한 작고 소소한 프로젝트를 수주하지는 않으므로, 건축설계 시장은 서로 이동이 불가능한 두 개의 독립된 영역으로 나뉘어져 있다고 볼 수 있다.

**스타 건축가의 보유가 top player가 되느냐의 진입 장벽**

한편 Big 6업체를 능가하는 또 다른 시장이 존재하는 데 스타 건축가를 보유하고 있는 건축사무소이다. 스타 건축가는 높은 가격에 계약을 맺기 때문에 이익률이 높다. Big 6업체는 이를 따라잡기 위해 해외 인재영입, 유명 건축가와의 공동작업 전략을 쓰고 있다. 그러나 이는 두 가지 점에서 문제가 있다. 1) 스타 건축가는 스스로 창업이 가능하기 때문에 굳이 대형 건축사에 속할 필요가 없고, 2) 공동작업은 비용 상승으로 이어져 낮은 이익률로 이어진다. 그래서 대형 업체와 소형 업체 사이에 진입 장벽이 존재하듯이 스타 건축가를 보유한 세계 top player들과 국내 대형사와의 사이에도 진입 장벽이 존재한다.

# III. 국내

**상위 Big6가 수익성이 높은 사업을 독차지**

건축설계시장의 Big 6 중 영업이익 1 위를 달리고 있는 동사의 경쟁사로는 건축설계시장의 정림, 공간, 건원, 삼우, 무영이 포함된다. 앞서 건축 설계시장이 대형시장과 소형 시장으로 양분화되어 있다는 언급한 바 있으며 이 6 사는 건축 설계시장의 "대형 수주 시장"을 과점하고 있다. 그리고 이러한 대형 수주 시장은 경험과 규모로 인한 진입장벽으로 다른 설계사들이 진입할 수 없는 "그들만의 리그"가 되고 있다. 따라서 이러한 Big 6 주요기업 체제가 오랫동안 유지되어 왔으며 앞으로도 이런 체제가 변할 가능성은 작다.

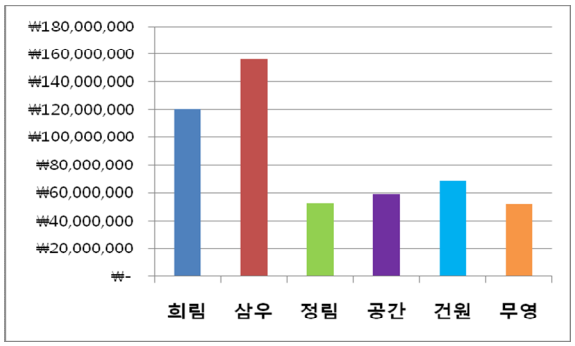
**업계 1위인 삼우. 하지만?**

이러한 Big6 사 중에서도 두 명의 Top player 가 존재하는데 바로 희림과 삼우이다. 2007 년 매출액 기준으로 비할 때, 삼우와 희림이 1000 억 이상으로 다른 기업에 비해 월등히 크며 삼우의 매출액이 희림보다 크다. 하지만 실질적인 시장 점유율은 희림보다 낮은데, 그것은 삼우가 사실상 삼성의 자회사로 매출액의 50%이상을 삼성에서 수주받고 있기 때문이다. 모회사인 삼성으로부터 지속적으로 수주를 받고 있다는 사실이 얼핏 좋은 것으로 비춰 질 수 있지만, 마치 하청업체와 같아 낮은 이익률로 물량을 수주하고 있다는 점, 삼성에 대한 의존성 때문에 희림에 비해 독립적인 경쟁력을 가지고 있지 못하다는 점을 바탕으로 할 때 실질적인 시장점유율과 지배력에서는 희림이 1 위를 달리고 있다고 판단할 수 있다.

**나머지 4명 플레이어들의 경쟁력은?**

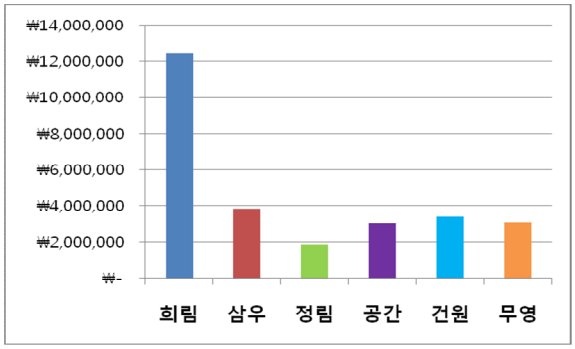
최근 대형 건설수주의 일반적인 규모가 커지고 있는 추세이며 (건축전체 건설수주액 / 건설수주건수)의 값이 증가하는 것도 그러한 추세를 반영하고 있다. 실제 희림의 경우에도 설계규모 40 억원 이상의 프로젝트가 2003 년에는 단 1 건이었으나, 지난 2007 년에는 11 건의 40 억원 이상 프로젝트를 수주하였다. 희림과 삼우

그림 10. Big6 사 2007 매출액 비교




자료: Research Team 4

그림 11. Big6 사 2007 영업익 비교



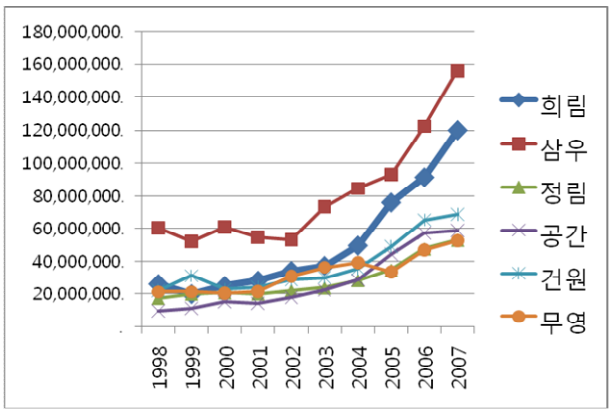

자료: 건교부

와 같이 보다 큰 회사가 이와 같은 대형 프로젝트를 수주하는데 있어 이점이 있다는 사실을 바탕으로 할 때, 상대적으로 규모가 작은 정림, 공간, 건원, 무영 4 사의 경우 앞으로 대형 수주 부문에서의 경쟁력 확보가 희림과 삼우에 비해 어려워질 것으로 보인다. 또한 무영과 건원은 대한주택공사 출신이 만든 회사로 주택부문 수주가 매출액의 상당 부분을 차지하며, 희림의 주된 분야인 일반건축에 있어서는 비교적 좁은 입지를 보여주고 있다. 두 회사는 최근 들어 실적이 좋아졌지만 이들의 주력 분야인 주택분야의 호황에 힘입은 바가 크기 때문에 이러한 실적 개선을 무영과 건원의 유의미한 경쟁력 향상으로 볼 수는 없다고 판단된다. 게다가 건원의 경우 최근 부사장이 자사의 인력을 데리고 회사로부터 나와 새로운 설계사무소를 설립하기도 했다.

**희림의 폭발적 성장, 그리고 경쟁사들 속 희림의 운명은?**

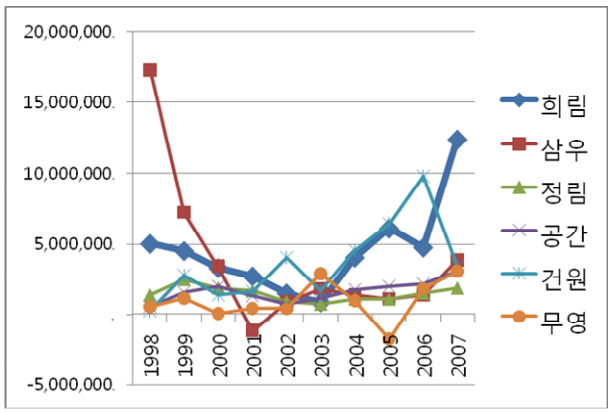
희림은 2000 년대 초반까지만 하더라도, 삼우를 제외한 5 개사 가운데 고만고만한 수준에 머물러 있었다. 하지만 2004 년부터 폭발적으로 증가한 매출과 영업이익은 희림을 매출액에서 삼우와 대등한 수준으로, 영업익에서 업계 1 위로 올려 놓았다. 그것이 가능했던 이유는 무엇일까? 그것은 희림의 인적자원 확보 노력과 건설분야에서의 트렌드 변화가 정확하게 맞아 떨어졌기 때문이다. 희림의 매출은 1999 년부터 지속적으로 증가했지만 오히려 영업이익은 감소하였는데, 이는 인적자원의 확보 노력에 의한 인건비의 증가 때문이었다. 이는 희림의 인적자원 확보 노력이라고 해석할 수 있는데, 중요한 것은 이때 확보한 인적 자원이 2004 년부터의 건축물의 대형화 추세와 정확히 맞물렸다는 것이다. 건축물이 대형화되면서 이를 소화할 수 있는 인적자원이 풍부한 업체가 수주에 있어 이점을 가지게 되었고, 이는 희림이 대형 프로젝트를 다량으로 수주할 수 있는 원동력이 되었다. 사실상의 업계 1 위로 올라선 희림의 이러한 경쟁력은 앞으로 더욱 공고해지리라 판단된다.

**그림 12. Big6 사 매출액 변화 추이**




자료: Research Team 4

**그림 13. Big6 사 영업이익 변화 추이**




자료: 건교부

Company Analysis

# IV. 해외

## 1. 쌓여가는 해외 수주

**희림은 국내 업체 들 중 유일하게 해외 수주를 확발히 하고 있음**

희림은 국내에서 유일하게 자체적으로 해외 수주를 활발히 따내고 있다. 2001 년 홍콩 Housing Project 수주를 계기로 해외 시장에 진출하기 시작했다. 동사는 이 후 해외 매출액이 매출액 대비 5%미만으로 미미했으나, 2007 년 폭발적으로 증가하여 380 억원, 2008 년 2 분기 500 억을 넘겼다. 이는 국내 종합설계사 중 최고의 성과이다.

이에 맞추어 희림은 2005 년 베트남, 2007 년 UAE, 아제르바이젠 지점을 개설하고 해외 매출을 늘려왔다. 특히 중동 및 아시아 지역의 개발 project 가 증가하면서 이 지역에서 수주와 매출액이 급증하였다. 또한 이에 따라 수주 잔고 중 해외 비중이 16%를 넘어섰다.

**해외 프로젝트는 규모가 크기 때문에 영업 이익률이 높다**

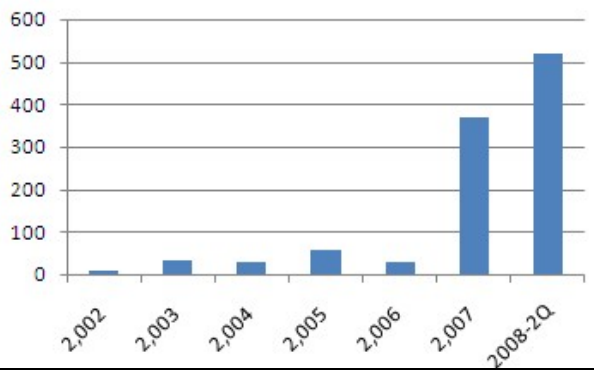
해외 매출은 여러모로 장점이 있다. 우선 규모가 크다. 설계, 감리 산업에서 비용은 고정비 비중이 크다. 즉, 인건비 등 고정적으로 들어가는 비용이 크고, 변동비는 적어서 규모가 큰 사업을 맡을수록 수익성이 높아지는 특징이 있다. 따라서 규모가 큰 해외 매출(국내 공공의 평균 계약 규모 15 억, 민간 20 억, 해외 53 억)이 늘어날수록 매출액과 수익률이 높아진다. 실제 동사의 영업이익률은 최근 5 년 평균 6%에서 해외 매출이 본격화된 2007 년 10.3%로 높아졌다.

**해외에서는 안전한 공공기관 중심으로 수주를 한다**

동사의 해외 매출 발주처는 대부분 공공 기관이다. 베트남의 경우 국영석유공사이고, 두바이 매출도 왕실이 발주처이다. 따라서 대금 회수에 대한 안전성이 높다. 담당자와의 통화 결과 희림은 앞으로도 해외 진출시 안전한 공공기관 발주처 물량 중심으로 수주를 따 낼 계획이다.

동사가 해외에서 수주를 따오는 것은 공모를 통해서 이다. 공모전을 통해서 진출하면 수주를 받았을 때 현지 시공사 + 희림의 형태로 사업이 진행된다. 이는 국

**그림 14. 해외 수주 잔액 추이** (단위: 억)




자료: 희림

**그림 15. 두바이 7 성급 특급 호텔**

자료: 희림

내 대기업과 해외 진출을 꾀하고 있는 삼우와는 다른 형태로 시공사에 대한 의존도가 없음을 의미한다.

### 2. 희림의 해외 시장 전망

**해외 시장에서 중요한 경쟁요소는 공사경험, 설계 경쟁력, 영업력이다**

해외 시장에서 인정받기 위해서 중요한 요소는 1)공사 경험, 2)설계 경쟁력, 3)영업력이다. 건설업은 업의 특성상 처음 해외 진출 하기가 어렵다. 입찰 경쟁 시에 경험을 중요시 여기기 때문이다. 그래서 신규 진입자가 들어가기 어려운 진입 장벽 역할을 한다. 희림도 90 년대 말부터 해외시장 진출을 노렸으나 수주 규모가 미미했다. 그러나 그 동안의 경험이 쌓여서 해외에서 인정받는 단계가 되었다. 이제 경쟁 요소 중 경험은 희림의 약점이 아닌 강점이 되었다. 프로젝트 당 수주 규모가 대형화 되고 있다는 것도 희림의 경험이 인정받고 있음을 의미한다. 또한 경험은 영업력과 직결된다. 동사의 경우 공공 발주자 위주로 사업을 수주하고 있기 때문에 공공 업자들과 지속적인 관계를 통해 영업력이 높아지게 된다.

동사의 해외 진출 전략은 현상 공모이다. 공모전을 통해 수주를 받는 데는 설계 능력이 가장 중요하다. 설계 회사의 설계 능력을 평가하는 방법은 공모전에서 얼마나 인정받느냐로 알 수 있다. 동사의 아제르바이젠 크레센트 7 성 호텔은 각종 상을 받았으며, 이를 통해 동사는 2007 년 아시아 2 위의 설계사에 올랐다.

## V. 주주 친화 정책 – 배당 매력

**증가하는 배당총액 배당성향 30% 이상, 배당수익률 4% 이상**

희림은 주주 친화적인 정책을 펴는 기업으로서 이는 투자자들에게 매우 매력적인 요소이다. 희림의 최근 3년의 배당성향을 보면 2005년엔 31%, 2006년엔 49%, 2007년에는 36%를 기록하였다. 30%가 넘는 높은 배당성향은 희림의 안정적이며 지속적인 수익구조를 보여준다. 희림의 배당총액은 2002년부터 2007년까지 2003년을 제외하고는 약 3억에서 32억원으로 꾸준히 증가하였다. 이에 따라 배당 수익률이 평균 4%를 넘었다.

**2003년은 외부요인이 크게 작용**

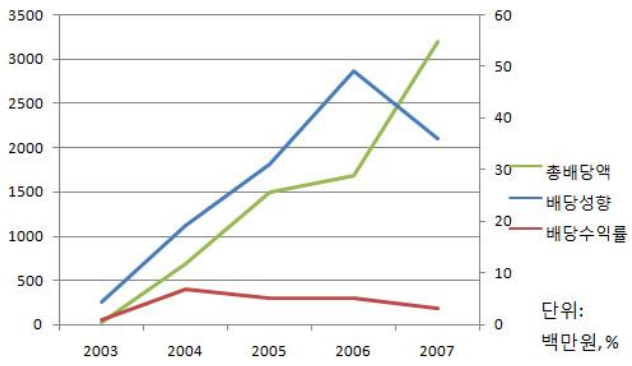
그런데 2003년에 희림은 배당성향 4.42%, 배당액 2800만원으로 동사의 기본적인 배당 추세와 매우 다른 수치를 나타내었다. 이에 대해 4팀은 2003년은 크게 2가지 외부적 변수가 결부된 예외적인 해로 보았다. 우선 첫 번째로 2003년 10월 29일 정부에서 발표한 부동산 종합대책의 영향으로 부동산 시장 및 건설경기가 급격히 냉각되었다. 동사의 주업종인 건축설계, 감리업이 건설경기와 관계가 있어 정부정책의 영향을 함께 받았다. 두 번째로는 판매비와 관리비의 상승이다. 건축물 설계 및 감리업은 풍부한 인적자원이 품질과 경쟁력을 좌우한다. 그런데 물가인상

에 따른 인건비의 동반상승으로 인하여 이때 업계가 전반적으로 어려움을 느꼈었다.

**자녀 상속이 아닌 전문경영인 체제 확립 지속적으로 높은 배당을 보여줄 구조**

희림의 창업주는 이영희 회장이다. 하지만 이영희 회장이 직접 경영하지 않고, 전문 경영인인 정영균 대표가 회사를 운영하고 있다. 이렇게 전문경영인 체제 구축하면서 정영균대표를 포함한 회사 임직원들에게 이영희 회장은 시세보다 싸게 보유지분을 양도하여 이들이 회사를 경영하는데 차질이 없도록 했다. 또한 임직원들에게 스톡옵션을 부여하였는데 희림의 지분구조를 보면 최대주주와 그 가족, 임직원들의 지분율이 전체의 63%에 달한다. 이러한 구조는 배당이 일시적이지 않고 꾸준히 계속될 것이라는 예측을 가능하게 한다.

**그림 16. 희림의 주주정책 성향**




자료: 희림

**그림 17. 주주분포도**

자료: 희림

# VI. RISK 분석

## 1. ㈜에어조이 투자와 지급보증 관련 소송

**2002년, 부동산 개발 사업을 위해 투자한 에어조이가 상권형성에 실패**

동사는 2002 년 ㈜에어조이의 지분 25% 취득을 시작으로 2006 년에 지분율을 86%까지 증가시키며 부동산 개발사업에 적극적으로 참여하였으나, 에어조이가 상권형성에 실패하며 다방면에서 손실을 겪게 되었다. 에어조이는 인천국제공항 국제업무지역 내에 들어선 복합기능 쇼핑몰로서 2004 년부터 영업을 지속하고 있다. 동사는 투자와 함께 인천공항공사로부터 에어조이에 대한 장기시설임차권을 취득하였으며, 이는 2030 년 4 월 6 일까지 유지된다. 하지만 입지조건, 유동인구 등의 문제로 인해 상가 활성화에 실패하였고, 결국 에어조이는 투자매력이 없는 상가로 전락하고 말았다. 에어조이의 임대사업이 실패로 끝남에 따라 신사업 개척을 목표로 했던 동사는 다음과 같은 risk 를 떠안게 되었다.

**1.지급보증과 이로인한 대위변제채권 발생**

**- 잔여미수금 38억원**

동사는 에어조이 사용권 분양 계약자들의 중도금 및 잔금에 대한 대출금 채무보증으로 인해 지금까지 상당한 손실을 보았으며, 현재까지도 미수금 계정에서 대위변제 채권을 보유하고 있다. 2002 년 7 월, 동사는 분양 계약자들이 갖고 있는 채무에 대해 보증금액 200 억 규모의 지급보증[1]을 하였다. 이후 에어조이를 분양 받았던 계약자들이 대출금을 변제하지 못함에 따라 2005 년 약 35 억원, 2006 년 약 6 억 3,000 만원, 2007 년 약 1 억 9,000 만원, 2008 년 상반기 약 1,300 만원 등, 총 약 43 억원을 대위변제[2] 처리하였다. 현재 대위변제채권은 미수금으로 계상되어 있으며, 2008 년 상반기까지 회수된 약 5 억을 제외하고 현재 약 38 억원의 잔여 미수금이 존재한다.

**1.지급보증과 이로인한 대위변제채권 발생**

**- 지급보증기간 만료, 가압류 절차 등으로 상황 호전가능성 높음**

지급보증은 시장에서 가장 크게 우려하는 동사의 risk 였으나, 본 Research Team 의 분석 결과, 현재 위험성이 크게 완화되었다고 판단된다. 첫째, 계약 시 5 년으로 설정한 지급보증기간이 만료되어 더 이상 대출금에 대한 채무보증이 발생하지 않는다. 앞으로 대위변제처리가 발생되지 않아 현재 동사가 보유하고 있는 대위변제채권 이상의 미수금은 나타나지 않게 된다. 둘째, 대위변제채권을 회수할 수 있는 가능성이 존재한다. 현재까지 전체 채권 중 13%에 달하는 금액을 회수하였으며, 잔여 미수금 약 38 억원 중 약 34 억원에 대해서는 가압류 절차가 진행되고 있다.

---

[1] 제시기간 내에 수표의 제시가 있을 경우에 지급인이 수표의 문언에 따라 지급할 것을 약속하는 수표행위

[2] 제 3 자 또는 공동채무자(연대채무자·보증인·불가분채무자 등)의 한 사람이 채무자를 위하여 변제를 하면, 그 변제자는 채무자 또는 다른 공동채무자에 대하여 구상권(내가 타인을 대신해서 일정금액을 제 3 자에게 변제했을때 그 금액을 타인에게 청구할 수 있는 권리를 구상권이라고 하며 그 금액을 구상금이라고 함)을 취득하게 되고, 그 구상권의 범위 내에서 종래 채권자가 가지고 있었던 채권에 관한 제 권리가 법률상 변제자에게 이전됨

**2.에어조이 발행어음 배서[3]**

**- 10억원의 지급어음**

동사는 에어조이가 발행한 10 억원 금액의 지급어음에 배서하였으며, 어음은 2009 년 2 월에 만기된다. 본래 어음 및 수표를 발행하지 않는 동사임에도 불구하고 현재 경영상태가 상당히 악화된 에어조이의 어음에 배서함에 따라 지불해야 할 가능성이 높은 우발부채를 갖게 되었다.

**3.가치가 거의 없는 장기시설임차권의 자산 평가 논란**

**- Valuation에 반영**

앞서 언급한대로 동사는 2030년까지 에어조이에 대한 장기시설임차권을 갖고 있으며, 이 임차권의 가치는 무형자산 항목에 반영되어 있다. 장기시설임차권의 가치는 최초 약 50억원에서 시작해 현재 약 48억으로 나타난다. 하지만 현재 에어조이의 영업상황을 고려할 때, 임차권의 가치인 48억원이 정당하게 평가된 것인지에 대한 의문이 발생한다. 실제 임차권의 가치와 장부가치 사이에 현저한 차이가 나타나고 있는 상황이므로, 동사에 대한 Valuation 과정에 반영될 필요가 있다.

**4.에어조이 관련 각종 소송이 현재 진행중임**

**- 크게 우려할 사항 없음**

동사는 에어조이와 관련된 각종 소송에 휘말렸으며, 현재까지도 일부 소송이 진행되고 있는 상태이다. 먼저 인천공항공사 측에서 10 억원의 출자금 지급을 이행하라는 소송을 제기하여 현재까지 진행 중이다. 그러나 이는 손해배상이 아니라 동사가 제출한 에어조이 사업계획서를 근거로 인천공항 부근 개발산업 투자를 위해 청구된 것이며, 건물 완공과 함께 동사의 출자의무가 소멸되었다는 의견이 맞서고 있어 동사에게 큰 타격은 주지 않을 것으로 판단된다. 여기에 에어조이 분양계약자 46 명이 사해행위[4] 취소소송을 제기한 상태인데, 에어조이 임차권의 실제가치가 상당히 낮은 현 시점에서는 동사의 기업가치 측정에 별다른 영향을 미치지 않는 소송이다.

그림 18. 에어조이 현장사진(2008년 9월)

자료: Research Team 4

[3] 지급의무자가 어음이나 수표 등을 가진 사람에게 해당 금액을 지급하지 않았을 경우 배서를 한 사람이 지급해야 하는 의무를 진다
[4] 채권자를 해(害)하는 채무자의 재산권을 목적으로 하는 법률행위

2007 년 11 월 9 일부로 동사는 에어조이에 대한 출자지분 전량을 처분하였다. 이를 통해 에어조이에서 발생되었던 다양한 risk 의 근원적 부분은 제거되어 앞으로 추가적인 에어조이 risk 는 나타나지 않을 것으로 판단된다.

### 2. 정부 규제 완화

**관계법령에 따라 시공사와 설계사가 나뉨**

건설 시장에서 설계사와 건설사들은 각자의 영역을 따로 둔 채 존재하고 있다. GS건설과 같은 규모가 큰 대형 건설사들이 설계업까지 수직적 계열화를 이루지 못하는 것은 관련 법령에 의하여 건설업과 설계업의 겸업이 제한되어 있었기 때문이다. 따라서 희림은 대형 건설사와의 경쟁을 피할 수 있었다.

**정부의 겸업금지 법령 폐지 움직임**

하지만 지난 2005년부터 이러한 설계-건설 겸업 제한을 풀고자 하는 논의가 정부로부터 나오고 있다. 아직 이러한 법령이 입법되거나 예고된 것은 아니지만 만일 그러한 겸업제한이 폐지된다면 희림은 대형 건설사를 등에 업은 경쟁자들이 존재하는 심각한 경쟁구도에 직면할 수 밖에 없을 것이다. 실제 대형 건설사들도 10여년 전부터 설계-건설 겸업 제한의 폐지를 주장하고 있다.

**그러나 이미 편법적인 형태로 시장에 진입해 있고, 폐지에 강한 반발이 예상됨**

하지만 다음의 두 가지 이유로 이러한 폐지안이 희림의 투자판단에 미치는 영향은 미미하다고 판단한다. 먼저 이미 대형 건설사들은 자사와 연관되어 있는 설계사들을 사실상의 계열사 및 하청업체로 두어 왔다. 예를 들어 희림의 경쟁사인 삼우는 삼성건설로부터 분사하여 만들어진 회사이며, 설계 물량의 50%가량을 삼성으로부터 수주하고 있다. 이는 대형 건설사들과 연관을 맺고 있는 설계사들이 모든 물량을 외부로부터 수주하는 독립적인 경쟁력을 갖고 있지 못하다는 의미이다. 따라서 설령 설계-건설 겸업제한이 완전히 폐지되더라도 독립적 경쟁력을 가진 선발주자인 희림의 경쟁력은 한동안 유지될 것으로 보인다. 또한 이 법안에 대해 정부의 확고한 의지와 추진력이 부족할 뿐만 아니라 건축계의 반대 의견도 거세 아직 입법의 단계로 가지 못하고 있으므로 입법에 소요되는 시간만도 상당할 것이다. 실제로 정부도 "전면 폐지"가 아닌 "단계적인" 폐지를 내세우고 있다.

### 3. 건설경기침체에 따른 희림의 성장세 둔화

**건설경기지수는 현재 매우 낮은 수준이다**

미국발 금융위기의 여파로 전체경기가 하락하며 건설경기 침체가 우려되고 있다. 실제로 건설경기선행지표인 총 수주 실적과 경기동행지표인 건설투자가 모두 하락국면을 보이고 있으며, 100을 기준으로 건설경기를 예측하는 건설업 체감경기지수(CBSI)도 4월 이후 6개월 연속(2008년 기준) 50선 안팎으로 매우 낮다.

**현 정부 정책은 관급 부문 수주액 증가 추세를 이어나갈 것이다**

희림은 건설관련 서비스업으로 건설경기와 정부의 건설관련 정책의 영향을 많이 받는다. 하지만 과거 IMF로 건설경기가 매우 안 좋았을 때 주요 6개 기업의 1998년도 영업이익률 평균은 10%로 높은 수준이었다. 이는 정부의 건설경기 부양책에 기인한 것으로 이러한 정부의 건설 경기 부양책은 현 시점에서도 적용될 것이다. 정부예산안에서 2008년 사회간접자본(SOC)은 19.6조로 2007년 대비 4.4% 늘어났고, 앞으로 4년간 7.3%의 증가율로 늘어날 것이다. 희림의 관급 부문 수주액이 19기 반기에 급격한 증가했는데 이와 같은 정부정책은 이러한 관급 부문 수주액 증가 추세를 뒷받침 할 것이다.

**희림의 주택부문 수주액은 크지 않아 미분양 사태에 크게 영향을 받지 않는다**

또한 희림의 2008년 2분기 민간 부문 수주액은 줄었지만, 2004년 이후로 계속 크게 증가했다. 2004년 이후 전체 민간부문 수주 중 주택이 계속해서 증가했고 특히 최근에 정부의 부동산 상한가 정책으로 주택 조기 물량이 쏟아져 나왔다. 그런데 희림의 민간 부문 수주 중 주택 관련 비율을 보면 2004년 이후 51%에서 23%로 계속 줄고 있다. 이는 그만큼 희림의 수주 종류가 다각화 되고 있고, 희림의 민간 부문 수주액이 증가한 것은 전체 민간 부문 건설경기의 영향을 넘어 그 이상의 경쟁력을 가지고 있다는 의미이다. 또한 경쟁사 대비 부동산 상한가 정책의 영향을 덜 받아 단기적으로 보았을 때 건설경기 침체에 따른 민간 부문 수주 감소 비율이 적을 것이다.

# VII. Valuation

## 1. 기본가정

- 베타 - 3 년치 월별베타
- 한계조달금리 – 차입금 0 이므로 0%
- 에어조이 장기시설임차권이 무형자산에 계상되어 있는데 가치가 없다고 판단하여 가치를 0 으로 수정.
- 에어조이 지급보증 관련 소송 금액을 전액 2008 년 EBIT 에서 차감.
- 10 억원 지급보증 어음을 전액 2008 년 EBIT 에서 차감.
- 영구성장률 2%로 가정

**기본가정 : 자기자본 비용**

| | |
|---|---|
| 자기자본비용 | 12.97% |
| 1년치일별베타 | 1.04222 |
| 한국시장프리미엄 | 7.31% |
| 3년만기국채수익률(연평균) | 5.35% |
| **WACC** | **12.97%** |
| 차입금가치(이자발생부채) | |
| 주주지분가치(시가총액) | 89,694,796 |
| 한계조달금리 | 0.00% |

**WACC 2 단계**

| | |
|---|---|
| WACC | 12.97% |
| 영구성장률 | 2.00% |
| 예상 ROIC(2단계) | 28.65% |
| FCFF추정(2단계) | 11,608,699 |
| Terminal Value | 105,805,200 |

### 가정 1. 최악의 경우.

**영업이익률**

영업이익률은 2007 년 말과 동일할 것으로 예상한다.

- 이유 1. 동사의 영업이익률은 프로젝트 당 수주규모와 관련 깊다. 수주 잔액을 볼 때, 과거보다 수주규모가 커졌고, 이 현상은 구조적인 것으로 판단된다.
- 이유 2. 동사는 일종의 서비스업이기 때문에 인건비가 주요 인플레 요인일 뿐, 건설사가 겪고 있는 원자재 가격 상승과 관계 없다. 더군다나 만약 경기 침체가 본격화 된다면 임금 상승도 꺾일 것이기 때문에 비용 증가 요인이 없다. 그래서 영업이익률이 2007 년보다 낮아질 요인이 없다고 보았다.

  ➔ 결국 수주 규모 대형화로 영업이익 구조가 변화된 것으로 판단, 해외 수주가 본격화 된(매출의 8%) 2007 년을 기준으로 영업이익률을 잡았다.(수주잔량 중 해외 수주 비중은 17%)

| 매출액대비비율 | 2007 | 적용 |
|---|---|---|
| 영업이익률 | 10.34% | 10.34% |
| 유,무형자산 상각비 | 1.60% | 1.64% |
| 영업용운전자본 | 13.06% | 11.97% |
| 순유형고정자산 | 7.58% | 15.79% |
| 순무형고정자산 | 0.03% | 0.03% |
| 기타영업용순자산 | 1.77% | 0.38% |

**매출액 성장률**

: 남은 수주 잔량이 약 3100 억이다. 이 후 경기 하강이 일어나 신규 수주가 2 년 동안 없다면 2010 년에 효과가 나타난다. (수주의 사이클이 16 개월 ~ 24 개월), 여기에 2010 년 하반기 매출은 해외 매출이 본격적으로 발생하기 전인 (2005 년 매출)/2 를 넣었다.

- 2008 년 매출액: (2008 년 상반기 매출) + (남은 수주 잔량 매출 x 1/4)
- 2009 년 매출액: (남은 수주 잔량 매출 x 2/4)
- 2010 년 매출액: (남은 수주 잔량 매출 x 1/4) + (2005 년 매출)/2

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|
| 예상매출액 | 120,134,984 | 149,568,055 | 154,802,937 | 123,842,350 |
| 매출액성장률 | | 24.5% | 3.5% | -20.0% |
| 매출액 | 120,134,984 | 149,568,055 | 154,802,937 | 123,842,350 |
| 예상EBIT | 12,416,844 | 10,708,971 | 16,000,035 | 12,800,028 |
| NOPLAT | 9,002,212 | 7,764,004 | 11,952,026 | 9,984,022 |
| (+)유,무형자산 상각비 | 1,920,460 | 2,445,910 | 2,531,517 | 2,025,213 |
| 총현금유입 | 10,922,672 | 10,209,914 | 14,483,543 | 12,009,235 |
| 영업용 운전자본 | 15,693,785 | 17,908,856 | 18,535,666 | 14,828,533 |
| 순유형고정자산 | 9,109,149 | 23,611,123 | 24,437,513 | 19,550,010 |
| 기타 영업용 순자산 | 2,125,250 | 573,175 | 593,236 | 474,589 |
| IC | 26,928,184 | 42,093,155 | 43,566,415 | 34,853,132 |
| 예상ROIC(평균) | 38.7% | 22.5% | 27.9% | 25.5% |
| 예상ROIC(기초) | 45.9% | 28.8% | 28.4% | 22.9% |
| IC증가액 | | 15,164,971 | 1,473,260 | (8,713,283) |
| (+)유,무형자산 상각비 | | 2,445,910 | 2,531,517 | 2,025,213 |
| 총투자액 | | 17,610,881 | 4,004,777 | (6,688,070) |
| 예상 FCFF | | (7,400,967) | 10,478,766 | 18,697,305 |
| 할인기간 | | 0.33 | 1.33 | 2.33 |
| 현재가치 | | (7,106,108) | 8,906,018 | 14,066,386 |

목표주가: 가정 1

| | |
|---|---|
| 현재가치의 합 | 15,943,846 |
| PV of TV | 62,723,856 |
| 현금 + 시장성유가증권 | 10,097,776 |
| | |
| 비영업용자산 | 4,150,020 |
| Value of the Firm | 92,915,498 |
| (-) Value of the prefered stocks | 0 |
| Value of the Equity | 92,915,498 |
| 발행주식수 | 12,905,726 |
| **목표주가** | **₩ 7,200** |
| **현재주가** | **₩ 6,950** |
| **기대수익률** | **4%** |

### 가정 2. 견조한 성장세

**영업이익률** – 11.5% 가정

- 이유 : 동사는 해외 수주로의 수익 구조 변화로 장기적으로 영업이익률이 상승할 요인이 충분하다. 2007 년에 비해 2008 년 해외 수주 잔액 비율이 상승하였으므로 이를 영업이익률에 반영하였다.

**매출액 성장률**

- 2008 년 수치는 가정 1 과 동일, 이 후 10% 씩 지속적인 상승을 가정. 이유는 당장 10 월 8 일과 10 일에도 각각 154 억 설계, 20 억 감리 매출이 발생하였는데, 이는 건설경기에 영향을 덜 받고 견조한 매출 상승이 발생할 것이라는 점을 뒷받침 하기 때문이다.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|
| 예상매출액 | 120,134,984 | 148,918,600 | 163,810,460 | 180,191,506 |
| 매출액성장률 | | 24.0% | 10.0% | 10.0% |
| 매출액 | 120,134,984 | 148,918,600 | 163,810,460 | 180,191,506 |
| 예상EBIT | 12,416,844 | 12,375,639 | 18,838,203 | 20,722,023 |
| NOPLAT | 9,002,212 | 8,972,338 | 14,072,138 | 16,163,178 |
| (+)유,무형자산 상각비 | 1,920,460 | 2,435,289 | 2,678,818 | 2,946,700 |
| 총현금유입 | 10,922,672 | 11,407,628 | 16,750,956 | 19,109,878 |
| 영업용 운전자본 | 15,693,785 | 17,831,092 | 19,614,202 | 21,575,622 |
| 순유형고정자산 | 9,109,149 | 23,508,599 | 25,859,459 | 28,445,405 |
| 기타 영업용 순자산 | 2,125,250 | 570,686 | 627,755 | 690,530 |
| IC | 26,928,184 | 41,910,378 | 46,101,415 | 50,711,557 |
| 예상ROIC(평균) | 38.7% | 26.1% | 32.0% | 33.4% |
| 예상ROIC(기초) | 45.9% | 33.3% | 33.6% | 35.1% |
| IC증가액 | | 14,982,194 | 4,191,038 | 4,610,142 |
| (+)유,무형자산 상각비 | | 2,435,289 | 2,678,818 | 2,946,700 |
| 총투자액 | | 17,417,483 | 6,869,856 | 7,556,842 |
| 예상 FCFF | | (6,009,855) | 9,881,100 | 11,553,037 |
| 할인기간 | | 0.33 | 1.33 | 2.33 |
| 현재가치 | | (5,770,419) | 8,398,055 | 8,691,599 |

가정 2. 목표주가

| | |
|---|---|
| 현재가치의 합 | 11,319,235 |
| PV of TV | 104,190,730 |
| 현금 + 시장성유가증권 | 10,097,776 |
| | |
| 비영업용자산 | 4,150,020 |
| Value of the Firm | 129,757,761 |
| (-) Value of the prefered stocks | 0 |
| Value of the Equity | 129,757,761 |
| 발행주식수 | 12,905,726 |
| **목표주가** | **₩ 10,054** |
| **현재주가** | **₩ 6,950** |
| **기대수익률** | **45%** |

## VIII. Conclusion

희림의 본격적인 해외진출로 인해 국내의 경쟁업체들과는 절대적 비교 우위의 경쟁력을 확보하였다. 이제 희림의 경쟁사는 국내의 경쟁사들이 아니라 해외의 유수 설계 업체들이 되었다. 국내 최고의 경쟁력을 바탕으로 지속적으로 해외 진출 노력을 하여 희림은 2007년의 급격한 성장만큼은 아니지만 향후 지속적인 성장세를 유지할 것으로 보인다. 그리고 규모의 경제를 이룬 희림은 대형 규모의 수익성이 좋은 해외 및 국내 프로젝트를 앞으로도 계속해서 그 수주 건수와 액수를 늘려나갈 수 있을 것이라도 판단한다.

㈜에어조이의 지급보증 리스크와 건설 산업의 특성상 여러 규제 및 법규가 변화하는데 있어 리스크가 존재하지만 이러한 위험 요인들은 희림의 안정성과 성장성에 큰 영향을 미치지는 않을 것으로 보인다. 그러나 이러한 요인들은 분명 투자자의 입장에서 충분히 고려해봐야 할 것이다.

현재 세계 시장은 성장이 둔화되어 있으나 희림은 수주 기반의 영업을 하고 있으며 이미 2008년 수주 잔고는 역대 최고 수준을 갱신했으며 세계 경제 위기가 가시화된 2008년 3분기에도 지속적으로 대형 프로젝트를 수주하는 등 성장세를 이어나가고 있다. 물론 건설 경기가 둔화되면 희림의 고도 성장세가 꺾일 수 있지만 이미 최고 수준의 수주잔액으로도 향후 3년간 지속적인 매출 성장을 이어나갈 수 있을 것이라고 판단된다.

견실한 재무구조와 미차입 경영, 그리고 주주 우대 정책 등 향후 투자메리트가 높은 기업이라고 할 수 있다. Valuation 결과 최악의 상황을 가정했을 경우 7,200원 (안전마진 4%)이나 Team 4의 판단으로 valuation을 했을 경우 10,054원 (안전마진 45%)로 희림의 BUY 의견을 제시한다.

# IX. 부록

설계사무소(설계사)가 공사 발주자로부터 수주를 따오는 방식에는 사업수행능력 평가(PQ), 현상공모, 수의계약, 제한입찰 등이 있다. 발주자가 이 방식들 중 하나를 채택하여 공고하면, 여기에 참여하고자 하는 업체는 해당 수주 방식에 따라 경쟁을 하게 된다.

**PQ(Pre-Qulaification)** : 객관적인 평가기준에 의하여 참여자를 점수화하여, 2단계 평가에 참여할 수 있는 자격을 부여하는 1단계 평가이다. 명확한 기준에 의한 점수화가 이루어지기 때문에 다른 방식에 비해 평가의 객관성이 담보되는 장점이 있다.

**현상공모** : 짓고자 하는 건물의 설계를 공모하면 참가자들이 설계 시안을 제출하고, 이 중 가장 높은 평가를 받은 설계 시안을 제출한 회사가 설계자로 선정되는 방식이다.. ex) 관악구에서 새 구청을 짓기 위해 건축 계획을 잡고 설계에 대한 현상공모를 하면, 다양한 회사에서 설계와 조감도 시안을 제출하고, 이중 가장 높은 평가를 받은 작품을 제출한 업체가 선정된다.

**수의계약** : 수의계약은 경쟁을 통해 (설계)사업자를 선정하는 계약이 아닌, 발주자의 일반적 지명에 의한 계약 방법이다. 따라서 사업자 선정 과정에 있어 투명성이 담보되지 않으며, 뇌물 등 부패의 여지가 큰 편이다.

**Turn-Key** : 건설에서 Turn-Key 방식이란 발주자로부터 의뢰를 받은 시공사(ex) GS건설)가 계획, 설계, 시공을 포함한 모든 건설 과정을 총괄하여 책임지는 것을 말한다. 따라서 Turn-key 발주 방식에서는 설계자를 선정하는 것이 발주자가 아닌 시공자이며, 시공사는 보통 자사와 좋은 관계를 유지하고 있는 기술력이 담보된 설계사에게 설계를 맡기는 경향이 있다.

공공건물들과 같이 정부가 발주자가 되는 대규모 관급공사에서는 보다 객관적으로 사업자를 선정하고, 연고관계 등과 같은 요인의 개입을 방지하기 위하여 PQ 및 현상공모 방식을 주로 채택하고 있다. 한편 민간공사의 경우는 관급공사에 비해 PQ 및 현상공모의 비중이 적고 수의계약의 비중이 높은데, 최근에는 기술력이 입증된 사업자의 객관적 선정을 위해 제한입찰방식(입찰에 참여하는 사업자를 발주자가 선정하고, 이들 사이에서 입찰경쟁이 일어나는 방식)이 증가하는 추세이다.

한편 CM 방식의 수주는 CM으로서의 희림의 역할과 관련이 있으며, 주된 수주원은 설계와 마찬가지로 관급 및 민간공사이다.

**Balace Sheet**

UNIT:KRW100mn

| Account Name | 04. 12 | 05. 12 | 06. 12 | 07. 12 | 07. 06 | 07. 09 | 07. 12 | 08. 03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 자산총계 | 261 | 304 | 350 | 378 | 448 | 494 | 572 | 567 |
| 유동자산 | 152 | 176 | 188 | 171 | 231 | 279 | 351 | 351 |
| 당좌자산 | 152 | 176 | 188 | 171 | 231 | 279 | 351 | 351 |
| 현금및현금성자산 | 19 | 21 | 9 | 33 | 11 | 3 | 63 | 38 |
| 단기투자자산 | 59 | 72 | 34 | 11 | 13 | 18 | 38 | 38 |
| 단기매매증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출채권 | 63 | 71 | 102 | 101 | 108 | 221 | 197 | 134 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 109 | 128 | 162 | 207 | 217 | 215 | 221 | 216 |
| 투자자산 | 28 | 37 | 34 | 40 | 40 | 41 | 42 | 35 |
| 매도가능증권 | 14 | 15 | 11 | 13 | 14 | 14 | 12 | 18 |
| 만기보유증권 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 지분법적용투자주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 73 | 79 | 109 | 83 | 91 | 90 | 91 | 91 |
| 토지 | 14 | 14 | 14 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 설비자산 | 97 | 96 | 137 | 119 | 135 | 138 | 144 | 147 |
| 지분법적용투자주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 건물및부속설비 | 62 | 62 | 94 | 62 | 63 | 64 | 66 | 66 |
| 부채총계 | 28 | 34 | 39 | 46 | 126 | 114 | 111 | 138 |
| 유동부채 | 15 | 18 | 31 | 37 | 116 | 104 | 93 | 117 |
| 매입채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 13 | 16 | 8 | 10 | 10 | 10 | 18 | 21 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 233 | 270 | 311 | 331 | 323 | 380 | 461 | 429 |
| 자본금 | 50 | 55 | 55 | 55 | 55 | 65 | 65 | 65 |
| 자본잉여금 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 20 | 64 | 64 |
| 자본조정 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -15 | -2 | -22 |
| 기타포괄손익누계액 | 1 | 2 | 2 | 3 | 4 | 6 | 2 | 3 |
| 순운전자본 | 59 | 65 | 114 | 90 | 91 | 154 | 157 | 157 |
| 순차입금 | -78 | -93 | -43 | -44 | -24 | -20 | -101 | -77 |
| IC(투하자본) | 194 | 206 | 317 | 236 | 246 | 308 | 314 | 314 |

**Income Statement**

UNIT:KRW100mn

| Account Name | 04. 12 | 05. 12 | 06. 12 | 07. 12 | 07. 06 | 07. 09 | 07. 12 | 08. 03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 496 | 760 | 915 | 1,201 | 273 | 301 | 412 | 356 |
| 매출원가 | 416 | 650 | 772 | 977 | 241 | 219 | 313 | 313 |
| 매출총이익 | 80 | 111 | 143 | 224 | 32 | 82 | 99 | 43 |
| 판매비와관리비 | 40 | 50 | 95 | 100 | 22 | 26 | 40 | 28 |
| 영업이익 | 40 | 61 | 47 | 124 | 9 | 56 | 59 | 15 |
| 영업외수익 | 8 | 3 | 10 | 6 | 1 | 0 | 4 | 6 |
| 이자수익 | 6 | 1 | 2 | 2 | 0 | 0 | 1 | 3 |
| 투자자산처분이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기투자증권처분이익 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 유형자산처분이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업외비용 | 2 | 8 | 16 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 이자비용 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산평가손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

**Cash Flow Statement**

UNIT:KRW100mn

| Account Name | 04. 12 | 05. 12 | 06. 12 | 07. 12 | 07. 06 | 07. 09 | 07. 12 | 08. 03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동으로인한현금흐름 | 45 | 38 | 73 | 71 | 18 | -52 | 116 | 50 |
| 당기순이익 | 36 | 48 | 35 | 90 | 6 | 56 | 27 | 20 |
| 현금유출이없는비용 | 11 | 17 | 61 | 31 | 10 | 6 | 15 | 4 |
| 감가상각비 | 9 | 10 | 14 | 19 | 9 | 5 | 5 | 4 |
| 현금유입이없는수익 | 0 | 0 | 0 | 1 | -0 | 0 | 1 | 0 |
| 장기투자증권평가이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산처분이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기투자증권처분이익 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 지분법이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산처분이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동으로인한자산부 | -2 | -27 | -23 | -49 | 2 | -114 | 75 | 26 |
| 영업활동자산의감소 | -8 | -28 | -23 | -101 | -0 | -123 | 28 | 58 |
| 매입채무의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동으로인한현금흐름 | -43 | -47 | -32 | -83 | -37 | 68 | -55 | -81 |
| 투자활동현금유입액 | 67 | 141 | 35 | 112 | 6 | 76 | 25 | 29 |
| 장기투자증권의감소 | 1 | 12 | 8 | 15 | 0 | 0 | 15 | 0 |
| 토지의감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 건물및부속설비의감 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자활동현금유출액 | 110 | 187 | 67 | 195 | 44 | 8 | 80 | 110 |
| 토지의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 설비자산의증가 | 14 | 41 | 18 | 25 | 13 | 3 | 6 | 4 |
| 건물및부속설비의증 | 0 | 32 | 0 | 4 | 1 | 1 | 2 | 0 |
| 재무활동으로인한현금흐름 | -1 | -3 | -17 | 42 | 13 | -21 | -4 | 7 |
| 재무활동현금유입액 | 191 | 336 | 359 | 565 | 115 | 116 | 220 | 140 |
| 자본금의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동현금유출액 | 191 | 339 | 377 | 523 | 101 | 136 | 224 | 132 |
| 배당금의지급 | 1 | 7 | 15 | 17 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 1 | -12 | 24 | 30 | -6 | -5 | 57 | -24 |
| 기초현금 | 19 | 21 | 9 | 33 | 17 | 11 | 5 | 63 |
| 기말현금 | 21 | 9 | 33 | 63 | 11 | 5 | 63 | 38 |

**순차입금비율(순부채비율)**

UNIT: %, X

| Account Name | 04. 12 | 05. 12 | 06. 12 | 07. 12 | 07. 06 | 07. 09 | 07. 12 | 08. 03 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ROE | 14.4% | 16.6% | 10.8% | 22.7% | 1.9% | 15.8% | 6.5% | 4.5% |
| ROA | 12.8% | 14.7% | 9.5% | 18.9% | 1.4% | 11.8% | 5.1% | 3.5% |
| 매출총이익률 | 16.1% | 14.5% | 15.6% | 18.7% | 11.6% | 27.2% | 24.0% | 12.1% |
| 순이익률 | 8.1% | 8.0% | 5.2% | 10.3% | 3.3% | 18.5% | 14.4% | 4.2% |
| 매출액증가율(<t>/<t-1>) | 33.5% | 53.3% | 20.3% | 31.3% | 27.3% | 13.3% | 50.4% | 65.2% |
| 영업이익증가율(<t>/<t-1>) | 385.8% | 51.4% | -22.1% | 162.0% | -53.6% | 106.3% | 802.2% | 7030.3% |
| 순이익증가율(<t>/<t-1>) | 168.7% | 32.8% | -28.2% | 160.4% | -59.3% | 106.7% | 258.0% | 1811.5% |
| 자기자본증가율 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 5.3% | 10.1% | 15.8% | -0.7% |
| 부채비율 | 12.6% | 12.6% | 14.0% | 24.1% | 39.0% | 29.9% | 24.1% | 32.1% |
| 유동비율 | 981.5% | 603.2% | 465.3% | 378.2% | 198.9% | 267.3% | 378.2% | 299.7% |
| 당좌비율 | 981.5% | 603.2% | 465.3% | 378.2% | 198.9% | 267.3% | 378.2% | 299.7% |
| 순차입금비율(순부채비율) | -31.9% | -9.2% | -12.9% | -21.9% | -7.0% | -5.0% | -21.9% | -17.8% |
| 매출채권회전일수 | 48.7 | 41.2 | 40.1 | 44.8 | 134.7 | 197.3 | 183.2 | 167.4 |
| PER(Adj.,FY End) | 4.5 | 7.1 | 11.8 | 12.5 | 214.2 | 35.2 | 41.2 | 62.4 |
| PBR(Adj.,FY End) | 0.6 | 1.1 | 1.2 | 2.4 | 4.0 | 5.2 | 2.4 | 2.9 |
| PSR(Adj.,FY End) | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.9 | 4.7 | 6.5 | 2.7 | 3.5 |
| PCR(Adj.,FY End) | 3.6 | 5.9 | 8.4 | 10.3 | 83.1 | 32.4 | 34.9 | 51.2 |
| EV/Sales | 3.2 | 4.3 | 7.5 | 8.1 | 90.5 | 6.2 | 8.0 | 17.7 |
| 수정DPS(보통주) | 84.521 | 126.782 | 169.042 | 250 | 0 | 0 | 0 | 0 |