LEADING
Mid-Cap Research

한미글로벌 (053690 KS)

제 2의 성장기

2011년 10월 4일

Analyst : 박준모
jmpark@leading.co.kr
82-2-2009-7328

Leading Traffic Light: Green

한미글로벌은...

- ✓ 동종업체 대비 우수한 전문인력과 기술력을 갖춘 건설사업관리 국내 선두업체
- ✓ 세계 18 위의 건설사업관리업체 (미국제외)

Green light because:

- ✓ 큰 폭의 수주증가로 향후 2-3 년간 제 2 의 성장기 진입 예상
- ✓ 일시적으로 수익성이 악화되는 2011 년을 저점으로 2012 년 순이익 3 배 이상 증가

성장 잠재력:

- ➢ 국내 건설경기 부진에도 큰 폭의 수주 증가
- ➢ 2013 년 매출액 2010 년 대비 3 배 가까이 증가할 것으로 전망

경영진과 주주가치:

- ➢ 우수한 전문인력과 기술력 확보로 국내업계 최고의 경쟁력
- ➢ 배당수익률은 4.3%로 비교적 높은 수준이며 20-25%의 배당성향 유지 계획

가치창출과 재무안정성:

- ➢ 수익성이 정상화되는 2012 년 ROE 24%로 회복 예상
- ➢ 2010 년까지 실질적인 무차입 경영상태였으며 2011 년 BW 와 EB 발행에도 순현금 보유의 우수한 재무구조

Valuation:

- ➢ 영업이익률과 ROE 모든 면에서 국내 및 해외 동종업체 대비 우수한 수익성
- ➢ BW 워런티 행사를 가정한 25%의 EPS 희석에도 2012 년 예상 PER 4.4 배

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 리비아 공사 재개, 용산업무지구 개발사업, 건설관계 법령 개정 지연 여부

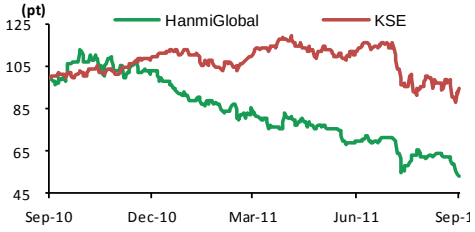
Not Rated

목표주가	N/A
현재주가	6,990 원
목표수익률	N/A

Key Data	2011 년 9 월 30 일
산업분류	자본재
코스피	1,769.65
시가총액 (십억원)	49.6
발행주식수 (백만주)	7.1
외국인 지분율 (%)	1.3%
52 주 고가 (원)	14,950
저가 (원)	6,990
60 일 평균거래대금 (십억원)	0.1
주요주주	(%)
김종훈외 8인	47.7
한미글로벌 자사주	1.7

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(14.4)	(35.3)	(46.6)
상대주가	(8.6)	(18.7)	(41.1)

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	80.3	0.1	9.0	11.2	7.3	1,212	33.1	5.8	2.9	37.1	1.8
2009	95.9	19.4	9.9	10.3	8.2	1,155	(4.7)	6.0	1.6	24.1	1.0
2010	92.8	(3.2)	10.3	11.1	8.3	1,167	1.0	6.0	2.9	18.2	1.1
2011E	134.2	44.5	5.2	3.9	4.4	624	(46.5)	11.2	7.5	9.0	0.9
2012E	203.5	51.6	18.5	9.1	14.0	1,972	215.7	3.5	2.6	24.0	0.8
2013E	259.5	27.5	24.4	9.4	18.5	2,608	32.3	2.7	1.9	25.6	0.6

목차

핵심 투자포인트 3

Section 1: 기업 Snapshot 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가? 6

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은? 7

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은? 8

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?..... 9

Section 6: CEO 의 경영철학은? 10

Section 7: 동종업종 기업들과 Valuation 비교 11

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 12

Section 9: 영업현황과 실적전망 13

핵심 투자포인트

✓ 건설관리사업 (Construction Management; CM) 국내 선두업체

한미글로벌은 미국 파슨스와 합작으로 설립된 국내 최초의 CM 전문회사이며 설립초기에는 기술이전을 비롯한 CM 사업체제 구축에 파슨스가 주도적인 역할을 담당하였다, 파슨스의 지분이 정리된 2006 년 이후에도 타 업체대비 월등한 기술력과 전문인력을 기반으로 국내 CM 업계 1 위의 위치를 유지하여 왔으며 Engineering News Record 가 발표하는 세계 20 대 (미국제외) CM 업체에 선정되고 있다. 동사의 CM 매출은 수수료 계약인 용역형과 시공사 역할까지 수행하는 책임형의 두 가지로 구분되며 용역형이 책임형에 비해 수익성이 높다. (Page 4)

✓ 향후 2-3 년간 제 2 의 성장기 진입

2011 년 들어 국내 건설시장의 부진이 지속되는 가운데 한미글로벌이 용역업무를 수행하던 리비아 신도시 건설이 내전사태로 중단되어 이익이 크게 감소하는 등 부정적인 요인들만 부각되어 왔다. 그러나 국내 CM 시장은 지난 3 년간의 최악의 침체기를 지나 회복되는 추세에 있으며 특히 한미글로벌의 경우 자체적인 경쟁력을 바탕으로 큰 폭의 수주증가세를 기록하고 있다. 국내외 경기침체의 영향으로 시장의 주목을 받지 못하고 있으나 동사는 2011 년부터 향후 2-3 년간 제 2 의 성장기에 진입할 것으로 예상된다. (Page 14)

실제로 한미글로벌의 CM 수주는 지난 2010 년 하반기 825 억원으로 전 분기에 비해 두 배 이상 증가하였으며 금년 상반기에도 700 억원을 상회하였다. 이에 따라 리비아 공사 중단에도 불구하고 2Q11 매출은 전년동기대비 50% 가까이 증가하였으며 2011 년 전체 매출은 전년대비 45% 증가한 1,342 억원에 달할 것으로 예상된다. 2011 년 이후에도 용산개발 본격화, 리비아 공사재개 그리고 건설관련 법규 개정으로 인한 관공사 수주증가 등으로 외형성장세가 지속되어 2013 년에는 매출액 규모가 2010 년에 비해 3 배 가까이 증가한 2,600 억원에 달할 것으로 예상된다. 2011 년 순이익은 리비아 공사중단에 따른 대손상각으로 전년대비 47% 감소하겠으나 이는 일시적인 이익감소이며 수익구조가 정상화되는 2012 년에는 전년대비 3 배 이상 증가한 140 억원에 달할 것으로 예상된다. (Page 17)

✓ 해외시장 진출로 장기적인 성장기반 확보에 주력

해외시장 진출은 한미글로벌이 장기적인 성장을 위하여 가장 역점을 두는 부분으로 동사는 금년 총 190 억원의 자금을 투입하여 미국의 종합엔지니어링 업체인 Otak Inc.의 지분 71%를 인수하였다. 동사는 Otak 인수를 통해 미국시장 진출 외에도 신도시 개발사업이 활발해지고 있는 중동과 북아프리카 지역 등 개발도상국가에서 사업기반이 크게 확대될 것으로 기대하고 있다. 한편 리비아 사태는 현재 한미글로벌의 실적이나 주가에 가장 큰 부담요인으로 작용하고 있으나 현지 경제활동이 정상화되면 오히려 동사의 실적에 획기적인 전기가 될 것으로 예상된다. 리비아 공사가 재개되면 중단된 수주잔고의 실현 외에도 단일계약으로는 최대규모였던 지난 2008 년의 뱅가지 신도시개발과 비슷한 규모 (699 억원) 의 용역계약 2 개를 추가적으로 수주할 가능성이 높은 것으로 예상된다. (Page 16)

✓ 부채발행에도 여전히 우수한 재무구조

한미글로벌은 지난 2010 년까지 실질적인 차입금이 없는 무차입 경영상태였다. 금년 들어 Otak 지분투자 자금을 확보하기 위해 총 243 억원의 BW 와 EB 를 발행하였으나 여전히 순 현금 상태의 우수한 재무구조를 유지할 것으로 예상된다. BW 와 EB 모두 만기이자율 3% 조건으로 발행되었으며 지급이자는 동사의 이익규모에 비해 극히 미미한 수준이다. (Page 8)

✓ 동종업체 대비 탁월한 수익성

동사는 2010 년 까지 영업이익률과 ROE 등 모든 면에서 국내 및 해외 동종업체 대비 월등한 수익성을 기록하였다. 2011 년에는 리비아 사태로 일시적인 수익성 악화가 예상되나 2012 년에는 업계 내에서 가장 높은 수익성을 회복할 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 주가 면에서는 주식시장과 동종업체 대비 과도하게 저평가되어 있는 상황이다. (Page 11)

Section 1: 기업 Snapshot

건설사업관리 선두업체

미국 파슨스와 합작으로 설립된 국내 최초의 CM 전문회사

한미글로벌은 지난 1996 년 미국 CM 업체인 파슨스, 서영엔지니어링 그리고 현 대표이사인 김종훈 회장을 비롯한 임직원이 공동출자하여 설립된 국내 최초의 CM 전문회사이다. 설립 당시 파슨스와 서영이 각각 40%의 지분을 보유하여 공동 대주주 체제였으나 100 여명의 직원 중 파슨스 파견인력을 포함한 외국인 직원이 40%를 상회하였고 기술이전을 비롯한 CM 사업 체제 구축에 파슨스가 주도적인 역할을 담당하였다.

국내 1위 및 세계 18대 (미국제외) CM 회사

동사는 설립초기인 1998 년부터 상암동 월드컵 경기장 CM 수주를 시작으로 타워팰리스, 삼성동 I-Park, 광진구 더샵스타시티, 잠실 제 2 롯데월드 등 서울의 주요 랜드마크 건물들에 대한 CM 용역업무를 수행하여 왔다. 설립 당시 대주주였던 서영엔지니어링은 2000 년대 중반 한미글로벌에 대한 지분을 정리하였으며 파슨스도 2006 년 지분을 정리하였다. 동사는 독립적인 영업활동을 통해서도 국내 업계 1 위의 위치를 유지하여 왔으며 특히 지난 2006 년부터 Engineering News Record (ENR)가 발표하는 세계 20 대 (미국제외) CM 업체에 선정되고 있다.

표 1. 국내 업체별 CM 계약 순위 (2010 년)

순위	업체	CM 계약 (십억원)
1	한미글로벌	38.2
2	희림	36.8
3	삼우	24.8
4	건원 엔지니어링	17.4
5	전인씨엠	16.1
6	롯데건설	13.4
7	아이티엠	12.9
8	파슨스브링커호프	10.6
9	선진 엔지니어링	9.9
10	토펙 엔지니어링	9.5
	기타 53 개업체	72.9

자료: 한국 CM 협회

표 2. 미국제외 세계 업체별 CM/PM 계약 순위 (2010 년)

순위	업체	계약액 (US$백만)
1	Hochtief AG	1,005
2	Balfour Beatt	886
3	Lend Lease Group	863
4	Leighton Holdings	829
5	Dar Al-Handasah	486
6	China Power Eng. Consulting	383
7	Atkins	354
8	Turner & Townsend	317
9	Hatch Group	260
10	Arcadis NV.	258
18	**한미글로벌**	**88**

자료: Engineering News Record

ENR 발표 세계 CM 업체 순위진입으로 리비아 신도시 CM 용역 수주

ENR 이 발표하는 세계 CM 업체 순위가 의미를 갖는 것은 단순한 산업통계 자료가 아니라 해외 건설시장에서 CM 업체 선정에 주요 참고자료로 사용되기 때문이다. CM 의 활용도가 높은 외국의 경우 CM 업체의 자체적인 영업활동을 통한 수주 외에도 발주처에서 상위 ENR 순위에 포함된 업체들의 경쟁력을 검토한 후 직접 CM 업체에 입찰참여 의사를 타진하고 있다. 지난 2008 년 한미글로벌의 단일계약으로는 최대 규모 (699 억원) 였던 리비아 신도시 건설 CM 용역수주도 리비아 발주처인 Housing & Infrastructure Board (HIB)가 한미글로벌 측에 입찰 참여를 의뢰한 결과였다.

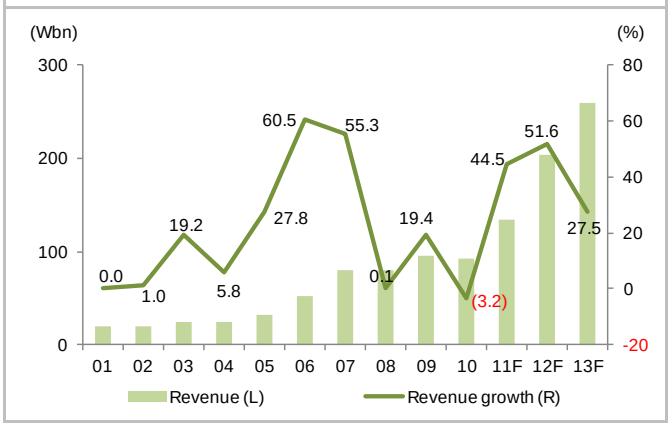
용역형 CM 이 책임형 CM 에 비해 높은 수익성

동사의 CM 매출은 크게 용역형과 책임형 CM 의 두 종류로 구분되며 지난 해까지 용역형 CM 이 전체 매출의 80% 가량을 차지하였다. 용역형은 수수료 계약으로 건설공사에 대한 컨설팅 업무만을 제공하는데 비해 책임형은 시공사의 역할까지 담당한다. 이에 따라 책임형의 경우 공사비가 CM 매출로 인식되고 추가적인 비용이 발생하기 때문에 수익성 면에서는 용역형에 비해 낮다. 회사측에 따르면 2010 년까지 최근 수년간 용역형의 영업이익률은 11-12%이었으며 책임형의 경우는 4-5% 수준이었다. 동사의 영업이익률은 지난 2007 이후 2010 년까지 용역형과 책임형의 매출비중 변화에 따라 10-11% 의 안정된 수준에서 변동되어 왔다.

리비아 공사 중단으로 2011년 수익성 하락

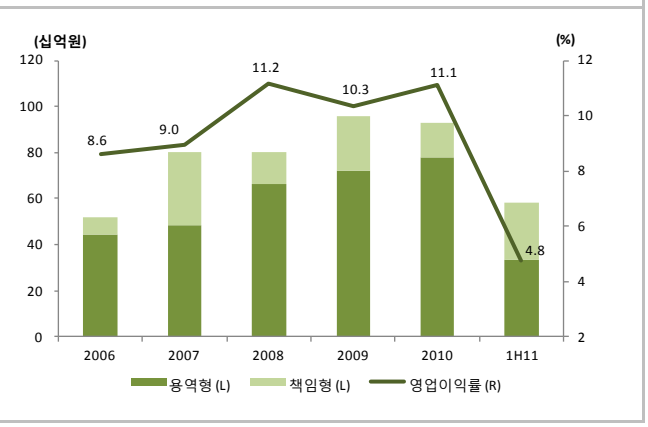
그러나 금년 상반기 들어 영업이익률은 5% 이하로 큰 폭으로 하락하였다. 수익성이 낮은 책임형의 매출 비중이 지난 해의 16%에서 43%로 크게 증가하였으나 책임형 비중 확대를 감안하더라도 지나치게 큰 폭의 수익성 하락이었다. 회사측에 따르면 국내 용역형과 책임형의 이익률에는 큰 변화가 없었으나 해외 매출의 가장 큰 비중을 차지하고 있는 리비아 뱅가지 신도시 건설이 지난 2 월 내전사태 발발 이후 중단되면서 수익성 하락의 주 요인으로 작용하였다. 동사는 리비아 신도시 건설이 금년 말이나 내년 초에 재개될 것으로 예상하고 있다.

도표 1. 매출액 및 매출증가율 추이



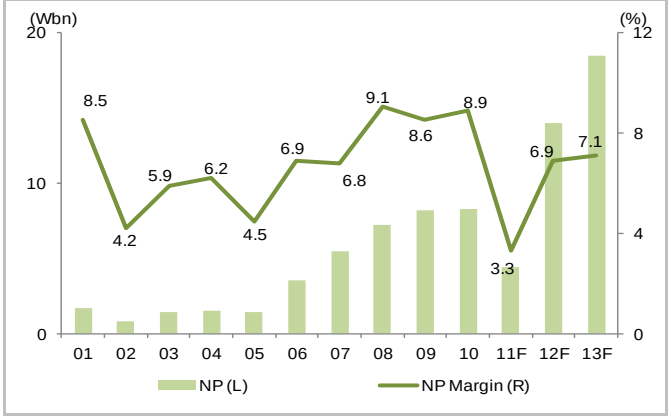
자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

도표 2. 용역형/책임형 매출비중 및 영업이익률 추이



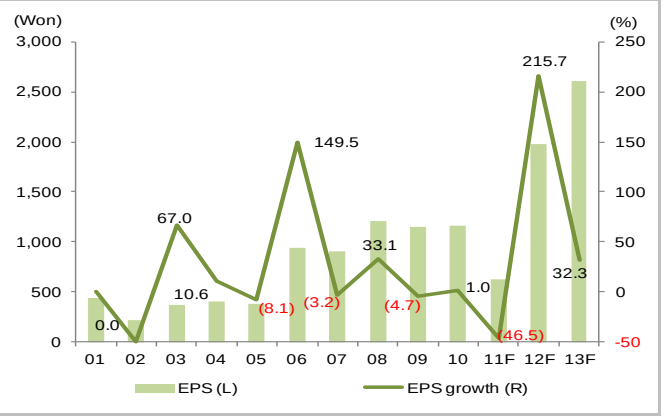
자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

도표 3. 순이익 및 순이익률 추이



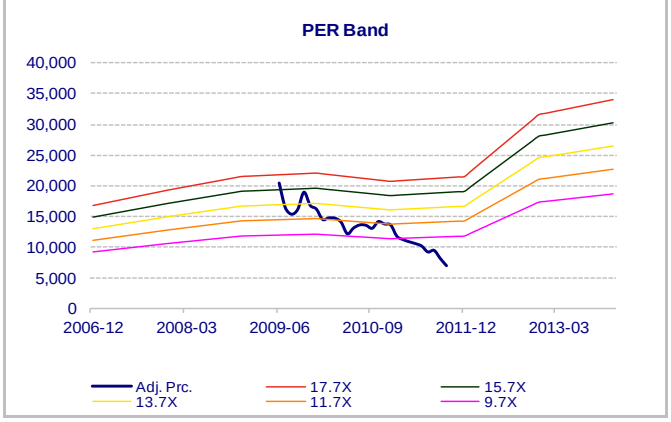
자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

도표 4. EPS 및 EPS 성장률 추이



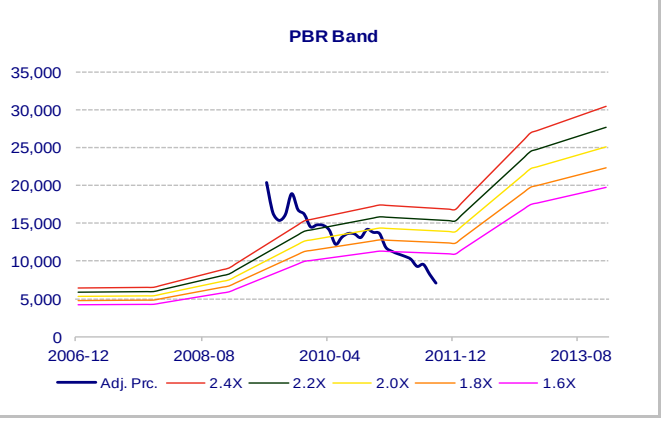
자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

도표 5. PER Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

도표 6. PBR Band



자료: FnGuide, 리딩투자증권

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

2011 년을 저점으로 ROE 회복 예상

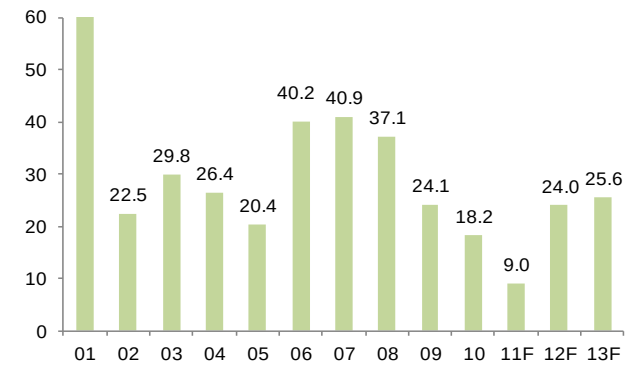
리비아 사태의 영향으로 2011년 ROE 9.0%까지 하락 예상

한미글로벌은 신규상장된 2009 년 자본규모가 두 배 가까이 증가한데다 이익 성장세가 둔화되면서 40%를 상회하던 ROE 가 크게 하락하여 2010 년에는 18.2%로 낮아졌다. 2011 년에는 리비아 사태의 영향으로 순이익이 전년대비 40% 이상 감소함에 따라 ROE 도 지난해의 절반 수준인 9.0%로 하락할 것으로 예상된다.

2012년 ROE 업계 최고 수준인 24%까지 회복 예상

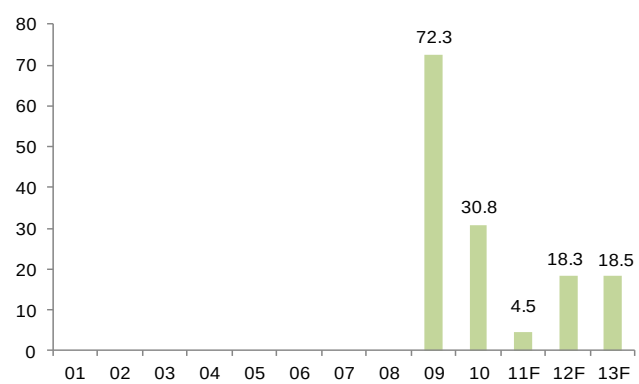
그러나 2012 년부터는 매출이 지속적으로 증가하는 가운데 리비아 관련 손실이 발생하지 않아 순이익이 2011 년 대비 3 배 이상 증가하면서 ROE 는 24%까지 회복될 것으로 예상된다. 비록 동사의 ROE 가 2009-2010 년 하락하였으나 국내 동종업체 및 해외 CM 업체 평균에 비해 두 배 이상 높았으며 수익성이 정상화되는 2012 년 이후에도 업계 최고 수준의 수익성을 유지할 것으로 예상된다.

도표 7. ROE (%)



자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

도표 8. ROIC less WACC (%)



자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

ROIC 도 2012년 26%로 회복

동사의 ROIC 또한 2011 년에 이익 감소 외에도 총 243 억원에 달하는 BW 와 EB 발행으로 투하자본이 크게 증가하면서 2010 년의 39.3%에서 10.7%까지 하락하여 WACC 을 소폭 상회하는 수준에 머물 것으로 보인다. 그러나 일시적인 수익성 악화 요인이 제거되는 2012 년에는 25.5%로 회복될 것으로 예상된다.

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은?

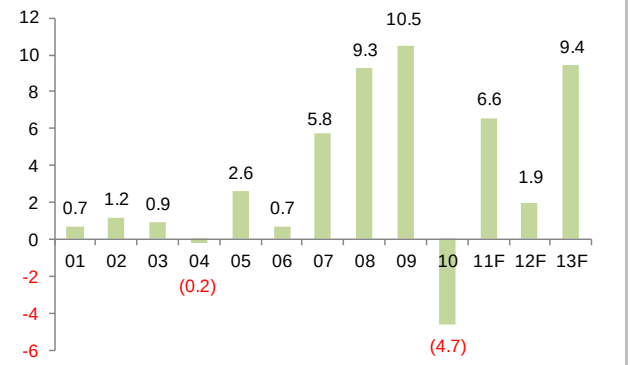
매출채권의 일시적인 증가로 2010년 운전자금 부담

한미글로벌은 지난 2009 년까지 지속적으로 FCF 를 창출하였으나 2010 년 들어 운전자금 부담이 크게 증가하면서 47 억원의 마이너스 FCF 를 기록하였다. 그러나 회계연도 결산시점과 일시적인 매출채권 증가가 겹치면서 발생한 현금유출이었으며 매출채권 증가분의 대부분이 채권회수에 전혀 문제가 없는 공공기관 용역관련 매출이었다.

매출채권 비중 정상화로 2011년 66억원, 2013년 90억원을 상회하는 FCF 창출

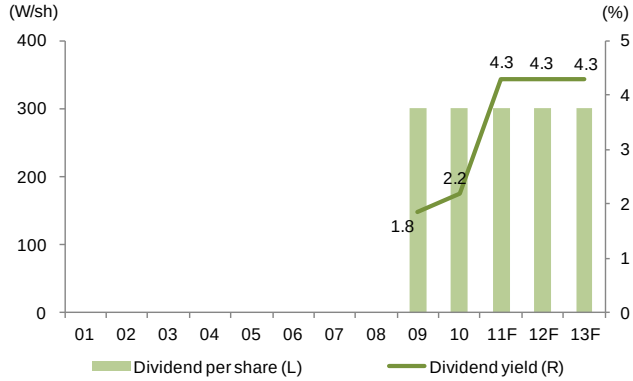
금년 상반기에는 리비아 공사중단에도 불구하고 공공기관 매출채권이 결제되고 수주증가에 따른 선수금 증가로 추가적인 운전자금 부담은 발생하지 않았다. 회사측은 2011 년에는 매출액대비 매출채권 비중이 2010 년의 30%에서 2007 년-2009 년의 13%-18% 수준으로 정상화 될 것으로 예상하고 있다. 보수적인 관점에서 20%로 가정하여도 동사는 2011 년에는 66 억원, 2013 년에는 90 억원을 상회하는 FCF 를 창출할 것으로 예상된다.

도표 9. FCF 추이



자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

도표 10. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

배당수익률은 4.3%로 비교적 높은 수준

동사는 Otak 을 비롯한 지분투자 자금 소요를 BW 와 EB 발행으로 충당하여 충분한 자체 현금보유량을 유지하고 있어 2011 년에도 주당배당금 300 원을 유지하는 데 큰 어려움이 없을 것으로 보인다. 현재가 기준 배당수익률은 4.3%로 타 상장업체 대비 높은 수준이다. 동사의 내부적인 20-25%의 배당성향 정책과 2011 년의 이익감소를 감안하면 주당배당금이 150 원 수준으로 내려갈 가능성이 있으나 회사측에 따르면 금년 이익감소가 일회성이기 때문에 지난해와 같은 수준의 배당금을 유지할 가능성이 높은 것으로 보인다.

표 3. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	1.1	1.6	1.5	0.2	3.0	1.9	6.1	10.0	11.2	(3.9)	6.8	2.1	9.5
CAPEX	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	1.2	0.4	0.7	0.7	0.7	0.2	0.2	0.1
FCF	0.7	1.2	0.9	(0.2)	2.6	0.7	5.8	9.3	10.5	(4.7)	6.6	1.9	9.4
총 배당금	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.8	0.8	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
주당 배당금									300	300	300	300	300
배당 수익률(%)									1.8	2.2	4.3	4.3	4.3

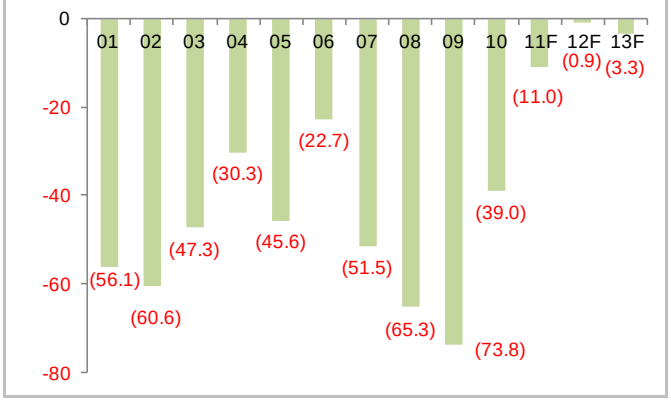
주: 1. 배당수익률은 해당연도 종가기준
2. 상장 전 주당배당금 계산은 액면분할로 상장 후 수치와 일관성이 없어 생략
자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

지분투자를 위한 243억원의 부채 조달하였으나 순 현금 상태의 우수한 재무구조 유지

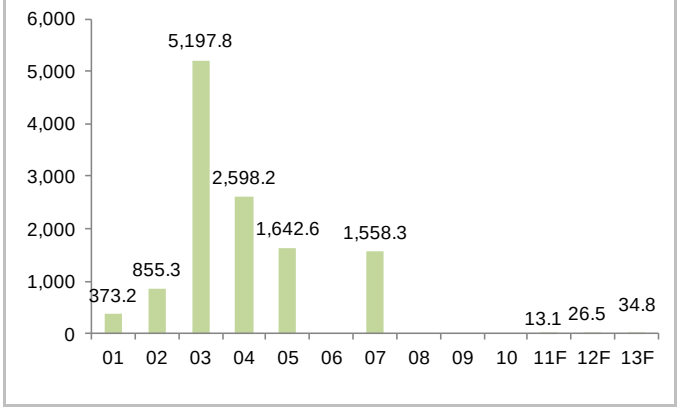
한미글로벌은 지난 2010 년 까지 실질적인 차입금이 없는 무차입 경영 상태였으며 2009 년에는 현금성 자산규모가 333 억원에 달하기도 하였다. 금년에는 지분투자 자금을 확보하기 위한 BW 와 EB 발행으로 243 억원의 부채를 조달하였으나 여전히 순 현금 상태의 우수한 재무구조를 유지할 것으로 예상된다. BW 와 EB 모두 만기이자율 3%의 조건으로 발행되어 이자부담은 미미한 수준이다.

도표 11. 순부채비율 (%)



자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

도표 12. 이자보상배율 (배)



자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

표 4. 차입금과 이자보상비율

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24.3	24.3	24.3
현금과 현금성 자산	1.9	2.5	2.5	2.0	3.4	2.3	8.5	14.9	33.3	17.8	30.1	24.9	27.0
순차입금	(1.9)	(2.5)	(2.5)	(2.0)	(3.4)	(2.3)	(8.5)	(14.9)	(33.3)	(17.8)	(5.8)	(0.6)	(2.7)
순차입금/총자본 (%)	(56.1)	(60.6)	(47.3)	(30.3)	(45.6)	(22.7)	(51.5)	(65.3)	(73.8)	(39.0)	(11.0)	(0.9)	(3.3)
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7	0.7
이자보상배율 (배)	373.2	855.3	5,198	2,598	1,643		1,558				13.1	26.5	34.8

주: 이자보상배율이 100 만배를 상회하는 등 과도하게 높은 수치가 나오는 일부 회계연도 이자보상배율은 생략
자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

2007 년부터 주식발행으로 174 억원 조달

2009년 신규상장을 포함한 주식발행으로 174억원 조달

한미글로벌은 설립 후 지속적인 잉여현금 흐름 창출로 자금운용에 어려움이 없었으며 2007 년 상장 전 유상증자와 2009 년의 신규상장을 통해 총 174 억원을 주식발행으로 조달하였다.

표 5. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 (01-10)
납입자본금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0	3.0	3.6	3.6	2.6
주식발행초과금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.8	14.8	14.8
주식발행으로 인한 조달금	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**2.0**	**0.0**	**15.4**	**0.0**	**17.4**

자료: 한미글로벌

Overhang - BW 발행으로 180 만주의 추가상장 가능성

금년 상반기 중 총 243억원의 BW 와 EB 발행

동사는 금년 상반기 중 198 억원의 BW 와 45 억원의 EB 를 발행하였으며 이중 190 억원은 Otak 에 대한 지분인수 (140 억원) 와 대여금 (50 억원) 으로 사용되었다. 회사측에 따르면 나머지 53 억원은 금년이나 내년 중 친환경 엔지니어링 업체 인수에 사용할 계획이다.

추가상장 가능성이 주가 상승에 부담은 아닌 것으로 판단

자사주로 교환될 EB 를 제외한 BW 의 워런트가 행사될 경우 현재 총 상장주식수 710 만주의 25.4%에 해당하는 180 만주의 추가상장이 가능하다. 현재 주가는 6,990 원으로 워런트 행사가격까지는 60% 가까이 상승해야 한다는 점을 감안할 때 당분간 추가 상장에 따른 물량부담의 위험성은 크지 않은 것으로 판단된다.

표 6. BW 와 EB 잔액과 행사가능 주식 수

종류	발행일	만기일	권면총액 (십억원)	행사가능기간	주당 행사가격 (원)	행사가능 주식수
분리형 BW (무보증)	2011.03.29	2016.03.29	7.3	2012.03.29~2016.03.29	11,000	666,722
분리형 BW (무보증)	2011.04.08	2016.04.08	12.5	2012.04.08~2016.03.25	11,000	1,136,363
EB (무보증)	2011.04.08	2016.04.08	4.5	2011.10.08~2016.03.08	11,000	409,090
합계			**24.3**			**2,212,175**

자료: 한미글로벌

추가상장으로 인한 희석화를 감안하더라도 저 평가 상태

2012 년 행사가능한 워런트가 모두 행사된다면 2012 년 예상 EPS 는 1,972 원에서 1,572 원으로 희석화 되고 PER 은 3.5 배에서 4.4 배로 높아진다. 그러나 워런트 행사를 가정한 PER 도 시장이나 동종업종 대비 낮은 수준이어서 추가상장 주식이 동사의 주가상승에 큰 부담요인인 아닌 것으로 판단된다.

표 7. Full dilution 시 EPS 와 PER 의 변화

	2011F	2012F	2013F
총 상장 주식수	7,100	7,100	7,100
행사가능 주식수		1,803	
가능한 총 상장주식수	7,100	8,903	8,903
자			
EPS	624	1,972	2,608
PER	11.2	3.5	2.7
Fully diluted EPS	624	1,572	2,080
Fully diluted PER	11.2	4.4	3.4

자료: 리딩투자증권

Section 6: CEO 의 경영철학은?

국내 최초로 CM 시스템을 도입한 초고층 건물 건축전문가

한미로벌의 대표이사인 김종훈 회장은 회사 창립자이자 28.1%의 지분을 보유한 최대주주이다. 미국 파슨스와 서영엔지니어링의 합작을 주도하여 국내 건설업계에 최초로 CM 시스템을 도입하였으며 건설업계의 오피니언 리더로 알려져 있다. 삼성물산 재직 시에는 건설 당시 세계 최고층 빌딩이었던 말레이시아의 Petronas Tower 의 현장 책임자를 역임한 초고층 건물 전문가이다.

기술개발과 전문인력 양성이 최우선 경영철학

김종훈 회장의 경영철학은 기술개발과 전문인력 양성을 통한 업계 최고 수준의 CM 서비스 제공이다. 금년 총 190 억원의 대규모 자금이 투입된 Otak 인수도 한미글로벌의 기획과 설계분야의 경쟁력을 강화하기 위한 기술개발의 일환이었다. 조직관리 면에서는 직원들의 복지향상을 강조하고 있으며 개인적으로는 사재를 출연하여 '따듯한 동행'이라는 재단을 설립하여 사회봉사활동에 참여하고 있다. 한미글로벌의 전 임직원 또한 매달 급여의 1%를 불우이웃을 위해 기부하고 입사시에는 근로계약에 사회봉사활동 서약을 하고 있다.

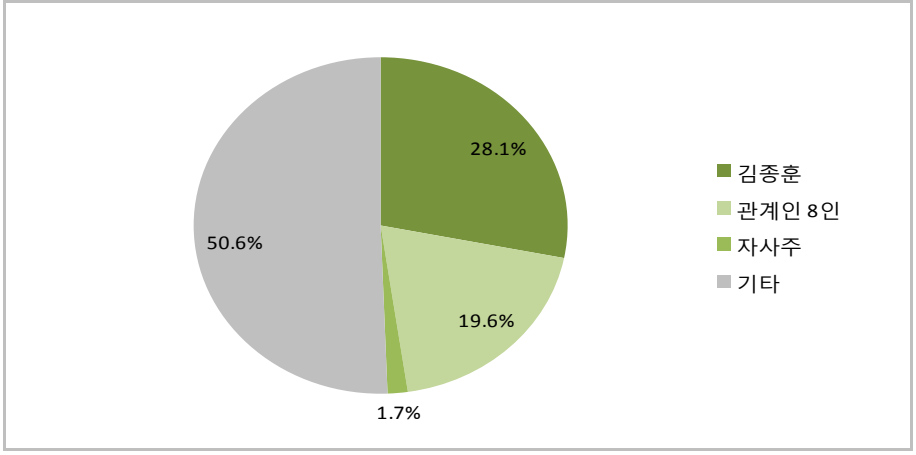
CEO 프로필

표 8. 주요 경력 및 학력

기간	경력
2009 년 ~ 현재	한미글로벌 대표이사 회장
1996 년	한미글로벌 대표이사 사장
1984 년	삼성물산
1979 년	㈜한양
1977 년	한라건설
1973 년	한샘건축연구소
	학력
2006 년	서울대학교 건축학과 박사과정 수료
2001 년	서강대학교 경영학 석사
1973 년	서울대학교 건축학과 졸업

자료: 한미글로벌

도표 13. 한미글로벌 주주 구성



자료: 한미글로벌

Section 7: 동종업계 기업들과 Valuation 비교

국내에서는 희림 종합건축사무소가 유일한 비교 상장업체

아래 표에 선정된 업체들 중 희림 종합건축사무소는 국내 CM 계약 기준 업계 2 위의 업체이다. 한미글로벌과 같이 CM 전문업체가 아닌 설계위주의 영업을 하고 있으나 한미글로벌 이외에 유일하게 상장된 업체라는 점에서 비교대상 동종업체로 큰 무리가 없는 것으로 판단된다. 해외업체로는 미국의 Hill International 이 순수 CM 업체이며 한미글로벌이 벤치마킹하고 있는 업체이기도 하다. 나머지 외국업체들도 CM 업계 상위의 업체들이나 부동산개발, 금융, 광산, 통신사업 등 다양한 사업을 하고 있어 전체 매출에서 CM 이 차지하는 비중은 5-18%에 불과하다.

동종업종 대비 월등한 수익성에도 불구 과도한 저평가

한미글로벌은 2010 년까지 영업이익률과 ROE 등 모든 면에서 국내 및 해외 업체대비 월등한 수익성을 기록하였다. 2011 년은 리비아 사태라는 비정상적인 상황에서 일시적으로 수익성이 업계 평균을 하회할 것으로 보이나 2012 년에는 동종업종 내에서 가장 높은 수익성을 회복할 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 리비아 사태에 대한 우려로 동종업체 대비 과도하게 저평가되어 있는 상황이다.

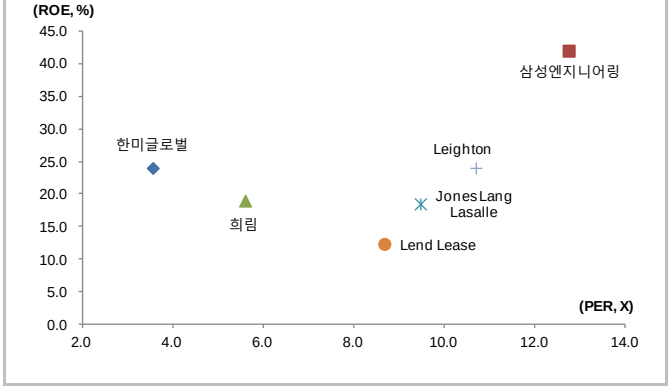
표 9. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
한미글로벌	053690 KS	한국	42.1	75.6	80.3	113.9	172.7	10.3	11.1	3.9	9.1
희림	037440 KQ	한국	78.3	124.4	138.8	159.8	188.0	8.5	5.0	7.6	10.2
삼성엔지니어링	028050 KS	한국	7,904.3	2,735.8	4,152.2	7,185.3	9,546.3	9.1	9.0	8.0	7.7
Hill International	HIL US	미국	191.3	421.8	451.8	429.0	880.3	4.3	3.8	0.2	8.8
Jones Lang Lasalle	JLL US	미국	2,419.3	2,480.7	2,925.6	3,534.9	3,987.0	6.6	9.1	8.6	9.8
Lend Lease	LLC AU	호주	3,891.6	9,139.4	8,712.5	11,092.9	12,380.2	0.7	1.1	5.7	5.6
Leighton	LEI AU	호주	6,130.0	12,845.3	15,405.8	19,122.7	19,021.6	5.6	1.3	(0.4)	4.9

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
한미글로벌	13.1	11.3	11.2	3.5	8.5	7.1	7.5	2.6	2.5	2.0	0.9	0.8	25.8	19.5	9.0	24.0
희림	16.0	20.4	8.0	5.6	9.2	11.5	4.1	1.9	2.5	1.8	1.1	1.0	15.8	8.8	14.6	19.0
삼성엔지니어링	15.8	19.5	16.6	12.7	9.2	13.8	11.7	8.7	5.3	7.1	6.2	4.5	39.9	44.3	45.2	42.0
Hill International	12.7	18.0		4.8	9.6	10.7			1.6	1.5			13.4	9.0	12.0	
Jones Lang Lasalle	33.4	22.0	11.9	9.5	9.1	9.4			1.8	2.3			5.7	11.4	11.8	18.5
Lend Lease	10.1	9.8	9.1	8.7	34.2	38.1	7.0	6.3	1.2	1.3	1.0	1.0	8.0	10.4	12.1	12.4
Leighton	14.1	15.7		10.7			7.8	3.6	3.4	3.1	2.2	2.3	25.0	(17.0)	(4.9)	24.0

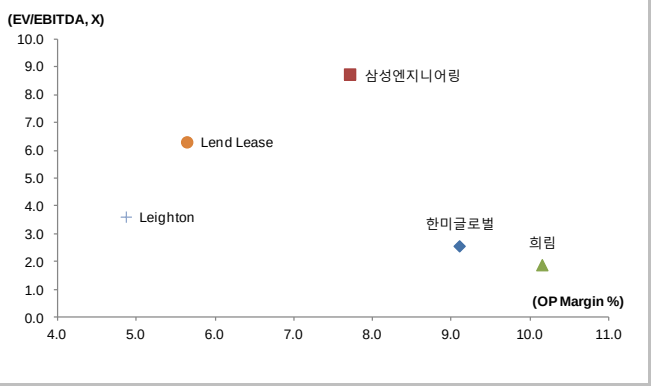
자료: 블룸버그, 리딩투자증권

도표 14. 동종업체 PER vs. ROE (2012 년 기준)



자료: 블룸버그, 리딩투자증권

도표 15. 동종업체 EV/EBITDA vs. OPM (2012 년 기준)



자료: 블룸버그, 리딩투자증권

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

환율변동에 따른 수익성 변동 리스크는 미미한 수준

한미글로벌은 지난 해 매출의 24% (19.5 백만달러)가 해외에서 발생하였으나 금년 상반기에는 리비아 공사 중단으로 수출비중이 10%로 크게 낮아졌다. 동사는 지난 해 해외 매출의 약 70%에 달하는 13 백만달러의 통화선도 계약으로 환율 변동 리스크를 관리하였다. 나머지 30%의 해외매출에서 현지 달러비용을 제외하면 실질적으로 환율변동에 노출된 순 해외매출 규모는 10% 미만이었던 것으로 판단된다.

달러대비 원화환율 5% 변동시 EPS 는 0.8% 소폭 변동

동사의 금년 해외매출 비중은 2011 년 7%를 저점으로 2012 년 14%, 2013 년에는 16%로 확대될 것으로 예상하였다. 아울러 현지 달러비용과 2010 년과 마찬가지로 약 70%의 해외매출에 대한 헷지설정을 가정하여 환율변동에 노출된 해외매출 비중을 해외매출의 10%, 전체 매출의 1-2%로 예상하였다. 이러한 가정하에 환율민감도 계산에 의하면 달러대비 원화환율이 기본 가정대비 5% 변동되어도 동사의 EPS 는 0.8% 소폭 변동하는 것으로 나타났다.

표 10. 2011 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,020	1,063	1,074	1,085	1,128
연평균 기준 환율	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
매출액(십억원)	133.7	134.1	134.2	134.3	134.7
영업이익(십억원)	4.8	5.2	5.2	5.3	5.6
순이익(십억원)	4.4	4.4	4.4	4.4	4.5
주당순이익(원)	619	623	624	626	630
PER	11.5	11.4	11.4	11.4	11.3
매출액 증가율(%)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.4
영업이익 증가율(%)	(7.5)	(1.5)	0.0	1.5	7.5
순이익 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.8
주당순이익 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.8

자료: 리딩투자증권

표 11. 2012 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	960	1,001	1,011	1,021	1,062
연평균 기준 환율	979	1,020	1,030	1,040	1,082
매출액(십억원)	202.1	203.2	203.5	203.8	204.9
영업이익(십억원)	17.4	18.3	18.5	18.7	19.7
순이익(십억원)	13.9	14.0	14.0	14.0	14.1
주당순이익(원)	1,956	1,968	1,972	1,975	1,987
PER	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
매출액 증가율(%)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.1	0.7
영업이익 증가율(%)	(6.2)	(1.2)	0.0	1.2	6.2
순이익 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.8
주당순이익 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.8

자료: 리딩투자증권

표 12. 2013 년 환율 민감도

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
기말기준 환율	1,014	1,056	1,067	1,078	1,120
연평균 기준 환율	1,002	1,044	1,055	1,066	1,108
매출액(십억원)	257.4	259.1	259.5	259.9	261.5
영업이익(십억원)	22.7	24.0	24.4	24.7	26.0
순이익(십억원)	18.4	18.5	18.5	18.5	18.7
주당순이익(원)	2,586	2,604	2,608	2,612	2,630
PER	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
매출액 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.8
영업이익 증가율(%)	(6.7)	(1.3)	0.0	1.3	6.7
순이익 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.8
주당순이익 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.8

자료: 리딩투자증권

Section 9: 영업현황 및 실적전망

건설사업관리의 종류

CM 은 발주자를 대신하여 건설공사 관리

건설사업관리 (Construction Management; CM)는 발주자로부터 전반적인 또는 부분적인 권한을 위임받아 건설사업의 관리를 대행하여 주는 용역업무를 의미한다. 감리업무가 시공단계의 관리업무만을 수행하는데 비해 CM 은 기획, 설계, 발주 등의 초기단계부터 건설공사 전 분야에 걸친 관리업무를 수행하며 발주자의 이익을 위해 공기단축, 원가절감, 품질향상을 목표로 한다.

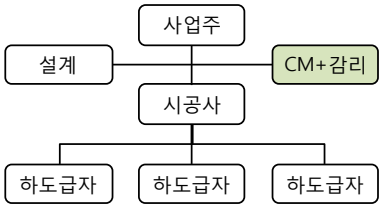
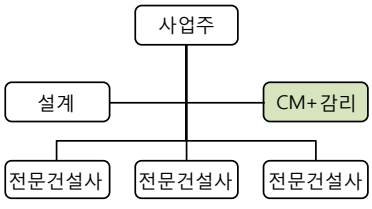
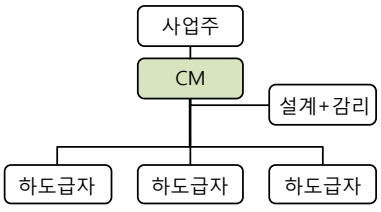
시공업무 수행 여부에 따라 사업관리형과 책임형으로 구분

CM 이 처음 도입된 미국을 비롯한 해외에서는 일반적으로 사업관리형 (CM for Fee)과 책임형 (CM at Risk)의 두 가지 계약방식이 있다. 사업관리형은 발주자가 건설업체들과 직접 계약을 체결하고 CM 업체는 용역비를 지급받고 대리인으로서 건설공사의 관리 및 조정 업무를 수행하는 데 비해 책임형은 CM 업체가 직접 하도급 건설업체와 계약을 맺고 시공사의 업무까지 수행한다. 책임형 CM 계약에서는 일반적으로 CM 업체가 발주자에게 최대공사비 상한보증액 (Guaranteed Maximum Price; GMP)를 약속하여 공사비에 대한 책임과 위험을 부담하게 된다.

국내에서는 CM 에 대한 이해부족으로 사업관리형이 변형된 일반 CM 이 용역형 계약의 대부분을 차지

사업관리형 CM 은 건설공사가 다수의 건설업체들에 분할 발주되는 선진국에서 보편화된 방식이나 종합건설업체인 시공사에 일괄 발주되는 국내에서는 사업관리형이 변형된 형태인 일반 CM (Agency CM) 계약이 활용되고 있다. 일반 CM 계약에서는 CM 업체는 사업관리형처럼 적극적인 사업관리가 아닌 컨설팅 서비스만을 제공하게 된다. 일반 CM 은 시공사와의 일괄계약으로 사업관리형에 비해 공사비 절감효과가 미흡하고 건설공사와 관련한 모든 행정업무를 발주자가 수행해야 하는 단점이 있으나 CM 에 대한 이해부족과 시공사에 대한 일괄발주라는 국내 건설발주 관행상 CM 계약의 대부분을 차지하고 있다.

도표 16. CM 의 종류

종류	일반 CM	선진국형	
		사업관리형 CM	책임형 CM
			
개요	발주자에 대한 컨설팅 서비스 제공	건설공사에 대한 통합관리	시공사 대신 CM 사가 공사계약 체결
장점	일괄도급으로 발주자에 편리 CM 투입으로 발주자 감독조직 슬림화 감리업무 동시 수행으로 사업비 절감	시공사의 간접비 절감 감리업무 동시 수행으로 사업비 절감 가치공학 및 구매력확대로 직접비 절감	시공단계에도 발주자의 의사반영 용이 공사 전과정 공개로 원가상승 해소
단점	시공사 간접비로 사업비절감 효과 미흡 계약 후 설계변경 어려움 및 클레임	경험, 능력을 갖춘 CM 사 선정 어려움 시공책임의 한계성 모호한 경우 발생	공사원가 공개시스템에 대한 검증 등 발주자의 행정업무 증가
원가 분석	직접공사비 75%	75%	75%
	간접공사비 8%	4%	4%
	공사비계 83%	79%	79%
	시공사 간접비 8%		5%
	감리비 4%	6%	2%
	CM 용역비		6%
	총계 95%	85%	92%

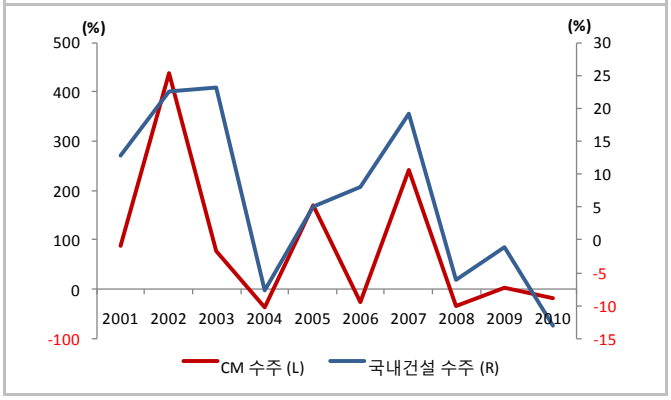
자료: 한미글로벌

영업전망

최근 3년간 건설경기 하락과 함께 국내 CM 시장도 부진

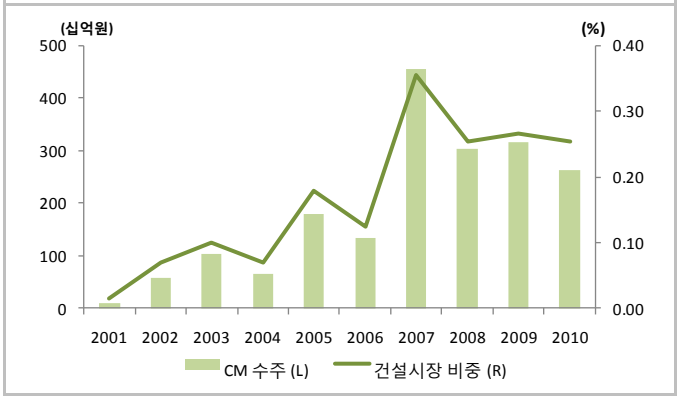
CM 제도는 지난 1996 년 12 월 국내에 처음 도입되었으며 시장규모는 2000 년의 57 억원에서 2007 년 4,544 억원으로 80 배 증가하는 성장세를 기록하였다. 그러나 2008 년부터 지난 해까지 국내 건설수주가 3 년 연속으로 하락하는 가운데 CM 시장규모도 같은 기간 동안 40% 이상 감소하였다. 경제적 효율성과 선진국에 비해 여전히 도입초기라는 점에 근거하여 2009 년 까지만 해도 CM 시장의 위축은 금융위기에 따른 일시적인 현상이며 건설경기에 상관없이 지속적으로 고속 성장이 가능하다는 기대가 있었다. 그러나 2010 년 다시 한번 CM 수주가 건설시장 하락율보다 큰 폭으로 감소하면서 결국 CM 시장도 건설경기와 동행할 수 밖에 없다는 인식과 함께 시장의 기대도 낮아진 상황이다.

도표 17. 국내 건설수주 및 CM 계약 증가율 추이



자료: 한국CM협회, 통계청

도표 18. CM 실적 및 국내 건설시장 내 비중 추이

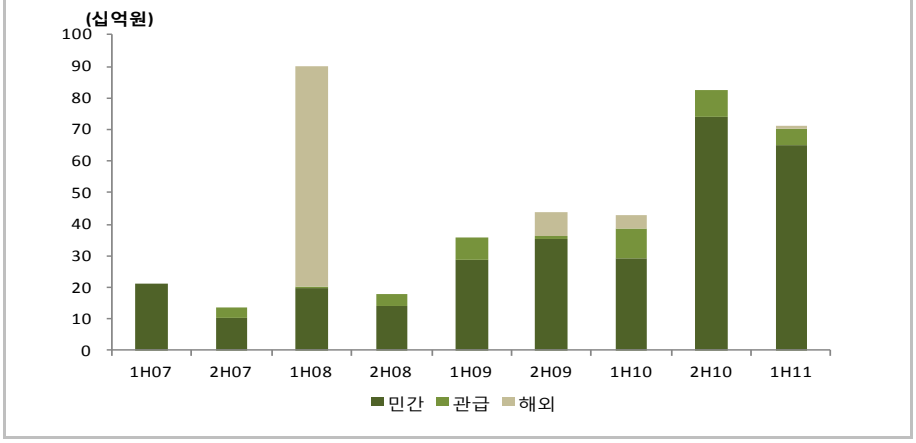


자료: 한국CM협회, 통계청

2010년을 저점으로 2011년부터 제2의 성장기 진입 예상

금년 들어서도 리비아 내전사태로 한미글로벌이 CM 용역업무를 수행하던 신도시건설이 중단되고 국내 건설수주가 5%이상 감소하는 등 부정적인 상황들이 발생하고 있다. 그러나 국내 CM 시장은 지난 3 년간의 최악의 침체기를 지나 회복되는 추세에 있으며 특히 한미글로벌의 경우 자체적인 경쟁력에 힘입어 큰 폭의 수주증가세를 기록하고 있다. 국내 건설시장 부진에 가려 시장의 주목을 받지 못하고 있으나 2011 년부터 향후 2-3 년동안 지난 2000 년대 중반의 성장세를 상회하는 제 2 의 성장기에 진입할 것으로 판단된다.

도표 19. 한미글로벌 CM 수주 추이



자료: 한미글로벌

고객다변화 노력으로 한미글로벌의 수주 큰 폭의 회복세

한미글로벌의 국내 CM 수주 계약금액은 지난 2010 년 하반기 825 억원으로 전 분기에 비해 두 배 이상 증가하였으며 금년 상반기에도 700 억원을 상회하였다. 이처럼 동사의 수주계약이 폭발적인 회복세를 기록하고 있는 것은 전반적으로 건설경기가 부진한 상황에서도 CM 에 대한 인지도가 향상되었고 동사의 자체적인 고객다변화 및 수요창출 노력이 효과를 발휘하고 있기 때문이다.

업계 1위의 인지도와 기술력으로 도시형 생활주택을 비롯한 중소형 건축시장 참여

동사가 수요처 확보를 위해 역점을 두고 있는 부분은 도시형 생활주택을 비롯한 공사비 100 억원 규모의 중소형 건축시장이다. 도시형 생활주택의 장기적인 성장 가능성은 크지 않은 편이나 공사규모가 작아 대형 건설사들이 참여하지 않고 있어 중소형 건설업체에 건설경기 부진을 상쇄할 수 있는 대안으로 부각되고 있다. 한미글로벌은 서울의 랜드마크 빌딩들에 대한 CM 업무를 수행하였던 업계 1 위의 인지도와 기술력으로 중소형 건설회사에 대해 경쟁력 우위를 확보할 수 있다고 판단하고 시공까지 담당하는 책임형 CM 방식하에 '마에스트로'라는 자체 브랜드네임으로 도시형 생활주택 건설시장에 참여하였다.

중소형 건축 CM 수주 크게 증가

동사의 1 차 마에스트로는 지난 2010 년 8 월 17:1 의 높은 청약률을 기록하며 분양을 완료하였으며 2 개의 추가적인 도시형 생활주택 분양을 준비 중에 있다. 도시형 생활주택을 포함한 중소형 건축 CM 은 대부분 책임형 계약으로 이루어지고 있으며 이에 따라 지난 해 하반기부터 금년 상반기까지의 1 년간 동사의 CM 수주 1,391 억원 중 책임형이 66% (924 억원)의 비중을 차지하였다. 책임형은 시공부담이 있으나 공사비 규모가 작고 대부분 1 년 이내에 건설공사를 마무리 할 수 있어 빠른 매출 인식이 가능하고 공사 장기화에 따른 원가변동 부담을 최소화 할 수 있다.

용산업무지구 개발로 예상되는 CM 발주 규모는 1,500-2,000억원 수준

단기적으로는 중소형 건축관련 책임형 CM 이 동사의 수주증가세를 견인하였으나 내년부터는 용역형 CM 수주도 증가할 것으로 보인다. 회사측에서는 용산업무지구 개발사업이 가시화되면서 빠르면 금년 말이나 내년에는 CM 발주가 시작될 것으로 예상하고 있다. 용산업무지구 개발사업에서 예상되는 CM 발주 규모는 1,500-2,000 억원으로 한미글로벌은 CM 시장에서의 인지도 및 경쟁력을 감안할 때 최소한 500 억원 이상의 수주가 가능할 것으로 전망하고 있다.

정부 건설정책 변화로 공공부문 CM 발주 확대 예상

동사의 중장기적인 성장성에 또 다른 긍정적인 변수로는 정부의 CM 산업 육성 정책이다. 정부는 그 동안 건설산업 선진화라는 목표로 제 3 차 건설산업 진흥기본계획 (2008 년-2012 년)을 비롯한 건설산업 육성정책을 발표하였으나 이중 실질적으로 CM 과 관련하여 의미있는 정책변화는 지난 2010 년 개정된 건설기술관리법 시행령 이었다. 동 시행령의 핵심은 공공기관이 건설공사를 발주할 경우 사업구상 단계에서 CM 적용여부를 의무적으로 검토하도록 한 점이며 주로 용역형 CM 에 해당되는 사항이다. CM 을 적용하지 않고 건설사업을 진행할 경우 CM 미적용에 대한 타당성을 발주청이 입증하여야 하며 미적용 후 사업진행에 문제가 발생할 경우 발주청이 그 책임을 져야 하기 때문에 향후 관공사에 대한 용역형 CM 적용이 크게 확대될 것으로 기대되고 있다.

2012년부터 관공사 발주에 CM 업체 시공사로 참여 가능

또한 정부는 시공책임형 CM 규정을 적용한 건설산업기본법령 개정안을 입법예고 중이며 2012 년 2 월 시행할 계획이다. 현재까지 공공건설 공사 발주에서 책임형 CM 계약은 전무한 상태였다. 개정안이 발효되면 여전히 종합면허를 가진 대형 시공사와 수주경쟁을 해야 하나 종합건설회사 위주로만 발주되던 기존의 관공사 발주에 CM 업체의 참여가 가능해진다.

관공사 CM 발주는 2013년부터 본격화 될 것으로 예상

관공사 발주에 대한 CM 검토 의무화는 지난 해부터 시행되고 있으나 현재까지 정부기관의 용역형 CM 발주규모는 민간발주 규모 대비 크지 않은 상황으로 이는 정부의 건설공사 예산이 4 대강 정비사업에 집중되고 있기 때문이다. 회사측에서는 2012 년 4 대강 사업이 완료된다고 하더라도 정부기관 발주담당자들의 CM 제도에 대한 이해와 의사결정에 추가적인 시일이 소요될 것으로 보고 책임형을 포함한 공공기관 CM 발주는 2013 년부터 본격화 될 것으로 예상하고 있다.

해외수주 확대가 장기적인 성장에 가장 큰 변수

한미글로벌의 장기적인 성장을 견인할 수 있는 가장 큰 잠재적인 변수는 해외수주의 확대이다. 동사는 2003 년 삼성코닝의 중국공장과 마카오의 베네치안 카지노 CM 용역을 수주하면서 해외 시장에 진출하였으며 2008 년 리비아 뱅가지 신도시 건설 프로젝트를 수주하였다. 이에 따라 해외 매출이 차지하는 비중이 2007 년의 2%에서 2010 년에는 24%까지 확대되었다. 리비아 공사가 중단되면서 금년 상반기에는 해외매출 비중이 10%로 하락하였다.

리비아 정상화는 한미글로벌 실적에 획기적인 전기가 될 가능성

현재 리비아 사태는 동사의 실적이나 주가에 가장 큰 부담요인으로 작용하고 있는 것으로 판단된다. 회사측에서는 리비아 공사가 금년 말이나 늦어도 내년 초에는 공사가 재개될 것으로 기대하고 있다. 현지 경제활동이 정상화되고 나면 오히려 한미글로벌 실적에 획기적인 전기를 제공할 것으로 예상된다. 리비아 공사에 대한 매출은 2009 년부터 발생하였으며 현재까지 수주액의 33% (231 억원)만이 매출 인식되었다. 리비아 공사가 재개되면 중단된 수주잔고의 실현 외에도 수주 가능성이 높았던 뱅가지 신도시 개발과 비슷한 규모의 용역계약이 2 개의 추가적으로 발주될 것으로 기대되고 있다.

표 13. 2011 년 6 월말 기준 해외 수주잔고 현황

프로젝트	계약일	발주처	수주액	매출인식액	수주잔고
리비아 Housing & Infrastructure Project	2008 년 3 월	HIB	69.9	23.1	46.7
MMHE Yard Optimization	2009 년 7 월	Malaysia Marine & Heavy Eng.	7.3	1.7	5.5
베트남 락앤락 2 기공장신축공사	2009 년 8 월	락앤락	0.4	0.3	0.0
쿠웨이트 유정감시공정 관리용역	2010 년 4 월	삼성에스디에스	4.2	1.7	2.5
INZI Display 멕시코 공장 CM	2011 년 1 월	INZI Display	0.3	0.2	0.0
말레이시아 고려제강 연구소 신축공사	2011 년 3 월	고려제강	0.4	0.1	0.3
연길 고려 홍삼공장 신축	2011 년 6 월	중국천력고려홍삼	0.2		0.2

자료: 한미글로벌

해외진출을 위한 Otak 인수

해외시장 진출은 한미글로벌이 장기적인 성장을 위하여 가장 역점을 두는 부분으로 동사는 이를 위해 금년 4 월 미국 종합엔지니어링 업체인 Otak Inc. 지분 71%를 140 억원에 인수하였으며 추가적으로 50 억의 대여금을 제공하였다. Otak 은 도시계획 및 설계, SOC 시설 설계 그리고 수처리 전문 엔지니어링 기업으로 1981 년 설립되어 미국 내 10 개 지점과 중동지역에서 사업기반을 구축하고 있다. 주요 설계실적으로는 미국 오레곤주 North Bethany 도시계획, 아부다비 RID 복합개발사업, 걸프만 마리나 복합시설, Bateen 리조트 설계 등이 있다.

Otak 의 폭 넓은 활용 예상

Otak 은 중동계 미국 인력을 다수 보유하고 중동시장에서의 많은 엔지니어링 경험을 축적하고 있어 한미글로벌은 Otak 인수를 통해 미국시장 진출 외에도 신도시 개발사업이 활발해지고 있는 중동과 북아프리카 지역 등 개발도상국가에서 사업기반이 크게 확대될 것으로 기대하고 있다. Otak 은 CM/PM 서비스 중 기획과 설계분야에 전문화된 회사로 자체적인 사업 외에 한미글로벌과 함께 공동수주 가능성 등 폭 넓은 활용이 있을 것으로 예상된다.

실적 전망

리비아 공사 관련 대손상각으로 금년 상반기 실적 저조

한미글로벌의 2Q11 매출액은 책임형 CM 매출의 증가가 용역형 매출 감소를 상쇄하면서 전 분기 및 지난 해 같은 기간에 비해 큰 폭으로 증가하였다. 그러나 리비아 공사중단에 따른 대손상각과 수익성이 낮은 책임형 매출 비중이 전 분기에 비해 더욱 확대된 50%에 달하면서 영업이익은 53% 감소하였다. 회사측에 따르면 상반기 중 리비아 공사현장 투입인력 인건비 등의 비용을 제외한 대손상각규모는 약 30 억원에 달하였다.

표 14. 분기 실적 및 향후 전망

(십억원)	1Q11	2Q11	QoQ (%)	YoY (%)	2010	2011E	2012F	2013F
매출액	25.9	32.3	24.7	48.5	92.8	134.2	203.5	259.5
용역형 CM	17.4	16.0	(8.0)	(17.9)	78.0	67.0	103.3	135.2
책임형 CM	8.5	16.3	91.8	632.4	14.9	67.2	100.2	124.3
영업이익	1.5	1.3	(10.6)	(52.5)	10.3	5.2	18.5	24.4
세전이익	2.0	1.7	(17.4)	(44.3)	11.0	5.8	18.4	24.4
순이익	1.6	1.3	(19.2)	(43.4)	8.3	4.4	14.0	18.5
매출비중 (%)								
용역형 CM	67.2	49.6			84.0	49.9	50.8	52.1
책임형 CM	32.8	50.4			16.0	50.1	49.2	47.9
이익률 (%)								
영업이익	5.7	4.1			11.1	3.9	9.1	9.4
세전이익	7.9	5.2			11.8	4.3	9.1	9.4
순이익	6.1	3.9			8.9	3.3	6.9	7.1

자료: 한미글로벌, 리딩투자증권

2011년 매출액은 전년대비 45% 증가하나 영업이익은 50% 감소

동사의 2011 년 매출액은 책임형 매출이 하반기에도 지속적으로 증가하는데 힘입어 지난 해 대비 45% 증가한 1,342 억원에 달할 것으로 예상된다. 책임형 매출은 지난 해의 149 억원에서 3.5 배 증가한 672 억원에 달할 것으로 예상된다. 회사측에서는 리비아 신도시 건설이 빠르면 금년 말부터 재개될 것으로 기대하고 있으나 2012 년까지는 리비아관련 매출이 발생하지 않을 것으로 가정하였으며 이에 따라 금년 하반기 용역형 매출은 상반기와 비슷한 수준으로 예상하였다. 영업이익은 추가적인 리비아 관련 대손상각 20 억원과 책임형 매출비중 확대를 가정하여 지난 해 대비 50% 감소한 52 억원을 예상하였다.

지속적인 수주증가로 2012년 매출액은 52% 증가한 2,035억원 예상

2012 년에는 외형성장세가 가속화되어 매출액이 2011 년 대비 52% 증가하여 지난 2010 년의 928 억원 보다 2 배이상 증가한 2,035 억원에 달할 것으로 예상된다. 용역형과 책임형 매출 각각 전년대비 54%와 49% 증가하여 1,000 억원을 상회할 것으로 예상하였다. 책임형은 도시형 생활주택을 비롯한 중소형 빌딩 CM 매출이 지속적으로 증가하고 있으며 금년 하반기 들어서도 146 억원의 샘표 연구소 건설을 수주하였으며 추가적으로 300 억원 규모의 골프장 건설수주 가능성이 높으며 대부분 2012 년에 매출 인식이 될 것으로 보인다. 용역형의 경우 리비아 신도시 건설이 늦어도 내년에는 정상화되고 용산업무지구 개발사업도 가시화 될 것으로 보이며 관공서 지방이전으로 공공부문 매출이 지속적으로 증가하고 있는 점을 감안하여 책임형에 비해 상대적으로 높은 증가세를 기록할 것으로 예상하였다..

매출성장과 대손상각 완료로 2012년 영업이익은 전년대비 3배 이상 증가

2012 년에는 리비아 공사관련 대손상각 50 억원이 발생하지 않는 가운데 매출이 크게 증가하면서 동사의 영업이익은 2011 년대비 3 배 이상 증가한 185 억원에 달할 것으로 예상된다. 용역형과 책임형의 매출비중을 51:49 으로 가정하였으며 이에 따라 영업이익률은 2011 년에 비해 크게 개선되나 용역형 비중이 84%에 달했던 2010 년의 11.1%보다는 낮은 9% 수준으로 예상하였다.

재무제표

손익계산서

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	**19.8**	**20.0**	**23.8**	**25.2**	**32.2**	**51.6**	**80.2**	**80.3**	**95.9**	**92.8**	**134.2**	**203.5**	**259.5**
매출액 증가율 (%)	N/A	1.0	19.2	5.8	27.8	60.5	55.3	0.1	19.4	(3.2)	44.5	51.6	27.5
매출원가	10.9	11.2	15.3	16.0	21.9	35.7	59.9	55.2	69.0	64.4	106.2	149.4	189.2
매출총이익	**8.9**	**8.8**	**8.5**	**9.2**	**10.2**	**16.0**	**20.3**	**25.1**	**26.9**	**28.5**	**28.0**	**54.1**	**70.3**
매출총이익률 (%)	45.0	44.0	35.6	36.6	31.8	30.9	25.3	31.3	28.0	30.7	20.9	26.6	27.1
판매관리비	**7.0**	**7.8**	**6.9**	**7.5**	**8.4**	**11.5**	**13.1**	**16.1**	**17.0**	**18.1**	**22.8**	**35.6**	**45.9**
영업이익	**1.9**	**1.0**	**1.6**	**1.8**	**1.8**	**4.5**	**7.2**	**9.0**	**9.9**	**10.3**	**5.2**	**18.5**	**24.4**
영업이익률 (%)	9.8	4.8	6.8	7.0	5.7	8.6	9.0	11.2	10.3	11.1	3.9	9.1	9.4
영업외수익	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.9	1.6	2.4	2.3	2.4	2.1	2.3
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.8	1.4	1.2	1.3	0.8	1.0
Net 외화관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
영업외비용	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.1	0.3	0.6	1.5	1.6	1.8	2.2	2.3
지급이자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.7	0.7
외화관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법 평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
세전이익	**2.0**	**1.0**	**1.7**	**1.8**	**1.7**	**4.6**	**7.8**	**10.0**	**10.9**	**11.0**	**5.8**	**18.4**	**24.4**
법인세	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	1.0	2.3	2.8	2.7	2.7	1.4	4.4	5.8
법인세율 (%)	15.5	18.4	15.8	14.7	17.2	21.6	30.1	27.5	24.5	24.4	24.0	24.0	24.0
당기순이익	**1.7**	**0.8**	**1.4**	**1.6**	**1.4**	**3.6**	**5.5**	**7.3**	**8.2**	**8.3**	**4.4**	**14.0**	**18.5**

대차대조표

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
현금	1.4	2.1	2.1	1.9	3.4	1.6	6.0	8.4	12.5	4.3	9.9	10.2	11.6
단기금융상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	4.4	4.1	5.9	6.3	7.8	13.4	14.7	13.3	12.8	27.5	26.8	40.7	51.9
기타	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	2.0	1.3	2.6	3.1	3.7	5.0	6.0	8.5
당좌자산	6.3	6.9	8.5	8.4	11.5	17.2	24.4	30.8	47.4	48.6	56.5	66.2	82.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동자산	**6.3**	**6.9**	**8.5**	**8.4**	**11.5**	**17.2**	**24.4**	**30.8**	**47.4**	**48.6**	**56.5**	**66.2**	**82.0**
투자자산	0.3	0.3	0.9	0.8	1.0	2.2	2.3	4.0	11.2	13.6	38.1	40.7	42.3
고정자산	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8	1.7	1.7	1.9	2.2	2.3	2.5	2.7	2.8
기타	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	1.5	1.8	1.8	2.0	2.5	2.7
비유동자산	**1.7**	**1.8**	**2.6**	**2.5**	**2.8**	**4.8**	**5.0**	**7.5**	**15.1**	**17.7**	**42.6**	**45.9**	**47.8**
자산총계	**8.0**	**8.8**	**11.1**	**10.9**	**14.3**	**22.1**	**29.4**	**38.3**	**62.5**	**66.3**	**99.2**	**112.1**	**129.8**
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성 장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.1	3.6	4.6	2.8	4.7	8.8	10.0	12.0	13.2	15.0	16.5	17.0	18.0
유동부채	**4.1**	**3.6**	**4.6**	**2.8**	**4.7**	**8.8**	**10.0**	**12.0**	**13.2**	**15.0**	**16.5**	**17.0**	**18.0**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24.3	24.3	24.3
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여충당금	0.6	1.0	1.2	1.6	2.1	2.6	2.7	3.4	3.5	4.7	5.0	5.3	5.6
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.3	0.0	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2
비유동부채	**0.6**	**1.0**	**1.2**	**1.6**	**2.1**	**3.0**	**3.0**	**3.4**	**4.2**	**5.5**	**30.3**	**30.8**	**31.1**
부채총계	**4.7**	**4.6**	**5.8**	**4.3**	**6.8**	**11.8**	**13.0**	**15.5**	**17.4**	**20.5**	**46.8**	**47.8**	**49.1**
납입자본금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0	3.0	3.6	3.6	3.4	3.4	3.4
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
이익잉여금	2.3	3.2	4.3	5.5	6.6	9.3	13.5	20.1	27.6	33.8	36.1	48.0	64.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.3)	(0.8)	(6.3)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
자본총계	**3.3**	**4.2**	**5.3**	**6.5**	**7.5**	**10.3**	**16.4**	**22.8**	**45.1**	**45.8**	**52.4**	**64.3**	**80.7**

현금흐름표

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
당기순이익	**1.7**	**0.8**	**1.4**	**1.6**	**1.4**	**3.6**	**5.5**	**7.3**	**8.2**	**8.3**	**4.4**	**14.0**	**18.5**
비현금성 비용의 가산	**1.0**	**1.5**	**1.6**	**1.8**	**2.6**	**3.1**	**3.0**	**4.3**	**5.9**	**5.9**	**2.1**	**2.3**	**2.5**
감가상각비	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	0.2	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
기타	0.8	1.2	1.2	1.4	2.2	2.7	2.6	3.9	5.4	5.3	1.5	1.7	1.9
비현금성 수익의 차감	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.2**	**0.4**	**0.6**	**0.8**	**0.4**	**0.3**	**0.3**
지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.6	0.2	0.1	0.1
운전자금의 증가	4.4	(0.3)	1.8	0.4	1.5	5.6	1.3	(1.4)	(0.5)	14.7	(0.6)	13.9	11.2
영업활동현금흐름	**1.1**	**1.6**	**1.5**	**0.2**	**3.0**	**1.9**	**6.1**	**10.0**	**11.2**	**(3.9)**	**6.8**	**2.1**	**9.5**
설비투자	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	1.2	0.4	0.7	0.7	0.7	0.2	0.2	0.1
잉여현금흐름	**0.7**	**1.2**	**0.9**	**(0.2)**	**2.6**	**0.7**	**5.8**	**9.3**	**10.5**	**(4.7)**	**6.6**	**1.9**	**9.4**
배당금	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	2.1	2.1	2.1	2.1
투자자산증가	(0.0)	(0.1)	0.6	(0.1)	0.4	1.5	2.4	8.1	6.7	3.3	24.5	2.6	1.6
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	15.4	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24.3	0.0	0.0
기타	(0.8)	0.1	0.0	(0.3)	0.3	0.6	(0.3)	(1.9)	14.2	(1.8)	(1.3)	(3.1)	4.4
순현금흐름	**1.3**	**0.8**	**0.0**	**(0.2)**	**1.5**	**(1.8)**	**4.3**	**2.4**	**4.2**	**(8.3)**	**5.6**	**0.4**	**1.3**
기초현금	0.0	1.4	2.1	2.1	1.9	3.4	1.6	6.0	8.4	12.5	4.3	9.9	10.2
기말현금	1.4	2.1	2.1	1.9	3.4	1.6	6.0	8.4	12.5	4.3	9.9	10.2	11.6

재무안정성 지표

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동비율 (%)	155.4	190.7	186.5	304.1	243.2	194.9	243.4	256.1	359.2	323.7	342.7	389.4	455.5
당좌비율 (%)	141.7	171.2	175.7	297.8	236.5	169.6	205.6	180.0	191.7	211.7	222.7	299.4	352.7
재고보유기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권 회수기간 (일)	40.4	77.7	76.7	88.0	79.5	74.7	63.8	63.4	49.5	79.1	73.9	60.6	65.1
매입채무 지급기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
차입금 (십억원)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24.3	24.3	24.3
현금과 현금등가물	1.9	2.5	2.5	2.0	3.4	2.3	8.5	14.9	33.3	17.8	30.1	24.9	27.0
순차입금 (십억원)	(1.9)	(2.5)	(2.5)	(2.0)	(3.4)	(2.3)	(8.5)	(14.9)	(33.3)	(17.8)	(5.8)	(0.6)	(2.7)
순차입금/자기자본 (%)	(56.1)	(60.6)	(47.3)	(30.3)	(45.6)	(22.7)	(51.5)	(65.3)	(73.8)	(39.0)	(11.0)	(0.9)	(3.3)
부채비율 (%)	140.2	110.9	109.4	66.2	90.1	115.0	79.1	67.8	38.6	44.7	89.4	74.4	60.9
이자보상배율 (배)	373.2	855.3	5197.8	2598.2	1642.6		1558.3				13.1	26.5	34.8

Valuations and margins

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EV/EBITDA (배)	11.4	18.8	11.8	11.3	10.4	5.0	4.4	2.9	1.6	2.9	7.5	2.6	1.9
EPS (원)	444	222	371	410	377	941	911	1,212	1,155	1,167	624	1,972	2,608
EPS 변동률 (%)	N/A	(50.0)	67.0	10.6	(8.1)	149.5	(3.2)	33.1	(4.7)	1.0	(46.5)	215.7	32.3
PER (배)	15.7	31.5	18.9	17.0	18.5	7.4	7.7	5.8	6.0	6.0	11.2	3.5	2.7
BVPS (원)	1,061	1,097	1,389	1,720	1,982	2,702	3,233	3,803	6,841	6,451	7,375	9,051	11,363
P/BVPS (배)	6.6	6.4	5.0	4.1	3.5	2.6	2.2	1.8	1.0	1.1	0.9	0.8	0.6
주당배당금 (원)									300	300	300	300	300
배당수익률 (%)									4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
ROE (%)	101.5	22.5	29.8	26.4	20.4	40.2	40.9	37.1	24.1	18.2	9.0	24.0	25.6
ROA (%)	42.3	10.0	14.2	14.2	11.4	19.7	21.2	21.5	16.3	12.9	5.4	13.3	15.3
매출총이익률 (%)	45.0	44.0	35.6	36.6	31.8	30.9	25.3	31.3	28.0	30.7	20.9	26.6	27.1
영업이익률 (%)	9.8	4.8	6.8	7.0	5.7	8.6	9.0	11.2	10.3	11.1	3.9	9.1	9.4
순이익률 (%)	8.5	4.2	5.9	6.2	4.5	6.9	6.8	9.1	8.6	8.9	3.3	6.9	7.1
EBITDA 이익률 (%)	11.0	6.4	8.5	8.6	6.9	9.4	9.4	11.7	10.8	11.8	4.3	9.4	9.6
ROIC (%)	223.2	50.8	61.5	41.0	35.0	58.0	63.1	81.9	75.9	39.3	10.7	25.5	26.1
WACC (%)									3.5	8.4	6.2	7.2	7.6
ROIC less WACC (%)									72.3	30.8	4.5	18.3	18.5

▪ 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
▪ 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
▪ 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
▪ 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
▪ 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
▪ 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
▪ 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved