

코오롱글로벌
(003070)

이익 증가율을 주목하라

조운호 769.3079
uhno@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

건설업종

현재가 6,190

목표주가
▲ 53%

9,500

투자포인트

- 매출 성장, 대손상각비용 축소, 이자비용 감소로 인해 2012년 세전이익 증가율 113.8% 예상
- 건설부문 턴어라운드 가시화
- BMW 판매 호조로 더욱 튼튼해지는 Cash cow

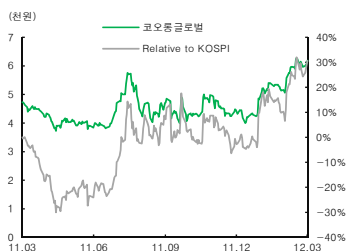
Comment

목표주가 9,500 원으로 상향 조정

코오롱글로벌에 대한 투자조건 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 7,000원에서 35.7% 상향 조정한 9,500원을 제시한다. 목표주가 9,500원은 2012년 예상 EPS 944원에 Target Multiples 10.1배를 적용하여 산출했다. 3개사 합병(코오롱건설 코오롱아이넷 코오롱B&S)을 통해 재무적 안정성을 확보했고, 건설 및 BMW사업부의 매출 성장으로 인해 KOSPI 평균 PER(3월 기준 10.1배)을 적용하는데 아무런 문제가 없다는 것이 우리의 판단이다.

KOSPI	2000.76
시가총액	513 십억원
시가총액비중	0.0%
자본금(보통주)	146 십억원
52주 최고/최저	6,270 원 / 3,725 원
120일 평균거래대금	24 억원
외국인지분율	2.0%
주요주주	코오롱 외 15 인 59.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	1.5	22.3	40.7	30.9
상대수익률	3.0	22.5	34.5	30.6



2012 년은 EPS Growth 를 만끽할 수 있는 시기

코오롱글로벌의 2011년 실적은 매출액 3,634십억원, 영업이익 115십억원, 세전이익 8십억원으로 추정된다 (2011년 공시된 실적은 코오롱건설만의 실적임). 2012년 코오롱글로벌의 예상 실적은 매출액 4,278십억원, 영업이익 154십억원, 세전이익 101십억원으로 추정된다. 외형 성장, 수익성 개선, 이자비용 감소의 효과로 이익 성장성이 극적으로 전개될 것으로 예상된다. 코오롱글로벌의 주가가 4,000원대에서 현재 주가 수준으로 상승한 이유가 합병으로 인한 재무적 안정성 확보 때문이었다면, 향후 동사 주가의 Level up은 EPS Growth로 인해 결정될 것으로 전망한다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	1,352	1,123	1,450	4,278	4,553
영업이익	52	-10	69	154	171
세전순이익	12	-61	8	101	134
총당기순이익	6	-50	4	76	101
지배지분순이익	6	-50	4	76	101
EPS	245	-2,116	151	944	1,256
PER	27.2	NA	41.0	6.6	4.9
BPS	13,920	11,756	9,896	7,663	8,894
PBR	0.5	0.4	0.6	0.8	0.7
ROE	1.8	-14.6	1.3	16.6	14.9

주: 영업이익은 회계발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준 (2011년까지 코오롱 건설 기준)

자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

2012년 코오롱글로벌의 매출액은 17.8% 성장할 전망

2012년 코오롱글로벌의 매출액은 작년대비 17.8% 증가하는 4,278십억원으로 추정된다. 작년 매출액은 3개사의 합산 수치 기준이다. 코오롱글로벌의 외형이 성장할 수 있는 이유는 다음과 같다.

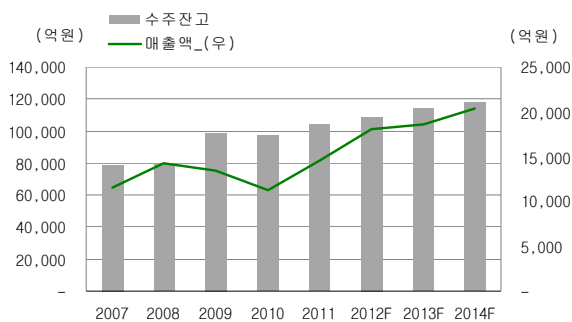
1) 2009~2011년 누적 신규수주가 6,978십억원(연평균 2,326십억원)에 달하면서 매출액 2조원 달성 시점이 가까워지고 있다. 건설부문 매출액은 2011년 1,450십억원에서 24.7% 증가한 1,809십억원으로 추정된다.

2) 건설부문의 턴어라운드를 이끄는 또 하나의 요인은 아이러니하게도 주택사업이다. 코오롱글로벌(舊 코오롱건설)은 리스크 관리를 위해 2008년 이후 주택분양사업을 축소해왔다. 따라서 2008년 600십억원까지 증가했던 주택부문 매출액이 2010년에는 50십억원으로 급감했다. 기존 사업장에서 의 부실 처리가 마무리됨에 따라 2011년부터 평택 장안 등에서 주택분양사업이 재개되었다. 2011년 주택부문 매출액은 120십억원이었으며, 2012년에는 200십억원 후반대의 매출액이 예상된다.

3) 상사부문의 성장성은 물가상승률 이상일 것으로 예상된다. 신규 지역 진출과 취급 아이템이 확대 될 무역사업부와 IT Solution사업부의 성장성은 10% 수준일 것으로 전망된다. 2010~2011년의 폭발적인 성장세를 보이기 어렵겠지만 안정적인 성장과 더불어 건설부문과의 시너지를 통한 성장이 기대된다.

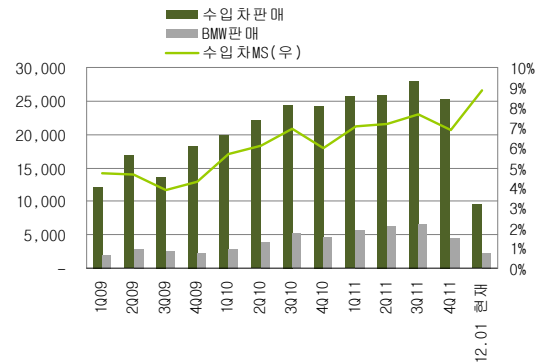
4) 2012년 BMW 판매 대수가 2011년 7,954대에서 20.9% 증가한 9,388대로 추정된다. (회사 경영 계획 상으로는 9,000대를 목표로 하고 있음) 국내 자동차 판매량은 정체되거나 둔화되겠지만 수입차의 MS는 2011년 7.1%에서 8~9%로 증가할 전망이다. BMW의 경우 2012년 신차 효과로 인해 다른 브랜드에 비해 가파른 성장이 기대되며, 수입차 내에서의 MS도 증가할 것으로 예상된다.

그림 1. 지난 3년간 누적 신규수주 증가로 건설부문 매출 급증



자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

그림 2. BMW 판매 증가, 더욱 튼튼해지는 Cash cow



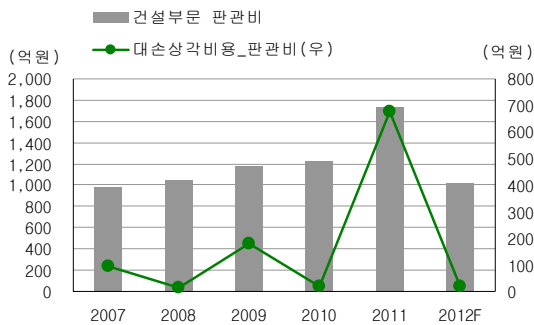
자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

대손상각비용 감소로 수익성 개선효과 발생

2011년 코오롱글로벌의 판매관리비는 316십억원으로 매출액 대비 8.7%였다. 대신증권 리서치센터는 2012년 코오롱글로벌의 판매관리비를 245십억원으로 예상하고 있는데 매출액 대비 5.7% 수준이다. 코오롱글로벌의 경영계획 상에는 합병 후 조직 관리를 통해 판관비 220십억원을 목표로 하고 있다. 2011년 대비 판매관리비가 큰 폭으로 감소하는 것은 대손상각비용 발생 가능성이 현저히 낮아지기 때문이다. 판매관리비 증감에 가장 큰 영향을 주는 사업부는 건설사업부인데 주택부문에 대한 리스크가 낮았던 시기에 평균적으로 100~110십억원의 판매관리비용이 발생했다. 하지만 2011년 코오롱글로벌 중 건설부문의 판매관리비는 174십억원으로 급증했는데, 그 이유는 68십억원의 대손상각비용이 발생했기 때문이다. 2011년 서울외곽순환도로 지분 매각익이 발생하면서 이익의 여유가 생겼고, 합병 이전에 재무제표를 클린화하기 위해 주택, 건축 등에서 발생할 수 있는 손실 가능성을 선반영한 것으로 판단된다. 2011년부터 주택사업이 재개되기는 했지만 재개발/재건축 위주로 연간 3~4건의 신규분양만을 고려하고 있기 때문에 추가적인 대손 발생 가능성은 낮다고 판단된다. 또한 동사의 PF 잔고는 2011년 말 기준으로 235십억원에 불과하고, 청라무역타운을 제외하면 착공된 사업지이기 때문에 리스크 발생 가능성은 매우 낮다. (2011. 12. 05 삼각편대, 새로운 길을 개척한다 Report 참조)

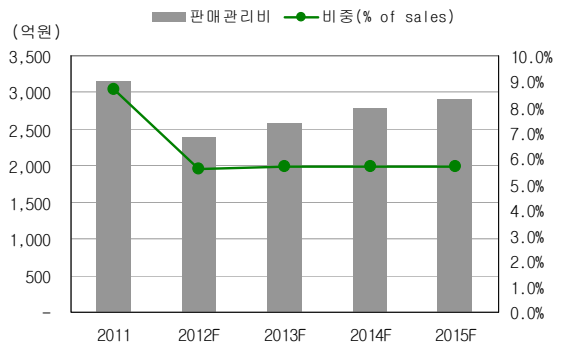
무역사업부 및 B&S사업부의 판매관리비 비중은 대체로 안정적이기 때문에 건설부문의 판매관리비 감소는 코오롱글로벌의 수익성 개선으로 이어질 전망이다.

그림 3. 대손상각비용 감소로 인한 판매관리비 축소



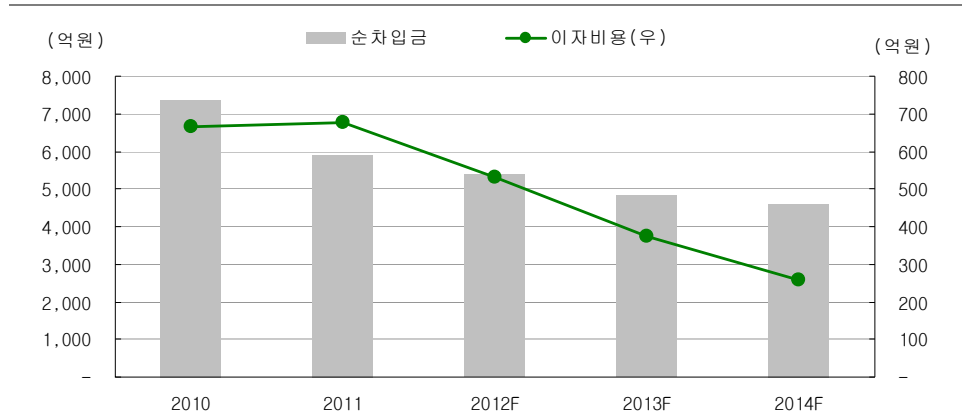
자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

그림 4. 건설부문의 안정화로 코오롱글로벌 판관비 감소



자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

그림 5. 건설부문 매출채권 감소와 상사와 B&S 사업부 영업이익 증가로 인한 순차입금 감소



자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

가시화되는 이자비용 감소, 수익성 개선의 핵심 요인

2011년 코오롱글로벌의 건설부문 순금융비용은 60십억원, 합병법인의 순금융비용은 67십억원으로 집계되었다. 합병 효과로 순차입금은 590십억원으로 2010년말 건설부문 순차입금 747십억원 대비 147십억원 감소했다. 대신증권 리서치센터는 2012년말 동사의 순차입금(무역부문 유산스 제외) 530십억원으로 예상하고 있는데, 감소하는 이유는 건설부문 매출채권(미수금) 감소와 상사와 B&S 사업부에서의 영업이익 증가 때문이다. 특히 대부분의 차입금이 회사채 등급 BBB0인 코오롱건설에서 발생했었기 때문에 무차입 수준의 경영을 했던 코오롱아이넷과 코오롱B&S 합병 효과로 조달 Cost가 급감할 것으로 예상하고 있다. 2010년 회사채 조달 금리와 비교하면 약 2%p 정도의 조달금리 하락이 기대되며, 신평사의 정기평정 결과에 따라 동사의 이자비용 감소 속도는 더욱 빨라질 수 있을 것으로 예상된다.

목표주가 9,500 원으로 상향 조정

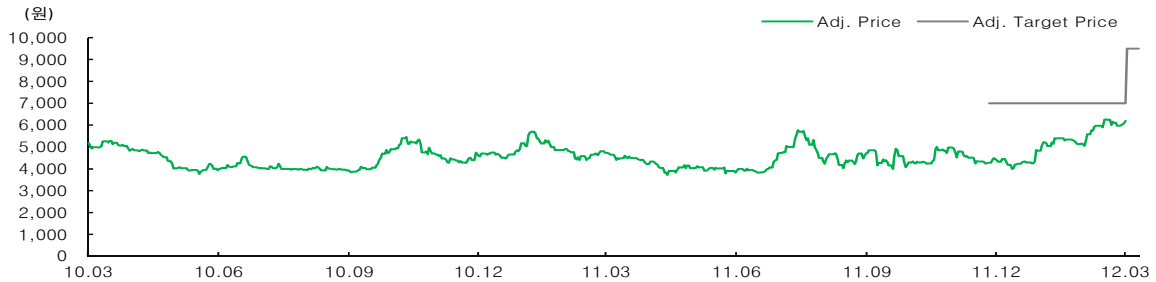
코오롱글로벌에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 7,000원에서 35.7% 상향 조정한 9,500원을 제시한다. 목표주가 산출은 2012년 예상 EPS인 944원에 목표배수 10.1배를 적용하였다. 목표배수 10.1배는 2012년 KOSPI 평균 배수이다. 코오롱글로벌이 코오롱건설 단독으로 존재했을 경우에는 KOSPI 평균을 적용받기에 무리가 있었겠지만, 코오롱글로벌로 합병되면서 1) 재무적 안정성을 확보했고, 2) 건설부문의 턴어라운드에 대한 평가가 가능해졌으며, 3) 무역부문과의 시너지를 통한 성장이라는 구체적인 성장 전략을 만들어낼 수 있기 때문에 KOSPI 평균 Multiples를 적용받는다고 하더라도 무리가 없다는 판단이다. 특히 2012년 세전이익 증가율(2011년 합병법인의 순이익이 발표되지 않았기 때문에 세전이익으로 평가)이 113.8%에 달하고, 2013년 EPS 증가율도 33.0%로 추정되기 때문에 이익 증가율로 인해 KOSPI 대비 프리미엄 받을 가능성도 남아있는 것으로 판단된다. PBR 기준으로는 KOSPI 평균 1.2배(ROE 12.4%)를 적용하면 9,200원의 목표주가가 산출된다.

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 조윤호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶ 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.03.09	11.12.11	11.12.03						
투자 의견	Buy	Buy	Buy						
목표주가	9,500	7,000	7,000						
제시일자									
투자 의견									
목표주가									
제시일자									
투자 의견									
목표주가									

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자 의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자 의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상