

2011.12.05

코오롱건설(003070)

조운호 769.3079 uhno@daishin.com

삼각편대, 새로운 길을 개척한다

투자의견 매수, 목표주가 7,000원으로 커버리지 개시

2012년 1월 11일 코오롱건설, 코오롱아이넷, 코오롱B&S 3사가 합병된 코오롱글로벌이 출범한다. 코오롱건설 주가가 합병법인인 코오롱글로벌의 시가총액을 결정하기 때문에 이제 코오롱건설은 코오롱글로벌과 동일시되어야 한다. 코오롱건설의 현재 주가 수준으로 합병될 경우 코오롱글로벌의 시가총액은 350십억원 수준(PBR 0.7배)에 불과하다. 대신증권 리서치센터는 코오롱글로벌의 PBR Valuation이 1.0배의 가치는 충분하다고 판단하고 있으며, 코오롱건설(향후 코오롱글로벌)의 목표주가를 7,000원(투자의견 매수)으로 제시하면서 커버리지를 개시한다.

재무적 안정으로 다른 중견건설사와는 다른 꿈을 꿀 수 있다

코오롱글로벌 탄생의 가장 큰 의미는 재무적 부담에서 벗어나 새로운 Vision을 세울 수 있다는 점에 있다고 판단된다. 일반적인 중견건설사의 Vision은 주택시장과 연동될 수 밖에 없고, 현 시점에서는 차입금의 연장과 축소, 즉 Survival에 한정되어 있다. 반면 코오롱글로벌은 합병으로 인한 재무구조 개선으로 다른 중견건설사와는 다르게 중장기적인 관점에서 Vision을 세울 수 있을 전망이다. 이 점이 코오롱글로벌이 차별화되는 지점이다.

영업실적 및 주요투자 지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	1,352	1,123	1,353	3,977	4,448
영업이익	52	-10	56	137	160
세전순이익	12	-61	11	69	106
총당기순이익	6	-50	8	52	80
지배지분순이익	6	-50	8	52	80
EPS	245	-2,116	301	649	997
PER	27.2	-2.2	14.1	6.5	4.3
BPS	13,920	11,756	10,038	7,424	8,402
PBR	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5
ROE	1.8	-14.6	2.6	11.6	12.4

자료:코오롱건설, 대신증권 리서치센터

주: 영업이익은 회사발표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

주2: 2011년까지는 코오롱건설 개별 기준, 2012년 이후부터는 코오롱글로벌(합병법인) 개별 기준

목표주가	7,000원
현재가(2012.12.2)	원
예상주가상승률(6M)	
시가총액	120 십억원
시가총액비중	0.0%
자본금(보통주)	146 십억원
액면가	5,000 원
52주 최고/최저	5,760 원 / 3,725 원
120일 평균거래대금	3 억원
KOSPI	1,847.51
발행주식수	29,148 천주
외국인지분율	2.9%
자사주	0.41%
주요주주	
코오롱 외 9 인	38.83%
	0.00%
배당수익률(10년)	0.00%

Performance

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-12.6	-8.7
6개월	4.3	18.2
12개월	-2.5	0.5



[Contents]

Executive Summary

I . Valuation

II . 투자포인트

1. B&S 사업부는 확실한 Cash cow
2. 건설부문 턴어라운드에 대한 평가가 가능해진다
3. 재무구조의 개선, 순차입금 규모는 지속적으로 감소
4. 포트폴리오 변화에 대한 프리미엄
5. 일반 중견건설사와는 다른 꿈을 꿀 수 있다
6. 기타 합병 시너지

III . Risk 요인 점검

1. 매우 낮은 PF 및 미분양주택 부실 요인
2. 반대매수청구권 행사로 인한 자사주 취득이 오버행 이슈가 되지 않을 전망

IV . 재무제표

Executive Summary

코오롱건설 커버리지 개시,
투자의견 매수, 목표주가
7,000원

코오롱건설에 대한 커버리지를 개시하며, 투자의견 매수와 목표주가 7,000원을 제시한다. 코오롱건설, 코오롱아이넷, 코오롱B&S 3사의 합병이 확정된 이상 코오롱건설 단독으로 분석하는 것은 무의미하다. 또한 코오롱건설 주가가 합병법인인 코오롱글로벌의 시가총액을 결정하기 때문에 이제 코오롱건설은 코오롱글로벌과 동일시되어야 한다. 3사의 합병이 1) 대형 법인의 탄생, 2) 중장기적인 성장 모델의 탄생이라는 측면에서 긍정적임에도 불구하고 합병발표 이후 코오롱아이넷의 주가가 큰 폭으로 하락한 반면, 코오롱건설 주가는 큰 변동이 없기 때문에 현재 저평가되어있는 상황이라고 판단된다. 코오롱건설의 현재 주가 수준으로 합병될 경우 코오롱글로벌의 시가총액은 350십억원 수준(PBR 0.7배)에 불과하다. 대신증권 리서치센터는 코오롱글로벌의 PBR Valuation이 1.0배의 가치는 충분하다고 판단하고 있으며, 코오롱건설(향후 코오롱글로벌)의 목표주가를 7,000원으로 제시한다.

합병으로 달라지는 코오롱
건설

3사 합병으로 출범하는 코오롱글로벌은 일반 중견건설사와는 다른 모습으로 변모할 수 있을 전망이다. 우리가 기대하는 긍정적인 효과는 1) 확실한 Cash cow의 존재로 건설부문의 턴어라운드 부각 및 경기 부침에 대한 민감도 하락, 2) 재무구조의 개선 및 순차입금 규모 축소, 그로 인한 실적 개선 가속화, 3) 재무적 리스크의 완화로 중장기적인 관점에서 Vision 실현이 가능하다는 점이다.

B&S는 확실한 Cash cow

BMW 판매 및 A/S를 주업무로 하는 코오롱B&S는 합병법인의 확실한 Cash cow 역할을 할 전망이다. 연간 최소 25십억원 이상의 현금이 창출될 것으로 예상되고, 궁극적으로는 코오롱글로벌의 이자비용에 상응할 수 있을 만큼 영업현금흐름이 증가할 것으로 예상된다. 수입차 MS가 10%가 될 때 까지 급격한 성장을 한 이후 성장세는 둔화될 것으로 전망되지만 Cash cow로서의 역할은 충분히 가능할 것이고, 코오롱글로벌의 중장기 성장의 기반이 될 수 있는 사업부로 판단된다.

건설부문 턴어라운드 부각

2008년 이후 역성장을 했던 코오롱건설은 2011년에는 매출액에서 턴어라운드를, 2012년에는 수익성에서 턴어라운드를 할 전망이다. 2011년 기준 자산 2,649십억원의 합병법인으로 재탄생하면서 재무구조가 개선되고, 이자비용에 대한 부담이 경감되면서 건설부문의 턴어라운드가 부각될 수 있을 전망이다.

순차입금 규모는 지속적으로
감소할 전망

코오롱건설 Discount의 핵심인 과도한 순차입금 규모는 합병 이후 지속적으로 감소할 전망이다. 영업적인 측면에서도 순차입금을 감소시킬 수 있겠지만 단기적으로는 1) 주택 관련 미수금의 현금화, 2) 일부 자산 매각 및 개발 가능성, 3) 코리아애플렛폼의 IPO 가능성과 코오롱베니트의 그룹 내 지분 조정 가능성으로 순차입금 규모가 축소될 것으로 예상된다.

건설부문 포트폴리오 변화
에 대한 프리미엄

코오롱건설의 매출 포트폴리오는 2008년과 비교할 때 확연히 달라져있다. 동사 주택 매출 비중이 2008년 46%에서 2011년 7%로 급감해있다. 동사의 매출 구조는 토목 30%, 환경 및 플랜트 40%, 주택 및 건축 30%로 짜여질 것으로 예상되는데, 이는 대형건설사의 매출 구조와 거의 유사한 형태이며, 다른 중견건설사와의 차별화 포인트이다.

일반 중견건설사와는 다른
꿈을 꿀 수 있다

코오롱글로벌 탄생의 가장 큰 의미는 재무적 부담에서 벗어나 새로운 Vision을 세울 수 있다는 점에 있다고 판단된다. 일반적인 중견건설사의 Vision은 주택시장과 연동될 수 밖에 없고, 현 시점에서는 차입금의 연장과 축소, 즉 Survival에 한정되어 있다. 반면 코오롱글로벌은 합병으로 인한 재무구조 개선으로 다른 중견건설사와는 다르게 중장기적인 관점에서 Vision을 세울 수 있을 전망이다. 이 점이 코오롱글로벌이 차별화되는 지점이다.

PF 및 미분양주택 부실 요
인 없음

코오롱건설의 PF 우발채무는 248십억원이다. 이 중 주택(아파트)과 관련된 것은 평택 장안(95십억원)이 유일하다. 아직 1년이 되지 않은 평택 장안 현장의 계약률이 50%를 넘어섰기 때문에 리스크 요인은 크지 않다. 나머지 아파트형 공장 및 골프장 PF의 리스크는 거의 없는 것으로 판단된다. 동사의 준공후 미분양주택은 116세대이고, 진행 중인 미분양주택은 800세대 정도이다. 진행 중인 미분양주택은 재건축 현장과, 한국자산신탁의 신탁사업이기 때문에 분양 리스크가 크지 않다고 판단된다. 2007년 이후 주택 사업을 축소하면서 Risk management를 해왔기 때문에 현 시점에서 주택사업 관련 리스크는 거의 없는 것으로 판단된다.

오버행 이슈 가능성은 크지
않을 전망

반대매수청구권 행사로 인해 코오롱글로벌의 자사주는 전체 주식수의 7.1% 수준이 될 것으로 예상된다. 하지만 동사의 자사주가 시장에 출회될 가능성이 낮다고 판단되는데, 자사주의 쓸모가 많을 것으로 예상되기 때문이다. 자사주의 활용 방법은 1) 2013년 9월 만기인 BW의 주식 전환 행사용 자사주가 될 수도 있고, 2) 최근 코오롱건설(코오롱글로벌)이 해외 업체의 M&A에 관심이 많기 때문에 주식 교환용으로 남겨질 가능성도 높다.

I . Valuation

현재 가격 기준으로 합병법인의 시가총액은 350 십억원으로 예상

현재 코오롱건설 주가 기준으로 코오롱글로벌의 PBR은 0.7배

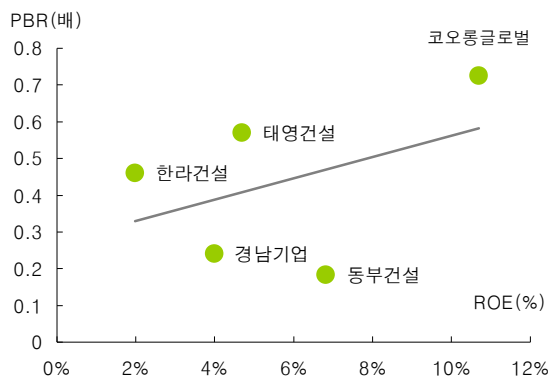
2012년 1월 11일 코오롱건설, 코오롱아이넷, 코오롱B&S 3사가 합병된 코오롱글로벌이 출범한다. 합병법인의 시가총액은 코오롱건설의 주가와 연동하게 되는데 현재 주가수준(12/1 현재 4,240원)으로 합병을 하게될 경우 시가총액은 약 350십억원으로 추정된다. 코오롱글로벌의 2011년 PBR은 0.7배로 예상된다.

과거의 코오롱건설은 잇자, 이제 코오롱글로벌로 평가

이미 3사의 합병이 확정된 이상 현재 코오롱건설의 재무구조 및 Valuation은 중요하지 않다고 판단된다. 합병법인인 코오롱글로벌의 향후 기업가치에 따라 코오롱건설의 주가는 움직일 수 있다고 판단된다. 따라서 향후 코오롱글로벌 주가의 모체가 될 코오롱건설의 현재 주가 수준은 현저히 저평가되어있다고 판단된다. 코오롱건설 단독법인일 경우 2011년 PBR 0.4배는 다른 중견건설사와 비교할 때 적절한 수준으로 판단된다. 과도한 순차입금 규모로 인해 디스카운트 요인이 발생하기 때문이다. 하지만 코오롱글로벌로 합병되는 것을 가정할 경우 코오롱건설의 Valuation은 달라져야한다고 판단된다. 코오롱건설과 합병되는 코오롱아이넷의 경우 다른 상사와 비교할 때 현저히 저평가 받고 있는데, 이는 합병이 확정된 이후 코오롱아이넷 주주가치가 훼손된다고 판단했기 때문이다. 대신증권 리서치센터는 코오롱건설 주주이든 코오롱아이넷 주주이든 주가가치는 상승할 수 있을 것으로 판단하고 있다. 3사의 합병 효과가 제로섬 게임에 불과하다고 본다면 코오롱아이넷의 주가 하락만큼 코오롱건설의 주가는 상승해야하는데, 코오롱건설의 주가는 합병 발표 이전과 큰 차이가 없다. 따라서 보수적으로 본다고 하더라도 코오롱건설의 주가는 상승할 여지가 많다고 판단된다.

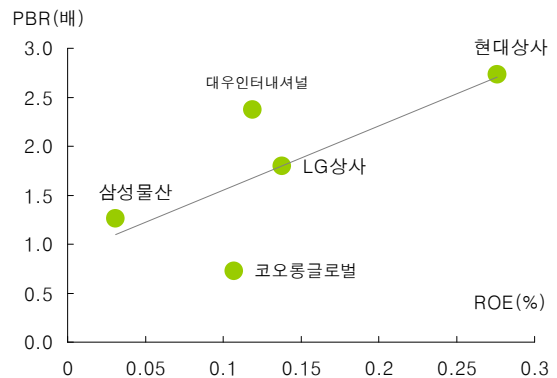
합병 발표 이후 아이넷 주가 하락과 비교할 때 건설 주가는 변동 없음

그림 1 2011년 PBR vs ROE (중견 건설사)



자료: Quantwise

그림 2 2011년 PBR vs ROE (무역/상사)



자료: Quantwise

코오롱건설에 대해 커버리지를 개시하며, 투자의견 매수와 목표주가 7,000원을 제시한다. 코오롱건설의 2011년 BPS 10,038원에 Multiples 0.7배를 적용하여 산출한 목표주가이다. 합병 결정 이후 코오롱건설을 단독 건설업체로 분석할 필요는 없다고 판단하고 있으며, 2012년 1월 출범할 코오롱글로벌에 대한 가치 평가 후 투자해야한다. 목표주가 도달 시 합병법인의 시가총액은 575십억원 수준일 것으로 추정된다. 코오롱글로벌 합병 이후 주식 수, 재무제표 등이 확정된 이후 코오롱글로벌에 대한 목표주가를 다시 제시하겠지만, 코오롱글로벌의 주가가 합병법인의 시가총액을 결정하기 때문에 코오롱건설 목표주가 7,000원은 코오롱글로벌의 목표주가와 동일하다. 2012년 코오롱글로벌의 BPS는 7,433원으로 추정하고 있기 때문에 PBR은 1.0배 수준이고, PER 기준(2012년 EPS 659원)으로는 10.6배 수준이다.

PBR 1.0배의 가치는 충분하다

코오롱글로벌은 PBR 1.0배의 가치가 충분하다고 판단된다. 현재 건설부문의 수주잔고를 감안할 때 2조원까지의 매출액 성장은 충분하고, B&S라는 Cash cow와 동행하면서 일반적인 중견건설사와는 달리 차입금 및 이자비용에 대한 부담이 급감했다. 따라서 중견건설사의 Valuation과는 차별화될 것으로 예상된다. 또한 코오롱글로벌의 ROE가 11.8%로 예상되는데 중견건설사와는 비교가 되지않는 수준이고, 상사들과 비교해봤을 때도 낮지 않은 수준이다. 중견건설사 단독법인일 때의 유동성 관련 리스크로 인한 디스카운트 요인이 제거되고, 비교적 높은 수준의 ROE임에도 불구하고 상사와 비교했을 때도 저평가 받고있음을 감안할 때 PBR 1.0배의 가치는 충분히 적용받을 수 있다고 판단된다.

회사명	PBR (배)
현대건설	1.95
삼성물산	1.25
GS건설	1.38
대우건설	1.12
대림산업	0.92
현대산업개발	0.55
두산건설	0.35
쌍용건설	0.50
동부건설	0.18
한라건설	0.48
포스코건설	0.42
계룡건설	0.28
태영건설	0.58
한신공영	0.25
삼환기업	0.12
삼환기업	0.12
KCC건설	0.60
고려개발	0.15

자료: Quantiwise

II. 투자포인트

합병으로 달라지는 코오롱건설(코오롱글로벌)

중견건설사의 Valuation gap 확대

코오롱건설을 비롯한 중견건설사의 주가는 절대주가 측면에서도, Valuation 측면에서도 대형건설사와 비교하여 할인 폭이 커지고 있다. 그 이유는 1) 국내 건설시장의 정체와 중견건설사의 해외 시장 진출의 어려움, 2) 국내 부동산 시장 침체국면 지속, 3) 중견건설사 유동성 리스크 등으로 요약할 수 있다. 코오롱건설의 PBR Valuation이 0.5배에 머물고 있는 것도 상기 원인 때문인 것으로 판단된다.

코오롱건설 주택사업에 대한 시장의 오해

코오롱건설에 대해서는 시장의 편견도 어느 정도 자리잡고 있다고 판단된다. 2007년 이전 주택시장 활황기에 코오롱건설이 하늘채라는 브랜드를 바탕으로 주택 위주로 성장을 했었기 때문에 코오롱건설은 주택부문 매출 비중이 높다, 그리고 그와 연관된 PF 및 미분양주택이 많을 것이라는 오해가 자리잡고 있다고 판단된다. 3분기 말 기준 538십억원 규모의 순차입금 규모 및 577.4%의 부채비율은 그러한 오해들을 정당화시킬 수 있는 수치였다고 볼 수 있다.

턴어라운드 시작되었으나, 시장의 정당한 판단을 받기에는 순차입금이 너무 많았다

코오롱건설은 2007년 이후 대대적인 포트폴리오 조정작업을 통해 주택사업의 비중을 획기적으로 낮춰놓았다. 또한 2009~2011년 주택부문의 손실을 반영하면서 리스크 요인을 제어한 것으로 분석된다. 물 관련 환경사업 및 공공부문 턴키사업을 적극적으로 수주하면서 동사의 2010년 매출액에서 주택부문이 차지하는 비중은 4.5% 수준에 불과하다. 공공 및 환경 플랜트 위주의 매출 포트폴리오 구성, 그리고 주택부문 손실 반영으로 턴어라운드 할 수 있는 기반은 마련되어있는 상황이었다. 하지만 미분양주택으로 인한 미수금 회수가 지연되면서(중견건설사의 공통점) 순차입금은 꾸준히 증가할 수 밖에 없었고, 이에 따라 이자비용에 대한 부담이 커졌다. 코오롱건설은 턴어라운드에도 불구하고 과도한 순차입금으로 인해 리스크 요인이 여전히 컸다고 볼 수 있다. 또한 중장기적으로도 수익성이 높은 주택부문의 매출 비중이 높아지지 않는 한 낮은 수익성으로 인해 차입금 상환이 제한적일 수 밖에 없다. 이는 주식시장에서 낮은 밸류에이션으로 귀결되었다.

합병으로 달라지는 코오롱건설

코오롱건설, 코오롱아이넷, 코오롱B&S 3개사의 합병으로 탄생하는 코오롱글로벌은 일반 중견건설사와는 다른 모습으로 변모할 수 있을 것으로 전망된다. 우리가 기대하는 긍정적인 효과는 다음과 같다.

1. 확실한 Cash cow(코오롱B&S)의 존재로 건설부문 턴어라운드 부각 및 경기 부침에 대한 민감도 하락
2. 재무구조의 개선 및 순차입금 규모 축소, 그로 인한 실적 개선 속도 가속화
3. 재무적 리스크의 완화로 중장기적인 Vision 실현 가능

1. B&S 사업부는 확실한 Cash cow

B&S, 2015년까지 42.3%
성장 전망

코오롱 B&S는 BMW 자동차 판매 및 A/S와 스포츠센터를 운영하는 회사이다. 국내 최대 BMW 공식딜러이고, 2011년 상반기 기준으로 BMW 판매 내 점유율 35.4%를 차지하고 있다. 대신증권 리서치센터는 BMW사업부의 자동차 판매대수가 2015년까지 2011년 대비 42.3% 증가할 것으로 예상하는데, 1) 국내 자동차 총 판매대수는 2011년이 Peak일 가능성이 높지만 수입차 MS는 10% 수준(일본 등 자국 자동차 메이커가 있는 국가의 경우)까지 성장할 것으로 전망하고 있고, 2) BMW는 수입차 중 가장 인기가 높은 브랜드 중 하나로 전체 수입차 중 MS는 25% 수준(11년 상반기 23.5%)을 유지할 것으로 예상하기 때문이다. 이러한 가정을 바탕으로 동사의 매출액은 2011년 660십억원(추정)에서 2015년 923십억원까지 증가할 것으로 전망하고 있다. B&S는 자동차 판매 뿐만 아니라 전국에 10개 A/S센터를 운영하고 있기 때문에 2010년 이후 급증하기 시작한 BMW 판매대수를 고려해 보면 향후 A/S 부문에서의 매출 확대도 기대된다.

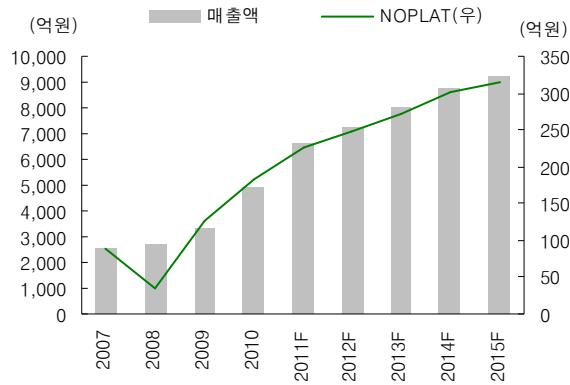
연간 25십억원 이상의 현금
창출 예상

B&S 사업부의 영업이익률은 4.8% 수준으로 예상되며, 연간 25십억원 이상의 현금이 창출될 것으로 예상된다. 2015년까지 꾸준히 영업현금흐름이 증가하면서 궁극적으로는 코오롱글로벌의 이자비용에 상응하는 규모로 증가할 수 있을 전망이다. 국내 자동차 판매 시장의 성장성에 한계가 있고, 3~4년간 BMW 등 수입차 MS가 상승한 이후부터는 정체할 가능성이 높기 때문에 B&S 사업부가 중장기적으로 합병법인 내에서 주력 사업부가 될 가능성은 낮다. 하지만 Cash cow로서의 역할은 충분히 가능하며 향후 코오롱글로벌의 성장에 있어 기반이 될수 있는 사업부로 판단된다.

건설부문 이자보상배율에
대한 부담을 낮춘다

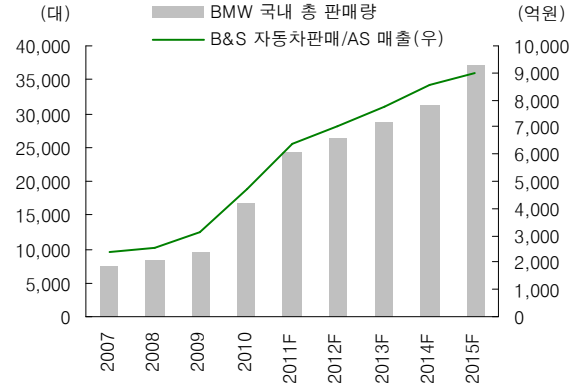
코오롱건설의 턴어라운드 시작되었음에도 불구하고 과도한 차입금으로 인한 이자비용 부담은 동사의 턴어라운드 효과를 낮추었다. 하지만 합병 이후 B&S의 꾸준한 현금 창출 능력은 건설부문의 이자배상배율에 대한 부담을 낮추게 될 것이다. 이자 비용에 대한 부담이 급감하면서 적극적인 성장 전략을 취할 수 있을 전망이다. 특히 상위 소득자가 선호하는 BMW 브랜드의 특성 상 경기 민감도가 낮기 때문에 안정적인 현금 창출이 가능할 전망이다.

그림 4 코오롱 B&S, 매출액 및 NOPLAT



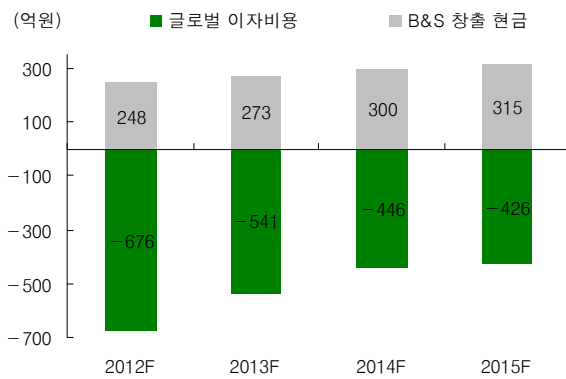
자료: 코오롱 B&S

그림 5 BMW 국내 총 판매량 대비 B&S 자동차판매 A/S 매출



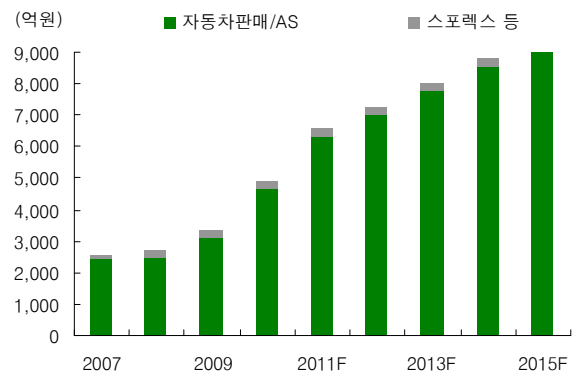
자료: 코오롱 B&S

그림 6 코오롱 B&S, 글로벌 이자비용 VS 창출 현금



자료: 코오롱 B&S

그림 7 코오롱 B&S 자동차 판매 A/S 매출액 현황



자료: 코오롱 B&S

2. 건설부문 턴어라운드에 대한 평가가 가능해진다

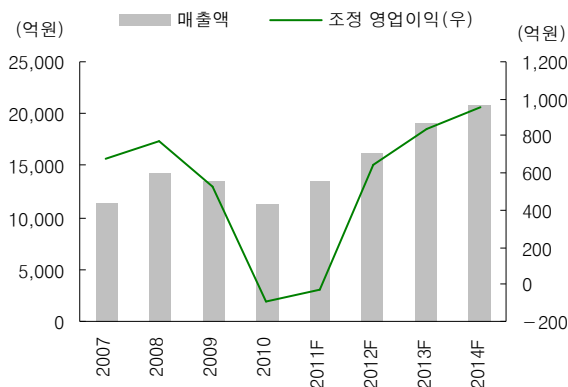
건설부문 매출액 재성장 국면 진입

코오롱건설(코오롱글로벌의 건설 부문)의 매출액은 2008년 1,426십억원을 기록한 이후 2010년까지 하락세를 겪었다. 2011년 매출액은 1,353십억원으로 예상되며, 4분기 기성 인식에 따라 증가 요인도 있는 것으로 판단된다. 08년 이후 역성장 국면을 지나 2011년부터 매출액 턴어라운드가 시작되고 있다. 2008년 이후 역성장을 겪었던 것은 2007년 이후 포트폴리오 재조정으로 인해 주택부문의 매출이 급감했기 때문인데, 2009년 비주택부문 신규수주가 급증함으로써 2011년부터 재성장 국면에 진입한 것으로 판단된다.

수익성은 2011년이 저점

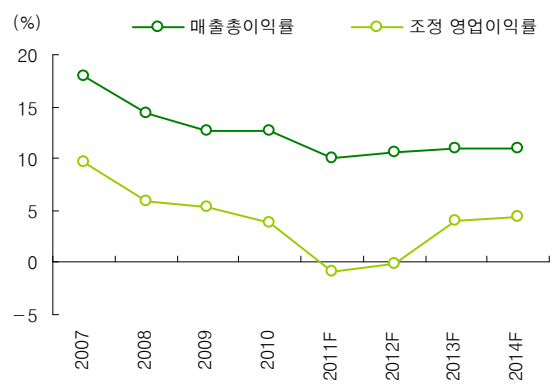
동사의 매출총이익률 및 조정 영업이익률은 2011년을 저점으로 2012년부터 회복될 것으로 예상된다. 동사의 수익성이 2007년 이후 악화되었던 것은 아이러니하게도 주택부문의 매출액이 감소했기 때문이다. 동사의 2011년 매출총이익률은 10.6%로 예상되는데 주택부문 매출액이 100십억원대 미만임을 고려하면 수익성은 바닥을 찍은 것으로 판단된다. 2011년 평택 장안마을 하늘채, 대구 수성못 코오롱하늘채 등을 분양하면서 주택부문의 매출액 비중이 증가하고, 양호한 분양률로 인해 주택부문의 매출총이익률로 최소 8% 이상을 형성할 것으로 전망되기 때문에 동사의 수익성은 2011년을 저점으로 개선될 것으로 예상된다.

그림 8 매출액 및 조정 영업이익 추이



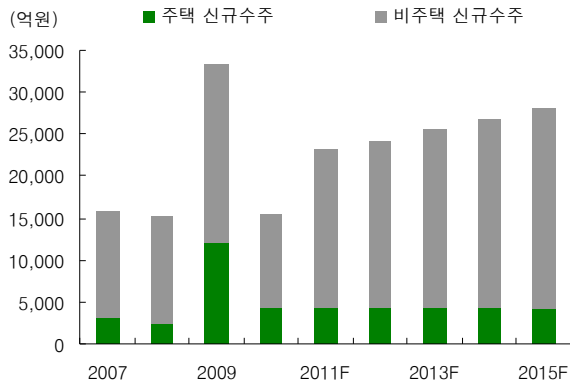
자료: 코오롱 건설

그림 9 매출총이익률 및 조정 영업이익률



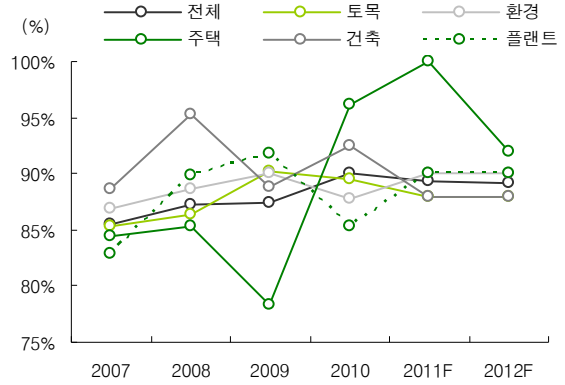
자료: 코오롱 건설

그림 10 주택 신규수주 및 비주택 신규수주



자료: 코오롱 건설

그림 11 공종별 원가율



자료: 코오롱 건설

재무구조의 개선과 이자비용 감소로 코오롱건설의 턴어라운드가 부각된다

2011년 기준 자산 2,649십억원의 합병법인으로 재탄생하면서 재무구조가 개선되고, B&S라는 확실한 Cash cow로 인해 이자비용에 대한 부담이 경감하면서 건설부문의 턴어라운드가 부각될 수 있을 것으로 예상된다. 기존 코오롱건설 단독법인은 성장성과 수익성 측면에서 턴어라운드가 가시화되더라도 연간 60십억원대의 이자비용 부담으로 인해 주식시장에서 가치평가를 받기 어려웠던 것이 사실이다. 하지만 대규모 합병법인의 탄생으로 이자비용 부담이 감소하면서 건설부문의 이익 개선에 대한 시장의 재평가가 이루어질 수 있다고 판단된다.

3. 재무구조의 개선, 순차입금 규모는 지속적으로 감소

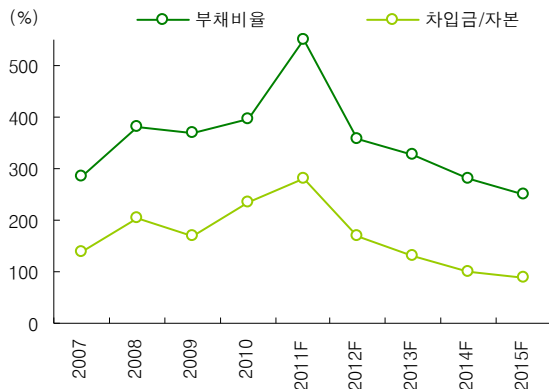
합병으로 인한 재무구조의 개선

합병법인의 2012년 예상 부채비율은 358.8%로 예상된다. 여전히 부채비율 자체는 높지만, 향후 전망은 긍정적이라고 판단된다. 자본금 대비 차입금 비율은 2011년 코오롱건설 단독으로 279.2%에서 2012년 167.8%(코오롱글로벌 합병법인)으로 예상되며 2014년에 100% 미만으로 하락할 것으로 예상된다. 코오롱건설의 2011년 평균 이자율이 8.9% 수준으로 예상되고, 회사채 등급은 BBB0이다. 하지만 합병법인의 자산 규모가 확대되고, 차입금에 대한 부담감이 낮아지면서 평균 조달금리는 하향 조정되고, 회사채 등급도 1~2년 내 상향 조정될 것으로 예상된다.

합병법인의 실제 순차입금 규모는 600십억원 규모

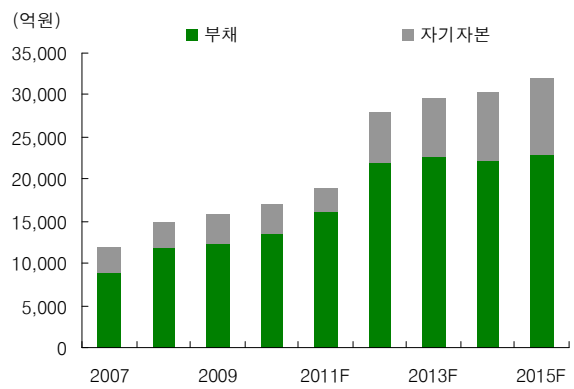
코오롱건설의 가장 큰 리스크는 자산 규모에 비해 과도한 순차입금 규모라고 평가할 수 있다. 다른 중견건설사에 비해 PF 우발채무와 미분양주택 리스크가 낮기 때문에 순차입금 규모를 축소하는 것이 동사의 기업가치를 높이는 가장 중요한 일 중 하나로 판단하고 있다. 2011년 코오롱건설의 순차입금 규모는 600십억원으로 예상되는데, 합병 시 순차입금 규모는 830십억원으로 예상된다. 이 중 코오롱아이넷의 Usance 232십억원을 제외해보면 합병법인의 순차입금 규모도 코오롱건설의 순차입금 규모인 600십억원대 수준으로 예상된다.

그림 12 부채비율 vs 차입금/자본



자료: 코오롱 건설

그림 13 부채 vs 자기자본



자료: 코오롱 건설

순차입금 규모의 축소

대신증권 리서치센터는 코오롱글로벌의 순차입금이 2014년까지 300십억원대로 감소할 것으로 예상하고 있다. 향후 1~2년 내 순차입금이 감소할 수 있는 요인들은 다음과 같다.

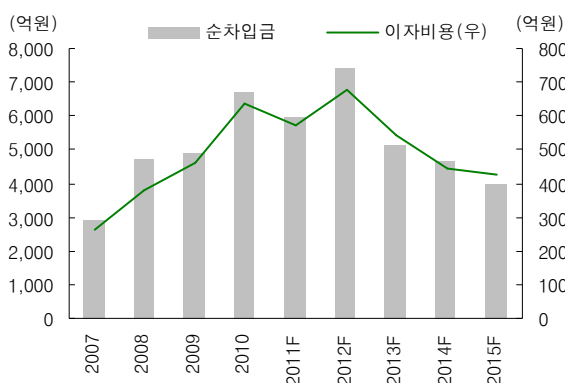
1) 미수금의 현금화

코오롱건설의 미수금(매출채권) 중 주택부문의 미수금은 약 276십억원이다. 동사의 2011년 주택부문 매출액이 93십억원으로 예상되는 것을 감안하면 미수금이 과도하게 많음을 알 수 있다. 대부분의 중견건설사가 비슷한 경험하고 있는 것처럼 준공후 미분양주택, 그리고 조기 현금화를 위한 임대 또는 REITs 상품 가입 등으로 인해 미수금이 회수되지 않고 있는 것이다. 코오롱건설의 경우 현재 진행 중인 주택분양사업이 적고, 분양률이 양호하다는 점, 완성 현장의 PF 상황이 모두 이루어졌다는 점에서 향후 1~2년 내 미수금의 현금화가 가능할 전망이다. 보수적으로 평가하여 30% 할인하더라도 이미 공사비용이 지출된 사업장에서의 미수금 회수는 193십억원 규모가 될 것으로 예상된다. 또한 2분기 대손충당금에 반영된 O2리조트에서의 미수금(약 30십억원)도 회수 가능성이 높은 것으로 판단된다.

2) 자산의 매각 및 개발 가능성

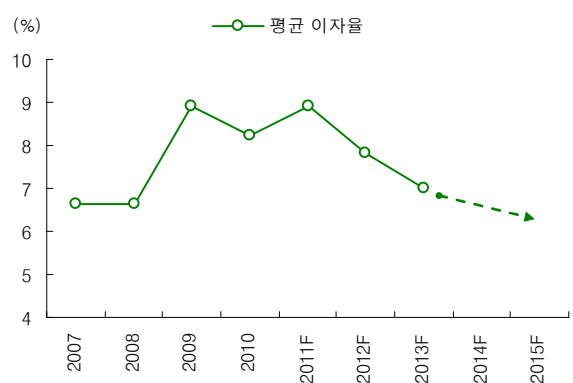
일부 자산 매각 및 개발 가능성이 열려있다. 코오롱건설의 SOC 지분은 BV 기준으로 425십억원이다. 또한 B&S에서 보유한 스포츠센터(스포렉스) 토지는 개발되거나, 개발되지 않는다고 하더라도 자산재평가를 통해 가치가 높아질 전망이다. B&S가 보유한 스포렉스 등 토지가치(3분기 기준)는 86십억원이다.

그림 14 순차입금 vs 이자비용



자료: 코오롱 건설

그림 15 평균 이자율



자료: 코오롱 건설

순차입금 규모의 축소

3) 코리아이플랫폼의 IPO 가능성과 코오롱베니트의 그룹 내 지분조정 가능성

아직 예단하기는 어려우나 코오롱아이넷의 자회사인 코리아이플랫폼의 IPO 가능성과 코오롱베니트의 그룹 내 매각 가능성도 코오롱글로벌의 순차입금 규모를 감소시킬 수 있는 요인이다. MRO 기업인 코리아이플랫폼(지분율 52.2%)의 BV는 21십억원이고, 코오롱베니트(지분율 40.1%)의 BV는 32십억원이다. 코오롱베니트의 주주구성은 (주)코오롱(20.0%) 특수관계인(39.9%)인데 지주회사 구성요건상 그룹 내 지분조정 가능성이 높다고 판단된다.

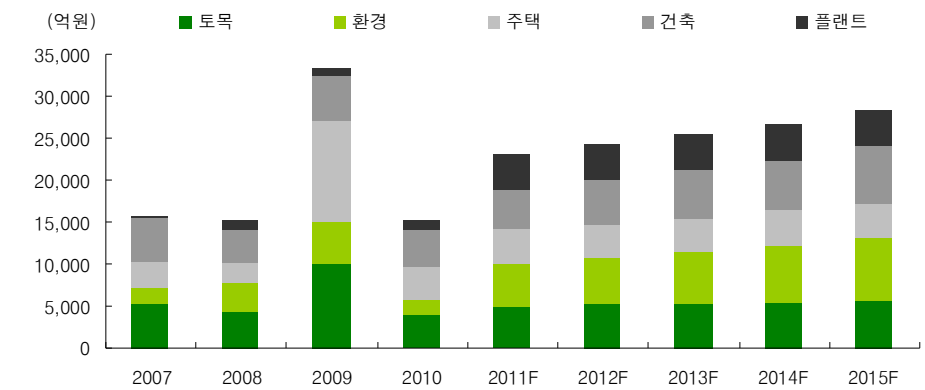
중장기적으로는 B&S의 현금 창출 능력으로 이자비용이 감소하고, 건설부문과 상사(무역) 부문의 성장으로 이익이 늘어나면서 차입금을 감소시키겠지만 단기적으로는 상기한 요인들로 인해 순차입금 규모가 축소될 것으로 전망된다.

4. 포트폴리오 변화에 대한 프리미엄

지방 재개발/재건축을 제외하더라도 연매출 5.2년 수준의 수주잔고 확보

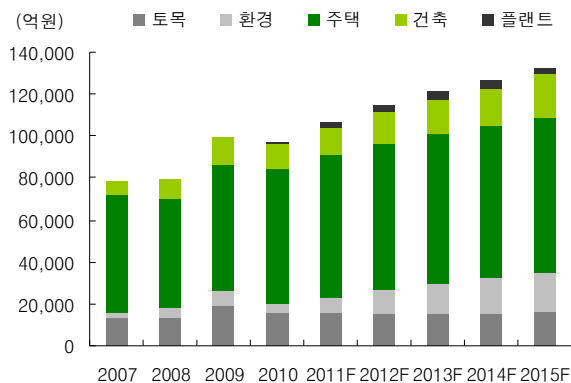
2011년 코오롱건설의 매출액 포트폴리오는 토목 42.1%, 환경 10.8%, 주택 6.9%, 건축 22.6%, 플랜트 17.6%로 추정된다. 수주잔고 비율은 토목 14.8%, 환경 6.9%, 주택 63.2%, 건축 12.4%, 플랜트 2.7%인데 이중 주택부분의 경우 2007년 이전에 수주한 부산 등 지방권의 재개발/재건축 수주잔고가 55.9%인 3,688십억원이기 때문에 이를 제외할 경우 토목 22.6%, 환경 10.5%, 주택 43.8%, 건축 18.9%, 플랜트 4.2%이다. 해외부문 수주잔고는 361십억원으로 수주잔고의 5.2% 수준이다. 당분간 착공이 어려운 지방 재개발/재건축을 제외하더라도 동사의 수주잔고는 연 매출 대비 5.2년 수준으로 성장을 위한 기반은 마련되어 있다고 판단된다.

그림 16 신규수주 현황



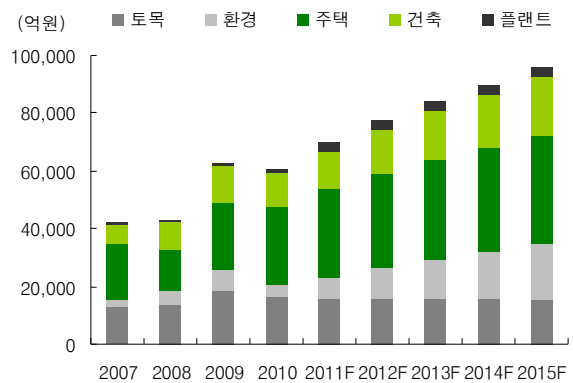
자료: 코오롱 건설

그림 17 수주잔고



자료: 코오롱 건설

그림 18 수주잔고(지방 재개발/재건축 제외시)

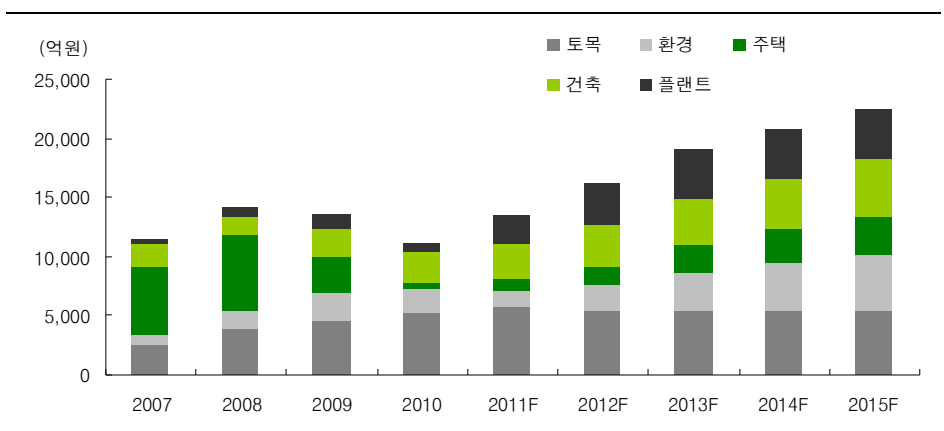


자료: 코오롱 건설

08년과는 확연히 달라진
포트폴리오 구성

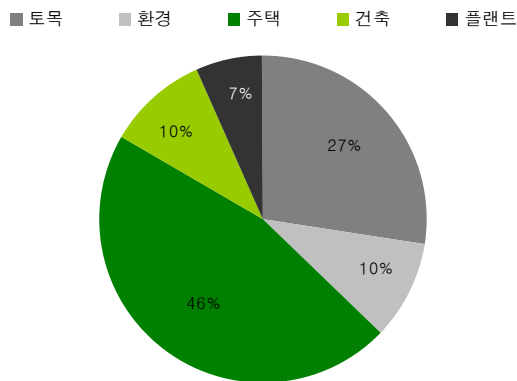
동사의 매출 포트폴리오는 2008년과 비교해보면 확연히 달라져있음을 알 수 있다. 동사의 주택매출 비중은 2008년 46%에서 2011년 7%로 급감해 있다. 토목과 플랜트의 비중이 급격히 상승해있음을 확인할 수 있고, 이는 동사의 포트폴리오 구성이 안정적임을 보여준다. 다만 주택 비중이 낮아지면서 수익성이 하락했으나, 동사의 경우 수익성의 저점을 형성하고 있다고 판단되기 때문에 향후 매출액이 성장하면서 그만큼 이익의 성장 폭도 커질 것으로 전망된다. 전술한 바와 같이 이자비용이 꾸준히 감소할 것으로 전망되기 때문에 성장성과 수익성을 동시에 기대할 수 있을 전망이다.

그림 19 매출액 현황



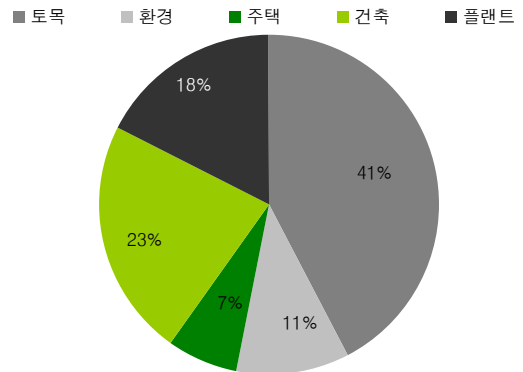
자료: 코오롱 건설

그림 20 2008년 매출액 현황



자료: 코오롱 건설

그림 21 2011F 매출액 현황



자료: 코오롱 건설

안정적 포트폴리오 구성에
대한 프리미엄이 가능할 전
망

부동산 시장 자체는 침체국면이 지속되고 있지만, 신규 분양시장은 상대적으로 양호하기 때문에 코오롱건설도 주택 분양을 재개하고 있다. 2011년 들어서도 평택 장안과 대구 수성 지역에 신규 분양을 재개하면서 주택매출 비중은 2012년 9.6%, 2013년은 12.1%로 높아질 전망이다. 또한 6조원 대의 재개발/재건축 약정잔고를 보유하고 있기 때문에 향후 주택 시장 변화에 능동적으로 대처할 수 있을 전망이다. 하지만 코오롱건설의 강점인 공공 터키사업과 물 관련 환경사업이 동사의 주력사업부가 될 전망이고, 발전 및 코오롱 그룹관련 플랜트 및 건축 공사를 위주로 성장 전략이 짜여질 것으로 예상된다. 따라서 동사의 매출 포트폴리오는 토목 30%, 환경 및 플랜트 40%, 주택 및 건축 30%로 구성될 전망이다. 이는 대형사의 매출 구조와 거의 유사한 형태인데, 다른 중견건설사의 매출 포트폴리오와는 차별화될 전망이다.

코오롱글로벌이 가장 차별화되는 것은 중장기적인 관점에서 Vision을 세워볼 수 있다는 것

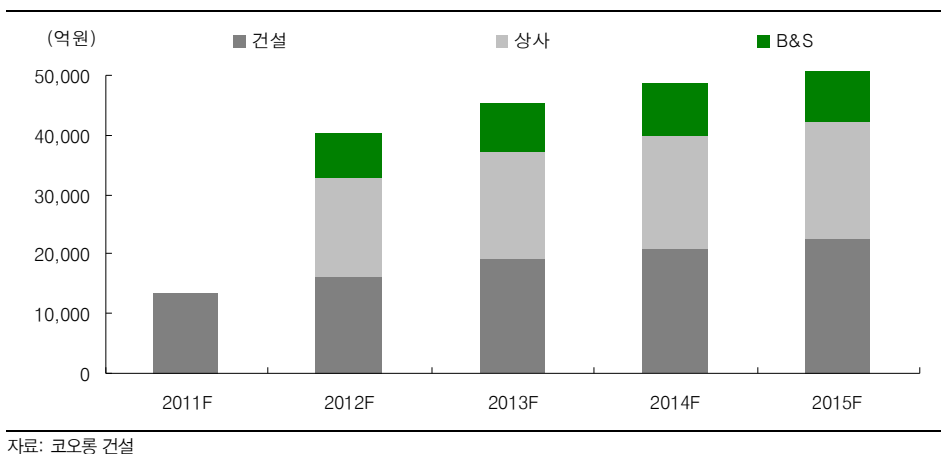
규모의 확대를 무시할 수 없다

5. 일반 중견건설사와는 다른 꿈을 꿀 수 있다

코오롱건설의 합병, 즉 코오롱글로벌 탄생의 가장 큰 의미는 재무적 부담에서 벗어나 새로운 Vision을 세울 수 있다는 점에 있다고 판단된다. 일반적인 중견건설사는 국내 건설경기 흐름에서 벗어날 수 없고, 좁게 봐서는 주택 시장에 따라 부침을 겪을 수 밖에 없다. 코오롱건설을 비롯한 중견건설사들의 문제는 그 지점에서 시작된다고 판단된다. 다행히 주택사업에 대한 리스크를 축소시킨 건설사라고 하더라도 낮은 미수금 회전율로 인해 차입금이 이미 큰 폭으로 증가해있는 상황이다. 결국 현 시점에서 중견건설사의 Vision은 차입금의 연장과 축소에 한정되어있다. 반면 코오롱글로벌은 합병으로 인한 재무구조 개선으로 다른 중견건설사와는 다른 중장기적인 관점에서 Vision을 세울 수 있을 전망이다. 이 점이 코오롱글로벌이 차별화되는 지점이다.

합병법인인 코오롱글로벌의 2012년 매출액은 4,011십억원, 영업이익은 138십억원으로 예상된다. 회사 측 목표인 매출액 4,110십억원 및 영업이익 151십억원에 비해서는 다소 보수적인 추정치이다. 상기 매출액 및 영업이익은 IFRS 별도 재무제표 기준으로 추정한 것인데 연결 기준으로 추정할 경우 코리아이플랫폼(지분율 52.2%)의 매출액 등이 포함되기 때문에 약 500십억원의 매출액과 60십억원대의 영업이익이 포함될 것으로 예상된다. 전체 기업의 규모가 커짐에 따라 예상되는 긍정적인 효과는 1) 조달 금리의 하락, 2) 이익의 안정성 확대, 3) 주식시장에서의 밸류에이션 상승 등이라고 판단된다.

그림 22 사업별 매출액 전망



환경시설 위주로의 해외 진출 확대 전망

기존에도 코오롱건설은 중동과 동남아시아를 위주로 환경 플랜트에 진입해있었다. 향후 해외 진출은 더욱 활발해질 것으로 전망되는데, 일반적으로 초기 해외진출에는 리스크가 따라오기 때문에 재무구조가 불안정할 경우에는 해외진출에 보수적일 수 밖에 없다. 하지만 합병법인의 재무적 안정성이 확보가 되면서 해외진출에 적극적으로 나설 수 있을 전망이다. 코오롱 그룹 내에 코오롱워터앤에너지(구 환경시설관리공사)가 있기 때문에 향후 해외에서의 물 관련 시설 O&M사업으로의 진출도 가능해 보인다.

표 1 해외 공사 현황

(단위: 억원)

공종	프로젝트 명	국가	발주처	공사규모
환경	암만 남부 하수처리시설 공사	요르단	요르단 수도청	1,307
환경	Alsaraj 하수처리시설 공사	리비아	리비아 주택기반시설청	1,070
환경	Ruhunupura 상수도시설공사	스리랑카	스리랑카 상하수도공사	869
환경	Karnaphuli 정수장	방글라데시	치타공 상하수청	267
환경	Bihn Duong 하수처리시설	베트남	빈증 상하수 환경사무국	801

자료: 코오롱 건설

발전플랜트 시장 진입이 가능한 중견건설사

중견건설사의 해외진출 전략은 2가지 정도로 나뉜다. 첫번째는 토목/건축 등 인프라사업 진출이고, 두번째는 발전플랜트 사업 진출이다. 토목/건축(주택개발사업 포함) 등으로의 해외진출은 비교적 중견건설사의 진입이 용이한 반면 수익성은 보장하기 어려운 측면이 있다. 반면 많은 중견건설사들이 지향점으로 삼고 있는 발전플랜트 사업은 대형건설사를 제외하면 성과를 낸 건설사가 전무하다시피하다. 플랜트 사업 중 진입장벽이 가장 낮아보이지만 현실적으로는 진입하기에는 어렵다는 반증이다. 코오롱건설은 현재 김천열병합에너지사업과 오성복합발전을 통해 발전 시장에 발을 들여다놓은 상황이다. 특히 오성복합발전소가 완공되는 2013년 1월부터는 100MW 시공실적을 확보하면서 1) 화력발전소 주관사가 가능하고, 2) 원자력발전소 공사에 참여할 수 있다. 중견건설사 중 가장 발 빠른 움직임이라고 판단되며, 향후 해외 시장으로의 진출을 기대할 수 있을 전망이다.

상사와의 시너지, 삼성물산의 길을 쫓을 수 있다 : 헬스케어 패키지 사업을 기대

코오롱글로벌의 궁극적 모델은 삼성물산이 될 전망이다. 물론 현재 시점에서 건설부문이나 상사부문에서 삼성물산과는 비교할 수 있는 역량이 아님은 확실하다. 하지만 중장기적으로는 삼성물산의 길을 쫓을 수 있을 것으로 예상된다. 특히 기대해볼 수 있는 것은 헬스케어 패키지사업으로의 진출이다. 코오롱아이넷이 2005년부터 미래성장사업으로 유비쿼터스 사업을 시작하면서 U헬스케어 분야에서 경험을 축적하고 있다. 헬스케어 패키지 사업이 병원 건설, 병원 기자재 구매, 원격진료체계 구축, 시설 운영으로 구성된다고 보면 코오롱글로벌의 경우 시설운영을 제외한 나머지 분야에서 경쟁력을 갖추고 있다고 판단된다.

7. 기타 합병 시너지

차입금 조달금리의 하락

현재 BBB0인 코오롱건설의 2011년 조달금리는 8% 대 중후반으로 추정된다.(회사채의 경우 조달금리 8.9%) 코오롱아이넷이나 B&S는 Usance를 제외하면 차입금의 거의 없기 때문에 현재 회사채 등급 등은 없다. 하지만 코오롱건설의 회사채 등급이 다른 우량 중견건설사에 비해서도 낮았던 것은 부채비율 등 재무적인 영향이 컸던 것으로 판단된다. PF 우발채무나 미분양주택수의 규모로 볼 때 상대적으로 양호한 코오롱건설의 회사채 등급이 상대적으로 낮게 평가받았던 것으로 판단된다. 금번 합병으로 인해 코오롱글로벌은 코오롱그룹에서 양대 축 중 하나가 되었고, 이에 대해 금융권에서 긍정적으로 평가할 가능성이 높기 때문에 합병 이후 조달금리는 7%대로 하락할 수 있을 전망이다. 정기평가에서 등급이 상향조정될 지는 미지수이지만 건설사 단독으로 있을 때보다 조달 금리는 하향 조정될 전망이다.

안정적인 전자재 수급처 확보

코오롱아이넷의 주요 사업이 철강 및 화학제품의 무역이기 때문에 건설부문에서 안정적인 수급처를 확보하게 된다. 건설사와 제철사 간의 철근 가격 협상 등으로 인해 단기적으로 공급에 차질이 있을 때 상대적으로 안정적인 자체 수급처를 확보하게 될 전망이다.

Procurement(조달/구매)의 강화

코오롱건설의 중점 사업이 발전 플랜트(특히 IPP)임을 감안할 때 Procurement의 역량을 강화하는데 있어서도 시너지가 발생할 수 있을 전망이다. 코오롱아이넷이 15개 해외지사 및 사무소를 활용하여 구매업무를 담당하고 있기 때문에 EPC사업을 수행하는데 있어 Procurement 역량이 강화될 수 있을 전망이다.

III. Risk 요인 점검

1. 매우 낮은 PF 및 미분양주택 부실 요인

미착공PF라는 골치거리가 없다

2011년 3분기 말 기준 코오롱건설의 PF 우발채무는 248십억원이다. 이중 주택(아파트) 관련 PF는 평택 장안이 유일하며 4월 분양을 시작하여 현재 계약률은 50%이다. 아직 1년이 되지 않은 주택현장의 계약률이 50%에 도달했기 때문에 리스크 요인은 크지 않은 것으로 판단하고 있다. 기타 PF를 구성하고 있는 아파트형 공장 등은 분양률이 70~90%이기 때문에 부실화될 가능성은 거의 없다. 11월에 준공하는 산요수 골프장의 PF 65십억원도 이미 공사비를 전액 회수 했기 때문에 향후 시행사가 PF를 토지담보대출로 전환하면서 상환될 것으로 예상된다. 특히 PF 중 가장 문제가 될 수 있는 미착공 사업장이 없다는 것이 동사의 장점이다.

표 2 Project Financing 현황

(단위: 억원)

구분	프로젝트명	현재	비고
아파트	평택 장안	950	4월 착공, 계약을 50%
일반건축	G+ 디지털타워	360	3분기 신규, 분양률 70%
일반건축	JNK지식센터	300	중앙일보 토지개발, 분양률 90%
일반건축	청라무역타운	221	Posco 주관사
골프장	산요수	650	11월말 준공, 공사비 전액 회수
TOTAL		2,481	

자료: 코오롱 건설

준공 미분양주택 116세대

2011년 신규분양한 평택 장안과 대구 수성을 제외하면 코오롱건설의 미분양주택수(준공 후)는 116세대이다. 울산 파크(116세대)를 제외하면 구미 임은, 인천 신현, 대구 침신 등의 미분양주택은 11월 기준으로 모두 판매가 완료되었다. 2011년 신규분양 물량 중 미분양주택은 800세대 수준인데 평택 장안은 한국자산신탁의 신탁사업이고, 대구 수성은 재건축사업장이기 때문에 리스크 요인은 크지 않다.

미수금 중 일부 손실처리 가능성 있으나, 현금화 가능성에 초점

3분기말 기준으로 동사의 주택부문 미수금은 약 276십억원으로 추정된다. 이 중 진행현장인 평택 장안을 제외하면 모두 미분양 주택 또는 REITs로 전환된 주택이다. 울산 파크 미분양 116세대를 제외하면 11월 현재 대부분 판매가 완료되었기 때문에 판매 조건에 따라 1~2년 내에 회수될 수 있을 것으로 예상된다. 할인 판매에 따른 대손상각비용은 7십억원에서 23십억원으로 추정되지만 이미 PF 상황이 완료된 사업장이기 때문에 손실 가능성보다는 현금화 가능성에 초점을 맞추어야한다고 판단된다.

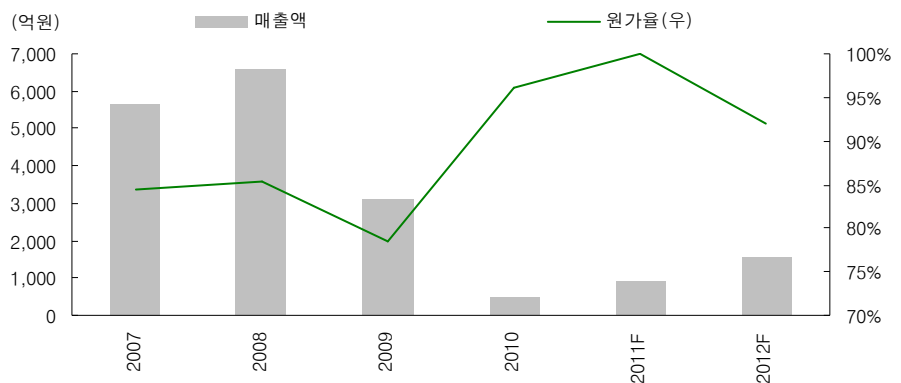
표 3 주택부문 미수금 현황

(단위: 억원)

구분	미수금	비고
준공 프로젝트	1,706	미분양은 울산 파크 116세대
진행 프로젝트	99	평택 장안
REITs	956	대구 수성동
기타	2	
Total	2,762	

자료: 코오롱 건설

그림 23 주택부문 매출액 및 원가율 추이

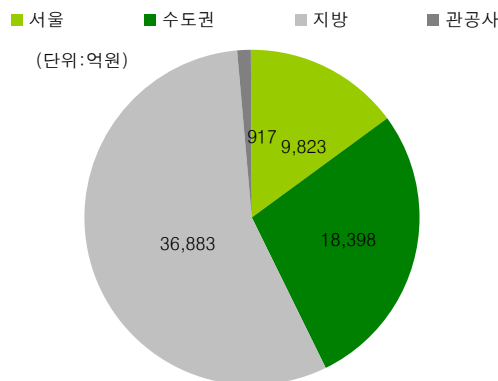


자료: 코오롱 건설

주택 수주잔고는 성장의 동력도 아니고, 리스크 요인도 아니다

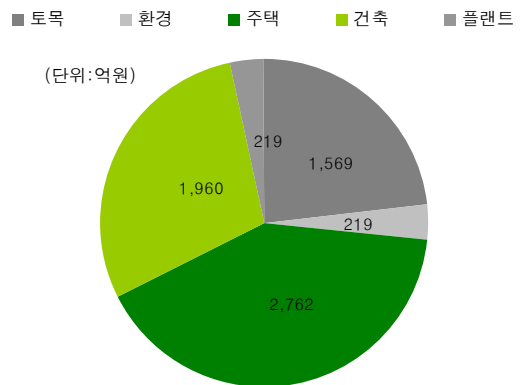
2011년 3분기말 기준으로 주택부문 수주잔고는 6,615십억원이다. 현재 진행 중인 사업장을 제외하면 수주잔고는 6,264십억원이다. 정상적으로 착공될 경우 코오롱글로벌의 또 다른 성장 동력이 되겠지만 그 가능성은 높지 않다고 판단된다. 우선 코오롱글로벌(코오롱건설도 마찬가지)의 주력사업이 주택이 될 가능성은 높지 않고, 대부분 재개발/재건축으로 착공까지의 시간을 가늠하기 어렵기 때문이다. 만약의 경우 주택 분양시장이 회복될 때 발빠르게 대응할 수 있다는 점 외에는 대규모 수주잔고가 가져올 성장성 또는 리스크 요인은 크지 않다.

그림 24 주택부문 수주잔고



자료: 코오롱 건설

그림 25 미수금 구성



자료: 코오롱 건설

쓸모가 많을 수 있는 자사주

2. 반대매수청구권 행사로 인한 자사주 취득이 오버행 이슈가 되지는 않을 전망

상장사인 코오롱건설과 코오롱아이넷의 기존주주가 행사를 요청한 반대매수청구권 규모는 약 30십억원으로 알려지고 있다. 대부분 반대매수청구권 가격과 차이가 큰 코오롱아이넷 기존 주주들이 행사한 것으로 판단되는데, 합병법인 주식수의 약 7.1% 규모로 추정된다. 코오롱글로벌의 자사주가 될 것으로 예상되는데, 오버행 이슈가 될 가능성은 낮다고 판단하고 있다. 우선 1) 경영진 입장에서는 향후 성장성 등에 대한 기대감 등을 반영할 때 현재 주식시장에서 형성되는 코오롱건설 등의 주가에 만족하지 않을 가능성이 높고, 2) 자사주의 활용도가 높다고 판단되기 때문이다. 자사주의 활용 방법은 1) 2013년 9월 만기인 BW의 주식 전환 행사용 자사주가 될 수도 있고, 2) 최근 코오롱건설(코오롱글로벌)이 해외 업체의 M&A에 관심이 많기 때문에 주식 교환용으로 남겨질 가능성도 높다.

[대차대조표 1]

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
유동자산	1,097	1,146	1,527	2,206	2,342
현금및현금성자산	33	57	142	198	315
매출채권 및 기타채권	794	775	1,100	1,340	1,331
재고자산	57	70	56	239	267
기타유동자산	213	244	229	429	429
비유동자산	481	560	372	590	593
유형자산	52	37	14	133	133
관계기업투자금	128	128	40	40	40
기타금융자산	252	334	139	244	244
기타비유동자산	49	61	179	172	176
자산총계	1,578	1,706	1,899	2,795	2,935
유동부채	1,037	943	1,295	1,814	1,873
매입채무 및 기타채무	462	360	526	848	942
차입금	237	194	229	511	511
유동성채무	176	245	220	135	100
기타유동부채	162	143	320	320	320
비유동부채	204	420	312	372	372
차입금	162	292	292	302	302
전환증권	0	78	78	78	0
기타비유동부채	43	50	-58	-8	70
부채총계	1,241	1,363	1,607	2,185	2,245
자배지분	337	343	293	610	690
자본금	121	146	146	411	411
자본잉여금	66	67	67	67	67
이익잉여금	135	83	91	143	224
기타자본변동	15	47	-11	-11	-11
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	337	343	293	610	690
총차입금	574	809	818	1,025	912
순차입금	492	673	597	748	518

Return on Capital

(단위: %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
ROA	3.4	-0.6	3.1	5.8	5.6
ROIC	-10.3	3.3	-70.0	57.0	41.9
ROE	1.8	-14.6	2.6	11.6	12.4

Financial Leverage

(단위: %, 배)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
부채비율	368.7	397.8	549.1	358.2	325.1
단기차입금비율	70.3	56.7	78.4	83.7	74.0
차입금비율	170.4	236.2	279.7	168.0	132.1
순차입금비율	146.1	196.3	204.2	122.7	75.1
이자보상배율	1.0	-0.1	0.8	1.9	2.5
차입금/시가총액	316.1	507.7	486.0	608.8	421.8
차입금/매출액	36.4	59.9	44.1	18.8	11.7
차입금/EBITDA	903.0	-8,611.3	-40,294.3	542.9	321.8

Turnover

(단위: %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출채권회전율	300.3	170.8	2.3	5.9	6.4
매입채무회전율	3.3	3.7	2.9	5.0	5.0
재고자산회전율	23.7	16.1	24.2	16.6	16.6
유형자산회전율	3,432.3	2,534.8	5,290.1	5,379.5	3,341.0
총자산회전율	0.9	0.7	0.8	1.7	1.6

자료: 코오롱건설, 대신증권 리서치센터

[대차대조표 2]

(단위: 십억원)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
유동자산	1,498	1,513	1,495	1,527	1,527
현금및현금성자산	107	175	101	142	142
매출채권 및 기타채권	938	944	1,033	1,100	1,100
재고자산	68	64	56	56	56
기타유동자산	385	330	306	229	229
비유동자산	385	360	353	372	372
유형자산	14	14	14	14	14
관계기업투자금	49	38	45	40	40
기타금융자산	195	178	163	139	139
기타비유동자산	127	130	131	179	179
자산총계	1,883	1,873	1,849	1,899	1,899
유동부채	1,227	1,276	1,264	1,295	1,295
매입채무 및 기타채무	349	401	430	526	526
차입금	186	205	230	229	229
유동성채무	308	335	301	220	220
기타유동부채	384	335	303	320	320
비유동부채	337	320	312	312	312
차입금	59	168	238	292	292
전환증권	0	80	0	78	78
기타비유동부채	278	72	73	-58	-58
부채총계	1,564	1,597	1,576	1,607	1,607
지배지분	319	277	273	293	293
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	51	57	54	91	91
기타자본변동	55	7	6	-11	-11
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	319	277	273	293	293
총차입금	553	788	769	818	818
순차입금	340	467	538	597	597

Return on Capital

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
ROA	0.2	1.6	0.5	0.6	3.1
ROIC	0.3	3.3	1.5	-20.7	-70.0
ROE	0.6	2.4	-1.2	1.0	2.6

Financial Leverage

(단위: %, 배)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
부채비율	490.3	577.2	577.4	549.1	549.1
단기차입금비율	58.2	74.0	84.2	78.4	78.4
차입금비율	173.5	284.9	281.8	279.7	279.7
순차입금비율	106.6	168.8	197.2	204.2	204.2
이자보상배율	0.2	1.8	0.6	0.8	0.8
차입금/시가총액	270.9	411.5	414.3	459.9	486.0
차입금/매출액	140.5	134.5	153.6	144.4	44.1
차입금/EBITDA	9,187.4	-2,206.2	11,932.9	5,207.8	-40,294.3

Turnover

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
매출채권회전율	0.4	0.6	0.6	0.7	2.3
매입채무회전율	0.7	0.9	0.8	0.8	2.9
재고자산회전율	3.6	5.4	6.3	7.4	24.2
유형자산회전율	956.4	2,485.0	2,458.0	2,883.6	5,290.1
총자산회전율	0.1	0.2	0.2	0.2	0.8

자료: 코오롱건설, 대신증권 리서치센터

[손익계산서 1]

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액	1,352	1,123	1,353	3,977	4,448
매출원가	1,181	1,010	1,210	3,595	4,020
매출총이익	171	113	144	381	428
기타영업손익	118	123	204	244	268
판관비	118	123	146	244	268
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	0	58	0	0
영업이익	52	-10	56	137	160
조정영업이익	52	-10	-3	137	160
EBITDA	54	-8	-1	138	161
영업외손익	-40	-52	-45	-68	-54
관계기업손익	39	4	13	0	0
금융수익	5	3	9	6	10
금융비용	-58	-73	-66	-74	-64
기타	-26	14	0	0	0
법인세비용차감전순손익	12	-61	11	69	106
법인세비용	-6	12	-3	-17	-26
계속사업순손익	6	-50	8	52	80
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	-50	8	52	80
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	6	-50	8	52	80
매도가능금융자산	0	0	0	0	0
기타포괄순이익	0	0	-49	0	0
포괄순이익	0	0	-41	52	80
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	0	0	0	0

Growth Rate

(단위 : %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출액증가율	-5.2	-16.9	20.5	193.9	11.8
영업이익증가율	-31.9	-118.2	-682.6	146.4	17.1
세전계속사업이익증가율	-68.9	-604.1	-118.1	524.7	53.4
순이익증가율	-70.8	-957.1	-116.9	524.7	53.4
EBITDA증가율	-31.3	-114.3	-81.0	-9,398.5	16.9
EPS증가율	-71.5	-962.9	-114.2	114.9	53.5

Profitability

(단위 : %)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
매출총이익률	12.6	10.1	10.6	9.6	9.6
영업이익률	3.9	-0.8	4.1	3.4	3.6
순이익률	0.4	-4.4	0.6	1.3	1.8
EBITDA 이익률	4.0	-0.7	-0.1	3.5	3.6

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

자료: 코오롱건설, 대신증권 리서치센터

[손익계산서 2]

(단위: 십억원)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
매출액	242	347	350	414	1,353
매출원가	214	311	315	369	1,210
매출총이익	28	36	35	45	144
기타영업손익	24	110	37	33	204
판관비	25	57	31	34	146
외환거래손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	53	6	-1	58
영업이익	3	31	10	11	56
조정영업이익					
EBITDA	4	-21	5	11	-1
영업외손익	35	15	19	18	87
관계기업손익	16	-4	0	0	13
금융수익	1	2	2	3	9
금융비용	18	17	16	15	66
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	3	12	-4	0	11
법인세비용	1	5	-1	-3	3
계속사업순손익	2	7	-3	3	8
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	7	-3	3	8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2	7	-3	3	8
매도가능금융자산	-4	0	0	4	0
기타포괄순이익	1	-49	-1	0	-49
포괄순이익	-1	-42	-4	6	-41
비지배지분포괄이익	0	0	0	-41	0
지배지분포괄이익	-1	-42	-4	47	0

Growth Rate

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
매출액증가율	-29.0	43.5	0.9	18.1	43.5
영업이익증가율	-127.3	876.7	-67.6	13.4	876.7
세전계속사업이익증가율	-113.2	285.2	-133.0	-93.1	285.2
순이익증가율	-109.7	272.5	-146.5	-182.6	272.5
EBITDA증가율	-133.0	-672.1	-121.3	154.4	-672.1
EPS증가율	-109.1	272.5	-146.5	-180.2	272.5
수정EPS증가율	-29.0	43.5	0.9	18.1	43.5

Profitability

(단위: %)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
매출총이익률	11.6	10.3	10.0	10.9	10.3
영업이익률	1.3	8.9	2.9	2.8	8.9
순이익률	0.8	2.0	-0.9	0.7	2.0
수정순이익률	1.5	-6.1	1.3	2.8	-6.1
EBITDA 이익률	11.6	10.3	10.0	10.9	10.3

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액입니다.

자료: 코오롱건설, 대신증권 리서치센터

[현금흐름표]

(단위: 십억원)

	2009A	2010A	2011F	2012F	2013F
영업활동 현금흐름	-13	-190	-300	242	224
당기순이익	6	-50	8	52	80
비현금항목의 가감	31	18	89	113	109
감가상각비	4	3	2	2	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-4	-4	0	0	0
기타	31	20	87	111	107
자산부채의 증감	-50	-159	-469	13	-13
매출채권	-153	5	-593	-70	-23
재고자산	29	-12	14	-183	-28
매입채무	-1	-96	166	322	94
기타	75	-55	-55	-55	-55
기타현금흐름	0	0	72	63	48
투자활동 현금흐름	5	-24	290	-114	6
투자자산	33	-18	284	-106	0
유형자산	-19	17	22	0	0
기타	-10	-22	-16	-8	6
재무활동 현금흐름	-66	238	9	472	-35
단기차입금	-37	-42	35	281	0
사채	5	422	0	10	0
장기차입금	0	30	0	0	0
유상증자	0	5	0	265	0
현금배당	-4	-2	0	0	0
기타	-30	-175	-26	-85	-35
현금의 증감	-74	24	84	56	117
기초 현금	107	33	57	142	198
기말 현금	33	57	142	198	315
NOPLAT	25	-8	42	104	122
FCF	22	-8	43	105	122

(단위: 십억원)

	11/1QA	11/2QA	11/3QA	11/4QF	2011F
영업활동 현금흐름	28	-23	-24	-281	-300
당기순이익	2	7	-3	3	8
비현금항목의 가감	4	10	-22	97	89
감가상각비	0	1	1	0	2
외환손익	0	0	0	1	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	10	-23	96	87
자산부채의 증감	38	-37	23	-493	-469
매출채권	-76	-82	38	-474	-593
재고자산	3	4	8	-1	14
매입채무	-14	166	57	-43	166
기타	125	-125	-80	24	-55
기타현금흐름	-16	-3	-21	112	72
투자활동 현금흐름	89	47	-30	183	290
투자자산	118	-157	140	183	284
유형자산	-1	-1	0	24	22
기타	-27	205	-170	-24	-16
재무활동 현금흐름	-68	44	-20	53	9
단기차입금	-28	19	25	19	35
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-40	25	-45	60	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	-26	-26
현금의 증감	49	68	-74	41	84
기초 현금	57	107	175	101	57
기말 현금	107	175	101	142	142
NOPLAT	2	18	8	-112	42
FCF	1	18	7	-108	43

자료: 코오롱건설, 대신증권 리서치센터

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성 일 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 (작성자: 조윤희).

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견
- 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 투자의견
- 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

코오롱건설(003070) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	11.12.05								
투자의견	Buy								
목표주가	7,000								
제시일자									
투자의견									
목표주가									
제시일자									
투자의견									
목표주가									

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.