

코오롱글로벌
(003070)3분기부터
수익성 개선은 시작되었다조운호 769.3079
uhno@daishin.com

BUY

[매수, 유지]
건설업종

현재가 3,370

목표주가
(하향)

4,800

KOSPI	1,934.85
시가총액	280 십억원
시가총액비중	0.0%
자본금(보통주)	411 십억원
52주 최고/최저	6,270 원 / 3,050 원
120일 평균거래대금	3 억원
외국인지분율	2.1%
주요주주	코오롱 외 22 인 59.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	0.9	5.3	-17.1	-22.1
상대수익률	-0.9	3.0	-17.4	-25.2



투자포인트

- 2012년 실적 부진의 원인은 공공부문의 높은 원가율 때문
- 3분기부터 수익성 개선세 시작된 것으로 판단
- 중장기적 비전을 세울 수 있는 소수의 건설사 중 하나

Comment

건설업황 부진이 반영된 2012년 실적

코오롱글로벌의 주가가 2분기 이후 하락하고 있는 것은 1) 국내 건설경기 침체에 따른 중견건설사의 Valuation Level 하락, 2) 2012년 실적 부진 때문으로 분석된다. 코오롱글로벌의 2012년 실적이 부진한 이유는 건설부문의 수익성 하락이 예상보다 컸던 것에 기인한다. 건설부문의 원가율은 90.4%로 전년 대비 1%p 상승할 것으로 예상했으나, 3분기 누적 원가율은 91.4%, 연말 예상치는 92.0%로 예상된다. 대형건설사를 비롯하여 대부분의 건설사가 겪고 있는 바와 마찬가지로 공공(토목과 건축)부문의 원가율 상승이 예상보다 크기 때문에 주택 매출이 감소했던 상황에서 수익성이 하락한 것으로 판단된다.

수익성 위주의 수주 전략, 매출 성장세는 둔화되고, 수익성은 개선될 전망

코오롱글로벌의 매출액이 예상보다 감소하는 이유는 1) 무역사업부의 매출 감소, 2) 건설부문의 신규수주 부진 때문이다. 무역사업부 중 철강BG의 매출은 전년대비 21.2% 급증했으나, 물자/산자BG의 매출은 1) 이란향 수출입 감소, 2) 해당 지역의 기후 악화로 인한 비료 매출 감소 등으로 3분기 누적 기준 yoy 28.6% 감소했다. 건설부문은 수익성 위주의 수주 전략으로 인해 신규수주가 감소하면서 매출액 증가세가 둔화되었다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,120	1,450	3,797	4,036	4,207
영업이익	-22	69	90	107	132
세전순이익	-85	8	24	51	80
총당기순이익	-68	4	18	39	61
지배지분순이익	-68	4	18	39	61
EPS	-2,892	149	219	475	748
PER	NA	28.9	15.4	7.1	4.5
BPS	10,981	5,742	5,787	6,148	6,790
PBR	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	-20.6	1.1	3.7	7.9	11.4

주: 영업이익은 회계별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

건설업종의 Valuation Level 하락은 불가피, 하지만 코오롱글로벌에게는 긍정적 투자포인트가 남아있다

건설업종의 Valuation Level 하락은 불가피하다. 몇몇 소수의 건설사를 제외하면 부동산 시장의 가격 하락 및 거래량 감소, 그리고 향후 전망도 불투명하다는 점에서 주택 시장을 통한 턴어라운드는 기대하기 어렵다. 또한 공공부문의 낮아진 수익성으로 인해 안정적으로 매출액은 발생하지만 수익에는 도움이 되지 않는 상황이다. 따라서 해외사업 비중이 낮은 중견건설사 전반에 대한 Valuation Level 하락은 불가피하며 현재 진행형이다. 하지만 코오롱글로벌은 여전히 다른 중견건설사와는 다른 차별점이 있다고 판단된다.

첫번째로 유통사업부의 매출 증가 속도가 빨라질 것으로 예상된다. 3분기 누적 기준으로 BMW 판매 대수는 15.1% 증가했다. 반면, BMW 판매 매출 증가율은 1.9%에 불과했다. 계약과 인도 시점의 차이(최근 인기 모델의 경우 계약 후 6개월 이후에 인도 예정) 때문에 발생한 매출 증가세 둔화로 2013년 1분기부터 본격적인 매출 성장이 기대된다.

두번째로 건설부문 원가율의 하향 안정화 가능성이다. 2009~2011년 수주했던 공공공사 물량의 낮은 수익성이 현재의 문제라면, 향후 88~90%의 원가율이 예상되는 1) 주택, 2) 해외 환경, 3) 플랜트(그룹공사)의 매출이 증가하면서 수익성이 개선될 것으로 예상된다. 수익성 위주의 수주 전략으로 향후 건설부문의 매출 증가율은 둔화될 것이나, 전반적인 수익성은 2013년부터 개선 가능할 것으로 예상되며, 2012년 3분기 실적에서 그 단초가 나타난 것으로 판단된다.

세번째로 판관비 비중의 하락 및 이자비용 감소와 같은 비용의 감소이다. 합병 원년인 2012년에는 서로 문화가 다른 기업간의 동질성 확보를 위해 판관비에 대한 관리가 약했을 것으로 추정된다. 그러나 2013년부터는 3사간 합병에도 불구하고 낮아진 수익성의 회복을 위해 판관비 관리가 강화될 것으로 예상된다. 전년동기 대비 금융비용은 6십억원 감소했는데, 기대치보다는 감소 폭이 크지 않았다. 하지만 2012년 들어 중견건설사의 법정관리 신청 이슈 등으로 인해 중견건설사의 자금 시장이 매우 경색되었다는 점을 감안하면 실제 적용 금리가 7%대 중반으로 하향 조정되고 있는 것은 고무적인 상황이라고 판단된다. 2013년에 신용등급이 상향 조정될 경우 이자비용 감소세는 더욱 빨라질 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 4,800 원으로 하향 조정

코오롱글로벌에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 4,800원으로 49.5% 하향 조정하여 제시한다. 공공부문의 수익성이 예상보다 크게 하락하고, 수익성 위주의 수주 전략으로 인해 신규수주가 감소함에 따라 매출 증가세 및 이익 개선세가 둔화될 것으로 전망된다. 따라서 2012~2013년 매출액 및 영업이익, 순이익 추정치를 표1과 같이 하향 조정하였다. 2013년 예상 실적을 하향 조정하면서 2013년 예상 ROE가 7.9%인 점을 감안하여 목표주가는 PBR 0.8배를 적용한 4,800원을 제시한다. 목표주가는 하향 조정했지만 투자의견은 매수를 유지하는데, 상기한 바와 같이 긍정적 투자포인트가 남아있다고 판단되기 때문이다. 또한 중견건설사 대부분이 생존이 일차 목표인 상황에서 코오롱글로벌은 재무적 안정성 확보를 통해 중장기적 비전을 세울 수 있는 건설사라는 점에서 향후 실적 개선과 함께 Valuation Rerating이 가능하다는 판단이다.

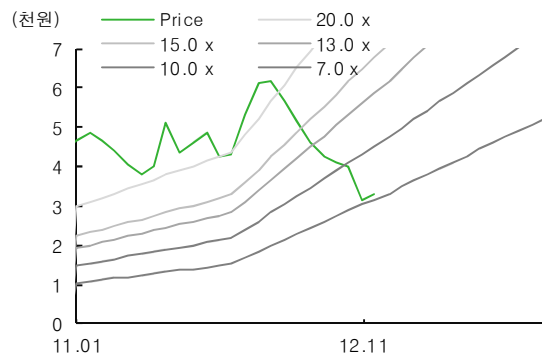
표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	4,278	4,553	3,797	4,036	-11.24	-11.36
매출총이익	390	430	327	367	-15.99	-14.57
매출총이익률	9.1	9.4	8.6	9.1	-0.49	-0.34
판매비와 관리비	258	265	266	261	3.17	-1.47
기타영업손익	23	0	29	0	22.32	0.00
영업이익	155	165	90	107	-42.16	-35.53
영업이익률	3.6	3.6	2.4	2.6	-1.26	-0.99
영업외손익	-48	-35	-66	-56	38.68	57.46
세전순이익	107	130	24	51	-78.05	-60.90
지배지분순이익	81	98	18	39	-78.05	-60.90
순이익률	1.9	2.2	0.5	1.0	-1.43	-1.21
EPS(지배지분순이익)	1,006	1,219	219	475	-78.28	-61.04

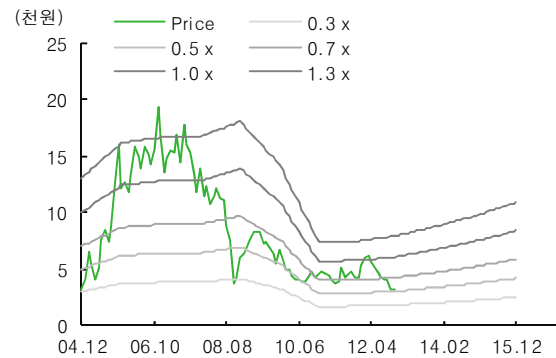
자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

그림 1. PER(12M Fwd) 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

그림 2. PBR(12M Fwd) 밴드



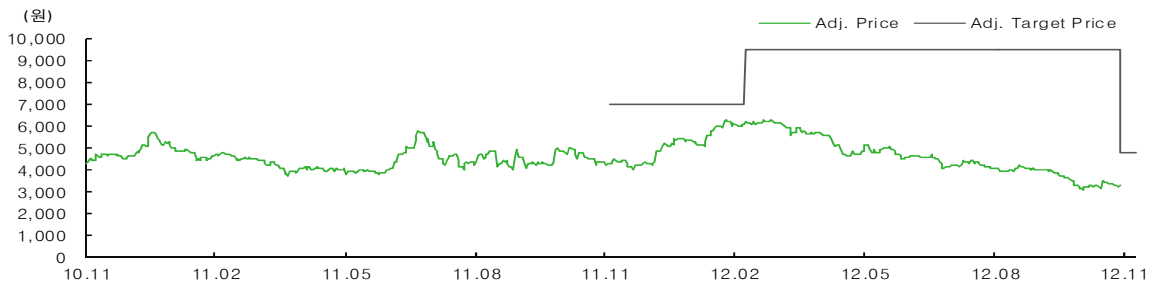
자료: WISEfn, 대신증권 리서치센터

▶ 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.

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.11.30	12.05.16	12.03.08	11.12.11	11.12.03	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	4,800	9,500	9,500	7,000	7,000	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

▶ 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