



지주회사 / Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198)

value3@hi-ib.com

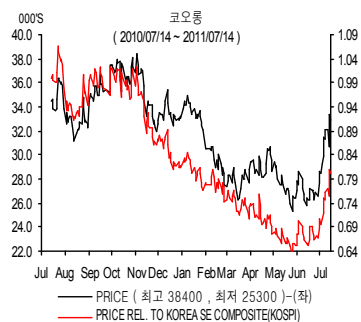
NR

액면가 5,000원
종가(2011/07/14) 32,900원

Stock Indicator

자본금	635억원
발행주식수	1,272만주
시가총액	3,966억원
외국인지분율	17.70%
배당률(2010)	10%
EPS(2010)	4,715원
BPS(2010)	48,265원
ROE(2010)	11.8%
52주 주가	25,300~38,400원
60일평균거래량	75,124주
60일평균거래대금	21.8억원

Price Trend



HI 64th 지주회사 Brief & Note

코오롱(002020)

이제 코오롱그룹의 도약이 시작된다

■ 구조조정 효과 본격화 ⇒ 동사의 도약이 시작됨

동사는 코오롱그룹의 최상위 지배회사이다. IMF사태 발생으로 인한 재무건전성 악화로 2000년대부터 대규모 인력구조조정을 필두로 비업무용 자산을 매각하고 비핵심 사업분야를 철수하는 등 동사 자회사들의 구조조정이 이루어졌다. 또한 2007년부터는 코오롱유화 합병 등 사업부문간의 구조조정이 단행되어 올해 2월 비로소 일단락되었다. 이로써 올해부터 구조조정 효과가 본격화 될 것으로 예상된다. 먼저 코오롱인더스트리의 경우 사업구조 다각화로 수익성 개선되는 추세이며, 동사의 리스크 요인이었던 코오롱건설의 경우도 지난해 부실을 털어내는 구조조정과 재무구조 개선을 집중적으로 시행하여, 올해는 정상화 과정이 이루어질 것이며 내년에는 본격적인 실적의 턴어라운드 전망된다. 또한 이런것을 바탕으로 동사의 신성장동력인 바이오와 물관련 자회사들의 가치가 부각될 수 있을 것이다. 동사의 적정주당가치는 52,100원으로, 구조조정 효과 본격화로 동사의 도약이 시작되는 시기인 점을 고려할 때 주가 상승여력이 클 것으로 예상된다.

① 구조조정 일단락

지난 2000년부터 진행되어 온 재무적, 사업적 구조조정이 일단락 되어 동사를 중심으로 한 지주회사체제가 완성되었다. 동사의 자회사별 사업부문은 화학소재/패션(코오롱인더스트리), 건설/환경(코오롱건설, 환경시설관리공사), 제약/바이오(코오롱제약, 코오롱생명과학, 티슈진), 무역/IT(코오롱아이넷, 코오롱베니트, 네오뷰코오롱) 등으로 나누어 진다.

② 코오롱인더스트리: 사업구조 다각화로 수익성 개선되는 추세

코오롱인더스트리는 산업자재, 필름, 화학 중심의 사업구조가 다각화되고 있으며, 특히 아라미드 섬유, 광학용 필름 부문의 성장으로 사업구조가 고도화되면서 수익성이 개선되는 추세를 보이고 있다. 또한 코오롱인더스트리의 자회사인 코오롱플라스틱, 코오롱패션머티리얼 등이 효율성이 높아지면서 영업실적이 턴어라운드 되고 있다.

③ 코오롱건설: 올해는 정상화⇒내년 본격적인 실적의 턴어라운드

지난해는 부실을 털어내는 구조조정과 재무구조 개선을 집중적으로 시행하였으며, 올해는 그것을 바탕으로 정상화 과정이 이루어질 것으로 예상된다. 올해 특히 환경과 플랜트 수주호조로 대폭적인 수주증가가 예상되어 내년에는 본격적인 실적의 턴어라운드가 전망된다.

④ 신성장동력인 바이오와 물관련 자회사들의 가치가 부각될 시기

동사의 신성장동력은 바이오와 물관련 자회사들이다. 바이오부문의 자회사인 티슈진과 코오롱생명과학이 퇴행성 관절염 치료제 티슈진-C의 임상을 미국과 국내에서 진행중에 있으며, 물사업과 관련해서는 코오롱인더스트리(멤브레인 필터와 상하수용 복합관), 수처리약품(코오롱생명과학), 자동감시·제어시스템(코오롱베니트), 수처리장 건설·운영(코오롱건설·환경시설관리공사) 등에 이르는 밸류체인을 가지고 있어서 자회사 가치가 부각될 수 있을 것이다.

■ 구조조정 효과 본격화 ⇒ 동사의 도약이 시작됨

동사는 코오롱그룹의 최상위 지배회사이다. IMF사태 발생으로 인한 재무건전성 악화로 2000년대부터 대규모 인력구조조정을 필두로 비업무용 자산을 매각하고 비핵심 사업분야를 철수하는 등 동사 자회사들의 구조조정이 이루어졌다. 또한 2007년부터는 코오롱유화 합병 등 사업부문간의 구조조정이 단행되어 올해 2월 비로소 일단락되었다.

이로써 올해부터 구조조정 효과가 본격화 될 것으로 예상된다. 먼저 코오롱인더스트리의 경우 사업구조 다각화로 수익성 개선되는 추세이며, 동사의 리스크 요인이었던 코오롱건설의 경우도 지난해 부실을 털어내는 구조조정과 재무구조 개선을 집중적으로 시행하여, 올해는 정상화 과정이 이루어질 것이며 내년에는 본격적인 실적의 턴어라운드 전망된다. 또한 이런것을 바탕으로 동사의 신성장동력 바이오와 물관련 자회사들의 가치가 부각될 수 있을 것이다.

동사의 적정주당가치는 52,100원으로, 구조조정 효과 본격화로 동사의 도약이 시작되는 시기인 점을 고려할 때 주가 상승여력이 클 것으로 예상된다.

〈표 1〉 코오롱 주당 가치(단위:억원)

자회사 가치	7,704
사업가치(법인세 고려)	500
순차입금	2,000
우선주	137
NAV	6,067
발행주식수(자기주식 제외)	11,640,488
주당 NAV(원)	52,120

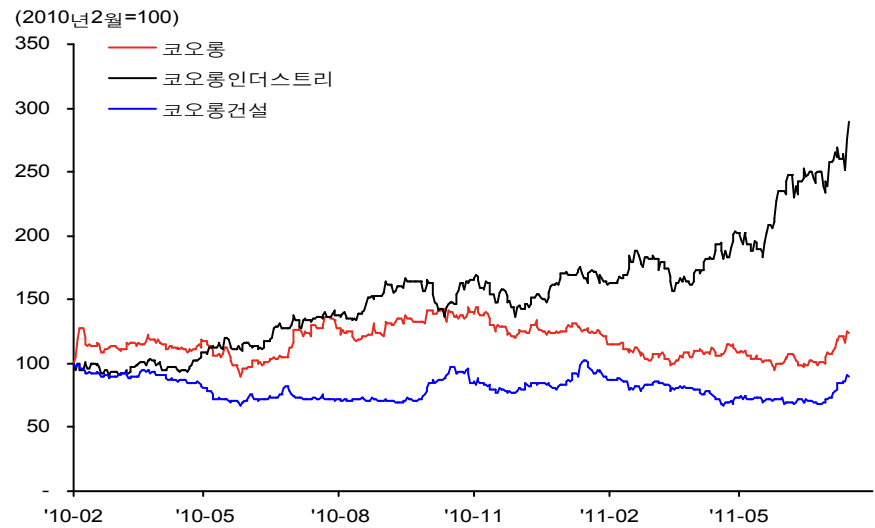
자료: 하이투자증권

〈표 2〉 코오롱 자회사 가치(단위:억원)

자회사	지분율	자회사가치
코오롱인더스트리	29.5%	5,623
코오롱건설	33.5%	434
코오롱제약	45.1%	98
네오뷰코오롱	96.6%	286
Tissuegene INC	35.6%	35
코오롱아이넷	31.7%	340
코오롱생명과학	19.6%	229
코오롱베니트	20.0%	22
환경시설공사	54.5%	633

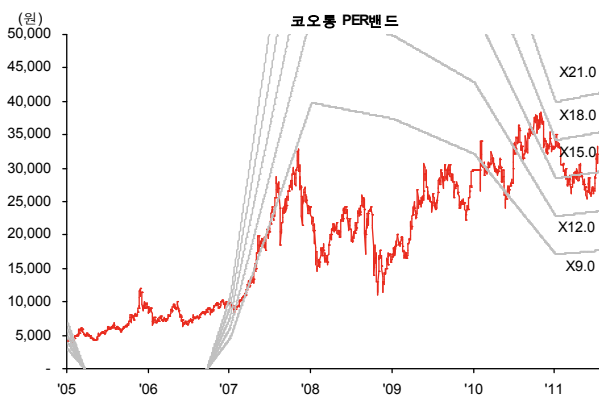
자료: 하이투자증권

〈그림-1〉 코오롱, 코오롱인더스트리, 코오롱건설 상대주가 추이



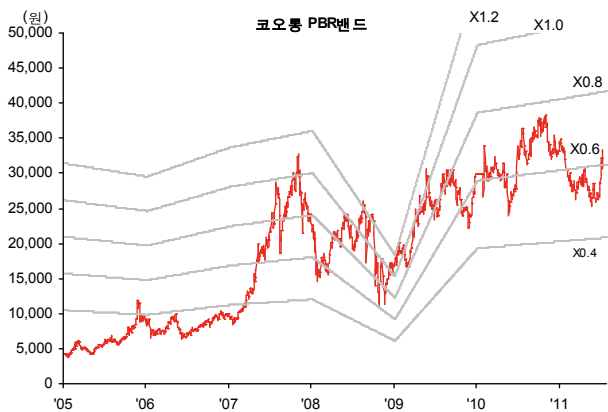
자료:하이투자증권

〈그림 2〉 코오롱 PER 밴드



자료: 하이투자증권

〈그림 3〉 코오롱 PBR 밴드



자료: 하이투자증권

■ 구조조정 일단락

1957년에 나일론 원사와 폴리에스테르를 생산하는 한국나일론 주식회사를 설립하면서 코오롱그룹의 성장 발판을 마련하였다. 이것을 밑바탕으로 1960~1980년대에 이르기까지 코오롱유화, 코오롱세이렌(현 코오롱글로벌텍), 코오롱전자, 코오롱메트생명보험을 설립하였고 삼영신약(현 코오롱제약)을 인수하는 등 산업종에 진출하여 사업다각화를 이루었다. 또한 1990년대에는 포항제철과 함께 제2이동전화 공동사업자로 선정되어 신세기 통신을 설립하였으며, 편의점 Lawsons을 전격 인수하여 소매 유통업시장에도 본격 진출하였다. 그동안의 공격적인 사업확장으로 인하여 재무건전성이 악화되었고 IMF사태 발생이 도화선이 되어 코오롱그룹의 자금난을 일으키게 되었다. 자금난을 탈피하기 위해서 본격적인 구조조정에 들어갔는데 한국화낙, 코오롱메트생명보험, 코오롱전자, 신세기 통신을 매각하고 외자를 도입하여 그룹회생에 총력을 기하였다. 그리고 2000년대에는 대규모 인력구조조정을 필두로 비업무용 자산을 매각하고 비핵심 사업분야를 철수하였다. 또한 코오롱글로벌텍을 중심으로 비상장 계열사간 통폐합, 코오롱정보통신과 코오롱인터내셔널 통합 등으로 동사 자회사들의 구조조정이 이루어졌다.

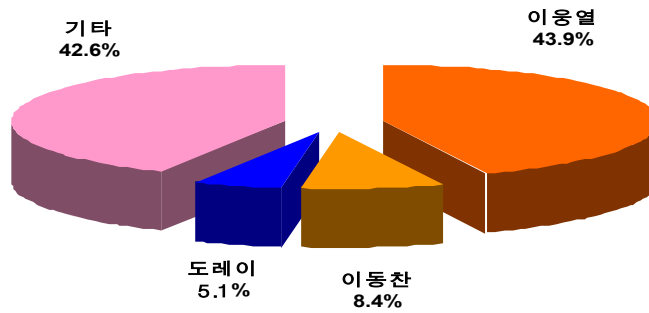
또한 사업 구조조정 차원에서 지난 2007년에는 동사와 코오롱유화가 합병하였고, 2008년에는 동사 원사사업부문과 PI필름부문 물적분할하여 코오롱패션머티리얼 및 SKC와 합작사 각각 설립, 고흡수성수지 사업부문 매각 등이 이루어졌으며 2009년에는 동사와 FnC코오롱의 합병이 이어졌다.

그리고 지난해에는 동사를 인적분할하여 지주회사 체제로 전환하였다. 올해 2월에는 동사의 주력자회사인 코오롱인더스트리가 코오롱그룹의 각 계열사가 보유 중이던 코오롱글로벌텍, 캄브리지코오롱, 코오롱패션머티리얼 지분 매입 및 캄브리지코오롱을 흡수합병하였으며, 코오롱글로벌텍은 코오롱건설로부터 그린나래를 인수하였다.

이로써 지난 2007년부터 진행되어 온 사업 구조조정이 일단락 되어 동사를 중심으로 한 지주회사체제가 완성되었다. 동사의 자회사별 사업부문은 화학소재/패션(코오롱인더스트리), 건설/환경(코오롱건설, 환경시설관리공사), 제약/바이오(코오롱제약, 코오롱생명과학, 티슈진), 무역/IT(코오롱아이넷, 코오롱베니트, 네오뷰코오롱) 등으로 나누어 진다.

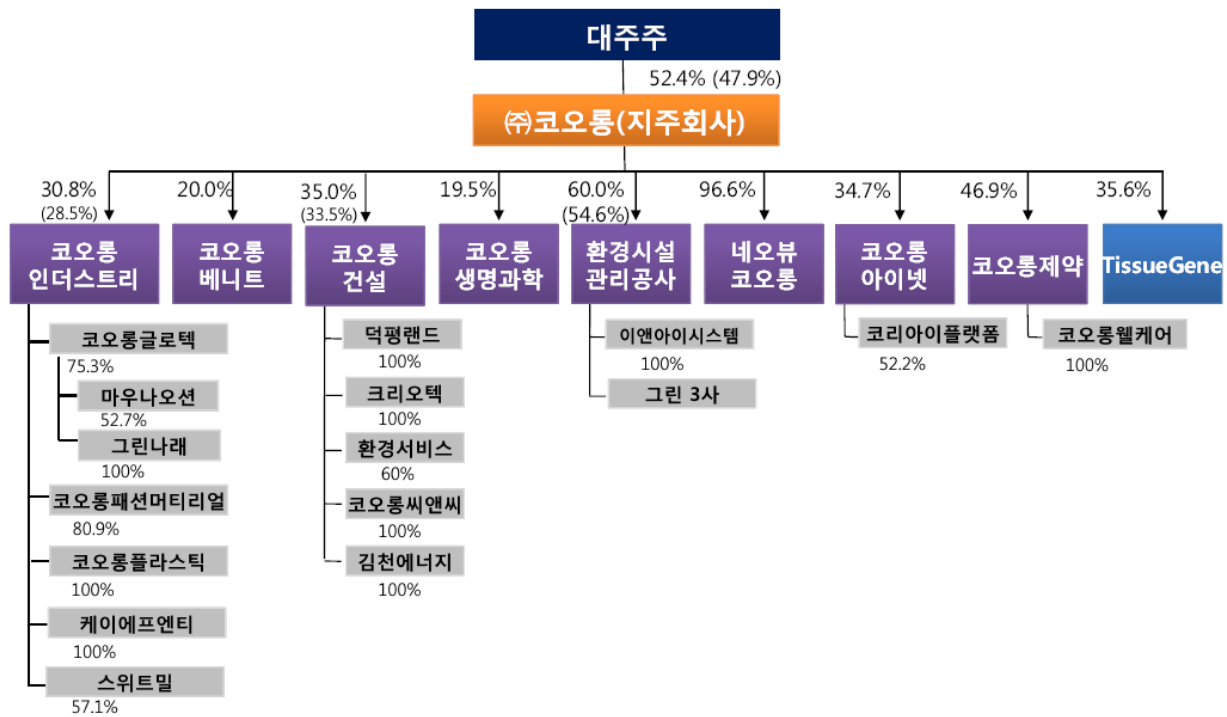
한편, 올해 3월말 기준으로 동사의 주주는 이웅렬 회장 43.9%를 비롯하여 이동찬 명예회장 8.4%, 도레이 5.1%, 기타 42.6% 등으로 구성되어 있다.

〈그림 4〉 주주구성(2011년 3월말기준)



자료: 코오롱, 하이투자증권

〈그림 5〉 코오롱그룹 지배구조(2011년 5월말 기준)



자료: 코오롱, 하이투자증권

■ 코오롱인더스트리: 사업구조 다각화로 수익성 개선되는 추세

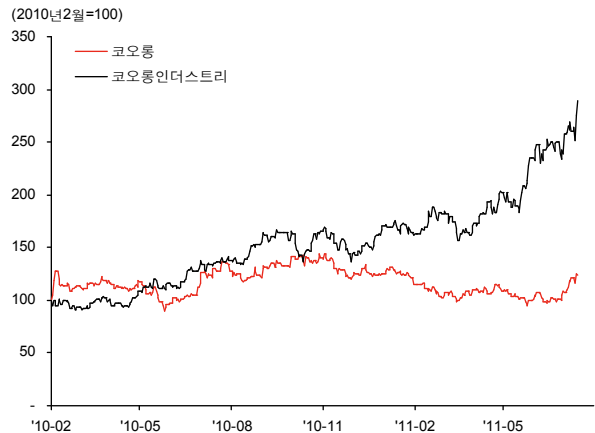
코오롱인더스트리의 사업부문은 산업자재, 필름, 화학, 패션 등으로 나누어져 있으며, 지난해 사업부별 매출액 비중은 산업자재 17.3%, 필름 20.7%, 화학 24.9%, 패션 21.6%, 기타 15.4%이다. 이와 같이 산업자재, 필름, 화학 중심의 사업구조가 다각화되고 있으며, 특히 아라미드 섬유, 광학용 필름 부문의 성장으로 사업구조가 고도화되면서 수익성이 개선되는 추세를 보이고 있다. 또한 코오롱인더스트리의 자회사인 코오롱플라스틱, 코오롱패션머티리얼 등이 효율성이 높아지면서 영업실적이 턴어라운드 되고 있다.

〈그림 6〉 코오롱과 코오롱인더스트리 주가 추이



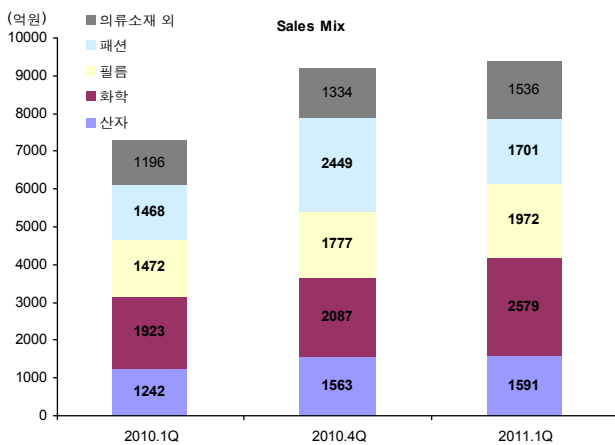
자료: 하이투자증권

〈그림 7〉 코오롱과 코오롱인더스트리 상대강도 추이



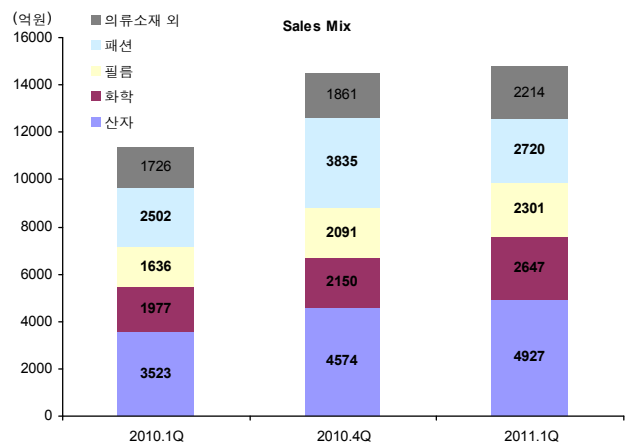
자료: 하이투자증권

〈그림 8〉 코오롱인더스트리 사업부문별 별도매출 변화 추이



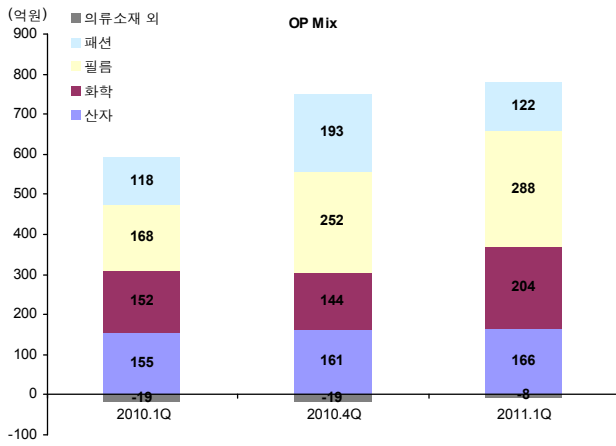
자료: 코오롱, 코오롱인더스트리. 하이투자증권

〈그림 9〉 코오롱인더스트리 사업부문별 연결매출 변화 추이



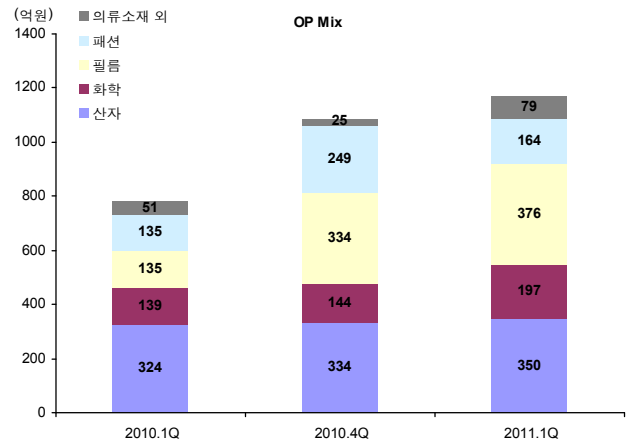
자료: 코오롱, 코오롱인더스트리. 하이투자증권

〈그림 10〉 코오롱인더스트리 사업부문별 별도영업이익 변화 추이



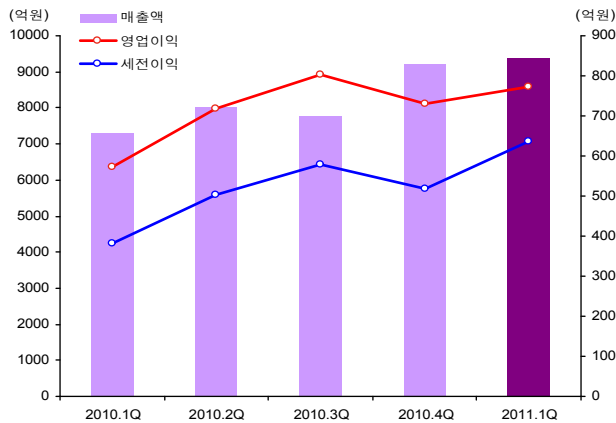
자료: 코오롱, 코오롱인더스트리. 하이투자증권

〈그림 11〉 코오롱인더스트리 사업부문별 연결영업이익 변화 추이



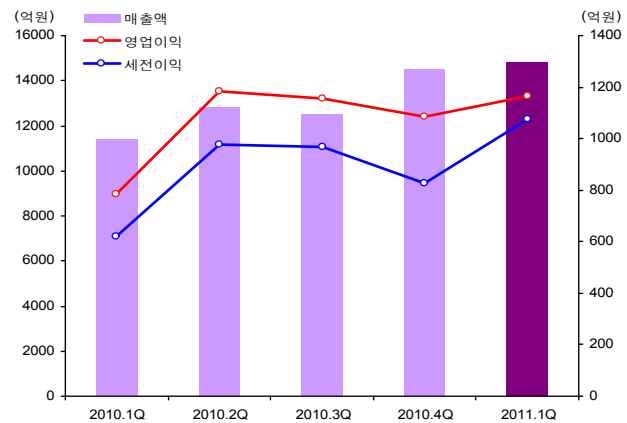
자료: 코오롱, 코오롱인더스트리. 하이투자증권

〈그림 12〉 코오롱인더스트리 별도 실적 추이



자료: 코오롱, 코오롱인더스트리. 하이투자증권

〈그림 13〉 코오롱인더스트리 연결 실적 추이



자료: 코오롱, 코오롱인더스트리. 하이투자증권

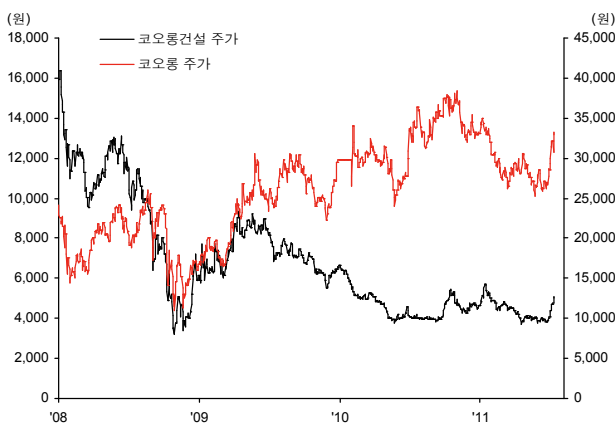
■ 코오롱건설: 올해는 정상화⇒내년 본격적인 실적의 턴어라운드

코오롱건설은 지난 1960년 코오롱그룹 계열사로 설립된 2010년 시공능력순위 20위의 중견건설업체이다. 지난해 기준 공종별 매출구성은 토목 47.2%, 건축 25.1%, 환경 17.2%, 플랜트 6.1%, 주택 4.5% 등으로 이루어져 있어 주택이 대폭 축소되면서, 토목, 환경, 플랜트 비중이 상승하고 있는 중이다.

코오롱건설은 계열사인 코오롱인더스트리, 코오롱플라스틱 등이 주력사업의 성장동력 강화를 목적으로 2~3 년간 집중적인 투자를 계획하고 있어 향후 계열 플랜트공사 수주가 증가될 것이다. 또한 동사는 물사업에 특화되어 있어 해외환경 관련 수주증가도 기대된다. 한편, 올해 3월말기준 PF우발채무 잔액은 3,129억 원으로서, 전액 PF Loan으로 구성되어 있다. PF우발채무의 23%는 분양율이 저조한 준공현장에 대한 보증으로서 현실화 가능성이 있으나, 잔여 주요 PF우발채무가 분양율이 양호한 진행 현장 등으로 우발채무 현실화에 따른 부담은 크지 않은 것으로 판단된다.

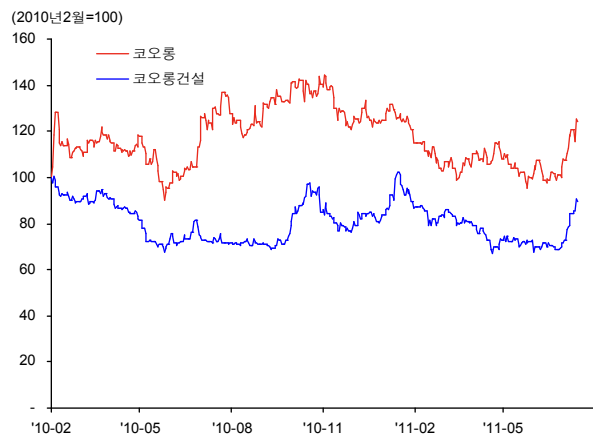
지난해는 부실을 털어내는 구조조정과 재무구조 개선을 집중적으로 시행하였으며, 올해는 그것을 바탕으로 정상화 과정이 이루어질 것으로 예상된다. 올해 특히 환경과 플랜트 수주호조로 대폭적인 수주증가가 예상되어 내년에는 본격적인 실적의 턴어라운드가 전망된다.

〈그림 14〉 코오롱과 코오롱건설 주가 추이



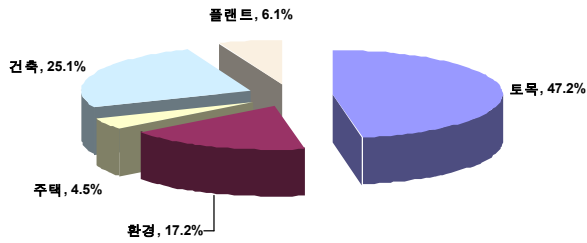
자료: 하이투자증권

〈그림 15〉 코오롱과 코오롱인건설 상대강도 추이



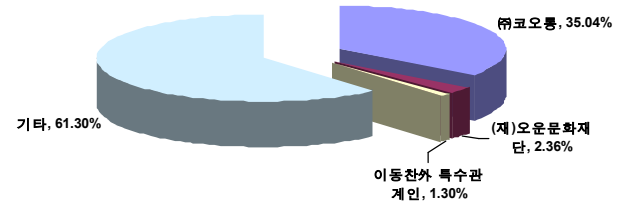
자료: 하이투자증권

〈그림 16〉코오롱건설 매출구성(2010년 기준)



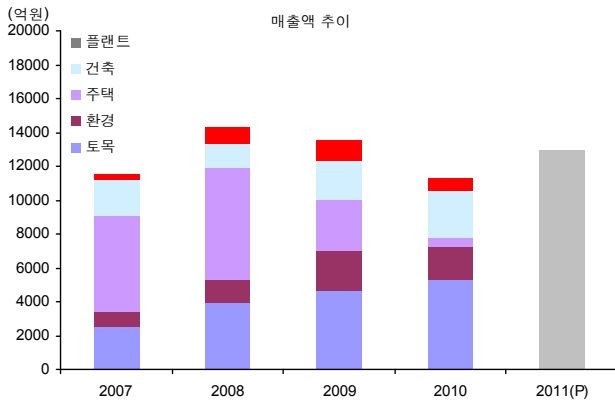
자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 17〉코오롱건설 주주구성(2011년 3월말 기준)



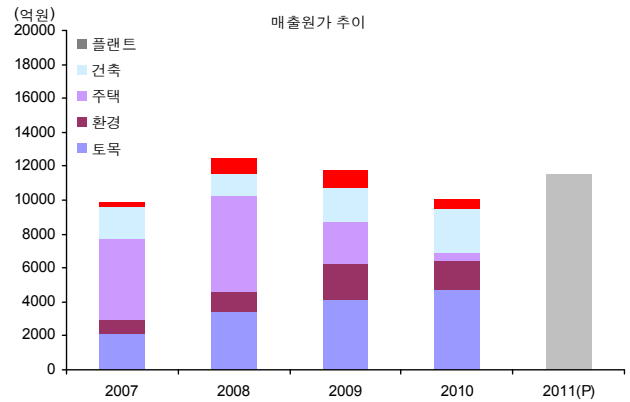
자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 18〉코오롱건설 연도별 매출 추이



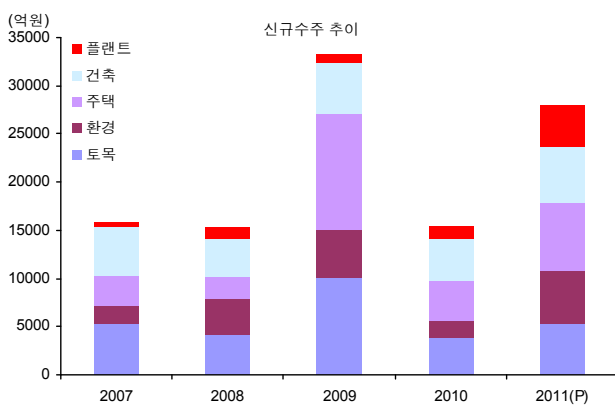
자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 19〉코오롱건설 연도별 매출원가 추이



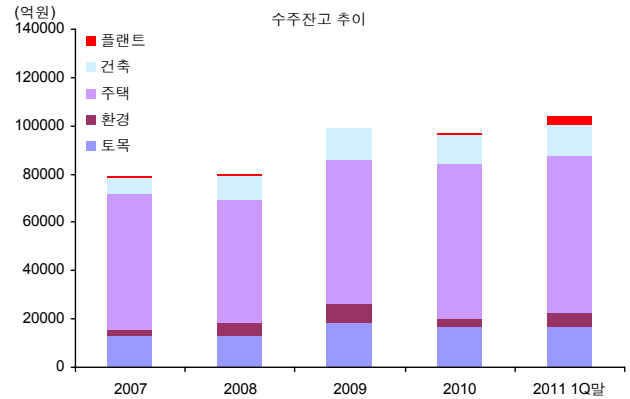
자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 20〉코오롱건설 연도별 신규수주 추이



자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 21〉코오롱건설 연도별 수주잔고 추이



자료: 코오롱건설, 하이투자증권

■ 바이오와 물관련 자회사들의 가치가 부각될 시기

동사의 신성장동력은 바이오와 물관련 자회사들이다. 바이오부문의 자회사인 티슈진과 코오롱생명과학이 퇴행성 관절염 치료제 티슈진-C의 임상을 미국과 국내에서 진행중에 있으며, 물사업과 관련해서는 코오롱인더스트리(멤브레인 필터와 상하수용 복합관), 수처리약품(코오롱생명과학), 자동감시·제어시스템(코오롱베니트), 수처리장 건설·운영(코오롱건설·환경시설관리공사) 등에 이르는 밸류체인을 가지고 있어서 자회사 가치가 부각될 수 있을 것이다.

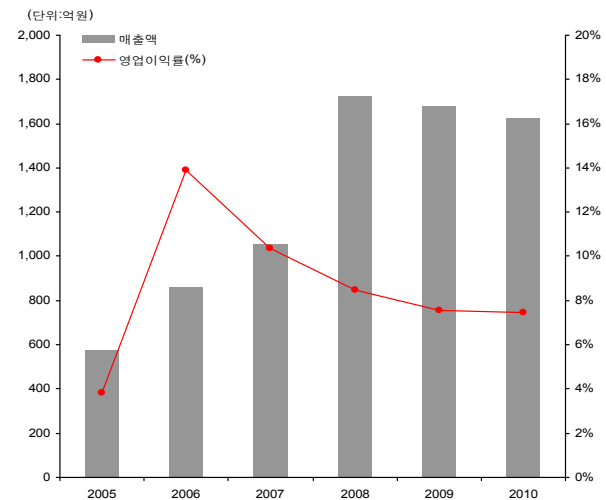
한편, 환경시설관리공사는 지난 1997년 한국환경공단이 출자하여 설립되었으며, 공기업 민영화 시책에 따라 2000년에 민영화 된 이후 2007년 코오롱그룹의 계열회사로 편입되었다. 하수 및 폐수종말처리장의 수탁운영, 오폐수처리시설 및 관련부대시설의 건설, 환경신기술개발사업 등을 주요 사업으로 영위하고 있다. 환경시설관리공사는 중국 정수장 인수 등 M&A로 외형성장을 도모하고 있어서 성장성에 긍정적이며, 2013년을 목표로 IPO를 추진 중에 있다.

〈그림 22〉 환경시설관리공사 B/S 및 I/S(단위:억원)

구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010
매출액	577	861	1,057	1,725	1,681	1,628
영업이익	22	120	110	146	127	121
영업이익률(%)	3.8%	13.9%	10.4%	8.5%	7.5%	7.4%
세전이익	49	100	112	152	148	167
당기순이익	37	72	81	105	113	131
자산	537	886	861	834	1,056	1,155
부채	315	582	486	354	345	309
자본	222	294	375	480	711	846

자료: 환경시설관리공사, 하이투자증권

〈그림 23〉 환경시설관리공사 실적 추이



자료: 환경시설관리공사, 하이투자증권

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. ▶금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다. ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 이상현](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.
—Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 —Hold(보유): 추천일 종가대비 +15%미만, -15%미만 —Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
- 2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
— Overweight(비중확대), — Neutral (중립), — Underweight (비중축소)