

코오롱건설(003070)

Buy (Initiate)
TP 7,300원

수주로 답하다

■ 결론

- 투자자의견 'Buy'와 목표주가 7,300원 제시
- 동사는 '11년에 '성장'과 'Turn-around'의 기틀을 동시에 마련해 나갈 수 있을 것으로 전망됨
- '11년~'13년 이익 정상화 과정 예상됨에 따라 현재 valuation은 전혀 부담스럽지 않은 수준
- Positive Point: Turn-around, Growth

■ Investment Point

- 새로운 성장의 틀 구축: '11년 상반기 신규수주 1,37조원 기록. 환경 2,626억원('10년 수주 1,683억원), 플랜트 3,037억원('10년 수주 1,299억원) 각각 기록하며 성장성 확보 기대됨. 또한 스리랑카, 베트남, 방글라데시 등에서 수처리시설 수주(1,853억원), 김천 열병합발전 및 오성 복합발전 수주(2,220억원) 등 새로운 환경 및 플랜트 수주 Line-up 갖추고 있음
- 이익 정상화 과정 전개: 원가율 개선과 판관비 절감, 금융비용 감축으로 '11년 (조정)영업이익, 순이익 모두 흑자전환 가능. '11년 원가율 전년 대비 1.3%p, 판관비율 3.6%p 각각 개선될 전망. 차입금도 전년대비 650억원 정도 감소하여 금융비용도 줄어듦 전망
- 그룹사 물량 수주 확대: '11년에는 그룹사 물량도 대폭 증가할 전망. 매년 3,000억원 정도 그룹사 물량 수주 해왔으나, '11년에는 그룹사 공사 5,000억원 수주도 가능할 전망

(억원, 원, 배, %)	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	11,233	13,787	18,108	21,593
증감(%)	-16.9	22.7	31.3	19.2
영업이익	-95	561	750	913
순이익	-496	181	236	373
증감(%)	적전	흑전	29.9	58.2
EPS	-2,113	658	855	1,352
증감(%)	적전	흑전	29.9	58.2
BPS	12,418	13,080	13,929	15,279
P/E	-	7.6	5.9	3.7
P/CF	-	6.9	5.5	3.5
P/BV	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	-	11.9	8.6	6.7
자기자본이익률	-14.6	5.2	6.3	9.3
부채비율	397.8	403.0	394.9	376.4
순금융비용부담률	5.6	4.3	3.2	2.7
이자보상배율	1.0	-	0.8	1.1

시장대비 상대강도: 1개월(1.22), 3개월(1.24), 6개월(0.88)

업종 : 건설업 / 2011.07.19

Analyst 조동필

(6309-4530 / dongpil.cho@meritz.co.kr)

Rating & Target Price

New : Buy	7,300원
증가(7/18)	5,000원

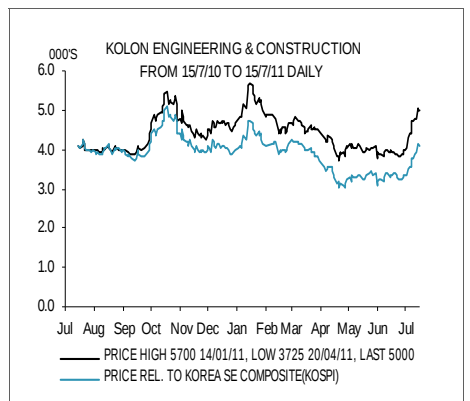
Market Data

KOSPI	2,130.48pt
KOSDAQ	517.93pt
시가총액	1,379억원
발행주식수	2,758만주
외국인지분율	3.58%
배당수익률	0.0%

Company Data

매출구성 ('10)	토목	47.2%
	건축, 주택	29.6%
	플랜트, 환경	23.3%
주요주주	(주)코오롱 외	39.0%
	자사주	0.4%

Reuters	003070.KS
Bloomberg	003070 KS
Price Range(52주)	3,725~5,700원
60일 평균거래량	80,103주
60일 평균거래대금	3,4억원



투자의견 및 Valuation

코오롱건설에 대해 투자의견 'Buy'와 목표주가 7,300원을 제시하며 Coverage를 개시한다.

해외수주 Top-tier로서
해외수주 모멘텀 지속

1) 환경 및 플랜트 중심의 성장성: '11년 상반기에 당사는 총 1조 3,654억원의 수주를 기록했다. '10년 수주가 1조 5,355억원이었던 점을 감안하면 '11년 수주물량이 급격하게 확대되고 있는 추세이다. 또한 수주 구성도 환경 및 플랜트 부문 수주가 가파르게 증가하고 있다는 점에서 당사는 향후 새로운 성장 국면에 들어갈 수 있을 전망이다.

건설업 자체적인
경쟁력으로
건설업 '비중확대'
중심

2) Turn-around와 이익 정상화: 영업비용 감축과 재무구조 개선을 통한 금융비용 감소로 '11년부터 실적 정상화가 예상된다. '11년에 원가율은 전년대비 1.3%p 개선된 88.6%를 기록할 전망이다. 이고, 판매비율은 매출 성장과 비용절감 노력 효과로 3.6%p 하락할 것으로 예상된다. 이에 따라 조정 영업이익은 '11년 흑자전환을 시작으로 '12년, '13년에 각각 전년대비 33.9%, 21.8% 상승할 것으로 예상된다.

동사의 목표주가는 다음과 같이 산출하였다.

1) 적용 EPS: '11년부터 실적 정상화가 진행될 것으로 예상되는 동사의 적정 주가를 산정하는데 '11년~'13년 예상 EPS 평균치를 적용하였다.

2) 적정 Multiple: 목표배수는 한라건설, 한신공영과 같이 7.6배를 적용하였다.

[표 1] 코오롱건설 적정주가 산정

(십억원)	09A	10A	11E	12E	13E	14E
PER (배)	26.1	n.a.	7.6	5.9	3.7	2.7
EPS (원)	256	-2,113	658	855	1,352	1,820
EPS 증가율 (%)	-70.8	적.전.	흑.전.	29.9	58.2	34.6
ROE (%)	1.8	-14.6	5.2	6.3	9.3	11.2
PER Valuation						
적용 EPS (원)	955	⇒ '11년~'13년 평균 예상 EPS				
적정 multiple (X)	7.6	⇒ 현재 MSCI 건설/엔지니어링 지수 P/E 12.6배 대비 40% 할인				
목표주가 (원)	7,300					
현재주가 (원)	5,000					
상승여력 (%)	46.0					

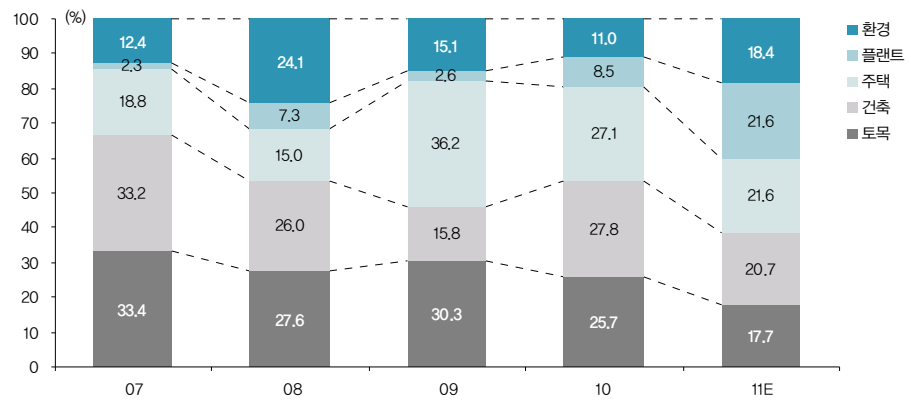
자료: 코오롱건설, 메리츠증권증권 리서치센터

성장의 재구성

환경 및 플랜트 부문 중심의 새로운 성장

‘11년 상반기까지 동사는 총 1조 3,654억원의 신규 수주를 기록했다. ‘10년 연간 수주가 1조 5,355억원이었던 점을 감안하면, ‘11년 수주 증가세가 매우 가파르게 진행되고 있는 것으로 판단된다. ‘11년 이후에도 이러한 수주 성장이 지속될 수 있을 것으로 전망되는데, 이는 수주 성장의 구성이 환경, 플랜트 부문 중심이라는 점에 근거한다. 환경 및 플랜트 부문은 ‘00년 코오롱엔지니어링 흡수합병, ‘02년 환경시설 운영업체 코오롱환경서비스 설립 ‘07년 하수 및 폐수처리 운영업체 환경시설관리공사 인수 등을 통해 오랜기간 동사가 새로운 성장동력으로 준비해왔던 분야이다. ‘11년 이후부터 이에 대한 결실이 가시화될 것으로 기대된다.

[그림 1] 코오롱건설 수주 구성 추이 및 전망



자료: 코오롱건설, 메리츠증권증권 리서치센터

환경: 해외수주 ↑ 플랜트: 발전 ↑

환경 및 플랜트 부문 중심의 성장성에 추가적으로 긍정적인 요소가 있다. 환경, 플랜트 부문에서의 Line-up 강화가 바로 그것이다. ‘11년 상반기 수주 내역을 보면, 먼저 환경 부문에서 스리랑카(870억원), 베트남(715억원), 방글라데시(268억원)에서 상·하수처리시설 수주를 통해 관련 부문에서 해외수주를 점차 확대할 수 있을 전망이다. 또한 플랜트 부문에서는 김천 열병합발전(1,948억원), 오성 복합발전(272억원)의 수주를 통해 발전 부문도 수행능력이 강화될 수 있을 것으로 기대된다.

[표 2] 코오롱건설 해외수주 내역 (‘07년~현재)

국가	발주처	프로젝트	금액(백만\$)
리비아	주택기반시설청	알사라즈 하수처리시설	79.5
방글라데시	치타공 상하수도국	카나폴리 정수장 C-3	22.1
베트남	빈중성 남부 상수도 환경국	빈중 하수처리시설	64.7
스리랑카	상하수도국	루후누푸라 상수도 공사	76.2
스리랑카	한국국제협력단	마하나마 교량 개보수, 확장사업	0.1
요르단	요르단 수도국	사우스 암만 수처리	73.9
중국	코오롱(남경)특종방직품유한공사	KNP-2 기가재 공급설치	1.7
중국	코오롱(남경)특종방직품유한공사	KNP-3 기가재 공급설치	36.9
캄보디아	MH-Bio Energy Group	에탄올 공장 건설	19.0
합계		9 건	374.3

자료: 해외건설협회, 메리츠증권증권 리서치센터

‘11년~’12년 그룹사
수주 증가

또한 ‘11년, ‘12년에는 그룹사 물량 수주도 증가할 전망이다. 연간 3,000억원 정도의 그룹사 수주 규모가 ‘11년, ‘12년에는 연간 4,500억원~5,000억원 수준까지 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 향후 그룹의 주력 계열사인 코오롱인더스트리, 코오롱플라스틱 등에서 Capa 증설 투자가 계획되어 있어, 이에 대한 동사의 그룹사 물량 수주도 확대될 것으로 예상된다.

[표 3] 코오롱인더스트리 Capa 증설 계획

(천톤)	'10년말 Capa	추가증설		
		'11	'12	'13
PET필름	110		+20	+20
타이어코드(중국)	15	+12		+12
에어백	10	+2	+2	
아라미드	3		+3	
에폭시	15	+15		
석유수지	100		+10	

자료: 코오롱인더스트리, 메리츠증권증권 리서치센터

이익의 정상화

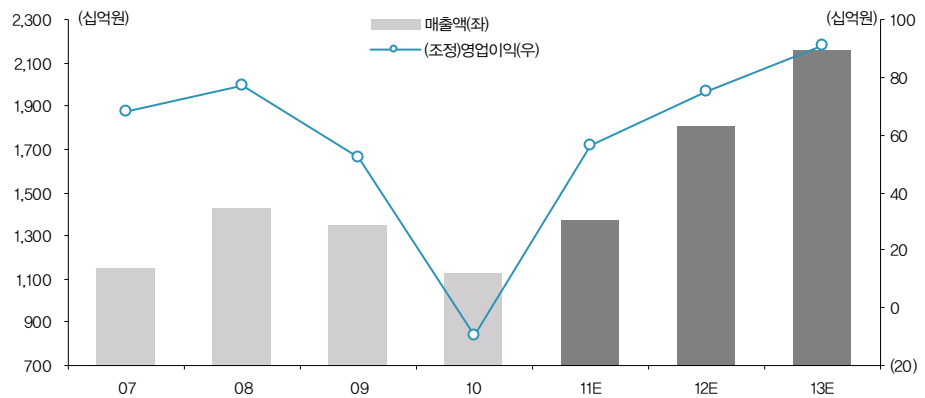
‘11년 흑자전환 및
재성장 국면 진입

‘11년에는 ‘09년~’10년 지속되었던 역성장 국면에서 벗어날 수 있을 것으로 전망된다. 이는 환경, 플랜트 부문 중심의 수주 급증과 평택 장안 1,943세대, 대구 파동(932세대), 서울 쌍문 재개발(293세대) 등의 분양으로 주택 매출이 회복될 것으로 예상되기 때문이다.

‘11년 흑자전환 및
재성장 국면 진입

‘11년에는 영업이익, 순이익 모두 흑자전환이 가능할 전망이다. 흑자전환이 가능한 이유는, 1) ‘11년 원가율이 전년대비 1.3%p 개선될 전망이며, 2) ‘09년, ‘10년 역성장 국면에서 벗어나 ‘11년 매출이 전년대비 22.7% 증가가 예상되고 비용절감 노력 영향으로 판매비율이 전년대비 3.6%p 낮아질 것으로 예상되기 때문이다.

[그림 2] ‘11년 이후 가파른 실적 정상화 전망



자료: 코오롱건설, 메리츠증권증권 리서치센터

영업이익 성장률 전망:

‘11년 흑.전.

‘12년 +33.9% YoY

‘13년 +21.8% YoY

‘11년~’13년까지는 동사의 이익 정상화 기간이 될 것으로 예상된다. 이는 동사의 (조정)영업이익이 ‘11년 흑자전환, ‘12년 전년대비 33.9%, ‘13년 전년대비 21.8% 각각 증가할 것으로 예상되기 때문이다. Thomson Reuters에 따르면, KOSPI의 ‘11년, ‘12년 EPS 성장률이 각각 14.6%, 13.6% 전망되는데, ‘11년~’13년에 동사는 이보다 큰 이익 성장폭을 기록할 수 있을 것으로 전망된다.

실적 전망

신규수주: '11년 수주는 전년대비 88.1% 증가한 2조 8,881억원 전망된다. 전술한 바와 같이 플랜트, 환경 부문 수주 증가 효과도 크지만, 견조한 상반기 수주 흐름을 감안하더라도 '11년 수주 전망치는 달성 가능할 전망이다. '12년에도 환경, 플랜트 중심의 견조한 수주 증가세 지속으로 전체 수주는 전년대비 8.9% 증가한 3조 1,448억원 규모가 예상된다.

이익 성장: 매출액은 '11년 전년대비 22.7% 증가한 1조 3,787억원, '12년 전년대비 31.3% 증가한 1조 8,108억원 각각 기록할 전망이다. '11년 매출 성장은 주택부문 매출 회복과 플랜트 매출 급증에, '12년 매출은 환경, 플랜트 매출의 성장에 근거를 둔다. 영업이익, 순이익 모두 '11년 흑자를 기점으로 '12년 30% 이상씩 성장하며 수익성 개선도 가파르게 진행될 수 있을 것으로 예상된다.

[표 4] 코오롱건설 실적 전망 (K-IFRS 별도 손익계산서 기준)

(십억원)	09A	10A	11E	12E	13E
매출액	1,351.9	1,123.3	1,378.7	1,810.8	2,159.3
% YoY	-5.2	-16.9	22.7	31.3	19.2
- 토목	464.9	530.6	489.5	499.0	512.2
- 건축	226.7	281.8	292.6	356.5	413.0
- 주택	308.6	50.1	199.0	212.1	225.6
- 플랜트	117.7	68.0	206.1	438.2	600.5
- 환경	234.0	192.8	191.5	305.0	408.1
매출원가	1,181.2	1,010.1	1,222.0	1,606.4	1,918.8
% 매출 원가율	87.4	89.9	88.6	88.7	88.9
판관비	118.4	122.8	100.6	129.4	149.2
조정 영업이익	52.4	-9.5	56.1	75.0	91.3
% 조정 영업이익률	3.9	-0.8	4.1	4.1	4.2
영업이익	52.4	-9.5	55.5	74.7	91.3
% 영업이익률	3.9	-0.8	4.0	4.1	4.2
세전이익	12.1	-61.2	23.9	31.1	49.2
% 세전이익률	0.9	-5.4	1.7	1.7	2.3
순이익	5.8	-49.6	18.1	23.6	37.3
% 순이익률	0.4	-4.4	1.3	1.3	1.7

자료: 코오롱건설, 메리츠증권증권 리서치센터

** '11년부터 K-IFRS 별도 기준임.

** 조정 영업이익 = 매출액 - 매출원가 - 판관비

Income Statement

(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	11,233	13,787	18,108	21,593
수출비중(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	10,101	12,220	16,064	19,188
매출총이익	1,132	1,567	2,044	2,405
판매관리비	1,228	1,005	1,294	1,492
영업이익	-95	561	750	913
영업외수지	-516	-322	-439	-421
금융수지	-634	-598	-588	-573
외환수지	-4	0	0	0
세전계속사업이익	-612	239	311	492
특별손익	0	0	0	0
세전순이익	-612	239	311	492
법인세비용	-116	58	75	119
당기순이익	-496	181	236	373

Statement of Cash Flow

(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
영업활동현금흐름	-1,898	1,530	781	938
당기순이익(손실)	-496	181	236	373
유형고정자산감가상각비	15	16	17	17
무형자산상각비	2	2	-1	0
운전자본의 증감	-900	698	-72	-59
투자활동 현금흐름	-236	563	545	524
유형자산투자	16	15	15	15
투자유가증권투자(순)	-1,093	-119	-137	-157
재무활동 현금흐름	2,377	-551	-51	-51
차입금증가	235	-55	-5	-5
자본의증가	28	-1	-1	-1
현금의증가	243	583	82	206
기초현금	331	574	1,157	1,239
기말현금	574	1,157	1,239	1,445

Balance Sheet

(억원)	2010	2011E	2012E	2013E
유동자산	11,456	12,546	13,417	14,479
현금과예금	574	1,157	1,239	1,445
매출채권	7,750	7,905	8,300	8,715
재고자산	696	766	842	926
고정자산	4,993	4,991	4,992	4,991
투자자산	4,624	4,630	4,636	4,643
투자유가증권	2,823	0	0	0
유형자산	368	362	355	348
무형자산	1	-1	0	0
자산총계	17,057	18,145	19,017	20,078
유동부채	9,431	11,239	11,826	12,464
매입채무	3,076	3,999	4,398	4,838
단기차입금	1,944	2,144	2,094	2,044
유동성장기부채	2,454	2,604	2,554	2,504
고정부채	4,199	3,299	3,349	3,399
사채	3,125	2,325	2,325	2,325
장기차입금	569	469	519	569
부채총계	13,631	14,538	15,175	15,864
자본금	1,458	1,458	1,458	1,458
자본잉여금	670	670	670	670
이익잉여금	826	1,007	1,242	1,614
자본조정	-112	-112	-112	-112
자본총계	3,427	3,607	3,842	4,214

Key Financial Data

(원,%,배)	2010		2011E	2012E	2013E
주당데이터(원)					
SPS	47,903		49,981	65,646	78,281
EPS	-2,113		658	855	1,352
CFPS	-2,039		724	912	1,415
EBITDAPS	-333		2,101	2,775	3,374
BPS	12,418		13,080	13,929	15,279
배당률(%)	-		-	-	-
배당수익률(%)	0.0		0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)	최저	최고			
P/E	-	-	7.6	5.9	3.7
P/CF	-	-	6.9	5.5	3.5
P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
P/BV	0.5	0.3	0.4	0.4	0.3
P/EBITDA	-	-	2.4	1.8	1.5
EV/EBITDA	-	-	11.9	8.6	6.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.6		5.2	6.3	9.3
EBITDA이익률	-0.7		4.2	4.2	4.3
부채비율	397.8		403.0	394.9	376.4
순금융비용부담률	5.6		4.3	3.2	2.7
이자보상배율(x)	1.0		-	0.8	1.1
매출채권회전율(x)	1.4		1.8	2.2	2.5
재고자산회전율(x)	15.9		16.7	20.0	21.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2011년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2011년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2011년 7월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 조동필)

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

투자등급관련 사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)

→아래 종목투자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

한라건설(014790)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2011.07.19	산업분석	Buy	33,800	조동필	

한신공영(004960)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2011.07.19	산업분석	Buy	18,000	조동필	

코오롱건설(003070)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2011.07.19	산업분석	Buy	7,300	조동필	