

# 코오롱건설 (003070)

3년의 기다림 그리고 턴어라운드!

**Buy**

목표주가 : 12,600원

Analyst 박형렬

3215-5394

hyungryul.park@pru.co.kr

### Company Data

주가(6/23일)	8,410원
종합주가지수	1,360.54
코스닥주가지수	498.03
시가총액	1,902억원
총발행주식수	24,183천주
60일 평균거래량	414천주
52주 최저~최고	3,190원/12,050원
외국인지분율	1.7%
유동주식비율	6.3%
주요주주	(주)코오롱 15.47%
	Fnc코오롱 5.32%

### Price Relative Data

주가수익률 (%)	Absolute	Relative
1M	3.1	3.4
3M	22.0	2.0
12M	-23.7	-5.7

### Price Relative Data



□

### 변화의 단초는 미분양 아파트의 준공과 처리에서 시작될 전망

지난 3년간 Turn-around에 대한 기대를 무산 시킨 요인이 미분양 주택에 있다면, 결국 미분양 주택의 완공과 처리가 변화의 단초를 제공할 것으로 판단된다. 동사의 미분양은 2008년 말 1,234세대였으며 2009년 4월 기준 1,118세대로 감소하였다. 현재 동사의 미분양 주택은 1분기 대부분 완공된 상태로 현재 49세대만 공사 중에 있다. 미분양 주택의 완공은 세가지 점에서 의미를 가지는데 1) 미분양 주택 관련 공사비 투입 완료로 매출 채권 증가 및 Cash 투입 부담 완화 2) 완공 이후 할인 매각 또는 임대 전환 등에 따라 미분양 주택 관련 손실 처리 마무리, 추가적인 부실 규모에 대한 불확실성 제거 3) 할인 판매 또는 임대 전환, P-CBO 형태의 처리 등을 통해 현금 회수 등으로 판단된다.

### NP margin 회복에 따른 ROE 개선이 Key-point

2007~2008년 NP Margin이 각각 1.3%, 1.4%에 그쳤고, 2009년 역시 1.5%로 전망된다. 미분양 관련 대손 마무리와 이자비용 감소, 유효세율 정상화 등에 따라 2010년 NP Margin은 최소 2.6% 수준은 회복할 것으로 전망되며, 이 경우 EPS는 2009년 800원에서 2010년 1,683원으로 증가할 전망이다. 2009년 예상 실적을 기준으로 현재 PER은 11.0배, PBR은 0.7배이나, 2010년 2.6% 수준으로 NP margin이 회복할 경우 PER은 5.3배, PBR은 0.6배에 불과해 실적 턴어라운드에 따른 기업가치 상승이 가능할 것으로 판단된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 12,600원으로 Coverage 개시

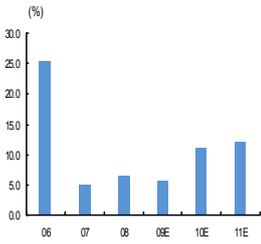
코오롱건설에 대해 투자의견 'Buy'와 6개월 목표주가 12,600원으로 Coverage를 개시한다. 목표주가는 1) NOPAT(세후영업이익) 기준 영업가치에 비핵심자산 가치를 더한 Sum-of-the-parts 방식에 따라 산정한 2010년 기업가치를 적용하였다. 3년간의 지속된 실적 둔화 국면이 지나가고 2010년 본격적인 ROE 회복과 재무구조 개선에 주목해야 할 시점으로 판단된다.

	FY07	FY08	FY09E	FY10E	FY11E
매출액(억원)	11,491	14,266	12,471	14,862	16,822
영업이익(억원)	679	770	664	888	973
EBITDA(억원)	707	793	690	916	1,004
순이익(억원)	150	198	184	384	463
EPS(원)	618	862	800	1,683	2,031
EPS 성장률(%)	-79.8	39.6	-7.2	110.3	20.7
BPS(원)	12,856	12,889	13,503	14,953	16,734
P/E(x)	22.5	7.1	11.0	5.2	4.3
P/BV(x)	1.1	0.5	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(x)	9.8	8.4	11.1	7.0	6.3
ROE(%)	4.9	6.4	5.8	11.2	12.1

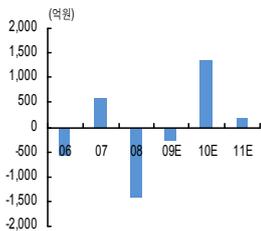




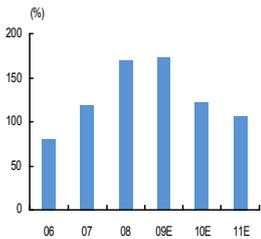
**ROE**



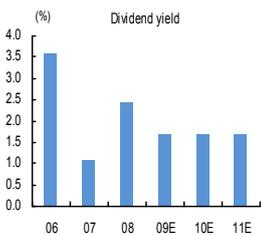
**Operating cashflow**



**Net debt/Equity**



**Dividend yield**



**P/E Band chart**



**다차차조표**

(단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
유동자산	6,569	7,688	10,582	10,620	10,061	11,232
현금성자산	329	662	1,071	967	699	1,023
단기예금,유가증권	38	15	17	18	19	20
매출채권	4,055	4,264	6,045	6,166	5,858	6,443
재고자산	558	648	857	814	651	737
기타유동자산	1,588	2,099	2,592	2,655	2,835	3,009
비유동자산	2,877	4,243	4,348	4,290	4,429	4,574
투자자산	2,074	3,432	3,547	3,445	3,542	3,646
유형자산	258	245	270	289	307	323
무형자산	-6	-5	-6	-7	-11	-16
기타비유동자산	551	571	537	564	592	621
자산총계	9,445	11,932	14,930	14,910	14,491	15,806
유동부채	4,179	5,405	9,238	8,985	8,417	9,183
매입채무	2,126	2,708	4,074	3,561	4,244	4,804
단기차입금	50	110	2,735	2,872	2,298	2,412
유동상장기부채	841	1,152	1,397	1,466	733	770
기타유동부채	1,162	1,434	1,033	1,085	1,142	1,197
비유동부채	2,254	3,423	2,581	2,667	2,469	2,592
사채	1,326	2,740	2,144	2,208	1,987	2,087
장기차입금	557	341	77	81	85	90
기타비유동부채	372	341	359	377	396	416
부채총계	6,434	8,828	11,819	11,652	10,886	11,776
자본금	1,210	1,210	1,210	1,210	1,210	1,210
자본잉여금	657	657	657	657	657	657
자본조정	-54	-13	-114	-114	-114	-114
기타보통주소유주계약	0	85	33	33	33	33
이익잉여금	1,199	1,165	1,326	1,473	1,820	2,245
자본총계	3,012	3,104	3,111	3,258	3,605	4,031

**현금흐름표**

(단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
영업활동 현금흐름	-581	565	-1,425	-272	1,364	178
당기순이익	698	150	198	184	384	463
감가상각비	28	26	21	25	26	28
무형자산상각비	2	2	2	2	2	4
자산부채변동	-1,616	-88	-1,907	-557	961	-304
기타	306	475	260	74	-10	-12
투자활동 현금흐름	-732	-1,653	-98	-70	-71	-72
유동자산증감	-198	242	27	-26	-27	-28
투자유가증권증감	-613	-1,326	167	0	0	0
유형자산취득	-25	-13	-16	-44	-44	-44
기타	84	-557	-275	0	0	0
재무활동 현금흐름	1,243	1,421	1,931	238	-1,561	218
차입금증감	1,366	1,565	1,968	275	-1,524	255
배당금지급	-145	-145	-37	-37	-37	-37
자본의증감	1	0	0	0	0	0
기타	22	1	0	0	0	0
현금의증감	-90	333	409	-103	-269	324
기초현금	419	329	662	1,071	967	699
기말현금	329	662	1,071	967	699	1,023

손익계산서

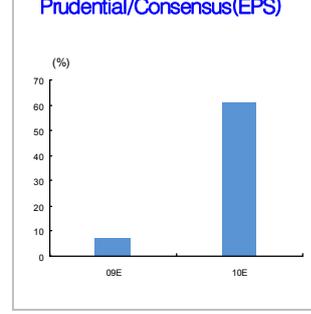
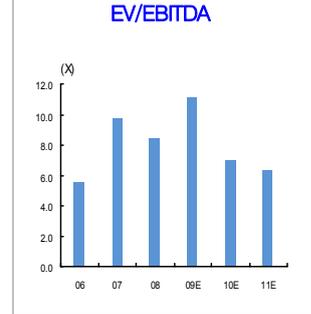
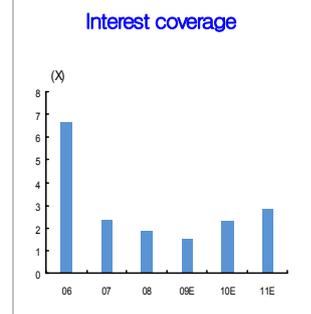
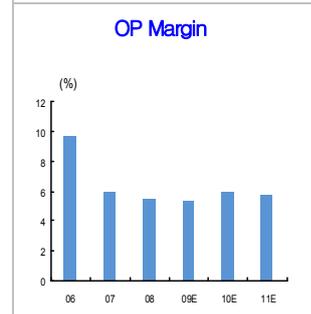
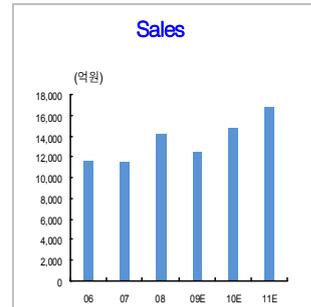
(단위: 억원, %)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
매출액	11,552	11,491	14,266	12,471	14,862	16,822
매출원가	9,491	9,832	12,447	10,796	12,908	14,707
매출총이익	2,061	1,659	1,819	1,675	1,953	2,115
판매관리비	944	979	1,050	1,011	1,066	1,142
영업이익	1,117	679	770	664	888	973
영업외이익	163	194	546	319	183	183
이자이익	49	27	40	44	40	36
외환관련이익	0	1	5	0	0	0
지분법이익	0	34	96	84	100	113
기타	114	131	404	192	43	34
영업외비용	306	615	925	691	522	495
이자비용	167	289	422	428	381	340
외환관련손실	2	1	39	0	0	0
지분법손실	3	92	67	70	83	94
기타	135	233	397	192	57	60
세전계속사업이익	974	258	391	292	548	661
법인세비용	275	108	192	108	164	198
중단사업이익	0	0	0	0	0	0
당기순이익	698	150	198	184	384	463
EBITDA	1,148	707	793	690	916	1,004
Free Cash Flow	-809	322	-1,509	-156	1,567	364
순부채	2,407	3,667	5,265	5,642	4,386	4,316
매출액증가율	9.1	-0.5	24.2	-12.6	19.2	13.2
영업이익증가율	-3.7	-39.2	13.3	-13.8	33.7	9.6
EBITDA증가율	-3.5	-38.4	12.1	-12.9	32.7	9.6
세전이익증가율	-3.9	-73.5	51.5	-25.2	87.6	20.5
순이익증가율	-4.0	-78.5	32.2	-7.0	108.4	20.5
EPS증가율	-13.2	-79.8	39.6	-7.2	110.3	20.7

주요투자지표

(단위: 억원, 원 배, %)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	3,052	618	862	800	1,683	2,031
CFPS	4,590	2,887	2,128	1,261	1,779	2,131
SPS	51,242	50,804	63,071	55,135	65,705	74,372
BPS	12,483	12,856	12,889	13,503	14,953	16,734
EBITDA/S	5,090	3,127	3,505	3,052	4,051	4,438
PER	5.5	22.5	7.1	11.0	5.2	4.3
PCR	3.6	4.8	2.9	7.0	4.9	4.1
PSR	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1
PBR	1.3	1.1	0.5	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.5	9.8	8.4	11.1	7.0	6.3
DPS	600	150	150	150	150	150
배당수익률	3.6	1.1	2.5	1.7	1.7	1.7
영업이익률	9.7	5.9	5.4	5.3	6.0	5.8
순이익률	6.0	1.3	1.4	1.5	2.6	2.7
EBITDA 마진	9.9	6.2	5.6	5.5	6.2	6.0
ROE	25.6	4.9	6.4	5.8	11.2	12.1
ROIC	34.2	12.6	10.1	8.4	13.0	15.6
Market Cap.	3,788	3,144	1,384	1,990	1,990	1,990
Firm Value	6,332	6,915	6,688	7,687	6,430	6,360

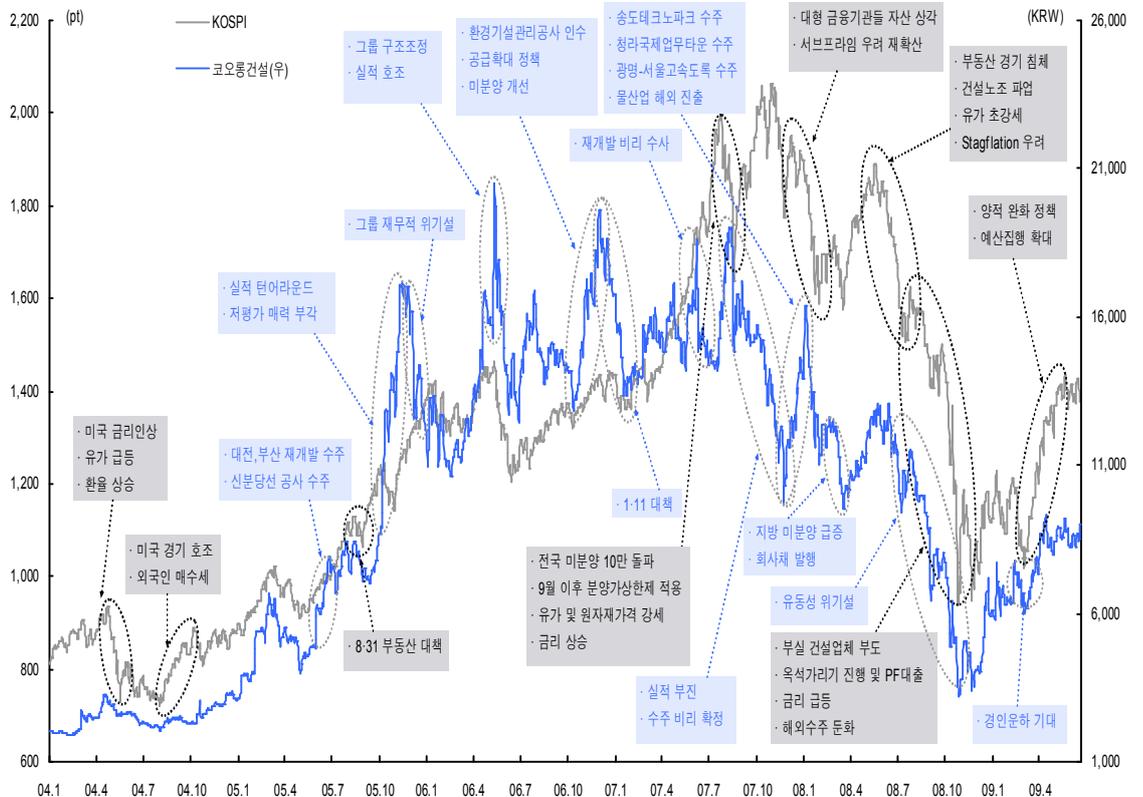


## 2006년 이후 주가 부진 국면 지속: Turn-around를 이야기 할 수 있는가?

동사는 2005년에서 2006년 상반기 까지 급격한 주가 상승을 보였다. 동 기간 주가 상승의 Key-point 는 1) 실적 턴어라운드 2) 저평가 매력 3) 신규 수주 확대 4) 재무구조개선과 순차입금 감소 등으로 판단된다. 이 후 전체 건설 경기는 2004년 하반기 저점 이후 회복 급격한 유동성 확대, 부동산 가격 상승, 해외 수주 확대에 따라 2007년 까지 확장국면이 이어졌다. 반면 동사의 경우 2006년 중순부터 KOSPI 및 건설업종 지수 대비 지속적으로 Under-perform 하였는데, 그룹 Risk 부각 또는 실적 감소, 미분양 Risk 등이 악재로 작용하였다.

동사의 가장 큰 악재가 미분양 증가 -> 매출 채권 증가, 대손상각비 및 충당금 확대 -> 차입금 증가 및 실적 둔화 지속의 순환고리에 있었다고 할 때, 2010년 부터는 본격적인 실적 개선과 차입금 감소를 기대할 수 있을 것으로 판단된다. 이는 2006년부터 진행된 미분양 주택 현상들이 2009년 1분기 대부분 준공이 되면서 연결고리의 시작점이 끊어졌기 때문이다. 향후 미분양 주택 관련 Cash 투입 마무리, 추가적인 매출채권 증가 제한, 준공 미분양의 처리에 따른 차입금 감소 국면이 나타날 것으로 전망된다. 현재 PBR 0.6배 수준의 Valuation 은 2010년 이후 ROE 회복 전망을 감안하면, 저평가 국면으로 판단 된다.

그림 1. 코오롱건설 ISSUE 및 주가 동향



자료: 각종 언론 매체, 프루덴셜투자증권

© Prudential Investment & Securities Co., Ltd. All rights reserved.



### 3년간의 기다림 !

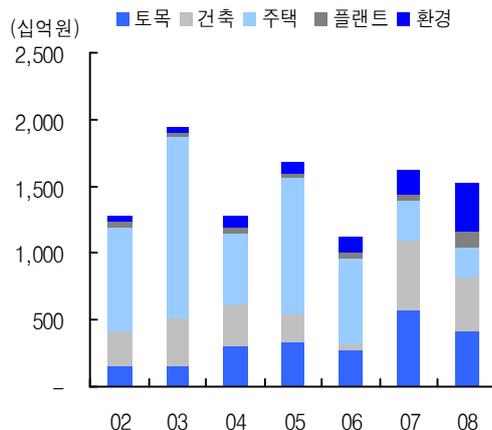
**2005년 Turn-around:** 동사는 2005년 민자 SOC 프로젝트 확대 및 자체사업 착공에 따라 급격한 GP margin 개선 및 실적 개선을 보였다. 2005~2006년 동사의 매출은 각각 22.4% YoY, 9.1% YoY 증가하였으며 원가율은 81.2%, 82.2%를 기록하였다. 높은 판관비율에도 불구하고 영업이익률은 동 기간 11.0%, 9.7%를 나타내면서 Turn-around 국면을 나타내었다. 영업실적 호전과 더불어 보유 현금 확대와 순차입금 감소가 나타났는데 2005년 기말 기준 순차입금은 663억원에 불과하였다. 실적 및 재무구조 개선에 따라 월평균 시가총액은 2004년 중순경 500억원 수준에서 2006년 중순까지 3,500억원 수준으로 증가하였다. 이후 3년간 실적 부진, 재무구조 악화 등에 따라 시장 대비 지속적으로 Under-perform 하였다.

■ **2007~2009년 총체적인 실적 악화 국면 : 신규수주 및 매출 정체**

2005년 이후 주택 및 국내 건축 시장 확대 국면에서 상대적으로 소외되면서 신규 수주 감소가 나타났다. 토목 수주는 2006년 2,728억원을 저점으로 2007~2008년 각각 5,729억원, 4,214억원으로 개선되었으나 주택 부문 신규수주가 2005년 1조원을 기록한 이후 2008년 2,285억원으로 급감하였다. 특히 2006년 주택 부문 신규수주는 3조 6417억원을 기록하였으나 이중 3조원이 재개발 관련 수주로 착공 시기를 확정하기 어렵다. (관리처분 인가 전 시공사 선정 단계에서 수주 인식)

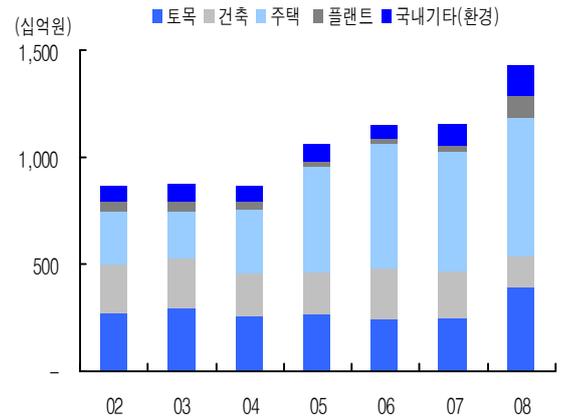
2006년 재개발 부분을 제외할 경우 2005~2008년 연간 신규 수주는 각각 1.7조원, 1.1조원, 1.6조원, 1.5조원을 기록하였다. 이는 2006~2008년 당해 신규수주/당해 매출 비율이 1.17배에 불과한 것으로 대형 건설업체가 동 기간 기록한 2.0배 수준과 비교할 때 현저하게 낮다. 이에 따라 외형 성장이 한계를 보여왔다. 동사의 매출은 2005~2009년 4개년 CAGR로 4.1%에 불과하였다. 특히 2009년에는 2008년 신규수주 감소 효과 및 공사 기간이 긴 토목 부문과 환경 부문 비중 증가에 따라 12.6% YoY 감소한 1.25조원의 매출을 기록할 것으로 전망된다. 수주 잔고 측면에서는 1분기말 기준 8.3조원이며 이중 06년 인식한 재개발 수주를 제외하더라도 5.3조원의 안정적인 잔고를 확보하고 있다.

그림 2. 신규수주 감소 (2006년 재개발 제외)



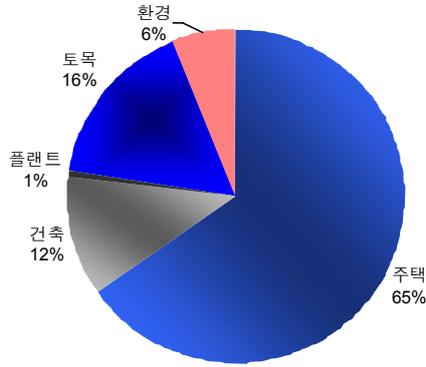
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 3. 매출 정체 국면



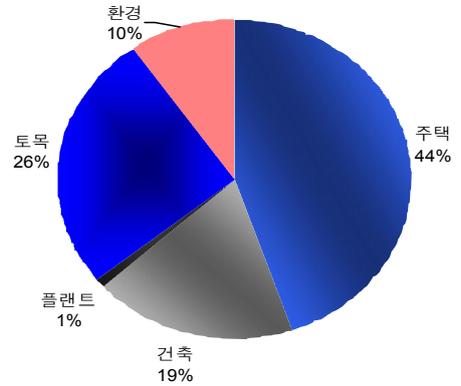
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 4. 수주잔고 구성(06년 재개발 수주 포함)



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 5. 수주 잔고 구성(06년 재개발 수주 제외)



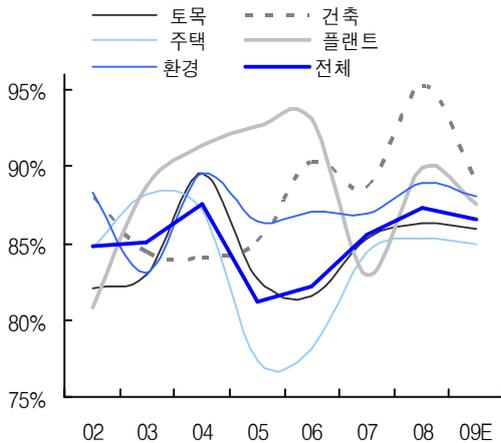
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

■ 2007~2009년 총체적인 실적 악화 국면 : 원가율

원가율 측면에서는 2007년부터 자체사업 소진, 주택 부문 비중 감소, 건축 부문 손실 발생 등에 따라 급격하게 상승하는 모습을 보였다. 2005년 전체 원가율 81.2%로 저점을 기록한 이후 2007~2008년에는 각각 85.6%, 87.2%까지 상승하였다. 특히 2008년 건축 부문은 원자재 가격 상승 및 송도 프로젝트의 지반 약화에 따른 공법 변경, 울산 파크 폴리스 민원 발생 등에 따라 95.3%의 원가율을 기록하였다.

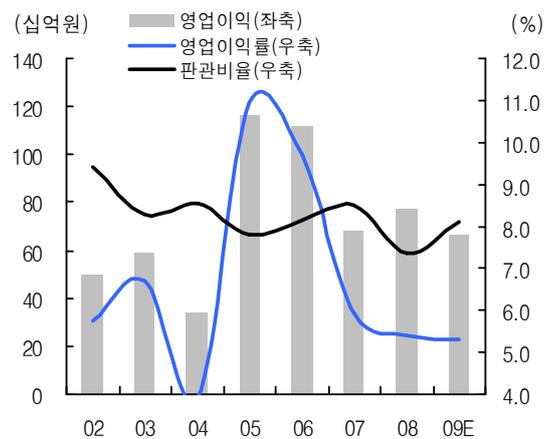
매출 정체에도 불구하고 미분양 관련 판촉비, 대손 충당금 반영 등에 따라 판관비는 증가하는 모습을 보이고 있다. 판관비 비율은 2008년 기준 8.4%로 타사대비 높은 수준이다. GP margin 감소와 판관비 증가에 따라 영업이익률 감소 역시 급격하게 나타났다. 2005년 11.0%를 기록한 영업이익률은 2008년 5.4% 수준까지 하락하였다.

그림 6. 매출 및 GP margin 추이



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 7. 영업이익 및 영업이익률



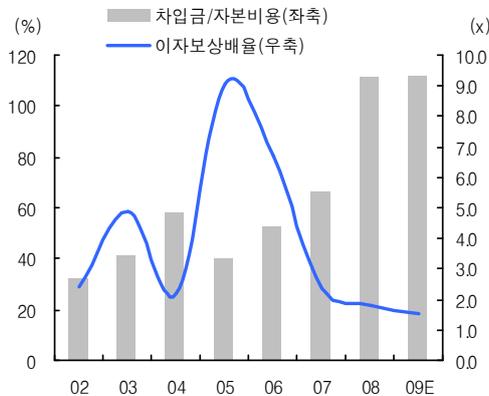
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

■ 2007~2009년 총체적인 실적 악화 국면 : 이자비용 증가에 따른 경상이익 악화

경상이익 부분에서는 급격하게 늘어난 차입금과 미분양 관련 대손 충당금이 악재로 작용하였다. 2008년 말 기준 차입금은 총 6,353억원, 순차입금은 4,768억원을 기록하였다. 차입금 증가의 원인은 대부분 미분양 관련 매출채권 증가에 따른 것이다. 2005년 이후 전체 매출이 정체 국면을 보인 반면, 매출채권과 미수금 합계는 2005~2008년 각각 3,083억원, 4,340억원, 4,670억원, 6,996억원으로 증가하였다.

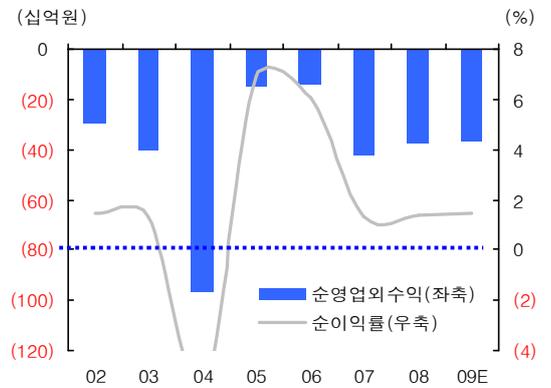
차입금 증가에 따라 2008년 이자비용이 422억원을 기록하였으며 이는 연간 영업이익의 54.8%에 달한다. 2008년 투자자산 처분이익이 236억 발생하였으나 경상 부문에서 미분양 관련 대손상각비가 221억 원 발생하면서, 전체 영업외 수지는 -379억원을 기록하였다.

그림 8. 차입금 증가 및 이자보상배율 하락



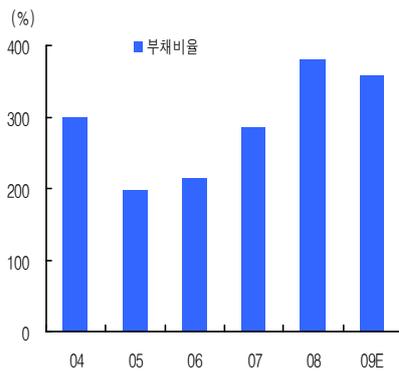
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 9. 영업외 수지 악화 및 NP미진 1% 대로 하락



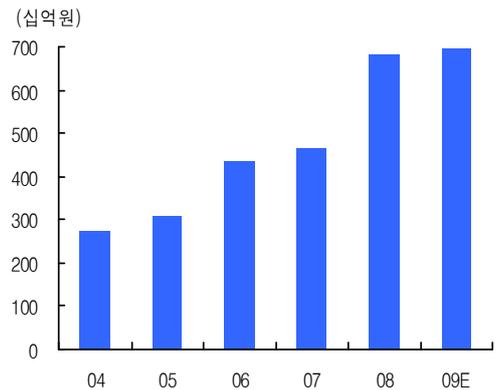
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 10. 부채 비율 증가



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 11. 매출 채권 증가



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권



**변화의 단초는 결국 진행 미분양의 완공이 제공할 전망**

- 1분기 대부분의 진행 미분양 주택 완공
- 완공 미분양의 처리에 따른 재무구조 개선
- 대손충당금, 대손상각비, 미분양 판촉비 등의 손실 마무리

지난 3년간 Turn-around에 대한 기대를 무산 시킨 요인이 미분양 주택에 있다면, 결국 미분양 주택의 완공과 처리가 변화의 단초를 제공할 것으로 판단된다. 동사의 미분양은 2008년 말 1,234세대 였으며 2009년 4월 기준 1,118세대로 감소하였다. 현재 동사의 미분양 주택은 1분기 대부분 완공된 상태로 현재 49세대만 공사 중에 있다.

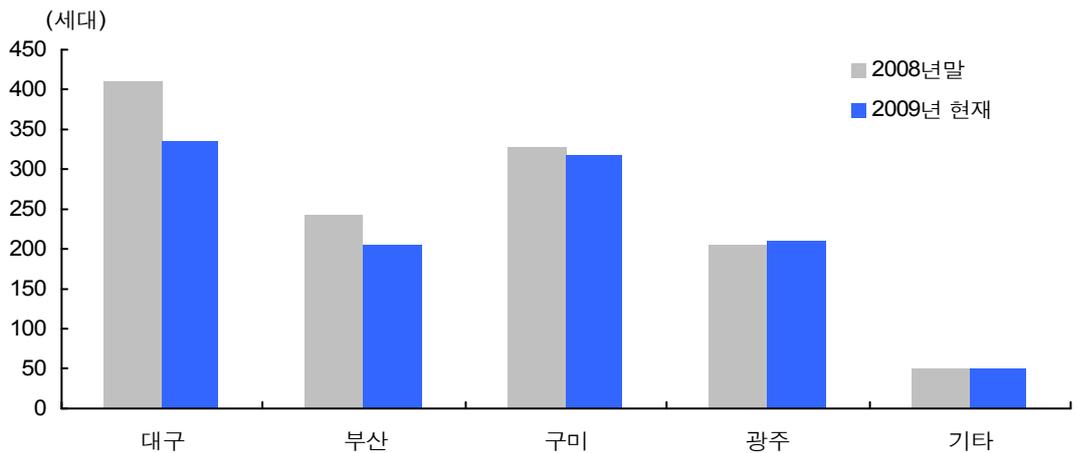
미분양 주택의 완공은 세가지 점에서 의미를 가지는데 1) 미분양 주택 관련 공사비 투입 완료로 매출 채권 증가 및 Cash 투입 부담 완화 2) 완공 이후 할인 매각 또는 임대 전환 등에 따라 미분양 주택 관련 손실 처리 마무리, 추가적인 부실 규모에 대한 불확실성 제거 3) 할인 판매 또는 임대 전환, P-CBO 형태의 처리 등을 통해 현금 회수 등으로 판단된다.

PF 보증채무는 총 3,764억원이나 준공 현장에서 1,655억원, 아파트형 공장에서 1040억원 수준으로 매우 양호하다. 특히 미착공 PF의 경우 1개 프로젝트 950억원만 남아 있다.

5월말 기준 총 차입금은 6,074억원이며 2009년 하반기 만기도래 차입금은 회사채가 500억원, 단기 차입금이 885억원이다. 현재 1,000억원 이상의 현금을 보유하고 있고, 일부 차환을 감안하면 차입금 상환 부담은 낮은 것으로 판단된다.

동사의 매출 채권은 2008년말 기준 6,045억원, 미수금 762억원으로 준공 미분양 아파트의 정산에 따라 추가적인 현금 확보가 가능할 것으로 전망된다.

**그림 12. 지역별 미분양 주택**



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권



## 2009년 실적 저점, 2010년부터 NP Margin 회복 전망

준공 아파트의 정리 과정에서 할인 매각 수준 등에 따라 대손 비용은 한차례 더 발생할 가능성이 있다. 2008년 신규 수주 감소 효과에 따라 전체 매출 역시 소폭 감소할 것으로 전망되며 이자비용 역시 2009년까지는 크게 감소하지 않을 것으로 전망된다.

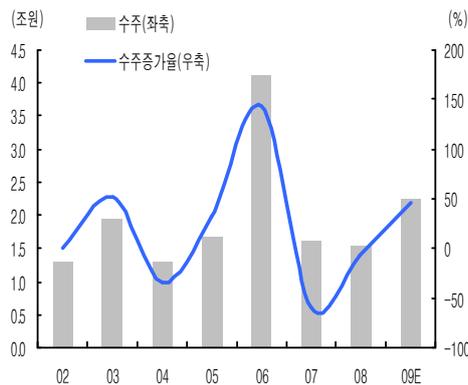
2009년 매출은 작년 대비 12.6% 감소한 1조 2,471억원을 기록할 것으로 전망된다. GP Margin은 2008년 건축 부문의 일회성 손실을 고려하면, 공공 부문 비중 증가에도 불구하고 전년 대비 0.6%p 개선된 13.4%를 기록할 것으로 전망된다. 판관비는 3.6% YoY 감소한 1,011억원으로 전망되며, 영업이익은 664억원으로 전년 대비 13.8% 감소할 것으로 추정된다. 경상 부문에서는 이자비용이 428억원으로 여전히 부담으로 작용할 것으로 전망된다.

2010년 이후 실적 Turn-around 전망의 근거는

- 1) 신규 수주 증가: 2008년 신규수주 1.5조원에서 2009년 2.3조원으로 증가 전망
- 2) 매출 증가: 신규수주 확대와 재건축/재개발 착공, 환경부문 매출 증가
- 3) 영업이익률 6% 수준으로 회복: GP마진은 13.1%로 0.3%p 하락하나 매출 성장에 따른 판관비율 감소 효과
- 4) 이자비용 소폭 감소 및 유효세율 정상화: 이연법인세대 효과 등으로 2007~2008년 유효세율은 각각 41.9%, 49.3%를 기록하였으나 2009년 이후 정상화, 이자비용은 2009년 428억원에서 381억원으로 감소 전망

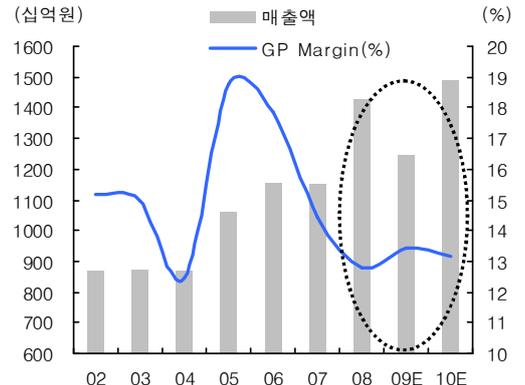
2010년 이후 실적은 공공부문 비중 증가에 따른 GP 마진 하락을 감안하더라도 매출 성장과 판관비율 고정효과만으로 6% 수준의 OP margin은 가능할 것으로 전망된다. 특히 유효세율 정상화와 대손상각비 감소를 고려하면 2.6% 수준의 NP margin 회복은 보수적인 견지에서 보더라도 충분히 가능할 것으로 전망된다.

그림 13. 신규 수주 증가



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 14. 매출 회복



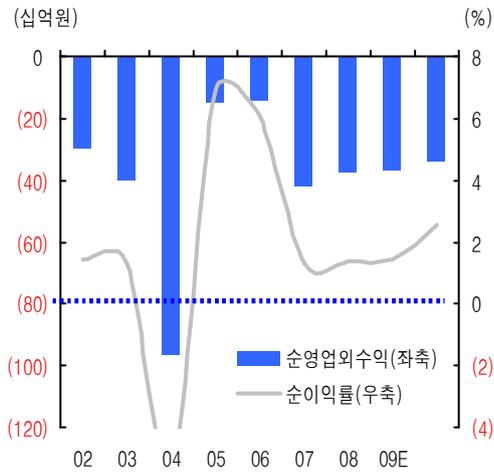
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

■ 2010년 NP 마진 2.6%, 2011년 2.7%로 회복 전망

2007~2008년 NP Margin이 각각 1.3%, 1.4%에 그쳤고, 2009년 1.5%로 전망된다. 2010년 NP Margin은 최소 2.6% 수준은 회복할 것으로 전망되며, 이 경우 EPS는 2009년 761원 예상에서 2010년 1587원으로 증가한다.

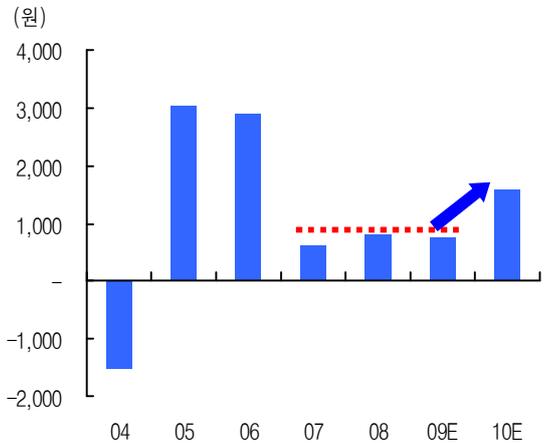
2009년 예상 실적을 기준으로 현재 PER은 11.0배, PBR은 0.7배이나 2010년 2.6% 수준으로 NP margin이 회복할 경우 PER은 5.3배, PBR은 0.6배에 불과해 실적 턴어라운드에 따른 기업가치 상승이 가능할 것으로 판단된다.

그림 15. 순이익률 개선



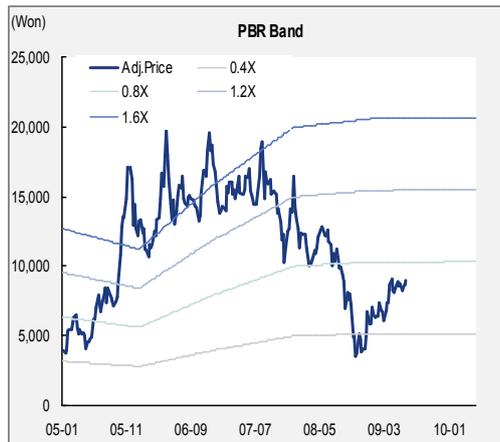
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 16. EPS 추정



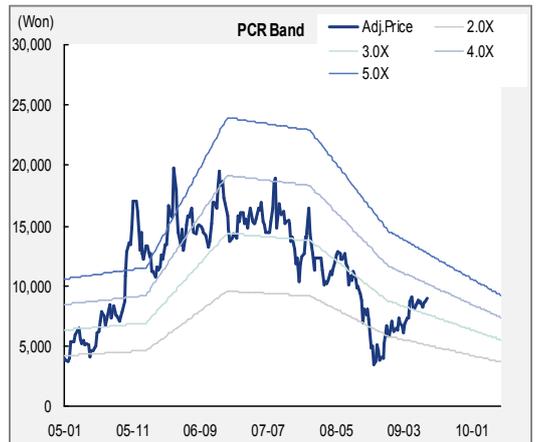
자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 17. PBR Band



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권

그림 18. PCR Band



자료: 코오롱건설, 푸르덴셜투자증권



### Valuation & Target price 산정 : TP 12,600원, 투자 의견 '매수'

코오롱건설에 대해 투자 의견 '매수'와 6개월 목표주가 12,600원으로 Coverage를 개시한다. 목표주가는 1) NOPAT(세후영업이익) 기준 영업가치에 비핵심자산 가치를 더한 Sum-of-the-parts 방식에 따라 산정한 2010년 기업가치를 적용하였다. 2) 회사채 발행금리를 기준으로 Value= Revenue/(Rf+ Risk premium) 방식으로 산정한 2010년 present value는 10800원 수준이다. 3년간의 지속된 실적 둔화 국면이 지나가고 2010년 본격적인 ROE 회복과 재무구조 개선에 주목해야 할 시점으로 판단된다.

**표 1. Valuation (Some-of-the-parts)**

1) 영업가치				
항목	2009E	2010E	2011E	비고
NOPAT	41.8	62.1	68.1	
적용 Multiple (x)	7.0	7.0	7.0	* 중소형 건설업체 평균 적용
전체 영업가치	292.7	434.9	476.5	
2) 비핵심 자산의 시장가치				
항목	평가액(십억원)	장부가		비고
서울고속도로(주)	36.8	36.8		* 장부가 적용
신분당선(주)	11.1	11.1		* 장부가 적용
태백관광개발공사	29.4	29.4		* 장부가 적용
매도가능증권	49.9	49.9		* 장부가 적용
환경시설관리공사(100%)	51.7	64.7		* 취득원가 532억원, 순자산가액 517
그린나래(100%)	37.4	78.9		* 취득원가 896억원, 순자산가액 748
코오롱글로벌(10.3%)	20.4	28.5		* 취득원가 100억원, 순자산가액
기타 지분법 적용 주식	5.5	11.0		* 08년 기말 장부가의 0.5배
전체	<b>254.2</b>	<b>322.4</b>		
1)영업가치	292.7	434.9	476.5	
2) 비핵심 자산의 시장가치	254.2			
3) 순차입금	512.0	383.8	374.0	* 기말 기준
4) 순기업가치	<b>34.8</b>	<b>305.3</b>	<b>356.7</b>	
주당 순기업가치(원)	1,440	<b>12,626</b>	14,750	

**표 2. Value= Revenue/(Rf + Risk premium)**

항목	2009E	2010E	2011E	비고
NOPAT	41.8	62.1	68.1	
Risk premium	10.5%	10.0%	10.0%	
Rf	3.6%	3.9%	3.9%	* 3년만기 국고채 금리 (당
Value=Revenue/(Rf+Risk premium)	<b>296.5</b>	<b>447.0</b>	<b>489.8</b>	
1) Present value	<b>296.5</b>	<b>391.7</b>	<b>376.8</b>	* 기간별 할인을 적용
2) 비핵심 자산의 가치	<b>254.2</b>			
3) 보유 순차입금(기초 기준)	<b>512.0</b>	<b>383.8</b>	<b>374.0</b>	* 기말 기준 추정 순차입금
4) 순 기업가치	<b>38.7</b>	<b>262.2</b>	<b>257.0</b>	
주당 순기업가치(원)	1,600	<b>10,841</b>	10,628	

자료: 푸르덴셜투자증권

**투자기간 및 투자등급 구분**

- 푸르덴셜투자증권의 종목추천에 대한 투자기간은 6개월, 투자등급은 4단계로 구분함
- 기업분석
  - Strong BUY(강력매수) : 시장지수대비 30% 이상 초과수익률 기대
  - BUY(매수) : 시장지수대비 10%~30%의 초과수익률 기대
  - Neutral(중립) : 시장지수대비 -10%~+10% 수익률 기대
  - Underperform(중립하회) : 시장지수대비 10% 이하 수익률 기대
- 산업분석
  - Overweight(비중확대) : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 시장의 비중보다 높게 가져갈 것을 권고
  - Neutral(중립) : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 시장의 비중보다 같게 가져갈 것을 권고
  - Underweight(비중축소) : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 시장의 비중보다 낮게 가져갈 것을 권고

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공 시점 현재 상기 추천종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자 및 그 배우자 등 관련자는 현재 상기 본인의 추천 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난6개월간 상기 추천종목의 유가증권 발행에 주당사로 참여한 적이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박형렬)

**최근 2년간 투자등급 및 목표가격 변동 Record**

기준일 09/06/24  
 투자의견 매수  
 목표주가 12,600

**코오롱건설(003070) 주가 및 목표주가**



자료 : 푸르덴셜투자증권

본 보고서는 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것입니다. 본 보고서의 내용은 분석당시 신뢰성 및 객관성에 의거한 자료와 정보에 의해 작성된 분석자 개인의 의견이며, 당사의 공식적 의견은 아닙니다. 따라서 그 정확성이나 완전성을 당사가 보증하는 것이 아닙니다. 본 보고서의 내용과 다르게 인용할 수 없으며, 본 보고서의 내용에 의거하여 행하여진 누구의 행위로부터 발생하는 결과에 대해서 당사가 책임을 지지 않습니다.  
**■ 미국의 Prudential, Inc.는 영국의 Prudential plc와는 별개의 회사입니다.**

PRU, Prudential Financial, the Rock Logo and Prudential are registered service marks of The Prudential Insurance Company of America and its affiliate.  
 © Prudential Investment & Securities Co., Ltd. All rights reserved.

**푸르덴셜투자증권주식회사**

서울시 강남구 역삼동 838번지 푸르덴셜타워  
 대표전화 : 02-3770-7114, 인터넷 : www.prucober.com  
 콜센터 : 1588-4588

