



지주회사 / Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198)

value3@hi-ib.com

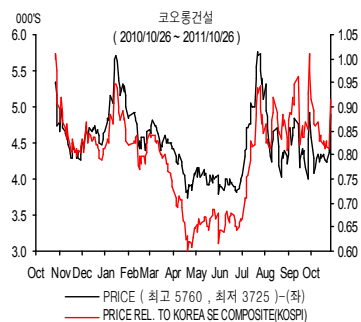
NR

액면가 5,000원  
종가(2011/10/26) 4,905원

#### Stock Indicator

|           |              |
|-----------|--------------|
| 자본금       | 1,458억원      |
| 발행주식수     | 2,915만주      |
| 시가총액      | 1,385억원      |
| 외국인지분율    | 2.70%        |
| 배당률(2010) | 0%           |
| EPS(2010) | -2,123원      |
| BPS(2010) | 11,752원      |
| ROE(2010) | -14.6%       |
| 52주 주가    | 3,725~5,760원 |
| 60일평균거래량  | 115,380주     |
| 60일평균거래대금 | 5.2억원        |

#### Price Trend



## HI 101th Mid-Small Cap Brief & Note

# 코오롱건설(003070)

## 새로운 기업의 탄생 ⇒ 동사의 도약이 시작됨

### ■ 코오롱글로벌의 탄생은 새로운 도약을 위한 한걸음

지난 9월 이사회 결의를 통해 동사가 무역과 IT 유통 사업을 하고 있는 코오롱이 이넷 및 국내 1위 BMW 유통사업자인 코오롱B&S를 흡수합병하기로 의결하였다. 오는 11월 11일이 임시합병주주총회이며 12월 28일이 합병기준일이다. 합병법인의 사명도 기존 코오롱건설에서 코오롱글로벌로 변경하여 글로벌 기업으로 본격 변신한다. 무엇보다도 코오롱글로벌의 탄생은 새로운 도약을 위한 한걸음이 될 것이다. 먼저 이번 합병을 계기로 재무적 리스크 감소를 통한 수익성 개선의 발판이 마련되었다. 당장 내년부터 영업이익으로 이자비용을 갚는 선순환구조에 들어서게 할 뿐만 아니라 향후 이런 구조를 정착화 시키는 틀을 만들었다는데 아주 큰 의의가 있다.

둘째, 사업포트폴리오 다각화로 리스크 분산 및 규모의 경제를 통한 안정적인 이익 확보가 가능하게 되었다. 즉, 무역, IT, 자동차 등 안정된 사업부문의 추가로 단일업종에 대한 리스크를 분산시키면서 성장을 도모할 수 있게 되었으며, 합병 기업과의 단순 실적합산만으로 자산 26,000억원, 매출 34,000억원 규모의 대형 법인으로 탈바꿈하게 되어 안정적인 이익의 확보가 가능할 것이다.

셋째, 기업가치의 상승이 기대된다. 건설 단일업종의 경우 건설경기 불확실성과 재무적 리스크로 인하여 주식시장에서 기업가치가 낮게 평가하는 경향이 있었다. 그러나 합병법인의 사업포트폴리오 다각화, 재무구조개선, 이익창출능력 증가 등이 정당한 기업가치를 받을 수 있게 하는 계기가 되어 기업가치가 상승할 수 있을 것이다.

### ■ 코오롱글로벌의 기업가치 레벨업 될 듯

합병법인인 코오롱글로벌은 기존 건설에다가 무역, IT, 자동차 등의 사업부가 추가되어 안정적인 이익창출이 가능해졌다. 보다 중요한 것은 영업이익으로 이자비용을 갚을 수 있는 틀이 마련됨으로써 향후에 차입금 상환능력 확대에 수익개선이 빠르게 이루어 질 수 있을 것이다. 따라서 사업 포트폴리오 다각화에 의한 매출 확대 및 이익의 턴어라운드 속도 등을 고려할 때 주식시장 평균 PER이상의 밸류에이션 적용이 가능할 것으로 예상된다. 동사의 주가는 2012년 예상 PER로 5.7배, 2013년 예상 PER 4.2배에 저평가되어 거래되고 있으며, 리스크가 감소하면서 이익이 턴어라운드되는 점 등을 고려할 때 코오롱글로벌의 기업가치는 레벨업 될 것으로 판단된다.

| FY    | 매출액<br>(억원) | 영업이익<br>(억원) | 세전이익<br>(억원) | 순이익<br>(억원) | EPS<br>(원) | PER<br>(배) |
|-------|-------------|--------------|--------------|-------------|------------|------------|
| 2008  | 14,266      | 770          | 391          | 198         | 866        | 7.4        |
| 2009  | 13,519      | 524          | 121          | 58          | 246        | 27.7       |
| 2010  | 11,233      | -95          | -612         | -496        | -          | -          |
| 2011E | 14,000      | 300          | 150          | 150         | 543        | 9.0        |
| 2012E | 40,000      | 1,500        | 850          | 700         | 851        | 5.7        |
| 2013E | 45,000      | 1,800        | 1,200        | 950         | 1,156      | 4.2        |

자료: 하이투자증권

동 자료는 '금융투자회사의 영업 및 업무의 관한 규정'에 관한 규정 중 제2장 조사 분석자료의 작성과공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

## ■ 코오롱글로벌의 탄생은 새로운 도약을 위한 한걸음

지난 9월 이사회 결의를 통해 동사가 무역과 IT 유통 사업을 하고 있는 코오롱아이넷 및 국내 1위 BMW 유통사업자인 코오롱B&S를 흡수합병하기로 의결하였다. 오는 11월 11일이 임시합병주주총회이며 12월 28일이 합병기준일이다.

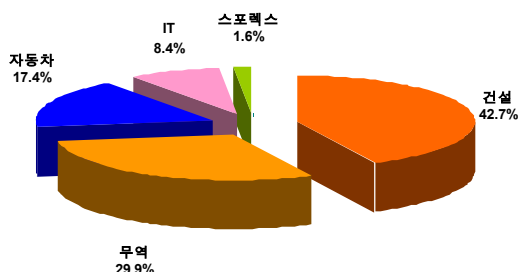
합병법인의 사명도 기존 코오롱건설에서 코오롱글로벌로 변경하여 글로벌 기업으로 본격 변신한다. 무엇보다도 코오롱글로벌의 탄생은 새로운 도약을 위한 한걸음이 될 것이다.

먼저 이번 합병을 계기로 재무적 리스크 감소를 통한 수익성 개선의 발판이 마련되었다. 기존 코오롱의 건설의 이자비용은 年 630억원 정도에 이르고 있어서 영업이익으로 이자비용을 갚는 선순환구조가 되는데 걸림돌이 되어왔다. 그러나 이번 합병을 계기로 코오롱아이넷과 코오롱B&S의 현금창출능력이 해마다 600억원 이상이 되기 때문에 당장 내년부터 영업이익으로 이자비용을 갚는 선순환구조에 들어서게 할 뿐만 아니라 향후 이런 구조를 정착화 시키는 틀을 만들었다는데 아주 큰 의의가 있다. 또한 이런 현금흐름개선으로 향후 차입금을 상환할 수 있게 되어 이익의 턴어라운드 속도를 빠르게 할 수 있다.

둘째, 사업포트폴리오 다각화로 리스크 분산 및 규모의 경제를 통한 안정적인 이익 확보가 가능하게 되었다. 합병법인인 코오롱글로벌의 사업구조는 건설 42.7%, 무역 28.9%, 자동차 17.4%, IT 8.4%, 스포렉스 1.6%로 분포하게 된다. 이렇듯 무역, 자동차, IT 등 안정된 사업부문의 추가로 단일업종에 대한 리스크를 분산시키면서 성장을 도모할 수 있게 되었다. 또한 합병기업과의 단순 실적합산만으로 자산 26,000억원, 매출 34,000억원 규모의 대형법인으로 탈바꿈하게 되어 안정적인 이익의 확보가 가능할 것이다.

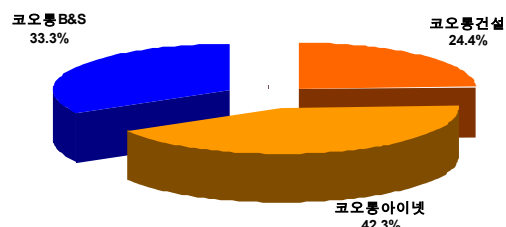
셋째, 기업가치의 상승이 기대된다. 건설 단일업종의 경우 건설경기 불확실성과 재무적 리스크로 인하여 주식시장에서 기업가치가 낮게 평가하는 경향이 있었다. 그러나 합병법인의 사업포트폴리오 다각화, 재무구조개선, 이익창출능력 증가 등이 정당한 기업가치를 받을 수 있게 하는 계기가 되어 기업가치가 상승할 수 있을 것이다.

〈그림 1〉 코오롱글로벌 사업구조



자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 2〉 코오롱글로벌 이익기여도(2011년 기준)



자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 3〉 합병법인 코오롱글로벌의 손익 및 재무구조

| (단위 : 억원)  | 코오롱<br>건설  | 코오롱<br>아이넷 | 코오롱<br>B&S | 합병법인<br>(‘11년계획 기준) |
|------------|------------|------------|------------|---------------------|
| 매출액        | 14,000     | 13,500     | 6,600      | 34,100              |
| 영업이익       | 300        | 320        | 270        | 890                 |
| (이자비용)     | 630        | 60         | 65         | 755                 |
| 세전이익       | 150        | 260        | 205        | 615                 |
| 자 산        | 18,734     | 4,996      | 2,167      | 26,498              |
| 부 채        | 15,967     | 3,678      | 1,447      | 21,092              |
| (차입금)      | 7,883      | 2,318      | 396        | 10,597              |
| 자 본        | 2,767      | 1,318      | 719        | 5,406               |
| 부채비율       | 577.2%     | 279.1%     | 201.2%     | 390.2%              |
| 발행주식총수(보통) | 27,584,459 | 81,481,540 | 29,000,000 | 82,184,720          |
| 발행주식총수(우선) | 1,564,017  |            |            | 1,564,017           |
| 지주사 지분율    | 35.0%      | 34.7%      | 100.0%     | 57.8%               |
| 합병 비율      |            | 0.315      | 0.998      |                     |

자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 4〉 코오롱그룹 지배구조



자료: 코오롱, 하이투자증권

## ■ 코오롱B&S: 국내 수입차 시장 성장의 최대 수혜

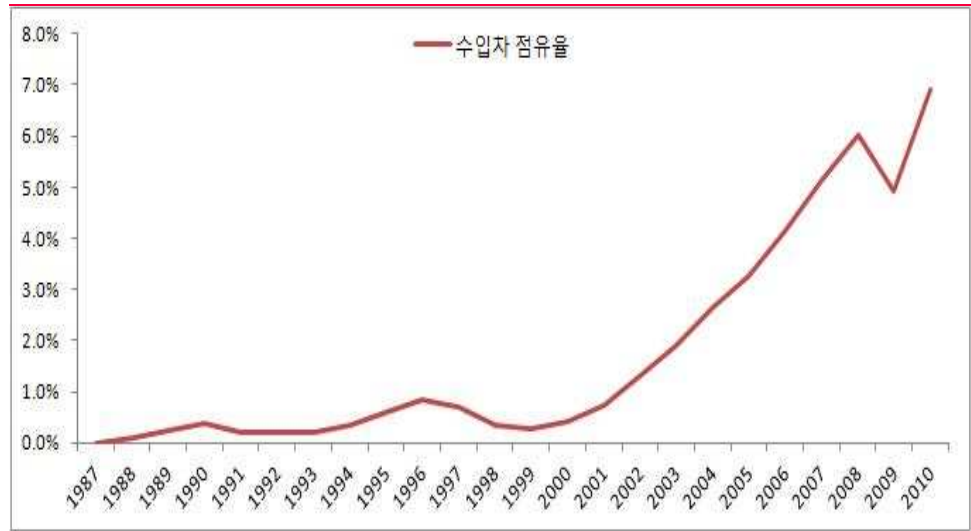
코오롱B&S는 올해 8월 코오롱글로벌에서 분할신설된 법인으로 수입자동차판매 및 A/S, 스포렉스 사업을 영위하고 있다. 특히 국내에서 명품 자동차로 인기가 높은 BMW 판매 및 A/S 부문에서 시장점유율 35.2%를 기록하며 부동의 1위 자리를 지키며 전국 10개 이상의 대형 A/S 네트워크를 구축하고 있다. 한편, 스포렉스사업부문은 직영 스포츠센터 운영(서초점, 분당점, 타임스퀘어점) 및 위탁운영(파주점, 충주점, 수원점) 등의 사업을 영위하고 있다.

국내 수입차 시장은 1987년에 최초로 개방되어 이듬해 전 차종에 대한 배기량 규제가 풀리면서 완전 개방되었다. 관세가 단계적으로 인하되고 1995년을 기점으로 수입차 시장에 대한 배타적 조항들이 조정되어 미국 자동차 회사들이 국내 시장에 진입하게 되었고 BMW가 BMW코리아를 설립한 것을 시작으로, 포드, 크라이슬러, 볼보, GM등이 잇따라 국내 법인을 설립하며 본격적인 국내 판매활동을 시작하였다. 1995년 이후 판매가 지속적으로 증가해 수입차의 국내 자동차 시장 점유율이 0.83%에 이르렀으나 1997년 IMF 외환위기를 맞으며 판매가 급감하였다. 2000년 이후 경기가 살아나며 다시 성장세를 보인 수입차 시장은 2002년 수입차의 시장점유율은 1.3%까지 성장했다. 매년 1% 포인트씩 상승하는 등 빠른 성장세를 보이며 2007년 5%를 초과하여 2008년에는 6%에 이르렀다. 미국발 금융위기로 인하여 2009년 수입차 시장 점유율은 4.9%로 하락하였다가 지난해 수입차판매가 다시 호조를 보이며 연간 90,562대의 판매가 이루어져 전체 자동차 시장의 6.92%를 차지하며 역대 가장 높은 점유율을 기록하였다. 특히 BMW는 2009년 이후 수입차 시장 점유율 1위를 기록하고 있으며 올해 상반기에도 신형 5 Series(F10) 출시 등에 힘입어 7월까지 수입차 판매량의 23.81%의 비율을 기록하고 있다.

현재 수입차 점유율이 6.9% 수준인 국내 수입차 시장도 10%를 돌파하는데 1인당 국민소득 수준에 따라 일본보다 다소 시간이 소요되겠지만 전체 흐름은 일본 수입차 시장과 비슷할 것으로 전망된다. 향후 1인당 국민소득의 향상, 수입차 가격 경쟁력의 개선, 다양한 중저가 모델의 확대, FTA 등의 요인으로 인하여 중장기적으로 국내 자동차 시장 내 수입자동차 점유율이 지속적으로 성장할 것으로 예상된다.

따라서 국내 수입차 시장은 본격적인 성장세에 진입하고 있으며 딜러사간 경쟁도 안정화 단계에 접어들고 있다. 또한 BMW의 경우는 국내 프리미엄급 자동차 중에서 시장 점유율이 꾸준히 증가하고 있어서 성장속도는 이를 넘어설 전망이다. 이러한 환경 하에서 코오롱B&S는 안정적인 사업기반으로 인하여 지속적인 실적개선이 가능할 것이다.

〈그림 5〉 국내 자동차 시장내 수입차 점유율 추이



자료: 한국수입자동차협회, 하이투자증권

〈표 1〉 BMW 및 코오롱 B&S 점유율 추이

| 구분      | '06    | '07    | '08    | '09    | '10    | '11 2Q |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 수입차     | 40,530 | 53,390 | 61,648 | 60,993 | 90,562 | 51,664 |
| BMW     | 6,101  | 7,618  | 8,396  | 9,652  | 16,798 | 12,136 |
| 동사 판매대수 | 1,944  | 2,697  | 2,834  | 3,393  | 5,490  | 4,296  |
| BMW 점유율 | 15.10% | 14.30% | 13.60% | 15.80% | 18.50% | 23.50% |
| 동사 점유율  | 31.90% | 35.40% | 33.80% | 35.20% | 32.70% | 35.40% |

자료: 한국수입자동차협회, 코오롱B&S, 하이투자증권

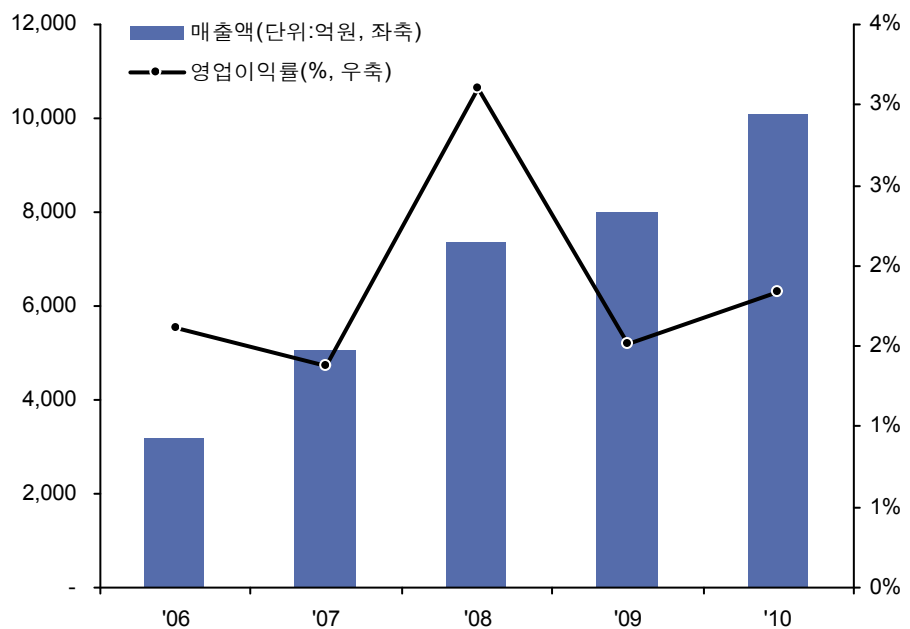
## ■ 코오롱아이넷 : 매출확대로 규모의 경제 효과 본격화

코오롱아이넷은 1990년 설립된 코오롱정보통신을 모태로 하고 있으며 지난 2006년 코오롱인터내셔널을 흡수합병 함으로써 무역업과 IT사업으로 사업구조가 양분되었다. IT사업은 현재 주로 IBM 서버와 오토데스크의 솔루션 유통사업을 진행하고 있다. 지난해 기준으로 사업부별 매출 비중은 무역부문과 IT부문이 각각 78%와 22%를 차지하고 있다.

2005년까지 IT 사업에 대한 자체적인 구조조정이 일단락되고 2006년 중 무역사업을 합병하면서 2005년을 저점으로 매출증가 추세가 이어지고 있다. 2008년 이후 국제 원자재가 급등으로 인해 무역부문의 매출이 큰 폭으로 증가하였으며, IT사업 부문에서도 매출 성장세가 지속되고 있다.

계열기반 매출비중이 10% 미만 수준이므로 코오롱아이넷의 자체적인 영업 경쟁력이 있다는 것을 반증한다. 코오롱아이넷 무역사업 부문의 외형 성장은 아시아권과 중동권을 중심으로 교역량이 증가한 것에 기인하고 있으며, 이런 매출 확대로 규모의 경제 효과가 본격적으로 발생하여 수익성이 빠르게 개선되고 있다.

〈그림 6〉코오롱아이넷 실적추이



자료: 코오롱아이넷, 하이투자증권

〈표 2〉 사업부문별 매출 현황(단위: 억원)

| 구분    | '11 2Q | '10    | '09   | '08   |
|-------|--------|--------|-------|-------|
| 무역사업  | 6,274  | 7,869  | 6,215 | 5,894 |
| IT 사업 | 1,038  | 2,202  | 1,776 | 1,485 |
| 합계    | 7,312  | 10,071 | 7,991 | 7,379 |

자료: 코오롱아이넷, 하이투자증권

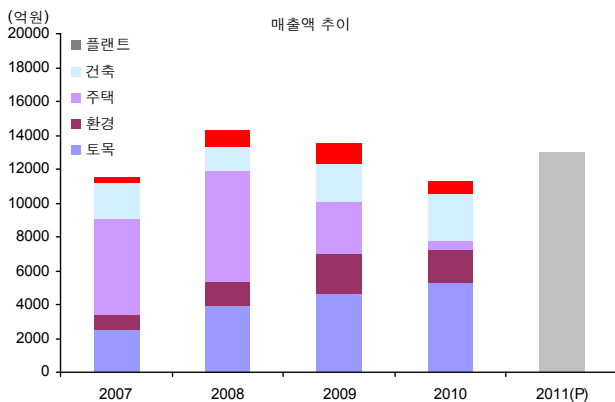
## ■ 코오롱건설: 올해는 정상화 → 내년 본격적인 실적의 턴어라운드

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 물사업에 특화되어 있어 해외환경 관련 수주증가도 기대된다. 한편, 올해 6월말기준 PF우발채무 잔액은 2,171억원으로서, PF우발채무가 분양율이 양호하거나 비교적 사업성이 인정되는 현장 등에 제공되어 있으므로 우발채무 현실화에 따른 부담은 크지 않은 것으로 판단된다.

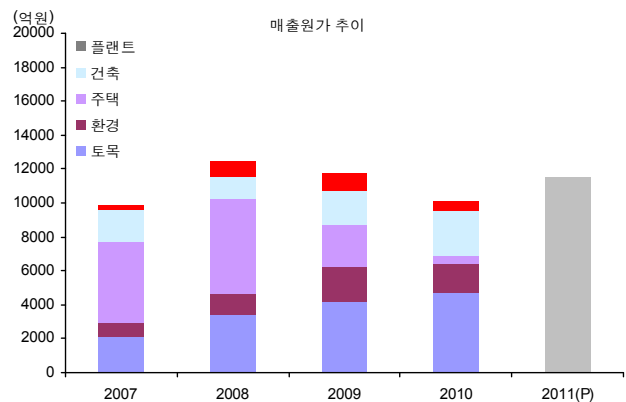
지난해는 부실을 털어내는 구조조정과 재무구조 개선을 집중적으로 시행하였으며, 올해는 그것을 바탕으로 정상화 과정이 이루어질 것으로 예상된다. 올해 특히 환경과 플랜트 수주호조로 대폭적인 수주증가가 예상되어 내년에는 본격적인 실적의 턴어라운드가 전망된다.

〈그림 7〉 코오롱건설 연도별 매출 추이



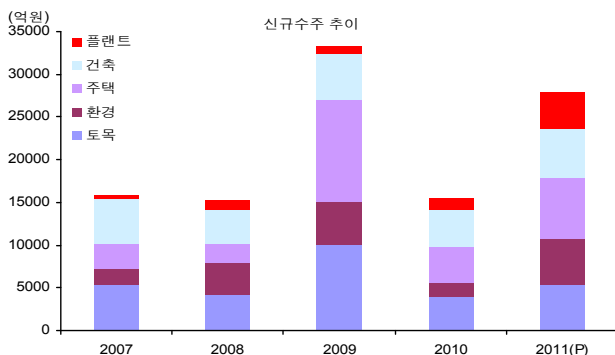
자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 8〉 코오롱건설 연도별 매출원가 추이



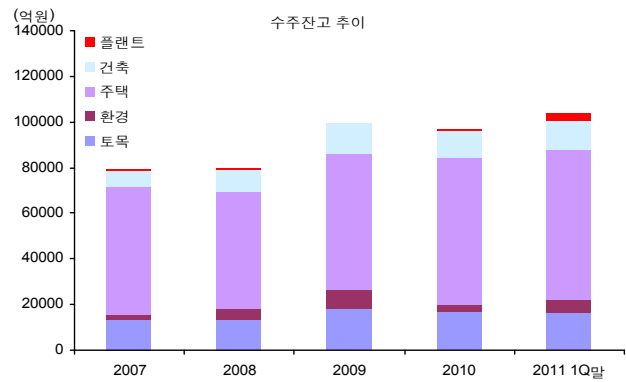
자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 9〉 코오롱건설 연도별 신규수주 추이



자료: 코오롱건설, 하이투자증권

〈그림 10〉 코오롱건설 연도별 수주잔고 추이



자료: 코오롱건설, 하이투자증권

## ■ 코오롱글로벌의 기업가치 레벨업 될 듯

합병법인인 코오롱글로벌은 기존 건설에다가 무역, IT, 자동차 등의 사업부가 추가되어 안정적인 이익창출이 가능해졌다. 보다 중요한 것은 영업이익으로 이자비용을 갚을 수 있는 틀이 마련됨으로써 향후에 차입금 상환능력 확대로 수익개선이 빠르게 이루어 질것이다. 따라서 사업 포트폴리오 다각화에 의한 매출확대 및 이익의 턴어라운드 속도 등을 고려할 때 주식시장 평균 PER 이상의 밸류에이션 적용이 가능할 것으로 예상된다.

동사의 주가는 2012년 예상 PER로 5.7배, 2013년 예상 PER 4.2배에 저평가되어 거래되고 있으며, 리스크가 감소하면서 이익이 턴어라운드되는 점 등을 고려할 때 코오롱글로벌의 기업가치는 레벨업 될 것으로 판단된다.

주가와 목표주가의 차이



투자등급추이

| 의견제시<br>일자 | 투자<br>의견 | 목표가격 | 의견제시<br>일자 | 투자<br>의견 | 목표가격 | 의견제시<br>일자 | 투자<br>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-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다. ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다. ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. [\[작성자 : 이상원\]](#)  
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 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익율을 의미함.  
-Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상 -Hold(보유): 추천일 증가대비 +15%미만, -15%미만 -Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
- 2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)  
- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)