

코오롱글로벌 (A003070)

유통업체에 걸 맞는 밸류에이션 적용이 타당

Not Rated

목표주가(원)	N/A
현재주가(원)	6,270
상승여력(%)	-
KOSPI 지수	2,007.80
KOSDAQ 지수	541.13
시가총액(억원)	5,191.45
자본금(억원)	4,109.24
액면가(원)	5,000
발행주식수(백만주)	82.18
52 주 배타	0.72
60 일 평균거래량(주)	281,680
향후 3 년 EPS 성장률(%)	187.60

Analyst

남성현(유통)
02) 3770-0453
gone267@hotmail.com

■ 코오롱건설 + 코오롱아이넷 + 코오롱 B&S 합병을 통해 코오롱글로벌 출범

코오롱글로벌은 지난해 12월 28일 코오롱그룹 내 계열사인 코오롱건설이 코오롱아이넷, 코오롱B&S를 흡수합병해 출범하였다. 3자 합병에 따라 코오롱글로벌은 건설, 유통, 종합무역상사를 영위하는 기업으로 전환되었고, 사업구조 다변화에 따라 전방산업 리스크도 크게 감소될 것으로 전망된다. 합병효과가 가시적으로 나올 수 있는 요인은 Cash Cow 사업부 편입에 따른 현금흐름 개선 가능성이다. '11년 기준 코오롱건설의 금융비용은 약 771억 원으로 합병을 통한 유통/상사부문 현금흐름 창출로 인해 건설사업부 이자비용 부담은 한층 완화될 것으로 예상되며, '11년말 기준 순차입금이 약 5,900억원으로 낮아졌다는 점에서 그 효과는 더욱 크게 작용할 전망이다. 또한, 중장기적으로 상사부문의 해외 네트워크를 활용한 건설부문 시너지 효과도 기대되어 긍정적이다. 일부에서는 이번 합병을 단순히 건설사업부 이자비용 완화 효과만을 고려하고 있다. 하지만, 당 리서치센터에서는 코오롱그룹의 중장기적인 성장을 이끌어갈 리딩 컴퍼니의 탄생으로 보고 있으며, 각 사업부문 경쟁력이 발휘될 수 있는 현 시점에 주목해야 할 것으로 판단하고 있다.

■ 사업부문별 가치를 감안한 밸류에이션 적용이 합리적

동사는 합병 발표 직후 건설산업 불확실성으로 인해 주가흐름은 더딘 모습을 보여주었지만, 건설사업부 실적 턴어라운드와 합병시너지 부각에 따라 빠르게 상승 중이다. 높은 주가 상승에도 불구하고 밸류에이션 수준은 여전히 매력적이라 판단되는데, 이는 유통/상사부문 매출비중이 60%, 이익기여도가 약 56%에 달한다는 점에서 적정 Target Multiple은 수준은 8.5배로 판단되기 때문이다. 동사의 '12년 실적 기준 PER은 6.6배에 불과해 약 21%의 추가 상승여력이 남아있는 것으로 것으로 분석된다.

Relative Performance (단위 : %)



실적 및 주요 지표 추이

(단위: 억원, 원, %, 배)

FY	매출액	영업이익	세전계속사업이익	순이익	EPS	EPS성장률	PER	EV/EBITDA	ROE
2009	13,519	524	121	58	246	(72)	27.7	12.2	1.8%
2010	11,233	(95)	(612)	(496)	(1,994)	적전	NA	NA	-14.6%
201112P	14,502	687	83	44	159	측전	39.3	NA	NA
201212F	43,991	1,596	1,012	779	948	495	6.6	NA	NA
201312F	49,628	1,869	1,431	1,102	1,340	41	4.7	NA	NA

자료 : 유통증권 추정(K-IFRS 개별기준)

주 : '11년까지 코오롱건설, '12년부터 코오롱글로벌 기준

이 조사항목은 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사항목은 당사의 투자분석팀이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사항목은 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 자료는 당사 홈페이지(http://www.yhs.co.kr)에서도 이용하실 수 있으나, 당사의 사전동의 없이 어떤 형태로든 복제 또는 대여될 수 없습니다.

코오롱글로벌의 평가는 합리적 Valuation 적용에서 시작

유통/상사부문 성장성을 감안한 Valuation을 적용

현재 코오롱글로벌을 보는 시각은 2가지로 나뉘어져 있는데 이는 건설회사로 보는 관점과 합병을 통해 신규업체로 전환되었다는 시각이다. 현재까지 건설회사로 보는 시각이 지배적인데 이는 합병주체가 건설사업 부문이고 금융비용 부담 지속에 따라 보수적인 평가가 합리적이라 판단하고 있기 때문이다.

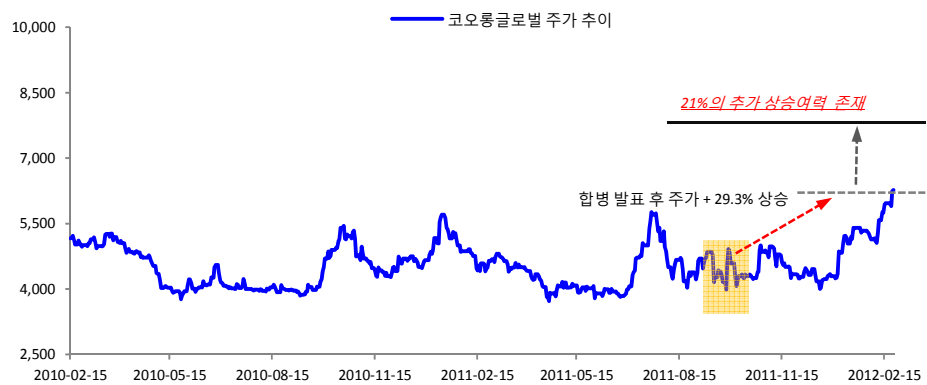
하지만, 1)합병법인 이후 유통/상사 부문의 매출 비중 및 이익기여도가 건설사업 부문 보다 높고, 2)관관비 효율화에 따른 영업레버리지 효과 증가와, 3)무역/상사 네트워크를 활용한 건설사업부 시너지 효과 창출이 기대된다는 점에서 동사를 바라보는 시각의 전환이 필요한 것으로 생각된다. 이에 당 리서치센터에서는 동사에 대한 적절한 평가가 이루어져야 할 것으로 보고 있으며, 더 이상 건설산업에 적용되는 디스카운트 요인은 합리적이지 못한 것으로 판단하고 있다.

건설과 유통/상사 이익기여도를 고려한 적정수준의 Target Multiple은 8.5배

당사에서는 동사의 적정수준의 Target Multiple을 8.5배로 보고 있는데, 이는 건설산업 역사적 평균 PER 6.2배와 유통업종 평균 PER 10.3배를 가중 평균한 수치이다. 기업의 가치는 각 사업부문의 영업활동으로 창출되는 수익에 대한 부분을 고려하는 것이 타당하다 생각된다. 동사처럼 개별사업부 성격이 상이할 경우 각 사업부문에 걸 맞는 Target Multiple 적용이 합리적이라 판단되어, 건설과 유통사업부 기여도를 가중평균하여 Target Multiple을 도출하였다. 당사에서 적용한 Target Multiple 8.5배는 1)유통/상사 매출비중 증가 전망과 2)건설사업부문 실적 개선 지속, 3)양호한 현금흐름 창출을 통한 이자비용 부담 축소가 예상된다는 점에서 결코 공격적인 수치가 아니라 판단된다.

‘12년 예상 EPS기준 PER 수준은 6.6배로 추가적인 상승 여력은 약 21% 존재하는 것으로 분석되며, 1분기 합병법인에 대한 실적 가시화가 이루어지는 시점에 레벨업된 주가 상승은 가능할 전망이다.

[그림 1] ‘12년 1분기 실적이 가시화되는 시점에 주가 레벨업 재차 이루어질 전망 (단위: 원, %)



자료: Data Guide, 유화증권

캐쉬카우 사업부 합병에 따라 재무건전성 개선될 전망

합병을 통한 사업구조 다변화에 따라 2가지 긍정적 효과 기대

- 1) 건설산업 리스크 감소
- 2) 건설과 상사부문 합병에 따른 시너지 효과 창출

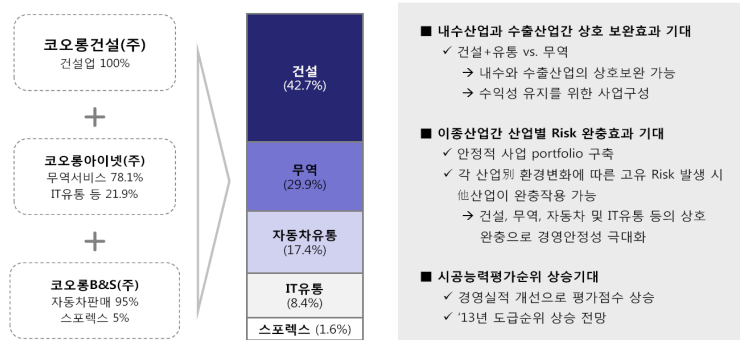
코오롱글로벌은 지난해 12월 28일 코오롱그룹 내 계열사인 코오롱건설이 코오롱아이넷, 코오롱B&S를 흡수합병해 출범하였다. 3자 합병에 따라 코오롱글로벌은 건설, 유통, 종합무역상사를 영위하는 기업으로 전환되었고, 사업구조 다변화에 따라 전방산업 리스크 감소와 향후 건설부문과 상사부문의 합병시너지를 창출할 수 있는 계기를 마련한 것으로 평가된다.

첫번째, 사업구조 다변화에 따른 전방산업 리스크 해소부분이다. 일반적으로 건설 사업은 중장기적인 프로젝트와 차입금을 통한 사업진행에 따라 현금창출능력이 중요한 사항이 된다. 특히, 마진율이 상대적으로 좋은 주택건설 사업부 침체 시 자금의 순환이라는 측면에서 건설회사들의 장기적인 체력은 떨어질 수 밖에 없는 것이다. 동사는 이번 코오롱아이넷, 코오롱B&S 합병으로 현금흐름이 개선되었으며, 이는 기존에 가지고 있던 리스크 요인을 감소시킬 수 있는 중요한 계기가 된 것으로 분석된다. '12년 코오롱글로벌의 금융비용은 약 580억원으로 추정되며, 이 중 코오롱B&S 현금흐름을 통해 약 300~350억원의 감소효과가 나타날 것으로 예상된다.

두번째, 건설과 상사부문의 시너지를 창출할 수 있는 계기를 마련했다는 점이다. 코오롱아이넷은 지사 2개소와 사무소 13개소 등 총 15개의 해외 영업망을 갖추고 있으며 이를 통해 해외환경 및 발전플랜트 수주를 확대할 것으로 전망된다. 해외사업 사업은 로컬 리서치를 통한 업무가 중요한 사항이 되는데, 이번 합병을 통해 해외시장 리서치 기능이 강화될 것으로 예상되어 향후 시너지 가능성은 높은 것으로 판단된다.

[그림 2] 3社 합병을 통해 안정적 사업 포트폴리오 구축

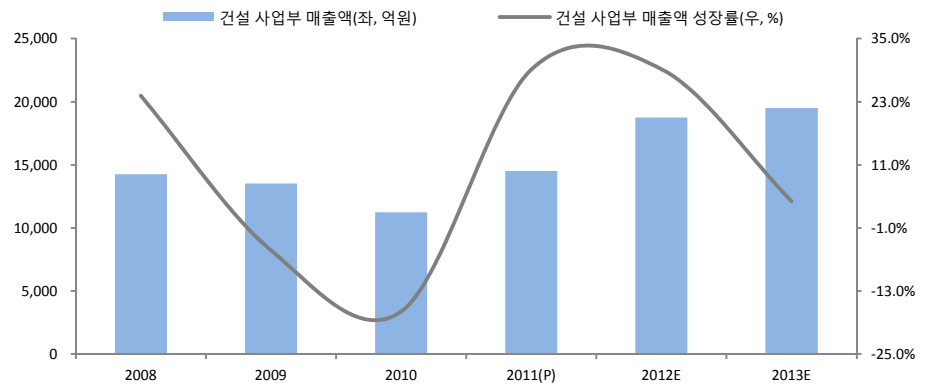
안정적 사업 portfolio 구축



자료: 코오롱글로벌, 유화증권

[그림 3] 건설 사업부 매출액 추이 및 전망

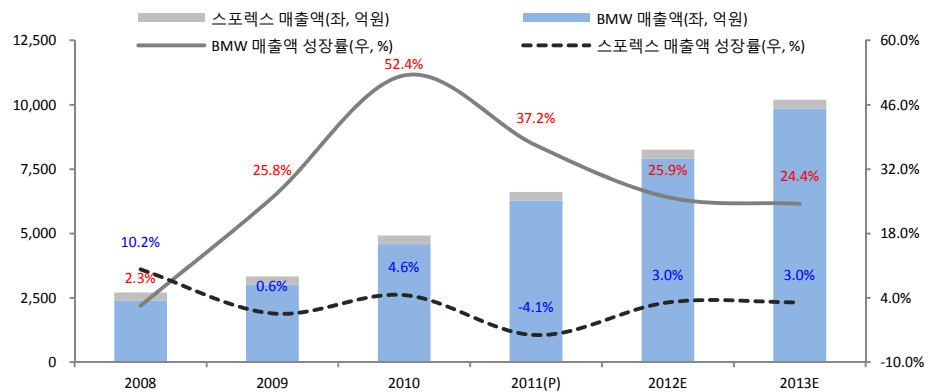
(단위: 억원, %)



자료: 코오롱글로벌, 유화증권 추정

[그림 4] 자동차 유통사업부 매출액 추이 및 전망

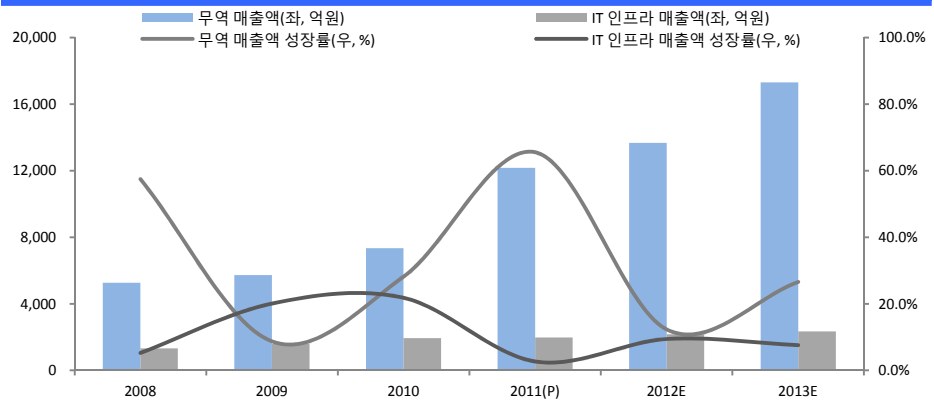
(단위: 억원, %)



자료: 코오롱글로벌, 유화증권 추정

[그림 5] 무역/IT 사업부 매출액 추이 및 전망

(단위: 억원, %)



자료: 코오롱글로벌, 유화증권 추정

코오롱B&S는 코오롱글로벌을 이끌어갈 성장의 한 축

대형차에서 중·소형차 라인업 확대에 따라 수입차 시장은 지속적으로 성장할 전망

당사에서는 동사의 사업부문 중 특히 코오롱B&S에 주목해야 할 것으로 판단하고 있다. B&S사업부는 BMW수입자동차 판매 및 A/S를 주요사업으로 하고 있으며, 스포렉스를 통해 스포츠센터사업도 영위 중이다. 전체 사업부문 중 BMW판매 및 A/S 매출비중은 약 95%, 스포렉스는 5%에 달하고 있다.

수입차 시장 확대에 따라 동 사업부문의 실적 확대는 이어질 것으로 전망되어 주목해야 할 것이다. '11년 수입자동차 대수는 약 11만 7천대를 기록하였으며, 그 중 신규 등록된 수입차수는 약 10만 5천여대, 모델 종류는 340여개에 달하는 것으로 파악된다. 과거 수입차 시장은 고급차 라인업을 중심으로 성장하였으나, 최근 중·소형 라인업까지 빠르게 확대되고 있는 상황이다. 그러한 이유는 1)개인구매 증가와 더불어 실용적인 성향의 30대 소비가 증가하면서 중소형 라인업 확대가 이루어지고 있고 2)고유가에 따른 고연비 디젤 차량 판매 증가로 배기량 2,000cc미만의 중·소형차 수요가 상승하고 있기 때문이다.

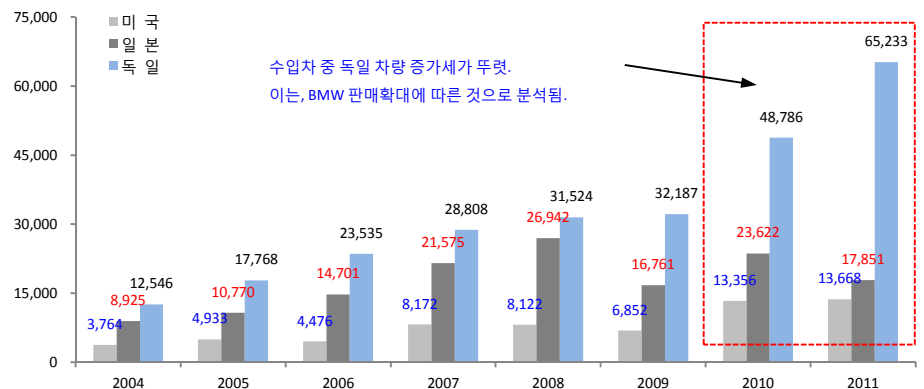
'12년 신규 중·소형 라인업 확대와 수입차 시장 확대에 따라 성장세 이어질 전망
- 판매대수 1만대 상회
- 딜러 점유율 34.3% 추정

BMW는 다양한 상품 포트폴리오 구축에 따라 점유율이 빠르게 증가하고 있으며, 동사의 BMW 딜러 점유율은 약 33%에 달하고 있다. BMW는 '09년 이후 수입차 시장 점유율 1위를 차지하고 있는데, 이는 1)BMW Mini 및 1series 등 다양한 상품라인업의 빠른 구축과, 2)높은 브랜드 로열티 및 A/S등을 바탕으로 한 영업력 확장 전략이 주요한 것으로 판단된다. 또한, 3)미국과 일본 자동차 회사들의 상대적 부진도 작용한 것으로 분석된다. 이러한 추세는 신차출시 및 수입차 시장 확대에 따라 '12년에도 이어질 것으로 보이며, 안정적인 시장 점유율을 가지고 있는 동사의 외형성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 동사는 BMW 판매 외에도 A/S 센터를 운영 중으로, '11년 기준 약 50%의 점유율을 차지하고 있다. 현재 총 10개의 A/S센터(5개 자가)를 운영 중이며, 올해 추가적으로 1개점을 오픈 할 예정이다.

올해 BMW 판매대수는 10,100여대에 달할 것으로 추정되며, 중·소형차 라인업 확대에 따라 ASP는 전년대비 소폭 하락할 전망이다. '12년 동사의 BMW내 딜러 시장 점유율은 약 34.3%에 달할 것으로 예상된다.

[그림 6] 주요 국가 연간 자동차 수입 대수 추이

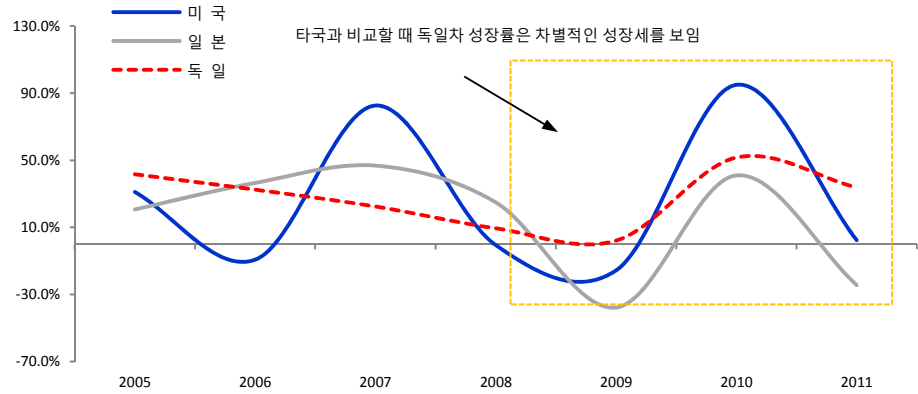
(단위: 대수)



자료: 한국자동차공업협회, 유화증권

[그림 7] 주요국 자동차 수입 대수 성장률

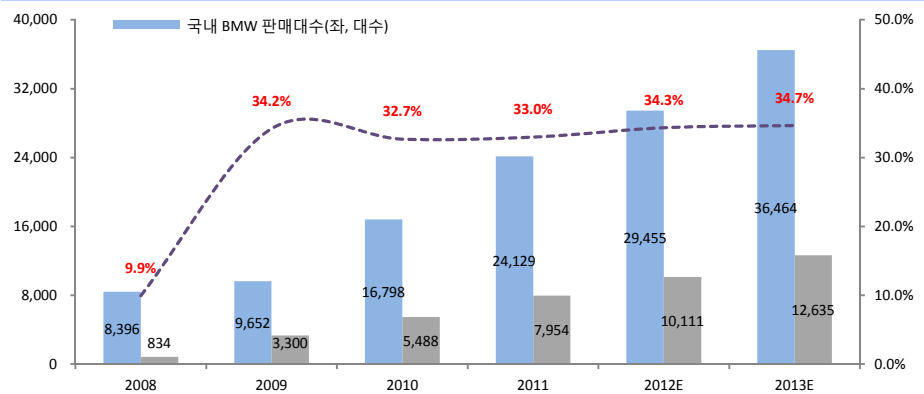
(단위: 대수)



자료: 한국자동차공업협회, 유화증권

[그림 8] BMW 총 판매대수 및 코오롱 B&S 점유율 전망

(단위: 대수, %)



자료: 한국수입자동차협회, 코오롱글로벌, 유화증권

Compliance

- ◇ 당사는 발간일 기준으로 지난 6개월간 위 종목의 유가증권 발행(DR, CB, IPO 등)에 주간사로 참여한 적이 없습니다.
- ◇ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자 남성현)
- ◇ 당사는 동 자료에 대한 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ◇ 당사는 발간일 현재 동 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

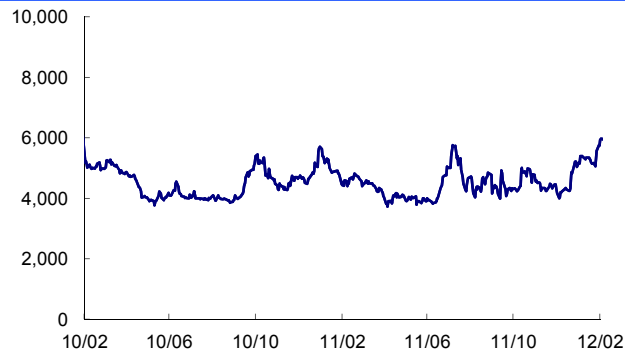
<기업분석 투자 의견 구분>

Strong Buy	6개월내 시장 대비 25% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
Buy	6개월내 시장 대비 10%~25%의 수익률이 예상될 경우
Market Perform	6개월내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
Underperform	6개월내 시장 대비 10%이상의 주가 하락이 예상될 경우
Trading Buy	향후 1개월내 시장 대비 주가 상승이 예상되나 그 기대수익률 수준을 예측하기 어려운 경우

<산업분석 투자 의견 구분>

Overweight	자산 포트폴리오상 비중확대를 권유할 산업
Neutral	자산 포트폴리오상 중립을 권유할 산업
Underweight	자산 포트폴리오상 비중축소를 권유할 산업

코오롱글로벌 주가추이



Rating Change

날 짜	목표주가	투자 의견
2012.02.24	N/A	Not Rated