

코오롱글로벌 003070

Aug 09, 2012

Buy [신규]
TP 5,400원

Company Data

현재가(08/08)	4,330 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	6,270 원
52 주 최저가(보통주)	3,990 원
KOSPI (08/08)	1,903.23p
KOSDAQ (08/08)	471.42p
자본금	4,188 억원
시가총액	3,596 억원
발행주식수(보통주)	8,218 만주
발행주식수(우선주)	156 만주
평균거래량(60 일)	6.4 만주
평균거래대금(60 일)	3 억원
외국인지분(보통주)	2.37%
주요주주	
코오롱 외 15 인	59.34%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.8%	-14.4%	0.5%
상대주가	-9.0%	-9.9%	-1.3%

| 건설 / 기계
연구원 안효운
3771-9695
연구위원 조주형
3771-9675

이제부터 시작이다.

코오롱글로벌에 대해 목표주가 5,400원으로 매수 의견을 제시하며 커버를 시작한다. 어제(8/8) 종가기준 상승여력은 24.7%이다. 목표주가는 적정 PER 7.9배와 적정 PBR 0.9배를 추정 12개월 FWD EPS와 BPS에 각각 적용해 산출한 두 값의 산술 평균이다.

투자포인트 3가지

1) **성장성** : 올해 남은 분기와 내년에 걸쳐 실적 개선이 이어질 것으로 예상된다. 이는 주로 무역과 유통부문의 외형성장과 양호한 수익성 유지, 건설부문에서 매출 증가를 예상하기 때문이다. 건설부문에서는 원가율 상승이 추세적으로 이어질 것으로 수익성 유지가 쉽지 않을 전망이다. 당 리서치가 추정하는 2012년 매출액과 당기순이익은 각각 4.2조원, 446억원이고, 2013년에는 4.5조원, 572억원으로 올해 추정치대비 각각 6.5%, 28.2% 증가할 것으로 예상된다.

2) **채무 구조 개선** : 양호한 영업현금흐름을 바탕으로 점차 재무구조가 개선될 것으로 예상된다. 2012년 3월말 기준 순차입금은 7,231억원, 부채비율은 445.7%였으나, 2014년에는 순차입금 5,086억원, 부채비율 350%로 하락할 것이다. 절대적으로 순차입금 많고 부채비율이 높지만, 이자보상배율이 올해와 내년 각각 2.1배, 2.6배로 예상되어 부담이 크지만 충분히 감당할 수 있는 수준이라 판단한다.

3) **밸류에이션 매력**: 동사의 현재 주가는 시장 밸류에이션보다 낮은 12M FWD PER 7.2배, PBR 0.8배이다. 외형 성장과 이익 증가를 감안할 때, 절대적으로 저평가 상태에 놓여 있는 것이다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2010.12	2011.12	2012.12E	2013.12E	2014.12E
매출액 (십억원)	1,123.3	1,450.2	4,236.3	4,512.7	4,988.7
YoY(%)	-16.9	29.1	192.1	6.5	10.5
영업이익 (십억원)	-9.5	68.7	115.7	125.9	134.4
OP 마진(%)	-0.8	4.7	2.7	2.8	2.7
순이익 (십억원)	-49.6	4.4	44.6	57.2	70.0
EPS(원)	-2,116	149	540	693	849
YoY(%)	적전	흑전	263.2	28.3	22.4
PER(배)	-2.2	28.9	8.0	6.2	5.1
PCR(배)	-3.5	16.1	3.0	2.8	2.6
PBR(배)	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	-103.1	12.5	9.1	7.7	6.4
ROE(%)	-14.6	1.1	8.9	10.6	11.7

회사 개요

코오롱 그룹 내 3개 회사 합병을 통해 설립

코오롱글로벌은 2011년 12월 코오롱 건설과 코오롱아이넷, 코오롱 B&S의 합병으로 설립되었다. 총 4개, 건설/무역/유통/IT 사업부문으로 구성되며, 각각 매출비중은 40%, 36%, 18%, 6%이다(2011년 매출액 기준).

지주회사인 (주) 코오롱은 동사의 대주주로서 59.3%(2012년 3월말 기준) 지분을 보유하고 있다. 자사주 보유규모는 8.4%에 달한다.

사업부문 개요

건설: 환경사업 강점, 주택사업 매출비중 낮아……

건설부문 매출액은 연간 1.5조원으로(2011년 기준) 토목 35% > 건축 25% > 플랜트 17% > 환경 15% > 주택 8%로 구성된다. 특징적인 점은 환경 공중에 강점을 지닌다는 것으로 주로 상하수도/정수장/소각로 등 시공을 담당한다. 주택 사업 비중은 2007년 건설매출의 49%를 차지할 정도로 높았으나, 점차 비중을 줄여 2009년 이후 10% 미만에 머무르고 있다.

무역: 철강 및 화학 상품 등 수출입

무역부문은 주로 철강, 산업 및 생활소재 화학, 에너지, 군수품 등 수출입을 주요 사업으로 하며, 매출규모는 연간 1.3조원이다. (2011년 기준) 이중 철강 매출이 46%, 그 외 그 외 물자/산자 매출이 54%를 차지하고 있다. 철강사업은 주로 열연, 후판, 냉연 등을 해외에 공급하거나, 중국 러시아 등의 해외로부터 Scrap, 슬라브 등 제품을 수입하는 것이다. 무역부문에서 그룹사 물량이 차지하는 비중은 10%이내이다.

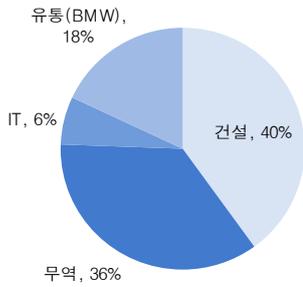
IT: IBM, EMC 등과 제휴, 서버와 스토리지 국내 유통 담당

IT부문의 주요 사업은 컴퓨터 하드웨어(서버, 스토리지 등), 소프트웨어(CAD 등)를 유통하는 것으로, 매출규모는 연간 2,254억원이다. (2011년 기준) 서버는 IBM과, 스토리지는 EMC와, CAD는 오토데스크사와 각각 제휴를 맺고있다. 단순 유통뿐 아니라 IBM으로부터 SDI(Solution Delivery Integration) 인증을 받아 서버 및 스토리지 제품을 직접 조립 생산하고 있다.

유통: BMW판매 + 스포렉스 운영

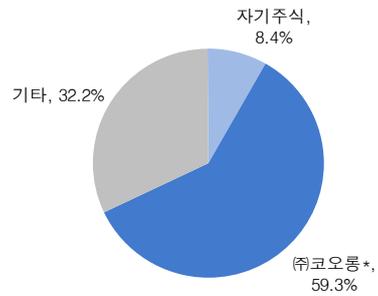
유통부문은 BMW 판매 및 A/S와 스포렉스 운영으로 크게 구분되는데, BMW 판매가 총 매출액의 94%(2011년 말 기준)로 대부분을 차지한다. 동사는 1988년 4월 국내 수입자동차 시장 개방 첫 해에 BMW 수입사업을 시작해 현재 국내 최초, 최대 BMW 공식 딜러이다. 서울 2개소 포함 전국 대도시 8개 전시장을 운영하고, BMW판매시장 점유율 34.1%로 1위이다.(2011년말 기준) 스포렉스는 현재 직영으로 4곳(서초 2, 분당, 타임스퀘어)을 운영하고, 위탁운영사업과 컨설팅 사업 또한 진행 중이다.

도표 1. 매출 비중 (2011년 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

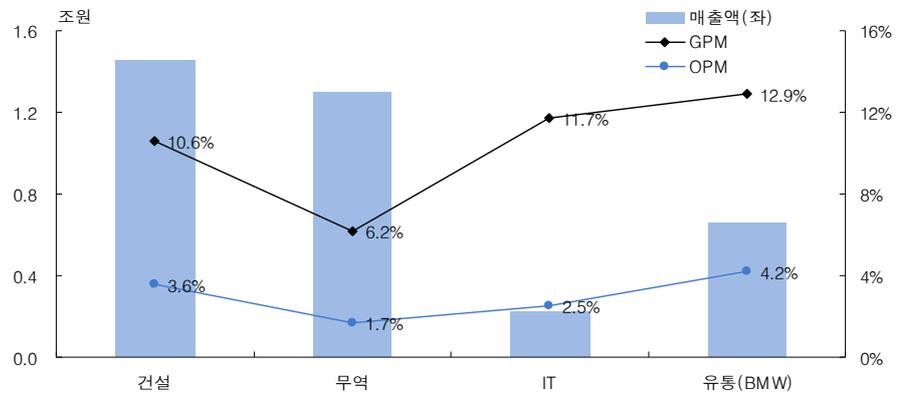
도표 2. 지분구조 (2012년 3월 말 기준)



자료: Dart, 교보증권 리서치센터

주: 코오롱*은 특수관계인 포함, 우선주 제외

도표 3. 각 사업부 별 매출액과 GPM, OPM (2011년 기준)



자료: 코오롱글로벌, 교보증권 리서치센터

투자포인트

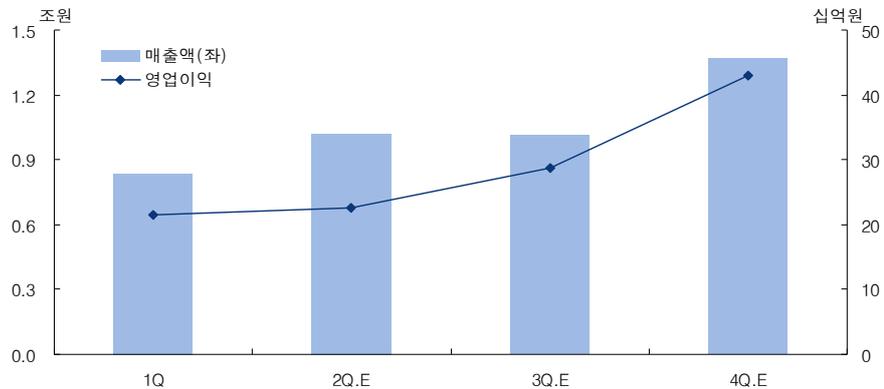
1. 성장성

코오롱글로벌은 올해 남은 분기와 내년에 걸쳐 실적 개선이 이어질 전망이다. 이는 주로 무역과 유통부문의 외형이 유지되고, 건설부문에서 환경 및 플랜트를 중심으로 한 매출 증가를 예상하기 때문이다.

2분기 매출액
1.0조원(+22.3%, QoQ),
영업이익 226억원(+5.3%,
QoQ) 예상

코오롱글로벌의 2분기 매출액과 영업이익은 전분기대비 각각 22.3%, 5.3% 증가한 1.0조원, 226억원에 달할 것으로 예상된다. 외형은 계절적 요인에 따라 전분기대비 증가할 전망이다. 매출액 증가폭에 비해 영업이익 증가폭이 작은 것은 주로 건설부문 원가율 상승 때문이다. 건설부문 원가율은 발주시황 악화로 인한 수주 마진 감소와 국내 하도급 비용 증가 때문으로 판단한다. 우리는 동사의 2분기 원가율을 전분기대비 0.1%p 상승한 91.2%로 추정한다.

도표 4. 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

2012년 연간 매출액
4.2조원, 영업이익
1,157억원 전망

당 리서치가 추정하는 동사의 2012년 매출액과 영업이익은 각각 4.2조원, 1,157억원이다. 외형은 건설, 무역, IT, BMW유통 등 모든 사업부문에서 공히 전년대비 두자릿수 성장이 기대된다. 건설부문은 국내 건설경기 침체에도 불구하고, 대규모 주택사업장과 해외 환경 프로젝트의 매출 본격화가 외형성장을 이끌 것이다. 반면, 영업이익은 연초 목표였던 1,500억원에 미달한 1,157억원에 그칠 것으로 보인다. 이는 주로 비용증가와 수주마진 감소로 인한 원가율 상승에 기인하며, 당 리서치가 예상하는 동사의 연간 원가율은 91.2%이다. 올해 당기순이익은 연 평균 7천억원 수준의 순차입금, 이로 인한 금융비용 부담으로 446억원을 기록할 것으로 예상된다.

**2013년 매출액, 영업이익
각각 +6.5%, +8.8%(yoy)
전망**

2013년 매출액과 영업이익은 각각 올해 추정치대비 6.5%, 8.8% 증가한 4.5조원, 1,259억원으로 예상된다. 외형은 주로 무역과 유통부문의 매출 증가 전망을 감안한 것이다. 매출액 증가 폭보다 영업이익 증가 폭이 큰 이유는 외형 성장에 따른 판매비율 감소가 예상되기 때문이다.

당기순이익은 전년 예상치 대비 영업이익 증가와 순차입금 감소에 따른 효과로 올해 추정치보다 28.2% 급증한 572억원에 달할 것으로 예상된다.

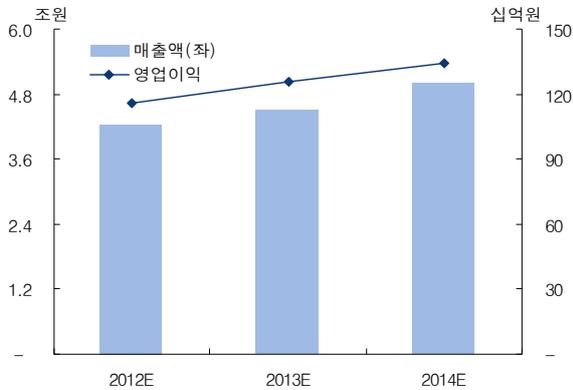
도표 5. 사업부별 매출 추정

(단위: 십억원)

	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	3,633.7	4,236.3	4,512.7	4,988.7
건설	1,450.1	1,779.3	1,754.6	1,876.6
무역	1,297.1	1,428.6	1,677.7	1,971.8
물자/산자	696.3	647.6	740.5	847.1
철강	600.8	781.0	937.2	1,124.7
IT	225.4	249.0	254.6	265.6
유통	659.5	779.5	825.8	874.8
BMW&A/S	617.2	728.8	772.5	818.9
Sporex&etc.	42.3	50.7	53.3	55.9

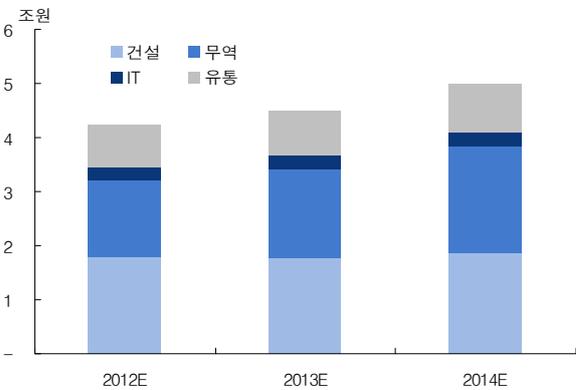
자료: 교보증권 리서치센터

도표 6. 연간 매출액 및 영업이익 전망



자료: 교보증권 리서치센터

도표 7. 각 사업부별 외형성장 예상



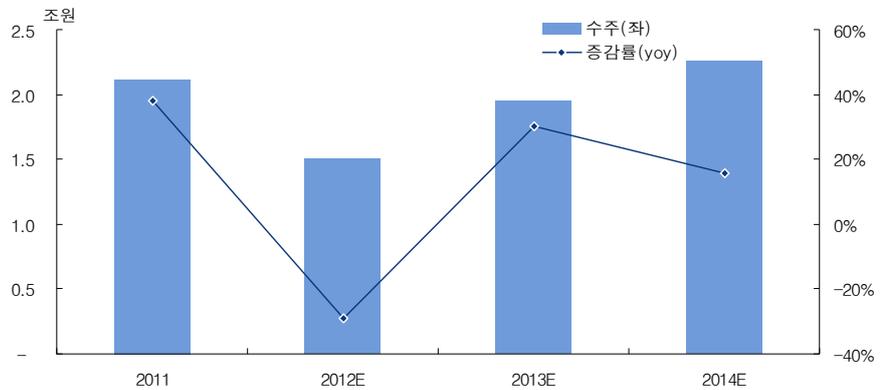
자료: 교보증권 리서치센터

건설부문

건설 2012년 연간 수주:
1.5조원(-29.1%, yoy)

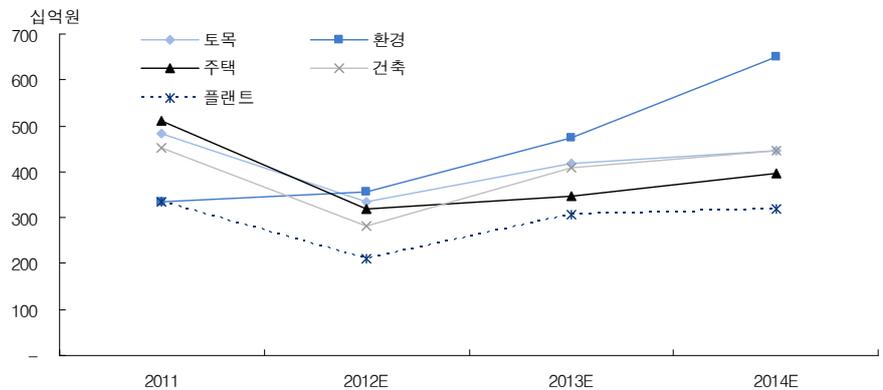
건설사업부문의 연간 수주는 전년대비 29.1% 급감한 1.5조원에 그칠 전망이다. 이는 국내 건설경기 침체라는 외부요인과 동사가 수익성 위주의 수주 정책 추진이라는 내부요인을 복합적으로 감안한 것이다. 환경 공종을 제외한 전 공종이 공히 전년대비 감소할 것으로 예상된다. 다만 환경 공종은 해외 수주가 지속적으로 이어질 전망이다. 올해 환경공종 수주액은 전년대비 6.6% 증가한 3,574억원으로 예상되며, 하반기에 말레이시아, 베트남 등에서 수주가 기대된다.

도표 8. 건설 연간 수주와 전년대비 증감률



자료: 교보증권 리서치센터

도표 9. 연간 공종별 수주



자료: 교보증권 리서치센터

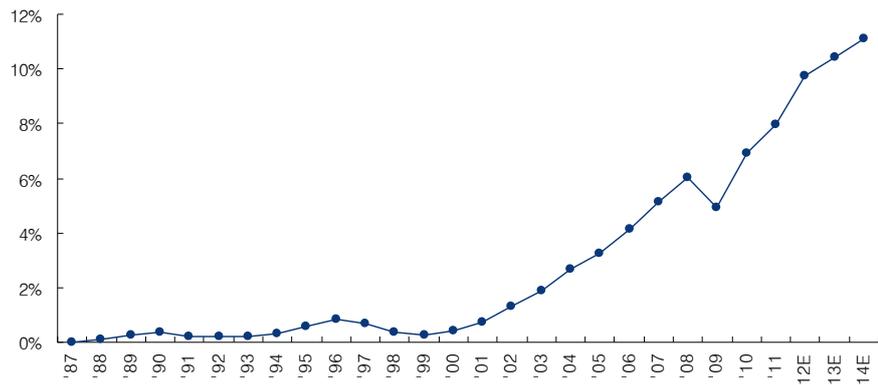
유통부문

유통부문은 국내 수입차 시장 성장에 따라 동사의 성장 축이 될 것

코오롱글로벌의 유통부문은 성장의 한 축을 담당할 것으로 예상된다. 코오롱글로벌은 국내에서 시장점유율 1위의 BMW 딜러로써, 국내 수입차 시장 성장에 따른 실적 개선이 가능할 전망이다. 국내 자동차 시장의 수입차 비중 증가는 2001년부터 본격화 되어, 2001년 1%미만에 머물던 점유율이 2011년 8%까지 상승했다. 2012년 6월까지 누적 점유율은 10%에 달한다. 국내차 대비 가격경쟁력 상승, A/S 개선, 신차출시 등의 영향으로 향후에도 수입차 점유율 상승추세는 지속될 것으로 기대된다.

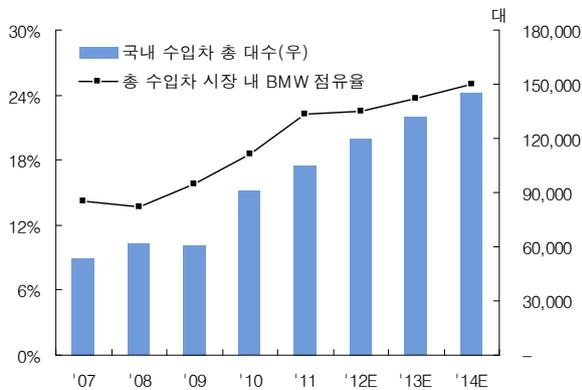
2012년 6월까지 국내 시장에서 BMW 누적 판매대수는 전년대비 19.6% 증가한 1.5만대로 집계되었다. 당 리서치는 BMW 유통부문의 매출액은 전년대비 18.1% 증가한 7,288억원으로 예상한다.

도표 10. 국내 수입차 점유율 추이 및 전망



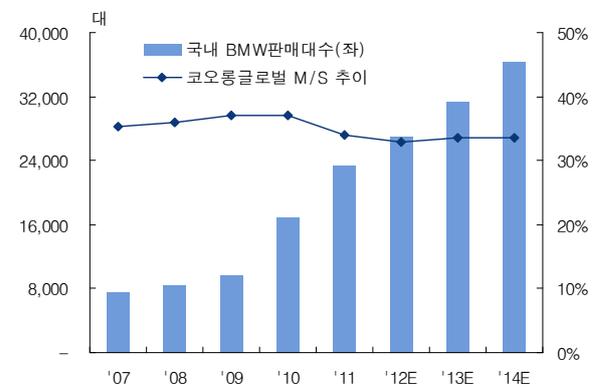
자료: 한국수입자동차협회, 교보증권 리서치센터

도표 11. 국내 수입차 시장과 BMW 점유율 추이



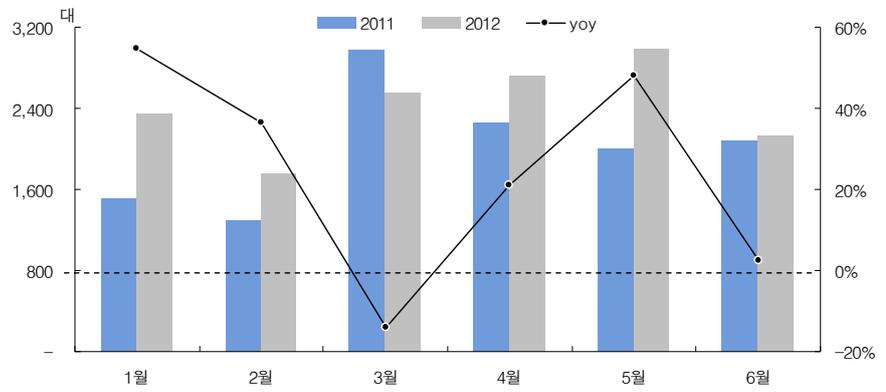
자료: 한국수입자동차협회, 교보증권 리서치센터

도표 12. 코오롱글로벌의 BMW 판매 점유율 추이



자료: 한국수입자동차협회, 교보증권 리서치센터

도표 13. 2012년 BMW 국내 판매대수 대체로 전년 대비 증가



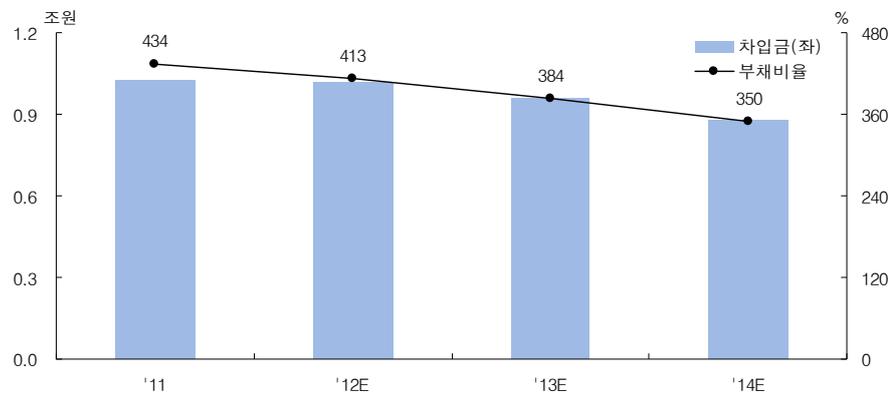
자료: 한국수입자동차협회, 교보증권 리서치센터

2. 재무 건전성 개선

차입금 및 부채비율 감소 전망

코오롱글로벌은 양호한 영업현금흐름을 바탕으로 점차 재무구조가 개선될 것으로 예상된다. 2012년 3월 말 기준 총차입금은 1.0조원, 부채비율은 445.7%에 달한다. 그러나 2013년, 2014년에 걸쳐 각각 총차입금은 9,574억원, 8,798억원으로, 부채비율은 384%, 350%로 하락할 것으로 예상된다.

도표 14. 코오롱글로벌 총 차입금 및 부채비율 추이 및 전망

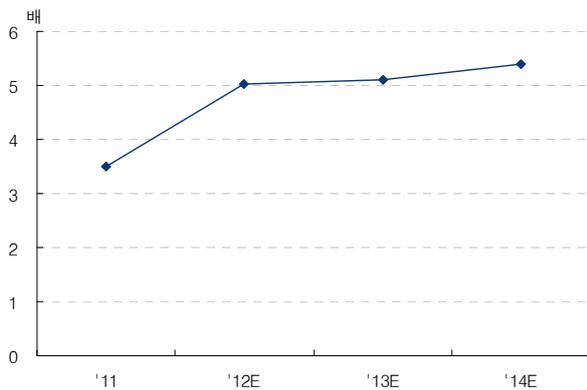


자료: 코오롱글로벌, 교보증권 리서치센터

현금 흐름 개선으로 선순환 기대

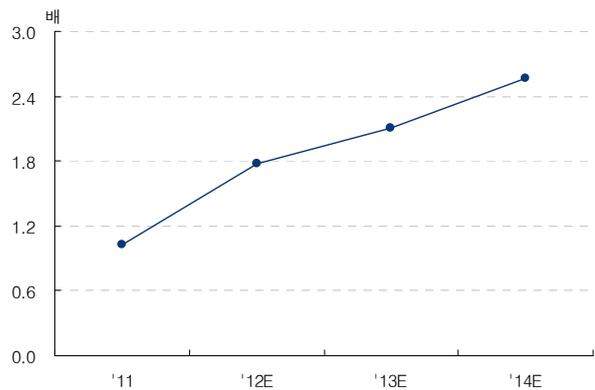
건설부문에 비해 현금흐름이 양호한 유통, 무역, IT부문으로부터 유입되는 현금에 동사 재무구조개선에 기여할 전망이다. 즉, 유통, 무역, IT부문으로부터 유입되는 현금으로 차입금을 감소시키고, 이는 다시 이자 비용 감소로 이어지는 선순환이 기대되는 것이다.

도표 15. 매출 채권 회전을 전망



자료: 교보증권 리서치센터

도표 16. 이자보상배율 증가 예상



자료: 교보증권 리서치센터

3. 밸류에이션 매력

상승여력 24.7%

당 리서치는 코오롱글로벌에 대해 투자의견 매수, 목표주가 5,400원을 제시한다. 상승여력은 24.7%이다. 우리가 생각하는 동사의 적정 12개월 FWD PER과 PBR은 각각 7.9배, 0.9배이다. 이는 KOSPI 시장 PER과 PBR의 10%할인을 적용한 결과이다. 적어도 시장수준의 밸류에이션은 받아야 한다고 생각하지만, 국내 건설 경기 침체와 주택 시황에 민감한 기업가치, 과도한 차입금을 고려하여 시장 PBR에 10% 할인율을 적용했다.

BW로 인한 희석 가능성
낮다

동사는 2013년 11월 만기인 신주인수권부사채(BW)가 있다. 그러나 현재 주가가 행사 가격 5,000원과의 괴리가 크고, 워런트의 현재 거래가격 (8/8, 1,060원)을 감안하면 단기간 내 희석될 우려는 적은 것으로 판단된다.

도표 17. Valuation (단위: 십억원)

12M FWD EPS	604	원
IBES MSCI Korea 12M FWD PER	7.9	배
1. 적정 주가	4,772	원
12M FWD BPS	6,425	원
적정 12M FWD PBR	1.04	배
할인율	10%	
2. 적정주가	6,013	원
최종 적정주가 (1, 2의 산술평균)	5,393	원
목표주가 산출	5,400	원
현재주가(8/8)	4,330	원
상승여력	24.7%	

자료: Datastream, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[코오롱글로벌 003070]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	1,123	1,450	4,236	4,513	4,989
매출원가	1,010	1,297	3,864	4,118	4,559
매출총이익	113	154	373	394	430
기타영업손익	123	85	257	268	295
판관비	123	174	254	266	294
외환거래손익	0	-1	1	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타일시적손익	0	90	-3	-3	-1
영업이익	-10	69	116	126	134
조정영업이익	-10	-21	118	128	135
EBITDA	-8	70	116	127	135
영업외손익	-52	-60	-58	-53	-45
관계기업손익	4	0	0	0	0
금융수익	3	6	7	7	8
금융비용	-73	-67	-65	-60	-52
기타	14	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-61	8	57	73	90
법인세비용	-12	4	13	16	20
계속사업순이익	-50	4	45	57	70
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	4	45	57	70
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-50	4	45	57	70
매도가능금융자산평가	0	-3	-3	-3	-3
기타포괄이익	0	-47	-47	-47	-47
포괄순이익	-50	-45	-5	8	21
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-50	-45	-5	8	21

주: 조정영업이익은 매출총이익에서 판관비를 차감한 금액

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	-190	65	-11	85	108
당기순이익	-50	4	45	57	70
비현금항목의 가감	18	3	73	71	66
감가상각비	2	1	0	0	0
외환손익	0	0	-1	0	0
지분법평가손익	-4	0	0	0	0
기타	21	2	73	71	66
자산부채의 증감	-159	113	-58	26	36
기타현금흐름	0	-56	-71	-69	-64
투자활동 현금흐름	-24	142	76	89	93
투자자산	-5	102	11	11	11
유형자산	-2	-3	0	0	0
기타	-18	43	65	79	82
재무활동 현금흐름	238	-142	-20	-66	-87
단기차입금	-42	0	-29	-41	-46
사채	422	0	120	-5	-25
장기차입금	30	-139	0	0	0
유상증자	5	0	0	0	0
현금배당	-2	0	-8	-8	-8
기타	-175	-2	-102	-11	-8
현금의 증감	24	65	22	22	17
기초 현금	33	57	122	144	166
기말 현금	57	122	144	166	183
NOPLAT	-8	36	90	98	105
FCF	-166	148	33	125	142

주: 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 코오롱글로벌, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,146	1,922	2,022	2,118	2,215
현금및현금성자산	57	122	144	166	183
매출채권 및 기타채권	775	1,246	1,309	1,369	1,436
재고자산	70	243	228	226	227
기타유동자산	244	310	341	356	369
비유동자산	560	645	634	622	610
유형자산	37	185	184	184	184
관계기업투자금	128	89	91	93	95
기타금융자산	334	158	145	133	120
기타비유동자산	61	213	213	212	211
자산총계	1,706	2,567	2,656	2,739	2,824
유동부채	943	1,840	1,772	1,809	1,856
매입채무 및 기타채무	360	786	728	788	872
차입금	194	485	456	415	369
유동성채무	245	398	297	287	280
기타유동부채	143	171	291	319	334
비유동부채	420	246	367	364	340
차입금	57	17	17	17	17
전환증권	313	115	234	229	204
기타비유동부채	50	113	115	117	119
부채총계	1,363	2,086	2,138	2,173	2,196
자배지분	343	481	518	567	628
자본금	146	419	419	419	419
자본잉여금	67	31	31	31	31
이익잉여금	83	54	91	140	202
기타자본변동	-11	-32	-32	-32	-32
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	343	481	518	567	628
총차입금	809	1,024	1,013	957	880

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

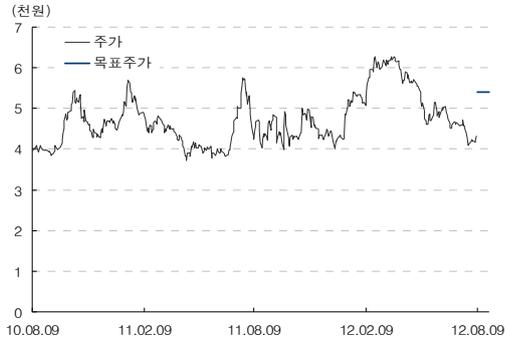
12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	-2,116	149	540	693	849
PER	-2.2	28.9	8.0	6.2	5.1
BPS	11,756	5,742	6,182	6,764	7,499
PBR	0.4	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	-312	2,376	1,389	1,511	1,613
EV/EBITDA	-103.1	12.5	9.1	7.7	6.4
SPS	47,903	52,011	51,546	54,910	60,702
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	-6,647	5,016	394	1,491	1,691
DPS	0	100	100	100	100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
성장성					
매출액 증가율	-16.9	29.1	192.1	6.5	10.5
영업이익 증가율	적전	후전	68.5	8.8	6.8
순이익 증가율	적전	후전	919.2	28.2	22.3
수익성					
ROIC	-1.6	4.8	9.2	10.2	11.2
ROA	-3.0	0.2	1.7	2.1	2.5
ROE	-14.6	1.1	8.9	10.6	11.7
안정성					
부채비율	397.8	433.8	413.0	383.6	349.7
순차입금비율	47.4	39.9	38.2	34.9	31.1
이자보상배율	-0.1	1.0	1.8	2.1	2.6

코오롱글로벌 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.08.09	매수	5,400			

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%