한화투자증권

# 코오롱글로벌 (003070)

2013. 08. 16 | 기업분석

Analyst 조동필 02. 3772-7479
cdfeel@hanwha.com

## Buy(maintain)

목 표 주 가: 6,000원 (유지)
주가(8/14): 4,450원

### Stock Data

| | |
|---|---|
| KOSPI(8/14) | 1,923.91pt |
| 시가총액 | 3,657억원 |
| 발행주식수 | 82,187천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 4,825 / 3,050원 |
| 90일 일평균거래대금 | 18.68억원 |
| 외국인 지분율 | 2.7% |
| 배당수익률(13.12E) | 0.0% |
| BPS(13.12E) | 5,634원 |

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI대비 상대수익률 | 1개월 | 1.2% |
| | 3개월 | 8.4% |
| | 6개월 | 16.5% |

**주주구성**

| | |
|---|---|
| ㈜코오롱외 21인 | 59.3% |

### Stock Price

## 2Q13 Review: 숫자로 보여주다

### 투자의견 Buy, 목표주가 6,000원 유지

코오롱글로벌에 대한 투자의견 Buy와, 목표주가 6,000원을 유지한다. 이는 2Q13 실적이 당초 예상대로 개선되고 있고, 유통 부문의 외형 성장과 건설 부문의 수익성 개선 역시 원활하게 진행되고 있는 것으로 판단되기 때문이다. 또한 향후 재무구조 역시 개선될 것으로 전망됨에 따라 동사의 기업가치 상승 제약 요소도 점차 해소될 전망이다.

### 2Q13 실적 요약

동사는 2Q13에 매출액 9,497억원(-8.8% YoY), 영업이익 248억원(영업이익률 2.6%)을 기록하며, 당초 예상치에 부합하는 실적을 기록했다. 매크로 부진 등으로 무역 부문에서의 매출 부진 영향이 있었으나, 건설 부문 원가율이 당초 예상보다 개선폭이 확대됨에 따라 기대이상의 수익성 개선이 가능하였다. 건설 부문 원가율은 전분기대비 1.0~1.5%p 개선된 91% 수준인 것으로 파악된다. 영업외 부문에서는 계열사인 코오롱베니트에 IT 사업부문 양도에 따른 이익 202억원이 발생했으나, 광교 에콘힐 PF 사업 무산에 따른 손실 97억원과 세무조사에 따른 법인세 비용 120억원 등의 영향이 있었다.

### 실적 개선 지속 + 재무구조 개선 ⇒ 기업가치 상승

동사의 실적은 유통 부문의 성장 지속과 건설 부문의 수익성 개선이 맞물리면서 개선세가 지속될 전망이다. 올해부터는 영업현금흐름을 통한 이자비용 커버가 가능하게 되어 차입금 원리금 상환 및 차환이 원활하게 진행될 수 있을 것으로 예상된다. 재무구조 역시 개선될 전망이다. 2Q13 부채비율은 전분기대비 31.9%p 개선된 511.6%를 기록하였다.

| Financial Data | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 1,519.7 | 4,297.3 | 4,287.5 | 4,516.0 | 4,741.2 |
| 영업이익(십억원) | -20.3 | -6.5 | 78.0 | 94.6 | 101.0 |
| 세전계속사업손익(십억원) | 22.8 | -38.3 | 42.5 | 68.1 | 77.7 |
| 순이익(십억원) | 13.3 | -23.1 | 39.4 | 49.6 | 56.6 |
| EPS(원) | 481 | -287 | 479 | 604 | 689 |
| 증감률(%) | 흑.전. | 적.전. | 흑.전. | -16.5 | 14.1 |
| PER(배) | 8.9 | -12.2 | 9.3 | 7.4 | 6.5 |
| PBR(배) | 0.3 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | -58.2 | 216.3 | 11.2 | 9.2 | 8.2 |
| 영업이익률(%) | -1.3 | -0.2 | 1.8 | 2.1 | 2.1 |
| EBITDA 마진(%) | -1.1 | 0.1 | 2.1 | 2.4 | 2.5 |
| ROE(%) | 3.4 | -5.3 | 10.7 | 10.0 | 10.4 |
| 순부채비율(%) | 175.3 | 155.8 | 132.3 | 118.4 | 102.2 |

주: IFRS 연결 기준

## 2Q13 실적 요약

코오롱글로벌의 2Q13 매출액은 전년동기대비 8.8% 감소한 9,497억원, 영업이익은 전년동기대비 79.7% 증가한 248억원(영업이익률 2.6%), 순이익은 적자전환한 -31억원(순이익률 -0.3%)을 각각 기록하였다. 이는 당초 예상치를 다소 상회하는 양호한 실적이라고 판단된다. 특히 매출액이 전년대비 8.8% 감소했음에도 불구하고 수익성이 상당폭 개선된 점은 매우 긍정적인 것으로 판단된다. 이러한 수익성 개선은 원가율 개선과 판관비율 하락에 따른 영향이 컸다. 2Q13 원가율은 전년동기대비 1.3%p, 판관비율은 1.2%p 각각 개선되었다.

[표1] 코오롱글로벌 2Q13 실적 요약 (연결 기준) (단위: 십억원)

| | 2Q12 | 1Q13 | 2Q13 | 2Q13(추정치) |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 1,041.5 | 840.9 | **949.7** | 1,080.5 |
| % YoY | n.a. | -10.9% | **-8.8%** | +3.7% |
| 매출총이익 | 82.6 | 70.3 | **91.8** | 96.5 |
| % 매출총이익률 | 7.9% | 8.4% | **9.7%** | 8.9% |
| 영업이익 | 13.8 | 0.5 | **24.8** | 21.8 |
| % 영업이익률 | 1.3% | 0.1% | **2.6%** | 2.0% |
| 순이익 | 2.8 | 8.1 | **-3.1** | 20.6 |
| % 순이익률 | 0.3% | 1.0% | **-0.3%** | 1.9% |

자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

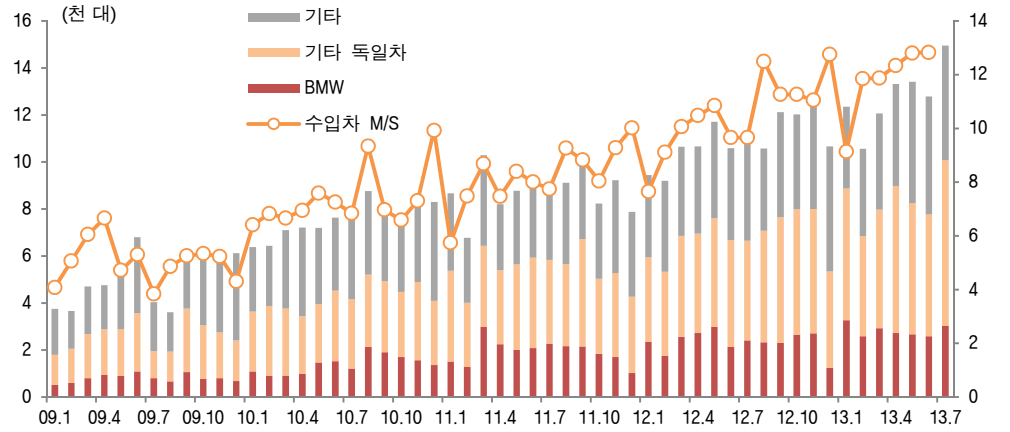
원가율 개선은 건설 부문 원가율이 당초 예상보다 낮아진 영향이 컸기 때문인 것으로 판단된다. 건설 부문 원가율이 전분기대비 1.0~1.5%p 개선된 91% 수준으로 낮아진 것으로 파악된다. 이는 당초 예상치였던 92% 보다 개선된 수치이다. 이러한 건설 부문 원가율 개선은 2010년 이후 토목, 주택 부문에서 무리한 수주를 지양하고 선별 수주를 해온 영향이 컸기 때문인 것으로 분석된다. 따라서 하반기 이후에도 이러한 건설 부문 수익성 개선세는 이어질 수 있을 것으로 전망된다.

영업외 부문에서는 다양한 이슈들이 발생하였다. 먼저 계열사인 코오롱베니트에 IT 사업부문을 양도하면서 202억원의 양도수익이 발생하였다. 그러나 광교 에콘힐 PF 사업 무산으로 97억원의 손실이 발생하였다. 또한 세무조사에 따른 추징금을 118억원 법인세 비용으로 인식하였다. 그러나 법인세 비용의 상당부분은 하반기에 환입될 가능성도 있는 것으로 예상된다.

## 향후 실적 전망

전반적인 실적 개선세가 하반기 이후에도 지속될 것으로 전망된다. 먼저 유통 부문에서의 수입차 판매 호조가 지속되고 있는 것으로 파악되면서 꾸준한 매출 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 또한 A/S 부문도 올해 최초로 매출액 1,000억원을 돌파하면서 견조한 흐름을 지속할 전망이다. BMW 판매 부문의 M/S가 30~33% 수준인데, A/S 부문의 M/S가 42~44% 수준인 점을 감안하면, 향후 성장세는 판매 부문을 상회할 가능성이 클 것으로 기대된다.

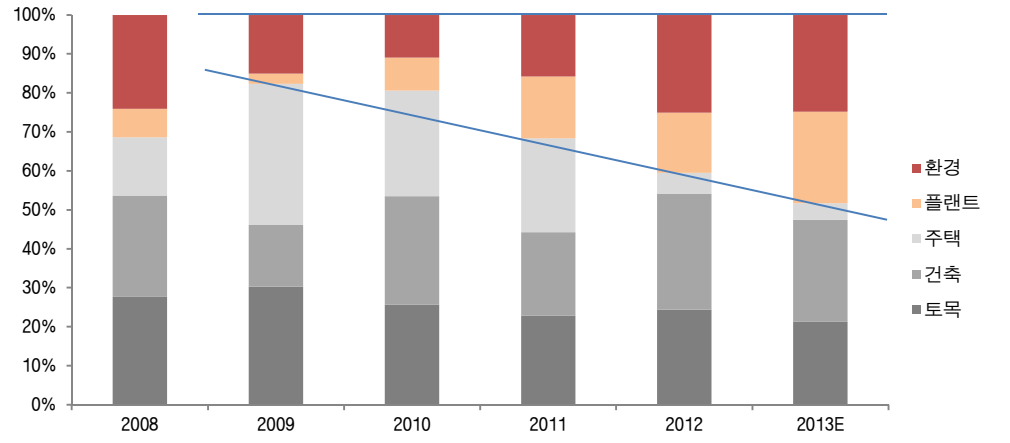
[그림1] 수입 자동차 판매량 및 M/S 추이 ⇒ BMW 등 독일 자동차 판매 호조세 지속




자료: 한국수입자동차협회, 자동차사업협회, 한화투자증권 리서치센터

또한 전술한 바와 같이, 건설 부문의 수익성 개선도 꾸준하게 이루어질 수 있을 전망이다. 이는 수익성이 좋지 않은 토목, 주택 등의 매출 비중이 점차 축소될 것으로 예상되고 반면 수익성이 양호한 환경 및 플랜트 부문의 비중이 점차 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 특히 올해 전체 신규수주에서 환경 및 플랜트 부문의 비중은 47% 수준으로 확대될 것으로 예상된다. 참고로 토목, 건축, 주택 부문의 원가율은 95% 수준인데 반해, 플랜트 및 환경 부문의 원가율은 86~88% 수준을 기록하고 있다.

[그림2] 공종별 수주 비중 추이 ⇒ 수익성 좋은 환경/플랜트 부문 매출 비중 확대될 전망




자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 코오롱글로벌 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

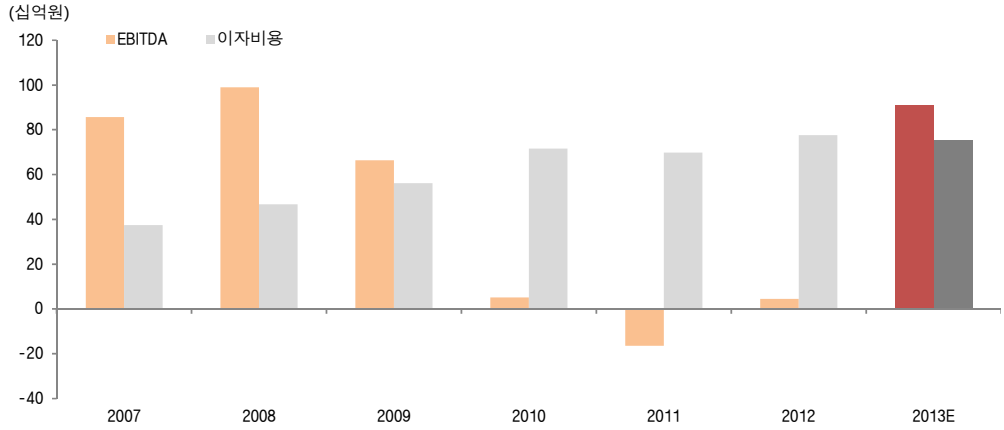
| | 2010 | 2011 | 2012 | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13E | 4Q13E | 2013E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 1,204.1 | 1,519.7 | 4,297.3 | 840.9 | 949.7 | 1,076.2 | 1,420.8 | **4,287.5** |
| *% YoY* | *-14.3%* | *26.2%* | *n.a.* | *-10.9%* | *-8.8%* | *7.8%* | *-5.2%* | ***3.7%*** |
| 영업이익 | 0.6 | -20.3 | -6.5 | 0.5 | 24.8 | 19.9 | 32.8 | **78.0** |
| *% OP Margin* | *0.1%* | *-1.3%* | *-0.2%* | *0.1%* | *2.6%* | *1.8%* | *2.3%* | ***1.8%*** |
| 세전이익 | -56.1 | 22.8 | -38.3 | 10.9 | -9.0 | 13.4 | 27.2 | **42.5** |
| *% RP Margin* | *-4.7%* | *1.5%* | *-0.9%* | *1.3%* | *-0.9%* | *1.2%* | *1.9%* | ***1.0%*** |
| 순이익(지배+비지배) | -47.1 | 13.7 | -23.3 | 8.1 | -3.1 | 12.4 | 22.0 | **39.4** |
| *% NP Margin* | *-3.9%* | *0.9%* | *-0.5%* | *1.0%* | *-0.3%* | *1.1%* | *1.6%* | ***0.9%*** |

자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

## 재무구조 개선과 금융비용 축소

전반적으로 영업 실적 개선에도 불구하고 동사는 상대적으로 높은 부채비율과, 이에 따른 금융비용 부담에 대한 우려가 있었다. 그러나 2Q13 이후 이러한 우려는 지속적으로 완화될 것으로 전망된다. 우선 2Q13 부채비율은 전분기대비 31.9%p 낮아진 511.6%를 기록하였다. 또한 올해 영업 실적의 개선으로 향후 차입금에 대한 상환 및 차환도 원활하게 이루어질 수 있을 전망이다. 올해부터는 영업을 통한 현금흐름으로 이자비용을 커버할 수 있을 것으로 전망되기 때문이다. 따라서 동사에 대한 재무적인 우려도 점차 해소되면서 전체 기업가치도 상승할 수 있을 것으로 전망된다.

[그림3] 코오롱글로벌 EBITDA 및 이자비용 추이와 전망 ⇒ 2013년 이후 재무적 부담 축소 가능




자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터 추정

## Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조동필)

상기종목에 대하여 2013년 08월 16일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

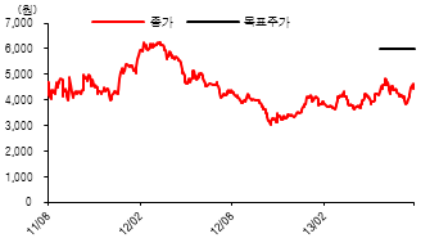
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 2013년 08월 16일 기준으로 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다.

당사는 2013년 08월 16일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

### 코오롱글로벌 주가 및 목표주가 추이




### 투자의견 변동내역

| 일 시 | 2013.06.07 | 2013.06.07 | 2013.08.16 |
|---|---|---|---|
| 투자의견 | 담당자변경 | Buy | Buy |
| 목표가격 | 조동필 | 6,000 | 6,000 |

### 투자 등급 예시 (6개월 기준)

| 기업 | | 산업 | |
|---|---|---|---|
| Buy(매수) | 시장대비 초과수익률 20% 이상 기대 | Overweight | 비중확대 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대 | Neutral | 중립 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대 | Underweight | 비중축소 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대 | | |
| N/R(Not Rated) | 투자의견 없음 | | |