

코오롱글로벌 (003070)

감자와 상환전환우선주 발행으로 재무구조와 손익 개선

- 5:1 감자 발표와 1,000억원 상환전환우선주 발행 검토
- 중견건설사 중심 자금조달 방안으로 3년 이후 전환가능한 상환전환우선주 발행
- 상환전환우선주 발행으로 재무구조와 손익 개선 전망
- 재무구조와 손익 개선을 감안하면 주가 하락은 과도한 편

5:1 감자 발표와 1,000억원 상환전환우선주 발행 검토

코오롱글로벌은 기존 자본금을 1/5로 축소하는 감자를 발표하였고, 1,000억원 상환전환우선주 발행을 검토하고 있다. 최근 BBB등급의 중견건설사의 회사채 발행이 어려워지고, 부채비율이 높아지면서 새로운 자금 조달과 자본 확충 방안으로 사용되는 방법이 상환전환우선주 발행이다. 갑작스러운 5:1 감자는 상환우선주 발생을 위한 사전작업이다. 현재 동사는 누적결손금으로 인해 배당을 할 수 없다. 상환전환우선주에 대한 배당을 위한 재무구조 전환을 위해서는 5:1 감자를 통한 감자차익이 필요하기 때문이다.

중견건설사 중심 자금조달 방안으로 3년 이후 전환가능한 상환전환우선주 발행

2013년부터 중소형건설사(한라, 두산건설)의 상환전환우선주 발행이 증가하고 있다. BBB등급 건설사가 자금 조달을 위한 방안으로 사용되고 있기 때문이다. 대부분 상환전환우선주는 발행 이후 실제 보통주로 전환되기까지 3년 이상의 시간이 있고, 회사는 그 이전에 상환을 요구할 수 있는 구조이다. 건설사 입장에서 3년 이후에도 재무구조가 어려우면 보통주 전환을 통해 자본화가 가능하고, 재무구조 개선과 현금유동성이 확보되면 일정 시점에서 우선주를 상환해 주식 희석 부담을 줄일 수 있는 구조이다. 이런 구조를 감안하면 상환전환우선주 발행으로 인한 주식 희석우려를 말하기 어렵다.

매수 (유지)

목표주가(6개월)	6,000원
현재주가(3/6)	2,635원
52주 최고/최저	4,825/2,635원
시가총액	217십억원
자본금	121십억원
발행주식수	8,219만주
액면가	5,000원
주요주주(지분율)	코오롱 외 24인(64.4%)
외국인지분율	3.0%
60일 평균 거래대금	십억원
절대수익률(1/3개월)	-7.4/-18.4/-37.0%
상대수익률(1/3개월)	-10.6/-18.2/-37.6%



Analyst 강승민

02)2004-4398, grandblu@nhis.co.kr

영업실적과 Valuation (IFRS 연결 기준)

결산월	매출액 (십억원)	(% chg.)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	(% chg.)	P/E (배)	EV/EBITDA (배)	P/BV (배)	ROE (%)
12/2011	1,519.7	26.2	-20.3	22.8	13.3	451	흑자전환	9.5	N/A	0.7	3.4
12/2012	4,297.3	182.8	-6.5	-38.3	-23.1	-276	적자전환	N/A	220.7	0.6	-5.3
12/2013(F)	3,662.8	-14.8	22.0	-68.8	-76.2	-909	적자지속	N/A	30.5	0.7	-19.1
12/2014(F)	3,832.5	4.6	76.3	26.7	20.2	241	흑자전환	10.9	9.1	0.6	5.3
12/2015(F)	3,913.4	2.1	94.4	52.4	39.6	473	96.1	5.6	6.3	0.5	9.6

주: 영업이익은 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매비), 순이익은 지배주주귀속분

이 자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성된 자료로서 당사의 사전 동의 없이 복사될 수 없습니다. 자료의 내용은 저희가 신뢰할 만하다고 판단한 데이터에 근거한 것이나 자료의 완전성을 보장할 수는 없으며 따라서 본 자료는 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증거물로 사용될 수 없습니다. 이 자료를 인용하거나 이용하시는 분은 이 자료와 관련한 최종 의사 결정을 자기 책임 아래 내리기 바랍니다.

상환전환우선주 발생으로 재무구조와 손익 개선 전망

코오롱글로벌이 상환전환우선주를 발행해 기존 차입금을 상환한다면 2가지 긍정적인 효과가 기대된다. 1) 차입금 감소와 자본총계 증가를 통한 부채비율 하락으로 재무구조 개선이 예상되고, 2) 기존 차입금에 대한 이자비용이 발생하지 않아 금융비용 감소가 예상된다. 상환전환우선주에 대한 배당은 당기순이익에서 배당형태로 지급하기 때문에 손익에 영향을 주지 않는다. 동사가 1,000억원 규모의 상환전환우선주를 발생하고 이를 차입금 상환에 모두 사용한다면 2013년말 기준 부채 2.0조원, 자본총계 0.4조원, 부채비율 521.6%에서, 부채 1.9조원, 자본총계 0.5조원, 부채비율 395.5%로 개선된다. 또한 동사 평균차입금리가 8.5% 내외 수준임을 연간 85억원의 이자비용을 감소시킬 전망이다. 물론 연간 70억원 내외의 배당금 지급이 예상되지만 이는 손익계산서와는 상관없는 자본변동이다. 상환전환우선주는 현실적으로 회사채 발행이 어려운 중견건설사에게는 충분히 매력적인 자본확충방안으로 판단한다.

재무구조 개선과 손익 개선을 감안하면 주가 하락은 과도한 편

이번 5:1 감자 결정으로 동사 자본금은 4,188억원에서 838억원, 주식수는 8,375만주에서 1,675만주로 감소한다. 하지만 줄어든 자본금만큼 감자차익이 발생하면서 자본총계는 변화가 없다. 감자후 주식가격은 5배 높게 시작된다. 감자에 따른 부정적 인식이 크지만 주식은 시가총액이 중요하다. 동사 시가총액은 2,166억원으로 동사 건설부문과 함께 양호한 수익성의 BMW 판매와 A/S부문, 안정적인 무역부문(옛 코오롱아이넷)을 감안하면 높은 수준은 아니다. 2014년 매출과 영업이익은 3.8조원, 763억원으로 예상된다. 별도기준 PSR이 0.1배(무역부문 제외)로 낮아 주택시장 개선에 따른 건설부문 이익률 개선시 이익 개선이 클 전망이다.

이번 감자와 상환전환우선주 발행 이슈는 장기적으로 동사 재무구조와 손익 개선으로 이어지고, 주주가치 희석 우려는 크지 않아 주가 하락 이슈는 아니라고 판단한다. 감자에 따른 주가의 절대수준이 높아지는 것이 부담 요인으로 작용하면서 전일 동사 주가는 15% 하락하였다. 하지만 동사 시가총액이 부담스럽지 않고, 주식 희석 우려가 크지 않은 점을 감안하면 주가 하락은 과도한 것으로 판단한다. 투자의견 매수와 목표주가 6,000원을 유지한다.

[표1] 코오롱글로벌의 차입금과 순금융비용 추이 (단위: 억원)

	2011	2012	2013
총차입금	10,155	9,808	7,533
금융 차입금과 회사채	7,500	8,153	5,711
유انس 등 무역차입	2,655	1,655	1,822
현금 및 등가물	1,224	1,020	914
순차입금	6,276	7,133	4,797
순금융비용	604	584	547

자료: 코오롱글로벌

[표2] 코오롱글로벌의 현금흐름 추이 (단위: 억원)

	2,011	2,012	2013.3Q
영업활동동원금흐름	590	325	-678
투자활동동원금흐름	1,418	403	906
재무활동동원금흐름	-1,519	-147	-300

자료: 코오롱글로벌

[표3] 2014년 회사채 만기 현황 (단위: 억원)

	14.3	14.5	14.6	14.10
회사채	250	300	150	200

자료: 코오롱글로벌

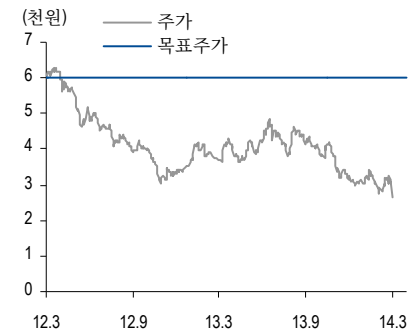
Compliance Notice

- 당사는 본 자료 발간일 현재 코오롱글로벌(003070.KSE)의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 금융투자분석사와 그 배우자는 발간일 현재 해당 종목의 금융투자상품을 보유하고 있지 않으며 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 내용은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 및 목표주가 변경목록

종목명	날짜	투자의견	목표주가(6개월)
코오롱글로벌 (003070)	2010/06/10	매수	6,000원

주가 및 목표주가 변동 추이



당사 리서치센터는 종목 및 업종에 대하여 아래와 같은 기준에 따라 투자등급을 부여하고 있습니다.

[종목 투자등급]

- 1) 적극매수 : 6개월후 시장 대비 25%p 이상의 초과 수익률이 예상되는 종목
- 2) 매수 : 6개월후 시장 대비 10%p 이상 25%p 이하의 초과 수익률이 예상되는 종목
- 3) 시장평균 : 6개월후 시장 대비 -10%p내지 10%p의 수익률이 예상되는 종목
- 4) 매도 : 6개월후 시장 대비 -10%p 초과 수익률이 예상되는 종목

[업종 투자의견]

- 1) 비중확대 : 6개월후 시장 대비 10%p 이상의 초과 수익률이 예상되는 업종
- 2) 중립 : 6개월후 시장 대비 -10%p내지 10%p의 수익률이 예상되는 업종
- 3) 비중축소 : 6개월후 시장 대비 -10%p 미만의 수익률이 예상되는 업종