



코오롱글로벌(003070)



4Q14+2015년 경영계획 NDR: 정상화를 위한 도전 (제 2 편)

2015. 4. 16

Analyst 김형근 (6309-4530) / RA 김재윤 (6309-2656)

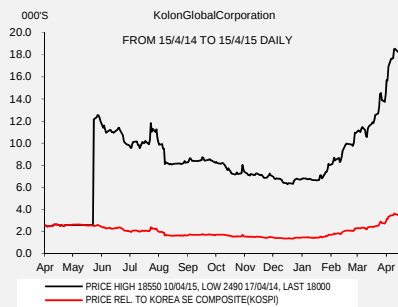
Buy

목표주가(6개월)	26,000 원
현재주가(4.15)	18,000 원
소속업종	건설업
시가총액(4/15)	2,959 억원
평균거래대금(60 일)	11.5 억원
외국인지분율	1.76%

예상 EPS(전년비)	
FY14 450 원 (%)	
FY15 828 원 (84.0%)	

예상 PER(시장대비)	
FY14 14.9 배 (150.8%)	
FY15 21.7 배 (226.5%)	

주가그래프



▶ 결론: 재무구조 개선+건설부문 정상화+유통부문(BMW) 성장으로 내재가치 부각

- 투자이견 Buy, 중소형 차선후주 및 목표주가 26,000 원 제시
- Valuation PBR 0.9 배 적용

▶ Investment Point

1. 자산매각을 통한 재무구조 개선으로 경영 정상화를 빠르게 진행 중

- ① 자산매각을 통한 차입금 축소로 이자비용 대폭 감소 될 것
 - 덕평랜드, 김천에너지, KeP 매각으로 차입금 총 2,550 억원 상환 중
 - 이자비용 대폭 감소(13년 669 억원→ 14년 564 억원→ 15년 약 350 억원)
 - 하반기 신용등급 BBB⁺로 상향될 경우 이자비용 더욱 감소될 전망
- ② 차입금 상환에 따른 부채비율 약 250%로 감소
 - 2014년 만기도래 차입금 1,650 억원 중 1,250 억원 상환 완료
 - 2015년 만기도래 차입금 2,900 억원 중 공모채 1,300 억원 전액 상환 예정
 - 부채비율 13년 520.2%→ 14년 약 339.7%→ 15년 약 250%로 개선될 것

2. 건설사업부문 부실정리 마무리 단계로 실적 턴어라운드 시작

- ① 최근 5년간 총 3,173 억원 부실정리 및 15년 일수 손실 반영으로 마무리 될 것
 - 부실정리 규모 11년 921 억원+12년 861 억원+13년 926 억원+14년 381 억원
 - 건설부문 신규수주 2조원, 매출 1.25조원, 영업이익 약 100 억원 계획 중
 - 수주잔고 4.4조원, 신규수주 14년 1.3조원→ 15년 2조원 수익성 위주로 확대
- ② 그룹공사 및 주택도급/재건축/재개발 사업을 통한 주택사업의 안정성 유지될 것
 - 미착공 PF '0' 및 미분양 '0' 주택관련 Risk 더 이상 존재하지 않음
 - 2015년 주택공급 약 3,000 세대(도급사업 2,300 세대+재개발/재건축 700 세대)
 - 1Q15 주택공급 약 2,322 세대로 신규수주 약 5,700 억원 확보
 - 13년 그룹공사(Captive) 약 2,500 억원 마곡 R&D 센터 착공으로 이익개선 효과

3. BMW 3, 5, 7 시리즈 플체인지로 판매량 증가 및 A/S 시장확대에 고성장 지속될 것

- ① BMW 딜러 점유율 약 30% 및 A/S 센터 총 12개 보유로 M/S 45% 유지
 - 2015년 하반기 BMW 주력모델 3, 5, 7 시리즈 신차 출시에 따른 판매량 증가
 - BMW A/S 사업확대로 총 12개 서비스센터 보유로 M/S 45%이상 유지 가능
 - BMW 인증 중고차 사업(BPS)과 BMW 모터사이클(MOTORRAD) 사업 확대
- ② 2015년 매출 0.98조원, 영업이익 약 400 억원(OPM 약 4%) 경영 계획
 - 딜러사업 OPM 약 4% 전망(신차효과 약 4.5%, 구형모델 약 3.8%)
 - A/S 센터의 M/S 45%로 매출성장에 따른 이익증가 지속(A/S 사업 OPM 약 8%)
 - 중고사업 BPS 및 고가제품 모터사이클(MOTORRAD) 사업 OPM 5% 전망

	매액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익(지배주주) (억원)	EPS(지배주주) (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013	36,628	218	-760	-4,598	226.7	14,372	-3.4	1.1	29.6	-18.9	520.2
2014	33,629	69	214	450	-109.8	18,282	14.9	0.4	40.5	5.3	339.7
2015E	32,000	522	129	828	84.0	18,997	22.4	1.0	10.5	2.8	283.0
2016E	29,000	696	306	1,975	138.4	20,603	9.4	0.9	8.0	6.3	242.5

4Q14+2015 년 경영계획 NDR (주요기관 Q&A)

1. 2014 년 자산매각을 통한 2015 년 경영정상화를 위한 계획?

- 4Q14 연결 부채비율 339.7%와 회사채 금리 약 8%로 아주 높음
- 2014~2015 년 2 월 자산매각으로 Cash-in 약 2,160 억원 회사채 약 2,250 억원 상환
 - ① 덕평랜드(고속도로 휴게소) 매각차익 586 억원→ 현금유입 600 억원
 - ② 김천에너지(열병합발전소) 매각차익 420 억원→ 현금유입 560 억원
 - ③ KeP(코리아플랫폼) 매각차익 140 억원→ 현금유입 380 억원
 - ④ 법인세 환급 약 120 억원+라비에벨(춘천) 골프장 위탁 보증금 약 500 억원
- 2013 년 총차입금 8,685 억원→ 2014 년 약 7,127 억원→ 2015 약 5,128 억원으로 감소
- 2013 년 부채비율 520.2%→ 2014 년 약 339.7%→ 2015 년 약 250%로 개선될 것

My Opinion: 자산매각을 통한 재무구조 개선으로 이자비용 감소와 향후 신용등급 상향 조정을 통한 회사채 낮은 금리 이용할 전망

- ① 순차입금 13 년 약 6,318 억원→ 14 년 5,349 억원→ 15 년 약 3,000 억원 지속개선
- ② 이자비용 13 년 669 억원→ 14 년 564 억원→ 15 년 약 350 억원으로 급감
(향후 신용등급 BBB^o로 상향될 경우 이자비용 더욱 감소될 것)

2. 건설부분 부실정리 상황과 2015 년 건설사업의 경영계획 전망은?

- 2011 년~2014 년 4 년간 총 3,089 억원 부실정리 대부분 완료
- 2015 년 일부 기타부분 손실 약 500 억원 반영을 마무리될 것
- 건설부분 신규수주 2 조원, 매출 1.25 조원, 영업이익 약 100 억원 계획 중
 - ① 주택공급 약 3,000 세대(도급사업 2,300 세대+재건축/재개발 700 세대)
 - ② 4Q14 수주잔고 4.4 조원(주택 2.5 조원+토목 1.1 조원+환경 0.5 조원 등)
 - ③ 환경사업의 해외 하수처리시설 공사 강점으로 동남아 시장 지속 확대 중

My Opinion: 주택 미착공 PF '0'과 미분양 '0'로 추가적 Risk 크게 존재하지 않음

15 년 건설 매출 1.25 조원, OPM 0.9%→ 16 년 매출 1.5 조원, OPM 2%

- ① 건설부분 수주잔고 4.4 조원으로 신규수주 14 년 1.3 조원→ 15 년 2 조원으로 수익성 중심으로 확대(1Q15 신규수주 약 5,700 억원 확보)
- ② 2013 년 그룹공사(Captive) 약 2,500 억원 마곡 R&D 센터 착공으로 이익개선 효과
- ③ 도급 및 재건축/재개발 사업을 통한 주택사업의 안정성 유지될 것

3. 유통부문(BMW)의 사업현황 및 향후 전망?

- 2015 년 하반기 BMW 주력 3, 5, 7 시리즈 풀체인지 모델 출시에 따른 판매량 증가
- BMW A/S 사업확대로 총 12 개 서비스센터 보유로 M/S 45%이상 유지 가능
- BMW 인증 중고차 사업(BPS)과 BMW 모터사이클(MOTORRAD) 사업 확대
- 2015 년 매출 0.98 조원, 영업이익 약 400 억원(OPM 약 4%) 경영계획

My Opinion: BMW 신규모델 출시에 따른 판매량 증가와 A/S 시장확대로 이익성장 중

- ① 수입차內 BMW 점유율 24%, 국내 BMW 딜러 점유율 29~32%로 1 위
→ 딜러사업 OPM 약 4% 전망(신차효과 약 4.5%, 구형모델 약 3.8%)
- ② 최근 4 년간 BMW 판매증가에 따른 차량수리 볼륨증가로 A/S 센터 총 12 개로 M/S 45% 확대에 따른 매출성장에 따른 이익증가 지속 될 것
→ A/S 사업 OPM 약 8% 전망
- ③ BPS 와 MOTORRAD 외 신규사업 BMW i(전기차) 사업도 지속적으로 확대
→ 중고사업 BPS 및 고가제품 모터사이클(MOTORRAD) 사업 OPM 5% 전망

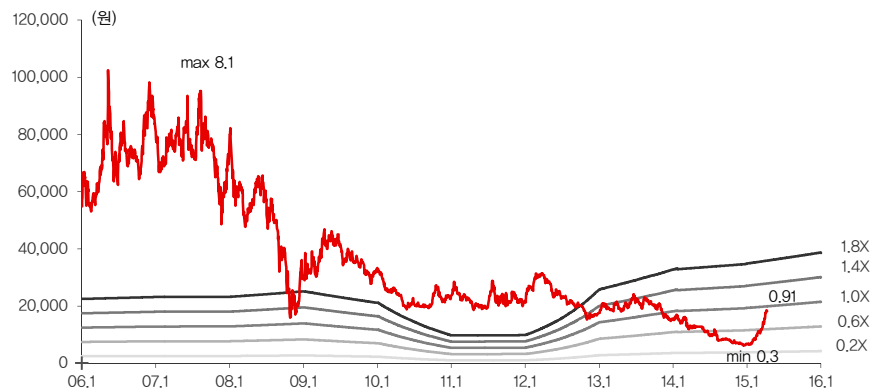
4. 2015년 사업부문 및 전체 경영계획?

- 2015년 매출 3.1조원, 매출총이익 2,487억원, 영업이익 526억원 경영계획
 - ① 건설부문 매출비중 약 40%로 매출 1.25조원, 영업이익 약 100억원
 - ② 유통부문 매출비중 약 30%로 매출 0.97조원, 영업이익 약 400억원
 - ③ 무역부문 매출비중 약 30%로 매출 0.9조원, 영업이익 약 30억원
- 향후 추가자산 매각을 통한 차입금 상환과 부채비율 감소로 재무구조 지속 개선

My Opinion: 현재 개발중 또는 장부에 반영되지 않은 토지자산 가치 약 0.6조원 보유

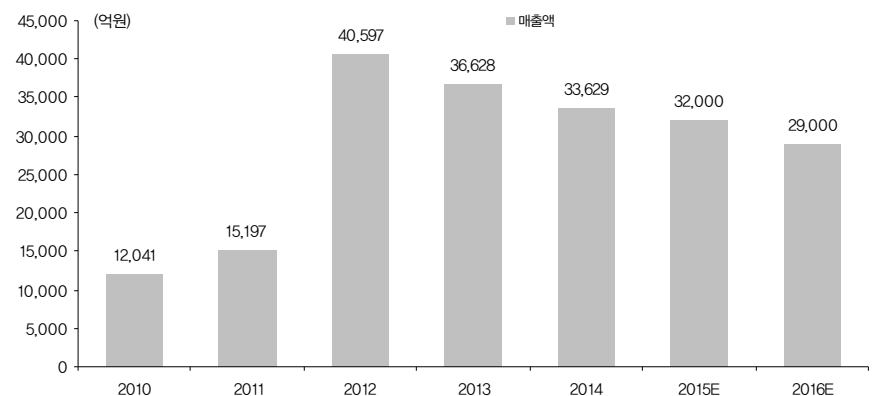
- ① B/S(재무제표) 거의 반영되지 않은 강남 서초동(스포렉스) 부지 약 2,700평
(현재 평당 최소 약 1억원으로 시가반영 시 자산 약 2,700억원 보유)
- ② B/S 토지 약 0.3조원 춘천 라비에셀 골프장 부지 보유(향후 54홀 확대)

[그림 1] 12m fwd PBR band 차트



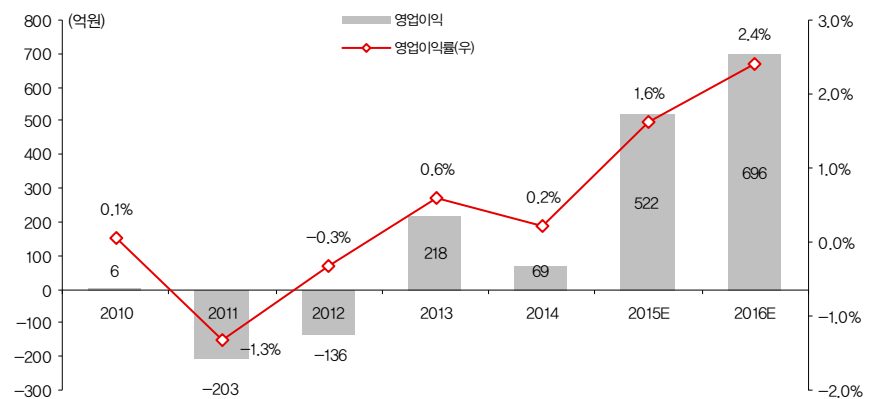
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 2] 코오롱글로벌 매출액 추이



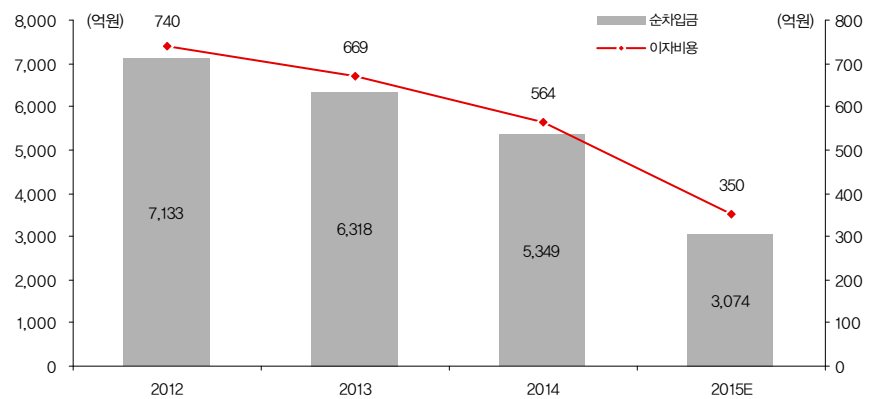
자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 3] 코오롱글로벌 영업이익 및 영업이익률 추이



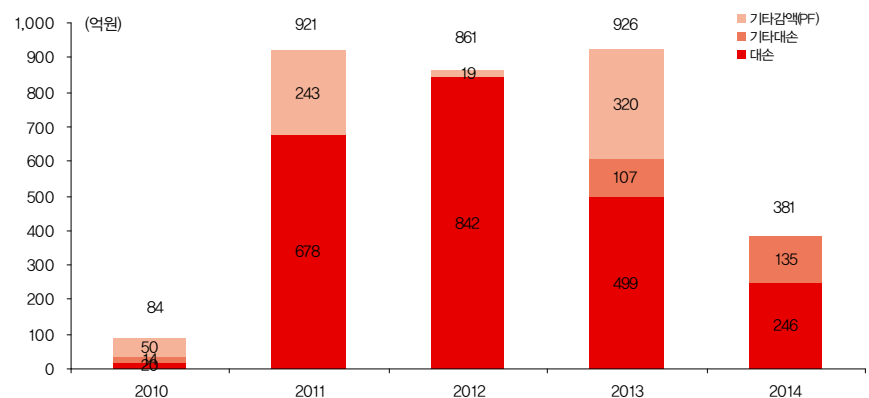
자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 4] 코오롱글로벌 자금수지 개선



자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 5] Risk 정리 내역



자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

- ① 2015 년 OPM 1.6%
: 건설부분 정상화 진행 중
- ② 2016 년 OPM 2.4%
: 경영 정상화 완료

약 2,550 억원 차입금 상환
→ 이자비용 대폭 감소

2010 년~2014 년까지
부실정리 약 3,173 억원 반영

2015년 공모채 1,300억원
상환예정

[표 1] 사채상환 계획

(단위: 억원)	2월	3월	4월	8월
만기	100		500	700
상환	100		500 조기상환	상반기 조기상환 예정

자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

2015년 주택공급
① 도급사업 약 2,300세대
② 재건축/재개발 700세대

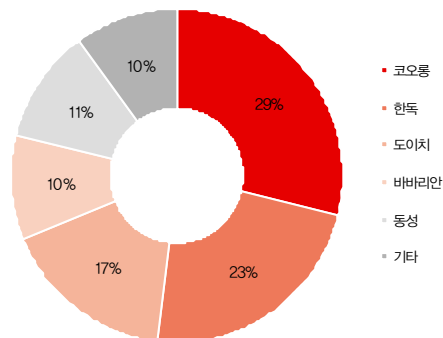
[표 2] 코오롱글로벌 분양 일정

(단위: 세대)	지역	일반분양	조합	임대	계
2014	서울돈암	257	265	107	629
	대전대성	317	55	36	408
	계	574	320	143	1,037
2015	서울장위	333	88	92	513
	서울청담	70	44		114
	구미비산	822			822
	계	1,225	132	92	1,449

자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

유통사업부문(BMW)
: 딜러 점유율 29~32% 1위

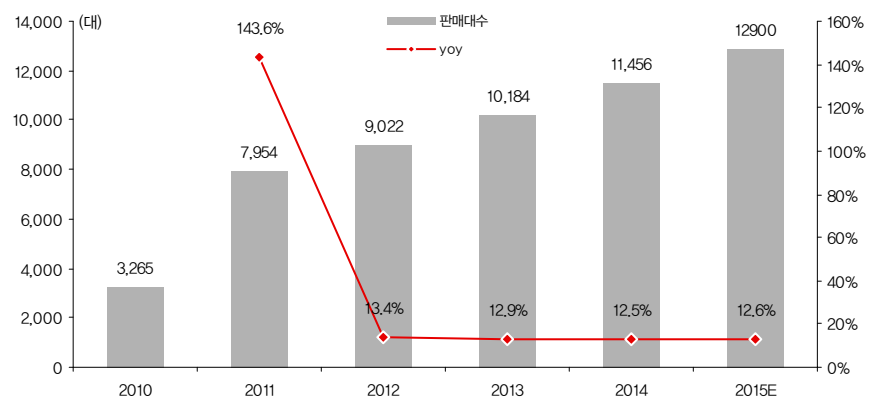
[그림 6] BMW 딜러사 점유율



자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

BMW A/S 센터 총 12개로
국내 M/S 45% 보유
→ 향후 차량수리 이익 증가

[그림 7] BMW 판매대수 추이



자료: 코오롱글로벌, 메리츠증권증권 리서치센터

Income Statement

(억원)	2012	2013	2014	2015F
매출액	40,597	36,628	33,629	32,000
매출원가	37,229	33,300	30,755	29,078
매출총이익	3,368	3,327	2,874	2,922
판매비와관리비	3,504	3,110	2,805	2,400
영업이익	-136	218	69	522
영업이익률 (%)	-0.3	0.6	0.2	1.6
금융수익	-615	-579	-519	-439
중속/관계기업관련손익	-22	56	53	54
기타영업외손익	324	-184	424	35
세전계속사업이익	-450	-489	27	171
법인세비용	-166	417	-191	43
당기순이익	-233	-760	214	129
지배주주지분 순이익	-231	-756	226	136

Statement of Cash Flow

(억원)	2012	2013	2014	2015F
영업활동현금흐름	325	218	-573	1,432
당기순이익(손실)	-233	-760	214	129
유형자산감가상각비	91	101	104	263
무형자산상각비	19	21	22	15
운전자본의 증감	616	680	-38	1,025
투자활동 현금흐름	-403	595	658	837
유형자산의 증가(CAPEX)	-384	-316	-485	-150
투자자산의 감소(증가)	94	23	176	633
재무활동 현금흐름	-147	-921	-713	-2,154
차입금증감	-391	221	-64	-100
자본의증가	3	-16	656	0
현금의증가	-229	-108	-673	116
기초현금	1,317	1,088	979	307
기말현금	1,088	979	307	423

Balance Sheet

(억원)	2012	2013	2014	2015F
유동자산	20,578	14,563	12,449	10,489
현금및현금성자산	1,088	979	307	423
매출채권및기타채권	9,109	5,819	4,720	3,776
재고자산	2,088	1,482	1,564	1,408
비유동자산	7,036	9,837	9,732	8,771
유형자산	2,408	5,279	5,340	5,027
무형자산	1,051	1,196	986	971
투자자산	2,039	2,017	1,840	1,208
자산총계	27,614	24,400	22,181	19,260
유동부채	18,529	14,875	14,496	11,761
매입채무	7,634	6,320	4,948	4,700
단기차입금	4,205	3,828	3,368	2,018
유동성장기부채	3,077	1,703	3,210	2,810
비유동부채	4,635	5,590	2,640	2,326
사채	2,894	3,194	600	450
장기차입금	478	723	663	563
부채총계	23,164	20,465	17,136	14,087
자본금	4,188	4,188	1,058	1,058
자본잉여금	312	295	4,082	4,082
기타포괄이익누계액	113	50	84	84
이익잉여금	69	-654	-208	-72
자본총계	4,450	3,935	5,044	5,173

Key Financial Data

(원,%배)	2012	2013	2014	2015F
주당데이터(원)				
SPS	246,983	222,828	204,577	194,665
EPS	-1,408	-4,598	450	828
CPS	3,151	2,761	1,323	5,234
EBITDAPS	-157	2,065	1,188	4,866
BPS	18,106	14,372	18,282	18,997
DPS	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)				
PER	-12.5	-3.4	14.9	21.7
PCR	5.6	5.7	5.1	3.4
PSR	0.1	0.1	0.0	0.1
PBR	1.0	1.1	0.4	0.9
EBITDA	-26	340	195	800
EV/EBITDA	-388.8	29.6	40.5	9.7
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	-5.3	-18.9	5.3	2.8
EBITDA 이익률	-0.1	0.9	0.6	2.5
부채비율	520.6	520.2	339.7	272.3
금융비용부담률	1.9	1.9	1.8	1.5
이자보상배율(x)	-0.2	0.3	0.1	1.1
재고자산회전율(x)	16.0	20.5	22.1	21.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2015년 4월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2015년 4월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2015년 4월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김형근, 김재윤)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 종가대비 4등급)

→아래 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 종가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 종가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight) / 중립(Neutral) / 비중축소(Underweight)

코오롱글로벌(003070)의 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2015.04.16	기업분석	Buy	26,000	김형근	