KYOBO 교보증권

코오롱글로벌 003070

May 26, 2015

턴어라운드의 시작

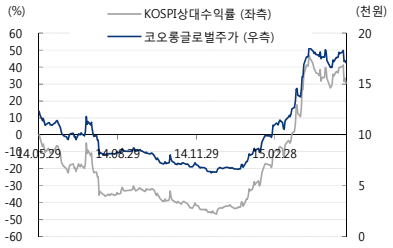
Buy 신규

TP 23,000 원 신규

Company Data

현재가(05/22)	17,100 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	18,550 원
52 주 최저가(보통주)	6,280 원
KOSPI (05/22)	2,146.10p
KOSDAQ (05/22)	713.54p
자본금	1,058 억원
시가총액	2,838 억원
발행주식수(보통주)	1,644 만주
발행주식수(우선주)	470 만주
평균거래량(60 일)	7.1 만주
평균거래대금(60 일)	13 억원
외국인지분(보통주)	1.84%
주요주주	
코오롱 외 21 인	64.76%

Price & Relative Performance



주가수익률	1 개월	6 개월	12 개월
절대주가	-5.8%	149.3%	32.6%
상대주가	-5.9%	128.2%	24.5%

투자의견 '매수', 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시

코오롱글로벌에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 '14년 BPS 22,947원에 Target P/B 1.0배를 적용하여 산출. 현주가 대비 34.5% 상승 여력, '매수' 추천.

투자 포인트: 재무정상화 및 실적 턴어라운드 시작

1) 자산매각 통한 부채 상환으로 연간 이자비용 '13년 670억원 → 14년 564억원 감축 성공. '15년 이자비용 350억원 이하 감축을 통한 재무 정상화.

2) 건설부문은 3,000억원 이상의 부실정리로 정상화 작업 대부분 완료. 지속적 매출 역성장 불구, '14년 신규 수주 회복으로 실적 턴어라운드 시작.

3) 유통부문은 연평균 13%의 높은 성장률 유지. 하반기 BMW 주력 3 / 5 / 7 시리즈 신차 출시에 따른 판매 증가로 고성장 유지 전망. BMW 중고차 사업(BPS) 및 모터사이클 판매 등 신사업 확대로 추가 마진 개선 기대.

실적 전망: '15년 영업이익 406억원(YoY +485.1%), 큰 폭 개선

'15년 연결 매출액은 2.98조원(YoY -11.3%), 연결 자회사 매각으로 감소. 하지만 개별 매출액은 2.96조원(YoY +5.4%), 건설 · 유통부문 호조로 증가 전망. 영업이익은 406억원(YoY +485.1%), 건설, 유통 마진 개선으로 대폭 증가 예상. 최근 주가 급등에 따른 가격 부담 불구, 실적 턴어라운드 초기라는 판단 근거. '매수' 추천

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2013.12	2014.12	2015.12E	2016.12E	2017.12E
매출액(십억원)	**3,663**	**3,363**	**2,983**	**3,132**	**3,304**
YoY(%)	-9.8	-8.2	-11.3	5.0	5.5
영업이익(십억원)	**22**	**7**	**41**	**53**	**63**
OP 마진(%)	0.6	0.2	1.4	1.7	1.9
순이익(십억원)	**-76**	**21**	**34**	**23**	**43**
EPS(원)	-920	450	2,071	1,399	2,645
YoY(%)	적지	흑전	360.1	-32.4	89.0
PER(배)	-3.4	14.9	8.4	12.4	6.5
PCR(배)	1.1	4.8	-11.2	51.7	10.6
PBR(배)	0.7	0.3	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	29.4	40.3	14.3	11.3	9.0
ROE(%)	-18.9	5.3	6.9	4.5	7.9

건설 책임연구원 백광제
3771-9252, seoha100@iprovest.com

1. Valuation

코오롱글로벌에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 23,000원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 '14년 주당 BPS 22,947원에 Target P/B 1.0배를 적용하였으며 현 주가 대비 34.5% 상승여력이 있다.

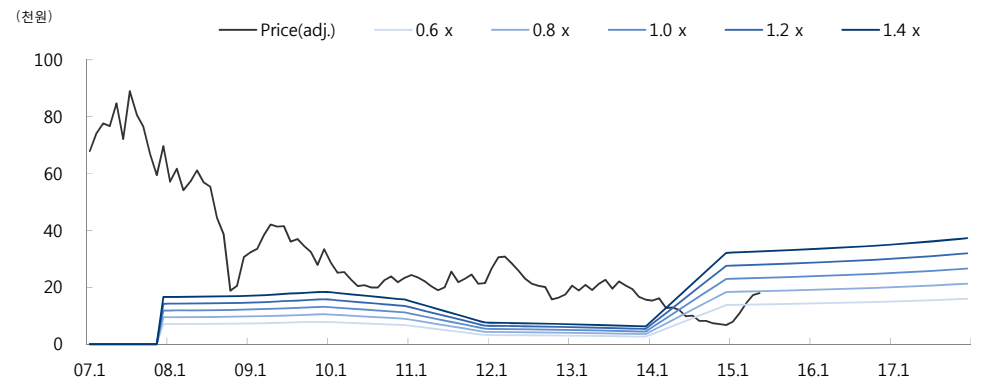
'14년 자본감소 이전 P/B는 2.0배 이상의 높은 밸류에이션으로 과거 P/B와의 비교를 통한 Target P/B 설정은 적절치 않아 보인다. 따라서 대형 5개 종합건설사 평균 P/B 1.0배를 Target P/B로 적용 했으며, 동사의 ROE 수준을 감안하면 무리 없는 목표치라 판단된다.

[도표 19] 코오롱글로벌 수익 예상 및 밸류에이션 (단위: 십억원)

구분	2013	2014	2015F	2016F
매출액	3,663	3,363	2,959	3,078
영업이익	22	7	40	52
영업이익률(%)	0.6%	0.2%	1.4%	1.7%
세전이익	17	25	30	33
순이익	-76	21	34	22
순이익률(%)	-2.1%	0.6%	1.1%	0.7%
EPS(원)	-920	450	2,044	1,350
BPS(원)	4,461	22,947	23,816	24,865
ROE(%)	-18.9%	5.3%	6.8%	4.3%
Target PBR(배)		1.0		
목표주가(원)		23,000		

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 20] 코오롱글로벌 Trailing P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

2. 재무 정상화 및 실적 턴어라운드 시작

2-1. 턴어라운드 가능성 점증

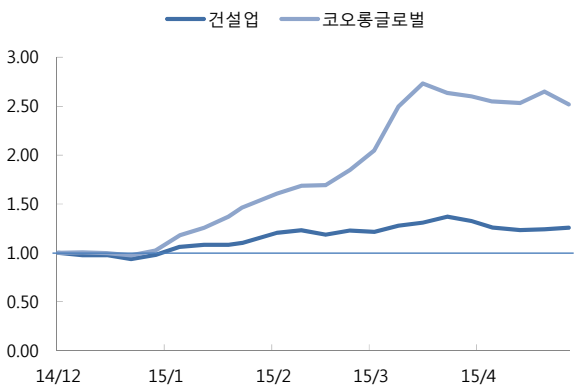
코오롱글로벌은 코오롱건설이 2011년 코오롱아이넷과 코오롱비앤에스를 흡수합병한 회사로 현재 건설, 무역 및 유통 사업을 영위하고 있다. 사업 특성상 무역 및 유통부문은 실적 변동폭이 크지 않은 것에 비해 경기 민감 산업인 건설부문의 호조 여부에 따라 실적개선 여부가 판가름 나는데, 합병 후 무역 및 유통부문의 꾸준한 이익 시현에도 불구하고 높은 부채비율에 따른 이자비용 부담과 건설부문 부실 처리 여파로 실적이 부진했다. 하지만 '14년 연말부터 이어진 1) 자산 매각 및 부채 감축, 2) 꾸준한 건설부문 부실 정리 및 신규수주 회복, 3) 유통부문 고성장 지속으로 2015년 턴어라운드 가능성이 점증하고 있다.

이에 힘입어 최근 건설업종 지수 조정에도 불구하고 코오롱글로벌 주가는 연초 대비 151.8%의 상승률을 기록, 업계 수위급 주가 상승을 보이고 있다. (주)코오롱(+218.2%), 코오롱생명과학(+151.3%), 코오롱인더(+46.8%) 등 관계사와 비교했을 때도 손색없는 수익률이다.

2-2. 자산 매각을 통한 재무구조 개선

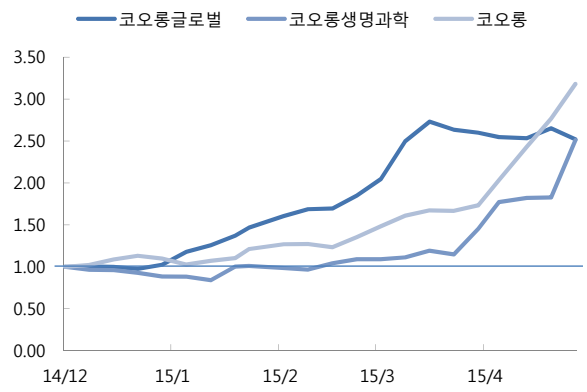
코오롱글로벌의 실적 개선이 어려웠던 가장 큰 이유는 높은 부채비율에 따른 이자비용 부담이었다. '13년 말 기준 부채비율 520%, 이자비용은 670억원에 달했으나, 14년 말부터 이어진 자산매각(덕평랜드<매각차익 586억원>, 김천에너지<560억원>, 코리아이플랫폼<140억원> 등) 및 라비에벨 골프장 위탁보증금(500억원) 등 현금 유입에 힘입은 2,250억원의 회사채 상환으로 14년 말 부채비율은 340%로 이자비용은 564억원으로 감소했다. 사측은 15년 기준 부채비율 250%, 이자비용 350억원 이하로의 감축을 목표로 하고 있고 기확보된 매각자금과 추가적인 자산매각으로 이자비용 감축의 방향성을 확인 할 수 있을 것으로 판단된다.

[도표 21] 코오롱글로벌 Vs 업종지수 상대수익률



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 22] 코오롱 그룹 주가 추이



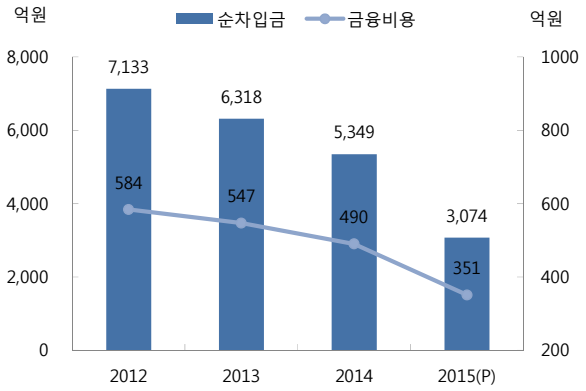
자료: 교보증권 리서치센터

2-3. 건설부문 : 부실 마무리와 신규수주 회복으로 양적성장 기대

건설부문은 지난 4년간 3,000억원 이상의 부실을 정리 했으며, '15년 500억원의 추가손실 반영으로 부실정리는 대부분 완료된 것으로 판단된다. 부실정리 집중에 따른 신규수주 부족으로 '12년 이후 지속적인 매출 역성장이 있었으나, '14년 주택경기 회복에 따른 신규수주 회복('13년 9,935억원 → '14년 13,113억원)으로 '15년부터 매출 성장이 시작될 것으로 보인다.

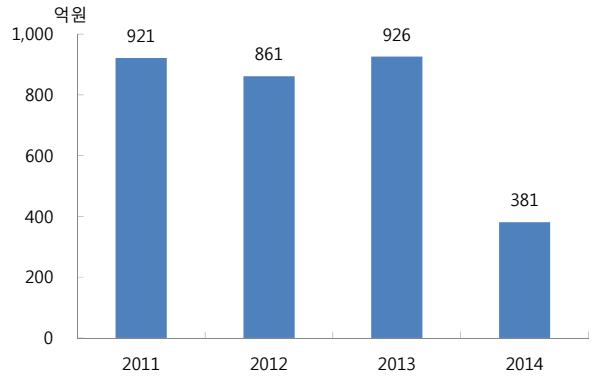
건설부문 '15년 경영계획 목표는 매출액 1.2조원, 영업이익 100억원이다. 미착공 PF 및 미분양 물량 부존재로 추가적인 Risk는 제한적일 것이며, 4.4조원의 수주잔고(주택 2.5조원)를 바탕으로 주택경기 회복下 안정적인 이익 시현이 가능할 것으로 판단된다.

[도표 23] 합병후 재무구조 개선



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 24] 합병후 부실정리 금액



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 25] 건설 신규수주 및 매출 (단위: 억원)

신규수주	2013	2014	YoY	2015(P)
토목	1,729	2,714	57%	4,200
환경	1,915	2,399	25%	5,900
주택	3,130	6,114	95%	5,025
건축	2,690	1,362	-49%	3,475
플랜트	471	524	11%	1,400
합계	9,935	13,113	32%	20,000
매출	2013	2014	YoY	2015(P)
토목	4,207	3,543	-16%	3,119
환경	2,056	1,786	-13%	2,190
주택	2,503	1,547	-38%	3,375
건축	3,437	3,601	5%	3,203
플랜트	1,751	388	-78%	682
합계	13,954	10,865	-22%	12,569

자료: 교보증권 리서치센터

2-4. 유통부문 : 신규모델 출시에 따른 고성장 지속 / 무역부문 : 양적 회복

BMW 국내 딜러점유율은 약 30%를 유지하고 있으며 '11년 7,954대 판매 이후 연평균 13% 높은 성장률을 보이며 '14년 12,900세대의 판매고를 올렸다. '15년에도 하반기 이후 BMW 주력 3, 5, 7 시리즈 신차 출시에 따른 판매량 증가로 12,900대의 판매를 목표로 하고 있다. 또한 BMW A/S센터 확대(M/S 45%), BMW 중고차 사업(BPS) 및 BMW 모터사이클 사업 확대로 추가적인 마진율 개선도 기대되는 상황이다. '15년 유통부문 경영계획은 매출액 9,756억원, 영업이익 400억원이며, 70%가 넘는 영업이익 기여도로 올해 실적 회복의 Key가 될 것으로 판단된다.

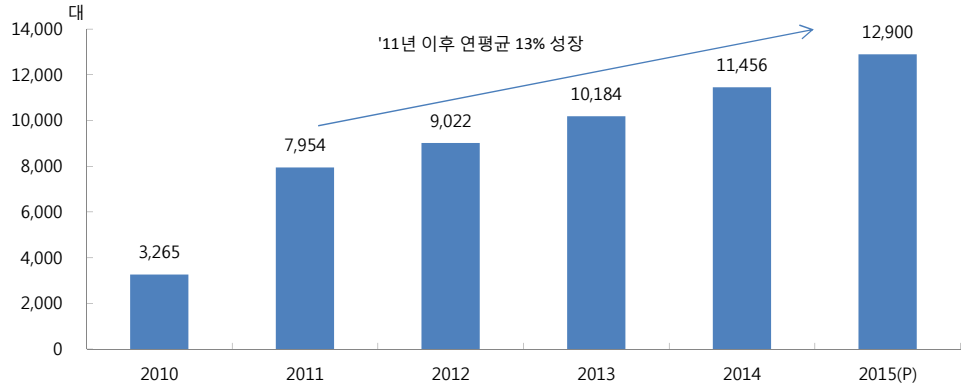
무역부문은 업황 부진에 따른 기저효과 발생과 이란제재 해소로 인한 이란向 수출 재개 기대로 양적 회복이 예상되나 낮은 마진율에 따라 이익 개선폭은 크지 않을 것이다. 연간 영업이익은 30억원을 목표로 하고 있다.

[도표 26] 유통부문 매출액 및 판매대수 (단위: 억원, 대)

매출액	2013	2014	YoY	2015(P)
Sales	6,250	6,915	11%	7,858
A/S	1,025	1,210	18%	1,314
BPS	-	401	-	424
MOTORRAD	-	63	-	79
기타	444	68	-85%	81
합계	7,719	8,657	12%	9,756
판매대수	2013	2014	YoY	2015(P)
BMW	10,184	11,456	12%	12,900
MINI	1,227	1,254	2%	1,300
R-R	30	44	47%	70
BPS	-	790	-	1,200
MOTORRAD	-	285	-	330
합계	11,441	13,829	21%	15,800

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 27] 코오롱글로벌 BMW 판매대수 추이



자료: 교보증권 리서치센터

3. 실적 전망

1분기 실적은 건설 및 유통부문의 매출액 감소로 매출액 6,200억원(YoY −7.0%), 영업이익 61억원(YoY −21.5%)을 기록, 전년 대비 감소 했다. 하지만 전년 늘어난 건설 신규수주('13년 9,935억원 → '14년 13,113억원)의 매출 인식 본격화와 BMW 신차 출시가 하반기에 집중되는 것을 감안하면 분기 실적은 상저하고의 형태로 점증할 것으로 예상된다.

'15년 연간 매출액은 2.98조원(YoY −11.3%)으로 연결 자회사 매각에 따른 절대 매출규모가 감소할 것으로 예상한다. 하지만 개별기준 매출액은 2.96조원(YoY +5.4%)으로 신규수주 회복에 따른 건설 매출 증가(1.08조원 → 1.10조원) 및 BMW 신차 출시에 따른 유통부문 매출액 증가(8,656억원 → 9,695억원)로 소폭 개선 될 것으로 판단된다. 영업이익은 406억원(YoY +485.1%)으로 연결 매출액 감소에도 불구하고 건설부문 원가율 개선, 유통부문 판매호조 · 마진 개선에 따라 전년대비 대폭 늘어날 것으로 예상된다. 올해 건설 신규수주 목표인 2조원 달성 여부가 향후 지속 성장의 Key가 될 것으로 판단되며, 국내 주택시장 호조 지속으로 수주 목표 달성 가능성이 커지고 있다. 최근 주가 급등에 따른 가격 부담 불구, 실적 턴어라운드 초기임에 근거하여 조정시 '매수' 추천한다.

[도표 28] 코오롱글로벌 실적 추정 (단위: 십억원)

구 분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	QoQ	3Q15F	4Q15F	'14	'15F	YoY	'16	YoY
매출액	800.4	914	785	864	620	716	15.4%	805	841	3,363	2,983	-11.3%	3,132	5.0%
영업이익	8.0	7.5	4.7	-13.3	6.1	9.0	47.8%	12.0	13.4	6.9	40.6	485.1%	53.0	30.6%
영업이익률	1.0%	0.8%	0.6%	-1.5%	1.0%	1.3%	0.3%	1.5%	1.6%	0.2%	1.4%	1.2%	1.7%	0.3%
당기순이익	-9.9	-13.4	-6.5	51.1	30.5	-2.7	적전	0.3	6.4	21.4	34.6	61.9%	23.0	-33.5%
당기순이익률	-1.2%	-1.5%	-0.8%	5.9%	4.9%	-0.4%	-5.3%	0.0%	0.8%	0.6%	1.2%	0.5%	0.7%	-0.4%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 29] 개별기준 매출액 및 원가율 Breakdown (단위: 억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15P	2Q15E	3Q15E	4Q15E	2015F	YoY
매출액	6,615	7,724	6,538	7,190	28,067	6,145	7,103	7,973	8,375	29,596	5.4%
건설	2,355	3,277	2,323	2,910	10,865	2,207	2,667	3,023	3,201	11,099	2.2%
유통	2,015	2,197	2,155	2,289	8,656	1,891	2,341	2,653	2,809	9,695	12.0%
무역	2,245	2,250	2,060	1,991	8,546	2,047	2,094	2,297	2,364	8,802	3.0%
매출원가	6,000	7,116	6,020	6,472	25,608	5,557	6,494	7,244	7,574	26,869	4.9%
건설	2,187	3,042	2,165	2,553	9,947	2,013	2,425	2,748	2,910	10,096	1.5%
유통	1,732	1,954	1,908	2,047	7,641	1,655	2,123	2,295	2,432	8,504	11.3%
무역	2,081	2,120	1,947	1,872	8,020	1,889	1,946	2,201	2,233	8,269	3.1%
원가율	90.7%	92.1%	92.1%	90.0%	91.2%	90.4%	91.4%	90.9%	90.4%	90.8%	-0.5%p.
건설	92.9%	92.8%	93.2%	87.7%	91.6%	91.2%	90.9%	90.9%	90.9%	91.0%	-0.6%p.
유통	86.0%	88.9%	88.5%	89.4%	88.3%	87.5%	90.7%	86.5%	86.6%	87.7%	-0.6%p.
무역	92.7%	94.2%	94.5%	94.0%	93.8%	92.3%	92.9%	95.8%	94.4%	93.9%	0.1%p.
매출총이익	615	608	518	718	2,459	588	609	729	800	2,726	10.9%
건설	168	235	158	357	918	194	243	275	291	1,002	9.2%
유통	283	243	247	242	1,015	236	218	359	378	1,190	17.3%
무역	164	130	113	119	526	158	148	96	132	534	1.5%

자료: 교보증권 리서치센터

[코오롱글로벌 003070]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,663	3,363	2,983	3,132	3,304
매출원가	3,330	3,076	2,709	2,835	2,984
매출총이익	333	287	274	298	321
매출총이익률 (%)	9.1	8.5	9.2	9.5	9.7
판매비와관리비	311	280	234	245	258
영업이익	22	7	41	53	63
영업이익률 (%)	0.6	0.2	1.4	1.7	1.9
EBITDA	34	20	53	65	75
EBITDA Margin (%)	0.9	0.6	1.8	2.1	2.3
영업외손익	-71	-4	-12	-23	-8
관계기업손익	6	5	54	20	20
금융수익	12	8	8	7	8
금융비용	-70	-60	-45	-42	-39
기타	-18	42	-29	-9	4
법인세비용차감전순손익	-49	3	29	29	55
법인세비용	42	-19	-6	6	11
계속사업순손익	-91	22	34	23	44
중단사업순손익	15	0	0	0	0
당기순이익	-76	21	34	23	43
당기순이익률 (%)	-2.1	0.6	1.1	0.7	1.3
비지배지분순이익	0	-1	0	0	0
지배지분순이익	-76	23	34	23	43
지배순이익률 (%)	-2.1	0.7	1.1	0.7	1.3
매도가능금융자산평가	-7	3	3	3	3
기타포괄이익	5	-7	-7	-7	-7
포괄순이익	-79	17	30	19	39
비지배지분포괄이익	0	-1	-2	-2	-3
지배지분포괄이익	-78	18	32	20	42

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,456	1,245	1,174	1,187	1,236
현금및현금성자산	98	31	33	18	36
매출채권 및 기타채권	945	828	767	782	799
재고자산	148	156	139	146	154
기타유동자산	265	230	235	241	246
비유동자산	984	973	813	799	786
유형자산	528	534	533	532	531
관계기업투자금	28	27	-119	-119	-119
기타금융자산	173	157	141	124	108
기타비유동자산	254	255	259	262	267
자산총계	2,440	2,218	1,987	1,986	2,022
유동부채	1,487	1,450	1,237	1,234	1,248
매입채무 및 기타채무	782	641	585	593	618
차입금	383	337	326	315	304
유동성채무	170	321	175	175	175
기타유동부채	153	151	151	151	151
비유동부채	559	264	226	204	182
차입금	72	66	36	21	6
사채	319	60	50	40	30
기타비유동부채	167	138	140	143	146
부채총계	2,047	1,714	1,463	1,438	1,429
지배지분	374	485	504	527	570
자본금	419	106	106	106	106
자본잉여금	30	408	408	408	408
이익잉여금	-65	-21	-2	21	64
기타자본변동	-14	-16	-16	-16	-16
비지배지분	20	19	20	21	23
자본총계	393	504	524	548	593
총차입금	951	790	592	556	519

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	22	-57	-31	-45	-11
당기순이익	-76	21	34	23	43
비현금항목의 가감	121	0	-60	-17	-16
감가상각비	10	10	10	10	10
외환손익	-3	4	0	0	0
지분법평가손익	0	0	-54	-20	-20
기타	115	-14	-17	-8	-6
자산부채의 증감	68	-4	26	-10	3
기타현금흐름	-92	-75	-31	-40	-42
투자활동 현금흐름	59	66	149	2	2
투자자산	1	79	163	16	16
유형자산	-32	-48	-10	-10	-10
기타	90	35	-4	-4	-4
재무활동 현금흐름	-92	-71	-202	-26	-26
단기차입금	0	0	-11	-11	-11
사채	0	0	-10	-10	-10
장기차입금	-119	-178	-30	-15	-15
자본의 증가(감소)	0	96	0	0	0
현금배당	0	0	-15	0	0
기타	27	10	-136	10	10
현금의 증감	-11	-67	3	-15	18
기초 현금	109	98	31	33	18
기말 현금	98	31	33	18	36
NOPLAT	40	56	49	42	50
FCF	89	16	77	34	56

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	-920	450	2,071	1,399	2,645
PER	-3.4	14.9	8.4	12.4	6.5
BPS	4,461	22,947	23,837	24,925	26,981
PBR	0.7	0.3	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	405	961	2,506	3,064	3,532
EV/EBITDA	29.4	40.3	14.3	11.3	9.0
SPS	222,828	204,577	181,460	190,533	201,012
PSR	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
CFPS	1,062	788	3,654	1,631	2,626
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증가율	-9.8	-8.2	-11.3	5.0	5.5
영업이익 증가율	흑전	-68.2	485.3	29.5	19.2
순이익 증가율	적지	흑전	59.3	-32.4	89.0
수익성					
ROIC	4.4	5.9	5.2	4.5	5.3
ROA	-2.9	1.0	1.6	1.2	2.2
ROE	-18.9	5.3	6.9	4.5	7.9
안정성					
부채비율	520.2	339.7	279.2	262.4	240.9
순차입금비율	39.0	35.6	29.8	28.0	25.7
이자보상배율	0.3	0.1	0.9	1.3	1.6

자료: 코오롱글로벌, 교보증권 리서치센터