

코오롱건설(003070)

[기업탐방]

올해를 기점으로 환골탈태

건설 Analyst

김동준 연구원

02) 3787-2514/ dj.kim@hmcib.com

Not Rated

목표주가(6개월):

N/A

현재가(8/6):

7,800원

52주 최고/최저:

10,500원/2,850원

시가총액:

1,819억원

일평균거래대금(60일): 24억원

자본금/액면가: 1,210억원/5,000원

외국인지분: 5.9%

주요주주: 코오롱 20.8%

재무구조 및 실적의 개선과 저평가 매력의 3박자 구비, 지금이 투자 적기

코오롱건설은 2005~2006년에 지방 분양경기 호조를 배경으로 고수익의 개발형 도급주택 및 민자SOC사업 등을 통해 우수한 실적을 시현했으나, 2007년 초 이후에는 지방 분양시장 악화로 주택사업이 오히려 실적 및 재무구조의 악화를 초래하였고 동사의 주가 역시 하락세를 지속해왔다.

그러나 악재를 일찍부터 경험한 것이 악이 되어, 타 건설사들이 2008년 상반기까지 무리하게 주택분양을 확대하고 외형 경쟁에 집착하는 동안, 동사는 2007년부터 지방 위주의 주택사업을 대폭 축소하고 공공 턴키와 수처리 및 해외사업 등의 확대전략을 취했다.

이러한 자구 노력은 2009년 상반기부터 결실로 맺어지기 시작했다. 미분양 및 PF 등의 주택관련 리스크가 급감하고 신규수주가 급격히 증가했다. 실적은 여전히 바닥을 지나고 있지만 올해 하반기를 기점으로 본격적인 턴어라운드 국면에 돌입할 전망이다. 건설업종은 상품의 제조(공사)기간이 길기 때문에, 업황 및 사업전략의 변화가 본격적인 실적 변화로 나타나기까지 오랜 시간이 소요된다. 이것이 동사의 오랜 노력에도 불구하고 실적 턴어라운드가 이제서야 가시화되는 이유이며, 무리한 주택사업 확대의 후유증을 당분간 겪어야 할 타 건설사들보다 실적 개선의 가시성이 높은 이유이기도 하다.

동사의 투자 포인트는 1) 신규수주 호조에 따른 성장성 회복, 2) 주택관련 리스크의 급감에 따른 재무구조 개선 및 실적 턴어라운드, 3) 매력적인 Valuation(2009E PBR: 0.6배, 2010E PER: 5.0배) 등으로 요약할 수 있다. 턴어라운드 국면 진입을 눈 앞에 둔 지금이 코오롱건설의 투자 적기로 판단한다.

코오롱건설을 괴롭혔던 주택관련 리스크는 소멸 단계

동사는 2007년 이후 선제적으로 지방 주택사업을 축소했으나, 공사 기간이 긴 건설업 특성 상 2006년 이전에 착공했던 지방 주택현장들이 여전히 잠재 리스크였다.

그러나 이러한 주택현장들이 드디어 1Q09에 대부분 마무리되었다. 또한 동사는 2008년부터 적극적인 판촉활동과 할인 판매 및 CR-Reits 등을 통해 미분양을 줄여왔다. 그 결과 과거에 2,000세대가 넘던 미분양은 2Q09 말 현재 722가구로 대폭 감소했으며, PF 지급보증 잔액 역시 진행현장들이 마무리되면서 과거 6,000억 이상 규모에서 3,643억원으로 급감했다. 2Q09 말 현재 동사의 PF 지급보증/자본총계 비율은 약 110%로 추정됨에 따라, 주요 4개 대형건설사 평균(97%) 수준에 근접해가고 있다. 또한 미착공 사업장의 PF 지급보증 잔액(총 1,069억원)은 모두 수도권 지역이고, 준공 및 진행사업장의 PF 지급보증 잔액(총 2,574억원)은 주택사업이 아닌 아파트형 공장과 상가 등이며 전반적으로 분양 상황이 양호하여 향후 상환에 별 어려움이 없을 전망이다(표1 참조).

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2006	1,155	112	97	70	115	2,888	-4.2	6.9/3.6	1.1	5.1	25.6
2007	1,149	68	26	15	71	620	-78.5	29.6/15.2	1.1	10.1	4.9
2008	1,427	77	39	20	79	819	32.2	19.3/3.8	0.7	9.4	6.4
2009F	1,300	72	27	21	75	849	3.6	9.2	0.6	7.1	6.4
2010F	1,450	79	49	38	82	1,564	84.4	5.0	0.5	6.0	11.1

주택 리스크 급감은 재무구조 및 실적의 개선을 견인할 전망

지방 주택 현장들이 대부분 마무리되었다는 점은 미분양 및 PF 지급보증 리스크의 급감에 따른 불확실성 해소 이외에, 1) 매출채권(공사미수금) 및 현금흐름의 개선과 2) 이자비용 절감에 따른 실적 개선의 가시성 등을 높여준다는 데 큰 의미가 있다.

동사의 매출채권/매출액 비율은 27.8%(2005년)에서 37.1%(2007년)와 42.4%(2008년)로 급격히 상승해왔는데, 이는 주택사업의 신규 분양은 2007년부터 축소했지만 기존 공사 물량의 본격적인 원가 투입시점이 2007년과 2008년에 크게 확대되었기 때문이다(공사기간 2~3년). 그러나 지방 미분양 현장들이 대부분 1Q09까지 마무리되고, 상대적으로 매출채권/매출액 비율이 낮은 토목 및 환경사업의 매출 비중이 본격적으로 확대되는 추세이므로, 동사의 매출채권/매출액 비율은 2Q09 이후 현저하게 개선될 전망이다.

또한 영업현금흐름 개선은 순차입금의 감소로 직결되면서 이자비용 역시 지속적으로 감소할 전망이다. 동사의 순차입금은 846억원(2005년)에서 3,667억원(2007년)과 5,265억원(2008년)으로 급증했었으나, 2Q09 말에 4,000억원 이하로 감소한 것으로 추정되며 2010년에는 3,000억원 이하로 지속 감소할 전망이다. 게다가 서울고속도로 지분이 매각된다면, 약 1,000억원의 추가적인 순차입금 감소 효과도 기대할 수 있다.

그 결과 영업이익의 49.5%(381억원, 2008년 기준)를 뺏어갔던 순이자비용은 270억원(2010E) 수준으로 감소할 전망이어서, 이를 통해서만 세전순이익이 100억원 이상 개선되는 효과가 발생한다. 참고로 동사의 2009E 세전순이익은 300억원 이하다.

<표1> 미분양 및 PF 내역: 주택 관련 리스크 대폭 감소

진행 구분	프로젝트 형태	프로젝트 명	미분양 가구수		PF 지급보증액		비고
			08 년 말	09 상반기	잔액	종류	
준공	아파트	대구 침산	4	0	0,0	0	CR 리츠로 160 가구 해소 CR 리츠로 218 가구 해소
	아파트	대구 성당	27	0	0,0	0	
	아파트	대구 월성	6	0	0,0	0	
	아파트	부산 신대연	31	4	0,0	0	
	아파트	대구 강변	155	80	0,0	0	
	아파트	광주 수완	204	210	0,0	0	
	아파트	부산 남천	211	28	0,0	0	
	아파트	대구 수성	219	0	19,0	loan	
	아파트	구미 임은	327	318	0,0	0	
	아파트	울산 파크	48	47	14,0	loan	
	아파트	송도 더프라우	2	2	0,0	0	
	호텔	씨클라우드	0	0	16,8	loan	
	상가	부천 터미널	0	0	83,6	loan	
합계			1,234	689	133,4	0	
진행	아파트형 공장	서울숲Ⅰ	0	0	81,0	loan	KT 단순도급 초기 분양 단계
	아파트형 공장	서울숲Ⅱ	78	0	0,0	0	
	아파트형 공장	서울숲Ⅲ	85	33	43,0	loan	
	합계		163	33	124,0	0	
예정	아파트	평택 장안	0	0	95,0	loan	착공 미정 2009년 하반기 착공
	재건축	서울 쌍문동	0	0	0,0	0	
	오피스	청라 국제타운	0	0	11,9	loan	
	합계		0	0	106,9	0	
총계			1,397	722	364,3	0	

자료 : 코오롱건설, HMC투자증권

신규수주 호조와 매출 포트폴리오 개선으로 성장성 확보

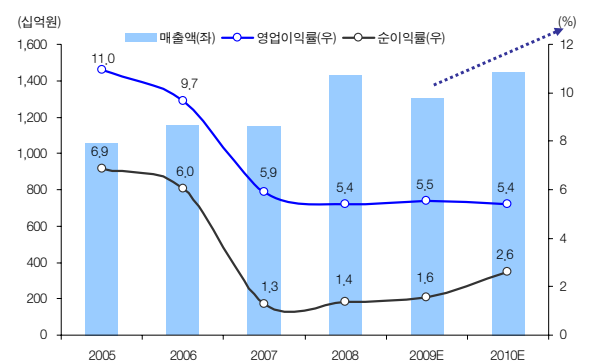
동사의 2009년 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 8.9%와 6.5% 감소할 전망이다. 이는 1) 앞서 언급한대로 주요 주택사업이 종료됨에 따라 주택 매출이 감소할 전망이고, 2) 상대적으로 매출 연결의 가시성이 높은 비주택부분의 신규수주가 2007년 이전에는 부진했기 때문이다.

그러나 2007년 이후 비주택사업의 신규수주 규모가 확대되었고, 2009년 상반기에도 신규수주가 대폭 호조를 보임에 따라, 2010년부터는 본격적인 외형 성장이 가능할 전망이다. 2010년에는 매출액이 전년 대비 11.5% 증가할 전망이다.

또한 영업이익률은 그 동안 주택관련 비용 증가와 고마진사업의 소진으로 이미 11.0%(2005년)에서 5.4%(2008년)로 하락한 상황이므로, 향후 비주택사업의 매출 비중 증가로 공사원가율이 상승하더라도 주택관련 비용의 점진적인 감소와 매출 규모 확대에 의한 판매비용 하락 등을 통해 5% 초반 수준을 방어할 수 있을 전망이다. 2010년 영업이익은 전년 대비 9.0% 증가할 전망이다.

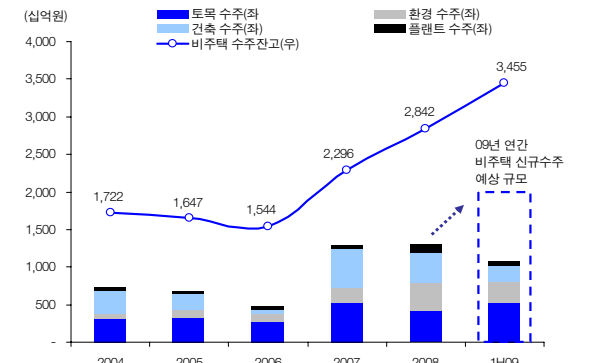
동사의 영업이익 증가세는 높지 않지만, 2010년에 순이익이 전년 대비 84.4% 증가할 것으로 전망하는데, 이는 1) 앞서 언급한대로 순차입금 축소에 따른 이자비용 감소가 큰 역할을 할 것이며, 2) 2009년 상반기 부산 합병사업 관련 판결 손실(총 62억원) 등의 1회성 손실도 감소할 전망이다.

〈그림1〉 바닥을 탈피하고 있는 실적



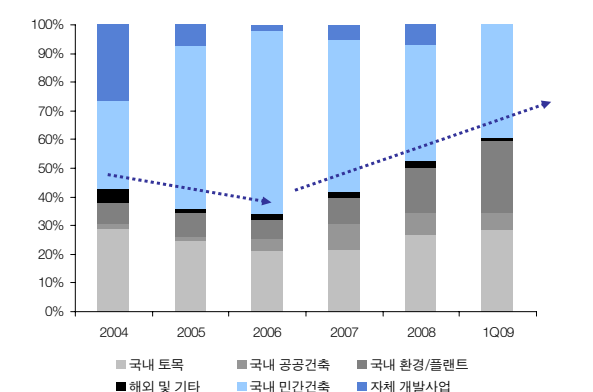
자료: 코오롱건설, HMC투자증권

〈그림2〉 비주택사업 신규수주 호조가 본격적 성장을 견인



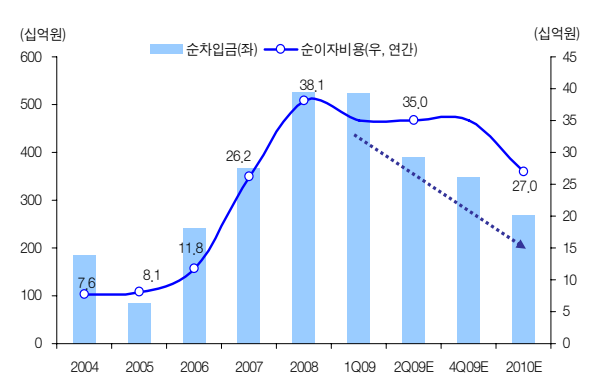
자료: 코오롱건설, HMC투자증권

〈그림3〉 주택 매출 비중 축소로 안정적 포트폴리오 전환



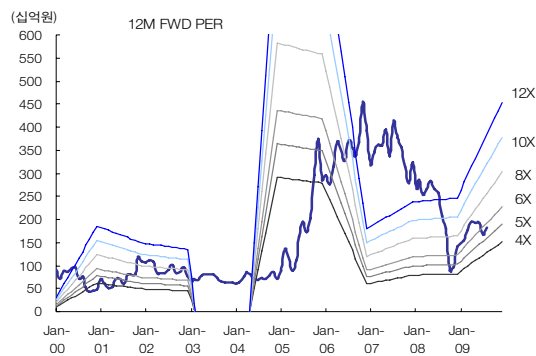
자료: 코오롱건설, HMC투자증권

〈그림4〉 이자비용 감소는 실적 Turnaround의 근거



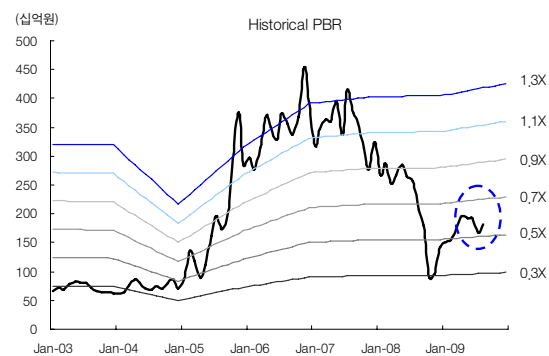
자료: 코오롱건설, HMC투자증권

〈그림5〉 코오롱건설의 12M FWD PER 추이



자료 : 코오롱건설, HMC투자증권

〈그림6〉 턴어라운드 임박에도 불구하고, PBR은 바닥권



자료 : 코오롱건설, HMC투자증권

〈표2〉 코오롱건설 2Q09 Preview: 바닥을 지나고 있으며, 개선될 일만 남았다

(십억원)	2Q08	1Q09	2Q09E	%, YoY	%, QoQ	시장 전망치	차이(%)
매출액	375	301	340	-9.4	13.1	329	3.3
매출총이익	58	47	48	-17.7	1.5	N/A	N/A
영업이익	31	20	17	-44.5	-16.7	19	-11.5
세전순이익	7	2	5	-27.9	122.7	7	-26.5
매출총이익률(%)	15.4	15.6	14.0			N/A	
영업이익률(%)	8.2	6.8	5.0			5.8	
세전순이익률(%)	1.8	0.7	1.5			2.1	

자료 : 코오롱건설, Enguide, HMC투자증권

▶ Compliance Note

이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김동준의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 조사분석 담당자는 투자의견이 제시된 종목들과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.

▶ 투자의견 분류

- HMC투자증권의 종목투자의견은 4등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - 강력매수(Strong Buy) : 추천일 종가대비 초과수익률 +30%P 이상
 - 매수(Buy) : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - 보유(Hold) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P~+15%P 이내
 - 매도(Sell) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.