

코오롱글로벌
(003070)

2013년 본격적인 턴어라운드 기대

조운호 769.3079
uhno@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

건설업종

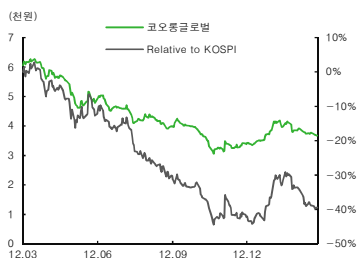
현재가 3,640

목표주가
(유지)

4,800

KOSPI	2003.35
시가총액	303 십억원
시가총액비중	0.0%
자본금(보통주)	419 십억원
52주 최고/최저	6,270 원 / 3,050 원
120일 평균거래대금	3 억원
외국인지분율	2.1%
주요주주	코오롱 외 19 인 59.3%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-2.2	-5.6	7.7	-40.8
상대수익률	-1.7	-8.0	5.6	-40.4



투자포인트

- 2012년은 합병을 통한 안정화의 시기, 하지만 실적부진으로 합병 이전 주가 수준 회귀
- 2012년에서 이월된 유통사업부의 매출 성장과 이자비용 감소로 세전이익 증가 예상
- 재무적 안정성을 바탕으로 발전 및 해외사업에서의 틈새시장 공략 추진 전망

Comment

안정적인 실적이 확인되면서 주가 상승 기대

2012년 2분기 6,450원까지 급등했던 코오롱글로벌의 주가가 합병 이전 주가로 회귀한 이유는 1) 기대치를 하회한 실적, 2) 중건건설사 유동성 리스크 확대에 의한 간접적 영향 등으로 판단된다. 합병 시너지가 본격화되기 이전에 내부요인(실적 부진)과 외부요인(건설업 디스카운트)이 동시에 영향을 미쳤던 것으로 분석된다. 합병 시너지를 단기간에 확인하기 어렵다는 점을 고려할 때 2013년 동사 주가에 중요한 것은 실적의 안정성이라고 판단된다. 유통사업부의 매출 성장과 건설부문의 수익성 안정화, 그리고 이자비용의 감소 등으로 2013년 영업이익과 세전이익이 흑자 전환이 가능할 것으로 예상되며, 실적이 안정화되면서 코오롱글로벌의 주가도 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

2013년, 수익성 개선으로 인한 턴어라운드 예상

2012년 4분기에 적자전환하면서 손실이 발생한 것은 회수 가능성이 낮은 주택관련 미수금을 일시에 손실로 반영했기 때문이다. 2012년말 현재 미분양주택수 59세대, PF잔고 133십억원 등이 남아있는데, 향후 대규모 손실이 발생할 가능성은 없는 것으로 판단된다. 2013년 코오롱글로벌의 매출액은 yoy 7.1% 증가하는 3,920십억원, 영업이익과 세전이익은 105십억원, 49십억원으로 추정된다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,450	3,660	3,920	4,081	4,168
영업이익	-21	-18	105	132	138
세전순이익	8	-41	49	80	88
총당기순이익	4	-27	37	60	67
지배지분순이익	4	-27	37	60	67
EPS	149	-337	449	731	807
PER	28.9	NA	8.1	5.0	4.5
BPS	5,742	5,241	5,575	6,200	6,901
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
ROE	1.1	-5.9	8.3	12.2	12.1

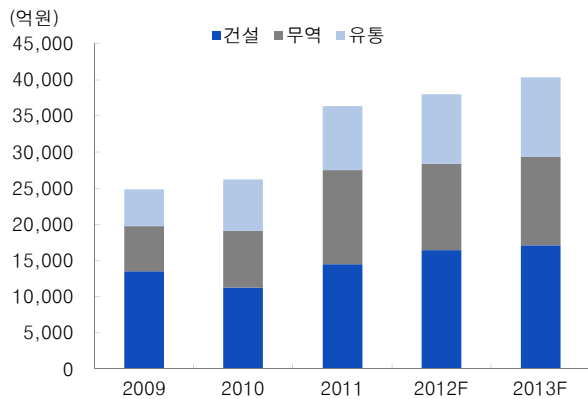
주: 영업이익은 회계별표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준

자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터

BMW 사업부의 매출 증가세 지속

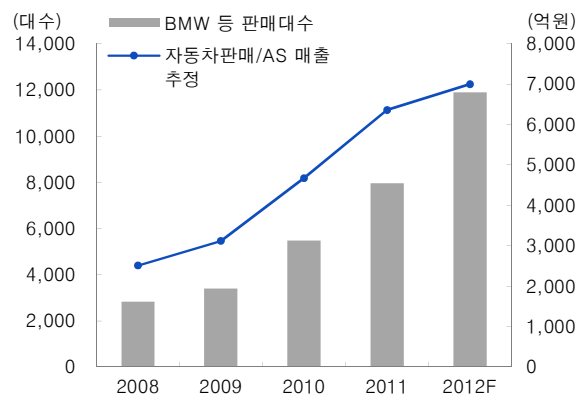
2012년 코오롱글로벌 사업부 중 가장 활발하게 영업활동이 이루어진 부문은 BMW사업부를 포함한 유통사업부였다. 건설부문은 공공사업의 원가율 상승과 대손충당금 반영으로, 무역부문은 이란 등 일부 지역 트레이딩 감소 등으로 이익 기여도가 낮아진 반면 유통사업부는 BMW 판매 증가와 A/S 매출 증가로 이익 기여도를 높였다. 국내 신차 판매 중 수입차 비중은 2010년 5.9%, 2011년 6.7%, 2012년 8.5%로 상승하면서 코오롱글로벌 유통사업부의 수입차 판매대수도 5,485대(2010년), 7,954대(2011년), 11,903대(2012년 추정)로 급증했다. 2013년에도 BMW 판매대수는 증가세를 이어갈 것으로 전망되는데, 자국 메이커를 보유한 국가의 경우 수입차 판매 비중이 최소 10%는 차지하기 때문이다. 수입차 MS의 확대가 없다고 가정하더라도 코오롱글로벌의 유통부문 매출은 증가할 수 있을 것으로 전망된다. 그 이유는 2012년 코오롱글로벌의 BMW 판매대수는 38.3% 증가한 반면 매출액은 10.8% 증가에 그쳤는데 2012년 하반기 이후 인도율이 낮아지면서 판매대수의 대부분이 예약판매였기 때문이다. 2013년에 BMW 판매량이 증가하지 않는다고 하더라도 매출액이 증가할 수 있는 환경이 마련되어 있다. 코오롱글로벌 유통사업부의 외형 성장이 긍정적인 이유는 유통사업부가 이자비용의 부담을 낮춰주는 Cash Cow 역할을 하기 때문이다.

그림 1. 코오롱글로벌 사업부 별 매출 추정



자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터 추정

그림 2. BMW 판매대수 및 유통부문 매출 추이



자료: 코오롱글로벌, 대신증권 리서치센터 추정

안정화되는 수익성, 이자비용 감소로 이익 개선세 예상

2012년 실적이 부진했던 가장 큰 이유는 건설사업부의 원가율 상승과 총 84십억원의 대손충당금 반영 때문이었다. 다른 건설사와 달리 현재 진행되는 주택 현장 및 미착공 PF에서 문제가 발생한 것은 아니었고, 공공부문의 원가율이 상승한 것과 4분기에 대규모 대손충당금이 발생한 것이 실적 부진의 가장 큰 이유이다. 4분기 대손충당금은 미분양주택으로 인해 발생했는데, 주택관련 미수금 (2012년 3분기까지 240십억원) 중 할인 판매로 인해 회수하지 못할 가능성이 높은 미수금을 비용으로 처리했다.

현재 업황을 고려해보면 공공부문 원가율이 크게 개선되기는 어려울 전망이다. 하지만 2011~2012년에 신규수주가 큰 폭으로 감소했던 것에서 알 수 있듯이 수익성 위주의 수주 전략을 추진함에 따라 공공부문의 원가율은 2012년 수준을 유지할 가능성이 높아 보인다. 반면 수익성이 양호한 환경부문(해외 포함)의 매출 기여도가 높아지고, 소규모이지만 주택사업을 재개하면서 민간 매출 비중이 높아지게 됨에 따라 코오롱글로벌 건설부문의 원가율은 91.8% 수준으로 소폭 개선될 전망이다. 또한 2011년 합병 이후 조달금리가 하향 되면서 이자비용이 감소하고 있는 것도 동사의 수익성 개선을 기대하게 하는 또 다른 중요 요인이다.

2013년 매출액 성장률 7.1%, 영업이익 흑자전환 예상

2013년 코오롱글로벌의 매출액은 3,920십억원(yoy +7.1%), 영업이익은 105십억원(흑전), 세전이익은 49십억원(흑전)으로 예상된다. 건설부문은 자의반 타의반으로 감소한 신규수주로 인해 매출액이 2012년 수준으로 정체될 전망이다. 반면 유통부문은 2012년에 계약된 BMW의 이연된 매출액 반영과 수입차 MS 확대에 의해, 무역부문은 비료 무역 기저효과와 대 이란 무역 우회로 발굴 등으로 매출액이 증가할 전망이다. 상기한 바와 같이 건설부문의 수익성이 안정화되고, 이자비용이 감소하면서 영업이익과 세전이익은 흑자전환할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 4,800 원 유지

코오롱글로벌에 대한 투자의견 매수와 목표주가 4,800원을 유지한다. 목표주가 4,800원은 2013년 예상 BPS 5,575원에 목표 PBR 0.8배를 적용하여 산출했다. 목표 PBR 0.8배는 2013년 예상 ROE인 8.3%를 감안하여 산출했는데, 대신증권 리서치센터는 “PBR 1.0배는 ROE 10%를 기준으로 한다”라는 가정 하에 ROE 할인 폭만큼 목표 PBR을 할인하고 있다. 투자의견 매수를 유지하는 것은 1) 현 주가는 합병 이전의 주가를 하회하고 있는데, 합병 이후 재무적 안정성 등을 고려할 때 중견 건설사 리스크가 동사 주가에 과도하게 반영되고 있다고 판단되고, 2) 합병 이후 실적의 안정성은 기대보다 1년 늦어지기는 했지만, 2013년부터는 본격적인 턴어라운드 가능성이 있다고 예상되기 때문이다.

BW는 조기상환 가능성이 높다고 판단

코오롱글로벌 주식의 리스크 요인 중 하나는 BW 75십억원이 주식으로 전환될 수 있다는 점이다. 해당 BW는 2010년에 100십억원 규모로 발행되었는데, 현재 남아있는 것은 75십억원이다. 상환예정일은 2013년 9월로 예정되어 있으나, 현 주가는 행사가액 5,000원을 하회하고 있기 때문에 주식으로 상환될 가능성은 낮은 편이다. 코오롱글로벌에서는 BW를 조기상환하는 방안을 검토 중으로 주식으로 전환될 가능성은 극히 낮은 것으로 판단된다. 따라서 주식수 증가에 따른 희석화를 우려할 필요는 없다고 판단된다.

김천 열병합발전소의 준공 및 운영 : 틈새시장 공략의 첫 걸음

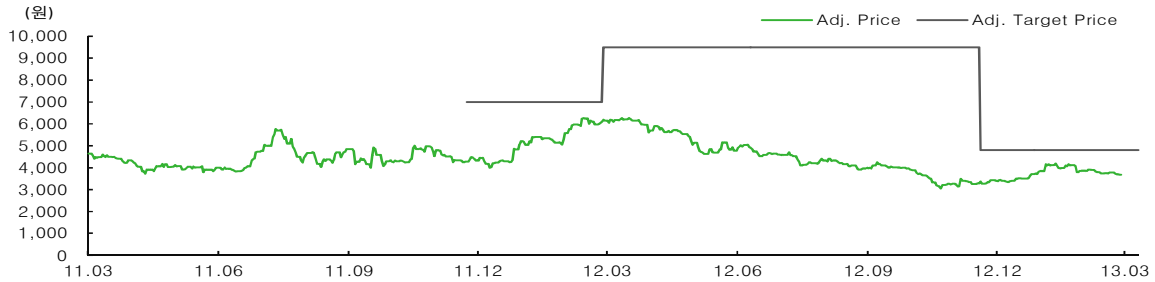
코오롱글로벌이 시공하고 있는 김천 열병합발전소의 준공 및 시운전이 연내 이루어질 예정이다. 정상적으로 운영될 경우 연 매출 120십억원이 기대되는 사업장이다. 또한 오성 가스복합발전소의 공동시공을 통해 코오롱글로벌은 100MW급의 시공 경험을 보유하게 되었는데, 향후 국내 및 동남아시아에서의 소규모 발전사업에 진입할 수 있게 되었다. 다른 중견건설사와 코오롱글로벌의 차별화 포인트는 “기업이 생존에만 머무르지 않고 신사업 진출을 통해 성장을 꾀할 수 있다”는 점에 있다. 현재 김천 열병합발전소 이외에도 연내 새로운 열병합발전소 신규수주도 가시화되고 있는데, 이러한 소규모 발전사업의 확대는 코오롱글로벌의 중장기 먹거리 찾기에서 중요한 의미를 가지고 있다고 판단된다.

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다 (담당자: 조윤호)

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

▶ 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	13.03.12	12.11.29	12.05.16	12.03.08	11.12.11	11.12.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	4,800	4,800	9,500	9,500	7,000	7,000
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

▶ 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상