

코라오홀딩스 (900140)

김한이
769,3789
hane,ym@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지

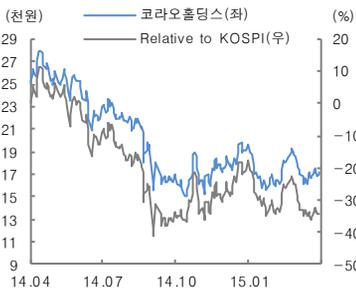
목표주가 **24,000**
유지

현재주가 **17,100**
(15.03.31)

지주회사

KOSPI	2041.03
시가총액	819십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	28,000원 / 15,100원
120일 평균거래대금	50억원
외국인지분율	23.79%
주요주주	오세영 44.43% 흥국생명보험 19.56%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.3	-12.8	1.8	-30.9
상대수익률	-10.8	-18.1	0.7	-32.8



중장기 방향성 확인

2014-2015년 코라오홀딩스 주요 변화

- **(매출성장률 안정화)** 매출액 비중 66%를 차지해 왔던 신차(수입 4륜차, 2014 ASP \$23,000) 판매대수가 연 1만대 수준으로 안정화되었고, 과거 건설투자확대의 기저효과가 소멸하여 신차 ASP가 정상화되었기 때문
- **(CKD 모델 세분화)** 1톤 트럭 S-1(\$13,500), 2.2톤트럭 D-220(\$19,500) 중심에서 하반기 픽업트럭 Extreme(≈\$23,000), 1.5톤트럭 D-150(\$16,000), 주력모델인 1톤트럭 Dt-1 (\$15,500) 생산 및 판매시작
- 2중에서 5중으로 세분화 및 고가모델 런칭으로 판매대수 및 ASP 증가 예상. 2014년 기준 매출액 비중 19%이나 점진적 확대는 필연적
- **(지방 매출 확대)** 수도권 비엔티엔지역 중심에서 지방으로 판매망 확대. 도로포장을 및 경제여건 고려시 4륜차보다는 CKD 수요가 높은 지역. CKD GPM(22%)이 신차(21%)보다 높은 수준임에도 지방 매출이 늘어나면 GPM 상승세가 일시적으로 둔화될 수 있음
- 직영소매가 아닌 딜러매출비중이 높아지기 때문. 잠재 매출확대를 나타내는 긍정적신호
- **(신규시장 진출)** CKD Extreme 모델로 라오스 내 신규 시장인 픽업트럭 시장에 진출. 라오스 자동차시장 내 가장 큰 시장이므로 성공적 안착 여부 주목
- **(CKD 할부금융)** 자체 재원으로 CKD 할부금융 지원. 신차는 인도차이나뱅크에서 취급
- **(1인당 GDP 증가)** 중산층 구매력 확대 추정. 오토바이(ASP \$646) 판매대수 감소는 고가 모델 구입 증가의 영향도 있을 수 있다고 판단. 오토바이부문의 매출액 비중은 과거 8%대, 2014년 5%에 불과해 실적에 미치는 영향은 크지 않음
- **(지분법 손실)** 코라오홀딩스가 지분 16% 보유한 KR모터스로부터 지분법손실 발생 중
- **(ASEAN 통합)** 2015 LVMC(라오스,베트남,미얀마,캄보디아) 제외한 6개국, 2018 LVMC까지 민간품목 제외한 모든 품목 zero 관세 및 비관세장벽 철폐

중장기적 방향성 확인. 4분기의 판매호조가 이어진다면 1분기 실적은 양호할 전망

- 하반기 픽업트럭 업그레이드모델 및 2톤트럭 출시, 기존 라오스, 미얀마, 캄보디아시장에 이은 베트남 파키스탄 CKD 트럭 진출, 오토바이 가격 경쟁력 확보 및 신모델 해외 진출 등의 계획 수립. 방향성의 구체화
- ASEAN 통합에 따른 세금 이슈는 부담 요인일 수 있으나 기회로 활용하고자 하는 것으로 파악. 2017년까지 수입관세 및 내국세 0%가 유지되는 자체브랜드차량을 활용한 대응을 계획. 2020년까지 법인세 면제되는 점 긍정적
- 우리의 목표주가는 2015F EPS 890원에 목표PER 27배를 적용(성장률 안정화에 따른 3년평균 PER 25% 할인, EPS 계산시 자사주 제외)
- 코라오홀딩스는 지난 1/19 2015년 매출액 전망치를 5,000억원으로 공시했는데 CKD 매출이 전년도 약 700억원에서 1300억원으로 증가함을 가정한 수치로 추정
- 우리의 1분기 추정치인 매출액 1,155억원과 영업이익 107억원은 회사 목표에 비해 보수적. 4분기 CKD 판매호조 지속 시 1분기 실적은 추정치 상회 가능. 원달러 평균환율도 4분기 1,087원 대비 1분기 1,100원으로 상승하여 환율효과도 지속
- 사업지역의 특성상 이익실현시점에 대해, 확인이 아닌 믿음이 필요한 종목. 다만 환경변화에 대한 동사의 명확한 인식과 CKD 매출확대, 라오스 외 지역으로의 해외진출, KR모터스와의 시너지 등 중장기적인 대응방향을 확인했다고 판단
- 2015F PER 19x로 낮지 않은 valuation이며 이익규모에 대한 확인은 어려우나 성장성에 대한 시장의 공감대 확산 시 주가상승 가능

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2012A	2013A	2014P	2015F	2016F
매출액	276	334	380	405	458
영업이익	29	34	38	44	51
세전순이익	30	28	40	43	49
총당기순이익	29	28	40	42	49
지배지분순이익	29	28	40	42	49
EPS	761	676	850	889	1,024
PER	24.2	40.0	20.1	19.2	16.7
BPS	3,001	6,016	6,667	7,207	8,209
PBR	6.1	4.5	2.6	2.4	2.1
ROE	27.8	14.3	12.7	12.3	12.4

주: EPS 산출시 자기주식수 제외, 미래 환율은 당사 추정치 적용
 자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. CKD 모델은 하단 5종 외에 2종 추가 예정

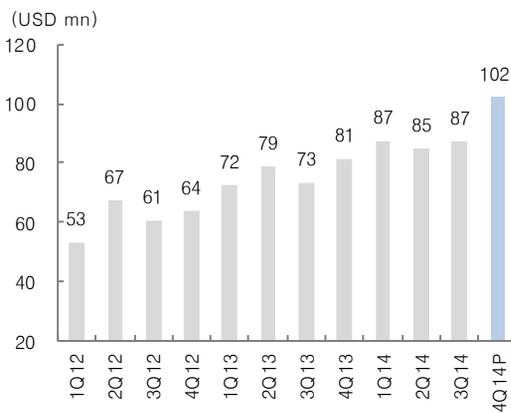
대한(DAEHAN) 모델 라인업 및 판매가격 비교



	Model	S-1	D-220	EXTREME	D-150	DT-1
판매 가격 (USD)	대한 (DAEHAN)	13,500	19,500	21,900 (2륜) 24,900 (4륜)	16,000	15,500
	토요타 (Toyota)	26,000~30,000	34,000~37,000	38,000~47,000	26,000~30,000	26,000~30,000
	중국산	12,000~15,000	20,000~24,000	22,000~28,000	12,000~15,000	12,000~15,000

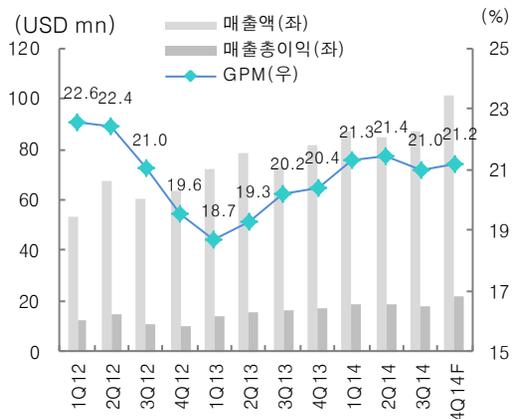
자료: 코라오홀딩스, 대신증권 리서치센터

그림 2. 분기별 매출액 추이



자료: DART, 대신증권 리서치센터

그림 3. 분기별 매출총이익률 추이



자료: DART, 대신증권 리서치센터

재무제표

	2012A	2013A	2014P	2015F	2016F
매출액	276	334	370	405	458
매출원가	222	266	293	320	361
매출총이익	54	68	77	86	98
판매비와관리비	25	35	43	45	50
영업이익	29	34	37	44	51
영업이익률	10.6	10.1	10.0	10.9	11.0
EBITDA	31	36	37	45	52
영업외손익	0	-6	-5	-1	-1
관계기업손익	0	0	-2	0	0
금융수익	0	2	4	6	6
외환관련이익	0	1	1	1	1
금융비용	0	-7	-8	-7	-7
외환관련손실	0	3	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	30	28	32	43	49
법인세비용	0	0	-1	-1	-1
계속사업순이익	29	28	32	42	49
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	29	28	32	42	49
당기순이익률	10.6	8.3	8.6	10.4	10.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	29	28	32	42	49
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	29	28	32	42	49
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	29	28	32	42	49

	2012A	2013A	2014P	2015F	2016F
EPS	761	676	661	881	1,016
PER	24.2	40.0	26.5	19.4	16.8
BPS	3,001	6,016	6,339	7,207	8,209
PBR	6.1	4.5	2.8	2.4	2.1
EBITDAPS	798	873	768	938	1,096
EV/EBITDA	22.9	32.0	21.1	16.4	13.7
SPS	7,186	8,164	7,725	8,467	9,577
PSR	2.6	3.3	2.3	2.1	1.8
CFPS	807	913	787	1,020	1,176
DPS	0	12	12	12	12

	2012A	2013A	2014P	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	48.6	21.2	10.6	9.6	13.1
영업이익 증가율	32.5	15.0	10.0	19.0	14.5
순이익 증가율	33.1	-5.1	14.2	33.2	15.3
수익성					
ROIC	31.4	24.2	19.5	20.2	20.0
ROA	23.1	13.9	9.0	8.7	8.9
ROE	27.8	14.3	11.0	13.0	13.2
안정성					
부채비율	23.8	25.9	59.6	54.5	52.6
순차입금비율	-3.8	-28.5	-21.1	-23.7	-26.0
이자보상배율	74.5	7.5	6.1	7.7	9.0

자료: 코라오홀딩스, 대신증권 리서치센터

	2012A	2013A	2014P	2015F	2016F
유동자산	112	271	376	409	454
현금및현금성자산	16	95	189	207	227
매출채권 및 기타채권	34	61	69	77	90
재고자산	59	71	79	86	97
기타유동자산	3	44	40	40	40
비유동자산	31	71	110	125	147
유형자산	20	41	64	78	99
관계기업투자금	0	0	15	15	15
기타비유동자산	11	30	31	32	33
자산총계	143	343	485	534	601
유동부채	27	46	103	105	107
매입채무 및 기타채무	14	23	25	27	29
차입금	11	7	53	53	53
유동성채무	0	15	15	15	15
기타유동부채	2	2	10	10	10
비유동부채	0	24	78	84	100
차입금	0	23	75	75	75
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	3	9	25
부채총계	27	70	181	188	207
자배지분	115	272	303	345	393
자본금	10	12	13	13	13
자본잉여금	23	153	153	153	153
이익잉여금	82	107	138	179	227
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	1	1	1	1
자본총계	115	272	304	346	394

	2012A	2013A	2014P	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	5	-26	12	23	25
당기순이익	28	27	32	42	49
비현금항목의 가감	2	10	6	7	8
감가상각비	1	2	3	4	5
외환손익	0	3	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1	5	4	4	4
자산부채의 증감	-25	-59	-23	-23	-29
기타현금흐름	0	-4	-3	-3	-3
투자활동 현금흐름	-4	-56	-41	-18	-26
투자자산	0	0	-15	0	0
유형자산	-11	-26	-26	-18	-26
기타	6	-30	0	0	0
재무활동 현금흐름	10	162	107	-1	-1
단기차입금	0	0	47	0	0
사채	0	35	55	0	0
장기차입금	11	-5	6	0	0
유상증자	0	132	1	0	0
현금배당	-1	-1	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	11	80	92	18	21
기초 현금	4	15	97	189	207
기말 현금	16	95	189	207	227
NOPLAT	29	33	37	44	50
FCF	19	7	14	29	29

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:김한이)

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]

코라오홀딩스(900140) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
제시일자	150401	150223	141201	140901	140602	140522
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24000	24000	24000	33000	38000	38000
제시일자	140521					
투자의견	Buy					
목표주가	38000					
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 증가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률):
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상