

코오롱글로벌 (003070)

이제 시작이다



▶ Analyst 송유림 yurim.song@hanwha.com 3772-7152

Buy (신규)

목표주가(신규): 11,000원

현재 주가(2/21)	8,100원
상승여력	▲35.8%
시가총액	2,042억원
발행주식수	25,210천주
52 주 최고가 / 최저가	12,150 / 5,920원
90 일 일평균 거래대금	6.57억원
외국인 지분율	1.9%
주주 구성	
(주)코오롱(외 21 인)	77.1%
코오롱글로벌 자사주	0.6%
박문규	0.0%

주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.5	21.3	2.8	-20.6
상대수익률(KOSPI)	-8.4	13.9	4.6	-12.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	3,654	3,358	3,272	3,486
영업이익	73	77	88	98
EBITDA	89	95	106	116
지배주주순이익	15	19	38	52
EPS	758	735	1,518	2,061
순차입금	536	544	544	589
PER	12.9	11.0	5.3	3.9
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.8	7.9	7.1	6.9
배당수익률	1.5	1.9	1.9	1.9
ROE	3.4	4.0	8.0	10.0

주가 추이



코오롱글로벌에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 11,000 원을 제시하며 당사 분석대상 종목에 편입합니다. 2019년 실적은 주택 부문을 중심으로 개선이 뚜렷할 전망이며, 자동차 판매를 주로 하는 유통 부문의 상황도 생각보다 나쁘지 않습니다.

주택 부문의 매출 성장은 이제 시작

동사의 가장 큰 투자포인트는 주택 부문의 매출이 올해부터 본격적으로 성장한다는 점이다. 2018년 말 기준 수주잔고는 8조 원으로 매출액 대비 4.9배 수준으로 풍부하며, 특히, 주택 부문의 수주잔고 회전율은 8.5배로 높아 이를 중심으로 한 매출 성장세가 두드러질 전망이다. 이에 주택 부문의 매출 비중이 작년 20%에서 올해 26% 수준까지 확대 될 것으로 보이는데, 주택 부문의 마진이 높은 만큼 수익성 개선에 긍정적이다. 올해에도 약 11,943세대의 분양이 계획되어 있어 당분간 주택 부문은 높은 수준의 매출 성장률이 지속될 것으로 보인다.

유통 부문, 결코 나쁘지 않다

자동차 판매를 주로 하는 유통 부문도 생각보다 상황이 나쁘지 않다. BMW 차량 화재의 여파로 지난 3분기 이후 자동차 판매 부문의 매출은 급격히 감소하고 있지만, 대규모 리콜로 A/S부문의 매출은 오히려 큰 폭으로 확대되고 있기 때문이다. 중요한 것은 마진인데, 수익성만 놓고 보면 A/S 부문은 주택 부문만큼이나 양호하기 때문이다. 2018년 4분기 자동차 판매 매출액은 YoY -54.5%로 크게 줄었지만 A/S 부문 매출은 YoY +105.7% 성장하면서 영업이익은 전년대비 증가하는 모습을 나타냈다. 2019년의 모습도 이와 다르지 않다는 판단이다.

투자의견 BUY, 목표주가 11,000원으로 커버리지 개시

코오롱글로벌에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 11,000원을 제시하며 당사 분석대상 종목에 편입한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS 19,669 원에 목표배수 0.6배를 적용하여 산출했다. 우리가 제시한 목표주가는 12개월 예상 EPS 기준으로 7.0배, BPS 기준으로는 0.6배에 해당하는 수준이다. 현재 주가는 당사 추정치를 기준으로 12M Fwd. P/E 5.0배, P/B 0.41배 수준에서 형성돼 있다.

투자 의견 Buy 와 목표주가 11,000 원 제시

투자 의견 Buy,
목표주가 11,000원 제시

우리는 코오롱글로벌에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 11,000원을 제시하며 당사 분석 대상 종목에 편입한다. 목표주가는 12개월 예상 BPS 19,669원에 목표배수 0.6배를 적용하여 산출했다. 목표배수는 12개월 예상 ROE 8.4%, COE 10.3%, 영구성장률 1%를 가정한 수치다.

우리가 제시한 목표주가는 12개월 예상 EPS 기준으로 7.0배에 해당하는 수준으로 KOSPI 건설업 3년 평균 12M Fwd. P/E인 7.7배보다 낮다. 동사의 올해와 내년 ROE가 8~10% 수준으로 건설업 ROE 11%보다 낮은 점을 감안해 업종 평균 12M Fwd P/B 0.8배를 약 40% 할인한 0.6배를 적용했다. 현재 주가는 당사 추정치를 기준으로 12M Fwd. P/E 5.0배, P/B 0.41배 수준에서 형성돼 있다.

[표21] 코오롱글로벌의 P/B 밸류에이션

구분		비고
예상 BPS(원)	19,669	12개월 예상 BPS
목표 P/B(배)	0.6	12개월 예상 ROE 8.4%, COE 10.3%, 영구성장률 1% 가정 시 산출되는 목표배수를 약 40% 할인
적정 주가(원)	11,231	
목표 주가(원)	11,000	목표주가 11,000 원으로 신규 제시
현재 주가(원)	8,100	
상승 여력	36%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 코오롱글로벌 주가 추이



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

투자 포인트

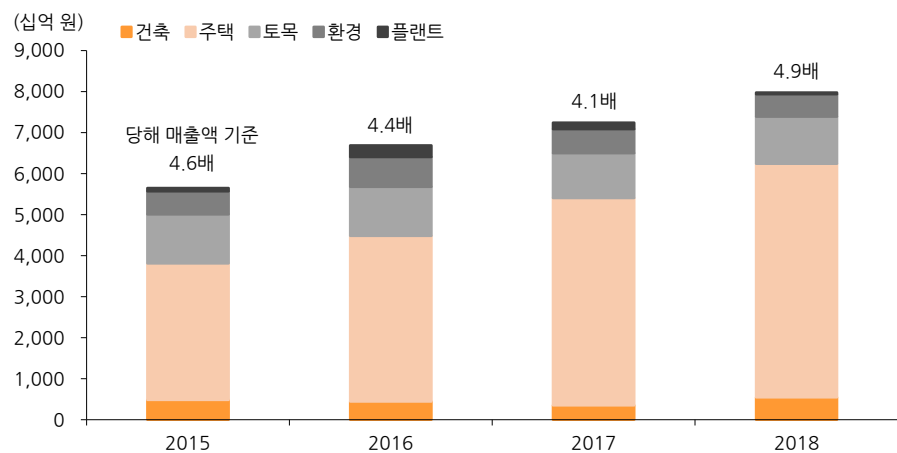
주택 매출 성장은
이제 시작

코오롱글로벌의 가장 큰 투자포인트는 주택 부문의 매출이 올해부터 본격적으로 성장한다는 점이다. 꾸준한 신규 수주를 바탕으로 총 수주잔고가 2015년 이후 지속적으로 증가해 왔으며, 2018년 말 기준 수주잔고는 8조 원으로 매출액 대비 4.9배 수준으로 풍부하다. 특히, 주택 부문의 수주잔고 회전율은 8.5배로 높아 이를 중심으로 한 매출 성장세가 두드러질 전망이다, 2018년 4분기 실적에서 주택 부문의 매출이 25.2% 성장하면서 그 시작을 알렸다.

주택 비중이 늘어나면
이익률도 개선된다

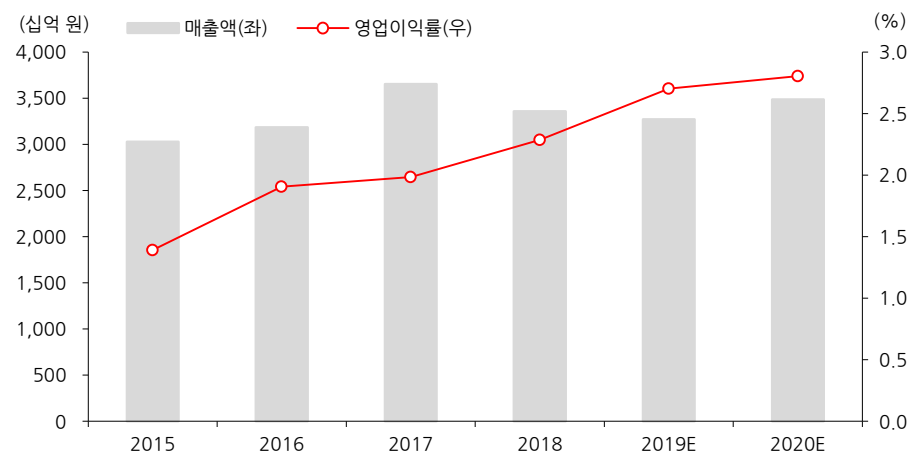
이에 따라 동사의 2019년 영업이익은 매출 부진에도 불구하고 두 자릿 수 성장률을 기록할 것으로 보인다. 주택 부문의 수익성이 상대적으로 양호한 편인데, 이 부문의 매출 성장이 뚜렷할 것으로 예상하기 때문이다. 주택 부문이 총 매출액에서 차지하는 비율은 작년 20%에서 올해 26% 수준까지 확대될 전망이다. 올해 분양 계획을 감안하면 내년에도 주택 부문의 매출 성장률은 두 자릿 수를 유지할 것으로 예상된다.

[그림48] 코오롱글로벌의 부문별 수주잔고 추이



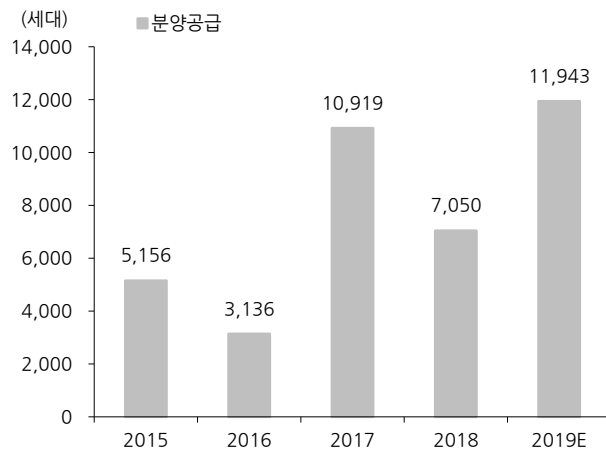
자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 코오롱글로벌의 실적 추이 및 전망



자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

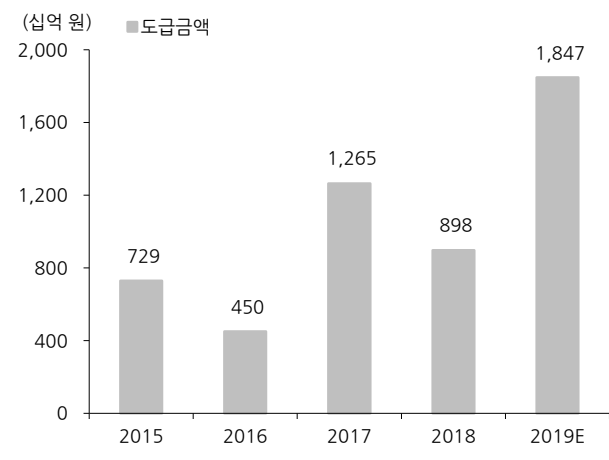
[그림50] 코오롱글로벌의 주택 분양물량 추이



주: 관도급 포함

자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 코오롱글로벌의 주택 분양 도급금액 추이



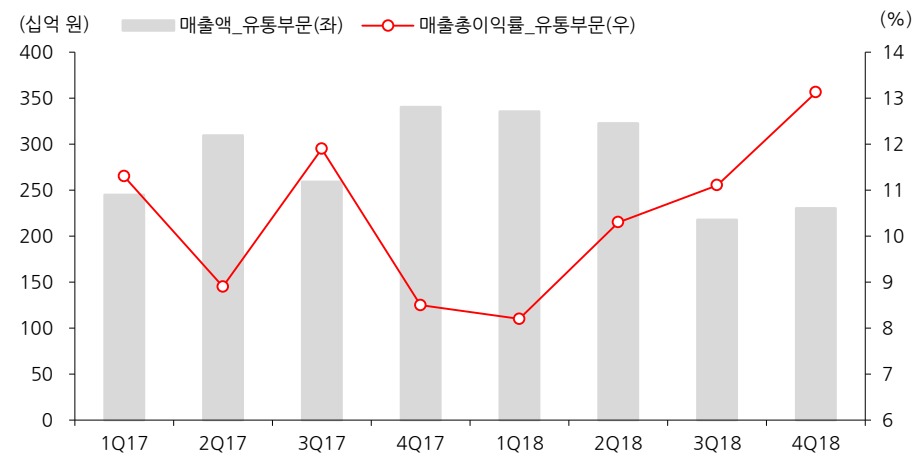
주: 관도급 포함

자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

신차 판매 부진
vs. A/S 판매 증가

더불어 자동차 판매를 주로 하는 유통 부문도 생각보다 상황이 나쁘지 않다. BMW 차량 화재의 여파로 지난 3분기 이후 자동차 판매 부문의 매출이 급격히 감소함에도 불구하고, 대규모 리콜로 A/S부문의 매출이 큰 폭으로 확대되고 있기 때문이다. 매출액 규모로는 자동차 판매 부문에 비해 작은 편이지만, 수익성은 주택 부문보다도 뛰어나기 때문에 이익 방어가 가능하다는 판단이다. 2018년 4분기만 놓고 보더라도, 자동차 판매 매출액이 YoY -54.5%로 크게 줄었지만 A/S 부문이 YoY +105.7% 성장하면서 영업이익은 오히려 전년대비 증가하는 모습을 나타냈다.

[그림52] 유통부문의 매출액과 매출총이익률 추이



자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

기대되는 신사업 한편, 동사는 신사업으로 임대주택 사업을 영위하고 있다. 먼저, 커먼라이프는 토지 확보부터 시작해 개발/시공, 운용 및 관리까지하는 임대주택 종합 서비스를 제공하는 사업으로 시공은 코오롱글로벌이, 운영은 코오롱하우스비전(100% 자회사)에서 맡는 구조다. 자체 임대사업으로 역삼 Tree하우스(72세대)가 있으며, 경기도시공사로부터 위탁을 받아 진행하는 파북하우스는 현재 1차(운영 중)와 5차(공사 중)가 진행 중에 있다.

커먼타운은 대형 주택의 리모델링을 통한 공유주택 개념이다. 5~10년 장기 임차 후 리모델링을 해서 1인 가구에 임대해주는 방식으로 운영된다. 리베토에서 운영을 맡고 있으며, 현재 압구정, 청담, 이태원, 여의도 등에서 29개 하우스(2018년 말 기준 323 Bed)를 운영하고 있다.

더불어 커먼타운의 사업을 해외로 확장하기 위해 지난 11월 싱가포르 해외법인을 설립했다. 코오롱글로벌이 싱가포르 법인을 65% 지배하고, 싱가포르 법인이 리베토를 95% 지배하는 구조다. 올해 상반기 내 싱가포르 현지에 공유 주택 사업 오픈을 목표로 하고 있으며, 장기적으로는 동남아 지역을 중심으로 해외 주거 공유사업을 확대해나갈 계획이다.

[그림53] 커먼라이프



자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 커먼 타운



자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[표22] 코오롱글로벌의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	896.2	858.0	743.1	861.0	743.5	827.7	798.1	902.4	3,653.6	3,358.3	3,271.7	3,486.3
YoY(%)	18.0	-7.9	-19.3	-17.3	-17.0	-3.5	7.4	4.8	14.7	-8.1	-2.6	6.6
건설부문	395.8	364.4	355.8	504.0	356.7	390.9	393.3	467.6	1,752.4	1,620.0	1,608.5	1,776.6
토목	63.4	61.0	50.2	78.4	61.9	65.0	62.1	80.3	325.7	253.0	269.4	283.9
환경	53.8	49.5	57.9	79.1	45.4	47.6	47.6	61.9	243.1	240.3	202.5	189.8
주택	125.1	152.5	152.6	237.6	170.9	205.1	210.4	262.5	627.2	667.8	848.8	964.7
건축	74.3	54.2	50.5	84.1	65.4	64.6	64.6	56.1	359.4	263.1	250.7	269.7
플랜트	79.2	47.2	44.6	24.8	13.1	8.6	8.6	6.7	197.0	195.8	37.0	68.5
유통부문	335.5	322.5	217.6	230.4	231.1	278.1	252.1	291.1	1,153.5	1,106.0	1,052.6	1,119.0
자동차판매	275.1	256.0	144.9	130.2	145.3	190.3	163.3	202.3	925.0	806.2	701.4	736.5
자동차 AS	44.8	47.1	54.9	83.5	67.1	69.1	70.1	70.1	167.6	230.3	276.4	304.0
상사부문	134.4	146.4	144.7	106.1	127.3	134.3	128.3	115.3	649.4	531.6	505.0	479.8
철강	69.9	83.6	75.5	65.2	67.9	74.9	69.9	66.9	383.1	294.2	279.5	265.5
일반무역	64.5	62.8	69.2	40.9	59.4	59.4	58.4	48.4	266.3	237.4	225.5	214.3
연결조정	30.5	24.7	25.0	20.5	28.4	24.4	24.4	28.4	98.3	100.7	105.7	111.0
매출원가	822.4	782.1	678.1	766.7	670.9	749.7	720.5	806.6	3,322.2	3,049.3	2,947.7	3,137.5
매출원가율(%)	91.8	91.1	91.3	89.0	90.2	90.6	90.3	89.4	90.9	90.8	90.1	90.0
건설부문	92.0	92.2	92.4	89.3	91.0	91.3	90.8	89.7	91.3	91.3	90.6	90.6
유통부문	91.8	89.7	88.9	86.9	89.0	89.0	88.7	87.9	90.0	89.6	88.6	88.6
상사부문	94.7	95.7	95.6	95.9	94.5	95.3	95.3	96.2	94.5	95.5	95.3	95.3
판매비	61.3	61.0	54.4	55.4	60.2	57.9	57.5	59.9	258.9	232.2	235.6	251.0
판매비율(%)	6.8	7.1	7.3	6.4	8.1	7.0	7.2	6.6	7.1	7.2	7.2	7.2
영업이익	12.4	15.0	10.6	38.8	12.4	20.1	20.1	35.8	72.5	76.8	88.4	97.8
YoY(%)	-7.2	0.1	-39.7	45.7	0.2	34.3	89.8	-7.7	19.5	5.9	15.2	10.5
영업이익률(%)	1.4	1.7	1.4	4.5	1.7	2.4	2.5	4.0	2.0	2.3	2.7	2.8
영업외손익	-9.3	-8.5	-6.5	-18.4	-10.7	-4.0	-9.1	-13.5	-56.0	-42.7	-37.3	-28.4
세전이익	3.1	6.4	4.1	20.4	1.7	16.1	11.0	22.3	16.5	34.0	51.1	69.4
순이익	1.4	-6.5	3.9	17.9	1.3	12.1	8.2	16.7	15.2	16.7	38.3	52.0
YoY(%)	22.3	적전	344.5	120.2	-7.2	흑전	109.8	-6.5	148.5	9.7	129.0	35.7
순이익률(%)	0.2	-0.8	0.5	2.1	0.2	1.5	1.0	1.9	0.4	0.5	1.2	1.5
자배주순이익	1.7	-6.0	4.5	18.4	1.3	12.1	8.2	16.7	15.2	18.6	38.3	52.0

자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

기업 개요

1954년
개명상사로 설립

코오롱그룹은 1954년 개명상사로 설립되었으며, 코오롱건설의 전신은 1960년 설립된 협화실업이다. 2011년에 코오롱건설이 코오롱아이넷, 코오롱B&S를 합병하며 현재의 코오롱글로벌이 출범하였다. 대한건설협회 시공능력평가 기준 2017년에 19위, 2018년 5월에 20위를 기록했다.

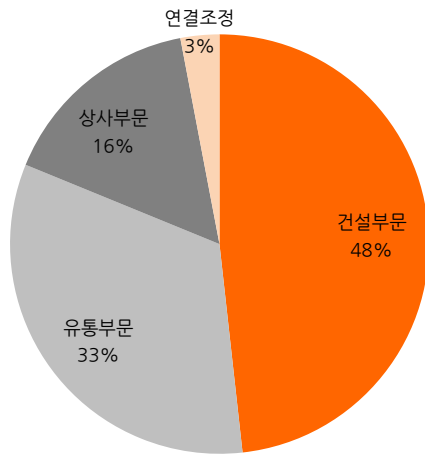
동사는 건설, 상사, 자동차 판매, 스포츠센터 운영, 휴게소시설 운영 등의 사업을 영위하고 있으며, 그 중 건설사업 부문이 48%, 자동차 판매(수입자동차 판매, BMW, MINI, 롤스로이스 등) 부문이 33%, 무역사업 부문이 16%를 차지한다(2018년 기준). 건설사업 부문은 다시 토목, SOC, 건축, 주택, 플랜트 등으로 구분된다. 도로/교량, 철도/지하철 공사를 담당하는 토목 부문, 터널, 교량, 복합휴게시설 등 사회기반시설을 구축하는 SOC 부문, 업무시설 및 오피스텔 등 공사를 담당하는 건축 부문, 자체 브랜드인 하늘채를 통해 주거 공간을 건설하는 주택 부문, 그리고 코오롱그룹계열사를 비롯한 국내 주요 화학업체의 화학 플랜트, 합성섬유 플랜트 건설을 담당하는 플랜트 부문이 있다.

[표23] 코오롱글로벌 연혁

연도	주요 내용
1954	개명상사 설립 (㈜코오롱상사의 모태이며, 코오롱그룹의 시발점)
1960	협화실업(주) 설립 (코오롱건설(주)의 전신)
1978	코오롱종합건설 설립
1979	코오롱상사로 사명변경 (주)코오롱상사와 (주)삼경물산 통합)
1979	산업훈장 (금탑, 수출 1억불 달성, 코오롱상사)
1982	코오롱종합건설, 코오롱건설(주)로 상호변경
1984	코오롱스포렉스 설립
1986	코오롱건설, 삼경개발주식회사 합병 (종합건설회사로서의 역량 강화)
1987	산업훈장 (호남선 복선공사 성공적 수행, 동탑, 코오롱건설)
1987	BMW 강남 전시장 오픈
1987	BMW 성산 A/S 센터 오픈
1988	산업훈장 (석탑, 부산지하철 1호선 3단계 성공적 수행, 코오롱건설)
1989	코오롱모터스 설립
1990	코오롱정보통신 설립
1997	한국건축문화대상 (코오롱타워, 코오롱건설)
2000	코오롱건설(주) 코오롱엔지니어링 합병 (환경, 엔지니어링 부문 역량강화)
2001	코오롱상사, 기업분할
2001	FnC 코오롱주식회사, 코오롱인터내셔널주식회사, 코오롱 CI 주식회사 코오롱엔지니어링 흡수합병
2003	건설교통부장관 표창 (건설의 날, 코오롱건설)
2005	코오롱글로벌텍, HBC 코오롱합병
2006	코오롱아이넷출범
2006	코오롱인터내셔널과 코오롱정보통신 합병
2010	LH 건축시설 우수시공업체 (코오롱건설)
2011	코오롱글로벌주식회사 출범
2011	코오롱건설, 코오롱아이넷, 코오롱 B&S 합병, 대형 종합법인 출범
2015	코오롱씨앤씨(주)를 흡수합병

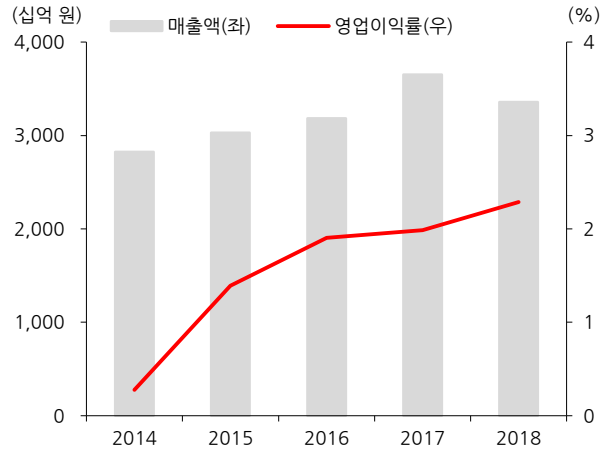
자료: 코오롱글로벌, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 코오롱글로벌 매출 현황(2018년 기준)



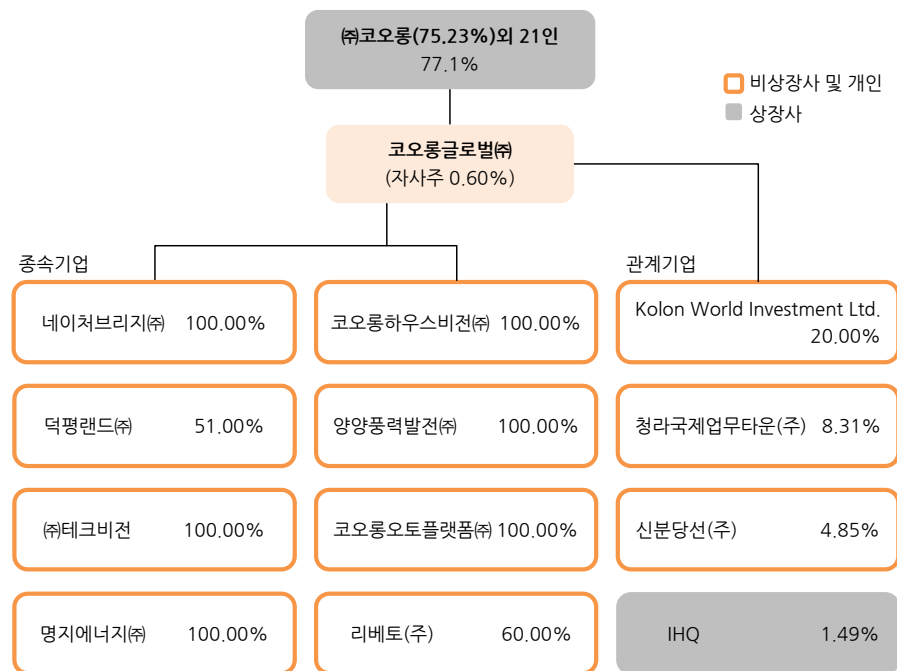
자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 코오롱글로벌 5개년 매출액 및 영업이익률 현황



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 코오롱글로벌 지배구조



자료: 전자공시시스템, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	3,185	3,654	3,358	3,272	3,486
매출총이익	292	331	309	324	349
영업이익	61	73	77	88	98
EBITDA	75	89	95	106	116
순이자수익	-22	-25	-13	10	10
외화관련손익	-15	6	3	0	0
지분법손익	-1	-10	1	-1	-1
세전계속사업손익	6	16	34	51	69
당기순이익	6	15	17	38	52
지배주주순이익	6	15	19	38	52
증가율(%)					
매출액	5.1	14.7	-8.1	-2.6	6.6
영업이익	44.1	19.5	5.9	15.2	10.5
EBITDA	36.8	19.2	6.6	11.4	9.6
순이익률	흑전	148.5	9.7	129.0	35.7
이익률(%)					
매출총이익률	9.2	9.1	9.2	9.9	10.0
영업이익률	1.9	2.0	2.3	2.7	2.8
EBITDA 마진	2.4	2.4	2.8	3.2	3.3
세전이익률	0.2	0.5	1.0	1.6	2.0
순이익률	0.2	0.4	0.5	1.2	1.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업현금흐름	98	39	29	70	29
당기순이익	6	15	17	38	52
자산상각비	14	17	19	18	19
운전자본증감	41	-33	-39	6	-50
매출채권감소(증가)	29	-130	-2	10	-247
재고자산감소(증가)	-62	-28	27	-9	-14
매입채무증가(감소)	100	89	-18	1	207
투자현금흐름	-65	-53	-31	-69	-73
유형자산처분(취득)	-67	-38	-40	-40	-43
무형자산 감소(증가)	-5	-6	7	0	0
투자자산 감소(증가)	2	-3	8	-3	-3
재무현금흐름	-29	43	36	16	1
차입금증가	-21	46	31	20	5
자본증가	-7	-2	6	-4	-4
배당금지급	8	3	4	4	4
총현금흐름	80	99	99	65	80
(-) 운전자본증가(감소)	-62	52	24	-6	50
(-) 설비투자	69	45	40	40	43
(+) 자산매각	-3	1	7	0	0
Free Cash Flow	70	3	41	30	-14
(-) 기타투자	15	-14	20	26	27
잉여현금	54	17	21	4	-41
NOPLAT	44	67	38	66	73
(+) Dep	14	17	19	18	19
(-) 운전자본투자	-62	52	24	-6	50
(-) Capex	69	45	40	40	43
OpFCF	51	-13	-8	49	-2

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	1,000	1,139	1,101	1,124	1,350
현금성자산	128	149	201	221	182
매출채권	583	697	613	603	850
재고자산	181	206	179	188	202
비유동자산	1,083	1,124	1,111	1,158	1,208
투자자산	579	600	602	627	652
유형자산	392	416	419	445	472
무형자산	97	99	89	86	84
자산총계	2,084	2,263	2,212	2,283	2,558
유동부채	1,304	1,490	1,358	1,366	1,581
매입채무	722	750	642	643	850
유동성이자부채	434	554	537	537	537
비유동부채	343	308	390	417	430
비유동이자부채	179	130	209	229	234
부채총계	1,647	1,798	1,748	1,784	2,011
자본금	106	128	128	128	128
자본잉여금	158	137	124	124	124
이익잉여금	182	195	199	233	281
자본조정	-10	7	10	10	10
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	436	465	464	499	547

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표					
EPS	371	758	735	1,518	2,061
BPS	25,838	18,236	18,004	19,355	21,242
DPS	150	150	150	150	150
CFPS	4,744	4,838	3,867	2,540	3,120
ROA(%)	0.3	0.7	0.8	1.7	2.1
ROE(%)	1.4	3.4	4.0	8.0	10.0
ROIC(%)	5.6	8.1	4.1	6.8	7.0
Multiples(x, %)					
PER	30.2	12.9	11.0	5.3	3.9
PBR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	2.4	2.0	2.1	3.2	2.6
EV/EBITDA	9.0	8.8	7.9	7.1	6.9
배당수익률	1.3	1.5	1.9	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	377.7	386.3	376.4	357.6	367.6
Net debt/Equity	111.4	115.1	117.2	109.1	107.7
Net debt/EBITDA	647.7	599.0	571.3	512.7	506.5
유동비율	76.7	76.5	81.1	82.3	85.4
이자보상배율	2.2	2.2	4.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	53.0	53.6	54.5	54.0	56.6
현금+투자자산	47.0	46.4	45.5	46.0	43.4
자본구조(%)					
차입금	58.4	59.5	61.6	60.5	58.5
자본금	41.6	40.5	38.4	39.5	41.5