

변성진, Analyst, 3774-1457, sjbyun@miraeeasset.com

What's New

기지를 켜는 코오롱 건설

코오롱 건설에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 7,000 원으로 커버리지를 재개함. 1) 과거 지방 주택사업 중심의 회사가 인프라, 환경 및 발전 중심으로 비즈니스 모델 재구축하여 향후 안정적인 이익 성장세가 예상될 뿐만 아니라 2) 자산 매각 및 개선되는 영업현금흐름에 힘입어 2011년 이후 뚜렷한 재무구조 개선이 기대되기 때문임.

» 목표주가 7,000 원으로 커버리지 재개

» 2011 년은 턴어라운드 원년

» 신성장동력으로 자리잡고 있는 환경 및 플랜트 부문

» 안정화되는 재무구조

목표주가 7,000 원으로 커버리지 재개

목표주가 7,000 원과 투자의견 BUY 로 코오롱 건설의 커버리지를 재개. 지난 2008 년 중단되었던 커버리지 재개의 이유는 과거의 코오롱 건설에서 벗어나 새로운 코오롱 건설로 탈바꿈하고 있다고 판단하기 때문. 과거 지방 주택사업에 강점을 가진 회사가 이제는 인프라, 환경 및 발전 중심으로 비즈니스 모델 재구축하였으며, 낮은 재무 안정성 역시 적극적인 자산매각 등을 통해 개선되기 시작. 목표주가는 2012 년 EBITDA 820 억원에 중소기업사 평균 EV/EBITDA 9.7 배를 적용하여 산출하였으며, 2011 년, 2012 년 EPS 대비 각각 12.1 배, 7.7 배 수준.

2011 년은 턴어라운드 원년

2011 년은 코오롱 건설의 턴어라운드 원년으로 2011 년~2013 년 연평균 EPS 성장률은 59.1%로 예상됨. 외형성장에 따른 영업이익 증가효과와 재무구조 개선에 따른 이자비용 감소가 이익성 속도를 가속화시킬 것으로 예상되기 때문. 특히 기타 이자비용 및 일회성 손익 조정분이 -114 억원인 반면 영업이익 증가분이 504 억원에 이르러 2011 년 이후의 이익 증가에 대해 긍정적인 평가가 가능하다는 판단. 과거 영업현금흐름과 주가의 동행추이를 감안할 때 향후 주가 전망은 긍정적이라는 판단.

신성장동력으로 부상중인 환경 및 플랜트 부문

환경 및 플랜트 사업부가 코오롱 건설의 신성장동력으로 부상 중. 2011 년 전체 수주 2,8 조원 중 환경 및 플랜트 부문의 수주 비중이 36%로 2010 년의 19% 대비 크게 증가할 것으로 예상. 이미 1/4 분기 기준으로 환경 및 플랜트 수주가 5,100 억원을 넘었을 뿐만 아니라 하반기 관계사 수주물량이 2 천억원 이상 기대됨을 감안할 때 올해 환경 및 플랜트 부문 수주 예상액 9,700 억원 달성은 무난할 것으로 예상됨.

Reinitiating coverage

BUY

5 August 2011

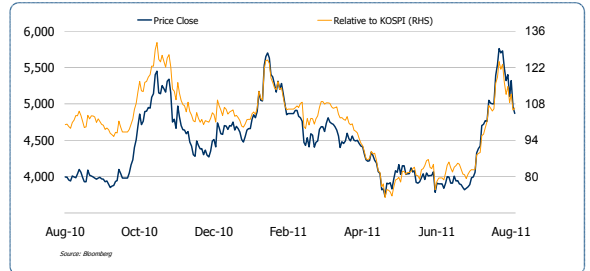
MIRAE ASSET
미래에셋증권

Target price	KRW7,000
Current price (4 August 2011)	KRW4,870
Upside/downside	43.7%
Consensus target price	KRW6,650
Difference from consensus	5.3%

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
Revenue (KRWb)	1,204	1,403	1,785	2,064
Op EBIT (KRWb)	0.6	50.7	80.1	101.0
Net income (KRWb)	(47.6)	16.0	25.2	40.4
Norm profit (KRWb)	(47.6)	16.0	25.2	40.4
EPS (KRW)	(2,052)	578	912	1,215
EPS growth	100.0%	NA	57.7%	33.2%
P/E (x)	na	8.4	5.3	4.0
EV/EBITDA (x)	42.9	8.3	7.3	5.1
Dividend yield	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%
P/B (x)	0.4	0.4	0.4	0.5
ROE	-15.1%	4.9%	7.3%	9.7%
Net debt/equity	221.6%	159.3%	133.0%	94.1%
Cons EPS (KRW)	(2,052)	607	1,017	1,215
Prev EPS (adj) (KRW)				

Performance



Trading data

Market cap (KRWb/US\$m)	134.3/126.7		
Shares outstanding	27.6m		
Free float	40%		
52-week price high/low	KRW3,725 -5,760		
Daily average turnover (3M)	US\$0.49m		
Performance	1M	3M	12M
Absolute	20.0%	20.8%	23.0%
Relative to KOSPI	22.8%	26.9%	7.6%
Absolute (US\$)	20.4%	22.5%	35.5%
Major shareholders			
㈜코오롱	35.0%		

See the last page of this report for important disclosures

Source for data: Company, Bloomberg, Mirae Research estimates

안정화되는 재무구조

자산 매각 및 영업현금흐름 개선으로 코오롱 건설의 약점이었던 높은 부채비율이 2010 년을 기점으로 감소하여 2013 년에는 254%까지 하락할 것으로 예상됨. 이러한 부채비율 감소에 힘입어 2013 년 이자 보상배율은 지난 2007 년 수준과 유사한 2.1 배까지 상승할 전망. 코오롱 건설의 과거 약점이 낮은 재무안정성이었다는 점을 감안할 때 향후 예상되는 뚜렷한 재무구조 개선 추이에 주목할 필요.

목표주가 7,000 원로 커버리지 재개

목표주가 7,000 원과 투자 의견 BUY 로 커버리지를 재개한다. 지난 2008 년 중단되었던 커버리지를 재개하는 이유는 과거의 코오롱 건설에서 벗어나 새로운 코오롱 건설로 탈바꿈하고 있다고 판단하기 때문이다. 과거 지방 주택사업에 강점을 가진 회사가 이제는 인프라, 환경 및 발전 중심으로 비즈니스 모델을 재구축하였으며, 낮은 재무 안정성 역시 적극적인 자산매각 등을 통해 개선하기 시작하였다. 목표주가는 2012 년 EBITDA 820 억원에 중소형사 평균 EV/EBITDA 9.7 배를 적용하여 산출하였으며, 신주인수권부 사채 행사로 인한 발행가능물량 1,503 만주의 희석화 효과를 감안하여 산출하였다. 동 목표주가는 2011 년, 2012 년 EPS 대비 각각 12.1 배, 7.7 배 수준이다.

특히 2011 년부터 코오롱 건설은 본격적인 턴어라운드 시기로 접어들 것으로 예상된다. 외형성장에 따른 영업이익 증가효과와 재무구조 개선에 따른 이자비용 감소에 힘입어 2011 년~2013 년 연평균 EPS 성장률은 59.1%에 이를 전망이다. 특히 2011 년 대비 2013 년 세전이익 증가분 354 억원 중 기타 이자비용과 일회성 손익 조정분이 -114 억원인 것을 감안할 때 영업이익 증가분 기여액이 504 억원에 이른다. 과거 코오롱 건설의 약점이 낮은 재무안정성이었다는 점을 감안할 때 향후 예상되는 뚜렷한 영업이익 증가추세에 주목할 필요가 있다.

목표주가 7,000 원으로 커버리지 재개

신주인수권부 사채 행사로 인한 희석화 효과 감안하여 EV/EBITDA 방식으로 산정

향후 예상되는 뚜렷한 영업이익 개선 추이에 주목

Figure 1 코오롱 건설 목표주가 7,000 원

(원, 십억원, 배)	11E	12E	13E		11E	12E	13E		11E	12E	13E
BPS (원)	11,498	12,378	10,758	EPS(원)	578	912	1,215	EBITDA	52.6	82.0	102.9
PBR	0.40	0.40	0.50	PER	8.4	5.3	4.0	EV/EBITDA	13.1	7.7	6.5
업종평균	0.48	0.46	0.40	경쟁사평균	6.2	5.4	4.8	경쟁사평균	12.0	9.7	8.9
목표 PBR	0.61	0.57	0.65	목표 PER	12.1	7.7	5.8	Net debt	548.8	491.6	455.0
우선주가치									3.5	3.5	3.5
적정 보통주 시가총액									78.9	299.7	454.4
주식수(희석전)									27,584	27,584	42,619
적정가치 1									2,859	10,865	10,661
주식수(희석후)									42,619	42,619	42,619
적정가치 2	5,519	5,694	4,303		3,607	4,961	5,808		1,850	7,032	10,661
목표주가(원)										7,000	

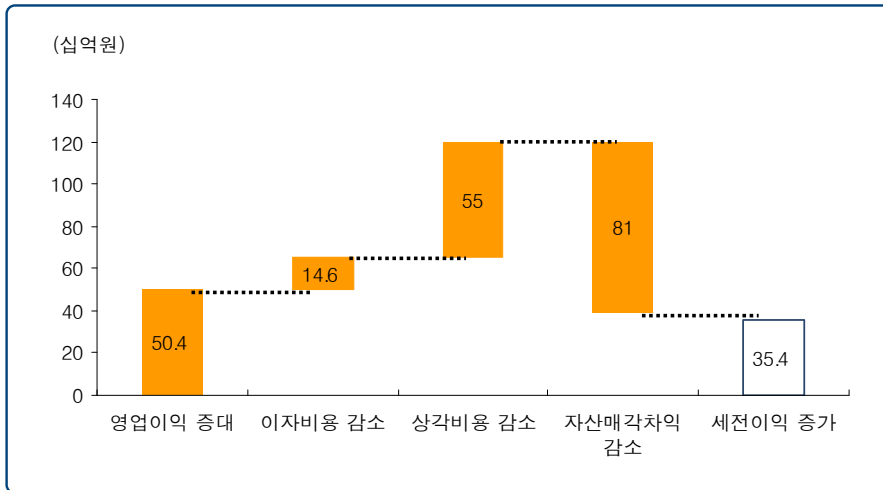
자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 코오롱 건설 실적 추이

(KRWbn, %)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	CAGR(11~13)
backlog	7,893.8	7,974.3	9,927.5	9,714.3	11,102.9	12,245.1	13,253.5	
new order	1,580.9	1,524.9	3,323.5	1,535.5	2,711.8	2,847.3	2,992.3	
Revenue	1,298.3	1,625.5	1,405.6	1,204.1	1,403.2	1,785.1	2,063.9	21.3
Gross Profit	195.2	218.8	194.1	138.3	154.8	196.7	228.1	21.4
Operating Profit	72.9	86.5	59.0	0.6	50.7	80.1	101.0	41.2
Pre-tax profit	28.2	40.7	(23.4)	(56.1)	23.1	36.5	58.6	59.1
Net profit	12.9	15.1	7.3	(47.1)	16.0	25.2	40.4	59.1
GP margin	15.0	13.5	13.8	11.5	11.0	11.0	11.1	
OP margin	5.6	5.3	4.2	0.1	3.6	4.5	4.9	
Pre-tax profit margin	2.2	2.5	(1.7)	(4.7)	1.6	2.0	2.8	
NP margin	1.0	0.9	0.5	(3.9)	1.1	1.4	2.0	

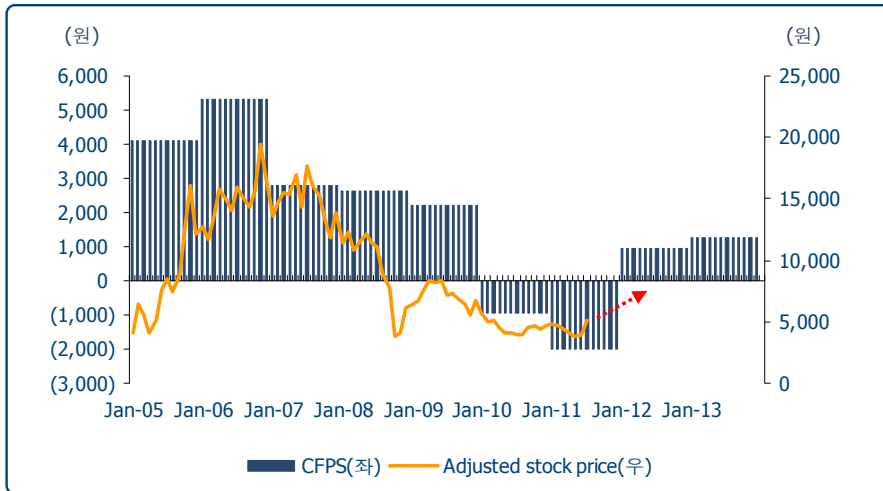
자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 2011~2013년 세전이익 증가 구성 내역



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 현금흐름 개선과 함께 예상되는 주가 상승



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

환경 및 플랜트 등 신성장동력 강화가 돋보이는 사업전략

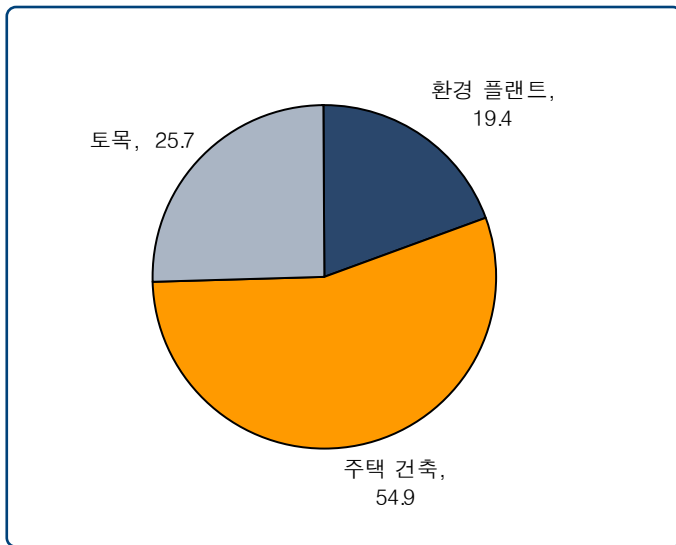
코오롱 건설의 비즈니스 포트폴리오는 과거 주택중심에서 환경 및 플랜트 등 신성장동력 중심으로 재편 중 이다. 2011년 전체 수주 2.8조원 중 환경 및 플랜트 부문의 수주 비중이 36%로 2010년의 19% 대비 크게 증가할 것으로 예상된다. 이미 1/4분기 기준으로 환경 및 플랜트 수주가 5,100억원을 넘었을 뿐만 아니라 하반기 관계사 수주 물량이 2천억원 이상 기대됨을 감안할 때 올해 환경 및 플랜트 부문 수주 예상액 9,700억원 달성은 무난할 것으로 예상된다.

**신성장동력으로 부상하고 있는
환경/플랜트 부문**

특히 올해 수주한 베트남 빈증 하수처리 시설 프로젝트의 경우 프랑스(OTV 컨소시엄), 일본(히타치 컨소시엄 등) 세계적인 수처리 기업들과의 경쟁을 통한 결과여서 동사 경쟁력의 검증으로 볼 수 있다. 또한 지난 5월 관계사인 환경시설관리공사(EFMC)가 중국 하수처리장을 인수함에 따라 중장기적으로 중국 시장 진출의 가능성 역시 높아진 상황이다. 한편 상반기 중 김천 열병합(1,948억원) 및 오성 복합화력 발전소(300억원) 프로젝트를 수주함에 따라 신성장동력으로 부상하고 있는 발전사업의 진출 교두보 역시 마련하였다는 판단이다.

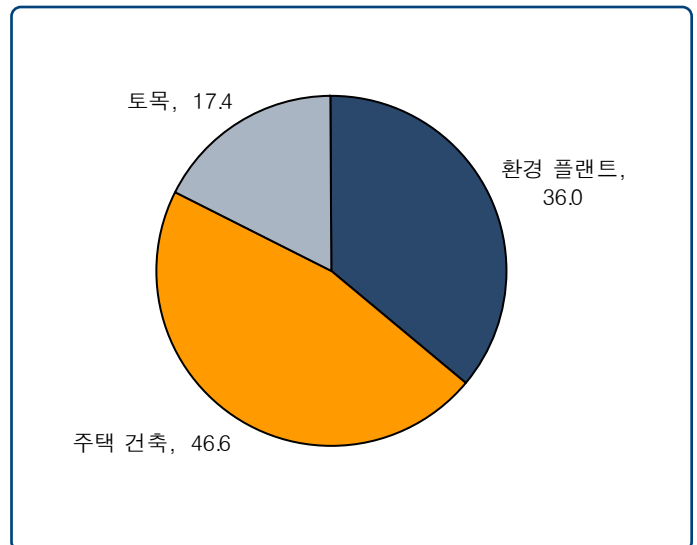
**환경 부문에서의 경쟁력 강화 및
발전 부문 진출 교두보 마련**

Figure 5 2010년 수주 구성 비율(수주액 1.5조원, %)



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 2011년 수주 구성 비율(수주 예상액 2.7조원, %)



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 코오롱 건설의 환경 관련 프로젝트 수주 내역

국가	프로젝트명	발주처	금액 (십억)	기간
캄보디아	MH-Bio Energy Group 에탄올 공장 건설공사	MH-Bio Energy Group	20	2007.01~2008.06
요르단	사우스 암만 수처리 프로젝트	Water Authority of Jordan	79	2008.07~2010.06
리비아	알사라즈 하수처리시설 공사	주택기반시설청	84	2009.04~2011.10
방글라데시	카나폴리 정수장 프로젝트 C-3	치타공 상하수도국	23	2010.01~2013.07
베트남	베트남 빈증 하수처리시설	빈증성 남부 상수도 환경국	69	2011.03~2013.06
스리랑카	루후누푸라 상수도 공사	상하수도국	81	2011.02~2014.08

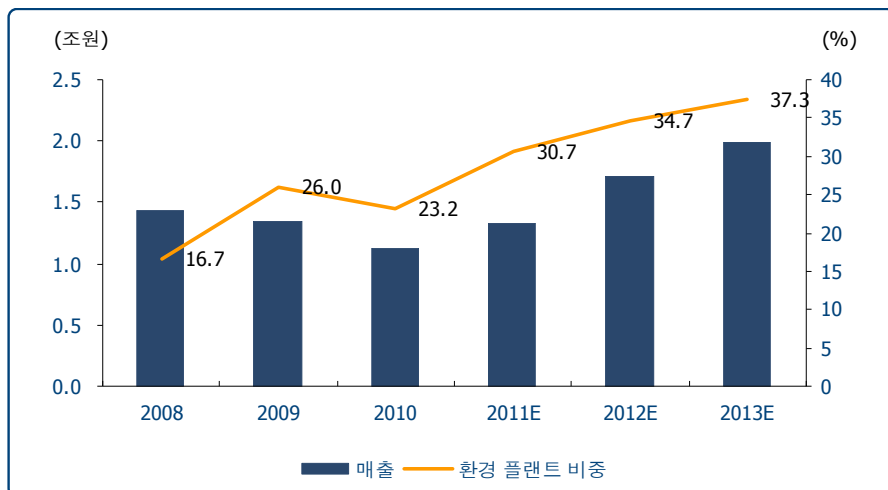
자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 코오롱 건설의 플랜트 프로젝트 내역

	김천열병합발전	오성복합발전
장소	김천 산업단지	경기도 평택시 오성면
발주처	김천에너지(주)	평택에너지서비스(주)
발전용량	증기145만톤/연, 전기 47MW/h	LNG 830MW
공사기간	착공일로부터 29개월	착공일로부터 23개월
총공사비 (십억)	194	600
코오롱건설지분율	EPC 부문100%	0.5%
비고	O&M 부문 SK E&S와 50% 공동지분	건설부문(C) 부문 중 40%

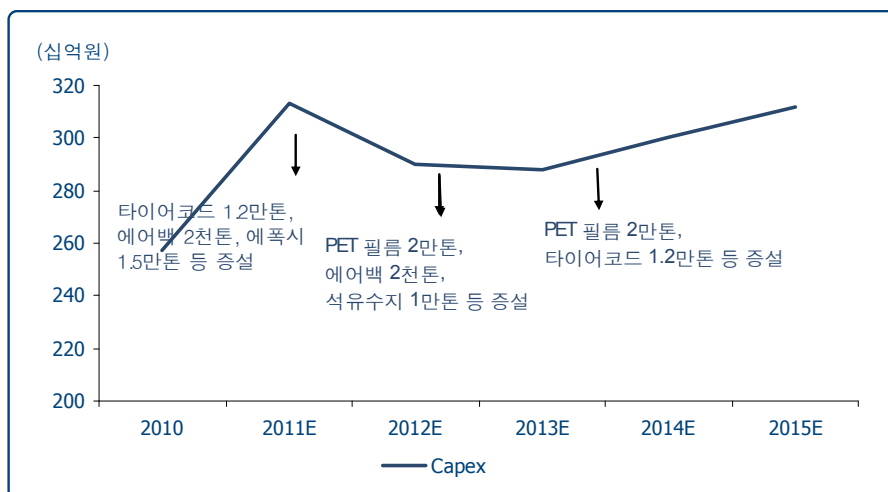
자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 환경 플랜트 부문의 증가하는 매출 비중



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 코오롱 인더스트리 Capex 예상 추이



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

보수적인 전략을 취하고 있는 주택 부문

코오롱 건설은 주택 부문에 대해서는 보수적인 전략을 펼칠 것으로 전망된다. 1/4 분기 현재 6.5 조원의 주택잔고를 가지고 있으나 수요자 중심으로 전환되고 있는 주택 시장 추이를 감안하여 보수적인 영업전략을 펼치고 올해 역시 상반기 2,600 세대 공급으로 주택사업을 마무리할 계획이다. 향후 연간 3 천세대 내외의 적절한 공급을 통해 수익성과 현금흐름관리에 집중할 전망이다.

PF 지급보증 역시 지난해 연말 4,100 억원에서 2/4 분기 현재 2,100 억원으로 감소하여 PF 지급보증 관련 리스크는 중소형 건설사내에서는 낮은 수준이라는 판단이다. 주택관련 PF 중 가장 큰 규모인 경기도 평택 장안마을 프로젝트 역시 금액이 950 억원 정도에 불과하고 만기가 2013 년 6 월이라는 점에서 PF 리스크에서는 벗어나 있다는 판단이다.

연간 3천세대 내외의 적절한 주택
공급 전략

주택 관련 PF 리스크에서는 벗어나
있다는 판단

Figure 11 주요 PF 지급보증 내역

(십억원)	채무보증잔액	채무보증기간완료일	비교
평택장안마을	95.0	2013.06	분양 중
산요수 골프장	65.0	2011.10	
J&K 아파트형 공장	30.0	2012.07	분양 완료
청라국제무역타운	22.0	2013.08	
합계	212.0		

자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

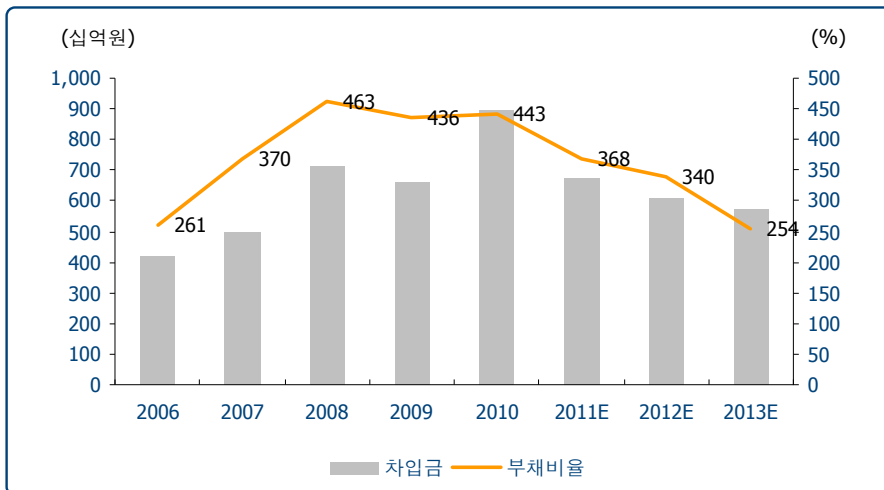
본격적인 개선세로 접어든 재무구조

자산 매각 및 영업현금흐름 개선으로 코오롱 건설의 약점이었던 높은 부채비율이 2010 년을 기점으로 감소하여 2013 년에는 254%까지 하락할 것으로 예상된다. 이러한 부채비율 감소에 힘입어 2013 년 이자 보상배율은 지난 2007 년 수준과 유사한 2.1 배까지 상승할 전망이다. 재무 안정성이 떨어진 코오롱 건설의 주가가 주당 영업현금흐름과 유사한 흐름을 보여왔다는 점을 감안할 때 영업현금흐름 개선과 차입금 감소는 향후 코오롱 건설의 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

2011년부터 자산 매각 및
영업현금흐름 개선에 힘입어
2013년 부채비율 254% 예상

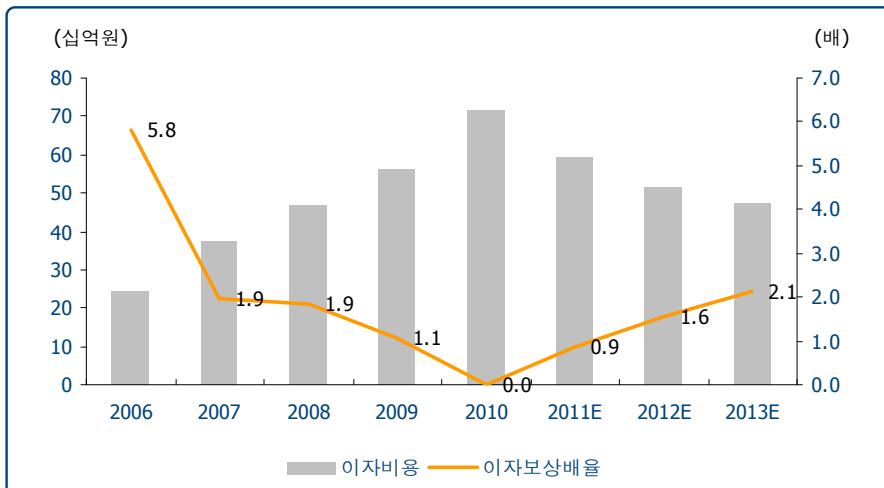
이미 상반기에 동사의 순 차입금이 2010 년 말 7,452 억원에서 현재 6,000 억원 초반으로 감소했다. 이는 그린나래(808 억원), 코오롱 글로텍(296 억원), 코오롱 아이 넷(22 억원)등 계열사 주식 처분금액 1,138 억원과 서울외곽순환도로 지분 매각 잔금 486 억원 등 총 1,612 억원의 자산매각대금이 일정부분 차입금 감축에 사용되었기 때문이다. 향후 유희 부동산 매각 및 매출채권 회수 가능성 등을 감안할 때 2012 년 순차입금 규모는 2010 년의 7,300 억원에서 4,900 억원으로 크게 감소할 것으로 예상된다. 연간 이자비용 역시 2010 년 717 억원에서 2012 년 513 억원 수준으로 감소할 전망이다.

Figure 12 낮아지는 부채비율



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 상승 전환되는 이자 보상배율



자료: 코오롱 건설, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

Profit & Loss

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
Revenue	1,406	1,204	1,403	1,785	2,064
Cost of goods sold	(1,211)	(1,066)	(1,248)	(1,588)	(1,836)
Gross profit	194	138	155	197	228
SG and A	(135)	(138)	(104)	(117)	(127)
Op profit	59	1	51	80	101
Op EBITDA	66	5	53	82	103
Depreciation	(5)	(4)	(1)	(1)	(1)
Amortisation	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
Op EBIT	59	1	51	80	101
Net interest	(50)	(68)	(54)	(45)	(40)
Associates and JCEs	1	3	1	1	1
Other income	(33)	8	26	-	(4)
Net exceptional income	-	-	-	-	-
Profit before tax	(23)	(56)	23	36	59
Tax	1	9	(7)	(11)	(18)
Post-tax profit	(23)	(47)	16	25	40
Minorities	(0)	(0)	-	-	-
Preferred dividends					
Net income	(23)	(48)	16	25	40
Norm profit	(23)	(48)	16	25	40
Dividends	(4)	(2)	(0)	(0)	(2)
Retained earnings	(27)	(50)	16	25	39

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Cashflow

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
Op EBITDA	66	5	53	82	103
Decrease in working capital	24	(117)	5	38	(71)
Other operating cashflow	(51)	4	(50)	1	(3)
Operating cashflow	40	(108)	8	121	29
Tax paid	1	9	(7)	(11)	(18)
Net interest	(50)	(68)	(54)	(45)	(40)
Dividends received	1	3	1	1	1
Cashflow	(9)	(164)	(53)	66	(27)
Capital expenditure	(26)	15	27	(4)	(5)
Net acquisitions	-	-	-	-	-
Net investments	(7)	(14)	(6)	(6)	(6)
Other investing cashflow	32	(31)	211	(2)	(2)
Investing cashflow	(1)	(29)	232	(12)	(13)
Dividends paid	(4)	(2)	(0)	(0)	(2)
Increase in equity	-	5	-	-	75
Increase in debt	(56)	232	(222)	(60)	(40)
Other financing cashflow	(250)	18	3	3	4
Financing cash flow	(309)	254	(219)	(57)	37
Beginning cash	191	102	161	122	119
Total cash generated	(319)	60	(39)	(3)	(3)
Forex effects					
Ending cash	(128)	162	122	119	116

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Balance Sheet

(KRWb)	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
Current assets	1,115	1,165	1,146	1,151	1,231
Cash and equivalents	102	161	122	119	116
Receivables	793	785	814	818	869
Inventories	88	79	69	72	75
Other current assets	131	140	141	143	171
Non current assets	609	626	465	473	483
Net operating fixed assets	206	72	44	47	50
Interest in associates					
Other non-current assets	403	554	421	427	433
Total assets	1,724	1,791	1,611	1,625	1,713
Current liabilities	1,061	1,004	797	823	815
Payables	436	342	342	368	378
ST debt	420	488	255	235	215
Other current liabilities	206	174	200	220	222
Total non-current liabilities	341	457	470	432	414
LT debt	241	404	416	376	356
Other non-current liabilities	101	52	54	56	59
Total liabilities	1,402	1,461	1,267	1,255	1,230
Issued capital	113	138	138	138	213
Share premium reserve	66	67	67	67	67
Reserves/Adjustments	15	47	46	46	46
Retained earnings	117	67	83	108	147
Minorities	3	3	3	3	3
Other equity	8	8	8	8	8
Total equity	322	330	345	370	484

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates

Key Ratios

	Dec-09A	Dec-10A	Dec-11E	Dec-12E	Dec-13E
Turnover growth	(13.5%)	(14.3%)	16.5%	27.2%	15.6%
Gross profit growth	(11.3%)	(28.8%)	12.0%	27.0%	16.0%
Operating profit growth	(31.8%)	(99.0%)	8157.1%	58.2%	26.1%
EBITDA growth	(63.6%)	(52.2%)	387.2%	4.6%	20.5%
EPS growth	(257.3%)	100.0%	NA	57.7%	33.2%
Norm BPS growth	13.0%	(14.0%)	4.7%	7.6%	(13.1%)
Gross margin	13.8%	11.5%	11.0%	11.0%	11.1%
Operating margin	4.20%	0.05%	3.61%	4.49%	4.90%
EBITDA margin	2.43%	1.36%	5.67%	4.66%	4.86%
EBIT margin	1.90%	0.98%	5.53%	4.56%	4.77%
Net income margin	(1.65%)	(3.95%)	1.14%	1.41%	1.96%
ROE	(7.8%)	(15.1%)	4.9%	7.3%	9.7%
ROA	(1.37%)	(2.71%)	0.94%	1.55%	2.42%
Net debt/equity	173.6%	221.6%	159.3%	133.0%	94.1%
Interest cover ratio	1.05	0.01	0.85	1.56	2.14
Dividend payout ratio	(15.9%)	(5.2%)	0.5%	0.3%	3.8%
Inventory days	26.5	27.1	20.2	16.6	14.9
Account receivable days	206.0	237.9	211.7	167.7	153.7
Account payable days	131.3	117.2	99.9	84.8	75.1
Reported EPS (KRW)	(1,026)	(2,052)	578	912	1,215
EPS (KRW)	(1,026)	(2,052)	578	912	1,215
Reported BPS (KRW)	12,851	10,946	11,443	12,304	10,698
Norm BPS (KRW)	12,773	10,980	11,498	12,378	10,758
DPS (KRW)	100.0	0.0	3.2	5.0	8.1
Cashflow per share (KRW)	(389)	(7,075)	(1,916)	2,399	(823)
Reported P/E (x)	na	na	8.42	5.34	4.01
P/E (x)	na	na	8.42	5.34	4.01
P/B (x)	0.38	0.44	0.43	0.40	0.46
P/CF (x)	na	na	na	2.03	na
EV/EBITDA (x)	18.7	42.9	8.3	7.3	5.1
EV/Operating Cashflow (x)	15.9	na	82.7	5.0	17.5
EV/Sales (x)	0.45	0.58	0.47	0.34	0.25
Dividend yield	2.05%	0.00%	0.07%	0.10%	0.17%

Source: Company data, Mirae Asset Research estimates