



# 코오롱인더 (120110)

수익성 반등에 성공

▶Analyst 김병기 bkkim@hanwha.com 3772-7479

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 86,000원

현재 주가(8/10)	65,400원
상승여력	31.5%
시가총액	16,450억원
발행주식수	25,152천주
52주 최고가 / 최저가	86,500 / 65,300원
90일 일평균 거래대금	96.72억원
외국인 지분율	20.4%

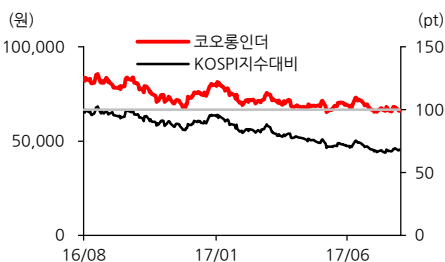
주주 구성 (주)코오롱(외 17인)	13.6%
------------------------	-------

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.5	-4.4	-6.2	-21.9
상대수익률(KOSPI)	-0.6	-8.3	-19.9	-37.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2015	2016	2017E	2018E
매출액	4,857	4,562	4,669	5,061
영업이익	280	277	223	292
EBITDA	474	475	433	512
지배주주순이익	-144	170	167	206
EPS	-5,748	6,774	6,537	8,071
순차입금	1,672	1,708	1,660	1,632
PER	-10.9	10.9	10.0	8.1
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.0	7.7	7.8	6.6
배당수익률	0.8	1.5	1.4	1.7
ROE	-7.8	8.9	8.2	9.4

**주가 추이**



환율, 원재료 가격 등 외부변수가 더 악화할 가능성은 낮아 보입니다. 실제로 주요 제품의 스프레드가 개선되며 2분기 전사 영업이익률은 개선세로 돌아섰습니다. 증설을 추진 중인 주요 품목의 실적기여가 시작되는 2018년부터 이익 성장세가 본격화할 것으로 예상됩니다.

**2분기 리뷰: 수익성 소폭 개선**

2분기 매출액은 1조1237억 원(전년비 1% 감소, 전분기비 2% 감소), 영업이익은 541억 원(전년비 30% 감소, 전분기비 18% 증가)를 기록했다. 산업자재 부문은 연결 자회사인 코오롱글로벌의 중국법인이 현지 고객사의 판매부진의 영향으로 저조했지만, 주요 제품의 스프레드 확대에 따라 영업이익률은 상승했다. 화학 부문도 2분기에 영업이익률 11.4%로 전분기비 1.5% 포인트 개선됐다. 다만 석유수지 미반응 물질 매출 규모가 원재료가 하락에 따라 줄어들면서 외형은 다소 축소됐다. 필름 사업은 적자폭은 줄었지만 여전히 손익분기점 이하에 머물렀다. 한편 희망퇴직 관련 일회성 비용이 40억 원 반영되면서 전사 영업이익에 부정적 영향을 미쳤다.

**본격적 이익 성장은 2018년부터**

3분기는 패션 사업부의 비수기 영향으로 영업이익이 다소 감소할 전망이다. 3분기 매출액은 1조974억 원(전년비 6% 성장, 전분기비 2% 감소), 영업이익은 489억 원(전년비 2% 성장, 전분기비 10% 하락)을 기록할 것으로 추정한다. 타이어코드, 에어백, 스펀본드 등의 증설효과가 본격화하는 내년부터는 외형성장과 함께 수익성 개선이 가능할 것으로 예상한다. 2017년 영업이익은 2235억 원으로 전년비 19% 감소하겠지만, 2018년에는 2918억 원으로 31% 증가하며 성장성을 회복할 것으로 추정한다.

**목표주가 86,000원으로 하향**

미래 성장동력인 CPI 필름은 양산라인 구축이 순조롭게 진행되고 있다. 다만 고객사들의 폴더블 OLED 패널 양산시점은 여전히 안갯속이다. 커브드 다음으로 폴더블이 등장할 것이라는 기술적 방향성은 명확해 보이지만, 그 시점이 언제부터인지를 특정하기는 이른 시점이라고 판단된다. 동사에 대한 목표주가를 기존 10만원에서 8만6000원으로 하향한다.

[표1] 코오롱인더 목표주가 산정 근거

SOP(Sum of Parts) Valuation						(단위: 십억 원, 배)
① 영업가치						
	EBITDA (2017E)	Target EV/EBITDA	Fair Market Value	Peer Avg. EV/EBITDA	Discount Rate	비고
산업자재	212	9.4	1,992	9.4	0%	Peer Group 평균
화학	123	7.3	896	7.3	0%	
필름	34	9.1	309	9.1	0%	
패션	70	6.6	458	6.6	0%	
Total	438	8.3	3,655			
② 비영업가치						
	Book Value	Discount Rate	Fair Market Value			비고
관계기업	268	30%	187			장부가 30% 할인
공동지배기업	125	30%	87			
Total	392		275			
③ Enterprise Value			3,929	① + ②		
④ 순차입금			1,680	2017년말 예상		
⑤ 우선주 시총			83	시가		
⑥ Equity Value			2,166	③ - ④ - ⑤		
⑦ 발행주식수			25,152	보통주 기준		
⑧ 주당 평가가치			86,135	⑥ / ⑦		
⑨ 목표주가			86,000			
현주가			65,800	8/10 증가		
상승여력			30.9%			

자료: 블룸버그, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표2] 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>1,150.5</b>	<b>1,134.2</b>	<b>1,037.3</b>	<b>1,240.3</b>	<b>1,150.1</b>	<b>1,123.7</b>	<b>1,097.4</b>	<b>1,297.9</b>	<b>4,856.5</b>	<b>4,562.2</b>	<b>4,669.2</b>	<b>5,086.9</b>
YoY	-4%	-8%	-10%	-3%	0%	-1%	6%	5%	-9%	-6%	2%	9%
QoQ	-10%	-1%	-9%	20%	-7%	-2%	-2%	18%				
산업자재	452.6	438.1	400.0	449.5	428.1	423.3	421.8	455.9	1,758.5	1,740.1	1,729.1	1,927.0
화학	215.7	200.0	195.6	205.2	233.8	204.4	215.2	226.2	1,018.7	816.5	879.6	954.8
필름	118.4	118.5	121.8	114.9	122.3	120.8	132.2	125.7	502.3	473.5	501.0	545.9
패션	262.6	275.0	230.1	369.6	257.9	264.4	235.8	388.1	1,151.6	1,137.3	1,146.2	1,236.5
기타	101.2	102.6	89.8	101.1	108.0	110.8	92.5	102.1	425.3	394.8	413.4	422.7
<b>영업이익</b>	<b>86.2</b>	<b>77.5</b>	<b>48.1</b>	<b>64.9</b>	<b>45.8</b>	<b>54.1</b>	<b>48.9</b>	<b>74.6</b>	<b>280.5</b>	<b>276.7</b>	<b>223.5</b>	<b>291.8</b>
YoY	24%	1%	-23%	-10%	-47%	-30%	2%	15%	66%	-1%	-19%	31%
QoQ	19%	-10%	-38%	35%	-29%	18%	-10%	52%				
산업자재	39.4	40.6	31.0	33.5	27.4	32.2	31.7	34.1	144.1	144.5	125.4	152.2
화학	28.9	26.6	24.5	23.6	23.1	23.3	23.0	25.2	116.8	103.7	94.5	106.9
필름	2.8	0.4	-0.5	-2.7	-4.3	-3.2	-1.5	0.3	-3.4	0.0	-8.7	10.3
패션	14.8	16.4	-2.2	26.1	10.1	11.9	-1.2	24.1	59.8	55.1	44.8	51.9
기타	0.3	-6.5	-4.7	-15.6	-10.5	-10.2	-3.1	-9.0	-36.8	-26.5	-32.8	-29.6
영업이익률	7.5%	6.8%	4.6%	5.2%	4.0%	4.8%	4.5%	5.8%	5.8%	6.1%	4.8%	5.7%
산업자재	8.7%	9.3%	7.7%	7.5%	6.4%	7.6%	7.5%	7.5%	8.2%	8.3%	7.3%	7.9%
화학	13.4%	13.3%	12.5%	11.5%	9.9%	11.4%	10.7%	11.1%	11.5%	12.7%	10.7%	11.2%
필름	2.3%	0.4%	-0.4%	-2.3%	-3.5%	-2.6%	-1.1%	0.2%	-0.7%	0.0%	-1.7%	1.9%
패션	5.6%	5.9%	-1.0%	7.1%	3.9%	4.5%	-0.5%	6.2%	5.2%	4.8%	3.9%	4.2%
기타	0.3%	-6.3%	-5.3%	-15.4%	-9.7%	-9.2%	-3.3%	-8.8%	-8.7%	-6.7%	-7.9%	-7.0%
세전이익	76.4	82.2	50.3	30.1	36.4	70.2	44.7	69.7	-137.7	238.9	221.1	274.4
당기순이익(지배주주)	54.4	65.8	28.8	25.4	25.8	57.0	34.0	50.2	-144.3	174.3	167.1	212.7

자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,857	4,562	4,669	5,061	5,547
매출총이익	1,282	1,281	1,198	1,377	1,513
영업이익	280	277	223	292	327
EBITDA	474	475	433	512	549
순이자손익	-63	-55	-52	-51	-47
외화관련손익	-24	-15	0	0	0
지분법손익	29	40	41	42	44
세전계속사업손익	-138	239	221	274	317
당기순이익	-145	176	171	213	246
지배주주순이익	-144	170	167	206	238
<b>증가율(%)</b>					
매출액	-9.0	-6.1	2.3	8.4	9.6
영업이익	66.1	-1.3	-19.2	30.6	12.2
EBITDA	31.6	0.2	-8.9	18.2	7.3
순이익	적전	흑전	-2.7	24.2	15.5
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	26.4	28.1	25.7	27.2	27.3
영업이익률	5.8	6.1	4.8	5.8	5.9
EBITDA 이익률	9.8	10.4	9.3	10.1	9.9
세전이익률	-2.8	5.2	4.7	5.4	5.7
순이익률	-3.0	3.9	3.7	4.2	4.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업현금흐름	366	340	288	325	321
당기순이익	-145	176	171	213	246
자산상각비	194	199	209	220	221
운전자본증감	229	-73	36	-1	-27
매출채권 감소(증가)	74	-15	39	-29	-53
재고자산 감소(증가)	2	51	15	-24	-32
매입채무 증가(감소)	-17	3	-40	36	45
투자활동 현금	-377	-262	-216	-307	-212
유형자산처분(취득)	-195	-227	-257	-329	-233
무형자산 감소(증가)	-16	-8	-5	-3	-2
투자자산 감소(증가)	-49	55	18	-1	-1
재무현금흐름	41	-19	-35	-32	-133
차입금의 증가(감소)	11	30	-5	-6	-101
자본의 증가(감소)	-5	16	-31	-26	-32
배당금의 지급	15	15	31	26	32
총현금흐름	136	495	252	325	349
(-)운전자본증가(감소)	-141	59	-36	1	27
(-)설비투자	202	243	257	329	233
(+)자산매각	-10	8	-5	-3	-2
Free Cash Flow	65	201	26	-7	87
(-)기타투자	28	96	-28	-26	-24
잉여현금	37	105	54	19	110
NOPLAT	203	204	173	226	254
(+) Dep	194	199	209	220	221
(-)운전자본투자	-141	59	-36	1	27
(-)Capex	202	243	257	329	233
OpFCF	336	100	162	116	215

주: IFRS 연결 기준

대차대조표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,945	2,068	2,012	2,037	2,089
현금성자산	213	217	236	223	200
매출채권	825	883	844	874	927
재고자산	853	795	780	804	836
비유동자산	3,041	3,182	3,285	3,432	3,483
투자자산	691	787	839	873	911
유형자산	2,153	2,202	2,257	2,374	2,394
무형자산	197	192	189	184	179
<b>자산총계</b>	<b>4,986</b>	<b>5,249</b>	<b>5,297</b>	<b>5,470</b>	<b>5,572</b>
유동부채	1,828	1,965	1,922	1,954	1,900
매입채무	574	628	588	624	669
유동성이자부채	1,065	1,142	1,137	1,132	1,030
비유동부채	1,193	1,159	1,115	1,077	1,028
비유동이자부채	820	783	758	723	678
<b>부채총계</b>	<b>3,022</b>	<b>3,124</b>	<b>3,038</b>	<b>3,031</b>	<b>2,928</b>
자본금	139	140	140	140	140
자본잉여금	907	912	912	912	912
이익잉여금	742	879	1,015	1,196	1,402
자본조정	-59	-52	-54	-55	-56
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,964</b>	<b>2,125</b>	<b>2,260</b>	<b>2,439</b>	<b>2,644</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>주당지표</b>					
EPS	-5,748	6,774	6,537	8,071	9,316
BPS	65,694	70,954	75,767	82,184	89,526
DPS	500	1,100	920	1,140	1,320
CFPS	4,875	17,759	9,021	11,653	12,489
ROA(%)	-3.0	3.3	3.2	3.8	4.3
ROE(%)	-7.8	8.9	8.2	9.4	9.9
ROIC(%)	6.1	6.3	5.3	6.7	7.3
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-10.9	10.9	10.0	8.1	7.0
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
PSR	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
PCR	12.9	4.2	7.2	5.6	5.2
EV/EBITDA	7.0	7.7	7.8	6.6	5.9
배당수익률	0.8	1.5	1.4	1.7	2.0
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	153.8	147.0	134.4	124.3	110.8
Net debt/Equity	85.1	80.4	73.5	66.9	57.1
Net debt/EBITDA	352.5	359.3	383.5	319.1	275.0
유동비율	106.4	105.2	104.7	104.3	110.0
이자보상배율	4.0	4.4	3.8	5.0	6.0
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	78.1	76.3	75.5	75.9	76.0
현금+투자자산	21.9	23.7	24.5	24.1	24.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	49.0	47.5	45.6	43.2	39.3
자기자본	51.0	52.5	54.4	56.8	60.7

[ Compliance Notice ]

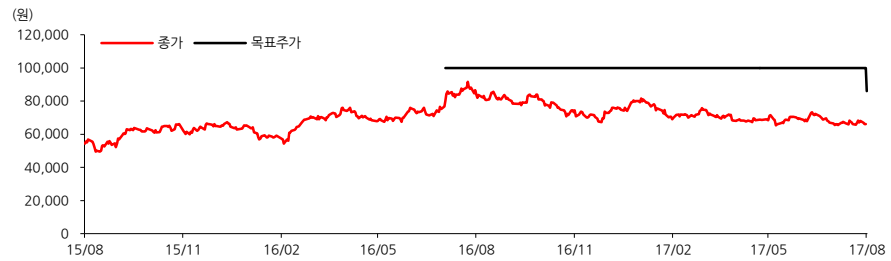
(공표일: 2017년 8월 11일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김병기)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 코오롱인더 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 자	2016.07.12	2016.07.12	2016.08.11	2016.08.12	2017.02.08	2017.03.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	투자등급변경	Buy	Buy
목표주가	김병기	100,000	100,000		100,000	100,000
일 자	2017.08.11					
투자의견	Buy					
목표주가	86,000					
일 자						
투자의견						
목표주가						

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2017년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	81.4%	18.6%	0.0%	100.0%