

2017. 9. 29



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02-6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02-6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원

현재주가 (9.28) 71,200 원

상승여력 40.4%

KOSPI 2,373.14pt

시가총액 17,908억원

발행주식수 2,515만주

유동주식비율 61.96%

외국인비중 19.46%

52주 최고/최저가 83,800원/65,300원

평균거래대금 120.0억원

주요주주(%)

코오롱 외 17 인 33.57

국민연금 13.31

KB자산운용 7.38

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 2.9 0.7 -14.8

상대주가 2.8 -8.2 -26.3

주가그래프



코오롱인더 120110

더딘 본업 회복, 빅픽처 “CPI” 염두해야

- ✓ 3Q17E 영업이익 492 억원으로 시장 예상치를 소폭 하회할 전망
- ✓ 18년 영업이익 3,105 억원(+48% YoY)으로 증가하며 이익 회복 진입
- ✓ 18년 타이어코드와 CPI 증설에 따른 강화된 이익 체력을 예상
- ✓ 18년 상반기 CPI 라인 가동에 따른 필름부문 실적 개선과 주가 상승 모멘텀 보유
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 10만원 유지

3Q17 영업이익 492 억원(-9.1% QoQ)으로 더딘 회복 속도

3Q17 영업이익은 492 억원으로 시장 예상치를 소폭 하회할 전망이다. 산업자재부문은 국내 고객사 판매량 감소, 중국 법인 실적 부진으로 335 억원의 이익이 예상된다. 화학은 원재료 상승으로 수익성이 하락한 226 억원, 패션은 계절적 비수기 효과로 -30 억원 적자가 예상된다. 필름부문은 원가의 cost-push 효과가 발생, 포장용 필름 등의 판매량 증가에 따라 적자규모가 축소된 -11 억원이 예상된다.

투자포인트 (1) 18년 CPI 필름 양산, 산업자재 증설, (2) 주가 저평가

17년 연간 영업이익은 2,098 억원(-24% YoY)으로 부진한 실적을 시현할 전망이다. 현재 전 사업부의 실적 개선을 이끌 모멘텀이 부재하다. 자연스레 지속된 실적 부진에 따른 주가 하락으로 현재 주가는 밸류에이션 부담이 적다는 판단이다. 현 시점에서 동사에 대한 투자 포인트는 18년 이후를 대비하는 큰 그림이다. (1) CPI 필름과 산업자재부문 증설 모멘텀, (2) 상승여력을 보유한 주가이다. 17년 12월 스판본드 증설을 시작으로, 18년 타이어코드 생산능력 9.5천톤으로 증가, CPI 필름 양산을 감안해, 18년 연간 이익은 3,105 억원으로 증가할 전망이다.

CPI 필름 선두주자로서 프리미엄은 당연하다. 11월 완성될 동사의 CPI 필름 라인은 최초의 양산 설비이다. 최근 주요 고객사가 채택한 인폴딩 기술을 비롯해 향후 출시 시점을 감안하면 완성품 발표 시점은 18년 하반기로 예상된다. Sumitomo를 비롯한 주요 경쟁사들이 보유한 파일럿 설비로는 21년까지 연평균 151% 성장하는 폴더블 디스플레이 시장을 선점하기 어렵다는 판단이다. 동사는 선두주자이다. 투자의견 Buy와 적정주가 10만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,856.5	280.5	-144.3	-5,840	-484.5	58,629	-10.8	1.1	7.3	-7.8	153.8
2016	4,562.2	276.7	170.2	6,876	-217.7	64,082	11.1	1.2	8.0	8.9	147.0
2017E	4,919.3	209.8	141.9	5,478	-20.3	68,108	12.9	1.0	9.3	7.0	159.9
2018E	5,572.2	310.5	188.1	7,646	39.6	74,077	9.7	1.0	7.3	8.7	152.7
2019E	5,853.3	374.1	220.4	8,980	17.4	81,185	8.2	0.9	6.4	9.4	144.0

표1 코오롱인더 3Q17 Earnings Preview

(십억원)	3Q17E	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,206.2	1,037.3	16.3%	1,123.7	7.3%	1,107.8	8.9%
영업이익	49.2	48.1	2.3%	54.1	-9.1%	51.9	-5.2%
순이익(지배)	25.9	28.8	-10.1%	57.0	-54.6%	35.4	-26.8%

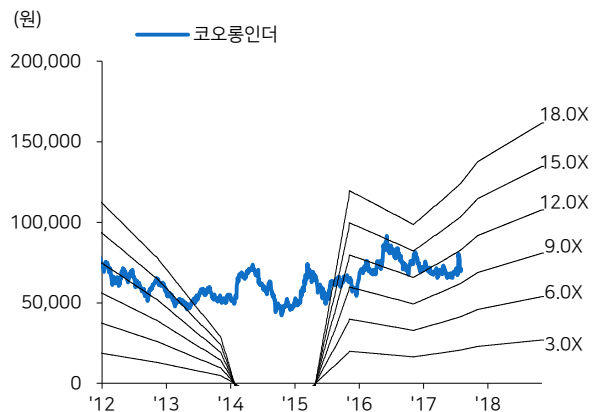
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 코오롱인더 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,150.5	1,134.2	1,037.3	1,240.3	1,150.1	1,123.7	1,206.2	1,439.1	4,562.2	4,919.3	5,572.2
산업자재	452.6	438.1	400.0	449.5	428.1	423.3	456.2	477.8	1,740.1	1,785.4	1,962.4
화학	215.7	200.0	195.6	205.2	233.8	204.4	249.0	254.5	816.5	941.7	1,045.3
필름/전자재료	118.4	118.5	121.8	114.9	122.3	120.8	131.2	132.8	473.5	507.1	674.7
패션	262.6	275.0	230.1	369.6	257.9	264.4	276.0	485.0	1,137.3	1,283.3	1,459.0
기타의류	101.2	102.6	89.8	101.1	108.0	110.8	93.8	89.1	394.8	401.7	430.7
영업이익	86.3	77.5	48.1	64.9	45.8	54.1	49.2	60.7	276.7	209.8	310.5
% OP	7.5%	6.8%	4.6%	5.2%	4.0%	4.8%	4.1%	4.2%	6.1%	4.3%	5.6%
산업자재	39.4	40.6	31.0	33.5	27.4	32.2	33.5	33.7	144.5	132.2	161.5
화학	28.9	26.6	24.5	23.6	23.1	23.3	22.6	22.9	103.7	91.9	97.5
필름/전자재료	2.8	0.5	-0.5	-2.7	-4.3	-3.2	-1.1	-0.5	0.0	-8.9	25.7
패션	14.8	16.4	-2.2	26.1	10.1	11.9	-3.0	19.0	55.1	42.8	49.1
기타의류	0.3	-6.5	-4.7	-15.6	-10.5	-10.2	-2.8	-14.4	-26.5	-38.2	-23.3
세전이익	76.4	82.2	50.3	30.1	36.4	70.2	35.5	44.3	238.9	186.4	254.1
순이익(지배주주)	54.4	61.7	28.8	25.4	25.8	57.0	25.9	32.4	170.2	141.2	185.8
% YoY											
매출액	-4.2%	-8.1%	-9.6%	-2.6%	0.0%	-0.9%	16.3%	16.0%	-6.1%	7.8%	13.3%
영업이익	24.1%	1.4%	-22.7%	-10.2%	-46.9%	-30.2%	2.3%	-6.5%	-1.3%	-24.2%	48.0%
세전이익	흑전	19.5%	9.8%	-36.1%	-52.4%	-14.6%	-29.4%	47.2%	흑전	-22.0%	36.3%
당기순이익	흑전	96.0%	-14.6%	-24.0%	-52.6%	-7.6%	-10.1%	27.6%	흑전	-17.0%	31.6%
% QoQ											
매출액	-9.7%	-1.4%	-8.5%	19.6%	-7.3%	-2.3%	7.3%	19.3%			
영업이익	19.4%	-10.2%	-37.9%	34.9%	-29.4%	18.1%	-9.1%	23.4%			
세전이익	62.2%	7.6%	-38.8%	-40.2%	20.9%	92.9%	-49.4%	24.8%			
당기순이익	62.7%	13.5%	-53.4%	-11.7%	1.6%	120.9%	-54.6%	25.1%			

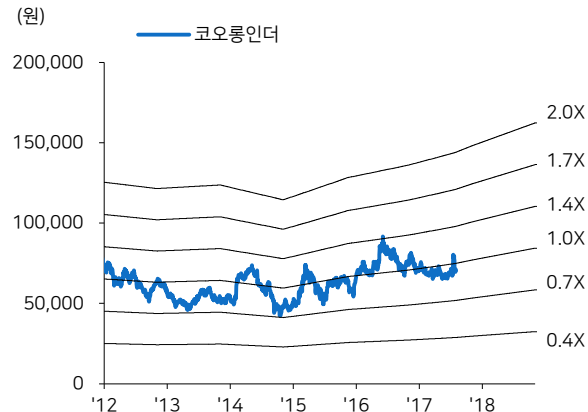
자료: 코오롱인더, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 코오롱인더 12M Fwd PER 밴드차트



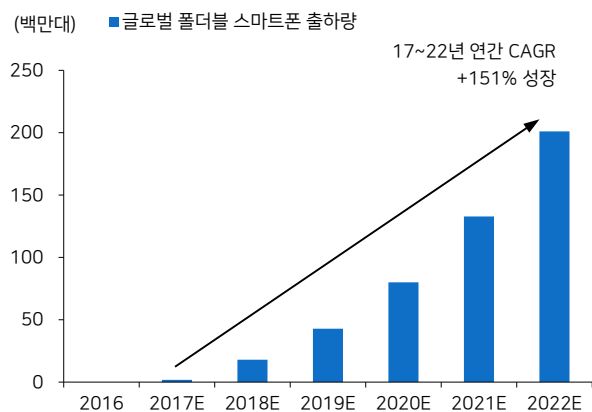
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 코오롱인더 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 글로벌 폴더블 스마트폰 출하량 전망



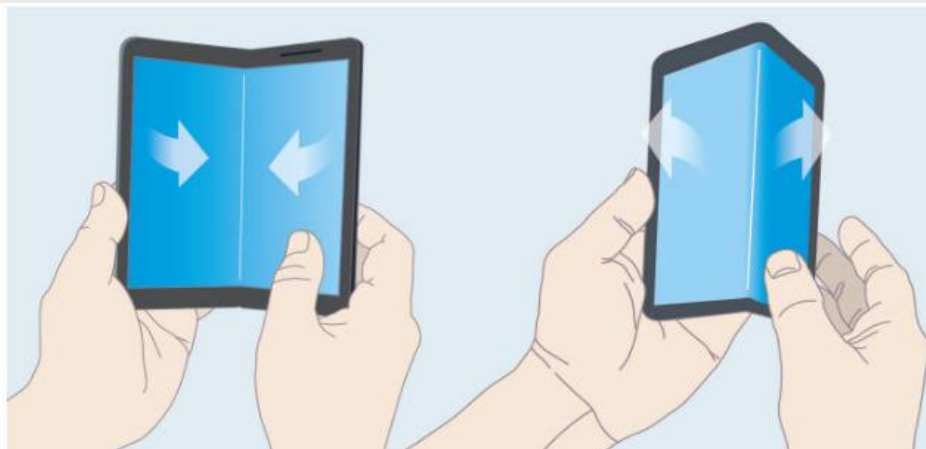
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 플렉서블 OLED 시기별 변화



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 In-folding 방식과 Out-folding 방식의 폴더블 디스플레이



자료: 언론, 메리츠증권증권 리서치센터

코오롱인더 (120110)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,856.5	4,562.2	4,919.3	5,572.2	5,853.3
매출액증가율 (%)	-9.0	-6.1	7.8	13.3	5.0
매출원가	3,574.5	3,281.7	3,608.8	3,998.1	4,179.4
매출총이익	1,282.0	1,280.5	1,310.5	1,574.1	1,673.9
판매관리비	1,001.5	1,003.8	1,100.7	1,263.6	1,299.8
영업이익	280.5	276.7	209.8	310.5	374.1
영업이익률	5.8	6.1	4.3	5.6	6.4
금융손익	-61.0	-39.5	-61.9	-62.7	-60.7
중속/관계기업손익	29.3	40.1	43.1	21.4	0.0
기타영업외손익	-386.4	-38.5	-3.7	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	-137.7	238.9	187.3	257.2	301.4
법인세비용	7.5	62.9	46.4	61.7	72.3
당기순이익	-145.1	176.0	141.0	195.5	229.0
지배주주지분 순이익	-144.3	170.2	141.2	185.8	220.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	365.8	339.6	466.9	439.1	487.1
당기순이익(손실)	-145.1	176.0	141.0	195.5	229.0
유형자산상각비	188.0	189.2	197.5	208.4	214.3
무형자산상각비	5.9	9.5	9.8	9.4	8.9
운전자본의 증감	229.1	-73.1	41.2	-36.9	-25.8
투자활동 현금흐름	-376.6	-261.8	-537.2	-339.5	-317.7
유형자산의증가(CAPEX)	-201.7	-243.1	-311.7	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-65.0	-139.0	-276.0	-67.9	-47.5
재무활동 현금흐름	41.1	-18.5	105.7	-128.8	-106.2
차입금의 증감	399.2	408.1	1,928.3	-196.7	2.3
자본의 증가	0.8	4.8	0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.5	53.6	30.6	-29.3	63.2
기초현금	62.1	93.6	147.2	177.7	148.4
기말현금	93.6	147.2	177.7	148.4	211.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,944.7	2,067.6	2,203.9	2,329.2	2,500.6
현금및현금성자산	93.6	147.2	177.7	148.4	211.6
매출채권	815.9	833.3	773.7	832.8	874.1
재고자산	852.8	794.8	823.5	886.4	930.3
비유동자산	3,041.4	3,181.6	3,590.8	3,720.9	3,825.2
유형자산	2,152.9	2,202.3	2,328.3	2,399.9	2,465.6
무형자산	197.0	191.9	184.1	174.7	165.7
투자자산	434.9	614.0	890.0	957.9	1,005.4
자산총계	4,986.1	5,249.2	5,794.7	6,050.1	6,325.8
유동부채	1,828.4	1,964.9	2,194.8	2,172.4	2,226.7
매입채무	389.6	392.7	452.4	486.9	511.1
단기차입금	773.6	663.7	752.2	702.2	702.2
유동성장기부채	290.9	473.1	415.7	365.7	365.7
비유동부채	1,193.3	1,159.0	1,370.5	1,483.7	1,506.9
사채	257.7	173.2	333.4	333.4	333.4
장기차입금	562.2	609.2	602.0	682.0	682.0
부채총계	3,021.7	3,123.9	3,565.3	3,656.1	3,733.5
자본금	139.4	139.6	139.6	139.6	139.6
자본잉여금	907.2	911.8	912.5	912.5	912.5
기타포괄이익누계액	21.8	29.2	55.8	55.8	55.8
이익잉여금	742.1	878.8	956.2	1,113.5	1,303.0
비지배주주지분	132.4	144.3	143.8	151.2	159.9
자본총계	1,964.4	2,125.3	2,229.4	2,394.1	2,592.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	193,397	181,549	195,580	221,538	232,713
EPS(지배주주)	-5,840	6,876	5,478	7,646	8,980
CFPS	5,412	19,714	17,984	21,378	23,270
EBITDAPS	18,889	18,916	16,584	21,004	23,748
BPS	58,629	64,082	68,108	74,077	81,185
DPS	500	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	-10.8	11.1	12.9	9.7	8.2
PCR	11.6	3.8	4.0	3.3	3.1
PSR	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
EBITDA	474.3	475.4	417.1	528.3	597.3
EV/EBITDA	7.3	8.0	9.3	7.3	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.8	8.9	7.0	8.7	9.4
EBITDA 이익률	9.8	10.4	8.5	9.5	10.2
부채비율	153.8	147.0	159.9	152.7	144.0
금융비용부담률	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
이자보상배율(x)	4.0	4.4	3.0	4.0	5.0
매출채권회전율(x)	5.7	5.5	6.1	6.9	6.9
재고자산회전율(x)	5.7	5.5	6.1	6.5	6.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호,이민영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코오롱인더 (120110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.05	산업브리프	Buy	90,000	황유식	-33.7	-26.6	
2015.11.23	기업브리프	Buy	90,000	황유식	-33.7	-26.6	
2015.11.25	산업분석	Buy	90,000	황유식	-32.4	-25.3	
2016.02.17	기업브리프	Buy	90,000	황유식	-25.9	1.8	
2016.08.06	1년 경과				-14.0	-3.9	
				담당자 변경			
2017.01.11	산업분석	Buy	100,000	노우호	-24.0	-18.5	
2017.02.09	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-28.9	-18.5	
2017.06.26	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-29.1	-18.5	
2017.07.10	산업브리프	Buy	100,000	노우호	-29.8	-18.5	
2017.08.11	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-29.6	-18.5	
2017.09.29	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-	-	