



△ 정유/화학

Analysts 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 (11.10)** 76,300 원**상승여력** 31.1%

KOSPI 2,542.95pt

시가총액 19,191억원

발행주식수 2,515만주

유동주식비율 61.96%

외국인비중 18.96%

52주 최고/최저가 81,500원/65,300원

평균거래대금 144.0억원

주요주주(%)

코오롱 외 17 인 33.57

국민연금 12.76

KB자산운용 7.38

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 6.7 11.5 2.4

상대주가 2.1 -0.4 -19.3

주가그래프**코오롱인더 120110****3Q17 Review:
조용한 변화, 긍정적 신호**

- ✓ 3Q17 영업이익 460 억원을 달성했으나, 향후 분기별 이익 우상향을 예상
- ✓ 조용한 변화: 전방 수요 개선으로 산업자재 가동률 상승과 P 상승 → 마진율 개선
- ✓ 18년 투자의 결실을 거둘 시기: 산업자재 증설 및 CPI 양산에 따른 이익 모멘텀
- ✓ 18년 외형 확대 및 수익성 개선과 CPI 양산으로 변화가 발생하는 동사에 주목
- ✓ 투자의견 Buy 와 적정주가 10 만원 유지

3Q17 영업이익 460 억원 달성: 부정적으로 바라볼 필요는 없다는 판단

3Q17 영업이익은 460 억원(산업자재 354 억원, 화학 233 억원, 필름/전자재료 -37 억원, 패션 -33 억원, 기타의류 -73 억원)을 달성했다. 시장 예상치를 하회했으나, 이를 부정적으로 바라볼 필요는 없다는 판단이다. 산업자재의 실적 개선이 고무적이다. 이는 전방수요가 개선되는 가운데, 주력 제품 타이어코드, 에어백 등의 가동률 상승에 따른 Q 증가효과, 판가인상으로 마진율이 개선되는 점에 주목할 필요가 있다. 기타부문은 계열사의 재고손실처리에 따른 일회성비용 반영으로 분기 연속 적자를 기록했다. 지분법이익은 79 억원 (SKC 코오롱 PI 32 억원, 하나캐피탈 71 억원)이다.

18년 투자의 결실을 거둘 원년의 해: 산업자재 증설과 CPI 양산

17년 연간 이익은 2,159 억원으로 부진할 실적을 거둘 전망이다. 현 시점에서 동사의 실적에는 조용한 변화(산업자재부문의 수익성 개선)가 발생 중이며, 18년 증설 투자가 완료되면 외형 확대까지 기시회된다는 점을 긍정적 투자포인트로 제시한다. 결론은 (1) CPI 필름과 산업자재부문 증설 모멘텀, (2) 주가 저평가 매력이다. 17년 12월 스팬본드 증설을 시작으로, 18년 타이어코드 생산능력 9.5 천톤으로 증가, CPI 필름 양산을 감안해, 18년 연간 이익은 2,889 억원으로 실적 개선이 뚜렷하다. 18년 기준 동사의 PBR 1.0 배 수준은 이익 체력을 감안할 때, 주가 저평가 상태라고 판단한다. 이에 본업(산업자재) 이익 확대 및 CPI 선두주자로서의 프리미엄을 감안해 투자의 견 Buy 와 적정주가 10 만원을 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	4,708.7	215.9	155.4	5,693	-17.2	68,372	13.1	1.1	9.5	7.3	155.4
2018E	5,453.1	288.9	168.0	6,920	21.5	73,711	11.5	1.0	8.1	7.9	152.2
2019E	5,724.6	362.4	209.4	8,526	23.2	80,425	9.3	0.9	6.9	9.0	144.1

표1 코오롱인더 3Q17 실적 Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,086.3	1,037.3	4.7	1,123.7	-3.3	1,166.1	-6.8	1,206.2	-9.9%
영업이익	46.0	48.1	-4.4	54.1	-15.0	65.3	-29.5	49.2	-6.5%
세전이익	43.0	50.3	-14.5	70.2	-38.7	44.7	-3.8	35.5	21.2
순이익	32.0	29.6	8.3	57.4	-44.3	38.3	-16.4	25.9	23.6
영업이익률(%)	4.2	4.6	-0.4	4.8	-0.6	5.6	-1.4	4.1	0.2
순이익률(%)	2.9	2.8	0.1	5.1	-2.2	3.3	-0.3	2.1	0.8

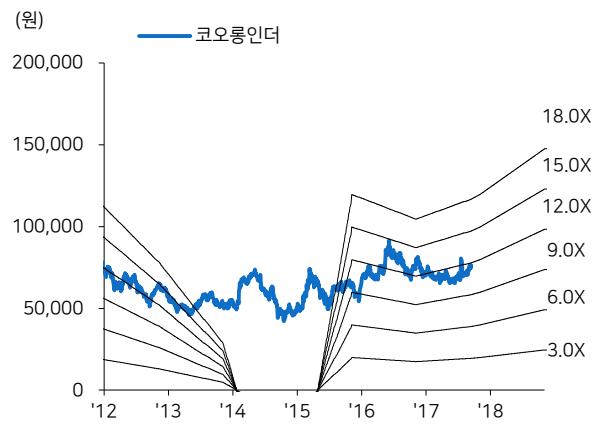
자료: 회사명, 메리츠증권 리서치센터

표2 코오롱인더 사업부문별 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,150.5	1,134.2	1,037.3	1,240.3	1,150.1	1,123.7	1,086.3	1,348.6	4,562.2	4,708.7	5,453.1
산업자재	452.6	438.1	400.0	449.5	428.1	423.3	423.9	444.6	1,740.1	1,719.9	1,958.1
화학	215.7	200.0	195.6	205.2	233.8	204.4	216.6	228.4	816.5	883.2	936.1
필름/전자재료	118.4	118.5	121.8	114.9	122.3	120.8	130.9	131.4	473.5	505.4	668.6
패션	262.6	275.0	230.1	369.6	257.9	264.4	211.4	455.0	1,137.3	1,188.7	1,459.0
기타의류	101.2	102.6	89.8	101.1	108.0	110.8	103.4	89.2	394.8	411.4	431.3
영업이익	86.3	77.5	48.1	64.9	45.8	54.1	46.0	70.0	276.7	215.9	288.9
% OP	7.5%	6.8%	4.6%	5.2%	4.0%	4.8%	4.2%	5.2%	6.1%	6.1%	6.1%
산업자재	39.4	40.6	31.0	33.5	27.4	32.2	35.4	36.2	144.5	131.2	161.1
화학	28.9	26.6	24.5	23.6	23.1	23.3	25.0	25.8	103.7	97.2	90.1
필름/전자재료	2.8	0.5	-0.5	-2.7	-4.3	-3.2	-3.7	-4.1	0.0	-15.3	17.1
패션	14.8	16.4	-2.2	26.1	10.1	11.9	-3.3	17.8	55.1	36.5	45.3
기타의류	0.3	-6.5	-4.7	-15.6	-10.5	-10.2	-7.3	-5.6	-26.5	-33.6	-24.8
세전이익	76.4	82.2	50.3	30.1	36.4	70.2	43.0	53.5	238.9	203.1	229.8
순이익(지배주주)	54.4	61.7	28.8	25.4	25.8	57.0	33.5	39.1	170.2	155.4	168.0
% YoY											
매출액	-4.2%	-8.1%	-9.6%	-2.6%	0.0%	-0.9%	4.7%	8.7%	-6.1%	3.2%	15.8%
영업이익	24.1%	1.4%	-22.7%	-10.2%	-46.9%	-30.2%	-4.4%	7.9%	-1.3%	-22.0%	33.8%
세전이익	흑전	19.5%	9.8%	-36.1%	-52.4%	-14.6%	-14.5%	78.0%	흑전	-15.0%	13.1%
당기순이익	흑전	96.0%	-14.6%	-24.0%	-52.6%	-7.6%	16.5%	54.0%	흑전	-8.7%	8.1%
% QoQ											
매출액	-9.7%	-1.4%	-8.5%	19.6%	-7.3%	-2.3%	-3.3%	24.1%			
영업이익	19.4%	-10.2%	-37.9%	34.9%	-29.4%	18.1%	-15.0%	52.2%			
세전이익	62.2%	7.6%	-38.8%	-40.2%	20.9%	92.9%	-38.8%	24.4%			
당기순이익	62.7%	13.5%	-53.4%	-11.7%	1.6%	120.9%	-41.3%	16.7%			

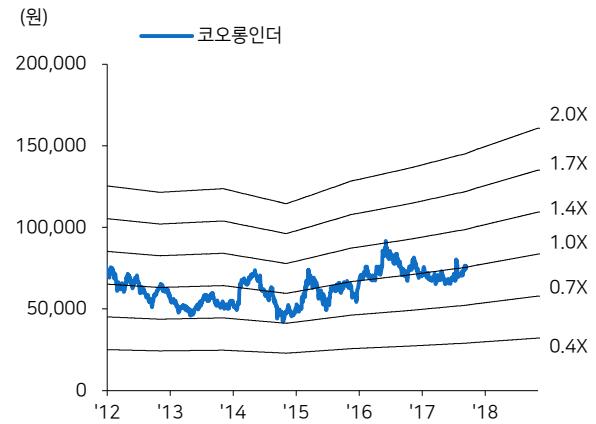
자료: 코오롱인더, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코오롱인더스트리 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 코오롱인더스트리 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

코오롱인더 (120110)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,856.5	4,562.2	4,708.7	5,453.1	5,724.6
매출액증가율 (%)	-9.0	-6.1	3.2	15.8	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	1,100.0	1,455.0	1,545.2
판매관리비	1,001.5	1,003.8	884.0	1,166.1	1,182.8
영업이익	280.5	276.7	215.9	288.9	362.4
영업이익률	5.8	6.1	4.6	5.3	6.3
금융손익	-61.0	-39.5	-62.2	-65.1	-64.0
종속/관계기업순익	29.3	40.1	45.0	21.4	0.0
기타영업외순익	-386.4	-38.5	-3.7	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	-137.7	238.9	203.1	229.8	286.3
법인세비용	7.5	62.9	48.7	56.0	68.7
당기순이익	-145.1	176.0	152.3	174.6	217.6
지배주주지분 순이익	-144.3	170.2	155.5	168.0	209.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	365.8	339.6	402.4	390.7	473.8
당기순이익(순실)	-145.1	176.0	146.4	177.2	217.6
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	-28.9	-69.4	-31.1
투자활동 현금흐름	-376.6	-261.8	-475.4	-382.3	-320.4
유형자산의증가(CAPEX)	-201.7	-243.1	-311.7	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-65.0	-139.0	-220.0	-104.4	-46.9
재무활동 현금흐름	41.1	-18.5	105.5	-128.7	-106.2
차입금의 증감	39.9	40.8	192.6	-19.5	0.2
자본의 증가	0.8	4.8	0.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	31.5	53.6	27.6	-120.3	47.3
기초현금	62.1	93.6	147.2	174.8	54.5
기말현금	93.6	147.2	174.8	54.5	101.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,944.7	2,067.6	2,174.0	2,304.0	2,463.6
현금및현금성자산	93.6	147.2	174.8	54.5	101.8
매출채권	815.9	833.3	773.7	870.6	914.1
재고자산	852.8	794.8	823.5	926.6	972.9
비유동자산	3,041.4	3,181.6	3,534.8	3,701.4	3,805.0
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	834.0	938.4	985.2
자산총계	4,986.1	5,249.2	5,708.8	6,005.4	6,268.6
유동부채	1,828.4	1,964.9	2,130.8	2,150.1	2,203.6
매입채무	389.6	392.7	423.9	477.0	500.8
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	1,343.2	1,474.2	1,497.0
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	3,474.0	3,624.2	3,700.6
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	963.6	1,103.2	1,281.8
비지배주주지분	132.4	144.3	141.8	148.5	156.8
자본총계	1,964.4	2,125.3	2,234.8	2,381.2	2,568.0

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	193,397	181,549	187,210	216,802	227,598
EPS(지배주주)	-5,840	6,876	5,693	6,920	8,526
CFPS	5,412	19,714	18,302	20,517	22,806
EBITDAPS	18,889	18,916	16,827	20,143	23,283
BPS	58,629	64,082	68,372	73,711	80,425
DPS	500	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	0.8	1.5	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	-10.8	11.1	13.1	11.5	9.3
PCR	11.6	3.8	4.2	3.7	3.3
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EBITDA	474.3	475.4	423.2	506.6	585.6
EV/EBITDA	7.3	8.0	9.5	8.1	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.8	8.9	7.3	7.9	9.0
EBITDA 이익률	9.8	10.4	9.0	9.3	10.2
부채비율	153.8	147.0	155.4	152.2	144.1
금융비용부담률	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3
이자보상배율(X)	4.0	4.4	3.1	3.7	4.8
매출채권회전율(X)	5.7	5.5	5.9	6.6	6.4
재고자산회전율(X)	5.7	5.5	5.8	6.2	6.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.23	기업브리프	Buy	90,000	황유식	-30.1	-26.6	
2015.11.25	산업분석	Buy	90,000	황유식	-30.5	-25.3	
2016.02.17	기업브리프	Buy	90,000	황유식	-21.6	1.8	
2016.10.05	1년 경과				-16.7	-6.9	
				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	-29.3	-18.5	
2017.11.13	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-	-	