

2018. 5. 14



▲ 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 (5.11) 69,400 원

상승여력 44.0%

KOSPI 2,477.71pt

시가총액 17,808억원

발행주식수 2,566만주

유동주식비율 62.83%

외국인비중 16.56%

52주 최고/최저가 89,000원/63,300원

평균거래대금 88.4억원

주요주주(%)

코오롱 외 11 인 32.81

국민연금 13.23

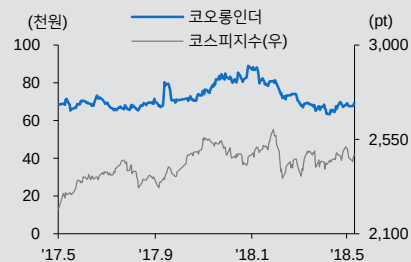
KB자산운용 6.26

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 6.0 -9.0 -2.4

상대주가 4.5 -6.6 -9.5

주가그래프



코오롱인더 120110

예상된 실적 부진

- ✓ 1Q18 영업이익은 시장 예상치를 -19% 하회한 397억원을 기록
→ 환율하락, 원재료 상승에 따른 마진 축소, 패션 계절적 비수기 돌입
- ✓ 2Q18 영업이익 413억원, 18년 연간 이익 1,741억원을 추정(기존대비 -13% 하향)
- ✓ 하반기 증설에 따른 외형확대를 감안하여 투자의견 Buy 유지하나, 연간 추정치 조정으로 적정주가는 10만원을 제시(PBR 1.2배 적용)

1Q18 Review: 원가 상승, 환율하락, 계절적 비수기에 따른 실적 부진

1Q18 영업이익 397억원(산업자재 195억원, 화학 225억원, 필름/전자재료 -36억원, 패션 83억원, 기타의류 -88억원)을 기록하며 시장 예상치를 -19% 하회했다. 부진한 실적 배경은 (1) 원화 강세에 따른 산업자재/화학부문 이익 감소, (2) 주요 원재료 급등으로 마진 축소, (3) 중국 소재 자회사 실적 부진, (4) 패션부문 비수기 효과 때문이다. 올 2분기 신규가동이 예정된 베트남 타이어코드(1.8만톤)는 인건비, 감가상각비용이 추가되며 적자를 기록했고, CPI 연구개발비용(-20억원) 발생으로 이익이 둔화되었다. 연초 하나캐피탈 지분매각(지분 0%)으로 지분법이익은 감소, 지분매각 차익으로 200억원이 금융손익으로 반영되었다.

18년 하반기 정상궤도에 도달할 실적과 주가

18년 동사의 투자포인트는 (1) 주요 제품 증설(타이어코드, 에어백 쿠션, 스판본드, POM)에 따른 외형확대, (2) 투명PI 필름 기대감(1H18 시운전, 2H18 일부 양산)이며 가시화될 시점은 하반기이다. 특히 시운전에 돌입한 동사의 CPI는 6월 풀가동 체제로 전환된다. 핵심 고객사의 출시 일정에 따른 가동률 변동은 있겠으나 올 하반기 중 소규모 물량 출하 가능성이 높다.

수익성 우려감으로 연초 이후 하락한 주가는 18년 추정치 기준 PBR 0.9배 수준으로 rock-bottom으로 판단한다. 점진적 이익 회복으로 과도한 주가 저평가 마저 해소된다는 전망이다.

투자의견 Buy 유지하나, 연간 추정치 조정으로 적정주가 10만원 제시

18년 연간 이익은 1,742억원을 추정(기존대비 -13% 하향)한다. 적정주가는 PBR 1.2배를 적용한 10만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	4,562.2	276.7	170.2	6,647	-217.7	70,954	11.1	1.0	8.0	8.9	147.0
2017	4,607.0	198.0	135.1	5,234	-31.0	76,824	17.0	1.2	11.1	6.5	143.8
2018E	4,981.3	174.2	112.4	5,128	8.7	80,438	13.5	0.9	13.9	6.0	155.0
2019E	5,499.1	246.8	142.0	5,411	9.2	84,329	12.8	0.8	11.3	6.1	164.4
2020E	5,808.2	265.0	153.6	5,862	8.3	88,627	11.8	0.8	10.8	6.2	163.8

표1 코오롱인더 1Q18 추정치 비교

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,126.7	1,150.1	-2.0	1,246.9	-9.6	1,186.8	-5.1	1,251.5	-10.0
영업이익	37.9	45.8	-17.2	52.0	-27.2	46.8	-19.0	45.1	-16.0
세전이익	50.8	36.4	39.3	29.6	71.5	53.9	-5.8	52.6	-3.5
순이익	38.7	22.2	73.9	11.1	249.4	40.6	-4.7	38.5	0.5

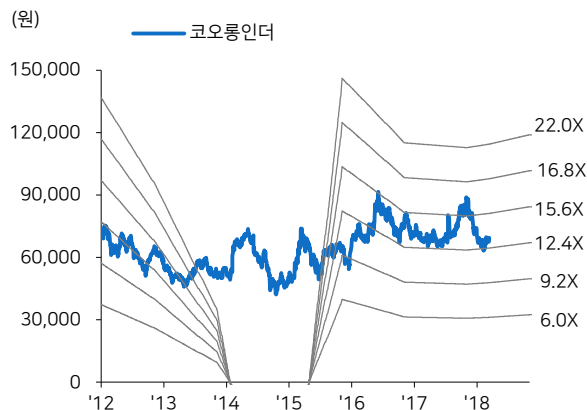
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 코오롱인더 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,150.1	1,123.7	1,086.3	1,246.9	1,126.7	1,246.2	1,212.4	1,396.0	4,607.0	4,981.3	5,499.1
산업자재	428.1	423.3	423.9	443.7	408.5	482.0	497.3	506.2	1,719.0	1,894.0	2,076.1
화학	233.8	204.4	216.6	219.5	237.4	227.7	231.2	228.3	874.3	924.6	927.3
필름/전자재료	122.3	120.8	130.9	125.5	131.2	137.4	141.0	147.4	499.5	556.9	632.2
패션	257.9	264.4	211.4	363.0	246.1	279.0	244.0	420.0	1,096.7	1,189.1	1,441.0
기타의류	108.0	110.8	103.4	95.3	103.5	120.2	98.9	94.1	417.5	416.7	422.4
영업이익	45.8	54.1	46.0	52.0	37.9	41.3	38.5	56.4	198.0	174.1	246.8
% OP	4.0%	4.8%	4.2%	4.2%	3.4%	3.3%	3.2%	4.0%	4.3%	3.5%	4.5%
산업자재	27.4	32.2	35.4	23.1	19.5	24.5	25.1	19.5	118.1	88.5	113.5
화학	23.1	23.3	25.0	23.7	22.5	20.8	24.5	19.7	95.1	87.5	84.8
필름/전자재료	-4.3	-3.2	-3.7	-9.9	-3.6	-5.9	-5.3	1.6	-21.1	-13.1	15.6
패션	10.1	11.9	-3.3	29.5	8.3	6.7	-2.8	24.0	48.2	36.2	40.8
기타의류	-10.5	-10.2	-7.3	-14.0	-8.8	-4.8	-2.9	-8.4	-42.0	-24.9	-7.9
세전이익	36.4	70.2	43.0	29.6	50.8	30.6	27.2	43.1	179.3	151.7	194.3
지배순이익	25.8	57.0	33.5	18.7	38.7	22.3	19.9	31.5	135.1	112.4	142.0
% YoY											
매출액	0.0%	-0.9%	4.7%	0.5%	-2.0%	10.9%	11.6%	12.0%	1.0%	8.1%	10.4%
영업이익	-46.9%	-30.1%	-4.4%	-19.8%	-17.2%	-23.8%	-16.3%	8.5%	-28.5%	-12.0%	41.7%
세전이익	-52.3%	-14.6%	-14.5%	-1.5%	39.4%	-56.5%	-36.8%	45.8%	-25.0%	-15.4%	28.1%
지배순이익	-52.5%	-7.6%	16.5%	-26.4%	49.7%	-60.8%	-40.7%	68.7%	-20.7%	-16.8%	26.3%
% QoQ											
매출액	-7.3%	-2.3%	-3.3%	14.8%	-9.6%	10.6%	-2.7%	15.1%			
영업이익	-29.5%	18.3%	-15.0%	13.1%	-27.1%	8.9%	-6.7%	46.5%			
세전이익	21.2%	92.8%	-38.7%	-31.2%	71.6%	-39.8%	-11.1%	58.8%			
지배순이익	1.7%	120.8%	-41.3%	-44.2%	106.8%	-42.2%	-11.1%	58.8%			

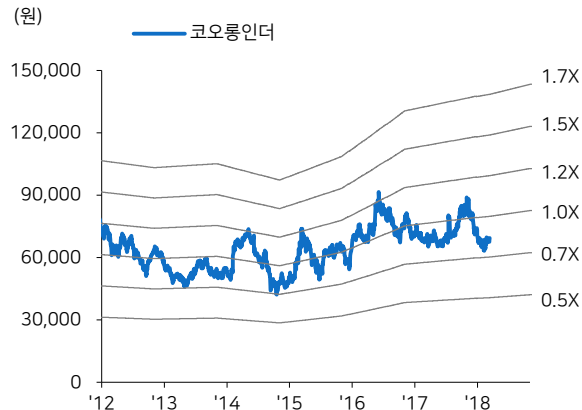
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 12M Fwd PER 밴드 차트



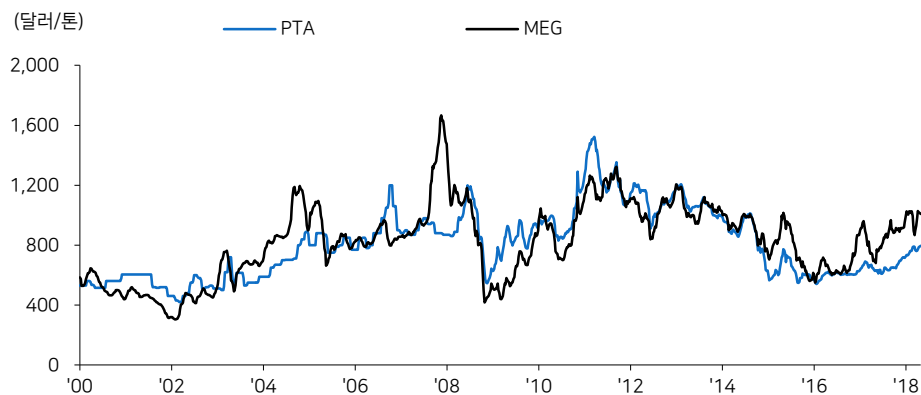
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 산업자재 주요 원재료(PTA, MEG) 가격 흐름



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 화학부문 원재료 페놀 가격 동향



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 화학부문 원재료 ECH 가격 동향



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

코오롱인더 (120110)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	4,562.2	4,607.0	4,981.3	5,499.1	5,808.2
매출액증가율 (%)	-6.1	1.0	8.1	10.4	5.6
매출원가	3,281.7	3,426.3	3,998.1	4,179.4	4,376.6
매출총이익	1,280.5	1,180.7	983.2	1,319.7	1,431.7
판매관리비	1,003.8	982.7	809.0	1,073.0	1,166.7
영업이익	276.7	198.0	174.2	246.8	265.0
영업이익률	6.1	4.3	3.5	4.5	4.6
금융손익	-39.5	-56.7	-33.1	-58.5	-60.9
종속/관계기업손익	40.1	51.7	52.3	18.0	18.0
기타영업외손익	-38.5	-13.7	-12.0	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	238.9	179.3	151.7	194.3	210.1
법인세비용	62.9	56.5	38.1	46.6	50.4
당기순이익	176.0	122.7	113.5	147.6	159.7
지배주주지분 순이익	170.2	135.1	112.4	142.0	153.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	339.6	276.6	234.1	270.3	329.8
당기순이익(손실)	176.0	122.7	135.5	147.6	159.7
유형자산상각비	189.2	191.3	121.8	135.3	145.6
무형자산상각비	9.5	9.7	6.1	5.8	5.5
운전자본의 증감	-73.1	-144.5	-82.4	-77.0	-41.9
투자활동 현금흐름	-261.8	-498.8	-417.0	-365.7	-297.3
유형자산의증가(CAPEX)	-243.1	-454.8	-320.0	-280.0	-260.0
투자자산의감소(증가)	-139.0	-151.8	-97.6	-91.2	-49.7
재무활동 현금흐름	-18.5	157.6	178.5	173.9	9.5
차입금의 증감	40.8	185.2	275.5	280.4	120.2
자본의 증가	4.8	20.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	53.6	-70.2	-4.5	78.5	41.9
기초현금	93.6	147.2	77.0	72.5	151.1
기말현금	147.2	77.0	72.5	151.1	193.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,067.6	2,094.6	2,331.4	2,635.3	2,800.0
현금및현금성자산	147.2	77.0	72.5	151.1	193.0
매출채권	833.3	827.5	926.5	1,018.9	1,069.2
재고자산	794.8	799.2	894.7	984.0	1,032.6
비유동자산	3,181.6	3,567.4	3,857.0	4,087.1	4,245.7
유형자산	2,202.3	2,444.3	2,642.5	2,787.2	2,901.6
무형자산	191.9	177.2	171.1	165.2	159.7
투자자산	614.0	816.4	914.0	1,005.2	1,054.9
자산총계	5,249.2	5,662.0	6,188.5	6,722.4	7,045.6
유동부채	1,964.9	2,126.2	2,409.9	2,641.4	2,696.8
매입채무	392.7	409.9	459.0	504.8	529.7
단기차입금	663.7	803.4	853.4	903.4	903.4
유동성장기부채	472.6	413.6	498.6	578.6	578.6
비유동부채	1,159.0	1,213.4	1,352.1	1,538.2	1,677.9
사채	173.2	334.4	354.4	434.4	494.4
장기차입금	609.2	550.9	630.9	700.9	760.9
부채총계	3,123.9	3,339.5	3,762.0	4,179.6	4,374.7
자본금	139.6	142.1	142.1	142.1	142.1
자본잉여금	911.8	929.6	929.6	929.6	929.6
기타포괄이익누계액	29.2	114.6	114.6	114.6	114.6
이익잉여금	878.8	975.5	1,078.9	1,189.5	1,311.7
비지배주주지분	144.3	139.2	139.8	145.4	151.5
자본총계	2,125.3	2,322.5	2,426.5	2,542.7	2,671.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	181,549	182,824	194,133	214,308	226,354
EPS(지배주주)	6,647	5,234	5,128	5,411	5,862
CFPS	19,714	17,294	14,124	15,350	16,451
EBITDAPS	18,916	15,832	11,774	15,116	16,217
BPS	70,954	76,824	80,438	84,329	88,627
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
배당수익률(%)	1.5	1.2	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.1	17.0	13.5	12.8	11.8
PCR	3.8	5.1	4.9	4.5	4.2
PSR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR	1.0	1.2	0.9	0.8	0.8
EBITDA	475.4	399.0	302.1	387.9	416.1
EV/EBITDA	8.0	11.1	13.9	11.3	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	6.5	6.0	6.1	6.2
EBITDA 이익률	10.4	8.7	6.1	7.1	7.2
부채비율	147.0	143.8	155.0	164.4	163.8
금융비용부담률	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
이자보상배율(x)	4.4	3.2	2.7	3.3	3.3
매출채권회전율(x)	5.5	5.5	5.7	5.7	5.6
재고자산회전율(x)	5.5	5.8	5.9	5.9	5.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 14일 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 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

코오롱인더 (120110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-28.7	-15.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	115,000	노우호	-34.6	-22.6	
2018.04.25	기업브리프	Buy	115,000	노우호	-35.2	-22.6	
2018.05.14	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-	-	