

2022. 3. 7



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **68,000 원**

현재주가 (3.4) **60,200 원**

상승여력 **13.0%**

KOSPI	2,713.43pt
시가총액	16,566억원
발행주식수	2,752만주
유동주식비율	64.25%
외국인비중	19.89%
52주 최고/최저가	111,500원/50,300원
평균거래대금	132.8억원

주요주주(%)

코오롱 외 9 인	34.78
국민연금공단	8.73

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.4	-28.8	10.1
상대주가	-2.1	-16.1	23.4

주가그래프



코오롱인더 120110

4Q Review: 낮아진 성장 각도

- ✓ 21년 연간 영업이익 2,528억원(+65.8% YoY)으로 전 사업부문 호조
- ✓ 22년 영업이익은 2,551억원(+0.9% YoY), 고객사 출하량 및 원가 압박 해소가 관건
- ✓ 수소 Mobility 가시성 적다는 판단으로 현 시점에서 수소 모멘텀은 소강 국면
- ✓ 동사의 수소 연료전지 사업 가시성이 확보되는 2023년 재평가 필요
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 6.8만원 유지

Narrative와 Numbers가 좋았던 2021년을 뒤로 하고

동사는 일회성 비용 반영으로 시장 예상치를 하회한 4Q21 실적을 제외하면 전 사업부문 이익 호조세를 시현했다. 사업부문별 (1) 산업자재: 타이어코드와 아라미드 수익성 호조로 글로벌 1위 효성첨단소재 대비 주가 저평가 해소, (2) 패션: 골프 의류 판매 호조, (3) 신규 사업: 수소 사업(수분 제어장치, 수소 연료전지) 기대감이다.

전방 고객사들의 생산량 정상화 및 원가 극복여부가 수익성에 핵심

동사의 2022년 연간 영업이익은 2,551억원(+0.9% YoY)을 추정한다. 주요 사업부문 별 흐름은 (1) 산업자재는 올 하반기 베트남 타이어코드 신규 가동(1.9만톤) 효과는 긍정적이나, 전방 산업의 수익성 악화 영향과 운임지수 상승 등의 비용 증가가 부정적, (2) 화학부문과 필름부문은 운임비용 상승 외에 도입 원재료 강세(나프타 +50% YTD)로 주력 제품들의 스프레드 축소이다. 단, 패션부문은 골프 의류/용품 판매량 호조로 연간 이익 방어 가능한 사업부문이다.

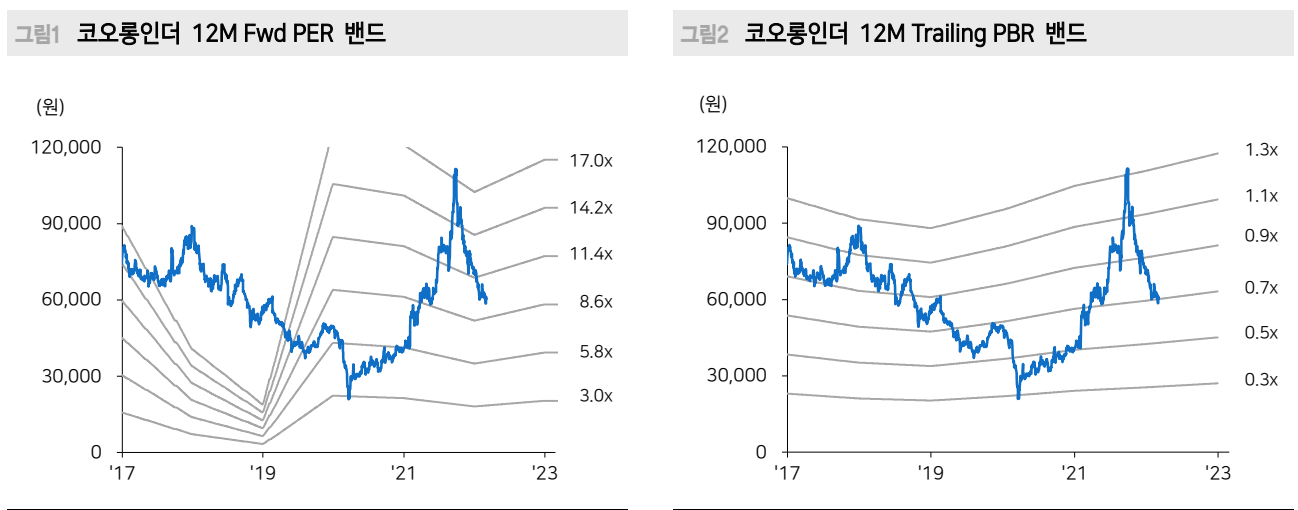
단기 수소 모멘텀 소멸, 수소 연료전지 사업이 가시화되는 23년 재평가

동사에 대해 투자의견 Buy, 적정주가는 6.8만원을 유지한다. 지난 1년간의 주가 상승은 산업자재 수익성 호조와 수소 사업 기대감을 배경으로 한다. 당사의 판단은 (1) 국내 고객사의 EV 대비 수소차 추진 의지가 약해진 점으로 수분 제어장치의 외형 성장은 한계가 있고, (2) 반면 사업 성장성이 클 수소 연료전지 분야 동사의 PEM/MEA 사업 성과가 기업 가치 재평가의 핵심이다. 해당 사업은 2023년 하반기 이후 성과로 현 시점에서의 적정주가 변동 요인은 아닐 점이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	4,407.2	173.0	32.5	1,107	-53.1	67,767	45.0	0.7	8.8	1.6	148.9
2020	4,036.1	152.4	203.4	7,433	939.4	73,257	5.5	0.6	7.3	9.7	120.1
2021P	4,662.1	252.8	195.6	7,115	4.0	80,547	10.0	0.9	8.1	8.5	115.5
2022E	4,693.2	255.1	168.7	6,025	-19.8	85,113	10.0	0.7	6.6	6.7	108.8
2023E	5,034.0	282.9	189.3	6,773	12.4	90,358	8.9	0.7	6.2	7.1	108.5

표1 코오롱인더 분기별 추정 테이블											
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	1,090.4	1,184.1	1,128.6	1,259.0	1,167.3	1,174.6	1,166.6	1,184.7	4,662.1	4,693.2	5,034.0
산업자재	482.8	501.1	495.2	519.2	507.1	511.8	524.7	529.2	1,998.3	2,072.7	2,358.6
화학	208.7	217.1	245.8	244.0	204.1	208.4	213.6	216.0	915.6	842.0	884.1
필름/전자재료	153.9	158.3	140.3	156.7	145.4	145.6	146.2	147.1	609.2	584.2	613.1
패션	201.4	252.1	202.5	362.1	256.0	256.0	231.0	246.0	1,018.1	989.0	964.0
기타의류소재	43.6	55.5	44.8	-23.0	54.7	52.9	51.1	46.5	120.9	205.2	214.2
영업이익	69.1	103.6	77.3	2.8	58.2	66.3	60.8	69.8	252.8	255.1	282.9
%OP	6.3%	8.8%	6.8%	0.2%	5.0%	5.6%	5.2%	5.9%	5.4%	5.4%	5.6%
산업자재	35.3	48.6	45.6	24.9	37.6	37.3	40.1	42.1	154.4	157.1	181.4
화학	19.1	23.4	22.0	15.5	13.3	13.4	13.0	13.5	80.0	53.1	60.7
필름/전자재료	13.5	9.3	5.0	-6.1	1.9	3.2	4.3	3.6	21.7	13.0	19.7
패션	0.2	15.3	-0.5	23.4	8.0	12.0	3.4	14.7	38.4	38.2	27.7
기타의류소재	1.0	7.0	5.2	-54.9	-2.6	0.4	0.0	-4.1	-41.7	-6.3	-6.6
세전이익	71.8	100.4	82.2	24.6	51.5	60.0	54.9	64.3	279.0	230.7	258.9
순이익(지배주주)	50.4	74.5	53.7	10.6	37.7	43.9	40.1	47.0	189.2	168.7	189.3
%YoY											
매출액	10.2	25.7	17.9	9.8	7.1	-0.8	3.4	-5.9	15.5	0.7	7.3
영업이익	160.3	181.8	169.6	-95.4	-15.7	-36.0	-21.4	2,392.7	65.8	0.9	10.9
세전이익	-68.8	280.0	127.2	23.6	-28.2	-40.2	-33.2	161.0	-10.8	-17.3	12.2
순이익(지배)	-69.3	373.6	408.0	-19.0	-25.2	-41.1	-25.3	343.0	-7.0	-10.8	12.2
%QoQ											
매출액	-4.9	8.6	-4.7	11.6	-7.3	0.6	-0.7	1.6			
영업이익	14.3	50.0	-25.4	-96.4	1,978.5	13.9	-8.3	14.8			
세전이익	260.3	39.8	-18.1	-70.0	109.1	16.5	-8.6	17.2			
순이익(지배)	284.4	47.9	-27.9	-80.2	254.9	16.5	-8.6	17.2			

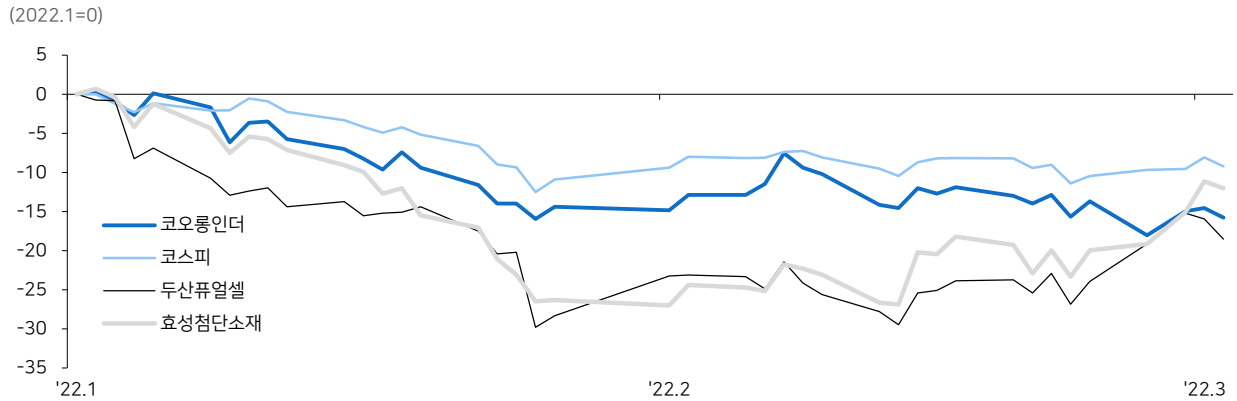
자료: 코오롱인더, 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터

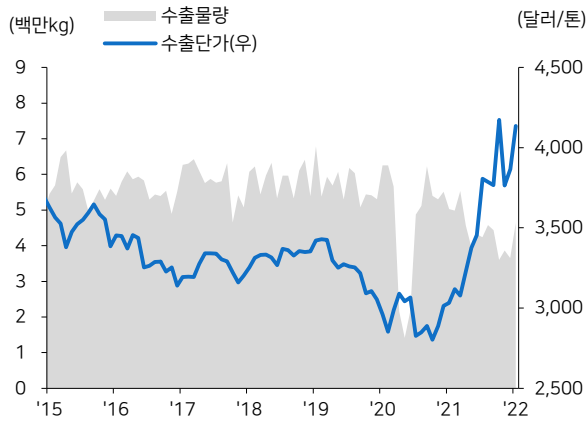
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 수소 밸류체인 기업 주가 비교



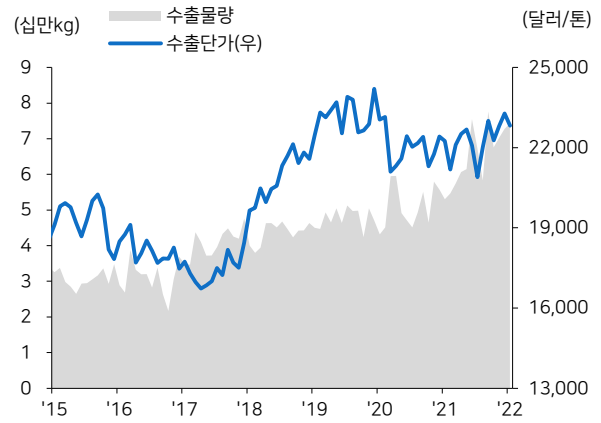
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 타이어코드 KITA 수출데이터



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 아라미드 KITA 수출데이터



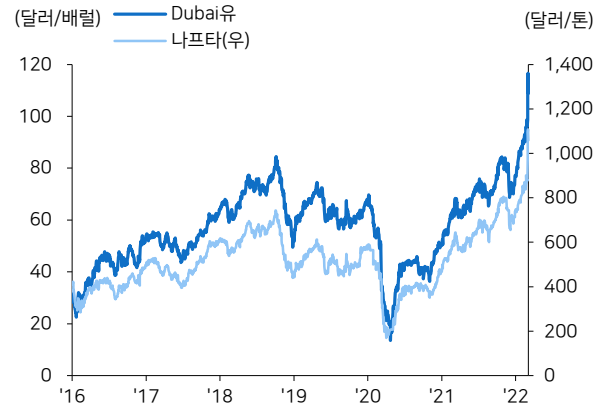
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림6 컨테이너선 운임지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Dubai 유가 및 나프타 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

코오롱인더 (120110)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	4,407.2	4,036.1	4,662.1	4,693.2	5,034.0
매출액증가율 (%)	-1.2	-8.4	15.5	0.7	7.3
매출원가	3,276.1	2,999.2	3,330.2	3,589.7	3,906.1
매출총이익	1,131.1	1,036.8	1,331.8	1,103.5	1,127.9
판매관리비	958.2	884.4	1,079.0	848.4	845.0
영업이익	173.0	152.4	252.8	255.1	282.9
영업이익률	3.9	3.8	5.4	5.4	5.6
금융손익	-62.6	-61.3	-21.3	-39.8	-39.8
중속/관계기업손익	4.3	20.3	53.3	27.4	27.8
기타영업외손익	-31.3	197.8	8.2	-12.0	-12.0
세전계속사업이익	83.4	309.2	293.0	230.7	258.9
법인세비용	24.1	107.3	79.6	55.4	62.1
당기순이익	22.1	205.5	214.4	175.4	196.8
지배주주지분 손이익	32.5	203.4	195.6	168.7	189.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	123.4	499.6	116.8	550.5	441.9
당기순이익(손실)	22.1	205.5	214.4	175.4	196.8
유형자산상각비	232.4	233.0	226.8	268.5	281.1
무형자산상각비	11.4	11.3	8.7	6.1	5.7
운전자본의 증감	-210.8	99.2	-340.7	60.7	-81.5
투자활동 현금흐름	-16.4	130.6	-141.8	-328.8	-374.4
유형자산의증가(CAPEX)	-139.6	-199.1	-196.4	-350.0	-360.0
투자자산의감소(증가)	222.6	12.5	-135.7	11.1	-14.9
재무활동 현금흐름	-78.8	-582.0	-36.6	-31.0	14.8
차입금의 증감	80.2	-486.6	89.4	44.6	91.9
자본의 증가	-8.1	0.3	-0.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	29.4	44.9	-52.3	190.7	82.2
기초현금	86.6	116.0	160.8	108.6	299.3
기말현금	116.0	160.8	108.6	299.3	381.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,079.1	1,870.0	2,232.8	2,298.1	2,548.8
현금및현금성자산	116.0	160.8	108.6	299.3	381.5
매출채권	739.3	666.1	815.3	767.2	831.9
재고자산	877.7	782.3	1,100.7	1,035.8	1,123.1
비유동자산	3,214.0	3,173.7	3,303.0	3,367.2	3,455.3
유형자산	2,459.3	2,453.5	2,464.4	2,545.9	2,624.8
무형자산	181.5	149.1	138.5	132.4	126.6
투자자산	441.4	428.9	564.7	553.6	568.5
자산총계	5,293.1	5,043.7	5,535.8	5,665.3	6,004.1
유동부채	2,245.0	2,154.4	2,042.9	2,013.9	2,130.4
매입채무	345.4	336.3	471.2	443.4	480.8
단기차입금	1,107.1	945.7	901.0	919.0	943.0
유동성장기부채	442.3	425.7	278.9	282.9	306.9
비유동부채	921.8	597.2	924.0	937.5	993.5
사채	194.4	52.4	238.2	244.2	256.2
장기차입금	556.6	390.1	482.7	500.7	530.7
부채총계	3,166.8	2,751.6	2,966.8	2,951.5	3,123.9
자본금	148.7	148.7	148.7	148.7	148.7
자본잉여금	982.4	982.6	982.6	982.6	982.6
기타포괄이익누계액	-47.0	-59.4	27.7	27.7	27.7
이익잉여금	1,013.1	1,188.5	1,361.9	1,500.1	1,659.0
비지배주주지분	110.5	112.9	129.4	136.0	143.5
자본총계	2,126.3	2,292.0	2,568.9	2,713.9	2,880.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	163,357	149,602	172,130	170,542	182,929
EPS(지배주주)	1,107	7,433	7,115	6,025	6,773
CFPS	16,030	16,365	20,963	19,810	21,278
EBITDAPS	15,446	14,703	18,028	19,250	20,705
BPS	67,767	73,257	80,547	85,113	90,358
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.8	2.4	1.4	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	45.0	5.5	10.0	10.0	8.9
PCR	3.1	2.5	3.4	3.0	2.8
PSR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
PBR	0.7	0.6	0.9	0.7	0.7
EBITDA	416.7	396.7	488.3	529.7	569.8
EV/EBITDA	8.8	7.3	8.1	6.6	6.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.6	9.7	8.5	6.7	7.1
EBITDA 이익률	9.5	9.8	10.5	11.3	11.3
부채비율	148.9	120.1	115.5	108.8	108.5
금융비용부담률	1.8	1.4	0.9	1.0	0.9
이자보상배율(x)	2.2	2.6	5.8	5.7	6.1
매출채권회전율(x)	5.8	5.7	6.3	5.9	6.3
재고자산회전율(x)	5.0	4.9	5.0	4.4	4.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

코오롱인더 (120110) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

