LEADING

Mid-Cap Research

코오롱플라스틱 (138490 KS)

2011년 12월 8일

전쟁대비엔 철을, 경제대비엔 플라스틱을

Analyst : 이화영

hylee1@leading.co.kr

82-2-2009-7191

Leading Traffic Light: Green

코오롱플라스틱은...

- ✓ 엔지니어링 플라스틱 중 POM, PA, PBT 제조
- ✓ 높은 기술력이 요구되는 사업으로 진입장벽이 높아 전세계에 8 개 경쟁 업체만 존재

Green light because:

- ✓ 2012 년 POM 공장증설 효과의 원년
- ✓ 타경쟁사들보다 빠른 증설로 2014 까지 POM 매출 견조

성장 잠재력:

- ➢ 2012F 공장증설 효과 본격화로 매출은 39.6% 증가하고 영업이익은 37.5% 증가 예상
- ➢ 증설로 수익성이 높은 POM 부분과 외형성장을 이끄는 기타 EP 부분 매출이 동시에 성장

경영진과 주주가치:

- ➢ 20 년 이상 쌓은 플라스틱에 관한 전문 경력으로 높은 기술을 요구하는 POM 제조기술 확립
- ➢ 빠른 시장판단으로 타경쟁사대비 빠른 POM 증설

탁월한 가치창출:

- ➢ 2011E~2013F 의 ROE 는 15%~17%로 기존의 높은 수익성을 유지하고 있음
- ➢ 올해 6 월 상장으로 인해 자본이 크게 증가하였음에도 불고 WACC 을 상회하는 ROIC
- ➢ 낮은 순부채비율로 재무적 안정성 유지

Valuation:

- ➢ 국내 경쟁업체 대비 저평가 상태
- ➢ 그러나 보수적으로 2012 Consensus 시장 EV/EBITDA 적용하여 적정주가 7,500 원 산정
- ➢ 주가 상승여력 30.6%

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 대주주인 코오롱인더와 듀퐁과의 소송은 주가 변동요인으로 크게 작용하나 동사의 회사가치에 미치는 영향이 전혀 없음

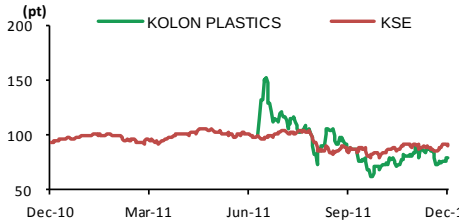
BUY

목표주가	7,500 원
현재주가	5,740 원
목표수익률	30.6%

Key Data	2011 년 12 월 7 일
산업분류	자동차 및 부품
코스피	1,919.42
시가총액 (십억원)	166.5
발행주식수 (백만주)	29.0
외국인 지분율 (%)	0.1
52 주 고가 (원)	10,950
저가 (원)	4,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.5
주요주주	(%)
코오롱인더스트리	70.00
자사주	6.00

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(11.0)	NA	NA
상대주가	(11.0)	NA	NA

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	84.6	87.4	5.3	6.3	2.2	534	67.4	N/A	N/A	8.8	N/A
2009	123.4	45.9	10.9	8.8	7.9	1,953	266.0	N/A	N/A	31.0	N/A
2010	166.1	34.5	11.7	7.0	9.0	445	(77.2)	N/A	N/A	25.0	N/A
2011E	211.1	27.1	14.8	7.0	10.9	434	(2.3)	13.2	7.1	16.9	1.5
2012E	294.7	39.6	20.3	6.9	14.6	502	15.7	11.4	6.5	15.3	1.5
2013E	356.7	21.0	25.7	7.2	19.0	655	30.3	8.8	5.0	17.0	1.4

목차

핵심 투자포인트 ……..…..…….…… 3

Section 1: 기업 **Snapshot** ……..…….……...… 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가**?** …….…… 7

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은**?** ……..... 8

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은**?** …….…… 9

Section 5: 증자**, CB, BW** 로 돈을 요구하는 회사인가**?**.....…….…… 10

Section 6: CEO 의 경영철학은**?** ……..……. 11

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도 …….…… 12

Section 8: 영업현황과 실적전망 ……. 13

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교……..… 18

Section 9-2: Valuation – 적정주가 **= 7,500** 원……..… 19

핵심 투자포인트

✓ 전세계 엔지니어링 플라스틱의 수요는 급증

코오롱플라스틱은 금속을 대체하는 엔지니어링 플라스틱 (EP: Engineering Plastic) 중 가장 높은 기술력을 요하는 POM (Polyoxymethylene) 을 주력으로 생산하는 업체이다. 2008 년 PA(Polyamide)와 PBT(polybutyleneterephthalate)를 생산하던 코오롱인더의 플라스틱 사업을 양수 받아 플라스틱 사업간의 사업시너지 통해 2 년만에 100%의 매출 성장을 이룩하였다. 그 이유는 동사가 생산하는 엔지니어링 플라스틱은 내구성이 강하고 가볍다는 장점 때문에 자동차 연료 탱크와 자동차 외부 몰딩, 썬루프 프레임, 안전벨트 등 자동차 내외장 부품과 엔진과 연료관련 부품 등에 사용되어 자동차 생산량 증가에 비례하기 때문이다. 또한 최근 각국 정부 차원의 자동차 연비규제 실시로 인해 자동차 생산업체들이 차체 경량화를 통해 연비개선을 하고자 자동차 플라스틱부품 비중을 높이고 있기 때문이다. 과거 자동차 연비개선에 대한 니즈가 높았던 유럽시장을 중심으로 형성되었던 EP 의 수요는 현재 자동차 연비가 상대적으로 낮은 미국과 아시아 지역에 까지 확산되어 EP 의 수요 증가가 두드러 질 것으로 전망된다 (페이지 13).

✓ 2012 년은 POM 증설효과가 반영되는 원년

동사는 2011 년 12 월 POM 공장의 생산능력을 3 만톤으로 늘려 총 CAPA 5.7 만톤을 보유하게 되었다. 증설효과는 2012 년부터 바로 반영되어 전년대비 매출 +39.6% 그리고 영업이익 37.5%의 성장이 전망된다. 이는 최근 POM 수요 급증에 따라 Polyplastic 등 주요 메이저 업체들의 증설이 2014 년에 완공되는 것에 반해 동사는 빠른 시장전망으로 증설을 서둘렀기 때문이다. 증설된 물량은 POM 의 수요와 공급이 가장 많은 중국지역으로 공급될 예정이며 동사가 이미 중국 판매 법인을 통해 확보한 수요처를 통한 안정적인 공급이 예상된다 (페이지 14).

✓ 수익성이 가장 높은 POM 부분의 증설

이번 증설로 인해 매출이 크게 늘어나는 POM 사업은 전체 매출의 30%를 차지하고 있으며 영업이익률은 10%를 초과한다. 이는 엔지니어링 플라스틱의 중에서 POM 이 높은 기술력을 요구하기 때문에 공급자가 전세계에 8 개 기업으로 제한되어 있기 때문이다. 2012 년 증설효과가 본격화 되어 수익성이 높은 POM 부분의 매출증가에도 불구하고 전체 영업이익률이 7%대로 낮게 유지되는 이유는 영업이익률이 한 자리수에 불과한 기타 EP 사업부분에서의 매출도 POM 과 비슷한 속도로 성장하기 때문이다. 하지만 2013 년 김천지역에 코오롱건설과 SK E&S 가 건립하는 열병합 공장으로부터 산업용 스팀을 현재보다 낮은 가격에 확보함에 따라 POM 부분의 영업이익률이 2~3% 개선될 것으로 전망된다. 또한 현재 판매법인만을 통해 공급되던 중국지역에 부가가치 창출을 위하여 생산법인의 인수를 고려하고 있음에 따라 2013 년부터 수익성 개선은 이루어 질 것이라 판단된다 (페이지 15).

✓ 코오롱인더의 패소는 동사의 가치를 훼손시키지 않는 상황

최근 Dupont 사의 1 차소송에서의 패소로 인한 코오롱인더의 주가의 하락이 동사의 주가 하락으로 이어지고 있다. 대주주의 소송의 패소는 동사의 가치에 아무 영향이 없음에 따라 최근 주가의 등락에 큰 의미를 둘 필요는 없다 (페이지 17).

✓ 목표주가 7,500 원은 30.6%의 상승여력

동사는 세계에서 8 개 밖에 없는 POM 제조업체로 국내에는 진정한 경쟁사가 없다. 현대 EP 가 고객 대상이 같다는 점에서 비교 대상이 될 수 있는데 현대차와 기아차와 같은 글로벌 자동차 제조업체를 Captive 고객으로 확보하였다는 매우 큰 장점 때문에 코오롱플라스틱과 직접 비교는 무리라고 볼 수 있다. 따라서 코오롱플라스틱은 세계 에서 8 사만 보유한 POM 기술을 기반으로 타사보다 빠른 Capa 증설을 통하여 향후 성장성을 확보하였다는 점을 고려하면 충분히 시장 Valuation 정도는 받을 수 있다고 판단된다. 따라서 2012 Consensus EV/EBITDA 를 적용하여 7,500 원의 적정가를 산정하였다 (페이지 19).

Section 1: 기업 Snapshot

엔지니어링 플라스틱 생산업체

코오롱계열의 플라스틱 전문 생산업체

동사는 1996년 코오롱과 일본의 Toray 의 합작으로 세운 KTP 로 출발하여 2008년 Toray 와의 합작을 해소하고 현재의 코오롱인더(120110KS)의 플라스틱 부분만 영업양수 받아 2011년 6월에 상장하였다.

5대 EP 중 3개 제품(PA, POM, PBT) 생산

동사는 전문적 엔지니어링 플라스틱(EP) 생산업체로 5대 엔지니어링 플라스틱(PA, POM, PBT, mPPO, PC)중 55%를 차지하고 있는 PA, POM, PBT 를 생산하고 있다. 코오롱플라스틱에서 생산되는 엔지니어링 플라스틱은 자동차 부품, 전기/전자 제품과 생활용품에 사용된다. 주로 금속을 대체하기 위한 용도로 쓰인다.

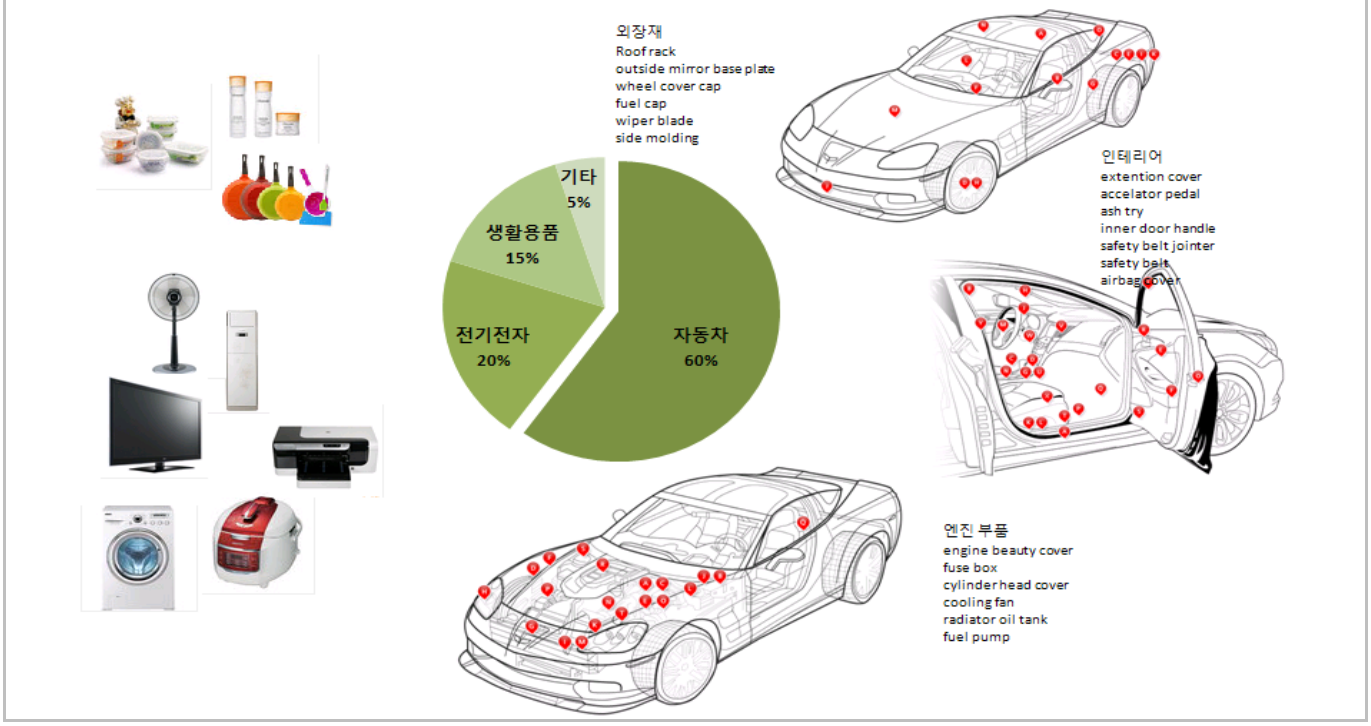
동사에서 만드는 엔지니어링 플라스틱을 만드는 과정은 다음과 같다.

POM : 메탄올 (Methanex 에서 매입) + 촉매제 → 베이스칩 생산 → 컴파운딩
PA, PBT : 베이스칩 (코오롱인더 등에서 매입) → 컴파운딩

표1 . 코오롱 플라스틱의 생산능력 (2010)

	CAPA(톤/연)	가동율	지역
POM	27,000	109.5%	김천
Compounding	25,000	NA	김천

도표 1. 엔지니어링 플라스틱의 application



Source: Company data, Leading Research Center

증가하는 엔지니어링 플라스틱의 수요

EP 시장은 연간 5.4%로 성장

EP 의 시장 규모는 2010년 기준으로 926만톤으로 2006년 이후 연간 5.4% 성장하고 있으며 EP 생산업체는 글로벌업체로 Ticona, Dupont, BASF, Rodia 등이 있으며 국내 업체로는 LG 화학 (051910 KS), 현대 EP (089470KS), 코프라 (126600 KQ), 한국엔지니어링 (비상장) 이 있다. 하지만 EP 의 종류가 다양하기 때문에 모든 업체가 직접적인 경쟁관계를 하고 있는 것은 아니며 특히 POM 은 높은 기술력을 요구되어 진입장벽이 높은 시장을 형성하고 있다.

동사는 연간 41.8%로 성장

전체 EP 시장은 5% 대의 연간 성장율에도 불구하고 동사는 2006년 이후 41.8%의 연간 성장율을 기록하였다. 이는 국내 EP 시장의 큰 성장과 더불어 코오롱인더의 플라스틱부분 영업양수로 인한 시너지가 발생하였기 때문이다.

표 2. 주요 EP 소재 국내시장 경쟁구도

구분	PA	PBT	POM	PC	Mppo	TPEE	PET	PPS	복합 PP	Remark
코오롱플라스틱	●	●	●	X	▲	●	●	●	X	자체 POM 기술 보유 다양한 EP 제품 포트폴리오 구축
LG 화학	▲	●	X	●	X	●	X	●	●	범용 및 IT 소재 중심의 사업구조
현대 E P	▲	X	X	X	●	X	X	▲	●	복합 PP 전문 생산
Kopla	●	▲	X	X	X	X	X	X	▲	PA 전문 생산
Du Pont	●	▲	X	X	X	X	▲	X	X	주요 EP 판매
BASF	●	●	X	X	X	X	X	X	X	주요 EP 판매
Rodia	●	●	X	X	X	X	X	X	X	주요 EP 판매
KEP	▲	▲	●	X	X	X	X	X	X	해외기술 도입, POM 전문 생산

Source: Company data

** 국내 생산 기준*

*** 범례 : ●- 당사와 동등 또는 우위, ▲- 당사 대비 열위, X- 국내 미생산*

완벽한 증설 타이밍

타경쟁업체 대비 빠른 증설

동사는 주력제품인 POM 은 30,000 톤/연 규모 생산공장이 증설 완료되어 연간 생산 능력 57,000 톤/연을 갖추게 된다. 동사의 POM 글로벌 시장점유율 5%로 세계적으로 시장을 좌우할 규모는 아니지만 POM 은 높은 기술력을 필요로 하여 경쟁자의 진입이 어렵다는 점과 타 경쟁업체들의 증설물량의 공급시작이 2014 년 임을 감안할 때 향후 2-3 년간 POM 매출은 견고할 것으로 전망된다.

증설로 POM 과 기타 EP 부분 매출 동시 성장

또한 컴파운딩 공장을 현재 25,000 톤/연에서 50,000 톤/연으로 증설함에 따라 POM 을 제외한 기타 EP 제품의 매출도 국내 EP 시장의 수요증가에 대응할 수 있게 되었다. 기타 EP 의 매출은 전체 매출의 70%이며 컴파운딩만을 하기 때문에 수익성이 낮으나 이번 증설을 통해 동사의 외형성장을 견인할 것이라 전망된다.

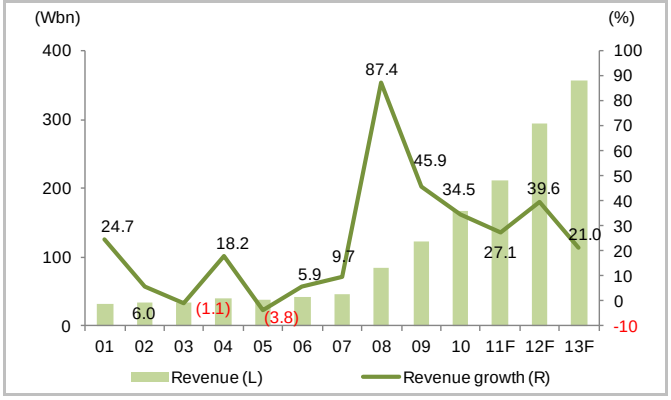
대규모 CAPEX 에도 재무적 부담 없음

POM 과 컴파운딩 공장 증설을 위한 CAPEX 850 억원은 2011 년 6 월 거래소 상장을 통해 360 억 그리고 차입을 통해 300 억원이 조달되었다. 차입금 증가에도 불구하고 현재 전무한 부채로 인하여 재무적인 부담은 없을 것으로 판단된다.

POM 과 컴파운딩 공장 증설효과로 2012F 매출 +39.6%yoy 성장

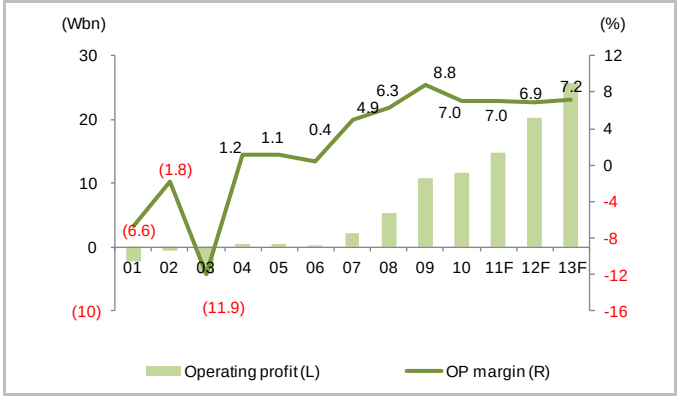
2011E 실적은 전년대비 매출 27.1%, 영업이익 26.4% 증가할 것이라고 예상된다. 이미 풀가동되고 있는 POM 부분에서의 안정적인 매출을 토대로 자동차 플라스틱의 수요증가로 인해 PA 와 PBT 부분의 매출이 늘어났기 때문이다.
향후 2012 년은 POM 과 컴파운딩 공장의 증설효과가 반영되어 매출은 2012F 39.6% yoy, 2013F 21.0% yoy 성장할 것으로 전망된다.

도표 2. 매출액 및 매출증가율 추이



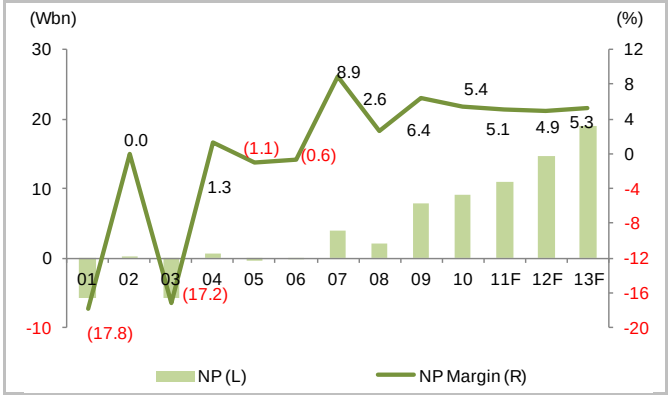
Source: Company data, Leading Research Center

도표 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



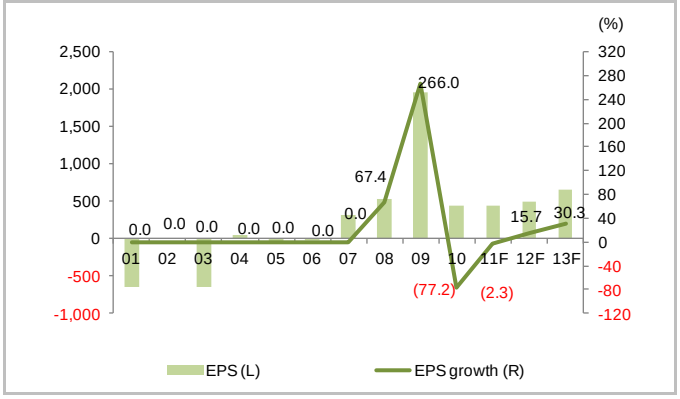
Source: Company data, Leading Research Center

도표 4. 순이익 및 순이익률 추이



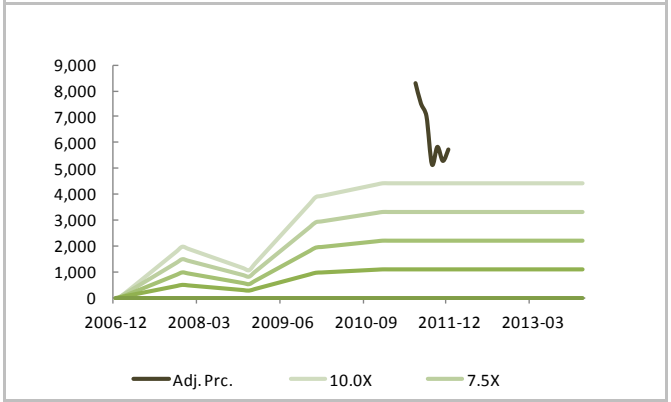
Source: Company data, Leading Research Center

도표 5. EPS 및 EPS 성장률 추이



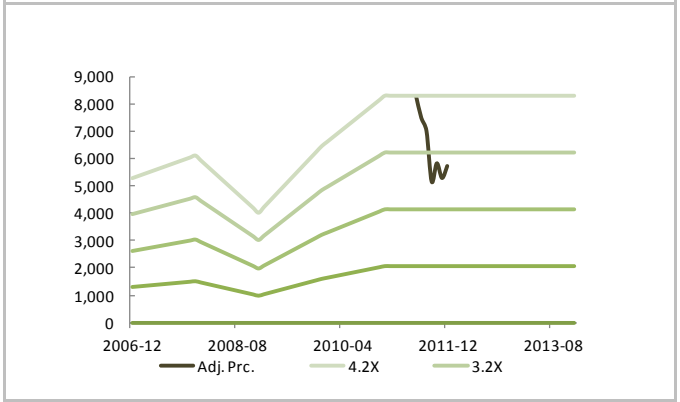
Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. PER Band



Source: Company data, Leading Research Center

도표 7. PBR Band



Source: Company data, Leading Research Center

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

상장으로 인해 ROE 하락, 하지만 15%이상 유지

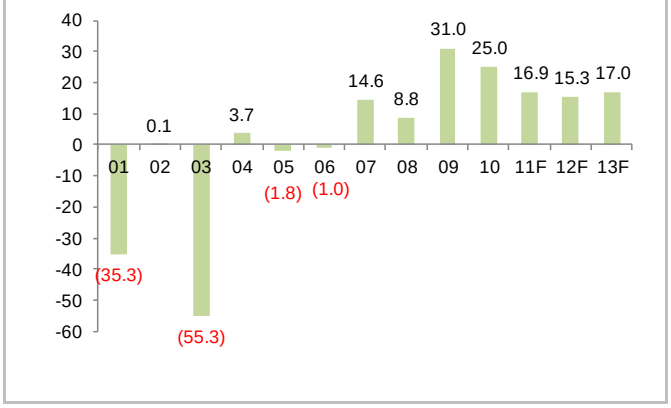
2008년 코오롱인더로 플라스틱 부분 양수

코오롱 인더의 플라스틱 부분만 기업양수를 받은 2008 년 이후 동사의 ROE 는 크게 개선되는 모습을 보이고 있다. 국내 네트워크를 잘 갖춘 코오롱인더와 해외로 집중된 POM 사업을 해온 동사의 시너지 때문이었다. 이로 인해 2008 년 이후 두 해 만에 매출이 100% 성장하였다.

향후 ROE 15%~17%

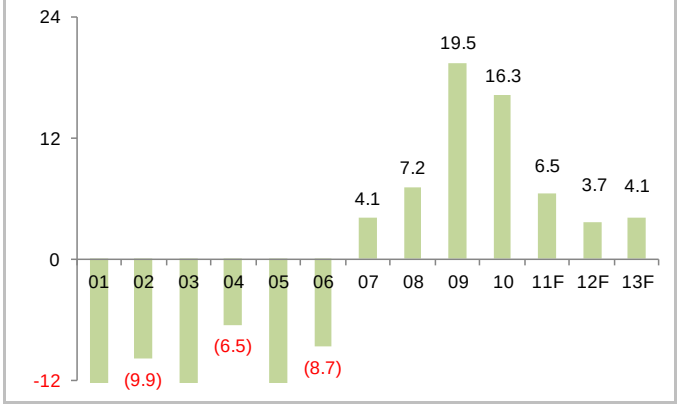
2011E~2013F ROE 는 2011 년 6 월 거래소 상장으로 인한 자금조달로 현 수준보다 하락하겠지만 국/내외 엔지니어링 플라스틱의 견조한 수요와 동사의 POM 증설효과가 2012 년에 본격적으로 나타남에 따라 15%~17%대를 유지할 것이라고 전망한다.

도표 8. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 9. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

탁월한 가치 창출 지속

POM 증설에 따른 큰 투자에도 불구하고 여전히 가치 창출

동사는 2006 년 이후 WACC 을 초과하여 가치 창출을 하고 있다. 이는 엔지니어링 플라스틱의 수요 증가와 2008 년 코오롱인더와의 영업양수를 통한 시너지로 NOPAT 이 크게 상승하였기 때문이다.

향후 ROIC-WACC 이 7%이하로 하락할 것이라고 전망되는데 그 이유는 2010 년 시작된 POM 공장 증설을 위해 2011 년 6 월 상장을 통해 370 억, 차입을 통해 200 억원의 자본증가가 발생되어 2010 년 25%대 였던 ROIC 가 2011 년에 16% 그리고 2012 년 14%로 하락할 것으로 전망되기 때문이다. 하지만 엔지니어링 플라스틱의 수요증가에 따른 NOPAT 의 증가에 따라 WACC 대비 높은 가치 창출을 지속할 것이라 전망된다.

Section 3: 현금창출능력과 배당정책은?

2011E 부터 달라지는 재무상태

과거 10년간 양호한 FCF

코오롱플라스틱은 지난 10 년동안 부진한 영업활동에도 불구하고 안정적인 FCF 를 창출하였다. 2008 년에 잠시 코오롱인더의 플라스틱부분 영업양수 이후 매출 증가와 함께 운전자본이 증가하여 마이너스 현금흐름을 보였지만 그 다음해인 2009 년 영업활동 현금흐름의 큰 개선으로 FCF 는 크게 회복하였다.

2011E FCF 는 CAPEX 증가로 마이너스 2012F 부터 크게 회복

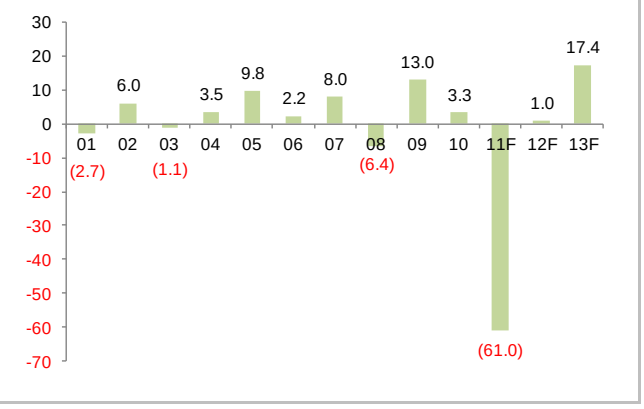
2011 년 올해 FCF 가 크게 하락하는 이유는 2010 년 POM 생산 공장을 두배로 증설하기 위한 CAPEX 850 억원 중 780 억원이 한 해에 모두 반영되었기 때문이다. 향후 크게 계획된 CAPEX 가 없고 엔지니어링 플라스틱의 수요 증가에 따른 매출 증대로 FCF 는 2012F 10 억원, 2013F 174 억원으로 회복될 전망이다.

표3. FCF

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	(1.7)	6.9	1.0	5.8	10.8	3.4	9.1	(5.1)	15.3	11.7	18.5	4.0	20.4
CAPEX	1.0	0.9	2.1	2.2	1.0	1.2	1.1	1.3	2.3	8.4	79.5	3.0	3.0
잉여현금흐름	(2.7)	6.0	(1.1)	3.5	9.8	2.2	8.0	(6.4)	13.0	3.3	(61.0)	1.0	17.4

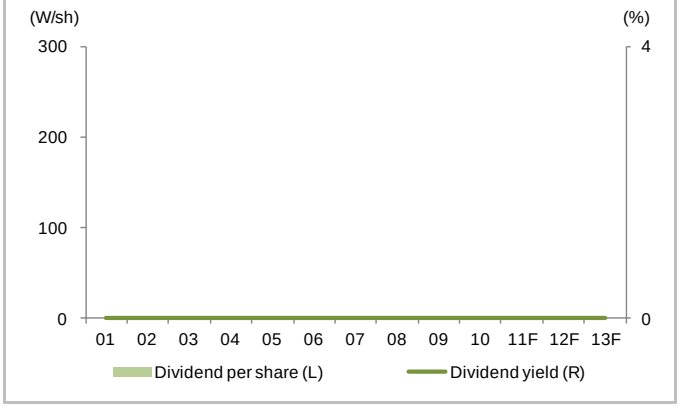
Source: Company data, Leading Research Center

도표 10. 잉여현금흐름 추이 (십억원)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 11. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

배당에 대한 계획은 현재는 없음

코오롱플라스틱은 2011 년 6 월 상장함에 따라 아직 배당에 대한 구체적인 계획은 없는 상황이다.

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

높은 부채비율은 점차 개선되는 중

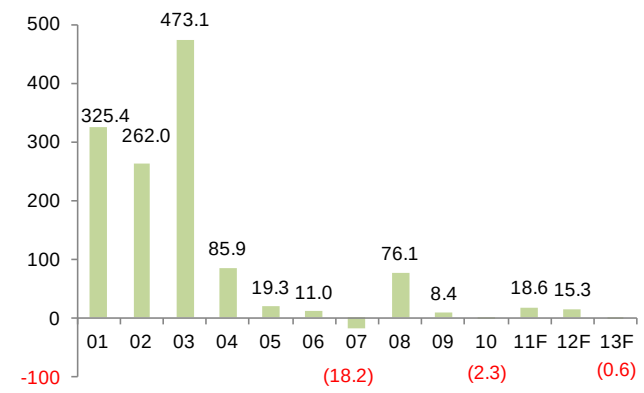
차입금을 낮추기 위한 부단한 노력

동사는 매출 대비 높은 제조비로 인한 영업적자로 인하여 순차입금 비중이 400%을 상회한 적도 있었지만 차입금을 줄이기 위한 노력으로 2005 년도 이후 순부채비율은 20%을 하회하였다. 단지 2008 년에는 코오롱인더의 플라스틱 부분의 영업양수로 인하여 부채가 일시적으로 상승하였지만 이후 안정적인 영업활동 현금 창출로 인하여 낮은 수준의 차입금을 유지하고 있다.

낮은 차입금 비중 유지

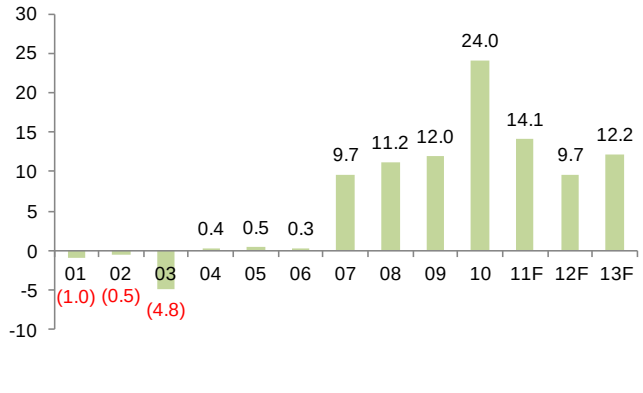
2010 년 POM 의 증설을 위한 자금조달을 위해 2011 년 100 억원의 단기차입을 시행하였으며 200 억원의 추가 장기차입을 계획 중이다. 하지만 2010 년의 부채가 전무하기 때문에 재무적인 부담은 없을 것으로 판단된다. 또한 향후 2 년 동안은 큰 규모의 증설계획은 가지고 있지 않아 30 억원의 유지 보수비만 발생되는 반면 연간 EBITDA 가 250 억원에 달하기 때문에 순차입금 비율은 현재의 낮은 수준을 유지될 전망이다.

도표 12. 순부채비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 13. 이자보상비율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

높은 재무적 안정성이 유지될 것

동사는 2005 년 이후 낮은 수준의 차입수준을 유지해 오고 있었으며 2007 년에 차입금을 제로 수준으로 낮추며 이자보상비율이 약 10 배까지 상승하였다. 2010 년 POM 의 증설로 인해 차입금이 늘어나지만 자동차 엔지니어링 플라스틱에 대한 수요 증가로 영업이익 규모가 현저히 늘어남에 따라 향후 이자보상비율은 2012F 9.7 배, 2013F 12.2 배로 높은 재무적 안정성을 유지할 것으로 전망된다.

표 4. 차입금 현황

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
차입금	44.3	36.4	39.0	19.9	9.0	5.0	0.0	20.0	8.0	5.0	25.0	35.0	25.0
현금과 현금성자산	0.2	0.9	2.6	1.3	4.0	2.2	5.4	5.1	5.4	5.9	8.7	19.4	25.7
순차입금	44.1	35.5	36.4	18.6	5.0	2.8	(5.4)	14.9	2.6	(0.9)	16.3	15.6	(0.7)
순차입금/총자본	325.4	262.0	473.1	85.9	19.3	11.0	(18.2)	76.1	8.4	(2.3)	18.6	15.3	(0.6)
이자비용	2.2	1.1	0.9	1.3	0.8	0.6	0.2	0.5	0.9	0.5	1.1	2.1	2.1
이자보상배율	(1.0)	(0.5)	(4.8)	0.4	0.5	0.3	9.7	11.2	12.0	24.0	14.1	9.7	12.2

Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 증자, CB, BW 로 돈을 요구하는 회사인가?

2011 년 6 월 상장

2013년까지 재무조달 계획 없음

동사는 2011 년 6 월 거래소에 상장하여 374 억원을 자금을 마련하였으며 이는 모두 2011 년 12 월 완공된 POM 공장 증설에 조달되었다. 2013 년까지는 큰 투자계획은 없는 상태이며 향후 FCF 가 2013 년까지 180 억까지 늘어나기 때문에 추가적인 재무조달 계획은 당분간 없을 것이라 예상된다.

표 5. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	증가분 2010-2011
납입자본금	45.0	45.0	45.0	58.5	63.0	63.0	63.0	20.3	20.3	29.0	8.7
주식발행초과금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주식발행으로 인한 조달금	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	(20.3)	8.7

Source: Company data

Overhang – 보호예수물량 해제

보호예수 해제 올 12월부터

동사는 2011 년 6 월 15 일 상장하여 대주주인 코오롱인더의 지분 2,030 만주 (전체 지분의 70%)는 2011 년 12 월 15 일에 보호예수가 해제된다. 또한 2012 년 6 월 15 일 자사주지분 174 만주 (전체 지분의 6%)가 해제된다.

CB 및 BW 발행 전무

CB 및 BW 발행 전무

표 6. CB 와 BW 잔액과 행사가능 주식 수

			권면총액 (Wbn)		주당 행사가격	미행사액 (Wbn)	행사가능 주식수
분리형 BW (무보증)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
분리형 BW (보증)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CB (보증)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
합계			**N/A**			**N/A**	**N/A**

Source: Company data

Section 6: CEO 의 경영철학은?

35년동안 다져진 뛰어난 경영능력을 지닌 플라스틱부분의 전문가

코오롱플라스틱은 김호진 사장은 1977년 코오롱그룹으로 입사하여 코오롱인더스트리의 플라스틱사업팀장을 거쳐 35년동안 화학/플라스틱 부분에서의 전문성을 갖추며 코오롱 플라스틱의 대표이사로써 경영을 총괄하고 있다. 김호진 사장의 부임 이후 전 세계 플라스틱 성장율이 5%임에도 불구하고 연간 40%에 육박하는 매출성장을 보였다. 또한 높은 기술력이 요구되는 POM 제조 공정기술을 확립하면서 과거 5% 수준 에 머물렀던 수익률도 7~8%까지 끌어올릴 수 있었다. 올해 완공되는 POM 공장증설로 인하여 향후 긍정적인 성장성을 보여 줄 것이라 전망하고 있다.

코오롱계열에서 20년이상 근무한 전문가들이 분업화

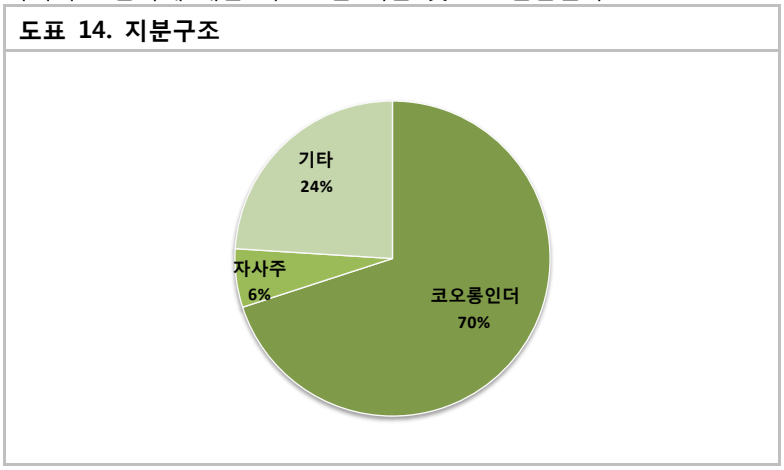
김호진 사장은 기술, 전략, 영업 등 각 분야의 전문가들에게 20 여년 이상에 코오롱에서 근무하며 쌓아온 로열티를 토대로 리더쉽을 부여하여 최고 중요 사안에 대해서만 관여하고 있다. 이러한 체제로 높은 기술력을 요구하는 POM 사업의 제고 공정기술을 확립, 코오롱 그룹 내 플라스틱 사업의 통합, 국내외 90 여개의 고객다변화 등을 이루었다.

2015년 까지 매출 5000억 목표

또한 김호진 사장의 타경쟁업체 대비 빠른 시장판단으로 POM CAPA 를 2 배로 증설하면서 2012 년 부터 바로 증설에 따른 매출성장을 기대하고 있다. 또한 시장 대응능력의 향상과 수익성 확보를 위해 중국지역 내에 생산 공장를 M&A 를 통해 확보함으로써 2015 년 매출 5,000 억을 위해 달리고 있다.

코오롱 계열사내에서의 지분관계는 코오롱인더가 코오롱플라스틱의 지분 70%을 지니며 그룹사에 대한 리스크는 적은 것으로 판단된다.

도표 14. 지분구조



Source: Company data, Leading Research Center

표 7. CEO 프로필- 김호진 대표이사

기간	경력
2009~현재	코오롱플라스틱 대표이사
2004 년	코오롱플라스틱 최고업무책임자(COO)
2003 년	코오롱인더스트리 화학사업본부장
1997 년	코오롱인더스트리 플라스틱사업팀장
1977 년	코오롱그룹 입사

Source: Company data

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

외한 환율 변동에 따른 노출 없음

코오롱 플라스틱은 전체 매출의 40%가 해외에서 발생하며 주요 수출국은 유럽과 미국 그리고 중국이며 모두 달러로 결제된다. 또한 해외에서 달러로 매입되는 원재료는 제조원가의 약 45% 수준으로 이는 매출액의 40% 수준이다. 따라서 매출과 원재료 수입이 서로를 상쇄하는 자연 헤징 구조에 의하여 외환 환율 변동에 대한 노출은 거의 없다.

지난 3 분기 외화평가손실 13 억이 발생되었는데 이는 POM 증설에 투입될 원재료의 선구매로 인한 일시적인 것으로 회사 전체 영업에 큰 영향은 없다고 판단된다.

또한 동사는 부채가 전혀 없기 때문에 외환부채에서 발생하는 환율차익도 없는 상태이다.

Section 8: 영업현황 및 실적전망

Ⅰ. 국내외 엔지니어링 플라스틱 수요 견조

2008년→2010년에 실적 100%증가

코오롱플라스틱은 2008년 코오롱인더(120110KS)의 플라스틱 사업부분을 영업양수하여 두 해 만에 매출이 100% 증가하는 큰 성장을 보이고 있다. 이는 동사가 생산하는 엔지니어링 플라스틱(EP)이 자동차부품용으로 그 수요가 크게 증가하고 있기 때문이다.

자동차 생산 ↑ + (EP/자동차부품) 비중 ↑ → EP 매출 ↑

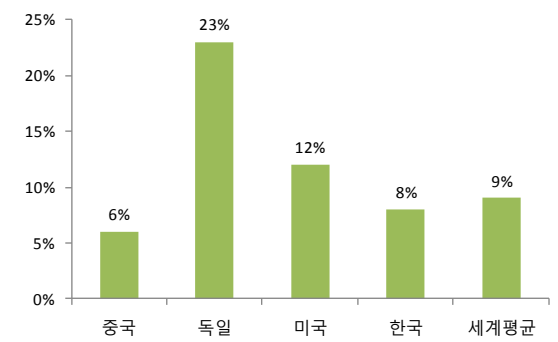
동사가 생산하는 자동차용 EP 의 수요 증가는 자동차의 생산량 증가와 자동차 한대당 포함되는 플라스틱 자동차 부품의 비중이 증가됨에 따른 것이다.

자동차 생산량은 세계의 경제상황에 따라 변동성이 큰 모습을 보이고 있지만 자동차 한 대 당 포함되는 플라스틱 비중의 증가는 지속적으로 늘어나는 모습을 보이고 있다. 이는 각국 정부 차원의 자동차 연비규제 실시로 인해 자동차 생산업체들이 차체 경량화를 통해 연비개선을 하고자 자동차 플라스틱부품 비중을 늘리기 때문이다.

각국 자동차연비 개선 규제 시행

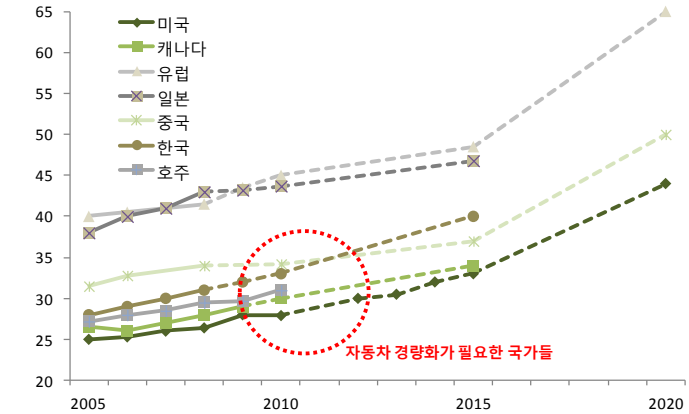
리서치 기관인 ICCT 의 2010년 국가별 자동차산업의 연비규제(도표18)에 따르면 많은 국가가 연비개선을 위한 규제를 시행하고 있는 모습이다. 특히 유럽은 타국가들과 대비하여 연비가 월등한데 이는 자동차 부품 중 플라스틱 비중이 아시아가 6~8% 임에 반해 20%을 넘어서고 있기 때문이다. 따라서 자동차 연비개선을 위해 플라스틱 부품 비중을 늘림에 따른 EP 수요 증가가 예상된다. 특히 유럽대비 자동차 연비가 현저히 낮은 미국과 아시아 지역을 중심으로 EP 수요 증가는 두드러질 것으로 전망된다.

도표 15. 국가별 자동차 플라스틱 부품 비중



Source: Company data, Leading Research Center

도표 16. 각국의 자동차 연비 규제 (miles/gallon)



*Source: ICCT 2010(**MPG-Converted to CAFE Test Cycle),** Leading Research Center*

Ⅱ. 공급자 우위의 시장

주력상품은 POM 으로 OPM 15-20%

동사가 생산하는 엔지니어링 플라스틱은 크게 POM 사업과 기타 EP 사업(PA, PBT 등)으로 나눌 수 있다. 이는 POM 은 베이스칩 생산에서부터 컴파운딩까지 하여 수익성이 높은 반면 PA 와 PBT 등은 코오롱인더로부터 베이스칩을 받아 컴파운딩만을 하기 때문에 수익성이 낮다. 따라서 동사는 POM 을 주력사업으로 하고 있다.

표 8. 코오롱 플라스틱의 생산제품 구분

	생산과정		매출비중	수익성
	베이스칩생산	Compounding		
POM	O	O	36%	15~20%
PA, PBT	X	O	64%	4~5%

Source: Company data, Leading Research Center

전세계 경쟁업체는 7~8개

동사의 주력 제품인 POM 은 높은 기술력을 요구하기 때문에 진입장벽이 높아 전세계적으로 동 제품을 생산하는 업체가 7~8개 밖에 되지 않는다. 주요 생산업체는 Ticona (독일), Dupont(미국), Polyplastic(일본), Korean Engineering Plastic(한국, 비상장)이며 동사는 글로벌 POM 시장을 5% 점유하고 있다.

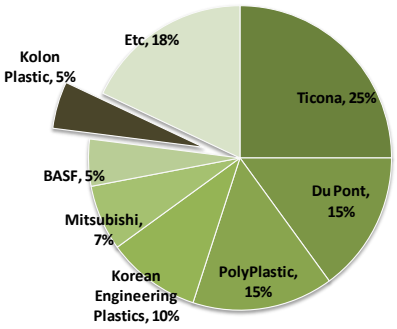
POM 수요증대로 인한 각 사들의 공장 증설 중

동사는 시장에 영향력을 행사할 만큼의 생산 능력을 가지고 있지는 않지만 글로벌 POM 시장이 제한된 공급자로 인해 공급 우위적 시장이 형성되어있다. 전세계적으로 EP 수요가 늘어나자 각 사들은 증설을 시행하였고, 올해부터 그 물량이 조금씩 나오고 있는 상황이다. 세계 최대 POM 생산능력을 지닌 Ticona 는 올해 9월 프랑크푸르트 지역에 4만톤 증설을 완료하였다. 동사 역시 올해 3만톤의 POM 생산능력이 추가 되어 연간 총 5.7만톤을 생산할 수 있게 되었다.

하지만 여전히 공급자우위인 POM 시장

하지만 글로벌 수요가 연간 45만톤씩 늘어나는 것에 비해 공급량 증가는 그에 미치지 못해 공급자 우위의 시장인 상태이다.

도표 17. POM의 MS (2011년 말 기준)



Source: Company data, Leading Research Center

표 9. 글로벌 POM 증설계획

회사	증설규모(톤/연)	완공시기	증설계획 및 완공시기
Ticona	40,000	2011 년 9 월	독일 (프랑크푸르트)
PolyPlastic	90,000	2013 년 말	말레이시아
Mitsubishi	45,000	2013 년	태국
Kolon Plastic	30,000	2011 년 12 월	한국(경상북도 김천)
Sabic	50,000	2013 년	사우디

Source: 각 사, Leading Research Center

2014년까지는 POM 공급부족 현상 지속

중국의 POM 시장의 성장잠재력으로 인해 POM 생산자들의 공격적인 증설이 진행 중이다. 중국은 아시아 POM 시장 중에서 수요와 공급이 가장 높은 지역으로 자동차 부품으로의 수요와 소비자 물품과 전기/전자 품목의 수요가 함께 상승하고 있다. 2012년 생산이 시작되는 코오롱플라스틱의 증설 물량 3만톤도 중국지역으로 공급할 계획이어서 동 지역 매출은 전체 매출의 8%에서 2013년 20%으로 확대될 전망이다. 선두기업인 Polyplastic 이 말레이시아에 POM 공장 90,000톤/연을 2014년까지 증설할 계획에 따라 2014년부터 POM 공급부족 현상이 완화될 것으로 전망된다.

Ⅲ. 2012 년= (P↑ * Q↑) + α

POM 부분 = P↑ * Q↑

동사의 사업부는 POM 부분과 기타 EP 부분으로 나뉘는데 두 부분 모두 2012년부터 POM 공장과 컴파운드 공장 증설로 인해 함께 늘어날 전망이다.

POM 가격은 원재료에 연동되여 현 수준 유지

엔지니어링 플라스틱의 수요증가에도 불구하고 POM 가격은 2008년도 이후 거의 변동성 없는 모습을 보여왔다. 이는 주요 원재료로 사용되는 메탄올이 천연가스에서 추출되기 때문에 유가대비 가격변동성이 낮기 때문이다. 하지만 올해 메탄올 가격이 오르면서 코오롱 플라스틱의 POM 은 2010년 대비 15%나 인상 된 상태이며 이번 4분기 중에도 한 차례의 가격상승이 있었다. 2011년 Chemical Market Associates 의 보고에 따르면 fuel blending 이나 산업의 연료용으로의 수요가 늘어 전세계 메탄올의 수요는 현재의 두자리 성장을 유지 할 것으로 전망하고 있다. 따라서 향후 메탄올 가격 전망을 감안할 때 POM 가격은 현 수준을 유지 할 것으로 전망된다.

POM 의 2배 증설로 Q 의 증가

하지만 동사의 POM 부분 매출은 2배의 Capa 증설로 인해 급격히 늘어날 전망이다. 동사의 30,000톤 규모 POM 공장 증설은 2011년 12월 완료될 것이며 증설된 2호 라인에서 생산되는 POM 은 엔지니어링 플라스틱의 수요가 급격히 증가하고 있는 중국으로 공급될 예정이다. 따라서 2012년 2호 라인의 가동률을 70%로 가정하면 이번 증설효과로 인하여 POM 부분의 매출성장률은 70% yoy 이며 전체 매출은 22% yoy 성장 효과가 나타날 것으로 판단된다.

표 10. Capa 증설

(톤/연)	증설전	증설후
POM	27,000	57,000
Compounding	25,000	50,000

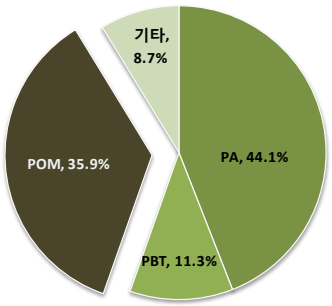
Source: Company data, Leading Research Center

PA, PBT 부분은 외형성장에 도움 = + α

POM 외에 기타 EP 사업부분 (PA 와 PBT 등) 은 2008년 코오롱인더에서 영업양수가 이루어진 이후부터 연간 26.8%로 성장하고 있다. 동사의 기타 EP 부분은 코오롱 인더로부터 베이스칩을 공급받아 컴파운딩 과정을 거쳐 판매 하는데 이 컴파운딩 공장을 올해 2배로 증설하였다.

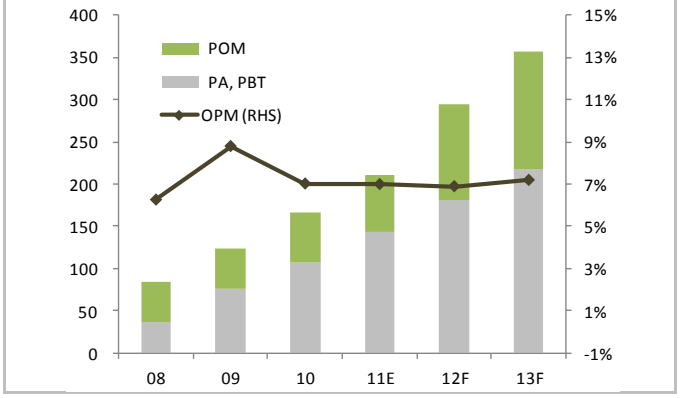
국내 엔지니어링 플라스틱에서 PA 와 PBT 의 needs 가 높아 동 제품의 매출 증가는 단 시간 내로 이루어 질 것으로 판단된다. 따라서 전체 매출의 65%를 차지하고 있는 기타 EP 사업부분에서 연간 25%의 성장이 예상된다.

도표 18. 매출 구성 (2010)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 19. POM과 non-POM 의 매출 (십억원)



Source: Company data, Leading Research Center

수익성은 현재 수준을 유지, 2013 년 개선시작

향후 7%대의 영업이익률 유지

동사는 향후 POM 공장 증설과 컴파운딩 공장 증설로 인하여 고무적인 매출 성장을 보이는 반면 영업이익률은 현 수준을 유지해 7% 대를 유지할 것으로 전망된다.

2013년부터 낮은 가격의 스팀확보를 통해 POM 수익성 2~3%개선

그러나 코오롱건설과 SK E&S 가 김천 산업단지에 건립중인 에너지 집단시설이 2013년에 완공됨에 따라 현재보다 낮은 가격의 공업용 스팀을 확보 하며 영업이익률이 개선될 전망이다. 공정용 스팀에 대한 비중이 원재료 비중과 같아서 POM 부분에서 수익성이 2~3% 개선될 것으로 예상한다.

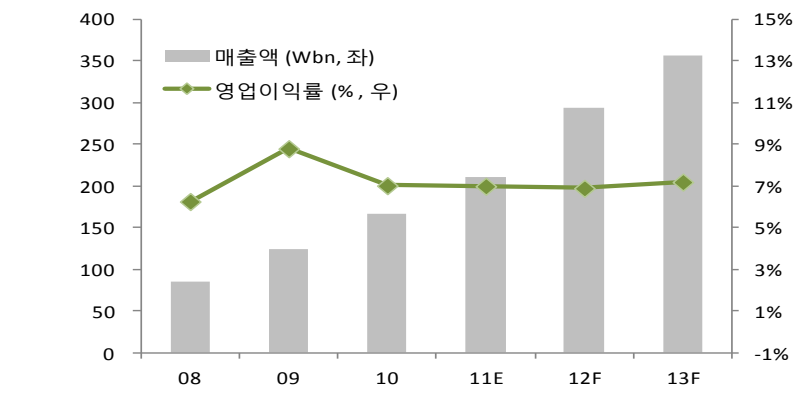
수익성개선을 위한 중국 컴파운드공장 인수 고려 중

또한 동사는 중국지역 판매에 대해 부가가치를 높이기 위해 생산법인의 인수를 고려하고 있다. 현재 중국은 판매법인을 통해 POM 을 판매하는 구조로 인해 동사가 부가가치를 창출하기 어려운 상태이다. 따라서 동사는 현지 고객이 원하는 제품을 현지에서 바로 컴파운딩하여 공급할 수 있는 생산법인을 인수할 계획에 있다. 동사가 생산법인을 갖추게 되면 현재 동 지역의 수익성이 5% 정도 개선될 것이라 판단된다.

친환경 저 VOC POM 으로 가격차별화의 가능성

또한 질적으로 향상된 제품으로 가격차별화를 이끌기 위해 동사는 친환경적인 저 VOC POM 을 생산해낸다. 저 VOC POM 은 일반 POM 에 비하여 독성물질인 포름알데히드 함량이 현저하게 낮으며 자동차 내장제와 같이 사람의 신체와 접촉하는 부분에 많이 쓰인다. 이로 인해 시장에서의 VOC POM 단가는 일반 POM 에 비해 20%가량 높다. 현재 동사의 VOC POM 은 일반 POM 과 비슷한 가격으로 공급되고 있지만 향후 각 정부에서 친환경 제품 사용을 권장시 가격 차별화는 일어날 것이라고 전망된다.

도표 20. 매출과 영업이익률



Source: Company data, Leading Research Center

2011E~2013F 실적전망

3분기 실적
매출 +26% yoy
영업이익 -40.1% (환차손에 기인)

코오롱 플라스틱의 3 분기 매출은 전년동기대비 26% 증가해 527 억, 영업이익은 40.1% 감소하여 27 억원을 기록하였다. 영업이익이 역신장한 이유는 실제 영업활동을 통한 이익 40 억에 환율 변동에 따른 외화 평가손실 13 억이 반영되었기 때문이다. 외화평가손은 올 12 월 가동이 시작되는 POM 과 컴파운드 생산설비 증설로 원자재를 선구매 함에 따라 발생되었다. 하지만 최근 환율 안정에 따라 4 분기에는 거의 환입되는 모습을 보일 것으로 전망된다.

표 11. 분기별 실적 및 전망

실적(십억원)	3Q10	3Q11	YoY (%)	2Q11E	3Q11E	QoQ (%)
매출액	41.8	52.7	26.1	53.2	52.7	(0.9)
영업이익	4.5	2.7	(40.1)	3.4	2.7	(20.7)
세전이익	4.4	2.9	(34.0)	3.5	2.9	(17.2)
순이익	2.8	2.4	(14.2)	3.0	2.4	(21.6)
마진율(%)						
영업이익률	10.9	5.2		6.4	5.2	
순이익률	6.6	4.5		5.7	4.5	

Source: Company data, Leading Research Center

2012F 매출 +39.6%, 영업이익 +37.6%

2012 년은 POM 증설효과가 반영되는 원년으로 매출 39.6% yoy, 영업이익 37.6% yoy 증가할 것으로 예상된다. 이번 증설로 생산되는 POM 은 POM 의 수요가 크게 늘고 있는 중국으로 공급될 예정이며 동사는 이미 중국 판매법인을 통해 수요처가 확보된 상태다. 또한 기타 EP 부분은 국내에서의 수요 증가로 20% 이상의 성장을 보이며 전체 매출 성장을 견인할 것으로 전망된다. 하지만 수익성이 좋은 POM 의 매출성장만큼 기타 EP 매출도 늘어나 영업이익은 매출의 성장만큼 이루어 질 것으로 전망된다.

표 12. 연간 실적 및 전망

	실적전망				성장율 (%, YoY)		
실적(십억원)	2010	2011E	2012F	2013F	2011E	2012F	2013F
매출액	166.1	211.1	294.7	356.7	27.1	39.6	21.0
영업이익	11.7	14.8	20.3	25.7	26.6	37.6	26.3
세전이익	11.1	13.6	18.2	23.7	21.9	34.2	30.3
순이익	9.0	10.9	14.6	19.0	20.3	34.2	30.3
마진율(%)							
영업이익률	7.0	7.0	6.9	7.2			
순이익률	5.4	5.1	4.9	5.3			

Source: Company data, Leading Research Center

위험요인 – 코오롱 인더의 소송

코오롱인더의 소송으로 인한 주가하락은 저가매수의 기회를 제공

최근의 주가하락의 주요 원인은 대주주인 코오롱 인더스트리가 듀폰과의 1 차소송에서 패소하였기 때문이다. 코오롱인더와는 단지 대주주라는 관계로 동사 가치에 대한 영향은 없으나 소송에 대한 최종 확정 까지 2 년여의 시간 동안 동거동락에서 벗어날 수는 없을 것이라 전망된다.

그러나 코오롱인더의 소송은 코오롱플라스틱의 펀더멘털과 관계가 없다. 따라서 소송결과에 따라 코오롱플라스틱의 주가가 하락한다면 매수기회로 활용할 수 있다고 판단된다.

Section 9-1: 동종업계 기업들과 Valuation 비교

국내 상장사는 유일, 글로벌 3개사 선정

코오롱플라스틱의 밸류에이션 비교를 위해 글로벌 POM 제조업체 3 사를 선정하였으며 국내 엔지니어링 플라스틱 생산업체 1 개사를 선정하였다. 국내 POM 업체는 한국엔지니어링 (KEP) 뿐이나 비상장회사이기 때문에 동사와 규모면에서 비슷하고 엔지니어링 플라스틱을 생산업체인 현대 EP 를 선정하였다.

엔지니어링 플라스틱만을 생산하는 동사와 달리 화학제품을 downstream 하여 여러 종류의 고부가 제품들을 생산하는 글로벌업체는 규모면에서나 수익성 면에서 크게 월등한 모습을 보이고 있다. 하지만 동사의 valuation 을 위해서 종합화학회사와의 비교는 무리가 있다고 판단하여 같은 엔지니어링 플라스틱 시장을 공략하고 있는 현대 EP 와의 비교가 적절하다고 판단된다. 그 이유는 같은 엔지니어링 플라스틱 제품만을 생산하고 있다는 점과 엔지니어링 플라스틱 중에 자동차로의 부품비중이 크다는 점이다.

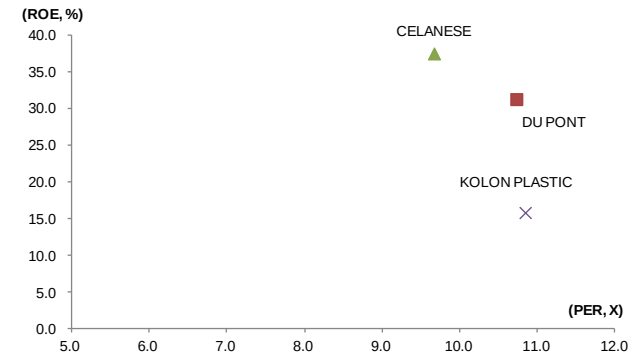
표 13. 동종업체 밸류에이션 비교

Name	Ticker	Country	Market Cap (USD)	Sales (USD)				OP Margin (%)			
				09	10	11E	12F	09	10	11E	12F
KOLON PLASTIC	138490 KS	KOREA	145.2	109.4	147.2	187.2	265.4	8.8	7.0	7.0	6.9
HYUNDAI EP	089470 KS	KOREA	170.2	166.4	391.8	557.6	616.1	2.4	1.3	3.7	3.6
BASF	BASFY US	GERMANY	66,249.9	70,688.5	84,734.9	95,128.0	88,915.0	9.4	13.3	11.5	10.8
DU PONT	DD US	US	43,442.7	26,109.0	31,505.0	38,603.7	41,975.4	6.1	9.6	13.7	13.8
CELANESE	CE US	US	7,113.6	5,082.0	5,918.0	6,792.9	7,087.8	7.5	9.2	13.6	13.0

Name	P/E (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12F	09	10	11E	12F	09	10	11E	12F	09	10	11E	12F
KOLON PLASTIC	2.9	12.9	15.3	11.4	2.1	8.7	8.2	6.5	0.7	1.7	1.6	1.5	31.0	25.0	16.9	15.3
HYUNDAI EP	17.4	10.9	9.5	8.7	22.0	20.9	10.5	9.9	1.8	1.2	1.8	1.5	9.9	10.3	20.2	18.9
BASF	NA	NA	8.8	10.8	6.4	5.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	10.1	24.1	24.5	NA
DU PONT	16.6	15.2	11.8	10.9	11.7	11.3	8.1	7.3	4.4	5.1	4.0	3.2	26.6	37.7	34.9	31.3
CELANESE	18.3	12.6	9.9	9.9	9.7	10.4	6.9	6.7	7.9	6.9	4.2	3.2	132.3	53.6	59.2	37.5

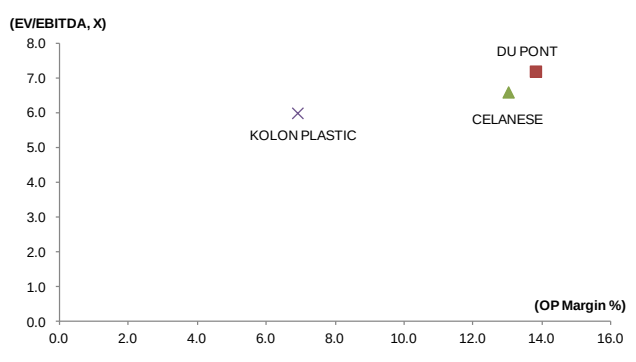
Source: Company data, Bloomberg, Fnguide, Leading Research Center (2011 년 12 월 5 일기준)

도표 21. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

도표 22. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 9-2: Valuation – 적정주가 = 7,500 원

국내 진정한 경쟁사 부재

코오롱플라스틱은 국내 EP 제조업체 중 가장 Diversified 된 EP 제품 라인을 보유하고 있으며 특히 주 제품인 POM 국내에 경쟁사는 KEP (비상장) 뿐이다. 그러나 코오롱플라스틱은 자체 개발한 고유의 POM 기술을 보유하고 있는 전세계의 8 개 회사 중 하나인 반면 KEP 는 해외에서 기술을 도입하였기 때문에 진정한 경쟁사로 보기는 힘들다

따라서 국내 기업 중 비교대상은 현대 EP 를 꼽을 수 있는데 현대 EP 는 지난 수년간 코오롱플라스틱에 비하여 OPM 이 현저히 낮았으며 2012 년에도 코오롱플라스틱의 예상 OPM 이 6.9%인 반면 현대 EP 는 3.6%에 불과하다.

경쟁사인 현대 EP 에 비하여 저평가

반면 2012 년 예상 EV/EBITDA 는 현대 EP 가 9.9x 인 반면 코오롱플라스틱은 6.5x 에 불과하다. 2012 년 예상 PER 기준으로는 코오롱플라스틱이 11.4x 에 거래되고 있는 반면 현대 EP 는 8.7x 에 거래되고 있다.

2011 년 795 억원의 투자가 이루어 지며 감가상각 비용이 2011 년 OP 의 58.9%를 차지하고 2012 년에는 40.2%를 차지하는 점을 감안하면 코오롱플라스틱의 Valuation 도구로는 EV/EBITDA 가 적정할 것으로 판단된다.

2012 Consensus 시장 EV/EBITDA 적용하여 적정가 7,500원 산정

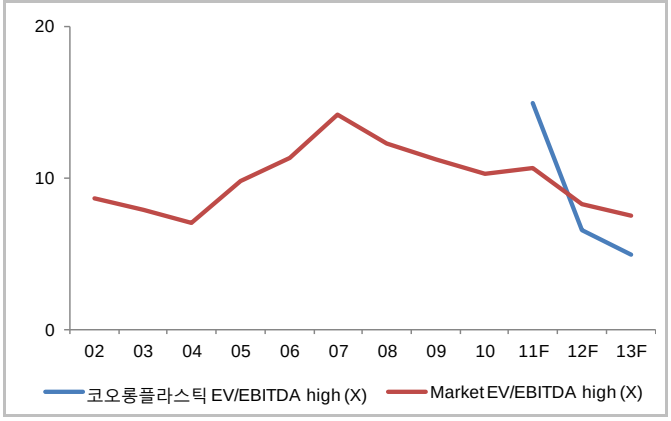
현대 EP 는 현대차그룹의 계열사로 현대차와 기아차라는 대형 Capitive 고객을 확보하고 있어 코오롱플라스틱의 2012 년 예상 EV/EBITDA 6.5x 보다 높은 9.9x 에 거래되고 있다. 따라서 고객기반이 튼튼한 현대 EP 와 비교 보다는 2012 년 시장 Consensus EV/EBITDA 인 8.3x 를 적용한 7,500 원을 적정주가로 산정한다. 동사가 전 세계에서 소수의 EP 사만이 보유한 POM 기술을 활용하여 타사보다 빨리 Capa 를 증설하여 향후 성장성을 확보하였다는 점만 보아도 충분히 시장 EV/EBITDA 를 받을 수 있는 정당성은 확보하였다고 판단된다. 7,500 원의 적정주가는 현재 주가인 5,740 원에서 30.6%의 상승여력을 나타낸다.

표 14. 시장 Valuation 에 대한 코오롱플라스틱의 디스카운트 율

(x, %)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
기업 최고 EV/EBITDA	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	14.9	6.5	5.0
시장 최고 EV/EBITDA	7.9	7.1	9.8	11.3	14.2	12.3	11.3	10.3	10.6	8.3	7.5
Discount/ (Premium) to market	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**(224.9)**	**(42.8)**	**(25.3)**
기업 최고 PER	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	비상장	29.2	11.4	8.8
시장 최고 PER	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	9.2	7.9
Discount/ (Premium) to market	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**(161.1)**	**(24.7)**	**(10.4)**

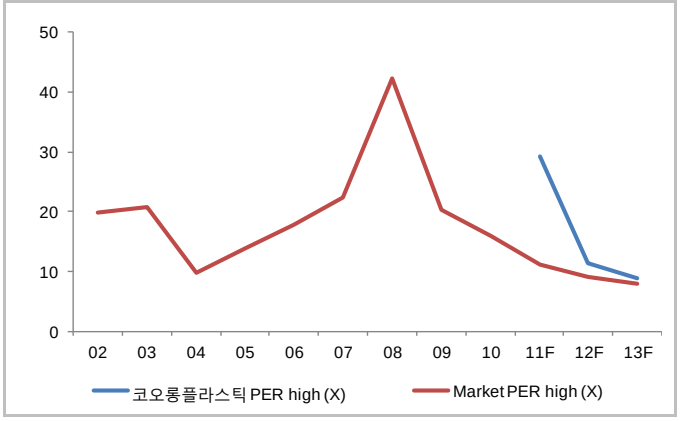
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ*

도표 23. 코오롱플라스틱 yr-hi EV/EBITDA vs. 시장



Source: Bloomberg, Leading Research Center

도표 24. 코오롱플라스틱 yr-hi PER vs. 시장



Source: Bloomberg, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	**32.6**	**34.6**	**34.2**	**40.4**	**38.9**	**41.2**	**45.2**	**84.6**	**123.4**	**166.1**	**211.1**	**294.7**	**356.7**
매출액 증가율 (%)	24.7	6.0	(1.1)	18.2	(3.8)	5.9	9.7	87.4	45.9	34.5	27.1	39.6	21.0
매출원가	32.9	33.1	34.5	37.0	34.8	37.4	38.7	73.7	105.4	143.6	183.5	255.5	307.8
매출총이익	**(0.3)**	**1.5**	**(0.3)**	**3.4**	**4.1**	**3.7**	**6.5**	**10.9**	**18.0**	**22.5**	**27.7**	**39.2**	**48.9**
매출총이익율 (%)	(0.8)	4.4	(0.7)	8.5	10.4	9.1	14.3	12.8	14.6	13.5	13.1	13.3	13.7
판매관리비	**1.9**	**2.1**	**3.8**	**3.0**	**3.6**	**3.5**	**4.2**	**5.6**	**7.1**	**10.8**	**12.9**	**18.9**	**23.2**
영업이익	**(2.2)**	**(0.6)**	**(4.1)**	**0.5**	**0.4**	**0.2**	**2.2**	**5.3**	**10.9**	**11.7**	**14.8**	**20.3**	**25.7**
영업이익률 (%)	(6.6)	(1.8)	(11.9)	1.2	1.1	0.4	4.9	6.3	8.8	7.0	7.0	6.9	7.2
영업외수익	0.8	3.0	0.4	1.6	0.4	0.5	0.9	3.5	1.0	1.4	1.3	1.5	1.7
이자수익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5
Net 외화관련이익	0.1	2.9	0.3	1.1	0.3	0.3	0.7	3.1	0.8	1.1	1.0	1.0	1.0
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업외비용	4.4	2.4	2.2	1.6	1.3	0.9	0.5	6.2	2.5	1.9	2.6	3.6	3.6
지급이자	2.2	1.1	0.9	1.3	0.8	0.6	0.2	0.5	0.9	0.5	1.1	2.1	2.1
외화관련손실	2.0	0.2	0.6	0.2	0.4	0.3	0.3	2.0	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
지분법 평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	**(5.8)**	**0.0**	**(5.9)**	**0.5**	**(0.4)**	**(0.3)**	**2.7**	**2.6**	**9.4**	**11.1**	**13.6**	**18.2**	**23.7**
법인세	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(1.4)	0.4	1.5	2.1	2.7	3.6	4.7
법인세율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(51.0)	16.3	15.5	19.0	20.0	20.0	20.0
당기순이익	**(5.8)**	**0.0**	**(5.9)**	**0.5**	**(0.4)**	**(0.3)**	**4.0**	**2.2**	**7.9**	**9.0**	**10.9**	**14.6**	**19.0**

대차대조표

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
현금	0.1	0.6	2.6	1.3	3.9	2.0	5.2	5.0	5.3	5.9	8.6	19.3	25.6
단기금융상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	7.5	7.1	9.7	8.1	2.5	5.2	5.9	11.2	14.4	15.2	20.5	39.8	45.7
기타	2.6	2.1	2.5	1.7	0.6	0.4	0.7	1.0	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6
당좌자산	10.1	9.8	14.8	11.2	7.1	7.7	11.9	17.2	20.2	21.9	29.7	59.6	71.8
재고자산	4.4	3.5	4.1	5.7	7.5	5.6	4.9	20.1	20.1	26.0	27.7	39.1	48.6
유동자산	**14.5**	**13.4**	**18.9**	**16.9**	**14.6**	**13.4**	**16.9**	**37.3**	**40.3**	**48.0**	**57.4**	**98.7**	**120.5**
투자자산	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
고정자산	44.0	40.0	37.3	34.4	30.0	25.8	21.4	18.9	24.7	31.4	103.3	98.7	94.1
기타	5.1	3.3	1.5	0.2	0.4	0.5	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
비유동자산	**49.3**	**43.7**	**38.7**	**34.6**	**30.5**	**26.3**	**22.6**	**21.6**	**27.3**	**33.9**	**106.0**	**101.4**	**96.8**
자산총계	**63.8**	**57.1**	**57.6**	**51.5**	**45.1**	**39.7**	**39.4**	**58.9**	**67.5**	**81.9**	**163.4**	**200.1**	**217.3**
매입채무	2.9	3.8	5.1	3.8	4.5	3.9	4.1	12.1	18.0	23.1	29.7	41.9	50.8
단기차입금	9.5	13.9	25.5	16.0	9.0	5.0	0.0	15.0	0.0	5.0	15.0	15.0	5.0
유동성 장기차입금	9.9	9.0	9.0	3.9	0.0	0.0	0.0	5.0	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.0	3.0	5.5	5.8	5.4	4.9	5.4	5.9	8.1	11.3	17.6	17.3	16.6
유동부채	**25.3**	**29.8**	**45.1**	**29.5**	**18.9**	**13.8**	**9.6**	**37.9**	**34.2**	**39.3**	**62.3**	**74.2**	**72.4**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	24.9	13.5	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	20.0	20.0
퇴직급여충당금	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	0.6	1.0	1.0	1.0
기타	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	1.0	1.4	2.1	2.5	2.4
비유동부채	**25.0**	**13.7**	**4.9**	**0.4**	**0.4**	**0.4**	**0.4**	**1.4**	**1.8**	**2.0**	**13.1**	**23.5**	**23.4**
부채총계	**50.3**	**43.5**	**49.9**	**29.9**	**19.4**	**14.2**	**10.0**	**39.3**	**36.0**	**41.3**	**75.4**	**97.7**	**95.8**
납입자본금	45.0	45.0	45.0	58.5	63.0	63.0	63.0	20.3	20.3	20.3	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	30.7	0.0	0.0	27.8	27.8	27.8
이익잉여금	(31.5)	(31.4)	(37.3)	(36.8)	(37.2)	(37.4)	(33.4)	(31.3)	7.3	16.3	27.1	41.7	60.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0
자본총계	**13.5**	**13.6**	**7.7**	**21.7**	**25.7**	**25.5**	**29.5**	**19.6**	**31.5**	**40.6**	**87.9**	**102.5**	**121.4**

현금흐름표

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
당기순이익	**(5.8)**	**0.0**	**(5.9)**	**0.5**	**(0.4)**	**(0.3)**	**4.0**	**2.2**	**7.9**	**9.0**	**10.9**	**14.6**	**19.0**
비현금성 비용의 가산	**7.0**	**6.2**	**6.3**	**5.5**	**5.7**	**6.0**	**5.8**	**4.5**	**2.6**	**2.9**	**8.9**	**8.9**	**8.9**
감가상각비	4.8	4.8	4.9	5.1	5.3	5.4	5.5	3.7	1.7	1.6	7.6	7.6	7.6
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.2	1.3	1.4	0.4	0.4	0.6	0.3	0.8	0.9	1.3	1.3	1.3	1.3
비현금성 수익의 차감	**0.6**	**2.8**	**0.1**	**1.1**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**1.0**	**1.0**	**1.0**
지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	2.8	0.1	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
영업자산과 부채의 가산	(2.2)	3.5	0.7	0.8	5.5	(2.4)	(0.7)	(11.7)	4.8	(0.2)	(0.3)	(18.5)	(6.5)
운전자금의 증가	3.3	(2.2)	1.9	1.4	(4.6)	1.5	(0.2)	12.6	(2.9)	1.8	0.3	18.5	6.5
기타	(1.1)	(1.3)	(2.6)	2.1	(0.9)	0.9	1.0	(0.8)	(1.9)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**(1.7)**	**6.9**	**1.0**	**5.8**	**10.8**	**3.4**	**9.1**	**(5.1)**	**15.3**	**11.7**	**18.5**	**4.0**	**20.4**
설비투자	1.0	0.9	2.1	2.2	1.0	1.2	1.1	1.3	2.3	8.4	79.5	3.0	3.0
잉여현금흐름	**(2.7)**	**6.0**	**(1.1)**	**3.5**	**9.8**	**2.2**	**8.0**	**(6.4)**	**13.0**	**3.3**	**(61.0)**	**1.0**	**17.4**
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증가	0.2	0.2	(0.3)	(0.0)	0.0	(0.0)	(0.0)	1.7	0.0	(0.0)	0.1	0.0	0.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	13.4	4.5	0.0	0.0	(8.7)	0.0	0.0	37.4	0.0	0.0
부채증가	3.5	(7.9)	2.5	(19.1)	(10.9)	(4.0)	(5.0)	20.0	(12.0)	(3.0)	20.0	10.0	(10.0)
기타	0.6	(2.6)	(0.2)	(0.8)	0.7	0.1	0.0	3.6	0.8	(0.2)	(6.5)	0.3	1.1
순현금흐름	**0.1**	**0.6**	**2.0**	**(1.3)**	**2.7**	**(1.9)**	**3.2**	**(0.2)**	**0.3**	**0.6**	**2.8**	**10.7**	**6.3**
기초현금	0.0	0.1	0.6	2.6	1.3	3.9	2.0	5.2	5.0	5.3	5.9	8.6	19.3
기말현금	0.1	0.6	2.6	1.3	3.9	2.0	5.2	5.0	5.3	5.9	8.6	19.3	25.6

재무안정성 지표

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동비율 (%)	57.4	44.9	41.9	57.4	77.2	96.8	176.4	98.4	117.8	121.9	92.1	133.1	166.4
당좌비율 (%)	29.9	25.9	27.4	32.0	33.9	52.4	116.5	42.7	57.5	53.6	46.6	79.6	98.4
재고보유기간 (일)	41.9	43.7	40.3	48.4	69.4	64.0	49.9	62.0	69.5	58.5	53.4	47.7	52.0
매출채권 회수기간 (일)	74.3	77.0	89.7	80.6	49.8	34.1	44.8	36.9	37.8	32.5	30.9	37.3	43.7
매입채무 지급기간 (일)	32.6	37.8	46.2	41.7	41.3	43.1	38.5	33.2	52.1	50.2	52.0	49.0	53.3
차입금 (십억원)	44.3	36.4	39.0	19.9	9.0	5.0	0.0	20.0	8.0	5.0	25.0	35.0	25.0
현금과 현금등가물	0.2	0.9	2.6	1.3	4.0	2.2	5.4	5.1	5.4	5.9	8.7	19.4	25.7
순차입금 (십억원)	44.1	35.5	36.4	18.6	5.0	2.8	(5.4)	14.9	2.6	(0.9)	16.3	15.6	(0.7)
순차입금/자기자본 (%)	325.4	262.0	473.1	85.9	19.3	11.0	(18.2)	76.1	8.4	(2.3)	18.6	15.3	(0.6)
부채비율 (%)	371.3	321.1	649.6	137.9	75.3	55.8	33.8	200.4	114.2	101.9	85.8	95.4	78.9
이자보상배율 (배)	-1.0	-0.5	-4.8	0.4	0.5	0.3	9.7	11.2	12.0	24.0	14.1	9.7	12.2

Valuations and margins

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EV/EBITDA (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8.2	6.5	5.0
EPS (원)*	(646)	N/A	(652)	47	(33)	(20)	319	534	1,953	445	374	502	655
EPS 변동률 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	67.4	266.0	(77.2)	(15.8)	34.2	30.3
PER (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15.3	11.4	8.8
BVPS (원)	3,010	3,011	1,707	2,093	2,117	2,021	2,340	2,355	7,767	3,330	3,566	3,533	4,188
P/BVPS (배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.6	1.6	1.4
주당배당금 (원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	(35.3)	0.1	(55.3)	3.7	(1.8)	(1.0)	14.6	8.8	31.0	25.0	16.9	15.3	17.0
ROA (%)	(8.9)	0.0	(10.2)	1.0	(0.9)	(0.6)	10.1	4.4	12.5	12.1	8.9	8.0	9.1
매출총이익률 (%)	(0.8)	4.4	(0.7)	8.5	10.4	9.1	14.3	12.8	14.6	13.5	13.1	13.3	13.7
영업이익률 (%)	(6.6)	(1.8)	(11.9)	1.2	1.1	0.4	4.9	6.3	8.8	7.0	7.0	6.9	7.2
순이익률 (%)	(17.8)	0.0	(17.2)	1.3	(1.1)	(0.6)	8.9	2.6	6.4	5.4	5.1	4.9	5.3
EBITDA 이익률 (%)	8.0	12.2	2.4	13.8	14.8	13.6	17.2	10.6	10.2	8.0	10.6	9.5	9.3
ROIC (%)	(3.7)	(1.2)	(8.8)	1.1	1.2	0.6	12.9	15.1	26.7	25.6	16.4	14.6	17.2
WACC (%)	8.9	8.7	7.3	7.6	13.8	9.3	8.8	7.9	7.2	9.3	9.9	10.9	13.1
ROIC less WACC (%)	(12.6)	(9.9)	(16.1)	(6.5)	(12.6)	(8.7)	4.1	7.2	19.5	16.3	6.5	3.7	4.1

** 2011 년 상장으로 주식수 20.3m 에서 29m 으로 42.9% 증가*

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

*©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

코오롱플라스틱 (138490 KS)	
일자	2011-12-8
투자의견	BUY
목표주가	7,500

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

*©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*