LEADING

Company Report

코오롱플라스틱(138490)

2017년 8월 28일

'폼(POM)' 나는 성장주

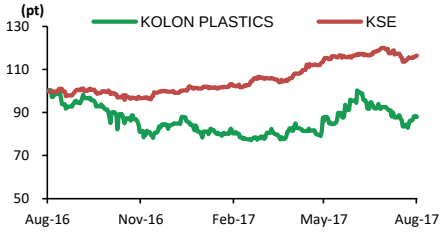
BUY(Initiate)

목표주가	9,300 원
현재주가	6,800 원
목표수익률	36.8

Key Data	2017 년 8 월 25 일
산업분류	소재
시가총액 (억원)	2,584.0
발행주식수 (백만주)	38.0
외국인 지분율 (%)	0.7
52 주 고가 (원)	7,760
저가 (원)	5,960
60 일 일평균거래대금 (십억원)	0.9
주요주주	(%)
SK㈜ 외 4인	40.20

KOSPI			2,378.51
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(5.0)	9.5	(12.0)
상대주가	(2.5)	(4.1)	(28.5)

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst

서형석

hsseo@leading.co.kr

+822-2009-7086

투자의견 및 목표주가 : BUY & 9,300원

동사에 대한 투자의견 '매수' 및 목표주가 9,300원을 제시. 신규 커버리지를 개시. 목표주가 9,300원은 12M Fwd EPS 625원에 Target PER 15배를 적용. 투자포인트는 다음과 같다.

① **POM 스프레드 개선 효과** : '17년 중국 메탄올 플랜트의 재가동 및 추가 증설로 250만톤 이상 물량이 증가될 전망. '19년까지 POM의 공급은 제한적. 반면, 메탄올 공급증가 폭 커 POM 스프레드는 개선.

② **POM 성장 스토리** : '18년 (주)코오롱바스프이노폼이 조기 가동 예정. 기존 5.7만톤 설비에 신규 설비 7만톤, 특수 목적용 1만톤 등 총 13.7만톤 규모로 증가. 자동차의 경량화 추세와 연비규제 강화로 부품용 적용 분야 확대 예상.

전기차는 동급 가솔린 차종 대비 20%~30% 더 무겁다. 원인은 2차전지. 테슬라 모델S의 팩 무게만 454kg. 일반 차량 하부무게 1kg 경량은 일반 주행시 15kg~20kg 감소 효과. 차량 무게 10% 감소시키면, 연비는 7% 개선, 제동거리 6% 단축, 새시부품의 수명은 1.5배 개선. 2차전지의 무게 감소가 단기간에 해결하기 쉽지 않다는 점에서 차량 경량화에 따른 POM의 수요는 새롭게 창출될 것으로 기대.

'17년 실적전망 : BUY & 9,300원

동사의 '17년 실적은 매출액 2,577억원(YoY+8.1%), 영업이익 195억원(YoY+8.8%), 당기순이익 213억원(YoY+20.4%) 전망. 원재료 메탄올 가격이 하향 안정화가 예상. 중국 메탄올 설비의 정기보수 완료 후 재가동이 예상되고, 추가 증설이 가동될 것으로 전망되기 때문. 메탄올 가격의 하향 안정으로 POM 스프레드는 확대될 것으로 기대.

Valuation Forecast

구분	단위	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	억원	2,453	2,504	2,384	2,577	2,851
영업이익	억원	60	142	179	195	222
세전이익	억원	14	105	215	286	332
순이익	억원	18	90	177	213	259
지배순이익	억원	18	89	176	213	260
PER	배	77.5	23.5	14.1	12.1	10.0
PBR	배	1.5	2.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	14.5	11.6	10.5	9.9	9.1

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

1. 엔지니어링 플라스틱(EP)

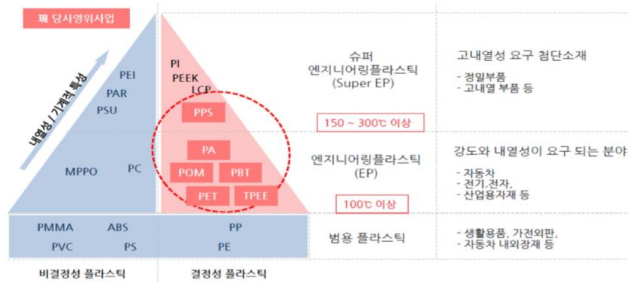
동사는 엔지니어링 플라스틱 전문 기업이다. 플라스틱은 크게 **열가소성 플라스틱**과 열경화성 플라스틱으로 나누어진다. 플라스틱 제품을 가열하여 재사용이 불가능하면 열가소성 플라스틱이 된다. 대부분 열가소성 수지이나, 페놀, 멜라민, 에폭시, 우레탄 등은 열경화성 수지이다.

열가소성 플라스틱은 다시 분자의 배열에 따라 **결정성 플라스틱**과 비결정성 플라스틱으로 나누어진다. 결정성 플라스틱은 **원자들이 규칙적으로 배열**이 되어 있어 그 사이가 촘촘하고 견고하게 결합된 플라스틱이다. 반면 비결정성 플라스틱은 불규칙하게 배열된 원자 구성을 가지고 있다. 통상 **결정성 플라스틱은 불투명하고 고온에서 녹지만**, 비결정성 플라스틱은 투명하고 고온에서 점성을 보인다.

범용 플라스틱은 기본적으로 열에 약하고, 금속에 비해 강도가 낮다. 반면 녹슬지 않는다는 장점이 있다. 이러한 단점을 보완한 제품이 **'엔지니어링 플라스틱(Engineering Plastic)**'이다. 미국 듀폰사가 폴리아세탈 수지를 처음 발표하면서 산업용도에 사용되는 플라스틱이라는 의미로 사용되고 있다.

엔지니어링 플라스틱은 결정성 플라스틱의 중간 단계에 위치하며, 결정성은 범용 플라스틱에 비해 강하고 비용은 수퍼 엔지니어링 플라스틱 대비 저렴하다. 강도와 탄성이 우수하고 내충격성과 내마모성, 내열성, 내한성 등이 뛰어나 자동차와 IT 가전, 카메라, 시계 부품, 항공기 구조재 등으로 사용된다.

Exhibit 1. EP 라인-업

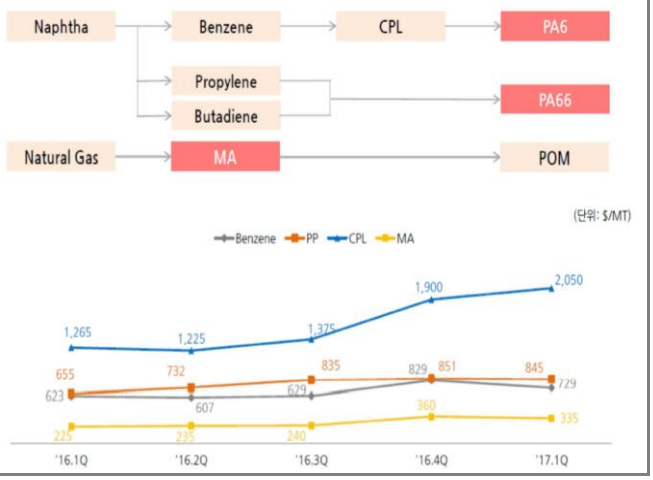


Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 자동차에 적용된 POM, PA 사례

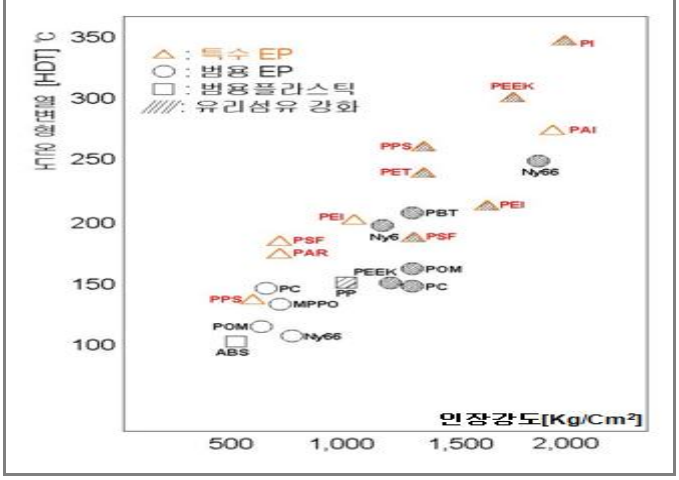
Source: Company data , Leading Research Center

Exhibit 3. 주요 원재료 가격 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. EP 의 인장강도와 열변형 온도



Source: Company data , Leading Research Center

2. POM 의 3 가지 모멘텀

동사의 주력 엔지니어링 플라스틱은 POM(Polyoxymethylene or Polycacetal)과 PA 이다. '16 년 매출기준 비중은 POM 44%, PA 컴파운드 56% 이다. 향후 POM 의 매출비중이 확대될 전망이다.

공급측면에서 POM 는 '11 년 이전까지 Celanese, Dupont 등이 과점 시장을 형성하며 안정적 성장 국면을 보였다. 하지만 **'12 년부터 '14 년까지 한국, 중국 등 약 44 만톤의 공급 Cpap 증설 이후** 과잉공급 시장으로 진입하였다. **'15 년 이후에는 구조조정과 수요회복 등으로 과잉공급 물량은 점차 해소**되었다. 향후 예정된 증설물량도 제한된 수준에서 이루어진다는 점에서 과잉공급 시장으로 재진입할 가능성은 낮다. 오히려 **'19 년까지 안정적 성장 국면으로 진입**할 것으로 기대한다.

수요는 전방산업인 자동차와 IT 제품 경기에 민감하다. POM 은 자동차 경량화 확대와 신흥국 중산층 인구 증가에 따른 IT 가전의 수요 증가의 수혜를 받고 있다. POM 은 내마모성과 내마찰성이 뛰어나 자동차 기어, 연료보관 용기, 핸등 등 다양한 자동차용 소재로 활용된다.

POM 사업의 중장기적 성장이 기대된다. 이는 3 가지 성장동력을 확보했기 때문이다.

첫째, '18 년 (주)코오롱바스프이노폼이 조기 가동 예정이다. 7 만톤 규모의 POM 생산이 예정되어 있다. 기존 5.7 만톤 설비에 신규 설비 7 만톤, 특수 목적용 1 만톤 등 총 13.7 만톤 규모로 증가할 전망이다.

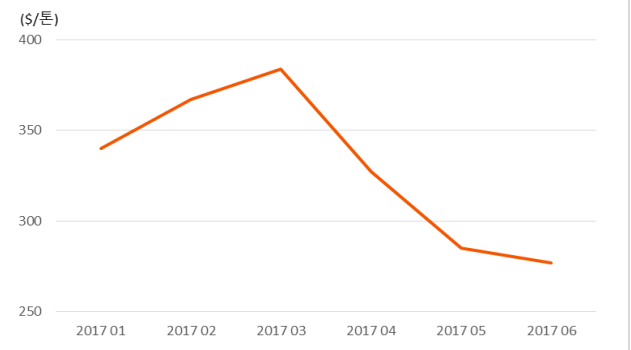
추가 증설로 외형성장과 수익성 개선이 예상된다. ① **BASF 의 독일 노후 설비(Ludwigshafen POM)는 폐쇄**할 예정이다. 과거 증설에 따른 가격하락은 우려되지 않는다. 일정 물량은 BASF 를 통해 소화될 것으로 기대된다.

② 신규 설비는 제조원가에 30%를 부담하는 스팀의 소요량을 줄일 수 있는 **스마트 팩토리**에서 생산된다.

③ 특수목적용 POM 라인은 **고부가 제품을 확대**하는데 기여할 전망이다.

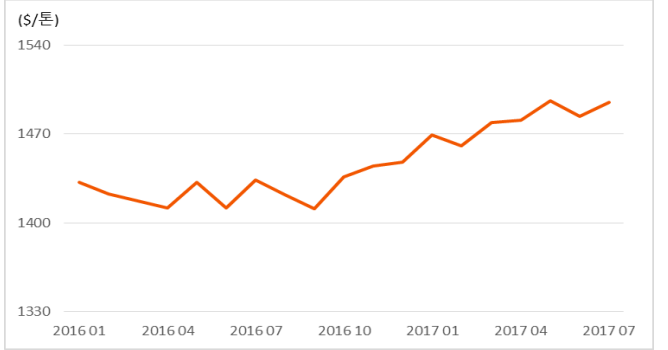
④ **부가 수익도 창출**된다. 신공장 플랜트 건설공사 수익이 분기당 20~30 억원 내외로 반영되고, 공장 운영 및 유지 보수 수수료로 연 100 억원 내외로 인식될 예정이다.

Exhibit 5. 원자재, 메탄올 가격 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 6. POM 가격 추이



Source: Company Data, Leading Research Center

둘째, 자동차 경량화의 수혜가 기대된다. 단기적으로는 주요 고객사인 현대기아차의 판매 부진의 영향을 직간접적으로 받고 있는 상황이다. 하지만 중장기적 관점에서는 **자동차의 경량화 추세는 지속되고 있고, 연비규제가 강화되고 있다는 점에서 자동차용 부품 적용 분야의 확대가 예상**된다.

최근 미국, 유럽 등 선진국의 강력한 연비 규제 및 환경 규제에 대응하기 위한 대안으로 '전기차'가 부각되고 있다. 전기차의 내구성과 효율성을 극대화하기 위해서 차량 경량화는 필수적이다. **POM 은 EP 중 가장 금속에 가깝다**. 최근 경량화 트랜드에 가장 적합하다.

소나타 2.0 가솔린(전장 4,855mm, 전폭 1,865mm) 기준 공차중량은 1,450~1,470kg, 그랜져 3.0 가솔린(전장 4,930mm, 전폭 1,865mm) 기준 공차중량은 1,630~1,640kg 이다.

반면 테슬라 모델 3(전장 4,694mm, 전폭 1,933mm)의 공차중량은 1,730kg, 모델 S(전장 4,979mm, 전폭 1,964mm)의 공차중량은 2,108kg 이다.

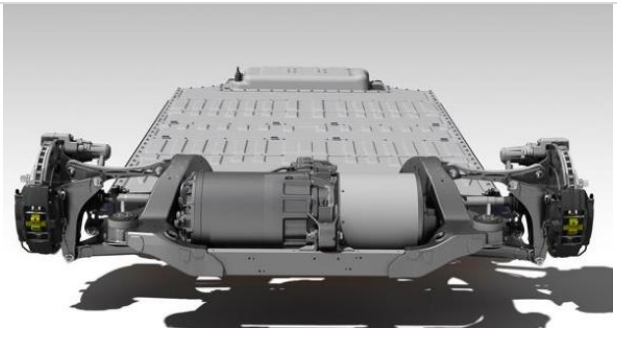
전기차는 가솔린 동급 차종 대비 20%~30% 더 무겁다. 가장 큰 원인은 2 차전지에 있다. 테슬라 모델 S 기준 7,104 개 셀이 직병렬로 연결되어 있다. **팩 무게만 454kg** 이다. 2 차전지의 무게 감소가 단기간에 해결하기 쉽지 않다는 점에서 차량 경량화에 따른 POM 의 수요는 새롭게 창출될 것으로 기대된다. 자동차 부품 중 고가 금속류는 POM 소재로 전환을 기대하고 있다.

또한 **운전자 편의 및 안전 장치가 증가함에 따라 차량 무게도 증가**한다. 그랜저 기준 모델별 공차중량은 XG 1,550kg, TG 3.3 1,603kg, HG 3.3 1,640kg, IG 3.3 1,680kg 으로 **신형 차종의 무게는 계속 증가**하고 있다. '첨단 운전자 지원 시스템(ADAS)'이 적용되면서, '주행 조향 보조 시스템(LKAS)', 스마트 크루즈 컨트롤(SCC)' 등이 탑재되는 추세이다. 차량 제어 프로세스의 증가는 차량 무게와 연비에 영향을 줄 것이다.

일반적으로 차량 하부무게를 1kg 경량하면, 일반 주행시 15kg~20kg 감소 효과를 가져온다. 차량 무게를 10% 감소시키면, 연비는 7% 개선되고, 제동거리는 6% 단축되며, 차량 새시부품 수명은 1.5 배 개선되는 것으로 알려져 있다.

상기 환경을 감안한다면, POM 은 친환경과 차량 경량화를 위한 금속을 대체할 수 있는 최적의 소재로 판단된다. 향후 사용량은 증가할 것으로 전망되며, 동사와 BASF 와 JV 설립은 합작사인 **BASF 의 reference 를 활용**할 수 있다는 점에서 **글로벌 공략에 긍정적 효과**를 발휘할 것으로 기대한다.

Exhibit 7. 테슬라 모델S의 2차 전지 팩 모듈



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 8. LG전자의 ADAS 시스템

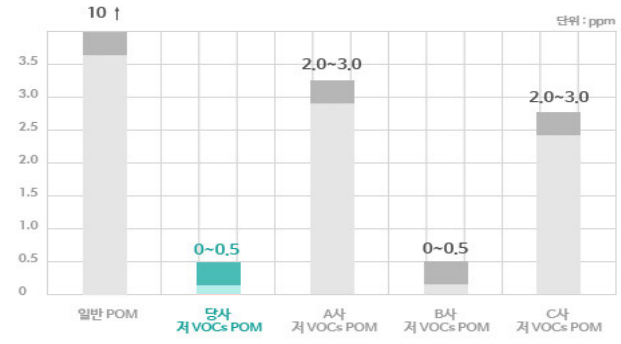
Source: Company Data, Leading Research Center

셋째는 동사의 친환경 POM 제품을 주력으로 개발 중이다. 휘발성 유기화합물(VOCs)이 기존 제품 대비 25% 수준인 0.5ppm 이하의 극소량화 처취(LO:Low Odor) 제품이다. 환경규제가 엄격한 유럽향 수출 증가에 기여할 것으로 기대된다.

동사의 저 휘발성 유기화합물(VOCs) POM 은 포름알데히드 방출량이 0.5ppm 이하로, 일반 POM (10ppm 내외)에 비해 1/20 수준이다. 타사 저 VOCs 제품과 비교해도 최대 1/10 수준이다. 저 VOCs POM 은 유럽과 북미, 일본 등의 환경 규제를 모두 통과하였으며, 특히 재활용 시에도 포름알데히드의 방출량이 타사 대비 현저히 낮은 친환경 소재이다.

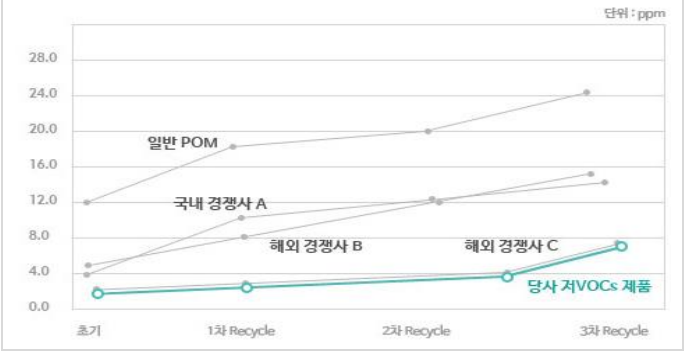
친환경에 대한 관심이 확대되고 있다는 점에서 적용 분야도 광범위하게 진행될 것으로 기대된다.

Exhibit 9. 저VOCs 포름알데히드 함량 비교



Source: Company Data, Leading Research Center

Exhibit 10. 저VOCs POM Recycle시 포롬알데히드 비교



Source: Company Data, Leading Research Center

3. 실적전망 및 투자의견

동사의 **'17 년 실적은 매출액 2,577 억원(YoY+8.1%), 영업이익 195 억원(YoY+8.8%), 당기순이익 213 억원(YoY+20.4%)을 전망**한다. 원재료 메탄올 가격이 하향 안정화가 예상된다. 중국 메탄올 설비의 정기보수 완료 후 재가동이 예상되고, 추가 증설이 가동될 것으로 전망되기 때문이다. 메탄올 가격의 하향 안정으로 POM 스프레드는 확대될 것으로 기대된다.

동사에 대한 **투자의견 '매수'** 및 **목표주가 9,300 원을 제시**하며, 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 9,300 원은 12M Fwd EPS 625 원에 Target PER 15 배를 적용하였다. Target Valuation 은 동사의 지난 3 년간 Historical PER 의 평균값이다.

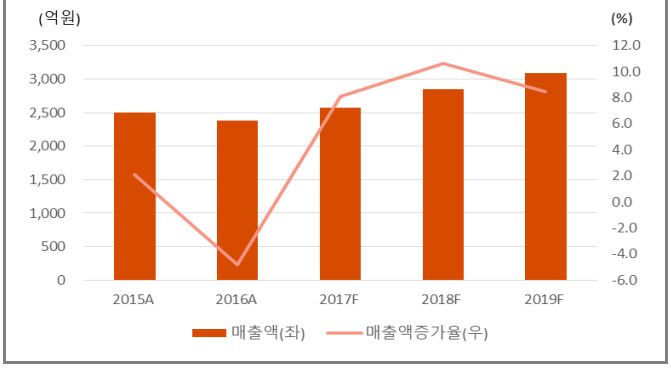
투자포인트는 다음과 같다.

① **POM 스프레드 개선 효과** : '17 년 중국 메탄올 플랜트의 본격 재가동 및 추가 증설로 250 만톤 이상 물량이 증가될 전망이다. '19 년까지 POM 의 공급은 제한적인 반면, 메탄올 공급증가 폭이 커 POM 스프레드는 개선될 것으로 기대된다. 원재료 가격의 하향 안정은 하반기에도 동사의 판가에 반영될 것이다.

② **POM 성장 스토리** : '18 년 BASF 합작 법인 (주)코오롱바스프이노폼이 조기 가동 예상된다. 7 만톤 규모의 POM 생산이 예정되어 있다. 기존 5.7 만톤 설비에 신규 설비 7 만톤, 특수 목적용 1 만톤 등 총 13.7 만톤 규모로 증가한다. 중장기적 관점에서는 자동차의 경량화 추세는 지속되고 있고, 연비규제가 강화되고 있다는 점에서 자동차용 부품 적용 분야의 확대가 예상된다.

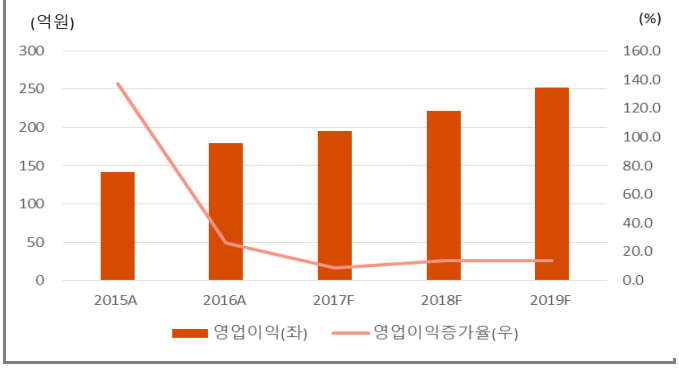
전기차는 가솔린 동급 차종 대비 20%~30% 더 무겁다. 가장 큰 원인은 2 차전지에 있다. 테슬라 모델 S 기준 7,104 개 셀이 직병렬로 연결되어 있으며, 팩 기준 무게만 454kg 이다. 일반적으로 차량 하부무게를 1kg 경량하면, 일반 주행시 15kg~20kg 의 감소 효과를 가져온다. 차량 무게를 10% 감소시키면, 연비는 7% 개선되고, 제동거리는 6% 단축되며, 차량 새시부품의 수명은 1.5 배 개선되는 것으로 알려져 있다. 2 차전지의 무게 감소가 단기간에 해결하기 쉽지 않다는 점에서 차량 경량화에 따른 POM 의 수요는 새롭게 창출될 것으로 기대된다.

Exhibit 11. 매출액 및 증가율 전망



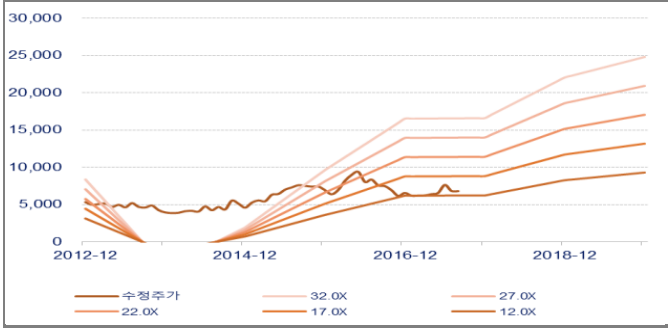
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 영업이익 및 증가율 전망



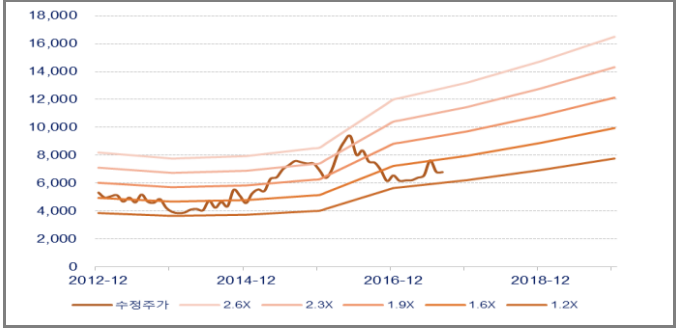
Source: Company data , Leading Research Center

Exhibit 13. PER band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 14. PBR band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	2,086	3,083	3,444	3,728	4,035
유동자산	879	1,075	1,270	1,375	1,489
현금 및 현금성자산	61	173	241	261	282
단기금융자산	2	7	39	42	45
매출채권 및 기타채권	276	426	455	492	533
재고자산	534	464	520	563	609
비유동자산	1,207	2,008	2,174	2,353	2,547
장기금융자산	18	18	30	33	35
관계기업 등 투자자산	0	484	591	639	692
유형자산	1,108	1,411	1,488	1,611	1,743
무형자산	68	75	79	86	93
부채총계	1,111	1,335	1,471	1,556	1,635
유동부채	1,029	1,060	1,179	1,277	1,382
단기차입부채	695	337	412	445	482
기타 단기금융부채	0	29	3	4	4
매입채무 및 기타채무	316	551	592	641	694
비유동부채	82	274	291	280	253
장기차입부채	50	240	307	332	359
기타 장기금융부채	0	9	0	0	0
자본총계	975	1,748	1,974	2,172	2,401
지배주주지분	974	1,747	1,972	2,170	2,399
비지배주주지분	1	2	2	2	2

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,504	2,384	2,577	2,851	3,092
매출원가	2,137	1,952	2,123	2,342	2,537
매출총이익	367	432	454	509	555
판매비와관리비	225	253	259	287	303
영업이익	142	179	195	222	252
EBITDA	239	275	310	341	381
비영업손익	(37)	35	91	111	120
이자수익	1	1	0	0	1
이자비용	31	20	16	17	19
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	(8)	8	(3)	7	7
관계기업등 관련손익	0	5	(2)	6	7
타 비영업손익	2	41	113	114	124
세전계속사업이익	105	215	286	332	372
법인세비용	15	38	73	73	82
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	90	177	213	259	290
지배주주순이익	89	176	213	260	290
비지배주주순이익	0	0	(0)	(0)	(0)
기타 포괄손익	(6)	(32)	54	(23)	(23)
총포괄손익	84	145	267	236	267

현금흐름표

(단위: 억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	242	382	491	312	332
당기순이익	90	177	209	259	290
현금유출입이 없는 수익(비용)	149	221	223	196	215
자산상각비	97	95	115	120	129
영업자산부채변동	4	5	146	(54)	(73)
매출채권 감소(증가)	31	(127)	0	(37)	(41)
재고자산 감소(증가)	27	68	(57)	(43)	(46)
매입채무 증가(감소)	(54)	(10)	205	49	53
투자활동 현금흐름	(64)	(712)	(502)	(297)	(321)
투자활동현금유입액	7	3	8	0	0
유형자산	0	0	4	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	71	715	511	297	321
유형자산	54	263	384	239	258
무형자산	9	11	7	10	11
재무활동 현금흐름	(170)	439	80	(2)	3
재무활동현금유입액	226	901	278	59	64
단기차입부채	146	5	162	34	37
장기차입부채	80	240	116	25	27
재무활동현금유출액	350	421	151	23	23
단기차입부채	350	415	40	0	0
장기차입부채	0	0	99	0	0
기타 현금흐름	0	0	3	7	7
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	1	3	(4)	0	0
현금변동	10	112	68	20	22
기초현금	51	61	173	241	261
기말현금	61	173	241	261	282

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표 및 주가배수					
EPS	301	516	560	683	764
BPS	3,277	5,111	5,189	5,710	6,313
CFPS	813	1,119	1,292	820	874
SPS	8,425	6,975	6,781	7,503	8,137
EBITDAPS	805	803	815	898	1,004
DPS(보통,현금)	74	100	100	100	100
배당수익률(보통,현금)	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
배당성향(보통,현금)	24.3	21.5	17.8	14.6	13.1
PER	23.5	14.1	12.1	10.0	8.9
PBR	2.2	1.4	1.3	1.2	1.1
PCFR	8.7	6.5	5.3	8.3	7.8
PSR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	11.6	10.5	9.9	9.1	8.2
재무비율					
매출액증가율	2.1	(4.8)	8.1	10.6	8.5
영업이익증가율	137.2	26.4	8.8	13.8	13.6
지배주주순이익증가율	390.3	96.7	20.4	21.9	11.9
매출총이익률	14.7	18.1	17.6	17.8	18.0
영업이익률	5.7	7.5	7.6	7.8	8.2
EBITDA이익률	9.6	11.5	12.0	12.0	12.3
지배주주순이익률	3.6	7.4	8.3	9.1	9.4
ROA	6.7	6.9	6.0	6.2	6.5
ROE	9.5	13.0	11.5	12.5	12.7
ROIC	7.2	8.9	8.4	9.4	9.6
부채비율	113.9	76.3	74.5	71.7	68.1
차입금비율	76.4	33.0	36.4	35.8	35.0
순차입금비율	70.1	23.1	24.2	23.8	23.3

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

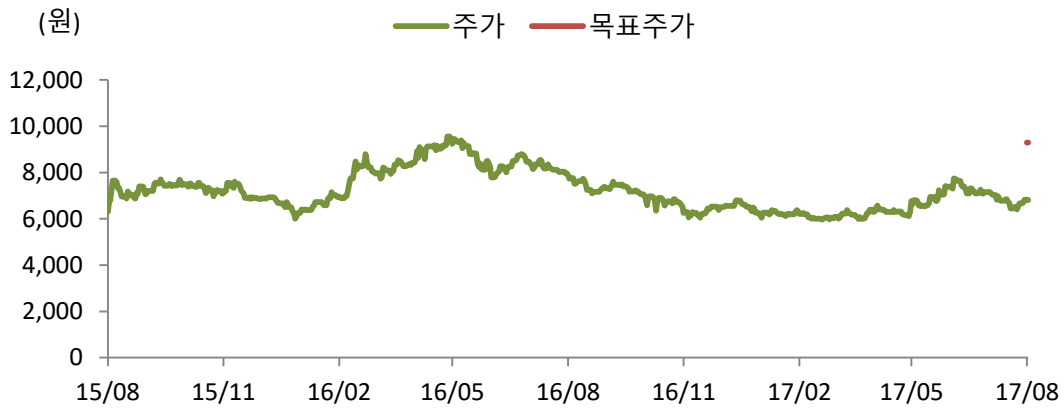
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *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.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

코오롱플라스틱(138490)	
일자	2017-08-28
투자의견	BUY(신규)
목표주가	9,300 원

▶ 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

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2017.06.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

*©. 2017 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*