



BUY(Maintain)

목표주가: 31,000원

주가(12/18): 19,200원

시가총액: 2,872억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/18)	2,481.88pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	21,200원	3,930원
등락률	-9.43%	388.55%
수익률	절대	상대
1W	42.2%	45.2%
6M	165.6%	152.7%
1Y	378.2%	293.5%

Company Data

발행주식수	14,958천주
일평균 거래량(3M)	647천주
외국인 지분율	0.77%
배당수익률(17E)	0.00%
BPS(17E)	6,895원
주요 주주	코스모던어라운드 (주)코스모엔컴퍼니 등
	34.87% 0.01%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,865	4,251	6,031	7,262
보고영업이익	-140	237	464	614
핵심영업이익	-140	237	464	614
EBITDA	42	409	648	819
세전이익	-725	239	236	344
순이익	-725	236	228	332
자배주주지분순이익	-734	209	205	299
EPS(원)	-5,504	1,396	1,333	1,853
증감률(%YoY)	N/A	N/A	-4.5	39.0
PER(배)	-0.7	13.8	14.4	10.4
PBR(배)	0.7	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA(배)	65.9	12.3	7.7	6.0
보고영업이익률(%)	-4.9	5.6	7.7	8.5
핵심영업이익률(%)	-4.9	5.6	7.7	8.5
ROE(%)	-55.8	19.5	15.2	18.2
순부채비율(%)	210.6	129.3	111.2	85.9

Price Trend



기업브리프

코스모화학 (005420)

초창기 에코프로의 향기



과거 에코프로의 초창기 향기가 납니다. 코스모화학은 지난 달 황산코발트 플랜트를 재가동한 후 현재 가동률을 올리고 있는 상황으로 보입니다. 국내/외 배터리/전구체 업체의 증설로 내년에는 추가적인 가동률 개선이 전망됩니다. 이에 동사의 황산코발트 부문 매출액은 올해 32억원에서 내년 763억원, 내후년 1,382억원으로 증가할 전망입니다. 전지 관련 사업의 실적 개선으로 적정가치 산정 방식을 SOTP로 변경합니다.

>>> 황산코발트, 추가 증설이 이어질 전망

코스모화학은 지난 달 황산코발트 플랜트를 재가동하고, 현재 가동률을 올리고 있는 상황으로 보인다. 국내 에코프로/LG화학 등 전구체 업체의 증설 확대로 내년 하반기에는 황산코발트 플랜트 가동률이 풀 가동에 가깝게 올라갈 것으로 전망된다. 제품 가격의 상승세가 지속되는 가운데, 수요 확대에 따른 가동률 개선으로 동사의 황산코발트부문 매출액은 올해 32억원에서 내년 763억원, 내후년 1,382억원으로 급격히 증가할 전망이다.

한편 에코프로가 이차전지소재부문을 분할한 것처럼, 동사도 황산코발트부문 (코스모에코켐)을 물적분할하였다. 향후 생산능력을 증설하여, 수요 성장성이 큰 배터리 시장에 대응할 것으로 보인다. 동사는 최근 순도가 높은 원재료 투입하여 황산코발트 생산능력을 기존 대비 30% 증가한 1,300톤으로 확대시켰다. 또한 자금 조달을 통하여, 내년에는 추가적으로 1,000톤의 생산능력을 증설할 계획이다. 국내/외 배터리 업체의 공격적 증설 추세를 감안할 때, 동사의 황산코발트도 중장기적으로 생산능력 확대가 이어질 것으로 추정된다.

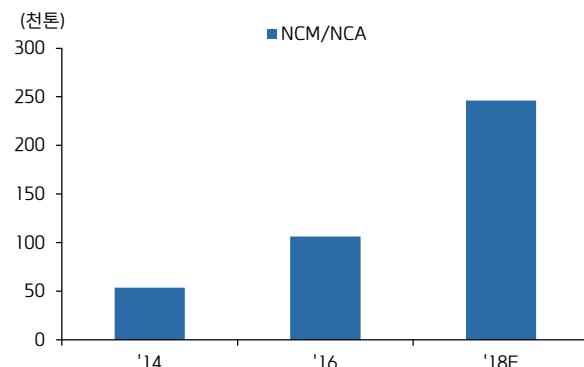
>>> 루타일형 상품 판매 확대로 외형 성장 지속

동사는 루타일형 이산화티타늄 상품 판매를 확대 중에 있다. 동사는 Kronos 와 국내 에이전시, 광석 사용권, Non-coating Rutile 공급 협약을 통하여 저가 원료를 안정적으로 공급 받을 수 있을 것으로 보인다. 현재 500톤/월의 상품 판매가 이루어지고 있으며, 내년에는 2,000톤/월 수준까지 증가할 전망이다. 이에 올해 100억원 수준의 상품 매출액이 내년에는 680억원, 내후년에는 1,031억원까지 증가할 전망이다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 31,000원(상향)

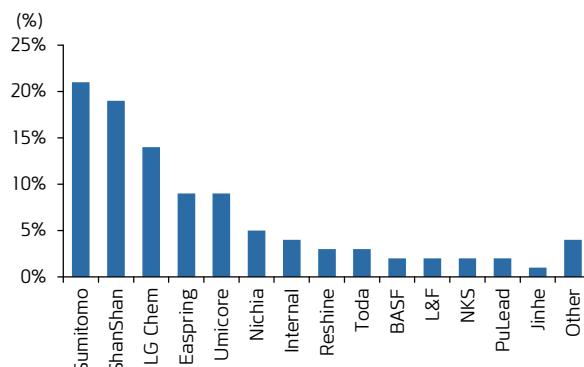
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 기존 20,000원에서 31,000원으로 상향 조정한다. 동사의 목표주가 산정은 전지 관련 사업의 실적 개선으로 2019년 영업가치와 순차입금을 차감한 Sum of the Parts 방식으로 변경하였다. 이산화티타늄 사업부문의 Target Multiple은 글로벌 이산화티타늄 업체(Chemours, Venator, Kronos, Tronox)의 배수를 30% 할인하였고, 코스모신소재 및 황산코발트부문의 Target Multiple은 국내 이차전지 소재 업체(에코프로, 엘앤에프, 후성, 포스코켐텍)의 배수를 적용하였다.

세계 NCM/NCA 생산능력 전망



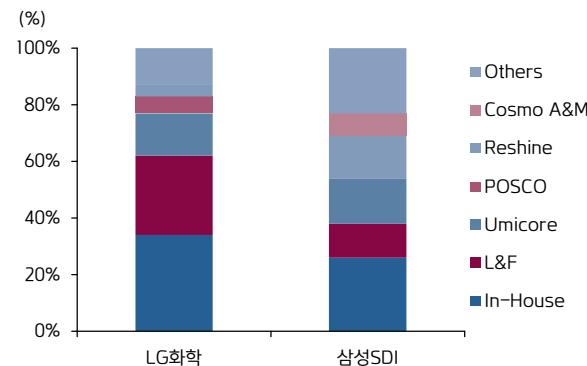
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 NCM/NCA 시장 점유율 현황(2016년 기준)



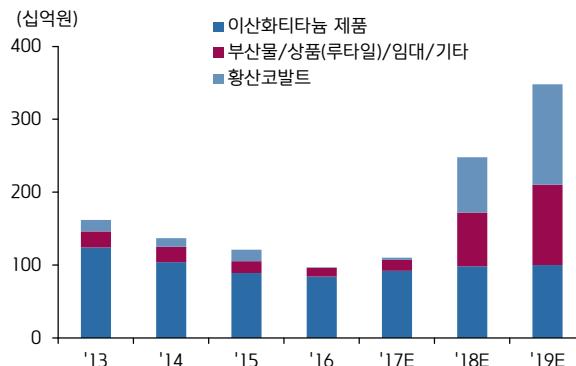
자료: 업계, 키움증권 리서치

LG화학/삼성SDI 양극재 공급처 현황(2016년 기준)



자료: 업계, 키움증권 리서치

코스모화학 별도 매출액 전망(Bull Case)



자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

코스모화학 실적 전망

(십억원)	'15	'16	'17E	'18E	'19E
매출액	250	287	425	603	726
코스모화학	121	96	110	247	346
티타늄/부산물*	98	95	97	103	105
상품/임대/기타*	7	1	10	68	103
황산코발트 등*	16	1	3	76	138
코스모신소재	133	190	314	356	380
영업이익	-39	-14	24	46	61
코스모화학	-32	-19	13	29	39
코스모신소재	-7	5	11	18	23

자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

코스모화학 Valuation

(억원, 배, 천주)	EBITDA	배수	비고
이산화티타늄	298	4.9	‘19년, 세계 Peer 30% 할인
황산코발트	219	10.0	‘19년, 한국 Peer 평균
코스모신소재	301	10.0	‘19년, 한국 Peer 평균
영업가치 합(A)		6,665	
순차입금(B)		1,736	‘19년 추정치
시가총액(C=A+B)		4,975	
주식수(D)		16,085	자사주/전환사채 고려
적정주가(C/D)		30,929	
목표주가		31,000	백원 단위 절상
현재주가		19,200	12/18 일 종가 기준
상승여력		61.5%	현재주가 대비

자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,500	2,865	4,251	6,031	7,262
매출원가	2,627	2,718	3,735	5,171	6,170
매출총이익	-126	147	516	860	1,092
판매비및일반관리비	266	287	279	396	477
영업이익(보고)	-392	-140	237	464	614
영업이익(핵심)	-392	-140	237	464	614
영업외손익	-833	-585	3	-228	-270
이자수익	17	5	4	1	1
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	30	62	50	40	39
이자비용	203	176	134	142	164
외환손실	37	73	35	34	34
관계기업지분법손익	9	7	-2	0	0
투자및기타자산처분손익	73	-165	155	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-157	-108	-3	0	0
기타	-568	-136	-32	-92	-111
법인세차감전이익	-1,225	-725	239	236	344
법인세비용	-6	0	3	9	13
유효법인세율 (%)	0.5%	0.0%	1.4%	3.7%	3.7%
당기순이익	-1,219	-725	236	228	332
지배주주지분순이익(억원)	-1,069	-734	209	205	299
EBITDA	-103	42	409	648	819
현금순이익(Cash Earnings)	-929	-543	409	412	536
수정당기순이익	-1,136	-451	84	228	332
증감율(% YoY)					
매출액	-11.3	14.6	48.4	41.9	20.4
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	95.9	32.4
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	95.9	32.4
EBITDA	N/A	N/A	879.1	58.3	26.4
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	-1.8	45.7
EPS	N/A	N/A	N/A	-4.5	39.0
수정순이익	N/A	N/A	N/A	169.9	45.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-21	-168	577	416	580
당기순이익	-1,219	-725	236	228	332
감가상각비	289	180	171	183	204
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-2	16	-15	-6	-5
자산처분손익	19	112	-155	0	0
지분법손익	0	0	2	0	0
영업활동자산부채 증감	146	-152	239	-23	-16
기타	746	400	96	34	65
투자활동현금흐름	394	1,036	-271	-634	-623
투자자산의 처분	263	-11	128	-34	-23
유형자산의 처분	14	367	0	0	0
유형자산의 취득	-31	-100	-400	-600	-600
무형자산의 처분	14	8	0	0	0
기타	133	772	0	0	0
재무활동현금흐름	-407	-843	248	583	526
단기차입금의 증가	-378	-812	0	0	0
장기차입금의 증가	-83	-103	120	420	420
자본의 증가	12	5	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	41	67	128	163	106
현금및현금성자산의순증가	-34	24	553	366	483
기초현금및현금성자산	82	48	72	626	991
기말현금및현금성자산	48	72	626	991	1,474
Gross Cash Flow	-166	-17	337	440	596
Op Free Cash Flow	29	-203	249	25	203

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,049	1,257	2,233	3,273	4,221
현금및현금성자산	48	72	626	991	1,474
유동금융자산	72	29	42	60	72
매출채권및유동채권	303	414	614	872	1,050
재고자산	352	297	441	626	753
기타유동비금융자산	1,275	445	510	724	871
비유동자산	4,255	3,524	3,762	4,194	4,600
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	64	85	95	111	122
유형자산	4,169	3,426	3,655	4,072	4,468
무형자산	22	13	12	11	10
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,305	4,781	5,995	7,467	8,822
유동부채	3,504	2,907	3,526	4,119	4,529
매입채무및기타유동채무	782	799	1,417	2,010	2,421
단기차입금	2,278	1,769	1,769	1,769	1,769
유동성장기차입금	445	340	340	340	340
기타유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,256	819	1,097	1,719	2,272
장기매입채무및비유동채무	106	63	93	132	159
사채및장기차입금	352	214	334	754	1,174
기타비유동부채	799	542	671	834	940
부채총계	4,761	3,726	4,623	5,838	6,802
자본금	666	666	748	773	806
주식발행초과금	148	148	148	150	178
이익잉여금	-1,381	-1,051	-842	-637	-339
기타자본	1,815	978	978	978	978
지배주주지분자본총계	1,248	741	1,031	1,264	1,623
비자매주주지분자본총계	296	314	341	364	397
자본총계	1,544	1,055	1,372	1,628	2,020
순차입금	2,954	2,222	1,774	1,811	1,736
총차입금	3,074	2,322	2,442	2,862	3,282

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-8,059	-5,504	1,396	1,333	1,853
BPS	9,366	5,561	6,895	8,177	10,073
주당EBITDA	-773	314	2,736	4,215	5,083
CFPS	-7,005	-4,078	2,732	2,677	3,329
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-0.6	-0.7	13.8	14.4	10.4
PBR	0.5	0.7	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	-36.4	65.9	12.3	7.7	6.0
PCFR	-0.7	-1.0	7.0	7.2	5.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-15.7	-4.9	5.6	7.7	8.5
영업이익률(핵심)	-15.7	-4.9	5.6	7.7	8.5
EBITDA margin	-4.1	1.5	9.6	10.7	11.3
순이익률	-48.8	-25.3	5.6	3.8	4.6
자기자본이익률(ROE)	-57.3	-55.8	19.5	15.2	18.2
투하자본이익률(ROIC)	-6.7	-3.1	6.4	11.8	14.1
안정성(%)					
부채비율	308.3	353.3	336.9	358.6	336.8
순차입금비율	191.3	210.6	129.3	111.2	85.9
이자보상배율(배)	N/A	N/A	1.8	3.3	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	8.0	8.3	8.1	7.6
재고자산회전율	4.9	8.8	11.5	11.3	10.5
매입채무회전율	2.9	3.6	3.8	3.5	3.3

Compliance Notice

- 당사는 12월 18일 현재 '코스모화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점		과리율(%)
				평균주가대비	최고주가대비	
코스모화학 (005420)	2017/06/22	Buy(Initiate)	15,000원	6개월	-39.6	-37.0
	2017/06/27	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-33.4	-26.3
	2017/07/03	Buy(Maintain)	15,000원	6개월	-14.0	23.3
	2017/11/24	Buy(Maintain)	20,000원	6개월	-10.9	6.0
	2017/12/19	Buy(Maintain)	31,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%