

코스모신소재 (005070)

2차전지



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	21,000원 (I)
현재주가 (3/6)	17,000원
상승여력	23%

시가총액	3,357억원
총발행주식수	19,747,965주
60일 평균 거래대금	70억원
60일 평균 거래량	422,797주
52주 고	28,350원
52주 저	11,100원
외인지분율	7.27%
주요주주	코스모화학 외 2인 28.45%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	14.4	(9.2)	59.4
상대	15.1	(12.3)	74.8
절대(달러환산)	13.8	(10.7)	53.1

코스모스의 계절

코스모신소재(이하 동사)에 대해 목표주가 21,000원(동사의 12M Fwd EPS에 Target P/E 25x(17~18년 평균 P/E)를 적용)과 투자 의견 BUY를 제시하며, 커버리지를 개시한다. 2019년 매출액은 5,936억원(YoY +11%), 영업이익 181억원(YoY +20%)로 예상된다. 구체적으로, 올해 신규로 시작되는 NCM 부분의 매출액은 720억원을 예상하며, 이형필름 1,221억원(YoY +32.3%), LCO 3,864억원(YoY -8.5%)을 예상한다. 매출액 비중은 1) NCM 1차 증설 CAPA 램프업(1분기부터 가동을 점증하여, 4분기 full 가동)과 2) 이형필름 신규 CAPA 가동(2분기 운기반영)에 따라, 올해 4분기에는 LCO 61%, NCM 17%, 이형필름 21% 수준으로 점점 NCM과 이형필름 매출 비중이 올라갈 것으로 보인다. (vs. 2018년은 LCO 79%, NCM 1%, 이형필름 17% 수준) 내구성이 강해지고 있다.

NCM 비중 ↗, 이형필름 수익성과 외형 모두 ↗ → 코발트만 잡히면 된다

올해 동사의 NCM(EV 및 ESS용 중대형) CAPA는 연 4,000톤 수준이 예상되며, LCO CAPA는 연 7,000톤의 캐파가 유지될 것으로 판단된다. **중장기적으로 NCM CAPA는 연 12,000톤(월 1,000톤 수준)까지 확대할 계획이 있는 상황이다.**

매출액의 약 20%를 차지하는 이형 필름 사업부의 경우, 수익성이 17년 적자 → 18년 흑자전환 → 19년 high-single 수준으로 올라오고 있으며, 3월말 추가 1천만m2 CAPA 램프업으로 인해 총 CAPA는 월 5천만m2 수준이 될 것으로 보인다. CAPA 기준으로 세계 1위 MS를 보유하고 있으며, 국내 주요 MLCC 고객사 내 비중 50%를 차지하고 있는 상황으로, **외형성장과 수익성을 모두 담당할 것으로 보인다.** 올해 예상되는 매출액은 약 1,221억원(YoY +32.3%) 수준을 예상한다.

모든 악재는 반영, 나아질 일만 남은 상황

단기적으로는 LCO의 매출 비중이 80% 수준이기 때문에 코발트 가격의 영향을 가장 크게 받을 수밖에 없으나, (코발트 가격 10% 하락 시, LCO 매출액 6~7% 하락) **1) 코발트 가격의 추가 하락폭 제한, 2) NCM 매출 올해 하반기부터 본격화(가동률 안정권 진입), 3) 이형필름 부분의 매출과 수익성 꾸준히 우상향 추세 지속, 4) LCO 비중 감소 및 NCM+이형필름 매출 비중 상승으로 인해 전반적인 기업 가치의 상승 구간에 진입할 것으로 보인다.** 코발트 가격의 추가 급락이 제한적으로 예상되는 상황에서, 결국 NCM 매출액이 하반기부터 가시화된다는 방향성을 믿고 간다면, 성장 스토리는 여전히 유효한 상황이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,328	47.7	-1.9	1,369	-3.0
영업이익	35	4,015.2	11.7	46	-25.5
세전계속사업이익	38	614.0	144.6	41	-8.3
지배순이익	37	-10.7	147.7	28	35.4
영업이익률 (%)	2.6	+2.5 %pt	+0.3 %pt	3.4	-0.8 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-1.8 %pt	+1.7 %pt	2.0	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	3,146	5,300	5,936	6,722
영업이익	85	150	181	276
지배순이익	82	110	142	232
PER	17.5	31.2	24.9	15.2
PBR	2.3	3.7	3.3	2.7
EV/EBITDA	13.1	18.6	16.2	11.3
ROE	13.1	13.3	14.3	19.7

자료: 유안타증권

[표 1] 코스모신소재 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	201P	2019E
매출액	1,211	1,448	1,353	1,328	1,350	1,395	1,530	1,661	3,146	5,340	5,936
YoY(%)	93%	86%	61%	48%	11%	-4%	13%	25%	65%	70%	11%
분체	988	1,241	1,102	1,046	1,068	1,107	1,221	1,319	2,466	4,377	4,716
양극재	960	1,208	1,068	1,011	1,035	1,074	1,188	1,286	2,357	4,248	4,583
LCO	960	1,208	1,068	984	944	944	963	1,011	2,357	4,220	3,864
NCM	0	0	0	27	91	129	225	275	0	27	719
토너	28	33	34	35	33	33	33	33	109	129	133
필름	183	207	251	282	282	288	309	342	680	923	1,221
영업이익	29.3	56.8	30.6	34.5	28.9	36.8	50.6	64.5	85	151	181
YoY(%)	47%	66%	3%	4015%	-1%	-35%	65%	87%	68%	78%	20%
영업이익률(%)	2.4%	3.9%	2.3%	2.6%	2.1%	2.6%	3.3%	3.9%	2.7%	2.8%	3.0%
매출액 비중(%)											
분체	82%	86%	81%	79%	79%	79%	80%	79%	78%	82%	79%
양극재	79%	83%	79%	76%	77%	77%	78%	77%	75%	80%	77%
LCO	79%	83%	79%	74%	70%	68%	63%	61%	75%	79%	65%
NCM	0%	0%	0%	2%	7%	9%	15%	17%	0%	1%	12%
토너	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
필름	15%	14%	19%	21%	21%	21%	20%	21%	22%	17%	21%

자료: 유안타증권 리서치센터

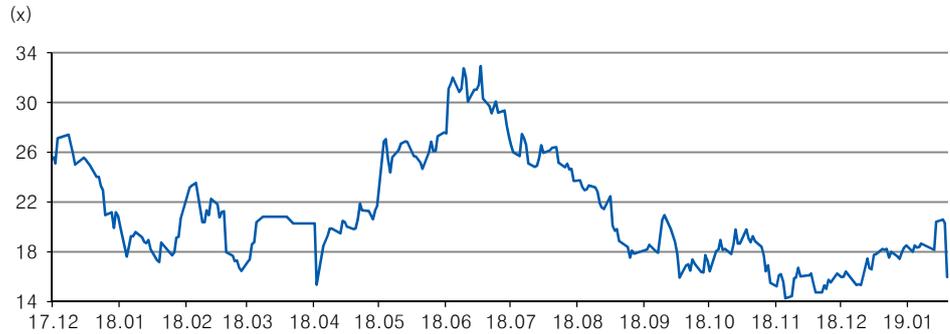
[표 2] 코스모신소재 밸류에이션 Table

(단위: 배)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
P/E(High)	-	71.5	37.8		
P/E(Low)	-	21.7	7.9		
P/E(Avg)	-	41.2	17.5	31.3	24.9
EPS	-1,649	92	526	557	717
EPS Growth(%)		흑자전환	470%	6%	29%
BPS	3,246	3,407	3,996	4,653	5,370
BPS Growth(%)		5%	17%	16%	14%
ROE (%)	-40.9	2.8	13.1	13.3	14.3
Target P/E (x)					25.0
12M Fwd EPS					831
Target Price					21,000

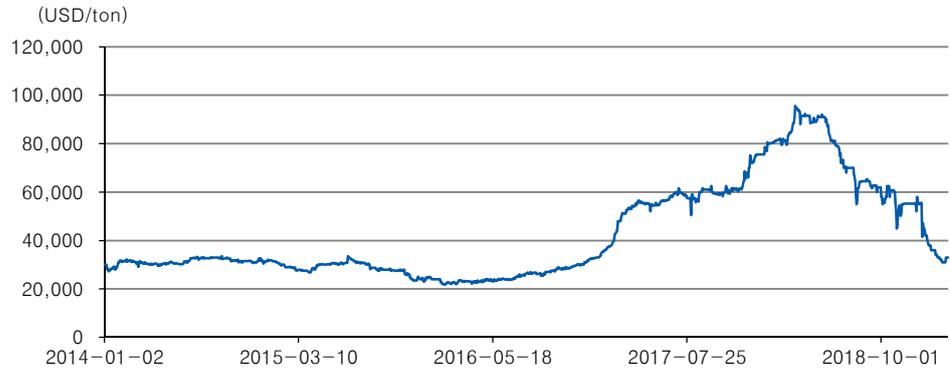
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 코스모신소재 12M Fwd P/E 추이



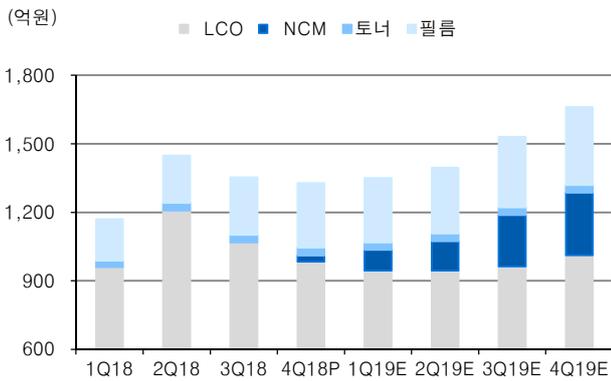
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 코발트 가격 추이



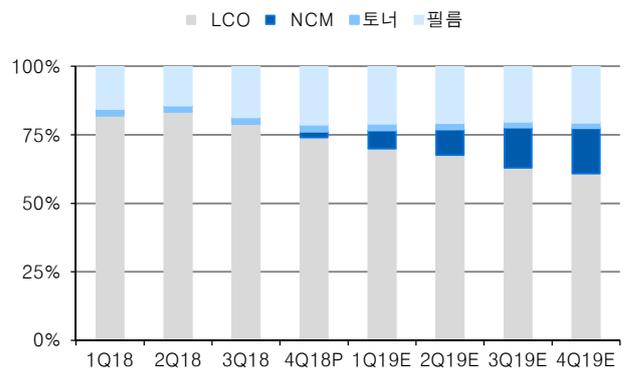
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 사업부별 분기 매출액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 분기별 매출액 비중 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

코스모신소재 (005070) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,903	3,146	5,300	5,936	6,722
매출원가	1,756	2,906	4,976	5,577	6,258
매출총이익	146	240	324	359	464
판매비	96	156	173	178	188
영업이익	50	85	150	181	276
EBITDA	130	162	231	258	347
영업외손익	-37	-39	-40	-38	-32
외환관련손익	-6	13	-10	-1	-1
이자손익	-68	-62	-33	-30	-24
관계기업관련손익	0	0	-5	-6	-6
기타	37	10	7	0	0
법인세비용차감전순이익	14	46	111	143	244
법인세비용	0	-36	1	1	12
계속사업순이익	14	82	110	142	232
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	14	82	110	142	232
지배지분순이익	14	82	110	142	232
포괄순이익	1	58	109	141	231
지배지분포괄이익	1	58	109	141	231

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	911	540	752	809	973
현금및현금성자산	69	31	102	40	198
매출채권 및 기타채권	135	192	316	377	382
재고자산	240	309	332	389	389
비유동자산	1,386	1,436	1,607	1,604	1,546
유형자산	1,382	1,411	1,558	1,561	1,511
관계기업등 지분관련자산	0	11	23	17	10
기타투자자산	0	8	19	19	19
자산총계	2,297	1,977	2,359	2,413	2,519
유동부채	1,400	1,026	1,124	1,061	956
매입채무 및 기타채무	221	328	400	468	470
단기차입금	967	614	705	575	468
유동성장기부채	163	83	17	17	17
비유동부채	383	209	317	292	271
장기차입금	37	25	136	111	90
사채	98	0	0	0	0
부채총계	1,783	1,236	1,441	1,353	1,227
지배지분	514	741	918	1,060	1,291
자본금	754	927	197	197	197
자본잉여금	83	79	846	846	846
이익잉여금	-421	-349	-237	-96	136
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	514	741	918	1,060	1,291
순차입금	1,196	691	757	662	377
총차입금	1,265	722	859	703	575

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	107	-12	78	135	264
당기순이익	14	82	110	142	232
감가상각비	79	77	79	76	70
외환손익	12	-3	4	1	1
종속, 관계기업관련손익	0	0	5	6	6
자산부채의 증감	-8	-159	-132	-101	-57
기타현금흐름	10	-10	12	11	11
투자활동 현금흐름	5	356	-118	65	138
투자자산	2	-11	-16	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-16	-119	-206	-80	-20
유형자산 감소	10	35	5	0	0
기타현금흐름	8	452	99	145	158
재무활동 현금흐름	-90	-381	205	-141	-111
단기차입금	-138	-345	91	-131	-107
사채 및 장기차입금	40	-47	104	-25	-21
자본	5	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	4	11	10	15	16
연결법위변동 등 기타	0	-1	-94	-120	-133
현금의 증감	22	-38	71	-61	158
기초 현금	47	69	31	102	40
기말 현금	69	31	102	40	198
NOPLAT	50	152	150	181	276
FCF	107	-48	-108	75	256

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

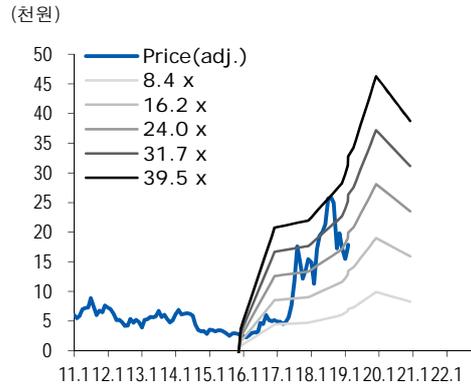
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

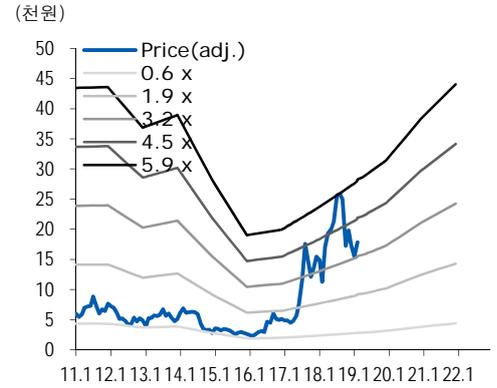
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	92	526	557	717	1,173
BPS	3,407	3,996	4,653	5,370	6,544
EBITDAPS	867	1,039	1,167	1,307	1,756
SPS	12,678	20,128	26,837	30,060	34,040
DPS	0	0	0	0	0
PER	41.2	17.5	31.2	24.9	15.2
PBR	1.1	2.3	3.7	3.3	2.7
EV/EBITDA	13.6	13.1	18.6	16.2	11.3
PSR	0.3	0.5	0.6	0.6	0.5

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	42.6	65.3	68.5	12.0	13.2
영업이익 증가율 (%)	흑전	68.3	77.3	20.2	52.5
지배순이익 증가율 (%)	흑전	493.7	33.7	28.7	63.7
매출총이익률 (%)	7.7	7.6	6.1	6.0	6.9
영업이익률 (%)	2.6	2.7	2.8	3.0	4.1
지배순이익률 (%)	0.7	2.6	2.1	2.4	3.4
EBITDA 마진 (%)	6.8	5.2	4.3	4.3	5.2
ROIC	2.5	8.6	8.8	9.7	14.2
ROA	0.6	3.8	5.1	5.9	9.4
ROE	2.8	13.1	13.3	14.3	19.7
부채비율 (%)	347.0	166.7	156.9	127.7	95.0
순차입금/자기자본 (%)	232.7	93.3	82.4	62.5	29.2
영업이익/금융비용 (배)	0.7	1.4	4.5	5.9	11.1

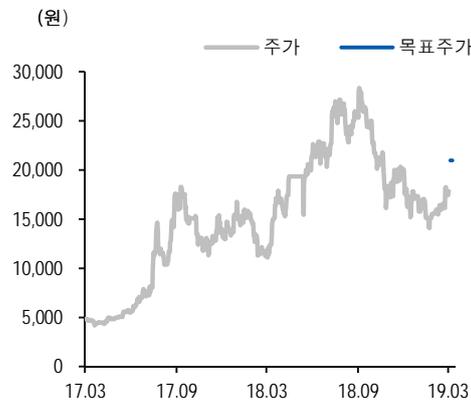
P/E band chart



P/B band chart



코스모신소재 (005070) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-03-07	BUY	21,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	14.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-24

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.