



BUY(Maintain)

목표주가: 15,000원
주가(6/26): 9,450원
시가총액: 1,260억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (6/26)	2,388.66pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	9,450원	3,825원
등락률	0.00%	147.06%
수익률	절대	상대
1W	55.4%	53.3%
6M	134.8%	100.3%
1Y	110.2%	69.4%

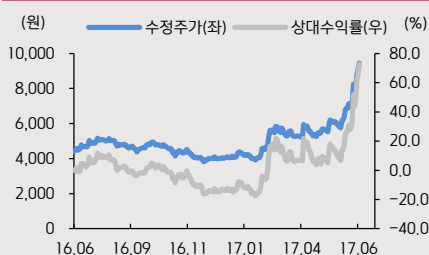
Company Data

발행주식수		13,328천주
일평균 거래량(3M)		189천주
외국인 지분율		2.37%
배당수익률(17E)		0.00%
BPS(17E)		6,483원
주요 주주	코스모터아라운드	33.89%
	(주)코스모엔컴퍼니 등	0.28%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,865	3,897	4,542	5,142
보고영업이익	-140	262	333	367
핵심영업이익	-140	262	333	367
EBITDA	42	434	502	533
세전이익	-725	145	220	252
순이익	-725	140	209	196
지배주주지분순이익	-734	123	198	186
EPS(원)	-5,504	923	1,488	1,398
증감률(%YoY)	N/A	N/A	61.3	-6.1
PER(배)	-0.7	10.2	6.3	6.8
PBR(배)	0.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	65.9	7.2	5.4	4.5
보고영업이익률(%)	-4.9	6.7	7.3	7.1
핵심영업이익률(%)	-4.9	6.7	7.3	7.1
ROE(%)	-55.8	12.4	16.1	13.1
순부채비율(%)	210.6	141.0	98.0	68.0

Price Trend



코스모화학 (005420)

데자뷰, 역사는 반복된다



2008~2009년 이산화티타늄 업체의 구조조정 후 재고 소진이 발생하면서, 가격 책정권이 이산화티타늄 업체로 넘어가게 됨에 따라 2010년 중반 이후 이산화티타늄 가격이 급등하였습니다. 이 시기에 업체들은 경이적인 수익률을 기록하였습니다. 역사는 반복되어, 사이클 저점인 재작년/작년의 생산 설비 폐쇄 영향으로 향후 1~2년 동안 이산화티타늄 가격은 수급 타이트를 재차 반영하며, 강세를 이어갈 전망입니다.

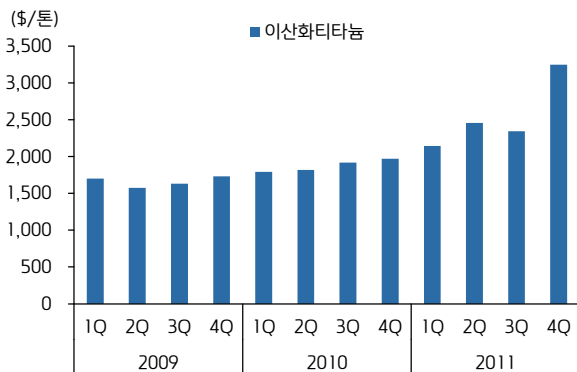
>>> 과거 사이클을 복기해 보자

과거 사이클을 복기해보자. 2008~2009년 금융위기에 따른 이산화티타늄 수요 감소로 코스모화학뿐만 아니라 글로벌 이산화티타늄 업체는 극도의 마진 악화 시기를 거쳤다. 이 경기침체기 동안 약 55만톤의 이산화티타늄의 생산 능력이 사라졌다. 문을 닫은 설비들은 Cristal(프랑스, 미국), Huntsman(영국), Tronox(미국) 등의 설비였다. 이후 경기 회복에 따른 수요 증가로 재고가 급속히 감소하기 시작하였다. 이에 가격 책정 주도권이 이산화티타늄 업체로 넘어가기 시작하면서, 2010년 중반부터 이산화티타늄 업체는 대대적인 가격 인상을 단행하였다. 안정세를 나타내는 공급 원료 비용과 가격 인상이 맞물리면서 2010~2011년 이산화티타늄 업체는 경이적인 수익률을 기록하였다. 광산을 통합하지 못한 동사의 영업이익률도 2010년 4분기 1% 수준에서 2011년 3분기 19%로 상승하였다.

하지만 황산법 중국 업체들의 공격적 증설에 따른 공급 과잉 이슈로 2013~2015년 동안 이산화티타늄 업체는 수익성이 급격히 악화되었다. 이에 Chemours, Huntsman, Tronox 등 메이저 업체의 경우 세계 생산능력의 약 5%의 설비를 작년/재작년에 구조조정하였다. 이후 코팅 업체 생산능력 확대에 따른 이산화티타늄 수요가 증가하는 가운데, 플랜트 폐쇄 효과 및 일부 비계획 생산 차질이 더해지면서 이산화티타늄 수급이 최근 급격히 타이트해지고 있다. 이에 올해 세계 이산화티타늄 가동률은 이전 사이클 고점 시기인 2011년과 유사한 90% 수준을 기록할 전망이다. 한편 올해는 세계 재고 수준이 역사적으로 낮은 수준을 기록할 것으로 전망되는 가운데, 동사도 보통 적정 재고를 분기 판매량 정도를 가지고 가나, 최근 수급 타이트에 따른 판매 확대로 현재 제품 재고가 한달 수준을 미달하고 있는 것으로 보인다.

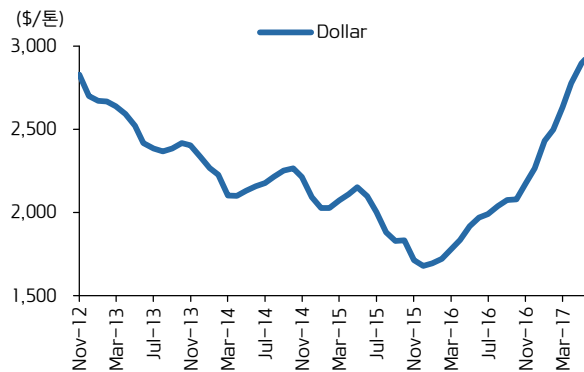
참고로 올해 2분기 국내 아나타제형 수출 가격(추정)은 약 \$2,324/톤으로 전분기 대비 10% 가량 상승할 것으로 보이며, 원재료인 Ilmenite 공급 타이트 현상 발생 등으로 하반기에도 제품 가격이 추가적으로 상승할 가능성이 있다. 한편 Iluka에 따르면 철광석 가격 하락에 따라 중국 철광석 광산의 폐쇄가 증가하여 철 부산물 Ilmenite(저 그레이드)의 생산 축소가 이어지고 있으며, 중국의 환경 규제 확대로 Ilmenite 생산 확대는 향후도 제한적으로 전망된다.

국내 이산화티타늄(아나타제형) 가격 추이(2009~2011년, 분기별)



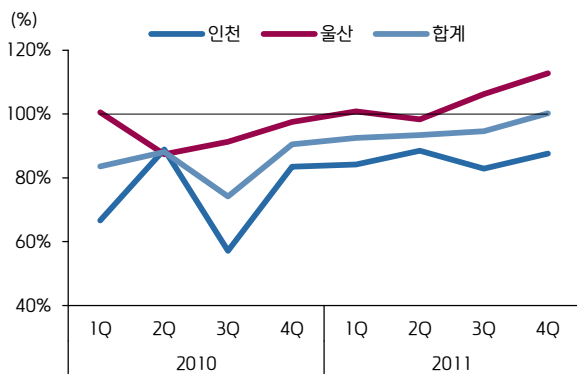
자료: KITA, 키움증권 리서치

중국 이산화티타늄 가격 추이(월별)



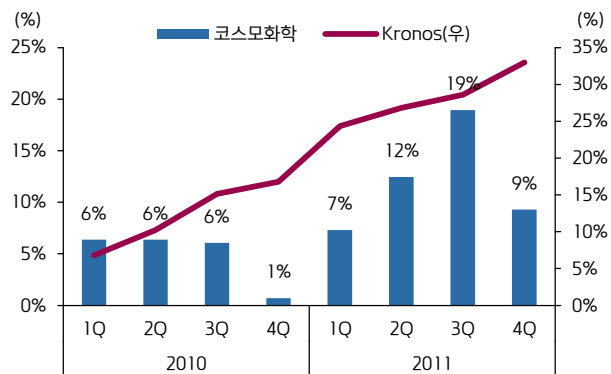
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

코스모화학 플랜트 가동률 추이(2010~2011년, 분기별)



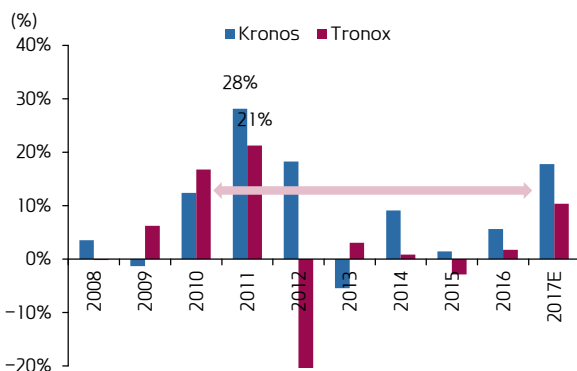
자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

코스모화학/Kronos 영업이익률 추이(2010~2011년, 분기별)



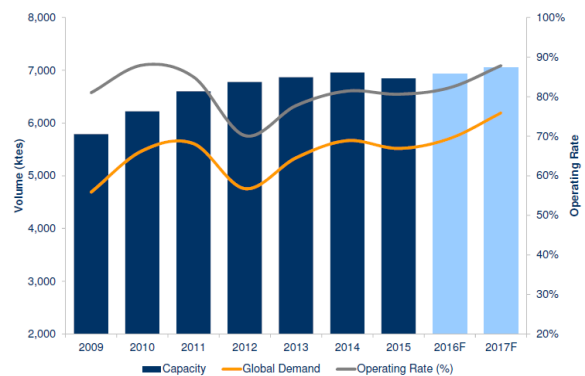
자료: 각사, 키움증권 리서치

Kronos/Tronox 영업이익률 추이(연별)



자료: 각사, 블룸버그, 키움증권 리서치

세계 이산화티타늄 가동률 전망(연별)



자료: Huntsman, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,500	2,865	3,897	4,542	5,142
매출원가	2,627	2,718	3,367	3,895	4,420
매출총이익	-126	147	531	647	722
판매비및일반관리비	266	287	269	314	355
영업이익(보고)	-392	-140	262	333	367
영업이익(핵심)	-392	-140	262	333	367
영업외손익	-833	-585	-117	-113	-115
이자수익	17	5	11	14	16
배당금수익	2	0	0	0	0
외환이익	30	62	93	88	88
이자비용	203	176	129	120	120
외환손실	37	73	68	70	71
관계기업지분법손익	9	7	0	0	0
투자및기타자산처분손익	73	-165	-1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-157	-108	-2	0	0
기타	-568	-136	-21	-24	-28
법인세차감전이익	-1,225	-725	145	220	252
법인세비용	-6	0	5	11	55
유효법인세율 (%)	0.5%	0.0%	3.3%	5.0%	22.0%
당기순이익	-1,219	-725	140	209	196
지배주주지분순이익(억원)	-1,069	-734	123	198	186
EBITDA	-103	42	434	502	533
현금순이익(Cash Earnings)	-929	-543	313	378	362
수정당기순이익	-1,136	-451	143	209	196
증감율(% YoY)					
매출액	-11.3	14.6	36.0	16.5	13.2
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	27.3	10.2
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	27.3	10.2
EBITDA	N/A	N/A	938.2	15.6	6.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	61.3	-6.1
EPS	N/A	N/A	N/A	61.3	-6.1
수정순이익	N/A	N/A	N/A	46.5	-6.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,049	1,257	1,863	2,410	2,919
현금및현금성자산	48	72	388	691	974
유동금융자산	72	29	39	45	51
매출채권및유동채권	303	414	563	657	743
재고자산	352	297	404	471	533
기타유동비금융자산	1,275	445	468	545	617
비유동자산	4,255	3,524	3,464	3,405	3,348
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	64	85	94	100	105
유형자산	4,169	3,426	3,358	3,294	3,233
무형자산	22	13	12	11	10
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,305	4,781	5,327	5,814	6,266
유동부채	3,504	2,907	3,198	3,413	3,613
매입채무및기타유동채무	782	799	1,299	1,514	1,714
단기차입금	2,278	1,769	1,559	1,559	1,559
유동성장기차입금	445	340	340	340	340
기타유동부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,256	819	934	998	1,054
장기매입채무및비유동채무	106	63	85	100	113
사채및장기차입금	352	214	214	214	214
기타비유동부채	799	542	635	685	728
부채총계	4,761	3,726	4,132	4,411	4,667
자본금	666	666	666	666	666
주식발행초과금	148	148	148	148	148
이익잉여금	-1,381	-1,051	-928	-729	-543
기타자본	1,815	978	978	978	978
지배주주지분자본총계	1,248	741	864	1,063	1,249
비지배주주지분자본총계	296	314	331	341	351
자본총계	1,544	1,055	1,195	1,404	1,600
순차입금	2,954	2,222	1,685	1,376	1,087
총차입금	3,074	2,322	2,112	2,112	2,112

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-21	-168	557	369	354
당기순이익	-1,219	-725	140	209	196
감가상각비	289	180	171	168	165
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외환손익	-2	16	-25	-18	-17
자산처분손익	19	112	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	146	-152	244	-8	-8
기타	746	400	25	18	17
투자활동현금흐름	394	1,036	-124	-116	-115
투자자산의 처분	263	-11	-20	-12	-11
유형자산의 처분	14	367	0	0	0
유형자산의 취득	-31	-100	-103	-103	-103
무형자산의 처분	14	8	0	0	0
기타	133	772	0	0	0
재무활동현금흐름	-407	-843	-117	49	43
단기차입금의 증가	-378	-812	-210	0	0
장기차입금의 증가	-83	-103	0	0	0
자본의 증가	12	5	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	41	67	93	49	43
현금및현금성자산의순증가	-34	24	316	303	282
기초현금및현금성자산	82	48	72	388	691
기말현금및현금성자산	48	72	388	691	974
Gross Cash Flow	-166	-17	313	378	362
Op Free Cash Flow	29	-203	574	390	421

투자지표

(단위: 원, 배, %)

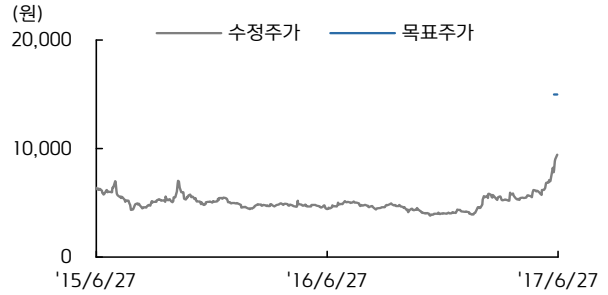
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-8,059	-5,504	923	1,488	1,398
BPS	9,366	5,561	6,483	7,972	9,370
주당EBITDA	-773	314	3,257	3,765	3,996
CFPS	-7,005	-4,078	2,345	2,835	2,715
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-0.6	-0.7	10.2	6.3	6.8
PBR	0.5	0.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	-36.4	65.9	7.2	5.4	4.5
PCFR	-0.7	-1.0	4.0	3.3	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-15.7	-4.9	6.7	7.3	7.1
영업이익률(핵심)	-15.7	-4.9	6.7	7.3	7.1
EBITDA margin	-4.1	1.5	11.1	11.0	10.4
순이익률	-48.8	-25.3	3.6	4.6	3.8
자기자본이익률(ROE)	-57.3	-55.8	12.4	16.1	13.1
투자자본이익률(ROIC)	-6.7	-3.1	7.3	9.8	11.0
안정성(%)					
부채비율	308.3	353.3	345.9	314.2	291.7
순차입금비율	191.3	210.6	141.0	98.0	68.0
이자보상배율(배)	N/A	N/A	2.0	2.8	3.1
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	8.0	8.0	7.4	7.3
재고자산회전율	4.9	8.8	11.1	10.4	10.2
매입채무회전율	2.9	3.6	3.7	3.2	3.2

- 당사는 6월 26일 현재 '코스모화학 (005420)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
코스모화학	2017/06/22	BUY(Initiate)	15,000원
(005420)	2017/06/27	BUY(Maintain)	15,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%