



# BUY(Initiate)

목표주가: 15,000원  
주가(6/21): 8,010원  
시가총액: 1,068억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (6/21)	2,357.53pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	8,250원	3,825원
등락률	-2.91%	109.41%
수익률	절대	상대
1W	29.2%	25.4%
6M	99.5%	72.5%
1Y	69.3%	42.4%

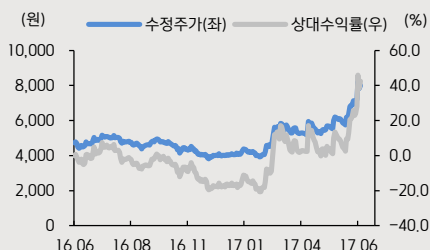
## Company Data

발행주식수	13,328천주	
일평균 거래량(3M)	146천주	
외국인 지분율	2.93%	
배당수익률(17E)	0.00%	
BPS(17E)	6,483원	
주요 주주	코스모틴아라운드	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	8.7	5.4	5.7
PBR(배)	0.7	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	65.9	6.7	5.0	4.2
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)

## 상승 여력 100%



최근 주가 상승에도 불구하고, 추가 상승 여력이 아직 커 보입니다. 주력 제품인 이산화티타늄은 작년을 기점으로 상승 사이클이 내년까지 이어질 전망이며, 전기차 수요 증가로 코발트 가격 강세 기조도 중장기적으로 유지될 가능성이 크기 때문입니다. 당사는 국내 유일의 황산코발트 제조 업체로 올해 하반기부터 플랜트를 재가동할 것으로 보입니다. 한편 실적 개선, 구조조정 효과, 보유 자산 매각에 따른 이자비용 감소 등으로 동사의 재무구조도 올해부터 급격히 안정화될 것으로 전망됩니다. 이 증목을 통해 이산화티타늄/코발트의 더블 슈퍼 사이클을 향유하시길 바랍니다.

### >>> 이산화티타늄, 작년부터 슈퍼 사이클에 돌입

작년 이후 이산화티타늄 가격이 급등하고 있다. 전형적인 커머더티 제품인 이산화티타늄은 수요가 세계 GDP에 동행하며 성장을 지속하는 가운데, 메이저 업체의 생산능력 구조조정 및 비 계획 생산차질 확대로 수급 타이트 현상이 발생하고 있기 때문이다. 이산화티타늄은 세계 6대 업체가 전체 생산능력의 60%를 넘게 점유하고 있는 과점적 시장을 형성하고 있어서, 메이저 업체의 투자 사이클에 업황 민감도가 큰 제품이다. 내년까지 메이저 업체의 대규모 신증설이 없는 가운데, 메이저 업체는 작년/재작년에 세계 생산능력의 5%(34.5만톤)를 폐쇄하여 세계 이산화티타늄 공급 부족 사태는 중기적으로 이어질 전망이다.

2011년 이후 사이클 악화를 불러 일으켰던 중국의 신증설 이슈는 최근 중국 정부의 환경 규제 강화로 시장에 추가적 신증설이 나올 가능성은 제한적으로 보인다. 또한 Huntsman, Chemours, Ishihara 등 일부 이산화티타늄 플랜트의 경우 화재/터미널 문제 등으로 비계획 생산 차질이 지속되고 있어, 메이저 업체는 작년 2분기 이후 매 분기 마다 이산화티타늄 판가를 3~5% 이상 올리고 있다. 한편 코스모화학은 온산에서 아나타제형 이산화티타늄 3만톤 플랜트를 현재 100% 가동하고 있으며, 향후 글로벌 메이저와 합작을 통해 루타일형 이산화티타늄 상품 판매(목표 3만톤)를 확대할 계획이다.

### >>> 코발트 가격 강세 지속

국제 코발트 가격이 급격히 상승하고 있다. 전기차 수요 확대로 배터리 제조 업체들이 공격적으로 증설에 나서면서 수요가 크게 증가하고 있기 때문이다. 현재(6/16일) 코발트 가격은 파운드 당 \$27.23으로 작년 초 대비 156.9% 증가하였다. 코발트는 니켈/구리 정련의 부산물인데 1) 최근 환경규제 강화, 2) 기계화 제한 및 3) 세계 생산능력의 50%를 생산하는 콩고 정세 불안 등으로 코발트 공급은 수요 증가를 따라가지 못하는 상황으로 보인다. 한편 작년 1.9천톤에 불과하였던 리튬이온배터리용 코발트 사용량은 전기차 판매 증가로 2030년 9만톤으로 연평균 30% 이상 증가할 전망되는 등 코발트 가격은 중장기적으로도 강세가 이어질 전망이다.

동사는 국내 유일의 황산코발트 생산업체로 현재 생산능력은 연산 1천톤이다. 동사는 작년 업황 악화로 가동을 정지하였던 황산코발트 플랜트를 올해 3분기에 시험가동하고, 4분기부터 본격 가동을 할 계획으로 보인다.

### >>> 원가 및 부채비율 개선 움직임

동사는 이윤 극대화, 경비 절감 및 효율 향상을 위하여 대대적인 인원 감축을 지속적으로 하였다. 재작년 398명이던 직원수가 구조조정 및 설비 자동화의 진행으로 올해 1분기 말 179명으로 50% 이상 감소하였다. 이에 연간 50억 원의 이상의 인건비 감소(본사 기준)가 전망된다. 또한 업황 악화 등으로 작년 말 210.6%까지 증가하였던 순부채비율도 자산(마루망코리아 등) 매각 및 실적 개선으로 급격히 감소하며, 이에 따른 이자비용 감소도 예상된다.

### >>> 실적: 2분기 영업이익, 전 분기 대비 42.6% 증가 전망

동사의 올해 2분기 실적은 매출액 933억원(YoY +28.3%, QoQ +9.5%), 영업이익 69억원(YoY 흑전, QoQ +42.6%)으로 작년 대비 급격한 실적 개선을 기록할 전망이다. 1) 세계 이산화티타늄 수급이タイト한 가운데, 2분기 계절적 성수기 효과로 판매 물량/가격의 호조세가 지속되고 있고, 2) 연결 자회사 코스모신소재가 LCO 플랜트를 100% 가동하며 실적 개선세가 뚜렷하고, 3) 이산화티타늄 공장 가동을 상승으로 부산물인 황산철의 생산/판매량도 동반 증가하고 있는 것으로 판단된다. 특히 황산철은 부산물의 특성 상 영업이익률이 50%를 상회하고 있는 것으로 보인다.

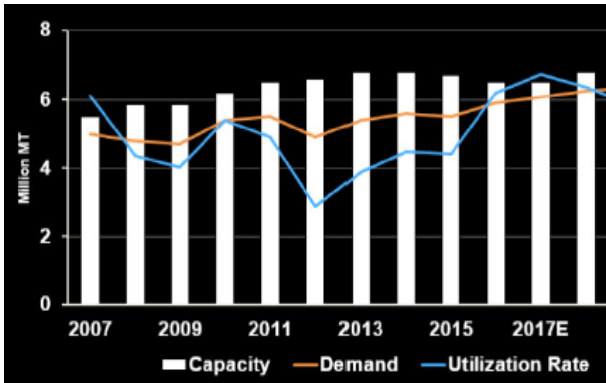
한편 동사의 내년 실적은 증익폭이 올해 보다 더 클 전망이다. 1) 올해 하반기 황산 코발트 공장 재가동에 따른 물량 증가, 2) 이산화티타늄/코발트 가격 강세 지속, 3) K사와 협력 확대에 따른 루타일형 상품 판매 확대, 4) 재무구조 개선에 따른 이자비용 감소, 5) 과거 적자 누적으로 인한 법인세 제한 등이 예상되기 때문이다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 15,000원 제시한다. 목표주가는 내년 추정 EPS에 타겟 멀티플 10배를 적용하여 산출하였다.

### >>> Company Overview

동사는 1968년에 설립되어 50년 가까이 이산화티타늄을 생산하고 있다. 동사가 생산하는 이산화티타늄은 백색안료로써 합성수지, 고무, 제지, 페인트 등 화학 제품의 기초원료로 광범위하게 사용된다. 이산화티타늄은 루타일형, 아나타제형으로 구분할 수 있는데, 동사는 아나타제형을 국내에서 독점 생산(M/S 85%)하고 있다.

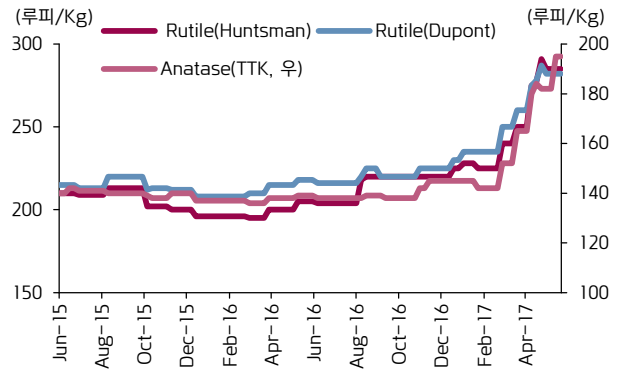
또한 동사는 이산화티타늄 제조 시 부산물로 산출되는 황산제1철을 통하여 황산철, 황산제1철용액, Poly황산2제철 등 철계응집제를 생산하고 있다. 황산철은 그 수요의 75.5%가 폐수처리(황산제2철)로 쓰이고, 기타 자성산화철(20.6%), 동물사료 등으로 사용된다. 또한 이산화티타늄 제조 시 부산물로 티탄석고도 생산되는데 석고보드, 시멘트 첨가제 등 건축자재용으로 사용된다.

세계 이산화티타늄 수급 추이



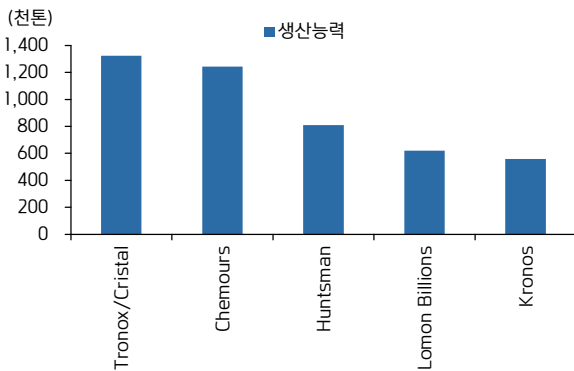
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

이산화티타늄 가격 추이(인도)



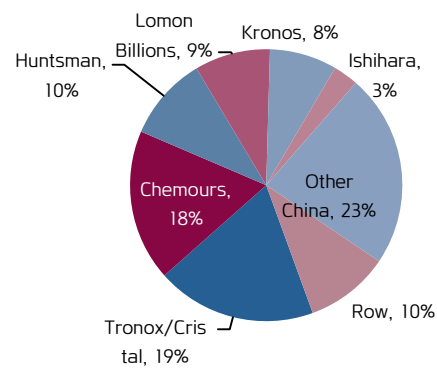
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

주요 이산화티타늄 생산 업체 생산능력 현황



자료: Tronox, 키움증권 리서치

세계 이산화티타늄 시장점유율 현황



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

주요 이산화티타늄 업체 폐쇄 현황

구분	생산능력	비고
Chemours	-150	미국
Huntsman	-125	프랑스/남아공
Kronos	N/A	인원 감축 발표
Tronox	-70	미국/호주
합계	-345	

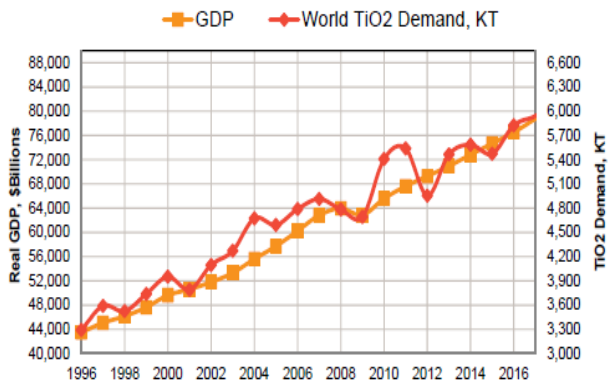
자료: 각사, 키움증권 리서치

주요 이산화티타늄 업체 가격 인상 현황

구분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
Chemours	<1%	5%	3%	3%	2%
Huntsman	-2%	5%	5%	3%	2%
Kronos	-1%	4%	6%	2%	4%
Tronox	-4%	5%	6%	2%	4%
평균	-2%	5%	5%	3%	3%

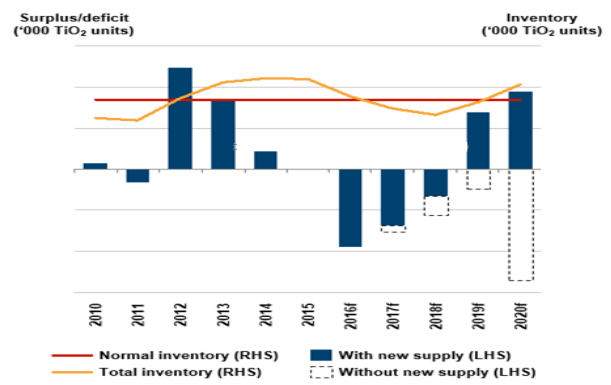
자료: 각사, 키움증권 리서치

### 세계 이산화티타늄 수요 추이



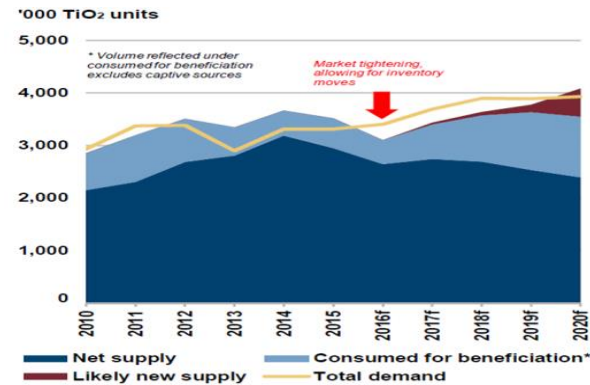
자료: Chemours, 키움증권 리서치

### 세계 이산화티타늄 재고 추이



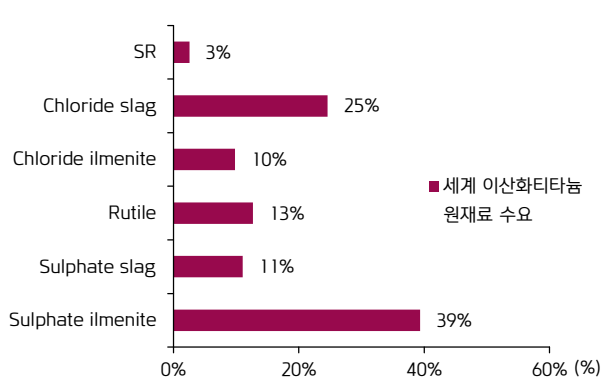
자료: TZMI, 키움증권 리서치

### 세계 이산화티타늄 공급 추이



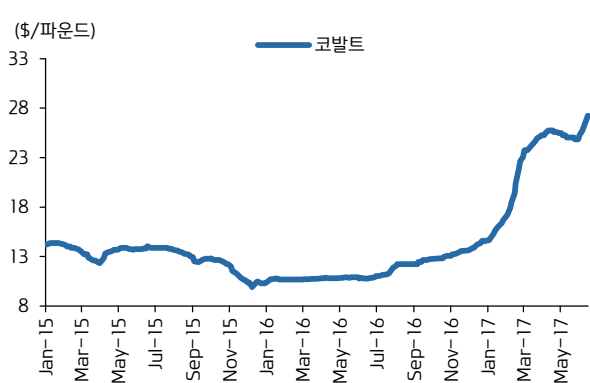
자료: TZMI, 키움증권 리서치

### 세계 이산화티타늄 원재료 수요 비중



자료: Huntsman, 키움증권 리서치

### 코발트 가격 추이



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

### 리튬이온배터리용 원재료(희귀금속) 사용량 전망

(천톤)	2016	2030	CAGR
Graphite	14.8	493.3	28.5%
Aluminium	5.4	188.8	28.9%
Nickel	5.2	190.2	29.3%
Copper	5.1	170.9	28.5%
<b>Cobalt</b>	<b>1.9</b>	<b>90.6</b>	<b>31.8%</b>
Lithium	1.7	60.1	29.0%
Manganese	1.1	72.4	34.9%

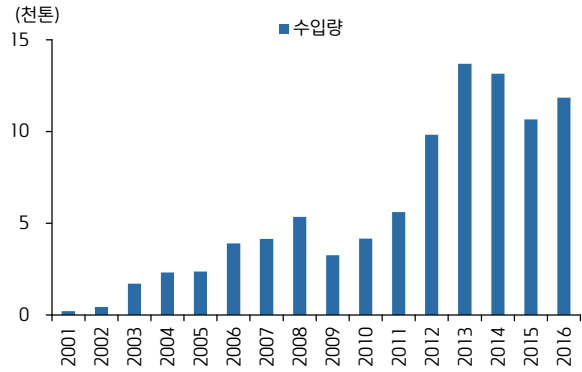
자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

코스모화학 황산코발트(액상)



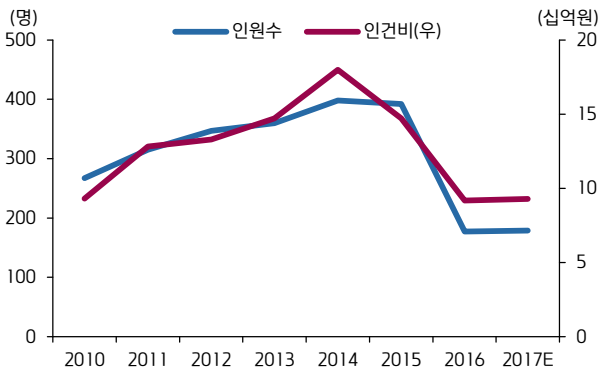
자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

국내 황산코발트 수입 추이



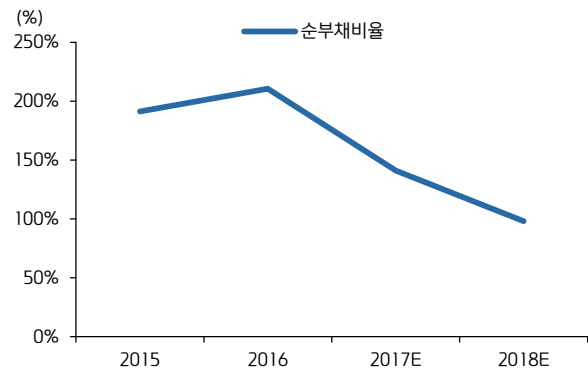
자료: KITA, 키움증권 리서치

코스모화학(본사) 인원/인건비 추이



자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

코스모화학 순부채비율 추이



자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

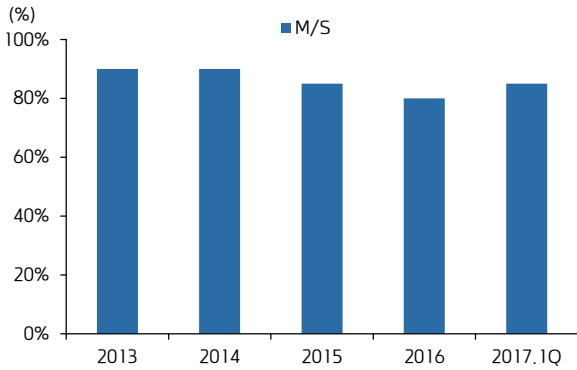
코스모화학 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	69	73	74	71	85	93	105	106	250	287	390	454
코스모화학	29	24	22	20	23	26	36	37	121	96	121	170
이산화티타늄*	25	21	20	17	20	21	22	21	89	84	83	90
부산물*	3	4	2	2	2	2	2	2	9	11	7	8
상품/임대/기타*	0	0	0	1	1	4	7	7	7	1	18	34
황산코발트 등*	1	0	0	0	0	0	5	7	16	1	13	38
코스모신소재	40	48	51	52	63	67	69	70	133	190	269	285
영업이익	0	-6	-5	-3	5	7	8	7	-39	-14	26	33
코스모화학	-1	-7	-6	-5	3	4	4	4	-32	-19	14	16
코스모신소재	1	1	1	1	2	3	3	3	-7	5	12	14
영업이익률	0%	-8%	-7%	-4%	6%	7%	7%	6%	-16%	-5%	7%	7%
코스모화학	-5%	-28%	-28%	-22%	13%	14%	11%	10%	-27%	-20%	12%	10%
코스모신소재	3%	3%	3%	3%	3%	5%	5%	4%	-5%	3%	4%	5%

\* 부문별 매출액: 추정치

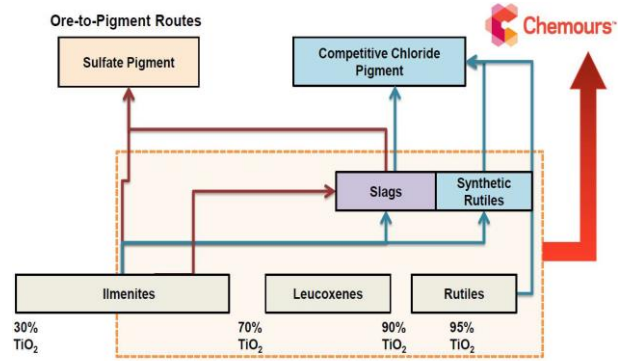
자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

국내 이산화티타늄(아나타제형) M/S 추이



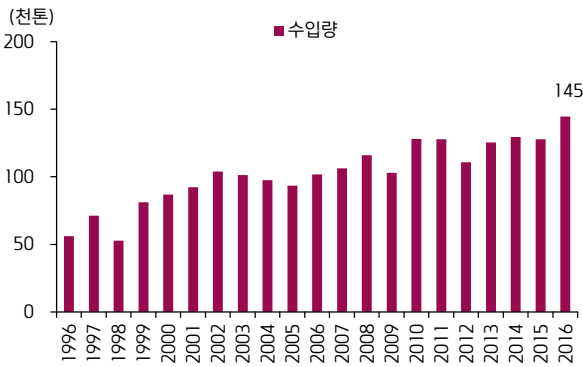
자료: 코스모화학, 키움증권 리서치

이산화티타늄 제조 공법 현황



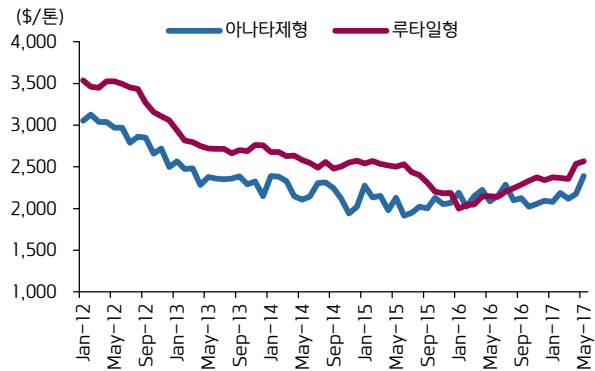
자료: Chemours, 키움증권 리서치

국내 이산화티타늄(루타일형) 수입 추이



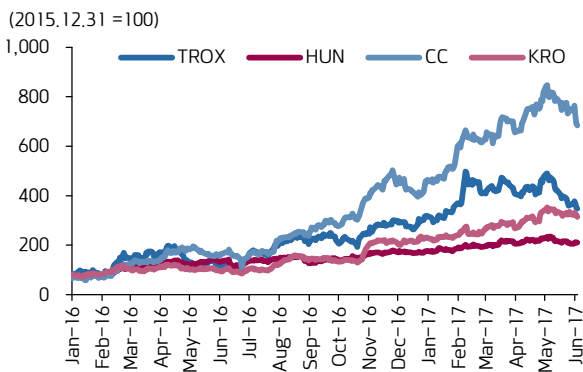
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 이산화티타늄(아나타제형/루타일형) 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

해외 이산화티타늄 업체 주가 추이



자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

도료 업체 원가 구조

Average Architectural Coatings	Average Industrial Coatings
<i>Industry estimates - figures vary greatly by end-use and application</i>	
Distribution - final	Distribution - final
Distribution - intermediate	Packaging
Packaging	Manufacturing
Manufacturing	Additives
Additives	Solvents and Pigments
Solvents and Pigments	Resins and Latex
Resins and Latex	Resins and Latex
Titanium Dioxide	Titanium Dioxide

자료: PPG, 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, %)

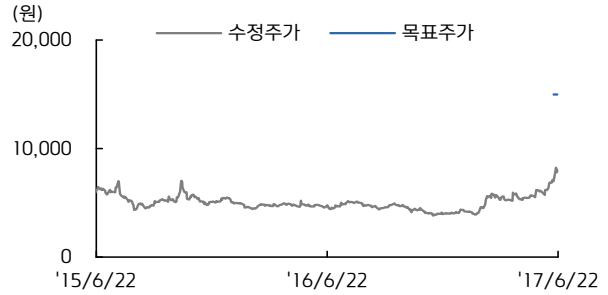
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	-8,059	-5,504	923	1,488	1,398
BPS	9,366	5,561	6,483	7,972	9,370
주당EBITDA	-773	314	3,257	3,765	3,996
CFPS	-7,005	-4,078	2,345	2,835	2,715
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-0.6	-0.7	8.7	5.4	5.7
PBR	0.5	0.7	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	-36.4	65.9	6.7	5.0	4.2
PCFR	-0.7	-1.0	3.4	2.8	3.0
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
투하자본이익률(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 21일 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 (005420)	2017/06/22	BUY(Initiate)	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%