LEADING

Mid-Cap Research

코스모화학 (005420 KS)

40년 만의 변신- 2차전지 소재주

2011년 9월 19일

Analyst : 이화영

hylee1@leading.co.kr

82-2-2009-7191

Leading Traffic Light: Green

코스모화학은...

- ✓ 제지, 착색 등에 필요한 화학 원재료인 이산화티타늄 제조
- ✓ 이산화티타늄 국내 시장점유율 90%

Green light because:

- ✓ 글로벌 이산화티타늄 공급부족으로 인해 동사의 이산화티타늄 매출 급증
- ✓ 2 차전지 소재산업진출로 신성장동력 확보

성장 잠재력:

- ➢ 2011E 예상실적은 주요사업인 이산화티타늄의 매출 증가로 전년대비 매출 43.4%와 영업이익 196.3%의 증가율 기록
- ➢ 2012F 부터 2 차전지 소재부문 매출 본격화

경영진과 주주가치:

- ➢ GS 관계사이며 지주회사인 코스모앤 컴퍼니가 27.3% 지분보유
- ➢ 계열사에 담보를 제공하여 동사를 Risk 에 노출시킴

탁월한 가치창출:

- ➢ 2011E~2013F 의 ROE 는 6%~9%로 낮은 수준이나 적자행진에서 벗어나 재도약하는 단계
- ➢ 영업으로 인한 현금창출이 증가하면서 2010 년 순부채비율 61.5%에서 2013F 24.0%로 점차 개선

Valuation:

- ➢ 2 차전자 사업부문의 매출이 본격화되는 2012 년 EPS 1,555 원에 2 차전지 기초 원재료사업과 비슷한 성장스토리 를 지닌 후성의 PER 적용
- ➢ 적정주가 24,000 원 = 57.4% 상승 여력

CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 지배주주가 보유한 회사에게 총 676 억원(자기자본의 30%)의 담보지급으로 Risk 에 노출되어 있음
- ➢ 원광석의 가격이 급락하는 경우 3 개월 치의 재고를 가져가는 동사는 경상이익 감소 가능

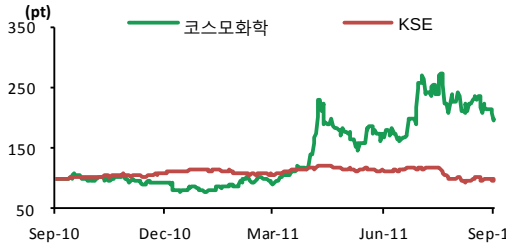
BUY

목표주가	24,000 원
현재주가	15,250 원
목표수익률	57.4%

Key Data	2011 년 9 월 16 일
산업분류	소재
코스피	1,840.10
시가총액 (십억원)	197.5
발행주식수 (백만주)	12.9
외국인 지분율 (%)	1.1
52 주 고가 (원)	21,150
저가 (원)	6,020
60 일 일평균거래대금 (십억원)	14.1
주요주주	(%)
코스모앤 컴퍼니외 6인	34.99
코스모화학 자사주	0.34

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-18.7	106.1	97.3
상대주가	-15.9	113.2	95.7

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	103.6	19.8	(2.4)	(2.3)	(5.7)	(522)	N/A	N/A	29.5	(5.2)	0.9
2009	110.6	6.7	6.4	5.8	2.2	201	N/A	75.7	14.2	1.2	0.9
2010	124.7	12.8	5.9	4.7	30.9	2,810	1,295.1	5.4	17.7	15.3	0.8
2011E	178.8	43.4	17.5	9.8	14.2	911	(67.6)	16.7	12.0	5.9	0.8
2012E	243.4	36.1	25.1	10.3	24.2	1,555	70.6	9.8	8.6	8.8	0.8
2013E	286.1	17.5	30.6	10.7	24.1	1,550	(0.3)	9.8	6.8	8.0	0.8

목차

핵심 투자포인트 ……..…..…….…… 3

Section 1: 기업 **Snapshot** ……..…….……...… 4

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가**?** …….…… 7

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은**?** ……..... 8

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은**?** …….…… 9

Section 5: 증자**, CB, BW** 로 돈을 요구하는 회사인가**?**.....…….…… 10

Section 6: CEO 의 경영철학은**?** ……..……. 11

Section 7: 동종업계의 기업들과 **Valuation** 비교 …… 12

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도 …….…… 13

Section 9: 영업현황과 실적전망 ……. 14

Section 10: Valuation – 적정주가 **= 24,000** 원…….… 21

핵심 투자포인트

✓ 국내유일의 이산화티타늄 공급업체, 글로벌 이산화티타늄은 공급부족!

세계 최대 이산화티타늄 생산국가인 중국의 환경규제 강화로 인해 공급이 감소하고 있다. 또한 일본지진으로 인해 동사와 생산규모가 동일한 일본의 이산화티타늄 공장 하나가 공급을 중단하였다. 이로 인해 아시아 지역을 중심으로 공급이 이루어지는 이산화티타늄 시장은 전세계적으로 공급 부족을 겪고 있다. 코스모화학은 국내 유일의 이산화티타늄 공급업체로 전세계 이산화티타늄 공급 부족의 수혜를 입고 있다. 이러한 공급부족 현상은 2014 년 글로벌 최대 화학기업인 Dupont 의 이산화티타늄 공장 증설이 완료되는 시점까지 이어질 것으로 전망된다 (페이지 14).

✓ 2 차전지 소재시장 선점으로 신성장동력 확보

동사는 향후 큰 성장이 기대되는 2 차전지 사업에 진출하며 성장성을 확보할 것으로 예상된다. 2010 년 2 차전지 소재사업에 진출하기 위해 399 억원을 투자하여 황산코발트 생산 공장을 지었다. 또한 같은 해에 2 차전지 양극활물질을 생산하는 새한미디어 (현. 코스모신소재)를 인수하여 2 차전지 소재부분의 수직계열화를 기대하고 있다. 현재 국내 기업들이 주도하는 2 차전지 시장은 빠르게 성장하고 있으며 2 차전지 생산업체는 2 차전지 소재 거의 전량을 수입하고 있는 상황이다. 만약 국내 2 차전지 업체들이 수익성 차원에서 국산 원재료를 조달 받는다면 2 차전지 소재 시장의 선점기업으로서 동사의 매출증가는 크게 일어날 것으로 예상된다. 본격적인 2 차전지 소재 부분의 매출은 2012 년부터 일어날 것이며 전체 매출에 대한 기여도는 약 30%가 될 것으로 예상한다 (페이지 16).

✓ 2011 년 큰 폭의 실적 업그레이드, 2013 년까지 지속될 것

동사의 2011E 실적은 전년대비 매출 43.4%, 영업이익 196.3%로 크게 성장할 전망이다. 매출 증가는 이산화티타늄의 제품가격 상승과 글로벌 이산화티타늄 공급부족으로 인한 판매량 증가에 기인한 것이다. 영업이익은 매출보다 더 큰 성장율을 기록하였는데 이는 동사가 금년부터 원자재 가격인상에 대비하여 선구매 해놓은 저가 원재료가 투입되었기 때문이다. 2012 년부터는 고가의 원자재가 투입되기 때문에 수익성 훼손이 우려되지만 글로벌 이산화티타늄의 공급부족 상황으로 cost push 가 충분히 가능하므로 수익성 하락의 폭은 크지 않을 것으로 예상한다. 또한 2 차전지 소재부분에서의 매출 기여가 시작되어 전년대비 매출액은 2012F +36%와 2013F +17% 기록하며 영업이익률은 10%대를 유지할 것으로 전망한다 (페이지 19).

✓ 높은 부채비율은 점차 개선될 것

동사는 워크아웃과 인수합병의 어려운 시간을 거치며 새로운 도약을 위한 투자로 인해 부채비율이 높은 상태이다. 2011E 2 분기 기준으로 동사의 부채비율은 109%이나 주요 사업부분의 매출 성장으로 인한 현금창출로 점차 개선될 전망이다. 또한, 현재 주가대비 현저하게 낮은 6,567 원에 발행한 300 억원 규모의 신주인수권부 사채의 행사에 따른 현금유입으로 동사의 재무구조는 개선될 것이라 예상한다. 2013 년까지 크게 계획된 투자는 없는 것을 감안할 때, 부채비율은 53%까지 낮아질 것으로 전망한다 (페이지 9).

✓ 목표주가 24,000 원은 57.4%의 상승여력

동사는 과거의 오랜 적자로 인해 시장에서 적정한 평가를 받기가 어려웠다. 하지만 기존 사업의 기술력을 바탕으로 2 차전지 기초 원재료 사업에 진출하여 기업의 성장성을 확보하였다는 점을 감안하였을 때 비슷한 성장스토리를 지닌 2 차전지의 원재료인 전해질 생산 업체 후성(093370 KS)과 시장가치를 비교하는 것이 정당하다고 판단한다. 따라서 2 차전지 사업이 본격화되는 2012 년 EPS 1,555 원과 후성의 2012F PER 15.6 배를 적용하여 적정주가 24,000 원을 산출하였다 (페이지 21).

Section 1: 기업 Snapshot

국내유일의 이산화티타늄 생산업체

국내유일의 이산화티타늄 생산업체

코스모화학은 국내 유일의 이산화티타늄 제조업체이다. 2010 년 동사 전체 매출의 90% 을 차지하고 있는 이산화티타늄은 제지와 도료에 주로 많이 쓰이는 백색의 가루이다. 이산화티타늄이 들어가지 않으면 제지는 백색을 띌 수가 없으며 종이의 뒷면이 그대로 비치게 된다.

이러한 이산화티타늄은 크게 고급인 루타일 (Rutile)과 저가인 아나타제 (Anatase)로 나뉘게 되는데 동사는 아나타제를 생산한다. 루타일과 아나타제의 차이는 코팅성분 유무로 두 개 제품의 가격 차이가 적어질 경우 아나타제의 수요가 루타일로 대체되는 경우도 있다. 하지만, 화폐 생산용이나 일부 전기/전자 재료로써 루타일로 대체할 수 없는 고유한 아나타제 이산화티타늄 시장도 존재한다.

도표 1. 이산화티타늄의 용도

Source: Leading Research Center

Source: Leading Research Center

이산화티타늄은 일메나이트로 불리 우는 티타늄철석과 황산의 결합을 통해 생산하며 부산물로 황산철이 나온다.

$FeTiO_2 + H_2SO_4 \rightarrow TiO_2 + FeSO_4$

일메나이트 + 황산 → 이산화티타늄 + 황산철

이산화티타늄 연간 6만톤 생산
글로벌 시장점유율 12%

동사는 이산화티타늄 6 만톤 규모의 생산능력을 가지고 있으며 국내 시장점유율은 90%이며 글로벌 시장점유율은 12% 이다. 현재 가동율은 이산화티타늄의 매출증가로 인해 85% 이상을 유지하고 있으며 공급증가에 대한 설비투자는 아직 계획된 바가 없다.

수출지향기업으로
중국업체가 가장 큰 경쟁사

동사는 수출지향기업으로 전체 매출의 70%는 해외에서 일어나며 주요 수출국은 미국과 일본이다. 해외에서는 CO_2 배출권 협약과 환경적인 문제로 이산화티타늄의 사업을 확장하거나 신규 진출도 하기 힘든 상황이기 때문에 심한 매출 경쟁상황은 아니었으나, 환경규제가 적었던 중국의 저가 생산으로 인해 이산화티타늄 시장의 가격경쟁은 심화된 상태이다.

도표 2. 코스모화학의 이산화티타늄 생산능력

생산품	이산화티타늄		황산철 (부산물)
	생산규모(톤/년)	가동률	재고량
인천	30,000	86.4%	10 만톤
온산	30,000	99.6%	30 만톤

Source: Company data, Leading Research Center

이산화티타늄 매출증가와 2 차전지사업 진출

2009년 적자기업에서 탈피

1968 년 한국지탄공업이라는 이름으로 이산화티타늄 생산을 시작해 온 코스모화학은 폐수처리문제와 높은 연료비로 인한 수익성 악화로 워크아웃과 인수합병 등 어려움을 겪었다. 하지만 적자의 근본적인 문제가 되었던 연료비를 개선시켜 연간 100 억원의 에너지 절감효과를 보게 되었다. 이는 2009 년 가시화되어 소폭의 흑자를 기록하였다.

중국의 생산량 감소로 반사 수혜

과거 가격경쟁력으로 이산화티타늄 시장을 공격적으로 독주해왔던 중국업체들이 제조비가 환경규제로 인해 상승하게 되었고, 이로 인해 이산화티타늄의 공급의 감소하였다. 그 결과 이산화티타늄의 판매 가격이 인상되자 동사에게 반사적인 이익을 취할 수 있게 되었다.

올해 이미 내수용 제품가격은 20% 인상하였으며 수출용 제품가격은 글로벌 이산화티타늄 가격에 맞추어 수주건 마다 내수용보다 더 크게 인상된 것으로 판단한다. 이와 같은 판매가격 상승은 글로벌 이산화티타늄 공급부족이 지속되는 2014 년까지 계속될 것이라 전망한다.

2차전지 기초 원재료 부분의 매출은 2012년부터 본격화

동사는 기존사업을 영위하면서 보유하고 있는 기술력으로 큰 성장 잠재력을 지닌 2 차 전지 사업에 진출하였다. 2 차전지 소재인 황산코발트를 연간 1,000 톤 규모로 생산하며 이를 위해 399 억원을 투자하였다.

또한 2 차전지의 양극활물질을 생산하는 코스모신소재 지분 42%를 확보하며 2 차전지 소재사업에 시너지를 기대하고 있다.

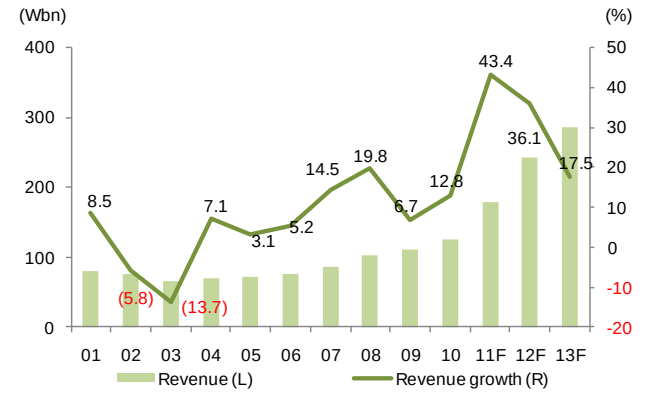
연간 13%씩 빠르게 성장 하고 있는 2 차전지 시장은 국내기업들이 50%를 과점하고 있다. 따라서 2 차전지 생산 업체들이 원재료를 전량 수입하고 있는 점을 감안할 때 국내 2 차전지 소재시장의 성장 잠재력은 크다고 판단된다.

동사의 2 차전지 소재사업 진출의 효과가 가시화되는 시점은 2012 년이며 전체 매출에 대한 기여도는 약 30%까지 늘어날 것으로 예상된다.

2011E 매출액 +43%, 영업이익 +196%

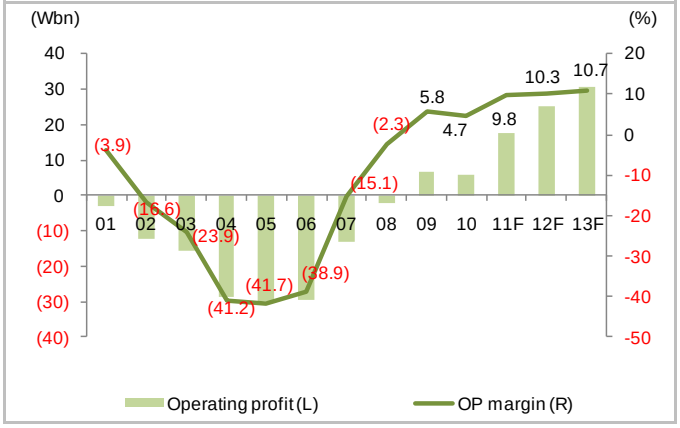
2011E 실적은 전년대비 매출 43.4%, 영업이익 196.3% 증가할 것이라고 예상된다. 매출의 90% 차지하는 이산화티타늄 매출의 급격한 증가로 기인한 것이다. 향후 올해 있었던 판가상승분만큼의 인상이 이어지진 않겠지만 글로벌 이산화티타늄 공급량 부족으로 인해 현재 판가수준을 유지하며 2 차전지 소재부문에서 매출기여도가 증가하여 각각 2012 년 36%, 2013 년 17%의 성장이 예상된다.

도표 3. 매출액 및 매출증가율 추이



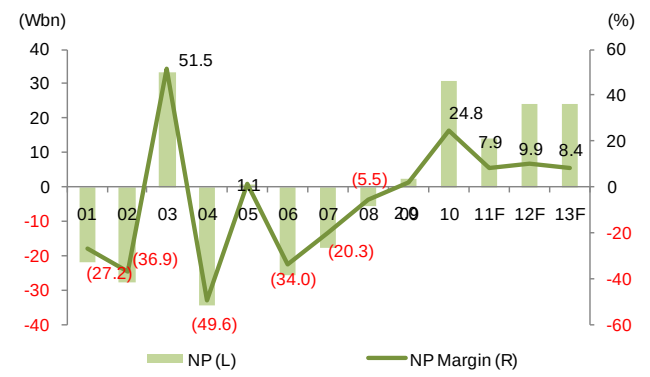
Source: Company data, Leading Research Center

도표 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



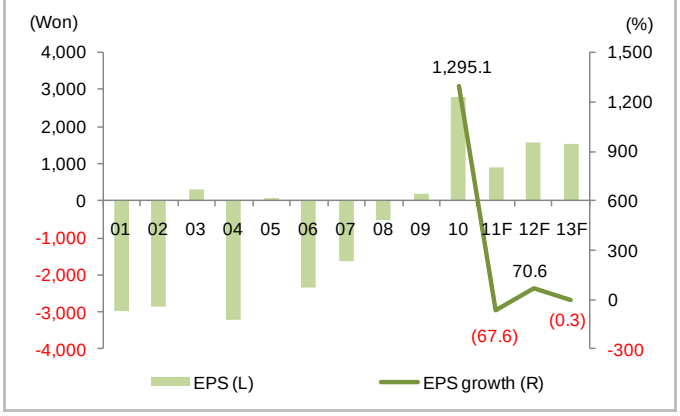
Source: Company data, Leading Research Center

도표 5. 순이익 및 순이익률 추이



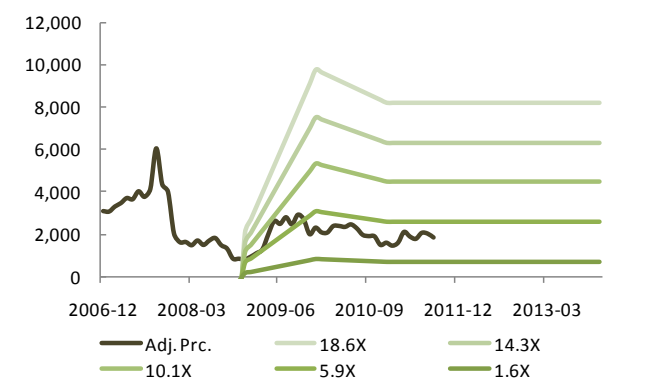
Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. EPS 및 EPS 성장률 추이



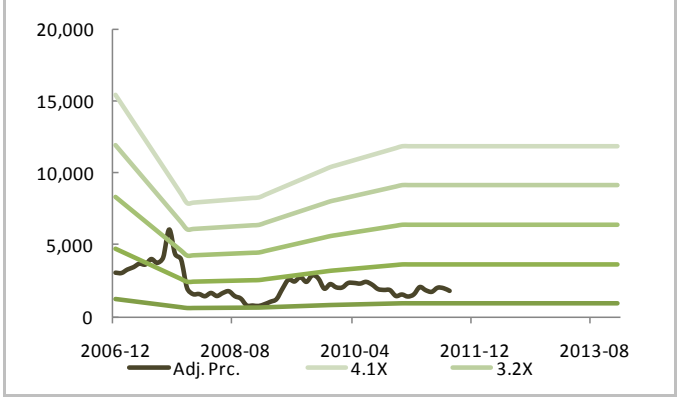
Source: Company data, Leading Research Center

도표 7. PER Band



Source: Company data, Leading Research Center

도표 8. PBR Band



Source: Company data, Leading Research Center

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

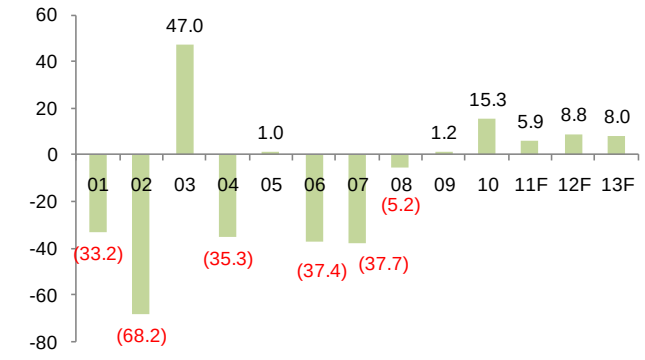
노력의 성과가 보이지 않았던 과거

코스모화학은 지난 십년동안 적자를 기록하며 마이너스 30% 에서 마이너스 70% 수준의 ROE 를 기록하며 가치창출을 하지 못하였다. 이는 국내 유일 이산화티타늄 생산기업으로 국내시장을 독점하였지만 폐수처리문제와 매출을 넘어서는 제조원가 때문이었다. 하지만, 2009 년 연료장치 개선으로 인한 수익성 향상으로 흑자전환에 성공하였다. 2010 년 ROE 의 개선이 급격하게 일어난 이유는 2 차전지 소재산업의 진출을 위해 코스모신소재 (005070 KS) 를 인수하면서 300 억이상의 염가매수 차익으로 계상되었기 때문이다.

한자리 수준의 ROE, 증가세는 계속될 것

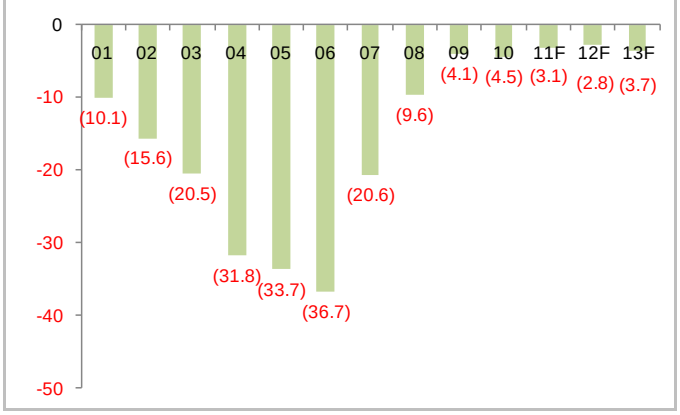
글로벌 이산화티타늄시장의 공급부족과 이로 인한 제품가격 인상으로 인해 향후 이산화티타늄 매출이 꾸준히 증가될 것으로 전망된다. 또한 2012 년부터 본격적으로 2 차전지 소재사업인 황산코발트의 매출이 가시화됨에 따라 ROE 는 2011E~2013F 에 6~9% 수준으로 개선 될 전망이다. 단지, 2013 년 ROE 성장이 잠시 주춤하는 것은 과거에 적자를 지속해 온 결과 면세혜택을 받아오다가 2013 년부터 법인세 부과에 따른 순이익 감소로 기인한 것이다.

도표 9. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 10. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

가치창출은 아직, 하지만 ROIC 지속적으로 개선

ROE 가 2010 년부터 플러스로 돌아선 반면 ROIC 는 향후에도 WACC 을 초과하지 못하며 가치창출을 하지 못할 것으로 예상된다.

ROIC 는 2010 년 2.2%를 기록하였으나 2012 년에는 8.0%로 크게 향상 되지만 2013 년에는 7.3%로 다시 감소할 것으로 예상된다. 그 이유는 NOPAT 이 2010 년 59 억원에서 2012 년에 251 억원으로 크게 증가하지만 2013 년에는 232 억원으로 다시 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 이것은 2012 년 까지는 과거 적자로 인해 면세혜택을 받았으나 2013 년 부터는 24.2%의 세금이 부과될 것으로 예상됨에 따라 NOPAT 이 세율만큼 감소하기 때문이다.

WACC 또한 2010 년의 6.7%에서 2012 년에는 10.8%로 크게 증가하는데 그 이유는 과거 Beta 는 0.5~0.8 수준에 머물렀으나 당사 모델의 전망에서는 미래의 Beta 를 1.0 을 사용하였기 때문이다.

Section 3: 현금창출능력과 배당정책은?

2011E 부터 달라지는 재무상태

영업적자로 인해 마이너스 잉여현금흐름 지속

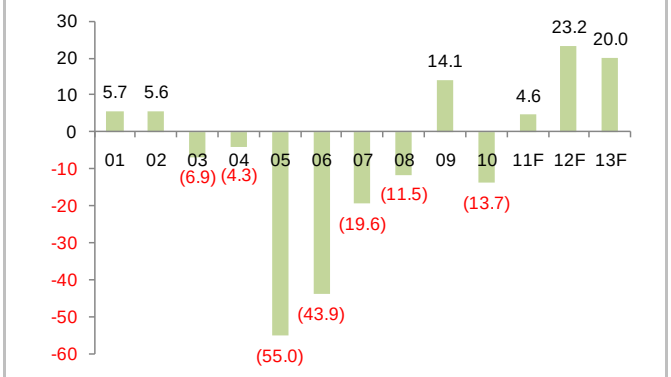
코스모 화학은 2002 년 영업부진으로 인해 법정관리를 받으며 2001 년부터 단 3 개년을 제외하고는 마이너스 잉여현금흐름을 기록하였다. 이는 주요 사업인 이산화티타늄의 높은 제조원가로 인한 실적부진에 기인한 것이다. 2007 년도 수익률 개선을 위해 320 억원을 투자하여 스팀공장을 개선시켜 2009 년 소폭의 흑자전환을 시현하였다.

부진했던 잉여현금흐름은 2011년부터 개선되어 2013F 까지 480억원 창출

2010 년 영업이익은 미미하였으나 신성장 동력확보를 위해 2010 년 코스모 신소재 (구 새한미디어)를 인수하면서 316 억원의 염가매수차익이 계상되었다. 올해부터 전세계 이산화티타늄 공급부족으로 인해 동사의 이산화티타늄 매출이 크게 늘고 2012F 부터 2 차 전지 소재부문의 매출기여도가 커짐에 따라서 2011E~2013F 에 발생될 잉여현금흐름은 480 억원정도 될 것이라 전망된다.

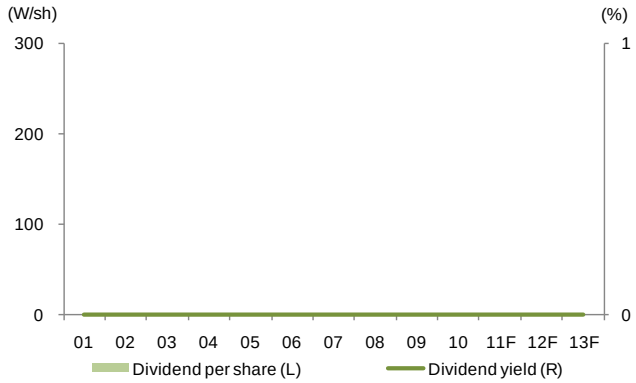
2010 년 2 차전지 소재생산 시작을 위해 399 억원의 투자가 2011E 까지 계상될 예정이며 이후 2012F 와 2013F 에는 대규모 투자는 없을 전망이다.

도표 11. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 12. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

배당이 없으나, 주주에 대한 보상은 주가로 보상될 것

코스모화학은 지난 십년동안 반 이상의 기간 동안 적자를 기록하면서 배당을 하지 못하였다. 2011E 부터의 실적은 지속적으로 개선되는 모습을 보이고 있으나, 배당보다는 높은 부채비율을 낮추고 미래를 위한 투자에 더욱 집중하는 모습이다. 따라서, 주주에 대한 보상은 배당보다는 주가로 인해서 이루어질 것이라는 판단이다.

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

높은 부채비율은 점차 개선되는 중

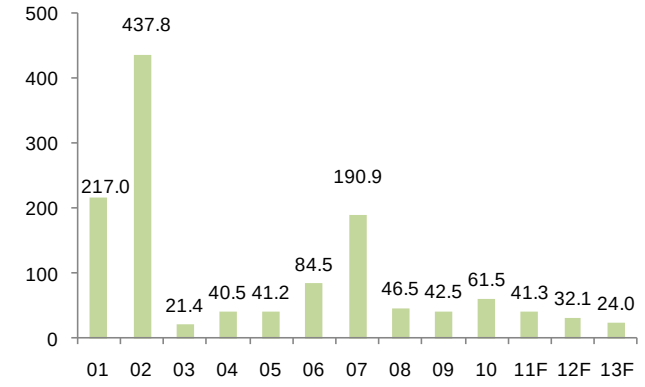
높은 순부채비율은 영업 매출 증가로 지속적으로 개선될 것

동사는 오랜 기간동안의 적자와 신사업 투자에 필요한 자금 중 상당 부분을 차입금으로 조달하여 부채 비율이 높은 상태이다. 2010 년 기준으로 순차입금 1,352 억원, 순부채비율은 61.5%를 기록하였다. 하지만 2011E 부터 잉여현금이 창출됨에 따라 부채상환의 여력이 생기며 순부채비율은 2013F 24%까지 하락할 전망이다.

300억원 규모로 발행되었던 신주인수권부사채로 창출된 현금은 부채줄이는데 쓰일 예정

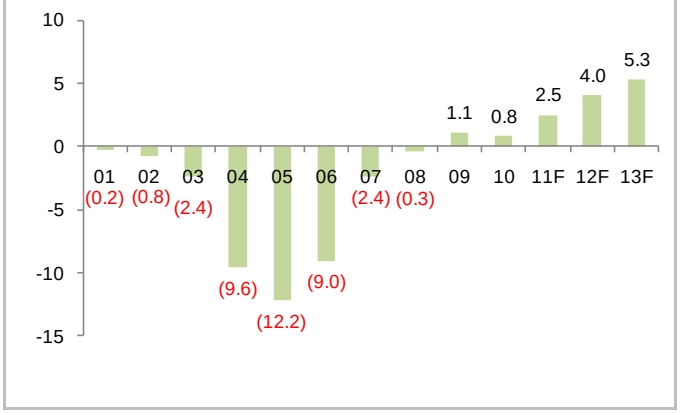
또한, 동사가 2010 년 5 월 발행한 300 억원 규모의 신주인수권부 사채의 행사기간이 2011 년 5 월부터 시작되었으며 2011 년 상반기말 기준으로 60 억원이 이미 행사되었다. 행사가 6,567 원보다 현재 주가가 크게 상회함에 따라 나머지 물량도 행사 될 것으로 예상된다. 따라서 300 억원 전체가 2011 년도에 행사되며 300 억원의 현금이 유입되어 부채를 상환하는데 사용될 것이라 전망된다.

도표 13. 순부채비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 14. 이자보상비율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

영업수익이 모두 금융비용으로 지출되는 상황이었으나 점차 개선되는 중

2008 년도까지는 경영악화로 인해 동사의 영업이익은 금융비용 조차 감당하지 못하였다. 그러나 열병합 공장 건설 이후 수익성이 개선되어 2009 년도부터 영업이익으로 금융비용을 부담할 수 있는 수준까지 개선되었다. 2011E~2013F 에 주요 사업인 이산화티타늄 부문과 신성장동력인 2 차전지 소재부문의 매출 증가로 인해 영업수익이 늘면서 이자보상비율이 2.5 배~5.3 배로 증가하며 그동안 채권자에게만 배분되던 영업이익이 주주에게도 배분될 수 있을 정도로 개선될 전망이다.

Section 5: 증자, CB, BW 로 돈을 요구하는 회사인가?

240 억원의 미행사 BW – 현재 높은 주가로 행사 임박

BW 발행으로 2011년에 300억원 조달

동사는 2010 년 5 월 총 300 억원의 BW 를 발행하였다. 주당 행사가격은 6,567 원으로 현재 시가 15,250 원 보다 현저하게 낮기 때문에 행사가능기간이 시작된 올 5 월부터 행사가 되고 있다. 2011 년 9 월말 기준으로 130 억원이 이미 행사되었으며 현재 주가가 행사가격의 3 배가 가까운 가격에 거래되고 있는 점을 감안하면 대주주 보유분 150 억원을 포함한 나머지 170 억원의 BW 도 조만간 행사가 될 것으로 예상된다. 따라서 총 상장주식수 1,191 만주의 30.7%에 해당하는 258 백만주가 2011 년에 추가 상장 되며 170 억원의 현금이 자본금으로 유입될 것으로 예상된다. 본 보고서의 EPS 추정치는 BW 가 2011 년에 모두 행사된다는 가정하에 산출하였다.

도표 15. CB 와 BW 잔액과 행사가능 주식 수

종류	발행일	만기일	권면총액 (Wbn)	행사가능기간	주당 행사가격	미행사액 (Wbn)	행사가능 주식수
BW (무보증)	2010.05.07	2015.05.07	30.0	2011.05.07~2015.04.07	6,567	17.0	2,588,707

Source: Company data, Dart

BW 행사로 EPS 30.7% 희석되며 Valuation 악화

2011 년에 300 억원의 BW 가 모두 행사되면 2011 년 EPS 는 1,290 원에서 911 원으로 크게 하락하며 PER 도 11.8X 에서 16.7X 로 크게 악화된다. 2012 년과 2013 년 추정 PER 역시 희석화 이전 6.9X 와 7.0X 에서 9.8X 로 크게 악화된다.

도표 16. Full dilution 시 EPS 와 PER 의 변화

	2010	2011F	2012F	2013F
총 상장 주식수	11,000,757	11,000,757	15,569,053	15,569,053
행사가능 주식수	0	4,568,296	0	0
가능한 총 상장주식수	11,000,757	15,569,053	0	0
Dilution 전 EPS (W/sh)	2,810	1,290	2,201	2,193
Dilution 전 PER (X)	5.4	11.8	6.9	7.0
Fully diluted EPS (W/sh)	2,810	911	1,555	1,550
Fully diluted PER (X)	5.4	16.7	9.8	9.8

Source: Company data, Leading Research Center

Section 6: CEO 의 경영철학은?

코스모화학은 GS 관계사

코스모화학의 회장이자 대주주인 허경수 회장은 LG 그룹 공동창업자인 허씨 가문의 손자 허창수(현 GS 그룹회장)의 4 촌이며 ㈜GS 의 대주주이다. 허회장과 친인척은 코스모그룹의 지주회사인 코스모앤컴퍼니 지분 100%를 지닌 최대주주이며 코스모앤컴퍼니는 코스모화학의 지분 25.2% 을 소유하고 있다. GS 의 관계사로써 동사는 오너가의 지지하에 사업을 꾸려나가고 있다.

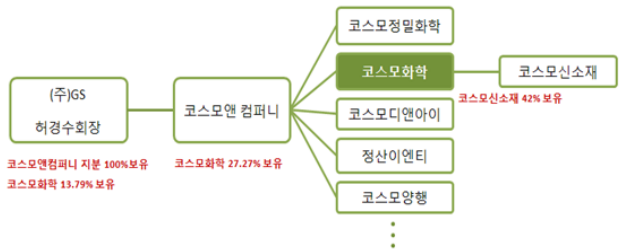
백재현 대표 부임으로 10년간의 적자기업을 흑자전환으로...

2002 년 워크아웃 선언 이후 동사는 경영적자를 거듭하고 있었으나 2004 년 백재현 대표이사가 부임되면서 변모하기 시작하였다. 백대표는 1975 년 LG 화학에 입사하여 35 년 여 간 LG-GS 의 기업문화를 습득하며 화학분야에 관해 전문적인 지식을 습득해왔다. 백대표는 이산화티타늄 사업에서의 성장성에 한계를 느끼며 신성장동력을 확보하기 위해 미래전망이 밝은 2 차전지 부문에 진출하기 위해 2010 년 과감한 투자를 결정하였다. 이산화티타늄을 만드는 과정과 2 차전지 소재인 황산코발트를 만드는 과정은 원광과 황산을 결합시켜 생산한다는 점에서 크게 다르지 않기 때문에 기존사업과의 이질감이 없다는 결론에서였다. 국내 2 차전지 생산기업들을 위주로 2 차 전지시장이 빠르게 성장하고 있다는 점을 감안할 때 2 차전지 시장으로의 진출은 탁월하다고 판단된다.

2차전지 소재사업진출로 인해 재무적 부담 가중되었으나 이는 한시적인 것

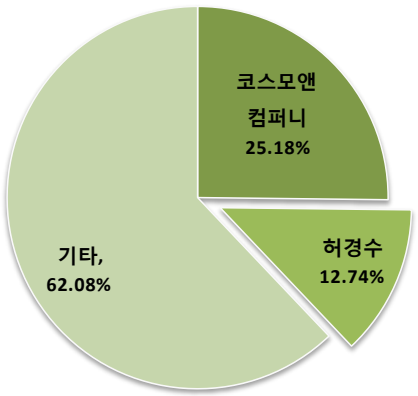
2 차전지 소재산업의 진출을 위해 코스모신소재(구. 새한미디어)를 인수 함으로 재무적인 부담이 가중된 상태이지만, 대기업 오너가의 체계적인 경영능력을 바탕으로 사업적 취약부분을 보완할 수 있을 것이라 판단된다. 그러나 코스모그룹의 실제적인 대주주인 허경수 회장이 보유한 기업들 에게 담보제공은 동사에게 리스크로 작용할 수 있는 우려가 있다 (Page 20).

도표 17. 코스모화학의 구조



Source: Company data, Leading Research Center

도표 18. 주주구성 (1H11 기준)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 19. CEO 프로필- 백재현 대표이사

기간	경력
2004~현재	코스모화학 대표이사
1998 년	LG 금속 영업담당 상무이사
1997 년	LG 금속 이사대우
1996 년	LG 금속 장항공장 주재이사
1975 년	LG 화학 입사

Source: Company data

Section 7: 동종업계 기업들과 Valuation 비교

국내는 독점, 해외 4개업체 선정

코스모화학의 밸류에이션 비교를 위한 동종업계 선정 과정에서 동사가 국내 유일의 이산화티타늄 생산업체인 관계로 해외의 이산화티타늄 생산업체를 대상으로 선정하게 되었다. 경쟁업체로 선정한 4 개의 일본과 중국 그리고 미국업체 중에 단일회사로는 동사가 가장 큰 규모를 자랑하고 있다. 그러나 수익성이 높지 않은 이산화티타늄 외에 기타 화학 제품을 함께 생산하고 있는 경쟁사 대비 코스모 화학의 수익성은 떨어지는 모습이다.

타업체 대비 높은 영업이익률

2011E 실적을 기준으로 한 코스모화학의 밸류에이션은 높은 수준이다. 그러나 국내 이산화티타늄의 매출이 꾸준히 증가하는 추세이고 향후 성장 잠재력이 매우 큰 2 차전지 재료의 매출이 2012 년부터 본격적으로 일어나기 때문에 향후 수익성 향상과 실적 성장에 더불어 시장의 재평가가 이루어 질 것이라 전망한다.

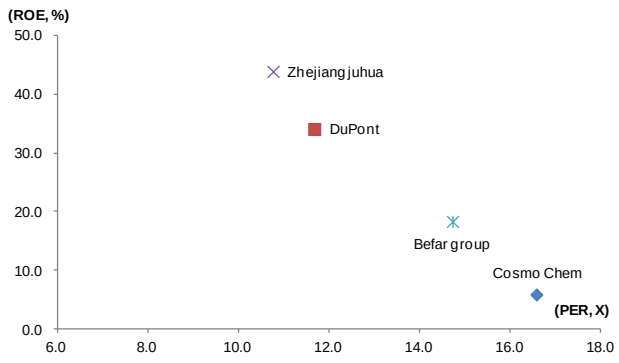
도표 20. 동종업체 밸류에이션 비교

Name	Ticker	Country	Market Cap (USD)	Sales (USD)				OP Margin (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
Cosmo Chem	005420 KS	SOUTH KOREA	193.1	87.1	107.9	165.3	236.3	5.8	4.7	9.8	10.3
DuPont	DD US	US	43,342.7	26,109.0	31,505.0	38,534.4	42,201.6	6.1	9.6	13.6	14.5
Sakai Chem	4078 JP	JAPAN	447.3	426.9	543.4	604.5	599.7	7.3	10.3	9.0	10.2
Zhejiang juhua	600160 CH	CHINA	3,108.1	550.9	805.8	1,350.7	1,451.0	5.2	15.7	27.1	26.9
Befar group	601678 CH	CHINA	1,612.6	396.9	524.7	688.3	732.0	14.2	13.7	19.9	20.1

Name	P/E (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
Cosmo Chem	75.0	5.4	16.6	9.7	14.1	17.6	12.2	8.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.0	0.2	0.1	0.1
DuPont	16.6	15.2	11.7	10.2	11.7	11.3	7.9	6.7	4.4	5.1	3.6	2.8	26.6	37.7	34.1	31.8
Sakai Chem	34.5	25.4	N/A	N/A	8.2	5.1	N/A	N/A	0.9	0.8	N/A	N/A	2.7	4.9	N/A	N/A
Zhejiang juhua	52.0	23.7	10.8	10.7	12.2	12.2	N/A	N/A	2.6	5.7	4.7	3.3	5.7	25.8	43.9	32.2
Befar group	N/A	23.8	14.7	13.5	N/A	12.2	15.6	14.4	N/A	2.7	2.7	2.3	31.4	17.0	18.3	17.4

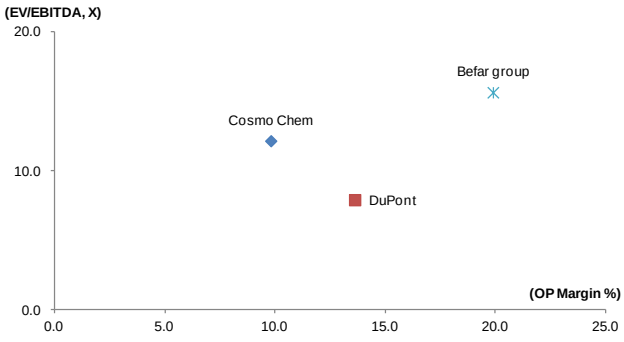
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (2011 년 9 월 15 일 기준)

도표 21. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

도표 22. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

수출지향기업으로
전체 매출의 45%가 환율에 노출,
환율 1% 변동시 영업이익 4.6% 증감

코스모화학은 전체 매출의 70%가 해외에서 발생하며, 주요 수출국은 미국과 일본이기 때문에 각 국의 통화인 달러와 엔화로 결제된다. 두국가를 제외한 타국가로의 수출은 미미하기 때문에 동사의 환율 민감도계산에는 달러와 엔화만을 고려하였다. 또한 동사의 원재료인 원광석과 유황은 모두 해외에서 수입되며 그 비중은 총 제조원가의 25%로 달러 결제된다. 2011 년을 기준으로 볼 때 달러에 대한 환율노출은 전체매출의 31%이며 엔화는 14%이다. 따라서 전체 매출의 45%가 외환 환율 변동 위험에 노출되어 있다.

아래 단순 환율 민감도의 계산에서 보여주는 바와 같이 원달러 환율이 1% 변화시, 동사의 영업이익은 2011 년을 기준으로 4.6% 증감한다. 반면, 동사는 부채가 전혀 없기 때문에 외환부채에서 환율에 대한 영향은 없는 상태이다.

도표 23. 환율민감도

2011 년

외환 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 KRW/US$	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
연평균 기준 KRW/JPY	1,231	1,283	1,296	1,309	1,361
매출액(십억원)	173.1	177.7	178.8	180.0	184.6
영업이익(십억원)	13.5	16.7	17.5	18.3	21.6
순이익(십억원)	10.2	13.4	14.2	15.0	18.2
주당순이익(원)	652	859	911	963	1,170
PER	23.4	17.7	16.7	15.8	13.0
매출액 증가율(%)	(3.2)	(0.6)	0.0	0.6	3.2
영업이익 증가율(%)	(23.0)	(4.6)	0.0	4.6	23.0
순이익 증가율(%)	(28.4)	(5.7)	0.0	5.7	28.4
주당순이익 증가율(%)	(28.4)	(5.7)	0.0	5.7	28.4

2012 년

외환 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 KRW/US$	979	1,020	1,030	1,040	1,082
연평균 기준 KRW/JPY	1,111	1,158	1,170	1,181	1,228
매출액(십억원)	235.5	241.8	243.4	245.0	251.3
영업이익(십억원)	19.5	23.9	25.1	26.2	30.7
순이익(십억원)	18.6	23.1	24.2	25.3	29.8
주당순이익(원)	1,195	1,483	1,555	1,626.8	1,914.4
PER	12.8	10.3	9.8	9.4	8.0
매출액 증가율(%)	(3.3)	(0.6)	0.0	0.6	3.3
영업이익 증가율(%)	(22.3)	(4.5)	0.0	4.5	22.3
순이익 증가율(%)	(23.1)	(4.6)	0.0	4.6	23.1
주당순이익 증가율(%)	(23.1)	(4.6)	0.0	4.6	23.1

2013 년

원달러 환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 KRW/US$	1,002	1,044	1,055	1,066	1,108
연평균 기준 KRW/JPY	1,062	1,107	1,118	1,130	1,174
매출액(십억원)	276.8	284.2	286.1	287.9	295.4
영업이익(십억원)	24.0	29.3	30.6	31.9	37.2
순이익(십억원)	17.5	22.8	24.1	25.4	30.7
주당순이익(원)	1,126	1,465	1,550	1,634.4	1,973.0
PER	13.5	10.4	9.8	9.3	7.7
매출액 증가율(%)	(3.3)	(0.6)	0.0	0.7	3.3
영업이익 증가율(%)	(21.5)	(4.3)	0.0	4.3	21.5
순이익 증가율(%)	(27.3)	(5.5)	0.0	5.5	27.3
주당순이익 증가율(%)	(27.3)	(5.5)	0.0	5.5	27.3

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9: 영업현황 및 실적전망

Ⅰ. 글로벌 공급부족으로 이산화티타늄 매출 급증

2011년 상반기 실적이 2010년 연간실적을 이미 넘어선 상태

코스모화학은 지난 2분기 매출액 412.3억원 (+17.1%, yoy), 영업이익 51.3억원(+98.9%, yoy)을 발표하며 2011년 상반기 실적이 2010년 연간 실적을 넘어서는 모습을 보였다. 이러한 매출 성장을 보인 이유는 전체 매출의 85%를 차지하고 있는 이산화티타늄 매출이 급증하였기 때문이다.

이산화티타늄 매출↑= P↑ * Q↑

동사의 이산화티타늄 매출이 늘어난 까닭은 이산화티타늄의 판매가격과 판매량 상승이 동시에 일어났기 때문이다.

중국 환경규제와 일본지진으로 인한 피해로 글로벌 이산화티타늄 공급부족

코스모화학이 생산하는 저가의 아나타제 이산화티타늄은 중국과 일본 그리고 한국을 중심으로 생산되고 있다. 최근 중국에서는 이산화탄소 배출 규제등의 환경 규제와 원재료 조달부족현상으로 인해 이산화티타늄의 공급이 크게 줄었다. 또한 일본의 Sakai Chemical (4078 JP) 공장이 2011년 상반기 일본지진으로 인해 공장이 있는 이와키 지역이 봉쇄되어 생산을 멈춘 상태이다. 이와 같은 이산화티나늄 아나타제의 공급부족현상은 코스모화학의 이산화티타늄 아나타제 판매량 급증에 기여하고 있다.

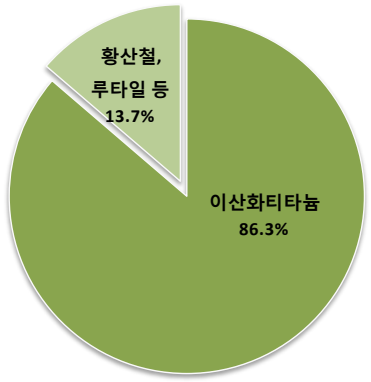
공급부족현상은 2014년도까지 이어질 것

일본 Sakai Chemical 의 공장가동이 정상화되어도 중국의 환경규제는 지속될 것이며 티타늄원광석 확보가 어렵다는 점을 감안할 때, 현재의 글로벌 이산화티타늄의 생산 능력은 향후 3~4년 동안 변하지 않을 것으로 전망된다. 2014년에 미국 Dupont 사의 35만톤 생산규모의 이산화티타늄 공장 증설이 완공됨에 따라 이산화티타늄 공급부족 현상은 완화될 전망이다. Dupont 사가 공급하는 이산화티타늄은 아나타제가 아닌 고급형인 루타일 이지만 두 제품과의 가격차가 적어지면 아나타제의 수요는 루타일로 대체될 수 있기 때문이다.

공급부족은 판매가격 상승으로 이어짐

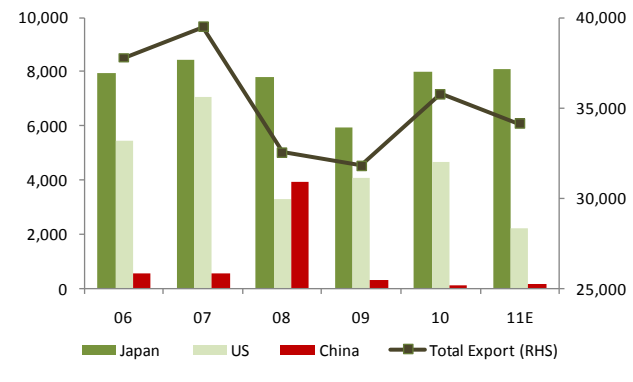
글로벌 이산화티타늄 공급부족과 낮은 판매가격으로 시장을 공략하던 중국업체들의 판매가격 상승을 하였고, 이로 인해 코스모화학 역시 이산화티타늄 판매가를 인상하고 있다. 1H11 내수가격 기준으로 2010년말 대비 20%-25%의 가격인상이 이루어져 1H11 이산화티타늄 부분 매출만 전년대비 19% 증가하였다. 글로벌 이산화티타늄 공급부족현상이 지속되는 가운데 이와 같은 높은 판매가격은 2014년까지는 유지될 것이라 전망한다.

도표 24. 매출구성 (2010년기준)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 25. 이산화티타늄 세계수출동향 (톤/년)



Source: Company data, Leading Research Center

매출개선에 이어 수익성 급증

원재료 가격 상승폭 < 판가 상승폭 →수익성개선 (OPM 4.7%→10.1%)

코스모화학은 이산화티타늄의 원재료인 원광석 (일메나이트)의 가격상승분을 판매 가격에 대부분 반영하여 2010년말 대비 내수가격 기준으로 20-25% 인상하였다. 또한, 동사는 원재료 상승에 대비하여 선구매 해둔 저가의 원광석이 9월까지 투입되며 수익률이 크게 개선될 전망이다. 현재 1H11까지 영업이익률은 10.1%로 1H10의 영업이익률 4.7%에 비해 크게 개선된 모습을 보이고 있다.

9월 이후 높은 단가의 원광석이 투입되면 수익성 훼손이 있겠지만 그 영향은 그리 크지 않을 전망이다. 그 이유는 총 제조원가에서 원재료가 차지하는 비중이 30%이하 수준이기 때문이다. 또한, 40년 동안 이산화티타늄 사업을 해온 동사는 경쟁사들보다 20% 낮은 가격에 원광석을 선확보 할 수 있기 때문이다.

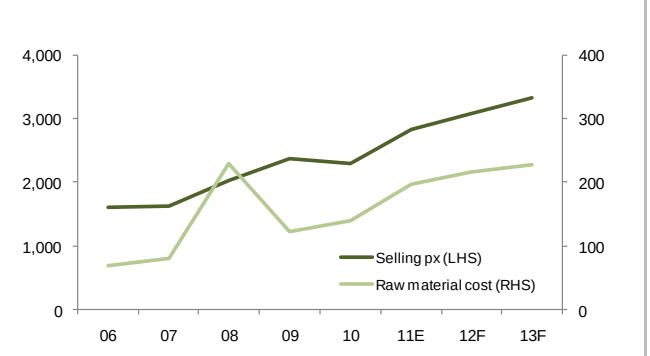
일메나이트의 가격이 하락하는 경우 재고리스크 존재

2014년까지 이산화티타늄의 공급부족과 경기 회복에 따른 수요증대로 인해 이산화티타늄의 가격은 현재의 높은 수준을 유지할 것으로 전망된다. 하지만, 경기상황이 급변하여 이산화티타늄 가격이 급락하는 경우 광석의 수요가 줄면서 광석가가 떨어지면서 3개월 분의 재고를 보유하는 동사는 경상이익이 감소될 수 있다.

부산물인 황산철의 매출은 바로 영업이익으로..

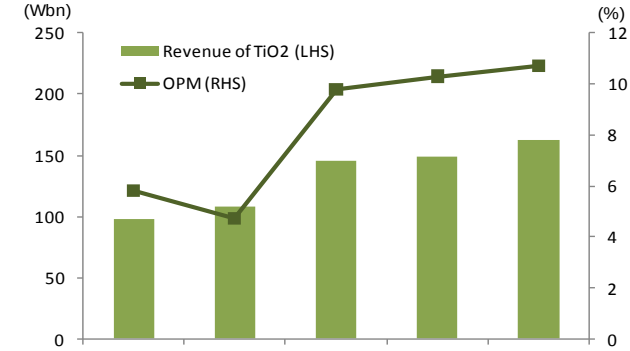
동사의 수익성 개선에 기여하는 것은 이산화티타늄 뿐만 아니라 매출의 약10%를 차지하고 있는 황산철이다. 황산철은 이산화티타늄 생산 시 나오는 부산물인데 2009년까지는 시장성이 없어 톤당 환경충당금 22,000원과 함께 쌓아두어야만 했던 무용지물이었다. 하지만, 일본에서 황산철에 대한 수요가 증가하고 폐수처리제의 원료로 각광받으며 올해 150억원 정도의 매출을 기록할 것이라 예상된다. 황산철은 이산화티타늄의 생산에서 얻는 부산물이기 때문에 생산 비용이 따로 들지 않으며 향후 수요가 꾸준히 증가한다는 점을 감안할 때 황산철의 수익은 지속적으로 창출될 것이라 판단된다.

도표 26. 이산화티타늄과 원광 가격전망 (천원/톤)



Source: Leading Research Center estimates

도표 27. 이산화티타늄 매출과 영업이익률 개선 전망



Source: Leading Research Center estimates

Ⅱ. 신성장동력 - 2 차전지 소재 황산코발트 생산

이산화티타늄 사업만으로는 안정적인 성장성과 수익성을 예측하기 힘듦

코스모화학의 주요사업인 이산화티타늄 사업에서 2014 년까지 글로벌 이산화티타늄 공급 부족으로 안정적인 수익이 예상된다. 하지만 이산화티타늄 사업의 특성상 원자재 가격에 따라 수익성이 좌우되기 때문에 외부 요인에 의해서 원자재 가격이 급변할 경우 제품가격과의 시간차로 인하여 수익의 변동성이 발생된다. 따라서, 동사는 이산화티타늄 사업만으로는 안정적인 매출을 확보할 수 없었다.

이러한 수익 변동성을 줄이고 안정적인 성장을 위하여 2010 년 2 차전지사업의 원재료인 황산코발트 생산에 투자하였다.

2차전지 소재인 황산코발트 생산

코스모화학은 2010 년 399 억원을 투자하여 연간 1,000 톤 생산규모의 황산코발트 공장을 울산 온산 부지에 건립하였다. 2011 년 상반기 공장은 완공되었으며 하반기부터 본격적인 가동이 예상된다. 현재 성사된 공급계약은 없으나 국내 2 차전지 생산업체의 원료공급이 전량 해외에서 조달된다는 점을 감안할 때 동사의 2 차전지 원료인 황산코발트의 납품 가능성은 높은 것으로 판단된다.

황산코발트는 2차 전지 양극활물질의 핵심재료

동사가 생산하는 황산코발트는 2 차전지 양극활물질을 제조하는데 필요한 핵심재료이다. 국내 전구체 업체들은 황산코발트와 같은 원재료를 전량 수입을 통해 조달받고 있어 향후 동사가 직접 생산하여 가격경쟁력을 갖고 국내 양극활물질 업체에 제공한다면 잠재수요가 폭발적으로 늘어날 것으로 기대된다.

자동차용 2차전지 시장의 급격한 성장 예상

국내의 2 차 전지 생산업체는 LG 화학, 삼성 SDI 와 Bosch 의 합작사인 SB 리모티브, 그리고 SK 이노베이션이 있으며 이들 회사는 자동차용 배터리 양산규모를 2015 년까지 대대적으로 확대할 전망이다. LG 화학의 경우 2010 년 현재 자동차용 배터리 생산공장 1 기를 가동 중으로 PHEV 자동차 기준으로 연 5 만대 공급이 가능한 상황이나 매년 생산 규모를 두배씩 증가시킬 계획을 하고 있다. SB 리모티브의 경우에도 현재는 초기 도입기로 연 생산규모가 PHEV 자동차 기준으로 1.2 만대 생산하는 수준이나 '13 년에는 8 만대, '15 년에는 64 만대까지 배터리 공급이 가능한 생산규모를 갖춰갈 예정이다.

늘어나는 수요를 맞추기 위한 국내 양극활물질 생산업체들의 증설 지속

이와 같은 국내 배터리 업체들의 공격적인 투자계획에 의거해서 한국유미코아, 엘앤에프, 에코프로, 코스모신소재 등 2 차전지 소재업체들도 양극활물질 생산규모를 확대하고 있다. 에코프로는 양극활물질 생산규모를 2010 년 1,800 톤에서 2011 년 4,800 톤 까지 확대하였고 2011 년말부터 추가로 생산증설투자를 계획하고 있다. 국내 최대의 양극활물질 업체인 엘앤에프 또한 자회사를 포함하여 양극활물질 9,500 톤 생산이 가능한 생산시설을 갖추고 있으며 향후 삼성 SDI 와 LG 화학의 추가 공급 요청에 따라 지속적으로 생산량을 확대해 나갈 전망이다.

전체 2차전지 시장 역시 급속도로 성장

일본의 배터리 시장조사 기관인 IIT 발표에 따르면 전세계 2 차전지 시장의 규모는 2009 년 1 조 2,000 억엔이며 2018 년까지 3 조 6,000 억엔으로 연간 12.9% 성장할 것을 전망하고 미국 조사기관인 아이서플라이에서도 2010 년 118 억달러, 2015 년 314 억달러, 2020 년 537 억달러로 전망하고 있어 자동차용 배터리 시장의 본격화와 더불어 전체 2 차전지 시장이 급속도로 성장할 것으로 전망된다.

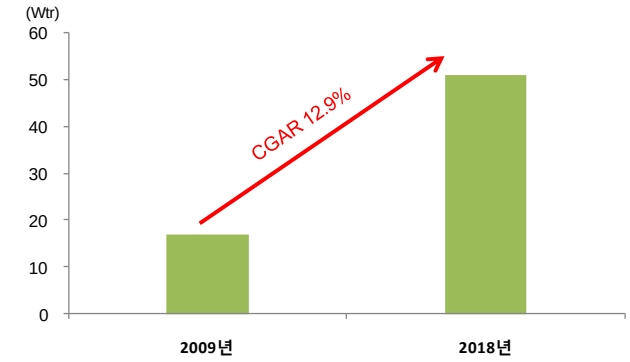
원재료인 코발트, 구리의 확보 유리

지난달 코스모화학은 삼성물산과 한국광물자원공사 등과 함께 컨소시엄을 구성해 콩고민주공화국 정부와 구리 및 코발트를 생산하는 내용의 MOU 를 체결한 바가 있다. 이러한 합작투자를 통해 코발트, 구리 등의 안정적 원재료 공급채널을 확보하였다. 동사가 안정적인 원재료를 조달/생산할 수 있다는 점은 원재료가 양극활물질 생산을 좌우하기 때문에 긍정적이라 판단된다.

2012F 2차전지 부분 매출 700억, 영업이익률 7~9%

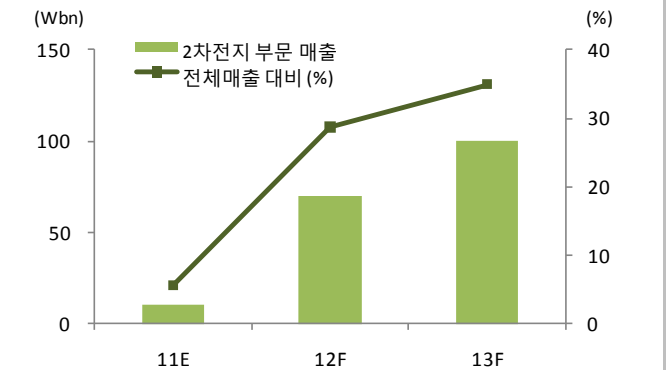
당사가 전망하는 2011E 황산코발트 매출규모는 100 억이며 소폭의 순이익적자를 예상하고 있으나 이는 2012F 크게 늘어 매출 700 억, 영업이익률 7~9% 를 기록할 것으로 예상된다.

도표 28. 2차전지 시장 성장전망



Source: IIT, Leading Research Center

도표 29. 코스모화학의 2차전지 소재부문 매출 전망



Source: 코스모신소재, Leading Research Center

코스모신소재를 인수하면 수직계열화 추구

인수한 코스모신소재의 양극활물질의 매출증가로 빠른 실적개선

코스모신소재는 연간 1,200 톤의 전구체 (NMC 계)와 2,400 톤의 양극활물질 (LCO 계) 생산능력을 확보하며 사업구조를 변모하고 있다. 기존의 주력 사업이었던 비디오와 오디오 필름 제작은 전방 산업의 위축으로 인하여 매출 규모가 줄어들고 있다. 동사는 2 차전지의 재료인 양극활물질을 생산하며 IT 부분 매출이 전년대비 66% 성장하여 매출액 41.6% 증가, 순이익 688 억원을 기록하면서 흑자전환에 성공하였다. 따라서 2010 년 IT 부분의 매출은 전체 매출비중 57%를 차지하였지만 이는 양극활물질의 매출 증가와 비례하여 2013 년 까지 65% 늘어날 것으로 전망된다. 코스모신소재에서 전량 수입에 의존 하는 2 차전지 원재료인 전구체까지 공급이 된다면 첨단 소재기업으로써 수직 계열화를 기할 수 있기 때문에 두 회사간의 시너지는 극대화 될 것으로 예상한다.

도표 30. 코스모 신소재 실적전망

(십억원)	2009	2010	2011E	2012F	2013F
매출액	115.8	164.1	170.7	201.2	226.5
영업이익	-5.2	8.9	9.3	15.5	20.4
순이익	-8.7	68.8	3	7	11

Source: 코스모신소재, Leading Research Center

탁월한 시장 대처성

원자재의 가격변동에 따라 대처가능

동사는 원광석을 매입하여 황산과 결합시켜 제품을 생산하기 때문에 원광석 가격 변동 리스크에 노출되어 있다. 하지만 이러한 원광석 가격변동 리스크를 경감시킬 수 있는 시장대처 능력이 있다. 이는 황산코발트를 생산하는 동시에 코발트원광에서 추출한 구리의 판매를 병행하면서 가능하다. 비철금속인 코발트와 구리는 과거의 가격추이를 보았을 때 음의 관계가 있음을 볼 수 있다. 따라서 코발트 가격이 올랐을 때는 코발트 함량이 높은 원광을 투입하여 코발트 추출을 늘리며, 구리 가격이 올랐을 때는 구리 함량이 높은 원광을 투입하는 방식이다. 이것은 비철금속을 판매하는 업체들과 비슷한 형태이기도 하다. 따라서 원자재 가격변동에 따른 리스크에 대해서 자유롭지는 못하지만 탁월한 대처성으로 그 리스크를 감소시키고 있다.

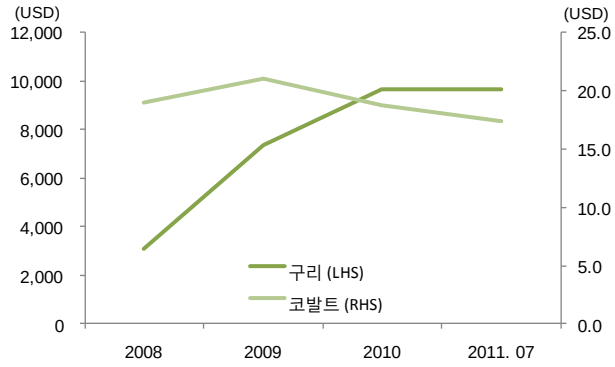
시장의 수요 변동에 따른 대처가능

또한 황산코발트를 생산하는 동일한 생산라인에서 원광석만을 교체하여 2 차전지에 사용되는 망간도 생산할 수 있다. 따라서 향후 자동차용 배터리에서 망간계열의 양극활물질이 주류로 형성될 경우에도 공급의 유연성을 확보하고 있어 기술적인 추세변화에도 안정적인 매출증대가 가능할 것으로 보인다.

도표 31. 코스모신소재와의 수직계열화

Source: Leading Research Center estimates

도표32. 코발트와 구리 가격동향



Source: 조달청비축물자웹사이트, Metal Pages, Asian Metal, Metal bulletin

2011E~2013F 실적전망

2분기 실적 영업이익 2.5배 증가 하반기에도 견고한 성장세 이어질 듯

동사의 2 분기 전년동기대비 매출 +36%, 영업이익은 +165% 으로 큰폭의 성장과 수익성 개선을 보여주었다. 이는 글로벌 이산화티타늄시장의 공급부족으로 인한 판가상승과 매출량 증대로 기인한 것이며 하반기 실적은 상반기를 상회할 것으로 판단한다. 다만, 원재료인 티타튬원광의 가격상승으로 인해 9 월부터 높은 가격의 원광에 투입됨에 따라 4 분기 수익성이 하락하겠지만 원재료 가격상승분이 판가에 전이되기 때문에 수익성훼손이 크게 일어나지는 않을 전망이다.

도표 33. 분기별 실적 및 전망

실적(십억원)	2Q10	2Q11	YoY (%)	3Q11E	4Q11E	2011E
매출액	30.2	41.2	36.4	47.6	54.7	178.8
영업이익	1.9	5.1	164.9	5.8	4.0	17.5
세전이익	0.4	4.2	973.2	4.9	3.7	14.2
순이익	0.4	4.2	973.2	4.9	3.7	14.2
마진율(%)						
영업이익률	6.4	12.4		12.2	7.3	9.8
순이익률	1.3	10.2		10.3	6.8	7.9

Source: Company data, Leading Research Center

2011E 매출 +43%, 영업이익 +196%

2011E 실적은 전년대비 매출 43.4%, 영업이익 196.3% 증가할 것이라고 예상된다. 매출의 90% 차지하는 이산화티타늄 매출의 급격한 증가로 기인한 것이다. 2012 년 2013 년에는 올해 있었던 판가상승분만큼의 인상이 이어지진 않겠지만 글로벌 이산화티타늄 공급량 부족으로 인해 현재 판가수준을 유지할 것이라고 전망한다. 2012 년 부터는 이러한 주요사업의 안정적인 매출을 바탕으로 동사가 2010 년부터 투자한 2 차전지 소재사업 매출에 대한 효과가 가시화되어 실적 성장이 전망된다..

2013 년 부터는 적자를 지속해왔던 기업이기 때문에 세금 면제 혜택에서 벗어나기 때문에 순이익이 전년과 비슷한 수준을 기록하며 순이익률이 소폭 하락하는 모습이 예상된다.

도표 34. 연간 실적 및 전망

	실적전망				성장율 (%, YoY)		
실적(십억원)	**2010**	**2011E**	**2012F**	**2013F**	**2011E**	**2012F**	**2013F**
매출액	124.7	178.8	243.4	286.1	43.4	36.1	17.5
영업이익	5.9	17.5	25.1	30.6	196.3	43.0	22.1
세전이익	30.9	14.2	24.2	31.8	(54.1)	70.6	31.5
순이익	30.9	14.2	24.2	24.1	(54.1)	70.6	(0.3)
마진율(%)							
영업이익률	4.7	9.8	10.3	10.7			
순이익률	24.8	7.9	9.9	8.4			

Source: Company data, Leading Research Center

위험요인 - 과도한 담보제공

지배주주 개인회사에 676억원의 담보제공

동사는 2011 년 6 월 17 일 코스모 제 2 차 유한회사에게 494 억원의 담보제공을 공시하였다. 담보는 코스모 계열사에 지배주주인 허경수 회장의 개인회사에 제공한 것으며, 허회장의 회사에 제공한 총 담보제공금액은 2011 년 상반기 기준으로 676 억원이며 이는 자기자본의 30% 규모이다. 이번 공시후 동사의 주가하락 에 영향을 주진 못했으며 오히려 2 차전지 소재 생산 기대감으로 인해 7 월 초부터 큰 폭의 상승을 보였다.

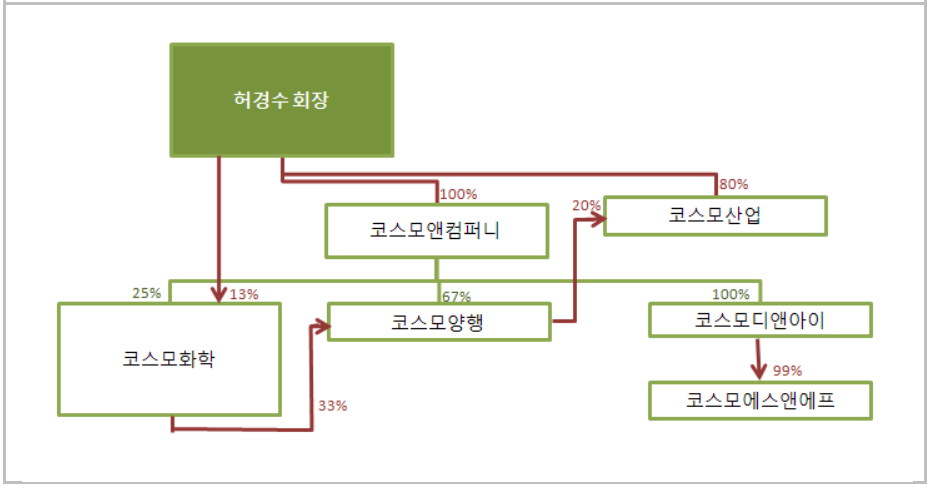
코스모디앤아이는 지분 100%가 코스모앤컴퍼니 소유이며, 코스모앤컴퍼니는 허경수 회장과 그의 특수관계자가 100%보유하고 있다. 따라서 지배주주의 개인회사의 경영악화로 채무자들이 돈을 갚지 못하게 되는 경우 동사의 재무건전성은 매우 위태로워질 수 있다.

도표 35. 담보지급 내용

2010 년 기준(백만원)	담보설정액	총자산	자기자본	부채	D/E	총차입금	매출액	영업이익	순이익
코스모에스앤에프	6,500	5,532	(8,275)	13,807	(166.9)	5,000	5,291	(697)	(1,849)
코스모산업	1,300	44,717	2,231	42,486	1,904.3	2,000	47,228	(3,052)	(4,716)
코스모디앤아이	1,300	44,398	41,193	3,205	7.8	4,200	24,411	1,729	70
코스모양행	9,100	84,927	24,933	59,994	240.6	7,000	26,327	1,212	(218)
코스모 제 2 차	49,400								
합 계	67,600								

Source: Dart, Leading Research Center

도표 36. 허경수회장과 코스모 그룹의 관계



Source: Company data, Leading Research Center

Section 10: Valuation – 적정주가 = 24,000 원

과거 경영적자로 시장가치 평가 어려웠음

동사는 2002 년도 워크아웃 선언 이후 적자로 인해 시장에서의 정상적인 평가가 어려웠다 (도표 37). 하지만, 2012 부터 본격적으로 매출이 발생하는 2 차전지 사업부분의 매출이 전체매출 대비 약 30% 를 차지할 것으로 예상되고 2013 년에는 35%까지 증가할 것으로 예상되는 성장성을 감안할 때, 2 차전지의 기초 원재료 사업을 하는 후성 (093370 KS)과 비교하는 것이 적정하다고 판단된다.

도표 37. 시장 PER 에 대한 코스모화학의 디스카운트 율

(x, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
기업 최고PER	(1.0)	7.4	(1.3)	87.8	(2.3)	(7.1)	(17.5)	46.2	3.0	23.2	9.8	9.8
시장 최고PER	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	7.8	6.9
Discount/ (Premium) to market	NA	64.4	NA	(532.7)	NA	NA	NA	(126.7)	81.1	(107.2)	(25.7)	(40.6)
기업 최저PER	(0.4)	1.3	(0.1)	38.4	(1.3)	(2.1)	(4.5)	14.9	2.1	6.6	9.8	9.8
시장 최저PER	9.9	10.2	5.7	7.2	11.0	10.9	16.2	9.8	9.6	8.6	7.8	6.9
Discount/ (Premium) to market	NA	87.0	NA	(431.6)	NA	NA	NA	(52.5)	78.6	23.2	(25.7)	(40.6)

Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ*

코스모화학 = 후성

동사의 적정주가 산출을 위해 후성과 비교하는 3 가지 이유

1. 기존의 사업의 근간이 되는 기초 기술을 2 차전지 원재료 생산에 적용하여 2 차전지의 사업에 진출하였다는 점
2. 2 차전지 사업중에서도 기초가 되는 원재료를 생산한다는 점
3. 코스모화학과 후성 모두 현재 국내 유일한 생산업체라는 점

코스모화학은 양극활물질의 원재료인 황산코발트의 생산기술을 보유하고 있는 반면 후성은 전해액에 필요한 전해질 (LiPF6)의 생산기술을 보유하고 있다.

따라서 코스모화학은 후성과 더불어 현재까지 영위하던 사업보다는 향후 성장성이 높은 2 차전지 기초 원재료를 생산하는 업체로 평가 받을 수 있다고 판단한다.

도표 38. PER valuation

Code	Name	2011E	2012F	2013F
A005420	코스모화학	16.7	9.8	9.8
A093370	후성	16.1	15.6	9.2

Source: FnGuide, Leading Research Center

적정주가 24,000원

2 차전지의 매출이 2012 년부터 본격화 되는 2012 년의 EPS 1,555 원에 코스모화학과 비슷한 성장 스토리를 가진 후성의 2012F PER 15.67x 를 적용하여 동사의 적정주가 24,000 원을 산출하였다.

코스모화학의 예상 PER 이 후성보다 낮은 이유는 후성은 전해질 생산을 하여 2 차전지 생산업체들에게 공급을 하고 있다.

반면 코스모화학은 황산코발트의 전격적인 생산이 금년말로 예정되어 있기 때문에 기대감이 주가에 아직 반영되어 있다고 판단한다.

재무제표

손익계산서

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	**80.1**	**75.4**	**65.1**	**69.7**	**71.9**	**75.6**	**86.5**	**103.6**	**110.6**	**124.7**	**178.8**	**243.4**	**286.1**
매출액 증가율 (%)	8.5	(5.8)	(13.7)	7.1	3.1	5.2	14.5	19.8	6.7	12.8	43.4	36.1	17.5
매출원가	77.6	78.2	72.4	88.9	91.1	94.5	89.5	93.8	89.8	99.7	135.4	185.0	216.6
매출총이익	**2.5**	**(2.8)**	**(7.3)**	**(19.2)**	**(19.3)**	**(18.9)**	**(3.0)**	**9.8**	**20.8**	**25.0**	**43.5**	**58.4**	**69.5**
매출총이익율 (%)	3.1	(3.7)	(11.2)	(27.5)	(26.8)	(25.1)	(3.4)	9.5	18.8	20.0	24.3	24.0	24.3
판매관리비	**5.6**	**9.7**	**8.3**	**9.5**	**10.7**	**10.4**	**10.1**	**12.2**	**14.3**	**19.1**	**25.9**	**33.3**	**38.9**
영업이익	**(3.1)**	**(12.5)**	**(15.6)**	**(28.7)**	**(30.0)**	**(29.4)**	**(13.1)**	**(2.4)**	**6.4**	**5.9**	**17.5**	**25.1**	**30.6**
영업이익률 (%)	(3.9)	(16.6)	(23.9)	(41.2)	(41.7)	(38.9)	(15.1)	(2.3)	5.8	4.7	9.8	10.3	10.7
영업외수익	11.1	4.9	330.2	3.0	34.9	8.8	3.1	9.4	4.1	35.4	5.8	7.4	9.1
이자수익	0.2	0.2	1.4	0.8	1.0	0.8	0.7	0.9	0.5	2.2	2.0	2.0	2.0
Net 외화관련이익	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.6)	(0.1)	(0.3)	(0.0)	(2.7)	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법 평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	31.6	1.3	2.9	4.6
영업외비용	29.8	20.3	281.1	8.9	4.2	5.1	7.6	12.8	8.3	10.4	9.1	8.3	7.9
지급이자	14.4	15.3	6.6	3.0	2.5	3.3	5.5	6.9	5.8	7.3	7.0	6.2	5.8
외화관련손실	0.3	0.3	0.3	0.7	0.5	0.5	0.3	4.1	1.7	1.3	1.5	1.5	1.5
지분법 평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	1.5	1.7	0.0	1.6	0.3	0.3	0.3
세전이익	**(21.8)**	**(27.8)**	**33.5**	**(34.6)**	**0.8**	**(25.7)**	**(17.6)**	**(5.7)**	**2.2**	**30.9**	**14.2**	**24.2**	**31.8**
법인세	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7
법인세율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24.2
당기순이익	**(21.8)**	**(27.8)**	**33.5**	**(34.6)**	**0.8**	**(25.7)**	**(17.6)**	**(5.7)**	**2.2**	**30.9**	**14.2**	**24.2**	**24.1**

대차대조표

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
현금	1.5	4.8	3.3	1.3	1.3	1.1	0.3	0.1	0.8	0.9	9.1	15.1	13.5
단기금융상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	4.6	5.6	5.5	5.1	10.7	10.9	9.4	7.8	9.7	9.9	15.2	20.0	24.9
기타	0.9	1.4	7.4	12.0	12.2	9.2	6.9	7.6	6.8	38.5	32.9	28.8	27.8
당좌자산	7.1	14.8	23.4	27.3	34.2	30.3	22.0	20.9	18.2	49.3	57.2	64.6	66.2
재고자산	15.7	16.4	15.2	9.3	5.8	8.4	5.4	19.5	12.2	13.6	14.1	20.0	25.1
유동자산	**22.8**	**31.2**	**38.6**	**36.6**	**40.0**	**38.8**	**27.4**	**40.4**	**30.4**	**62.9**	**71.3**	**84.5**	**91.3**
투자자산	1.2	0.7	0.7	0.3	7.3	7.7	7.2	12.3	17.7	61.4	62.7	66.2	67.5
고정자산	168.4	151.2	136.3	122.4	113.4	119.3	122.5	300.2	295.1	308.6	320.8	318.8	315.3
기타	1.2	0.4	0.4	1.6	1.9	1.9	2.2	1.7	1.6	1.7	1.8	2.0	2.0
비유동자산	**170.8**	**152.3**	**137.3**	**124.2**	**122.6**	**128.9**	**132.0**	**314.2**	**314.4**	**371.8**	**385.3**	**387.0**	**384.8**
자산총계	**193.6**	**183.5**	**175.9**	**160.8**	**162.6**	**167.7**	**159.4**	**354.6**	**344.8**	**434.7**	**456.7**	**471.6**	**476.1**
매입채무	9.9	9.6	8.6	11.3	9.6	11.8	5.0	8.1	8.8	10.1	13.9	18.7	19.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	9.3	44.0	55.2	69.4	70.6	62.1	75.7	50.7	36.7	15.9
유동성 장기차입금	11.8	12.5	1.9	0.0	0.9	2.7	8.0	7.8	6.4	18.6	18.6	18.6	18.6
기타	4.0	11.0	3.0	11.4	13.2	23.7	5.6	6.7	11.4	11.8	11.2	11.2	11.2
유동부채	**25.7**	**33.1**	**13.4**	**32.1**	**67.7**	**93.4**	**88.0**	**93.2**	**88.7**	**116.3**	**94.4**	**85.2**	**65.6**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	26.8	26.8	26.8	26.8
장기차입금	108.8	113.4	33.5	33.5	0.0	0.0	0.0	12.0	12.0	15.1	15.0	15.0	15.0
퇴직급여충당금	4.4	5.1	5.7	5.5	6.3	7.1	5.8	5.3	4.4	4.3	4.0	4.0	4.0
기타	(0.0)	4.9	7.9	9.0	7.2	11.4	28.2	62.6	54.8	52.4	52.4	52.4	52.4
비유동부채	**113.2**	**123.4**	**47.0**	**48.0**	**13.4**	**18.6**	**34.0**	**79.8**	**71.2**	**98.6**	**98.2**	**98.2**	**98.2**
부채총계	**138.9**	**156.6**	**60.4**	**80.1**	**81.1**	**111.9**	**122.0**	**173.0**	**159.9**	**214.9**	**192.6**	**183.4**	**163.8**
납입자본금	48.8	48.8	54.2	54.2	54.2	54.5	54.5	55.0	55.0	55.0	57.3	57.3	57.3
자본잉여금	81.2	81.2	132.0	132.0	7.8	15.7	0.0	9.7	9.7	13.4	41.2	41.2	41.2
이익잉여금	(95.2)	(123.1)	(89.6)	(124.2)	0.7	(25.0)	(27.7)	(33.4)	(30.0)	0.9	15.1	39.3	63.5
자본조정	20.0	20.1	19.0	18.8	18.8	10.6	10.6	150.3	150.3	150.4	150.4	150.4	150.4
자본총계	**54.7**	**26.9**	**115.5**	**80.8**	**81.5**	**55.8**	**37.4**	**181.6**	**184.9**	**219.8**	**264.0**	**288.2**	**312.3**

현금흐름표

(십억원)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
당기순이익	**(21.8)**	**(27.8)**	**33.5**	**(34.6)**	**0.8**	**(25.7)**	**(17.6)**	**(5.7)**	**2.2**	**30.9**	**14.2**	**24.2**	**24.1**
비현금성 비용의 가산	**43.6**	**37.2**	**295.1**	**25.8**	**23.2**	**24.6**	**17.3**	**16.5**	**20.6**	**23.2**	**20.1**	**21.7**	**23.5**
감가상각비	20.3	18.4	15.9	15.7	16.7	18.7	12.4	10.9	10.9	11.2	10.8	12.0	13.5
지분법평가손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	1.5	1.7	0.8	1.6	0.3	0.3	0.3
기타	23.2	18.8	279.1	10.1	6.5	5.9	4.9	5.6	9.6	12.0	9.3	9.7	10.0
비현금성 수익의 차감	**9.5**	**3.5**	**327.9**	**1.6**	**37.2**	**7.4**	**1.7**	**7.0**	**2.3**	**34.0**	**4.8**	**6.5**	**8.3**
지분법평가이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	31.6	1.3	2.9	4.6
기타	9.5	3.5	327.9	1.6	37.2	7.4	1.7	7.0	2.3	2.4	3.5	3.6	3.7
영업자산과 부채의 가산	(5.1)	0.9	(6.5)	15.9	(14.7)	(3.5)	(2.0)	(11.2)	(0.6)	(9.6)	(2.0)	(5.9)	(8.8)
운전자금의 증가	0.9	2.1	(0.4)	(9.0)	3.7	0.7	2.3	9.4	(6.1)	0.2	2.0	5.9	8.8
기타	(4.2)	2.9	(6.9)	6.9	(10.9)	(2.8)	0.3	(1.8)	(6.6)	(9.3)	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**7.1**	**6.8**	**(5.9)**	**5.5**	**(27.9)**	**(12.0)**	**(3.9)**	**(7.4)**	**20.0**	**10.5**	**27.6**	**33.5**	**30.5**
설비투자	1.4	1.2	1.0	9.8	27.1	31.9	15.6	4.1	5.9	24.2	23.0	10.0	10.0
잉여현금흐름	**5.7**	**5.6**	**(6.9)**	**(4.3)**	**(55.0)**	**(43.9)**	**(19.6)**	**(11.5)**	**14.1**	**(13.7)**	**4.6**	**23.5**	**20.5**
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증가	(0.8)	(0.4)	(0.1)	(0.2)	7.0	0.5	1.8	(0.2)	3.5	40.6	1.3	3.5	1.3
신주발행	0.0	0.0	52.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	30.0	0.0	0.0
부채증가	(0.1)	5.4	(90.6)	7.5	2.1	13.0	19.6	12.9	(9.8)	55.7	(25.1)	(14.0)	(20.8)
기타	4.9	8.1	(43.9)	5.4	(59.9)	(31.2)	(1.0)	1.9	0.0	1.2	0.0	0.0	0.0
순현금흐름	**1.5**	**3.4**	**(1.5)**	**(2.0)**	**(0.0)**	**(0.2)**	**(0.7)**	**(0.3)**	**0.7**	**0.2**	**8.2**	**6.0**	**(1.6)**
기초현금	0.0	1.5	4.8	3.3	1.3	1.3	1.1	0.3	0.1	0.8	0.9	9.1	15.1
기말현금	1.5	4.8	3.3	1.3	1.3	1.1	0.3	0.1	0.8	0.9	9.1	15.1	13.5

재무안정성 지표

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동비율 (%)	88.8	94.2	287.8	114.1	59.1	41.5	31.2	43.3	34.2	54.1	75.5	99.2	139.1
당좌비율 (%)	23.7	31.5	65.6	20.2	17.7	12.8	11.0	8.5	11.8	9.3	18.2	28.0	39.9
재고보유기간 (일)	63.4	75.0	79.8	50.3	30.2	27.5	28.2	48.4	64.4	47.2	37.3	33.6	38.0
매출채권 회수기간 (일)	23.9	24.8	31.1	27.8	40.2	52.1	42.7	30.3	28.9	28.7	25.6	26.4	28.6
매입채무 지급기간 (일)	39.0	45.0	46.6	43.8	43.6	40.3	35.4	22.1	37.3	34.1	32.4	31.2	31.8
차입금 (십억원)	120.5	125.9	35.3	42.8	44.9	57.9	77.4	90.4	80.5	136.2	111.1	97.1	76.3
현금과 현금등가물	1.7	8.0	10.6	10.1	11.4	10.7	6.1	5.9	2.0	0.9	2.0	4.6	1.3
순차입금 (십억원)	118.8	117.9	24.8	32.7	33.5	47.2	71.4	84.5	78.5	135.2	109.1	92.5	75.0
순차입금/자기자본 (%)	217.0	437.8	21.4	40.5	41.2	84.5	190.9	46.5	42.5	61.5	41.3	32.1	24.0
부채비율 (%)	253.8	581.2	52.3	99.1	99.6	200.6	326.2	95.3	86.4	97.8	73.0	63.6	52.5
이자보상배율 (배)	-0.2	-0.8	-2.4	-9.6	-12.2	-9.0	-2.4	-0.3	1.1	0.8	2.5	4.0	5.3

Valuations and margins

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EV/EBITDA (배)	13.4	45.0	4,490.3	(15.2)	(14.9)	(20.0)	(329.5)	29.5	14.2	17.7	12.0	8.6	6.8
EPS (원)	(2,984)	(2,855)	309	(3,193)	72	(2,355)	(1,611)	(522)	201	2,810	911	1,555	1,550
EPS 변동률 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1,295.1	(67.6)	70.6	(0.3)
PER (배)	N/A	N/A	49.3	N/A	212.5	N/A	N/A	N/A	75.7	5.4	16.7	9.8	9.8
BVPS (원)	7,990	3,158	1,956	1,355	7,518	5,133	3,431	16,579	16,812	19,978	19,870	18,510	20,060
P/BVPS (배)	1.9	4.8	7.8	11.3	2.0	3.0	4.4	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
주당배당금 (원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	(33.2)	(68.2)	47.0	(35.3)	1.0	(37.4)	(37.7)	(5.2)	1.2	15.3	5.9	8.8	8.0
ROA (%)	(10.7)	(14.8)	18.6	(20.5)	0.5	(15.5)	(10.7)	(2.2)	0.6	7.9	3.2	5.2	5.1
매출총이익률 (%)	3.1	(3.7)	(11.2)	(27.5)	(26.8)	(25.1)	(3.4)	9.5	18.8	20.0	24.3	24.0	24.3
영업이익률 (%)	(3.9)	(16.6)	(23.9)	(41.2)	(41.7)	(38.9)	(15.1)	(2.3)	5.8	4.7	9.8	10.3	10.7
순이익률 (%)	(27.2)	(36.9)	51.5	(49.6)	1.1	(34.0)	(20.3)	(5.5)	2.0	24.8	7.9	9.9	8.4
EBITDA 이익률 (%)	21.5	7.9	0.6	(18.6)	(18.5)	(14.1)	(0.8)	8.2	15.7	13.7	15.8	15.2	15.4
ROIC (%)	(1.7)	(7.9)	(11.0)	(22.7)	(27.1)	(28.9)	(13.3)	(1.3)	2.6	2.2	5.9	8.3	7.6
WACC (%)	8.4	7.7	9.5	9.1	6.6	7.8	7.4	8.3	6.7	6.7	8.9	10.8	11.0
ROIC less WACC (%)	(10.1)	(15.6)	(20.5)	(31.8)	(33.7)	(36.7)	(20.6)	(9.6)	(4.1)	(4.5)	(3.0)	(2.6)	(3.4)

▪ *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.*

©. 2011 ***Leading Investment & Securities Co****. All rights reserved*