LEADING

Mid-Cap Research

2011년 11월 21일

# 코스모신소재 (005070 KS)

슬럼가에서 강남으로 갈수 있었던 이유는…

**Analyst : 한용범**
ybhan@leading.co.kr
82-2-2009-7195

**RA : 이정일**
jilee@leading.co.kr
82-2-2009-7047

## Leading Traffic Light: Green

### 코스모신소재는 …

- ✓ 2010 년 코스모화학에서 인수 후 경영정상화
- ✓ 기존 A/V 사업에서 2 차전지 등 전자소재 전문업체로 탈바꿈 중

### Green light because:

- ✓ 2 차전지 양극활물질, 이형필름 등 신규사업 매출확대 및 수익개선
- ✓ 경쟁업체 대비 큰 폭의 저평가

### 성장 잠재력:

- ➢ 2 차전지 양극활물질 시장확대, 이형필름의 고부가가치화에 따른 수익개선
- ➢ 2010 년 ~2013 년 매출액 년 평균 20%씩 증가

### 경영진과 주주가치

- ➢ 대표이사는 신입사원으로 출발하여 25 년간 회사와 고락을 함께한 역사의 산증인
- ➢ 워크아웃 중에서도 핵심기술 인력을 지켜내 신규사업으로 결실

### 탁월한 가치창출:

- ➢ 2010 년 플러스 ROE 전환, 2013 년 ROE 17.8%
- ➢ 다양한 고부가가치 제품군으로 사업구조 개선 A/V 적자 → 2 차전지, Film, 토너 등 가치창출

### Valuation:

- ➢ 업계에서 사업구조가 가장 비슷한 에코프로의 PER 의 50%를 적정 Valuation 으로 산정
- ➢ 11,400 원의 목표주가는 75.4% 의 상승여력

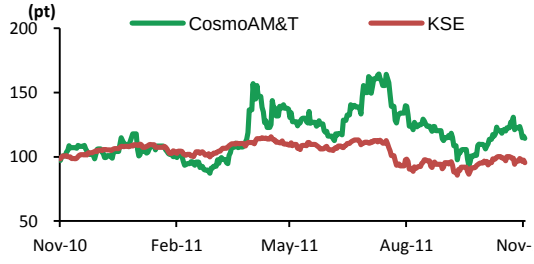
**BUY**

| | |
|---|---|
| 목표주가 | 11,400 원 |
| 현재주가 | 6,500 원 |
| 목표수익률 | 75.4% |

| Key Data | 2011 년 11 월 18 일 |
|---|---|
| 산업분류 | 하드웨어 |
| 코스피 | 1,839.17 |
| 시가총액 (십억원) | 90.9 |
| 발행주식수 (백만주) | 14.0 |
| 외국인 지분율 (%) | 0.0 |
| 52 주 고가 (원) | 9,360 |
| 저가 (원) | 4,960 |
| 60 일 일평균거래대금 (십억원) | 0.5 |
| 주요주주 | (%) |
| 코스모화학 외 3인 | 42.0 |

| 주가상승률 (%) | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | 5.3 | (10.2) | 14.2 |
| 상대주가 | 6.3 | 2.7 | 18.8 |

**Relative Performance**




**CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…**

- ➢ AV 사업부문 정리의 지연
- ➢ 최종 수요처인 스마트폰등의 모바일 기기의 수요 증가속도 감소

**Valuation Forecast**

| FY | Sales (Wbn) | % chg yoy | OP (Wbn) | OPM (%) | NP (Wbn) | EPS (W) | EPS Growth (%) | PER (x) | EV/EBITDA (x) | ROE (%) | P/B (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2008 | 114.7 | 10.9 | (13.9) | (12.2) | (25.9) | (1,848.4) | N/A | N/A | (28.7) | (44.1) | 2.0 |
| 2009 | 115.8 | 1.0 | (5.2) | (4.5) | (8.7) | (623.3) | N/A | N/A | 344.3 | (21.1) | 2.5 |
| 2010 | 164.1 | 41.6 | 7.9 | 4.8 | 68.8 | 4,920.2 | N/A | 1.3 | 10.9 | 97.8 | 0.9 |
| 2011E | 168.9 | 2.9 | 5.2 | 3.1 | 2.4 | 173.7 | (96.5) | 38.0 | 10.9 | 2.3 | 0.9 |
| 2012E | 207.0 | 22.6 | 15.7 | 7.6 | 13.3 | 951.0 | 447.5 | 6.9 | 6.1 | 11.8 | 0.8 |
| 2013E | 282.7 | 36.6 | 25.2 | 8.9 | 23.4 | 1,670.2 | 75.6 | 4.0 | 3.8 | 17.8 | 0.6 |

# 목차


핵심 투자포인트 ..... 3

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

**Section 2:** 가치를 창출하는 기업인가**?** ..... 6

**Section 3:** 현금창출 능력과 배당정책은**?** ..... 7

**Section 4:** 부채와 이자의 관리능력은**?** ..... 8

**Section 5:** 증자**, CB, BW** 로 자금을 요구하는 회사인가**?** ..... 9

**Section 6: CEO** 의 경영철학은**?** ..... 10

**Section 7:** 동종업계 기업들과 **Valuation** 비교 ..... 11

**Section 8:** 환율에 대한 노출과 민감도..... 12

**Section 9:** 영업현황과 실적전망 ..... 13

**Section 10: Valuation** ..... 18

# 핵심 투자포인트

### ✓ 지속적인 적자상태인 A/V Tape 사업의 청산과 성공적인 고수익 신성장 사업 진출

동사는 과거 새한미디어 시절 Audio/Video Tape 세계 1 등 업체의 명성에도 불구하고 IMF 이후 쇠퇴의 길을 걸으며 2000 년 워크아웃 대상에 포함된 후 지속적으로 구조조정을 실시해왔다. A/V Tape 사업의 지속적인 적자로 2000 년들어 2009 년까지 3 년을 제외하고 모두 적자를 기록하였다. 그러나 2004 년부터 컬러토너와 2 차전지 양극활물질 그리고 이형필름 등 핵심 전자소재들을 개발하여 사업화에 성공하면서 사업범위를 저수익 사양산업군의 늪에서 탈출하여 고수익 성장산업군으로 옮겨가는데 성공하였다. 2011 년은 본격적인 사업구조 변신의 원년으로 신규사업에 대규모의 투자를 단행하였다. 핵심 제품군의 생산능력을 기존대비 약 2 배로 확대하였고 이를 통하여 신규사업의 매출비중을 2010 년 57%에서 2013 년에는 96%까지 확대할 계획이다 (페이지 4).

### ✓ 2 차 전지 양극활물질 사업에 집중투자로 미래 성장엔진 확보

2011 년 3 분기에 2 차전지 양극활물질 생산능력을 기존대비 2 배 증량하여 년 2,400 톤 규모의 생산능력을 확보하였다. 특히 LCO 계열 양극활물질은 코스모신소재가 국내 유일의 공급업체이며 최근 성장하는 스마트폰 등 휴대기기용 2 차전지 소재로 사용되고 있어 그 수요가 지속적으로 확대될 전망이다. 이에 동사는 올해 1,200 톤을 추가증설한데 이어 내년에도 추가로 1,200 톤을 증량할 계획이며 2013 년까지 년산 4,800 톤의 생산능력을 확보할 계획이다. 또한 2 차전지 양극활물질의 핵심소재인 전구체 생산라인 투자도 2012 년도에 계획하고 있으며 내년도 11 월부터 본격 양산할 계획이다. 이러한 공격적인 투자를 기반으로 향후 동사의 2 차전지 양극활물질 사업의 매출비중은 2010 년말 21%에서 2013 년 46%로 크게 증가하여 동사의 핵심사업이 될 전망이다 (페이지 14 & 15).

### ✓ 고부가가치 이형필름, 칼라토너 생산능력 확대로 수익성 개선

2 차전지 양극활물질 외에도 이형필름 및 칼라토너의 생산능력 확대에도 나서고 있다. 2011 년 이미 이형필름의 생산능력을 기존대비 2 배로 확대하였고 수익성이 좋은 칼라토너 또한 신규로 1 개 라인 (년 600 톤)을 올해 완공하였고 내년과 내후년에 추가로 1 개 라인씩을 증설하여 총 3,000 톤/년을 생산할 수 있는 능력을 보유하게 된다. 특히, 칼라토너의 경우 현재 이익을 거의 내지 못하고 있는 흑백토너와는 달리 높은 수익성을 확보할 수 있는 제품군이어서 향후 수익성 향상에 크게 기여할 것으로 예상된다 (페이지 16).

### ✓ 2011 년 실적은 작년과 유사한 수준에 머무르나 사업구조 변화가 본격화되는 원년

2011 년 매출 및 이익은 2010 년과 유사한 수준에 그칠 것으로 예상된다. 이는 아직까지 전체 매출의 25%를 차지하고 있는 A/V Tape 사업에서 적자의 폭이 커진 것이 주 원인이며 세계 경제 침체 및 IT 경기불황으로 인하여 자성 산화철 및 Film 류의 수익성 확보가 용이치 않았기 때문이다. 그러나, 이러한 여러가지 악재에도 불구하고 2010 년 수준의 실적을 유지할 수 있었던 것은 2 차전지 양극활물질과 토너 등의 매출기여도가 증가하였기 때문이며 이는 동사의 사업 포트폴리오가 과거보다 탄탄해졌음을 의미한다. 이러한 건전한 사업구조로의 변화는 2012 년부터 실적으로서 결실을 맺기 시작할 것으로 전망된다. (페이지 17)

### ✓ 목표주가 11.000 원은 75%의 상승여력

지난 수년간 적자행진으로 정상적인 Valuation 이 힘들었던 코스모신소재는 그동안의 부실을 털고 경영정상화가 빠른속도로 진행중이다. 2012 년에는 적자의 주범인 AV 사업부의 철수를 고려중이며 2011 년 생산능력을 크게 확대한 2 차전지 양극활물질과 고부가가치 제품인 컬러토너와 이형필름도 증가된 생산량으로 2011 년 대비 22.6%의 매출이 증가하고 순이익 5 배 이상 증가할 것으로 예상된다. 그러나 시장에서는 아직 신뢰를 얻지 못하여 업계 Peer 인 에코프로에 비하여 OPM 과 ROE 가 우수함에도 2012 예상 PER 은 1/3 수준에도 못 미친다. 코스모신소재는 에코프로의 2012 년 예상 PER 인 23.8 배의 50% 수준인 12 배의 PER Valuation 이 정당하다는 판단아래 2012 년 예상 EPS 인 951 원에 12 배의 PER 을 적용한 11,400 원을 적정주가로 산정한다 (페이지 18).

## Section 1: 기업 Snapshot

### A/V Tape 전문업체에서 전자소재 전문업체로 변신 중

**(구) 새한미디어로 A/V Tape 선두업체에서 10년간 워크아웃을 통해 전자소재 업체로 탈바꿈 중**

코스모신소재는 1967 년 새한미디어로 설립되어 30 년간 오디오와 비디오 테이프 등 자기기록매체 시장의 선두자리를 차지했던 업체이다. 그러나 최근에는 세계 1 등의 A/V 테이프 사업을 통해 축적한 분체와 도포기술을 바탕으로 2 차전지 양극활물질, 토너, 이형필름 등 다양한 고부가가치 신규사업을 추진 중이다.

1998 년 외환위기와 저장매체의 급속한 디지털화로 재무상황이 악화되어 2000 년 5 월 워크아웃에 들어갔고 이후 10 년간 구조조정을 거치면서 2010 년 10 월 코스모그룹 계열사 코스모화학에 인수 합병되면서 워크아웃을 졸업하였다.

구조조정을 통해 기존 A/V Tape 의 매출비중은 2010 년 기준 43%로 줄어들었고 매년 40%씩 규모를 축소해가며 신규사업군의 매출비중을 늘려가고 있다.

**Tape 생산을 통해 획득한 분체/도포 기술을 기반으로 신규사업 추진 (2차전지 양극활물질, 이형 Film, 토너 등)**

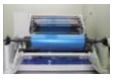
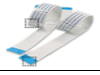
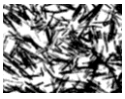
동사의 향후 차세대 주력사업으로 육성 중인 2 차전지 양극활물질은 A/V Tape 생산을 통해 획득한 분체기술을 기반으로 2007 년 국내 최초로 LCO 양극활물질 생산을 개시하였다. 주 공급업체는 삼성 SDI 이며 최근 Mobile 기기의 수요증가 및 전기자동차의 확산에 따라 2 차전지 수요가 증가세에 있어 양극활물질 생산규모를 연산 1,200 톤에서 2013 년 4,800 톤까지 확대할 계획이다.

Flim 류 중 가장 큰 매출비중(18%)을 차지하는 이형 Film 은 과거 A/V Tape 을 생산하면서 축적해 온 도포기술을 기반으로 한다. 2008 년부터 생산을 개시하였고 MLCC 용 이형 Flim 은 전세계에서 일본 도레이첨단소재와 동사만이 생산하고 있는 제품이며 동사는 삼성전기 필요량의 30%를 공급하고 있다.

**매출구조의 변화 (2010년 → 2013년)**
- **A/V Tape : 43% → 4%**
- **2차전지 소재 : 21% → 46%**
- **Film, 토너 등 : 35% → 50%**

또한 토너, 절연필름(Insulation Film), 산화철 등 기존기술을 활용한 다양한 사업들을 추진하고 있다. 향후 각 제품군에서 지속적인 매출증대가 예상되어 2013 년에는 기존 제품군인 A/V Tape 의 매출비중은 현재 43%에서 4%로 줄어들고 2 차전지 양극활물질이 46%, 이형필름 및 토너 등 신규제품군이 50%를 차지하는 새로운 전자소재 전문기업으로 탈바꿈할 것으로 예상된다.

**표 1. 제품 Portfolio**

| 구분 | 제품군 | | 기능 | 적용제품 | 국내 M/S |
|---|---|---|---|---|---|
| 도포 | A/V film | | 오디오, 비디오 Tape | 가정용 등 | Global 1 위 |
| | 이형 Film |  | 전자부품 및 디스플레이 소재의 점착층 보호, 성형공정의 기재 | MLCC(적층세라믹콘덴서) | 삼성전기 필요량 30%공급 |
| | Insulation Film |  | 전기/전자제품 내부 전선의 피복 | 거의 모든 전자제품 | 삼성에 공급 |
| 분체 | 2 차전지 양극활물질 (LCO) | | 전기를 충/방전하기 위해 필요한 리튬원소를 보유한 물질 | 2 차전지 배터리 (핸드폰, Note PC, HEV) | 국내유일 생산업체 (LCO 부문) |
| | Toner | | 복사기 및 프린터용 토너 재료 | 프린터, 복사기 등 | 국내시장 10% M/S (도입기) |
| | 자성 산화철 |  | 자성을 띠는 금속으로 테이프 위에 도포하여 음성이나 이미지 신호의 자기기록에 활용 | Tape, 지폐, 잉크, 카드 | 국내유일 생산업체 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**2000년대 들어 A/V Tape 사양산업화로 실적악화**

동사는 2000 년대 들어 주력제품인 A/V Tape 산업이 사양길로 들어서면서 영업실적이 급격히 악화되어 2005 년에는 적자 전환되었다. 그러나 워크아웃 과정에서 토너, 2 차전지 활물질 등 신규사업에 집중한 결과 2008 년 이후 다시 매출이 성장세로 돌아서고 2010 년에는 다시 흑자전환을 이루었다.

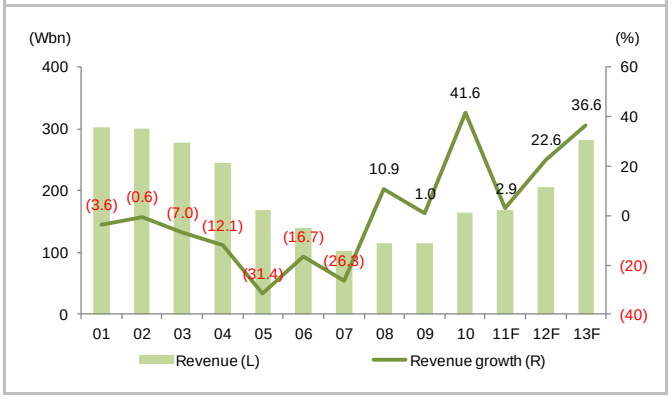
**2011년은 대외적인 경영환경 악화에도 신규사업 매출증대로 전년도 실적 유지**

2011 년에는 IT 경기침체, 소비심리 축소 등 대외적인 악재들로 인해 A/V Tape 적자발생, Film 및 산화철 등 경기에 민감한 제품군의 수익성이 악화되었다. 그러나 2 차전지 양극활물질, 토너, 이형 film 등 신규 주력제품들의 매출증대와 수익창출에 의해 작년대비 소폭의 매출 증가와 영업이익 흑자가 유지될 전망이다.

**2012년부터 신규사업 매출 본격화로 성장세 지속 전망**

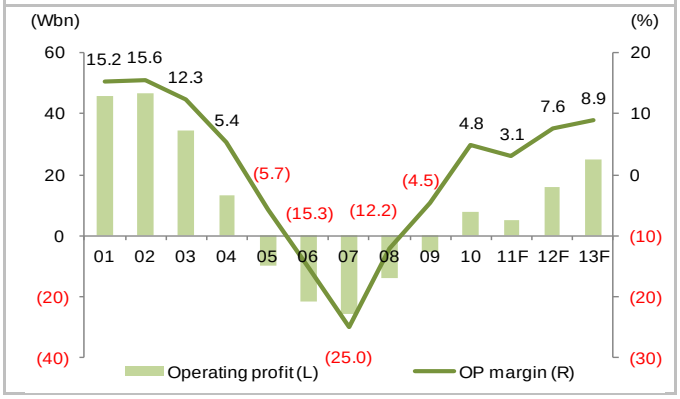
동사의 본격적인 성장세는 2012 년부터 시작될 전망이다. 이는 2011 년 고객요구로 양극활물질, 칼라토너, 이형 Film 등의 생산능력을 기존대비 2 배로 증량하였고 이에 대한 매출은 2012 년부터 본격화될 것으로 보여지기 때문이다.

**도표 1. 매출액 및 매출증가율 추이**



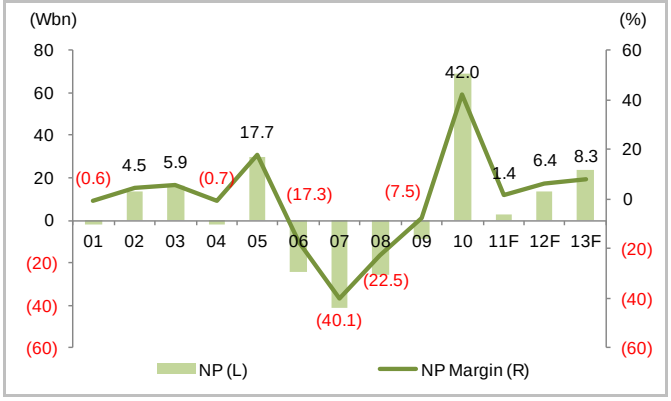

*Source: Company data, Leading Research Center*

**도표 2. 영업이익 및 영업이익률 추이**



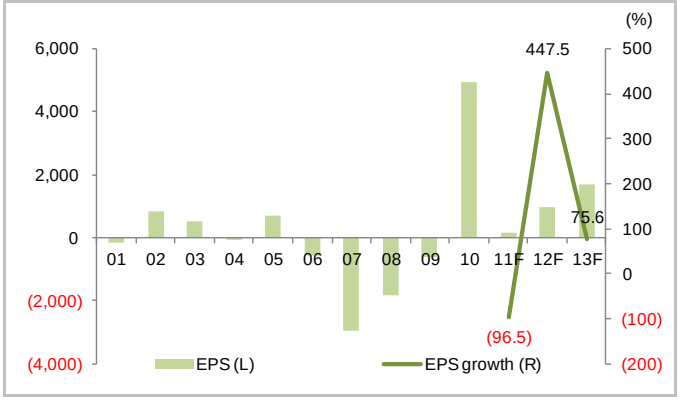

*Source: Company data, Leading Research Center*

**도표 3. 순이익 및 순이익률 추이**



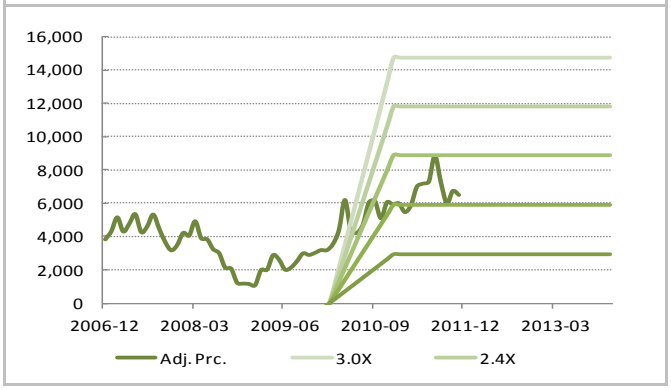

*Source: Company data, Leading Research Center*

**도표 4. EPS 및 EPS 성장률 추이**



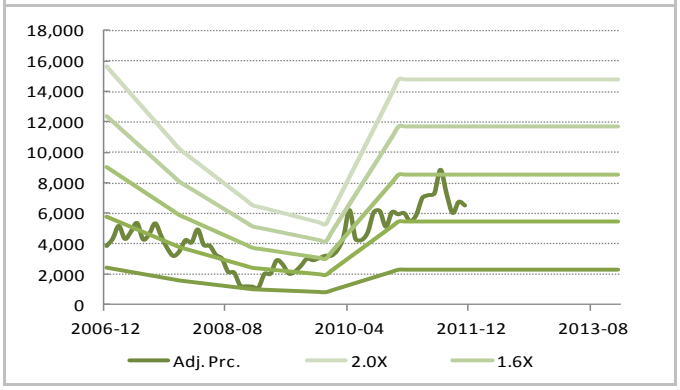

*Source: Company data, Leading Research Center*

**도표 5. PER Band**




*Source: FnGuide*

**도표 6. PBR Band**




*Source: FnGuide*

## Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

### 신규사업에 의한 가치창출 확대로 ROE 개선

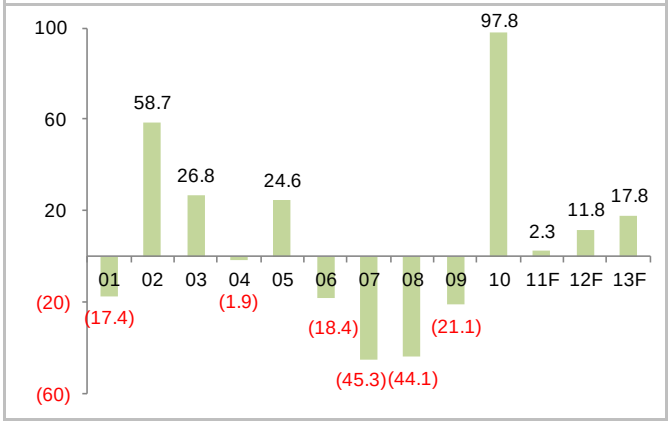
**2010년 채무면제이익으로 일회성 영업외수익 발생**

2010 년 ROE 가 비정상적으로 크게 상승한 것은 코스모화학과 코스모앤컴퍼니 컨소시움이 코스모신소재를 인수하는 과정에서 코스모신소재의 부채 593 억원을 탕감해주며 채무면제이익 명목으로 일회성 영업외수익이 발생하였기 때문이다.

**2012년부터 실적개선 본격화로 두자리수 ROE 유지 전망**

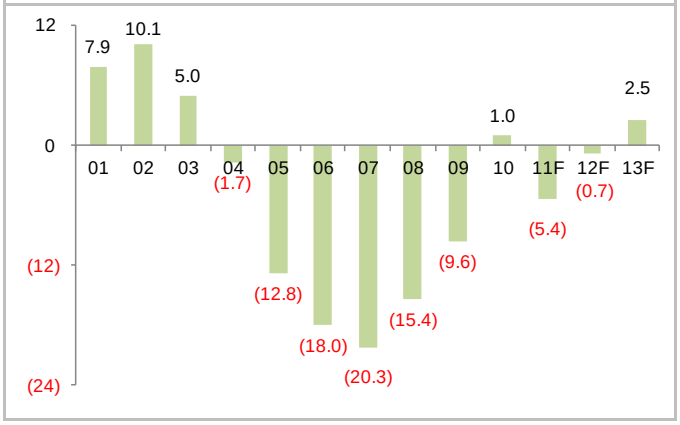
2010 년 흑자전환 이후 2011 년도 큰 규모는 아니지만 흑자를 유지할 것으로 전망된다. 그러나 2011 년 실시한 신규사업인 2 차전지 양극활물질 및 이형필름, 토너 등 대한 생산규모 증량투자에 대한 효과가 2012 년부터 본격화되고 2013 년까지 생산 및 판매규모가 확대될 것으로 전망되어 향후 ROE 는 안정적으로 증가세를 유지 하며 2013 년에는 17.8%까지 향상될 것으로 전망된다.

**도표 7. ROE (%)**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**도표 8. ROIC less WACC (%)**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**ROIC 가 2013년 13.5%로 회복**

ROIC 는 2004 년부터 2009 년까지 WACC 에 크게 못 미치는 수준에 머물렀다. 이는 2000 년 워크아웃 이후 2010 년까지 지속적으로 부동산 및 설비 등 자산매각을 통해 평균 투하자본을 2001 년 2,908 억원이던 것을 2010 년 1,526 억원으로 거의 절반의 수준으로 줄였음에도 불구하고 NOPAT 가 2005 년 이후 지속적으로 마이너스 상태였기 때문이다.

그러나 2010 년 코스모화학으로 인수 되면서 수익이 발생하며 ROIC 가 향상되기 시작하였다. 특히, 2010 년 이후부터 신규사업 투자 등으로 다시 평균투하자본이 증가세로 돌아섰음에도 불구하여 사업구조 개선을 통한 수익확대로 ROIC 가 시장의 기대치에 가깝게 꾸준히 증가할 것으로 보이며 2013 년에는 사업정상화 이래 최초로 ROIC 가 WACC 대비 2.5% 의 소폭 초과할 것으로 전망된다.

## Section 3: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

### 2011 년부터 현금창출 가능

**미래사업 지속적인 투자로 2011년까지는 마이너스 FCF 이나 2012년부터 현금창출 본격화 예상**

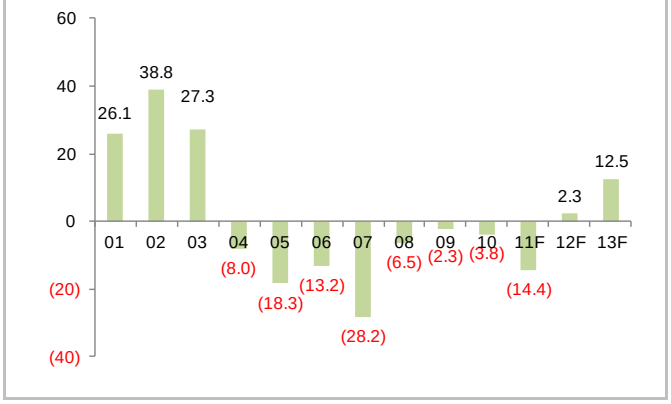
동사는 2006 년부터 지속적인 영업적자로 인해 FCF 를 창출하지 못하는 구조로 사업을 영위해 왔다. 2010 년에는 6 년만에 처음으로 흑자전환을 이루었으나 2010 년 운전자금으로 119 억원의 현금유출이 있었고 설비투자에 150 억원을 투입하면서 38 억원의 마이너스 FCF 를 기록하였다.

2011 년에도 24 억원의 순이익을 기록할 것으로 예상되나 향후 회사를 이끌어 갈 성장엔진인 2 차전지 양극활물질과 컬러토너 등의 신규사업에 대한 증설투자를 위해 245 억원을 투입하여 144 억원의 마이너스 FCF 를 기록할 전망이다.

하지만 2012 년에는 순이익이 133 억원으로 크게 증가함과 동시에 신규사업에 대한 투자가 2011 년 대비 115 억원이 감소하며 2003 년 이후 9 년만에 처음으로 23 억원 수준의 FCF 를 기록할 것으로 예상된다.

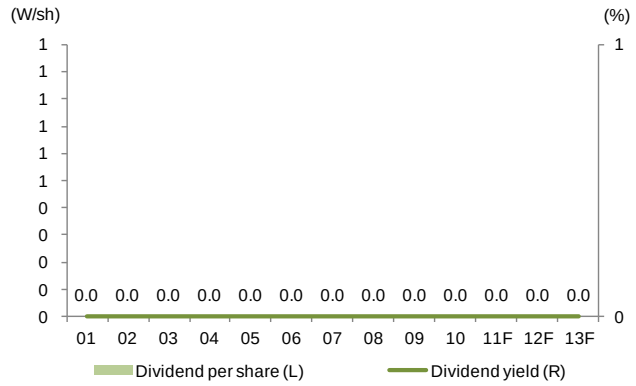
2013 년에는 그동안 본격적인 투자를 집행한 2 차전지 양극활물질과 이형필름, 컬러토너 증설설비가 본격적으로 매출로 실현되면서 2013 년에는 125 억원 수준의 FCF 창출이 가능할 것으로 전망된다.

**도표 9. 잉여현금흐름 추이**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**도표 10. 주당 배당금 및 배당수익률 추이**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**사업구조 재편이 완료되는 시점인 2013년 이후 배당 실시**

동사는 사업구조를 재편하는 중이어서 당분간 배당은 실시하지 않을 예정이다. 하지만 동사는 사업구조 재편이 완료되어 순수영업을 통해 이익이 발생할 경우에는 적극적으로 배당을 한다는 원칙을 세우고 있어서 2013년 이후부터는 배당을 실시할 것으로 판단된다.

**표 2. 주당 배당금 및 배당수익률 추이**

| (십억원) | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11E | 12F | 13F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 영업활동에 의한 현금 | 31.2 | 44.8 | 34.0 | 4.0 | (12.6) | (3.6) | (25.5) | (5.8) | (1.3) | 11.2 | 10.1 | 15.3 | 26.5 |
| CAPEX | 5.2 | 6.1 | 6.8 | 12.0 | 5.7 | 9.6 | 2.7 | 0.7 | 0.9 | 15.0 | 24.5 | 13.0 | 14.0 |
| 잉여현금흐름 | 26.1 | 38.8 | 27.3 | (8.0) | (18.3) | (13.2) | (28.2) | (6.5) | (2.3) | (3.8) | (14.4) | 2.3 | 12.5 |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 총 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 |
| 주당 배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당 수익률 (%) | 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 |

*Note: 배당 수익율은 해당연도 종가기준*

*Source: Company data, Leading Research Center*

## Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

### 2010 년 인수합병으로 부채 관리 능력 회복

**2010년 M&A 과정에서 채무변제로 순부채비율 개선**

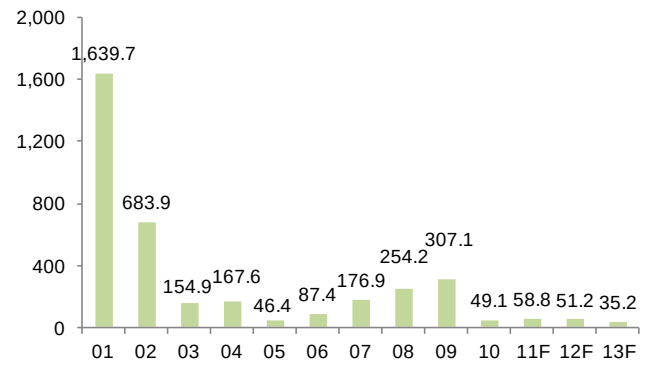
2009 년까지의 순부채 비율은 300% 수준까지 증가하였는데 이는 지속적인 적자로 인하여 부채로 모든 필요한 자금을 조달할 수 밖에 없었기 때문이다.

2010 년 순부채비율이 크게 개선된 것은 코스모화학에서 지분인수를 통해 인수합병을 하는 과정에서 당시 워크아웃 중인 새한미디어의 채권단으로부터 593 억원의 채무변제를 받았기 때문이다.

**향후 순부채비율을 60% 이하로 유지**

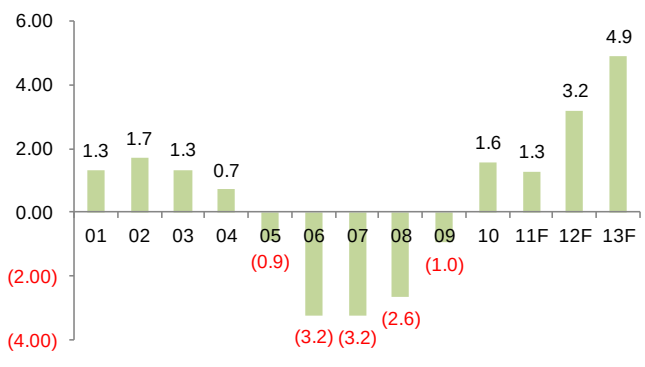
M&A 이후 2010 년에는 경영이 정상화되어 순부채비율이 50% 이하까지 하락했으며 2011 년에는 60% 전후 감소하고 2013 년에는 35% 수준까지 감소하며 제조업체로서 정상 수준의 Leverage 를 유지될 것으로 전망된다. 이자보상배율 역시 2012 년 이후 신규사업 수익본격화를 통해 크게 향상되며 2013 년에는 5 배 가까이로 증가할 것으로 전망된다.

**도표 11. 순부채비율 (%)**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**도표 12. 이자보상배율 (배)**




*Source: Company data, Leading Research Center*

**표 3. 차입금과 이자보상비율**

| (Wbn) | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11F | 12F | 13F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 차입금 | 282.3 | 234.6 | 181.7 | 174.3 | 105.2 | 120.9 | 129.9 | 118.4 | 119.3 | 63.0 | 88.0 | 101.0 | 101.0 |
| 현금과 현금성 자산 | 20.0 | 29.5 | 38.7 | 22.5 | 34.6 | 23.2 | 3.4 | 2.3 | 5.8 | 12.1 | 25.6 | 39.9 | 50.8 |
| 순차입금 | 262.3 | 205.1 | 143.0 | 151.8 | 70.6 | 97.7 | 126.5 | 116.1 | 113.5 | 50.9 | 62.4 | 61.1 | 50.2 |
| 순차입금/총자본 (%) | 1639.7 | 683.9 | 154.9 | 167.6 | 46.4 | 87.4 | 176.9 | 254.2 | 307.1 | 49.1 | 58.8 | 51.2 | 35.2 |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 이자비용 | 35.1 | 27.6 | 25.6 | 18.4 | 11.2 | 6.7 | 7.9 | 5.3 | 5.5 | 5.0 | 4.1 | 4.9 | 5.2 |
| 이자보상배율 (배) | 1.3 | 1.7 | 1.3 | 0.7 | (0.9) | (3.2) | (3.2) | (2.6) | (1.0) | 1.6 | 1.3 | 3.2 | 4.9 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

## Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

### 2011 년 신주발행으로 100 억원 조달

**2011년 100억원 BW 발행**

동사는 지속되는 적자로 자본금이 크게 감소하며 증자로 자본을 확충하며 자본잠식을 면하고 있었다. 이에 주식수가 크게 증가하며 희석화가 심해져 2007 년 3:1 의 무상감자를 실시하여 납입자본금을 축소하였다.

2012 년 이후 투자 예상금액은 2012 년 130 억원과 2013 년 140 억원 규모로 적지 않은 액수이나 영업활동을 통해 창출되는 FCF 로 내부조달이 가능하여 주주에게 추가적인 부담을 주지 않을 것으로 전망된다.

**표 4. 주식 발행으로 인한 조달금 추이**

| (십억원) | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 증가분 '06-10 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 납입자본금 | 54.9 | 79.1 | 156.8 | 156.8 | 209.8 | 209.8 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | (139.9) |
| 주식발행초과금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0 |
| **주식발행으로 인한 조달금** | -43.4 | 24.2 | 77.7 | 0.0 | 53.0 | 0.0 | -139.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (139.9) |

*Source: Company data*

### Overhang 이슈

**100억원 규모 Overhang 이슈 존재**
**2012.4월 이후 행사 가능**

2011 년 4 월 양극활물질 및 토너 등 생산라인 증축을 위해 100 억원의 BW 를 발행하였으며 이는 2012 년 4 월 이후 행사가 가능하다. 이형필름 투자를 위한 145 억원은 차입금을 통해 조달하였다.

**표 5. CB 와 BW 잔액과 행사가능 주식 수**

| 종류 | 발행일 | 만기일 | 권면총액 (Wbn) | 행사가능기간 | 주당 행사가격 | 미행사액 (Wbn) | 행사가능 주식수 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 분리형 BW(무보증) | 2011.04.11 | 2015.04.01 | 10.0 | 2012.04.02~2015.03.01 | 5,397 | 10.0 | 1,852,881 |
| **합계** | | | **10.0** | | | **10.0** | **1,852,881** |

*Source: Company data*

**BW 행사시 약 11.7% 주식가치 희석**

2011 년 발행한 BW 가 2012 년에 행사된다고 가정시 EPS 11.7% 희석될 것으로 예상된다.

**표 6. BW 행사에 따른 주식가치 희석**

| | 2011F | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|
| 총상장주식수 | 13,988.0 | 13,988.0 | 13,988.0 |
| 행사가능 주식수 | 0.0 | 1,852.0 | 1,852.0 |
| 가능한 총 상장주식수 | 13,988.0 | 15,840.0 | 15,840.0 |
| | | | |
| EPS | 173.7 | 951.0 | 1,670.2 |
| PER | 38.0 | 6.9 | 4.0 |
| | | | |
| Fully diluted EPS | 173.7 | 839.8 | 1,474.9 |
| % dilution | 0.0 | (11.7) | (11.7) |
| Fully diluted PER | 38.0 | 7.9 | 4.5 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

## Section 6: CEO 의 경영철학은?

**신입사원에서 CEO 까지…**

김재명 대표이사는 1985 년 새한미디어에 신입사원으로 입사하여 현재 동사의 대표이사까지 올라온 입지전적의 인물이다. 특히, 90 년대의 새한미디어가 A/V Tape 으로 전세계 1 위의 자리를 굳건히 했었을 때부터 2000 년 대에 들어 모든 기기들이 디지털화되는 Mega Trend 속에서 A/V Tape 이 사양사업으로 접어들어 회사가 급격하게 쇠퇴했던 그 현장을 실제로 목격했던 산 증인이기도 하다. 따라서 누구보다도 새한미디어의 강점과 약점을 잘 알고 있는 사람이기 때문에 현재 숨가쁘게 진행 되고 있는 사업재편에 가장 접합한 인물이라 판단된다.

### 인재경영, 기술경영, 신속한 의사결정

**A/V Tape 은 쇠퇴해도 그를 통해 남은 기술력은 새로운 사업을 창출**

코스모신소재는 기존의 주력제품이었던 A/V Tape 사업이 쇠퇴하면서 신규사업으로 2 차전지 양극활물질을 비롯한 토너, 전구체 등 다양한 분체과 이형필름 등과 같은 도포제를 선택하였다. 이는 오랜기간 A/V Tape 을 세계 No.1 으로 키워오면서 축적해온 분체기술과 도포기술 덕분이었다. 이렇게 재빠르게 자사의 강점을 활용하고 시장의 요구에 부합하는 제품을 사업화할 수 있었던 것은 오랜기간 코스모신소재와 함께 해온 김재명 대표가 있었기 때문이다.

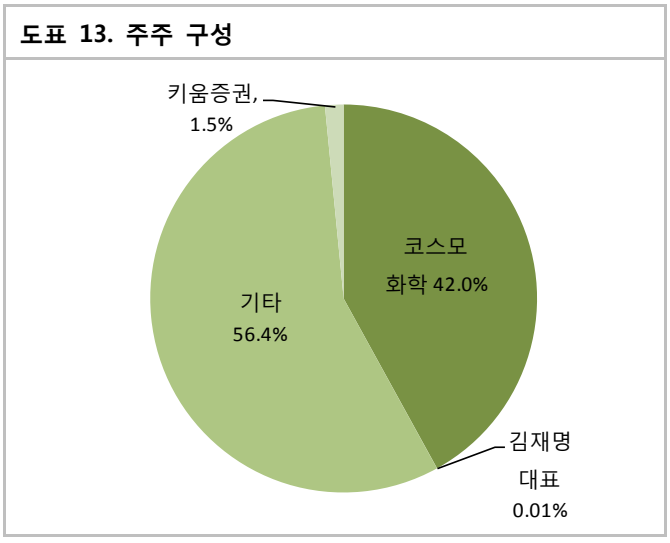
**인사통 대표이사, 기술인력의 중요성 강조**

또한 분체기술과 도포기술은 오랜기간 숙련된 Know-how 가 많이 요구되어 그 기술과 Know-how 를 보유한 기술자 및 연구원의 지속적인 보유여부가 회사의 흥망을 좌우한다. 따라서 오랜기간 어려운 경영환경 속에서도 기술인재의 유출을 최소화하고 기존기술을 활용한 신규사업 창출에 힘을 쏟아 온 것은 인사출신인 김재명 대표의 역할이 지대했던 것으로 알려진다.

코스모신소재로 개명이래 신규사업에 대한 투자를 매우 빠른 속도로 진행하고 있는 것도 김재명 대표의 자신감이라고 할 수 있다. 25 년간의 몸담았던 회사의 강점을 누구보다 잘 알고 있는 대표이사이기 때문에 과감하게 신규사업들을 추진할 수 있는 것이다.

### 주요 경영진 프로필

**도표 13. 주주 구성**




*Source: Company data*

**표 7. 김재명 대표이사 프로필**

| | 경력 / 학력 |
|---|---|
| 경력 | (현) 코스모신소재 대표이사<br>새한미디어 대표이사 (2009~)<br>새한미디어 경영지원실장(2003~)<br>새한미디어 인사팀 부장(2000~)<br>새한미디어 광디스크판매팀 차장(1997)<br>새한미디어 인사과 입사(1985) |
| 학력 | 서강대학교 최고경영자 과정 수료(2009)<br>청주대학교 경영학과 (1986)<br>청주 세광고 (1980) |

*Source: Company data*

## Section 7: 동종업계 기업들과 Valuation 비교

**Valuation 비교 대상은 2차전지 양극활물질 생산업체인 에코프로**

동사의 Valuation 은 신규사업인 2 차전지 양극활물질의 미래성장성에 좌우되기 때문에 동종업계 기업으로서 국내 주요 양극활물질 제조업체로 에코프로를 선정하였다.

에코프로는 2008 년부터 이미 2 차전지 양극활물질을 생산하고 있으며 생산능력면에서도 코스모신소재와 동급수준의 업체이다. 에코프로는 양극활물질이 전체 매출의 60%를 차지하고 2 차전지 산업의 성장에 대비하여 생산능력을 증량하고 있다는 측면과 코스모 신소재에서 생산을 준비하고 있는 전구체를 공급하고 있다는 측면에서 코스모신소재와 비교대상이 되는 기업이다. 뿐만 아니라 2 차전지 재료가 매출에서 차지하는 비중이 2012 년에 37%로 증가하고 2013 년에는 46%까지 증가하는 면도 코스모신소재와 비슷하다.

**에코프로 대비 높은 ROE 와 수익률에도 불구 상대적으로 저평가**

코스모신소재는 2012 년 예상 ROE 와 OPM 면에서 에코프로보다 우수함에도 불구하고 PER 과 EV/EBITDA Valuation 면에서는 낮은 평가를 받고 있다. 이는 코스모 신소재가 아직 사업재편 중이고 기존 주력사업인 A/V Tape 에서의 적자발생 가능성과 아직도 A/V Tape 사업의 매출비중이 25% 정도로 크다는 점에 대한 우려 때문이다. 그러나 동사는 매년 A/V Tape 사업의 규모를 40%씩 줄여가고 있고 2012 년에는 10% 이하로 줄어들 것으로 보여져 이러한 우려는 2012 년 이내 불식될 것으로 판단된다.

또한 타 업체 대비 프리미엄 요인으로 원자재 수급은 안정성을 들 수 있다. 동사는 모사인 코스모화학이 양극활물질의 핵심원자재인 황산코발트를 생산하며 코스모그룹내 수직계열화를 이룬 업체로서 향후 치열해질 원자재 수급경쟁에서 보다 안정적인 위치를 확보하였으며 In-house 소싱의 수혜로 인해 타업체대비 높은 수익성을 확보할 것으로 전망된다.

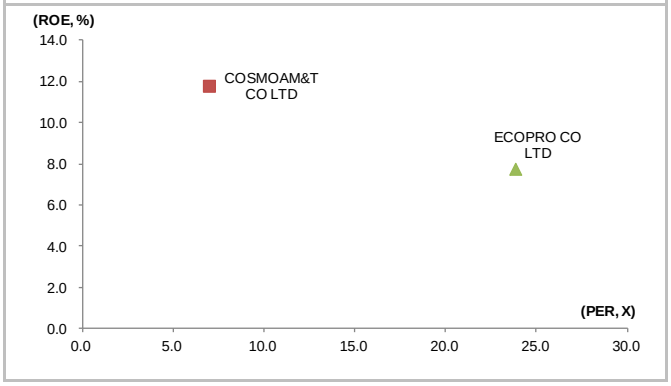
**표 8. 동종업체 밸류에이션 비교**

| 회사 | 종목코드 | 국가 | 시가총액 (백만 US$) | 매출액 (백만 US$) | | | | 영업이익률 (%) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 09 | 10 | 11E | 12E | 09 | 10 | 11E | 12E |
| 코스모신소재 | 005070 KS | 한국 | 92.3 | 115.8 | 164.1 | 168.9 | 207.0 | (4.5) | 4.8 | 3.1 | 7.6 |
| 에코프로 | 086520 KQ | 한국 | 148.5 | 34.9 | 55.2 | 90.0 | 150.0 | 7.1 | 6.5 | 7.0 | 7.2 |

| 회사 | PER (X) | | | | EV/EBITDA (X) | | | | P/B (X) | | | | ROE (%) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 09 | 10 | 11E | 12E | 09 | 10 | 11E | 12E | 09 | 10 | 11E | 12E | 09 | 10 | 11E | 12E |
| 코스모신소재 | N/A | 1.3 | 38.0 | 6.9 | 344.3 | 10.9 | 10.9 | 6.1 | 2.5 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | (21.1) | 97.8 | 2.3 | 11.8 |
| 에코프로 | 93.6 | 65.1 | 56.5 | 23.8 | 23.0 | 17.7 | 15.1 | 11.4 | 1.9 | 2.2 | 1.7 | 1.7 | 3.3 | 3.6 | 3.9 | 7.8 |

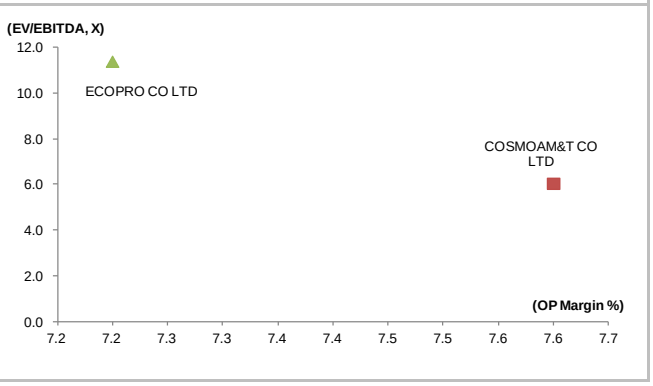
*Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (as of November.17, 2011)*

**도표 14. 동종업체 PER vs. ROE**




*Source: Bloomberg, Leading Research Center*

**도표 15. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률**




*Source: Bloomberg, Leading Research Center*

# Section 8: 환율에 대한 노출과 민감도

## 환율 민감도

**매출의 90% 수출, 원재료는 100% 수입**
**원달러 환율 1% 상승시 매출 0.9%, 영업이익 5.7% 상승**

동사의 수출비중은 90%으로 달러로 결재되며 원재료 또한 100% 수입하고 있어 환율노출의 상당부분은 자연 헤지되고 있다. 원달러 환율이 1% 상승시 2012 년 매출은 0.9% 증가하고 영업이익은 5.7% 증가한다.

**표 9. 2011 년 환율 민감도**

| 원달러 환율 변동 | -5% | -1% | Base | 1% | 5% |
|---|---|---|---|---|---|
| 기말기준 환율 | 1,020 | 1,063 | 1,074 | 1,085 | 1,128 |
| 연평균 기준 환율 | 1,028 | 1,071 | 1,082 | 1,093 | 1,136 |
| 매출액(십억원) | 161.3 | 167.4 | 168.9 | 170.4 | 176.5 |
| 영업이익(십억원) | 3.7 | 4.9 | 5.2 | 5.5 | 6.7 |
| 순이익(십억원) | 0.9 | 2.1 | 2.4 | 2.7 | 3.9 |
| 주당순이익(원) | 67 | 152 | 174 | 195 | 280 |
| PER(X) | 98.6 | 43.3 | 38.0 | 33.8 | 23.5 |
| | | | | | |
| 매출액 증가율(%) | (4.5) | (0.9) | 0.0 | 0.9 | 4.5 |
| 영업이익 증가율(%) | (28.5) | (5.7) | 0.0 | 5.7 | 28.5 |
| 순이익 증가율(%) | (61.4) | (12.3) | 0.0 | 12.3 | 61.4 |
| 주당순이익 증가율(%) | (61.4) | (12.3) | 0.0 | 12.3 | 61.4 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**표 10. 2012 년 환율 민감도**

| 원달러 환율 변동 | -5% | -1% | Base | 1% | 5% |
|---|---|---|---|---|---|
| 기말기준 환율 | 960 | 1,001 | 1,011 | 1,021 | 1,062 |
| 연평균 기준 환율 | 979 | 1,020 | 1,030 | 1,040 | 1,082 |
| 매출액(십억원) | 197.7 | 205.1 | 207.0 | 208.9 | 216.3 |
| 영업이익(십억원) | 13.6 | 15.3 | 15.7 | 16.2 | 17.9 |
| 순이익(십억원) | 11.1 | 12.9 | 13.3 | 13.7 | 15.5 |
| 주당순이익(원) | 796 | 920 | 951 | 982.0 | 1,106.1 |
| PER | 8.3 | 7.2 | 6.9 | 6.7 | 6.0 |
| | | | | | |
| 매출액 증가율(%) | (4.5) | (0.9) | 0.0 | 0.9 | 4.5 |
| 영업이익 증가율(%) | (13.8) | (2.8) | 0.0 | 2.8 | 13.8 |
| 순이익 증가율(%) | (16.3) | (3.3) | 0.0 | 3.3 | 16.3 |
| 주당순이익 증가율(%) | (16.3) | (3.3) | 0.0 | 3.3 | 16.3 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**표 11. 2013 년 환율 민감도**

| 원달러 환율 변동 | -5% | -1% | Base | 1% | 5% |
|---|---|---|---|---|---|
| 기말기준 환율 | 1,014 | 1,056 | 1,067 | 1,078 | 1,120 |
| 연평균 기준 환율 | 1,002 | 1,044 | 1,055 | 1,066 | 1,108 |
| 매출액(십억원) | 270.0 | 280.2 | 282.7 | 285.3 | 295.4 |
| 영업이익(십억원) | 22.1 | 24.5 | 25.2 | 25.8 | 28.3 |
| 순이익(십억원) | 20.3 | 22.7 | 23.4 | 24.0 | 26.5 |
| 주당순이익(원) | 1,449 | 1,626 | 1,670 | 1,714.5 | 1,891.7 |
| PER | 4.6 | 4.1 | 4.0 | 3.8 | 3.5 |
| | | | | | |
| 매출액 증가율(%) | (4.5) | (0.9) | 0.0 | 0.9 | 4.5 |
| 영업이익 증가율(%) | (12.3) | (2.5) | 0.0 | 2.5 | 12.3 |
| 순이익 증가율(%) | (13.3) | (2.7) | 0.0 | 2.7 | 13.3 |
| 주당순이익 증가율(%) | (13.3) | (2.7) | 0.0 | 2.7 | 13.3 |

*Source: Company data, Leading Research Center*

## Section 9: 영업현황 및 실적전망

### A/V Tape 기술을 활용하여 신규사업 추진

**사업구조의 변화**
**과거 A/V Tape 기술을 바탕으로**
**2차전지, 전자재료 Film 시장 진입**

코스모 신소재는 기존 A/V Tape 사업을 통해 축적된 분체와 도포 기술을 기반으로 새로운 사업군 폭넓게 확대하고 있다.

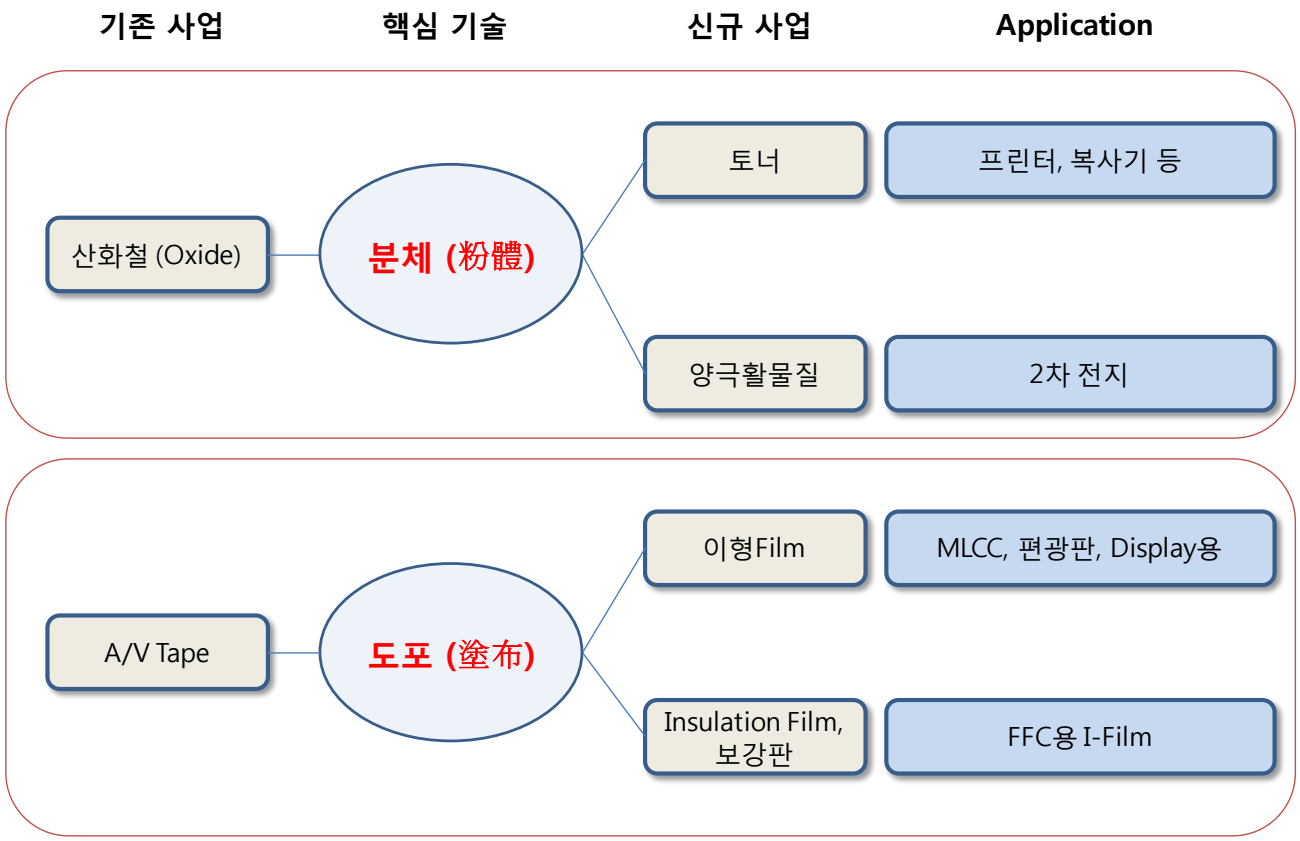
분체기술이란 어떤 재료들을 잘게 쪼개어 균일한 입자를 만들어 내는 기술을 말하며 보다 작으면서도 균일하게 입자를 만들어 내는 능력이 핵심으로 오디오/비디오 테입의 마그네틱 필름의 성능을 좌우한다.

동사는 1980년대 산화철을 생산하는 분체공장을 설립하여 30여년간 분체기술을 축적해 왔으며 이러한 분체기술을 바탕으로 토너, 2차전지 양극활물질 등 다양한 신규사업을 추진 중이다.

도포기술이란 일정한 필름 위에 필요한 재료를 코팅하는 기술을 말하며 표면에 코팅할 때 보다 균일한 두께로 매끄럽게 코팅하는 능력이 핵심기술이다. 이는 오디오/비디오 테입의 음질 또는 화질에 영향을 미치게 된다.

동사는 기존에 오디오/비디오 테이프를 제조하면서 획득한 도포기술을 기반으로 이형 Film, 절연필름 등 다양한 전자재료 film 소재사업으로 확장하고 있다.

**도표 16. 사업 Portfolio**




*Source: Company data, Leading Research Center*

## 2 차전지 양극활물질 주력사업화

**A/V Tape 에서 2차전지 양극활물질 소재 사업으로 무게 중심 이동**

코스모 신소재에서 추진하고 있는 주력사업 중 가장 주목해야 할 것은 2 차전지 양극활물질 사업이다.

2008 년 양산을 개시하여 양산규모가 2009 년까지 월 40 톤 정도 생산하여 주로 삼성 SDI 에 공급해왔으며 년 매출 160 억원, 매출비중 14% 정도로 그리 큰 규모의 사업은 아니었으나 2010 년 코스모 화학에서 인수합병 후 본격적인 사업확대를 꾀하고 있다.

동사의 2 차전지 소재는 양극활물질로서 2 차전지 소재 중 원가비중이 약 35%로 가장 높은 소재이며 리튬이온 전지의 성능을 좌우하는 가장 중요한 소재이다.

**스마트 폰 등 Mobile 화에 따라 2차 전지용 활물질 수요 확대**

2 차전지의 양극활물질은 그 쓰임새에 따라 다양한 활물질들이 존재한다. 동사가 생산하는 양극활물질은 LCO (LiCoO2, 리튬 코발트 옥사이드) 로서 주로 고출력을 요구하는 Smart Phone, 전동공구 등 IT 기기에 사용되는 재료이며 최근 Smart Phone 시장이 본격화 되면서 국내 삼성 SDI, LG 화학 등 배터리 업체들의 LCO 수요가 증가하고 있어 동사의 매출확대가 예상된다.

**2013년 전기자동차 시장에도 대비 NCM 계열 활물질 생산 계획**

동사는 LCO 외에도 하이브리드 자동차 등 전기자동차용 배터리에 사용되는 NCM(니켈 코발트 망간, LiNi1/3Co1/3Mn1/3O2) 소재도 2013 년부터 양산할 계획이어서 향후 전기자동차 시장의 확대에 매출증대가 예상된다.

**도표 17. 2 차전지 양극활물질 Application**

*Source: Company data*

**표 12. 양극활물질 종류별 특징**

| 구분 | **LCO ($LiCoO_2$)** | NCM ($LiNi_{1/3}Co_{1/3}Mn_{1/3}O_2$) | LMO ($LiMn_2O_4$) | LFP ($LiFePO_4$/C) |
|---|---|---|---|---|
| 용도 | **IT 용 전지** | 고용량, 중대형 | 고출력 중대형 | 고출력, 고안정성 |
| 장점 | **고출력, 고안정성** | Co 함량을 낮춰 가격 하향, 안전성, 고용량 | 가격저렴, 발열 없음, 안전성 좋음 | 저 Cost, 발열 없음, 안전성 좋음, 장수명 |
| 단점 | **Co 가격 높음, 대형화 불리** | 저온시 출력 열화, 낮은 용량, 고온수명 불안정 | 부피당 용량 취약, 고온 특성 불리, 수명 문제 | 전자 전도성 낮음 (낮은 평균 전압) |
| 용량 | **140mAh/g** | 170mAh/g | 120mAh/g | 150mAh/g |
| 전압 | **3.6V** | 3.6V | 3.8V | 3.45V |
| 배터리 업체 | **대부분 기업** | LG 화학, 삼성 SDI | LG 화학, EnerDel | A123, BYD |
| 활물질 업체 | **니치아, 유미코아, 코스모신소재** | 엘앤에프, 에코프로, 대정이엠, Toda Kogyo | 휘닉스피디이 | 한화케미칼 |

*Source: Company data, Leading Research Cente*

**2차전지 양극활물질 생산규모 확대**
**2010년 1,200톤/년 → 2013년 4,800톤/년**

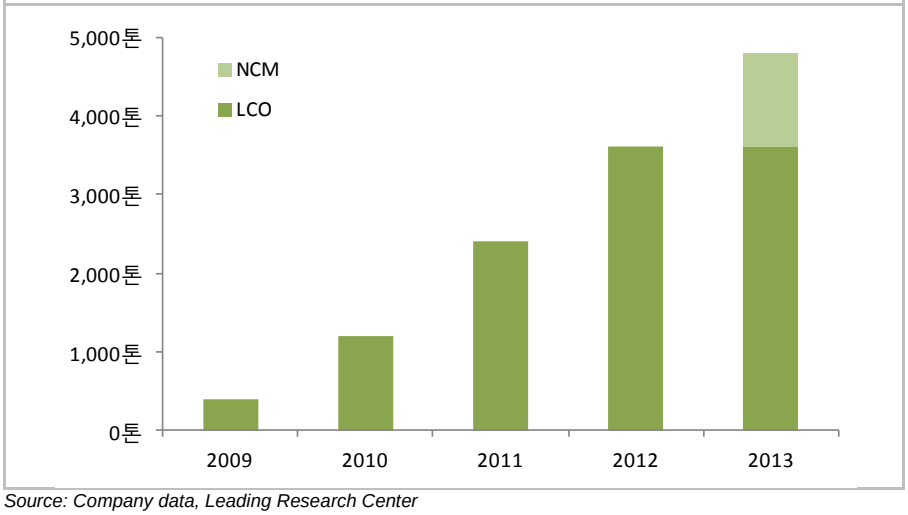
동사는 2차전지 양극활물질 생산규모를 급격하게 증량하고 있다. 2011년 3분기에 이미 년 1,200톤 생산규모에서 추가 증설하여 총 생산능력을 2,400톤까지 확보하였으며 2012년, 2013년 지속적으로 추가 라인을 증설하여 2013년말 총 생산규모를 4,800톤까지 증량할 계획이다.

당분간은 생산규모의 대부분을 IT 용 전지소재인 LCO 생산에 주력할 예정이나 향후 자동차용 2차전지 시장확대가 본격화되는 2013년 이후 NCM 양극활물질 생산비중을 50%까지 확대해 나갈 계획이다.

**자동차용 2차전지에 적합한 NCM 양극활물질도 중장기적으로 전체 생산규모의 50% 생산 계획**

시장확대가 예상되는 자동차용 2차전지 시장을 대비하여 현재 증설 중인 양극활물질 생산라인은 일부를 NCM 계열 활물질 생산라인으로 전환하여 사용할 계획이며 아울러 NCM 전구체를 직접 생산하여 활물질 핵심자재 내재화 및 외부 판매를 병행할 계획이어서 이에 따른 수익성 향상이 기대된다.

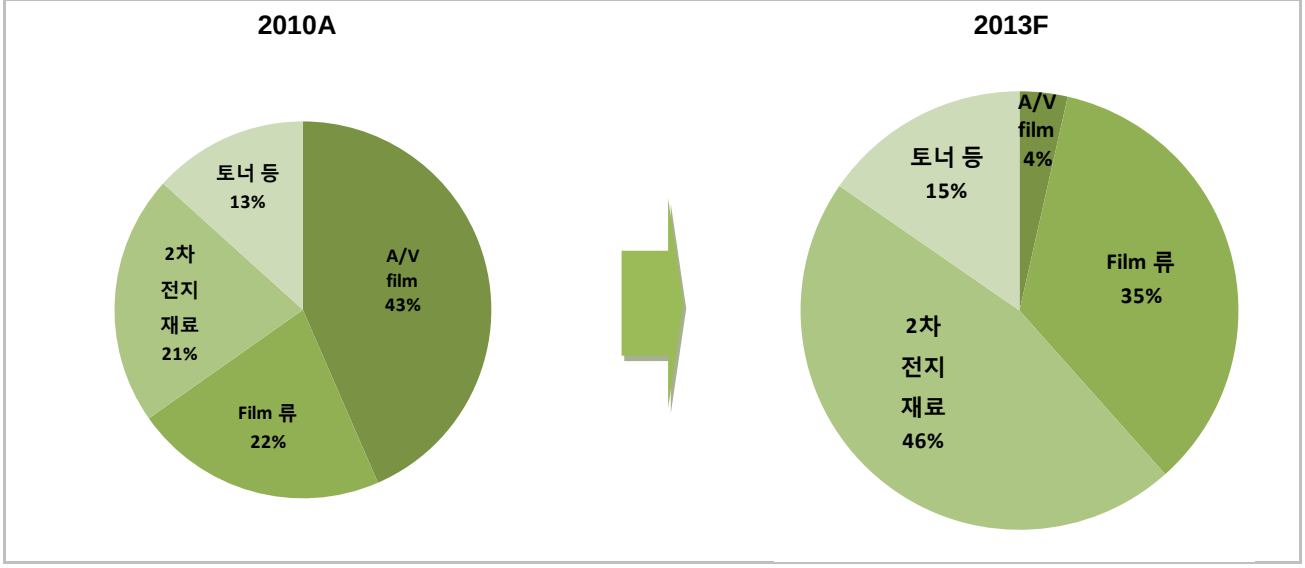
**도표 18. 2 차전지 양극활물질 라인증설 계획**




*Source: Company data, Leading Research Center*

상기 2차전지 활물질 투자 및 매출 증가에 따라 동사의 매출구조에서 큰 변화가 있을 것으로 보여진다. 2010년 기준으로 A/V Tape 의 매출비중이 여전히 43%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으나 2013년에는 4% 수준으로 줄어들 것으로 전망되며, 반면에 2차전지 소재부문의 매출은 2013년까지 년 평균 53%씩 증가하여 전체 매출의 46%를 차지하는 주력제품으로 부상할 것으로 예측된다.

**도표 19. 제품군별 매출비중 변화**




*Source: Company data, Leading Research Center*

## 이형필름 등 신규사업 집중 투자를 통해 경쟁력 제고

**이형 Film 등 다양한 기능성 Film 사업확대**

코스모 신소재는 2차전지 양극활물질외 신규사업군에 대한 투자도 2011년 집중적으로 실시하였다. 이형필름은 동사의 매출 규모 중 A/V Tape, 2차전지 양극활물질에 이어 세번째로 비중이 큰 주력제품군으로 생산능력 1억2천만 m2를 보유하고 있다. 주 고객사는 삼성전기의 MLCC 용으로 공급하고 있으며 경쟁업체는 일본의 도레이 첨단소재이다. 현재까지는 삼성전기의 필요량의 30%를 동사에서 공급하고 나머지 70%를 도레이 첨단소재에서 공급하고 있는 상황이나 최근 삼성전기의 요청에 의해 제품수준이 한단계 우수한 이형필름을 생산하는 신규라인 투자를 2Q11에 완료하여 현재 가동 중이다. 신규라인의 특징은 필름 코팅기의 전장폭을 기존 설비의 700mm, 1,200mm 수준에서 2,500mm 확대하여 다양한 고객의 요구에 대응이 가능해 졌으며 기존에 생산하는 제품 수준을 기존 초저조도 수준에서 극초저도 이상의 제품으로 제품등급으로 높였다.

**수익성이 우수한 칼라 토너 생산능력 확대로 전체 사업수익성 개선 효과**

토너부문은 기존 보유 년 1,200톤 (흑백 600톤, 칼라 600톤) 생산라인에 추가로 금년 2분기에 칼라토너 생산라인 1개(600톤/년)를 증설하였으며 2013년까지 매년 칼라토너 생산라인을 1개씩 증량하여 년 3,000톤 규모까지 확대할 계획이다. 칼라토너는 기본적으로 4가지 색깔[Cyan, Magenta, Yellow, Black]로 구성되기 때문에 흑백을 포함한 각 단위 색깔별 독립라인을 확보하게 된다.

전세계 토너시장에서 동사가 차지하는 비중은 5% 미만으로 아직 미미한 수준이다. 일본업체들인 캐논과 후지가 전체시장의 70%를 차지하고 있으며 국내시장 또한 LG 화학에서 대부분을 차지하고 있어 동사가 금번 생산능력 확대는 전체시장에서 큰 의미를 갖지는 못하나 토너는 동사가 A/V Tape 사업을 통해 축적한 분쇄기술과 Mixing 기술을 기반으로 하고 있어 향후 지속적인 사업확장이 기대된다.

**표 13. 제품군별 투자계획**

| 구분 | | 년도 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 자금조달('11 년) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 분체 | Toner | 투자비(억원) | - | 30 | 30 | 30 | BW 발행 |
| | | 생산규모(톤/년) | 1,200 | 1,800 | 2,400 | 3,000 | |
| | 양극활물질 | 투자비(억원) | - | 60 | 60 | 60 | |
| | | 생산규모(톤/년) | 1,200 | 2,400 | 3,600 | 4,800 | |
| | 전구체 | 투자비(억원) | - | 10 | 40 | 50 | |
| | (NCM) | 생산규모(톤/년) | - | - | 1,200 | 2,400 | |
| 도포 | 이형필름 | 투자비(억원) | - | 145 | - | - | 외부 차입 |
| | 외 | 생산규모(백만 $m_2$/년) | 120 | 240 | - | - | |
| 총 투자비 (억원) | | | | 245 | 130 | 140 | |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**표 14. 제품군별 매출전망**

| (십억원) | | 매출액 | | | | 매출비중 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2010A | 2011E | 2012F | 2013F | 2010A | 2011E | 2012F | 2013F |
| 분체 | 2 차전지소재 | 35.5 | 55.0 | 76.1 | 130.6 | 21% | 33% | 37% | 46% |
| | 토너 | 11.0 | 16.0 | 21.1 | 27.8 | 7% | 10% | 10% | 10% |
| | 산화철 | 11.0 | 13.0 | 14.3 | 15.7 | 7% | 8% | 7% | 6% |
| 도포 | 이형 Film | 18.0 | 30.5 | 53.0 | 63.0 | 11% | 18% | 26% | 22% |
| | Insulation, 보강판 | 18.0 | 10.2 | 18.5 | 20.6 | 11% | 6% | 9% | 7% |
| | 반도체 실링+LMT | 0.0 | 0.0 | 4.0 | 15.0 | 0% | 0% | 2% | 5% |
| A/V Tape | | 71.9 | 42.0 | 20.0 | 10.0 | 43% | 25% | 10% | 4% |
| Total | | 165.4 | 166.7 | 207.0 | 282.7 | 100% | 100% | 100% | 100% |

*Source: Company data, Leading Research Center*

## 실적전망

### 3 가지 악재에도 2011 년은 작년수준 유지

**2011년 실적은 작년수준가 유사할 전망**

2011년은 신규사업에 대규모 투자를 통해 향후 매출확대의 신호탄을 쏘아 올린 한 해라고 볼 수 있으나 년간 실적은 작년에 비해 크게 나아지지는 못할 것으로 전망된다.

**매출은 작년과 동급수준**
**- A/V 매출 비중 축소를 2차전지 활물질 등 신규사업으로 대체**

매출은 A/V Tape 사업부문의 매출비중이 2010년 43% 대비 2011년에는 24%까지 줄어들었으나 이를 대신하여 양극활물질, 이형필름, 토너 등 신규사업에서 매출이 신장되어 결과적으로 작년과 동일한 매출을 유지할 수 있었다.

**영업이익률은 소폭의 하락**
**- A/V 적자 전환과 IT 경기 하락으로 Film 류 마진율 축소**

영업이익률 또한 수익성면에서 우수한 양극활물질, 칼러토너 등의 매출증가에도 불구하고 작년보다 밑돌것으로 전망된다. 이는 A/V Tape 판가하락으로 영업이익이 적자로 돌아서고, IT 경기 침체 및 소비위축과 맞출려 이형필름, 절연필름, 산화철 등에서의 영업이익률이 절반이상으로 크게 하락하였기 때문이다.

**2012년은 2차전지, 토너, 이형 Film 의 증량효과로 매출 및 이익 증대 가능**

하지만, 2012년은 2011년에 증설투자를 실시한 양극활물질, 토너 등 분체류에서의 매출증가가 지속되고 신규라인에서 보다 고부가가치의 이형 Film 을 생산하게 되어 수익률이 증가할 것으로 전망되어 년 평균 7% 대의 수익률 달성할 것으로 전망된다.

**표 15. 분기별 실적**

| (Wbn,%) | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11E | 3Q11 QoQ(%) | 3Q11 YoY(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 43.5 | 42.4 | 43.0 | 41.7 | 41.4 | 42.8 | (0.0) | 0.0 |
| 영업이익 | 4.6 | (0.7) | 2.1 | 0.9 | 0.6 | 1.0 | (0.9) | (2.4) |
| 금융수익 | 2.9 | 1.5 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | (1.0) | (0.9) |
| 금융비용 | 3.2 | 2.8 | 2.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | (0.6) | (0.6) |
| 세전이익 | 12.7 | 55.3 | 0.8 | 0.5 | 0.1 | 0.6 | (1.0) | (1.0) |
| 순이익 | 12.7 | 55.3 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | (1.0) | (1.0) |
| 영업이익률(%) | 10.6% | -1.7% | 4.8% | 2.2% | 1.4% | 2.3% | | |
| 순이익률(%) | 29.2% | 130.3% | 1.9% | 1.3% | 1.3% | 1.4% | | |

*Source: Company data, Leading Research Center*

**표 16. 년도별 실적**

| (Wbn,%) | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F | 2011E yoy(%) | 2012F yoy(%) | 2013F yoy(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출 | 164 | 169 | 207 | 283 | 2.9 | 22.6 | 36.6 |
| 매출총이익 | 18 | 16 | 28 | 42 | (10.3) | 74.9 | 48.5 |
| 영업이익 | 8 | 5 | 16 | 25 | (33.9) | 200.5 | 59.9 |
| 세전이익 | 69 | 2 | 13 | 23 | (96.5) | 447.5 | 75.6 |
| 당기순이익 | 69 | 2 | 13 | 23 | (96.5) | 447.5 | 75.6 |
| EPS | 4920 | 174 | 951 | 1670 | (96.5) | 447.5 | 75.6 |
| 영업이익률 (%) | 4.8% | 3.1% | 7.6% | 8.9% | | | |
| 순이익률 (%) | 42.0% | 1.4% | 6.4% | 8.3% | | | |

*Source: Company data, Leading Research Center*

## Section 10: Valuation – 목표주가 11,400 원

**Valuation 비교 대상은 2차전지 양극활물질 생산업체인 에코프로**

코스모신소재는 지난 수년간 지속된 적자로 정상적인 Valuation 평가가 힘들었다. 2006 년부터 꾸준히 적자를 기록하다 2010 년에는 일회성 영업외이익인 채무면제 이익으로 흑자를 기록하였으나 Valuation 측면에서 큰 의미는 없었다. 그러나 2008 년부터 시작된 2 차전지 양극활물질 부분은 2011 년에 생산능력을 증가시키며 2012 년부터 본격적으로 대량생산이 시작되고 고부가가치 제품인 토너생산도 증가하며 본격적으로 흑자 대열에 들어설 것으로 예상된다.

코스모신소재의 Valuation 을 구하는데 있어서 Peer 로 에코프로로 정하였다. 그 이유는 에코프로 역시 2 차전지 양극활물질이 주 제품이며 부수제품으로 고부가가치 제품인 환경소재 및 필터등을 생산하는 업체로 코스모신소재와 비슷한 구조의 기업이다.

그러나 코스모신소재는 수년간의 적자행진으로 시장의 신뢰를 크게 잃어 에코프로보다 영업이익률과 ROE 가 우수함에도 불구하고 (2012 년 예상 기준) PER 은 에코프로의 2012 년 예상 ROE 와 OPM 면에서 에코프로보다 우수함에도 불구하고 에코프로의 2012 년 PER 과 EV/EBITDA 는 각각 23.8 배와 11.4 배인 반면 코스모 신소재는 6.9 배와 6.1 배에 불과하다 (Page 11).

**기존 2차전지 업체들 대비 높은 ROE, 수익률에도 불구 상대적으로 저평가**

코스모신소재가 에코프로에 비해 수익성과 안정성면에서 비슷함에도 불구하고 아직 시장에서 인정을 못받고 있으나 경영정상화 속도 감안시 2012 년에는 인정받을 것으로 예상된다. 따라서 코스모신소재는 최소 에코프로의 PER Valuation 의 50%는 충분히 받을 수 있다는 판단아래 에코프로의 2012 년 예상 PER 인 23.8 배의 50%인 12.0 배를 코스모신소재의 정당한 PER Valuation 으로 책정한다.

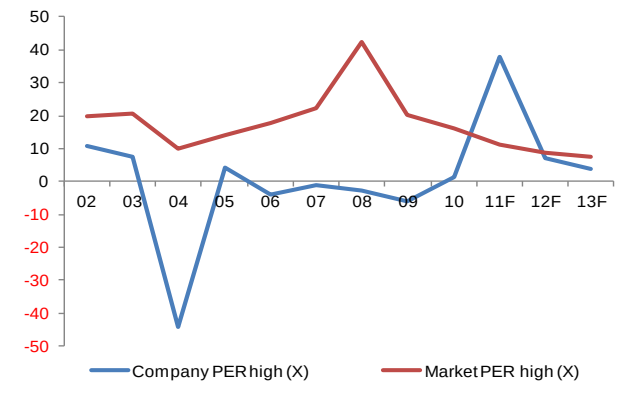
코스모신소재의 2012 년 예상 EPS 951 원에 12 배의 PER 을 적용한 11,400 원을 적정가격으로 산출한다. 이는 현재 주가인 6,500 원에서 75.4%의 상승여력을 나타낸다.

**표 17. 시장 PER 에 대한 코스모신소재의 디스카운트 정도**

| (X, %) | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Company PER high | 11.0 | 7.4 | (44.3) | 4.1 | (4.2) | (1.0) | (2.7) | (5.9) | 1.3 | 38.0 | 6.9 | 4.0 |
| Market PER high | 19.9 | 20.7 | 9.9 | 13.9 | 17.9 | 22.3 | 42.4 | 20.4 | 16.0 | 11.2 | 8.5 | 7.4 |
| Premium/(Discount) to market (%) | **(44.8)** | **(64.4)** | **NA** | **(70.8)** | **NA** | **NA** | **NA** | **NA** | **(92.1)** | **239.3** | **(18.6)** | **(46.8)** |
| | | | | | | | | | | | | |
| Company PER low (X) | 2.0 | 2.9 | (21.2) | 2.0 | (2.5) | (0.4) | (0.5) | (1.7) | 0.6 | 38.0 | 6.9 | 4.0 |
| Market PER low (X) | 9.9 | 10.2 | 5.7 | 7.2 | 11.0 | 10.9 | 16.2 | 9.8 | 9.6 | 8.6 | 8.5 | 7.4 |
| Premium/(Discount) to market (%) | **(80.1)** | **(71.6)** | **NA** | **(72.8)** | **NA** | **NA** | **NA** | **NA** | **(93.8)** | **341.8** | **(18.6)** | **(46.8)** |

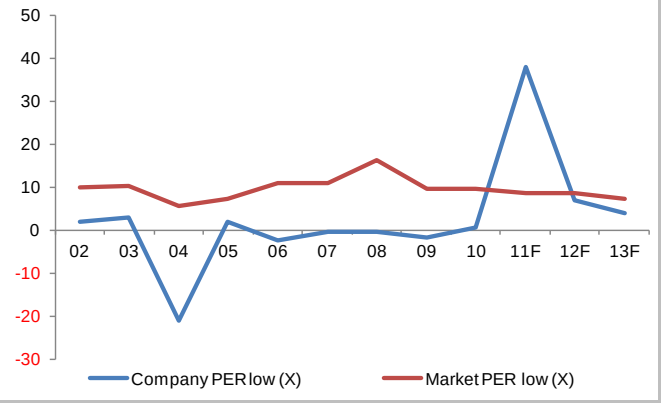
*Source: Company data, Leading Research Center*
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

**도표 20. 코스모신소재 PER high vs. 시장 PER high**




*Source:Fnguide, Leading Research Center*

**도표 21. 코스모신소재 PER low vs. 시장 PER low**




*Source: Fnguide, Leading Research Center*

# 재무제표

**손익계산서**

| (십억원) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **302.2** | **300.4** | **279.4** | **245.5** | **168.4** | **140.4** | **103.5** | **114.7** | **115.8** | **164.1** | **168.9** | **207.0** | **282.7** |
| 매출액 증가율 (%) | (3.6) | (0.6) | (7.0) | (12.1) | (31.4) | (16.7) | (26.3) | 10.9 | 1.0 | 41.6 | 2.9 | 22.6 | 36.6 |
| 매출원가 | 235.8 | 231.3 | 220.8 | 210.8 | 161.1 | 145.9 | 114.3 | 117.0 | 112.6 | 146.0 | 152.7 | 178.6 | 240.6 |
| **매출총이익** | **66.3** | **69.1** | **58.5** | **34.8** | **7.4** | **(5.5)** | **(10.8)** | **(2.3)** | **3.3** | **18.1** | **16.2** | **28.4** | **42.1** |
| 매출총이익율 (%) | 22.0 | 23.0 | 21.0 | 14.2 | 4.4 | (3.9) | (10.4) | (2.0) | 2.8 | 11.0 | 9.6 | 13.7 | 14.9 |
| | | | | | | | | | | | | | |
| **판매관리비** | **20.3** | **22.2** | **24.2** | **21.6** | **17.0** | **16.1** | **15.0** | **11.7** | **8.5** | **10.2** | **11.0** | **12.6** | **17.0** |
| **영업이익** | **46.0** | **46.9** | **34.4** | **13.2** | **(9.6)** | **(21.5)** | **(25.8)** | **(13.9)** | **(5.2)** | **7.9** | **5.2** | **15.7** | **25.2** |
| 영업이익률 (%) | 15.2 | 15.6 | 12.3 | 5.4 | (5.7) | (15.3) | (25.0) | (12.2) | (4.5) | 4.8 | 3.1 | 7.6 | 8.9 |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 영업외수익 | 14.8 | 27.9 | 16.6 | 13.3 | 61.2 | 34.3 | 5.0 | 16.6 | 14.2 | 74.0 | 7.1 | 7.7 | 8.6 |
| 이자수익 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 0.6 | 1.1 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.2 | 0.5 | 0.9 | 1.5 |
| Net 외화관련이익 | 5.0 | 4.7 | 3.9 | 3.3 | 2.6 | 3.7 | 2.4 | 10.4 | 11.8 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.4 |
| 지분법 평가이익 | 0.0 | 5.1 | 5.5 | 1.5 | 0.4 | 0.7 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 영업외비용 | 62.5 | 61.3 | 34.7 | 28.3 | 21.8 | 37.0 | 15.2 | 27.7 | 17.7 | 13.1 | 9.9 | 10.1 | 10.4 |
| 지급이자 | 35.1 | 27.6 | 25.6 | 18.4 | 11.2 | 6.7 | 7.9 | 5.3 | 5.5 | 5.0 | 4.1 | 4.9 | 5.2 |
| 외화관련손실 | 5.4 | 4.1 | 4.3 | 4.4 | 3.2 | 3.9 | 3.0 | 21.0 | 10.6 | 4.2 | 4.0 | 3.8 | 3.7 |
| 지분법 평가손실 | 1.5 | 0.0 | 0.4 | 0.8 | 3.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.8 | 1.6 | 0.7 | 0.5 | 0.5 |
| | | | | | | | | | | | | | |
| **세전이익** | **(1.7)** | **13.5** | **16.4** | **(1.8)** | **29.8** | **(24.3)** | **(36.1)** | **(25.0)** | **(8.7)** | **68.8** | **2.4** | **13.3** | **23.4** |
| 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 | 0.0 |
| 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 | 0.0 |
| **당기순이익** | **(1.7)** | **13.5** | **16.4** | **(1.8)** | **29.8** | **(24.3)** | **(41.5)** | **(25.9)** | **(8.7)** | **68.8** | **2.4** | **13.3** | **23.4** |

**대차대조표**

| (십억원) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현금 | 19.9 | 29.4 | 38.5 | 22.2 | 20.4 | 22.9 | 3.2 | 2.3 | 5.8 | 12.1 | 9.1 | 8.5 | 5.5 |
| 단기금융상품 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출채권 | 26.3 | 28.8 | 24.5 | 25.7 | 24.9 | 20.6 | 17.6 | 14.2 | 14.9 | 19.7 | 20.3 | 25.5 | 35.3 |
| 기타 | 7.3 | 3.5 | 4.9 | 4.0 | 5.7 | 3.8 | 2.5 | 3.0 | 1.0 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.6 |
| 당좌자산 | 53.5 | 61.7 | 68.1 | 52.1 | 65.1 | 47.6 | 23.5 | 19.5 | 21.7 | 33.4 | 47.6 | 66.9 | 87.7 |
| 재고자산 | 20.2 | 21.0 | 21.7 | 20.7 | 21.8 | 21.2 | 18.0 | 21.7 | 15.4 | 16.0 | 15.0 | 17.0 | 22.1 |
| **유동자산** | **73.7** | **82.7** | **89.8** | **72.8** | **86.9** | **68.7** | **41.5** | **41.2** | **37.1** | **49.4** | **62.5** | **83.8** | **109.9** |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 투자자산 | 14.1 | 17.9 | 22.7 | 23.3 | 4.1 | 4.7 | 4.2 | 4.2 | 3.3 | 1.7 | 1.3 | 1.5 | 2.0 |
| 고정자산 | 282.6 | 236.2 | 223.5 | 215.5 | 203.0 | 196.2 | 184.6 | 155.3 | 150.0 | 149.6 | 165.1 | 168.5 | 170.6 |
| 기타 | 6.0 | 3.2 | 2.3 | 1.5 | 3.3 | 3.5 | 1.5 | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| **비유동자산** | **302.7** | **257.3** | **248.5** | **240.3** | **210.5** | **204.3** | **190.3** | **160.7** | **154.1** | **152.0** | **167.2** | **170.8** | **173.4** |
| **자산총계** | **376.5** | **340.0** | **338.3** | **313.1** | **297.4** | **273.1** | **231.8** | **201.9** | **191.2** | **201.5** | **229.7** | **254.6** | **283.3** |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 매입채무 | 52.8 | 53.6 | 43.1 | 34.1 | 22.9 | 20.5 | 12.3 | 18.2 | 21.7 | 15.2 | 15.6 | 17.0 | 23.1 |
| 단기차입금 | 10.4 | 2.0 | 0.0 | 0.1 | 8.1 | 32.5 | 26.5 | 23.4 | 25.7 | 63.0 | 63.0 | 63.0 | 63.0 |
| 유동성 장기차입금 | 5.6 | 5.2 | 11.3 | 16.1 | 0.1 | 22.5 | 22.5 | 10.1 | 10.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 22.8 | 17.1 | 14.3 | 10.1 | 9.7 | 11.5 | 8.4 | 10.3 | 6.3 | 10.5 | 11.1 | 8.3 | 7.0 |
| **유동부채** | **91.5** | **77.9** | **68.7** | **60.5** | **40.8** | **87.0** | **69.7** | **62.0** | **63.9** | **88.7** | **89.7** | **88.3** | **93.1** |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 사채 | 109.8 | 74.0 | 60.0 | 53.7 | 39.7 | 30.8 | 31.8 | 31.8 | 31.8 | 0.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 장기차입금 | 156.5 | 153.4 | 110.4 | 104.3 | 57.2 | 35.1 | 49.1 | 53.1 | 51.7 | 0.0 | 15.0 | 28.0 | 28.0 |
| 퇴직급여충당금 | 1.7 | 4.4 | 6.6 | 3.8 | 7.5 | 8.3 | 9.5 | 9.1 | 6.7 | 8.5 | 8.5 | 8.6 | 8.9 |
| 기타 | 1.0 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.5 |
| **비유동부채** | **269.0** | **232.2** | **177.3** | **162.0** | **104.6** | **74.3** | **90.5** | **94.2** | **90.4** | **9.1** | **33.9** | **46.9** | **47.4** |
| **부채총계** | **360.5** | **310.0** | **246.0** | **222.5** | **145.4** | **161.3** | **160.3** | **156.3** | **154.3** | **97.8** | **123.6** | **135.2** | **140.5** |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 납입자본금 | 54.9 | 79.1 | 156.8 | 156.8 | 209.8 | 209.8 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | 69.9 | 69.9 |
| 자본잉여금 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 141.2 | 23.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | (109.6) | (96.1) | (79.7) | (81.5) | (51.8) | (76.1) | (117.6) | (21.1) | (6.2) | 62.6 | 65.0 | 78.3 | 101.7 |
| 자본조정 | 70.7 | 47.0 | 15.2 | 15.3 | (6.1) | (22.0) | (22.0) | (26.8) | (26.8) | (28.8) | (28.8) | (28.8) | (28.8) |
| **자본총계** | **16.0** | **30.0** | **92.3** | **90.6** | **152.0** | **111.7** | **71.5** | **45.7** | **37.0** | **103.7** | **106.1** | **119.4** | **142.8** |

**현금흐름표**

| (십억원) | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **당기순이익** | **(1.7)** | **13.5** | **16.4** | **(1.8)** | **29.8** | **(24.3)** | **(41.5)** | **(25.9)** | **(8.7)** | **68.8** | **2.4** | **13.3** | **23.4** |
| **비현금성 비용의 가산** | **52.3** | **60.5** | **38.9** | **30.1** | **28.0** | **46.9** | **26.7** | **25.5** | **13.7** | **12.2** | **13.8** | **14.7** | **17.4** |
| 감가상각비 | 20.4 | 17.8 | 16.4 | 15.6 | 15.2 | 15.5 | 8.9 | 6.7 | 5.8 | 5.2 | 8.9 | 9.6 | 11.9 |
| 지분법평가손실 | 1.5 | 0.0 | 0.4 | 0.8 | 3.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.8 | 1.6 | 0.7 | 0.5 | 0.5 |
| 기타 | 31.1 | 41.9 | 21.7 | 13.7 | 12.7 | 31.0 | 17.3 | 18.8 | 7.9 | 7.0 | 4.9 | 5.1 | 5.5 |
| **비현금성 수익의 차감** | **6.6** | **22.6** | **9.7** | **8.6** | **57.0** | **29.5** | **2.5** | **7.3** | **7.9** | **60.4** | **2.7** | **2.9** | **3.3** |
| 지분법평가이익 | 0.0 | 5.1 | 5.5 | 1.5 | 0.4 | 0.7 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 6.6 | 17.6 | 4.2 | 7.1 | 56.6 | 28.8 | 2.4 | 7.2 | 7.9 | 60.4 | 2.7 | 2.9 | 3.3 |
| **영업자산과 부채의 가산** | (12.8) | (6.6) | (11.6) | (15.8) | (13.4) | 3.3 | (8.2) | 1.9 | 1.6 | (9.4) | (3.5) | (9.8) | (10.9) |
| 운전자금의 증가 | 18.3 | 2.4 | 6.9 | 9.2 | 11.5 | (2.5) | 2.1 | (5.6) | (9.1) | 11.9 | (0.8) | 5.8 | 8.9 |
| 기타 | (5.5) | 4.2 | 4.7 | (6.6) | 1.9 | (0.7) | 6.1 | 3.7 | 7.6 | (2.5) | (4.3) | (4.0) | (2.0) |
| **영업활동현금흐름** | **31.2** | **44.8** | **34.0** | **4.0** | **(12.6)** | **(3.6)** | **(25.5)** | **(5.8)** | **(1.3)** | **11.2** | **10.1** | **15.3** | **26.5** |
| 설비투자 | 5.2 | 6.1 | 6.8 | 12.0 | 5.7 | 9.6 | 2.7 | 0.7 | 0.9 | 15.0 | 24.5 | 13.0 | 14.0 |
| **잉여현금흐름** | **26.1** | **38.8** | **27.3** | **(8.0)** | **(18.3)** | **(13.2)** | **(28.2)** | **(6.5)** | **(2.3)** | **(3.8)** | **(14.4)** | **2.3** | **12.5** |
| 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 | (0.7) | (1.2) | (0.3) | 0.0 | (24.2) | (0.1) | (0.9) | (0.1) | 0.0 | 0.0 | (0.4) | 0.2 | 0.5 |
| 신주발행 | 0.0 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 1.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채증가 | (20.5) | (47.8) | (52.9) | (7.4) | (69.1) | 15.7 | 9.0 | (11.5) | 0.9 | (56.3) | 25.0 | 13.0 | 0.0 |
| 기타 | (13.7) | (17.1) | (34.2) | 0.8 | (60.0) | 0.0 | 1.5 | (17.0) | (4.9) | (66.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **순현금흐름** | **19.9** | **9.5** | **9.0** | **(16.3)** | **(1.9)** | **2.6** | **(19.7)** | **(0.9)** | **3.5** | **6.3** | **11.0** | **15.1** | **12.0** |
| 기초현금 | 0.0 | 19.9 | 29.4 | 38.5 | 22.2 | 20.4 | 22.9 | 3.2 | 2.3 | 5.8 | 12.0 | 23.0 | 38.2 |
| 기말현금 | 19.9 | 29.4 | 38.5 | 22.2 | 20.4 | 22.9 | 3.2 | 2.3 | 5.8 | 12.1 | 23.0 | 38.2 | 50.2 |

**재무안정성 지표**

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 유동비율 (%) | 80.6 | 106.3 | 130.7 | 120.3 | 212.8 | 79.0 | 59.6 | 66.5 | 58.1 | 55.7 | 69.7 | 95.0 | 118.0 |
| 당좌비율 (%) | 50.5 | 74.8 | 91.7 | 79.2 | 110.8 | 50.1 | 29.8 | 26.6 | 32.4 | 35.8 | 32.7 | 38.5 | 43.9 |
| 재고보유기간 (일) | 32.1 | 32.5 | 35.3 | 36.7 | 48.1 | 53.7 | 62.6 | 62.0 | 60.2 | 39.3 | 37.0 | 32.6 | 29.7 |
| 매출채권 회수기간 (일) | 40.8 | 33.5 | 34.8 | 37.3 | 54.7 | 59.1 | 67.4 | 50.7 | 45.9 | 38.5 | 43.1 | 40.3 | 39.2 |
| 매입채무 지급기간 (일) | 108.6 | 83.7 | 79.7 | 67.2 | 64.1 | 54.6 | 54.0 | 46.2 | 68.6 | 46.0 | 37.0 | 32.9 | 29.8 |
| 차입금 (십억원) | 282.3 | 234.6 | 181.7 | 174.3 | 105.2 | 120.9 | 129.9 | 118.4 | 119.3 | 63.0 | 88.0 | 101.0 | 101.0 |
| 현금과 현금등가물 | 20.0 | 29.5 | 38.7 | 22.5 | 34.6 | 23.2 | 3.4 | 2.3 | 5.8 | 12.1 | 25.6 | 39.9 | 50.8 |
| 순차입금 (십억원) | 262.3 | 205.1 | 143.0 | 151.8 | 70.6 | 97.7 | 126.5 | 116.1 | 113.5 | 50.9 | 62.4 | 61.1 | 50.2 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 1,639.7 | 683.9 | 154.9 | 167.6 | 46.4 | 87.4 | 176.9 | 254.2 | 307.1 | 49.1 | 58.8 | 51.2 | 35.2 |
| 부채비율 (%) | 2,253.3 | 1,034.0 | 266.5 | 245.6 | 95.7 | 144.4 | 224.0 | 342.0 | 417.3 | 94.3 | 116.4 | 113.2 | 98.4 |
| 이자보상배율 (배) | 1.3 | 1.7 | 1.3 | 0.7 | -0.9 | -3.2 | -3.2 | -2.6 | -1.0 | 1.6 | 1.3 | 3.2 | 4.9 |

**Valuations and margins**

| | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EV/EBITDA (배) | 5.0 | 4.7 | 6.8 | 12.1 | 61.9 | (66.6) | (13.3) | (28.7) | 344.3 | 10.9 | 10.9 | 6.1 | 3.8 |
| EPS (원) | (152) | 852 | 522 | (57) | 710 | (579) | (2,967) | (1,848) | (623) | 4,920 | 174 | 951 | 1,670 |
| EPS 변동률 (%) | N/A | N/A | (38.7) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | (96.5) | 447.5 | 75.6 |
| PER (배) | N/A | 7.7 | 12.6 | N/A | 9.3 | N/A | N/A | N/A | N/A | 1.3 | 38.0 | 6.9 | 4.0 |
| BVPS (원) | 1,044 | 2,237 | 3,912 | 2,888 | 4,144 | 2,663 | 2,557 | 3,266 | 2,643 | 7,414 | 7,588 | 8,539 | 10,209 |
| P/BVPS (배) | 6.3 | 3.0 | 1.7 | 2.3 | 1.6 | 2.5 | 2.6 | 2.0 | 2.5 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.6 |
| 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 (%) | (17.4) | 58.7 | 26.8 | (1.9) | 24.6 | (18.4) | (45.3) | (44.1) | (21.1) | 97.8 | 2.3 | 11.8 | 17.8 |
| ROA (%) | (0.4) | 3.8 | 4.8 | (0.5) | 9.8 | (8.5) | (16.4) | (11.9) | (4.4) | 35.1 | 1.1 | 5.5 | 8.7 |
| 매출총이익률 (%) | 22.0 | 23.0 | 21.0 | 14.2 | 4.4 | (3.9) | (10.4) | (2.0) | 2.8 | 11.0 | 9.6 | 13.7 | 14.9 |
| 영업이익률 (%) | 15.2 | 15.6 | 12.3 | 5.4 | (5.7) | (15.3) | (25.0) | (12.2) | (4.5) | 4.8 | 3.1 | 7.6 | 8.9 |
| 순이익률 (%) | (0.6) | 4.5 | 5.9 | (0.7) | 17.7 | (17.3) | (40.1) | (22.5) | (7.5) | 42.0 | 1.4 | 6.4 | 8.3 |
| EBITDA 이익률 (%) | 22.3 | 21.8 | 18.5 | 12.1 | 3.3 | (4.0) | (15.9) | (6.3) | 0.5 | 8.0 | 8.4 | 12.2 | 13.1 |
| ROIC (%) | 15.8 | 18.3 | 14.6 | 5.5 | (4.1) | (10.0) | (12.7) | (7.7) | (3.4) | 5.2 | 3.2 | 9.0 | 13.5 |
| WACC (%) | 7.9 | 8.2 | 9.6 | 7.2 | 8.6 | 8.0 | 7.6 | 7.6 | 6.2 | 4.2 | 8.2 | 9.1 | 10.5 |
| ROIC less WACC (%) | 7.9 | 10.1 | 5.0 | (1.7) | (12.8) | (18.0) | (20.3) | (15.4) | (9.6) | 1.0 | (5.0) | (0.1) | 3.0 |

### ▶ Compliance Notice

*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.*

### ▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

| 코스모신소재 (005070 KS) | |
|---|---|
| 일자 | 2011-11-21 |
| 투자의견 | BUY |
| 목표주가 | 11,400 |

### ▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이

### ▶ 투자기간 및 투자등급

**기업**

| | |
|---|---|
| BUY (매수) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상 |
| HOLD (중립) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외 |
| SELL (매도) | 향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하 |

**산업**

| | |
|---|---|
| OVERWEIGHT (비중확대) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상 |
| NEUTRAL (중립) | 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상 |
| UNDERWEIGHT (비중축소) | 향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

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