LEADING

Company Report

후성(093370)

2018년 7월 23일

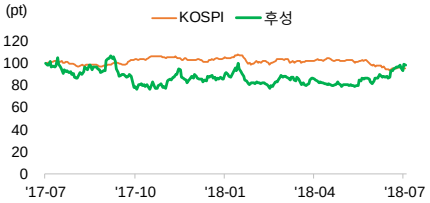
CAPA 확대로 Quantum Jump

BUY(Maintain)

목표주가	14,000 원
현재주가	11,400 원
목표수익률	22.8 %
Key Data	2018 년 7 월 20 일
산업분류	화학
KOSPI	2,289.19
시가총액 (억원)	10,557
발행주식수 (백만주)	92.6
외국인 지분율 (%)	3.6
52 주 고가 (원)	12,400
저가 (원)	8,930
60 일 일평균거래대금 (십억원)	10.5
주요주주	(%)
김용민 외 8인	49.6

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	16.7	10.7	1.8
상대주가	20.5	21.9	8.6

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 서형석
hsseo@leading.co.kr
+822-2009-7086

Analyst 정태원
twchung@leading.co.kr
+822-2009-7087

1. 투자의견 및 목표주가 : BUY & 14,000원

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 14,000 원을 유지. 목표주가 14,000 원은 12M Fwd EPS 496 원에 Target PER 28.2 배를 적용. Target Valuation 은 동사의 과거 PER Band 평균.

'19 년 영업이익은 675 억원(YoY+66.2%)으로 추정. 이는 LiPF6 와 C4F6 의 증설 효과로 본격적인 실적 성장이 예상되기 때문. 대규모 CAPA 증설을 진행 중인 중국 남통 공장은 세계 최대 규모인 중국 전기차 시장 진출을 위한 전략적 요충지가 될 것으로 기대. 또한 고마진 제품인 C4F6 매출성장으로 '19 년 전사 수익성 개선 전망. 이에 과거 Valuation 평균 적용은 합당하다는 판단.

2. 실적전망 및 투자포인트

동사의 **'18년 실적은 매출액 2,885억원(YoY+15.9%), 영업이익 406억원(YoY+14.4%), 당기순이익 330억원(YoY+16.8%) 을 전망**. '18년 실적 성장은 중국 환경 규제에 따른 냉매와 무수불산 가격상승에 기인.

1) '19 년부터 본격적인 CAPA 증설 효과에 따른 LiPF6 실적 성장 기대. 기존 2,200MT/년규모 CAPA 에서 5,600MT/년까지 확대 예정. 남통 공장의 낮은 생산능력으로 공급처 확대가 제한적이었으나 '19 년부터 중국 2 차전지 업체에 대한 공급이 증가할 것으로 기대.

2) C4F6 의 연간 CAPA 는 180MT/년으로 확대되며 '19 년부터 CAPA 증설 효과 예상. 반도체 공정 미세화, 3D NAND 적층 단수 증가로 전방 시장의 우호적인 환경으로 수요확대 지속 전망.

Valuation Forecast

구분	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	억원	1,612	1,921	2,488	2,885	3,555
영업이익	억원	152	364	355	406	675
세전이익	억원	131	594	333	397	671
순이익	억원	137	614	282	330	549
지배순이익	억원	139	609	295	336	547
PER	배	35.53	11.14	31.80	31.39	19.31
PBR	배	5.75	4.61	5.31	4.79	3.68
EV/EBITDA	배	19.97	13.64	15.51	15.55	10.62

Source: Leading Research Center, K-IFRS 연결기준

3. 이차전지 필수 소재, 전해질 강자

동사는 리튬 2 차전지용 전해액의 핵심 첨가제인 LiPF6(Lithium hexafluorophosphate, 육불화인산리튬) 를 생산 및 공급한다. 내년부터 본격적인 CAPA 증설 효과가 기대된다. IT 소재업체들이 과거 고객사로부터 일정 물량에 대한 개런티를 받고 CAPA 를 확대하였던 사례들로 미루어 볼 때 동사의 CAPA 증설이 실적 상승으로 이어질 가능성이 매우 높다는 판단이다.

2 차전지 4 대 핵심 소재는 양극재, 음극재, 전해질, 분리막이다. 전해액은 리튬이온이 충방전시 분리막을 사이에 둔 양극과 음극을 이동할 수 있도록 하는 매개체이다. 전해액에서 LiPF6 가 차지하는 원가 비중은 약 40% 수준이다. 주요 경쟁사는 Morita Chemical, Stella Chemifa, Kanto Denka 등 일본의 화학회사들이다.

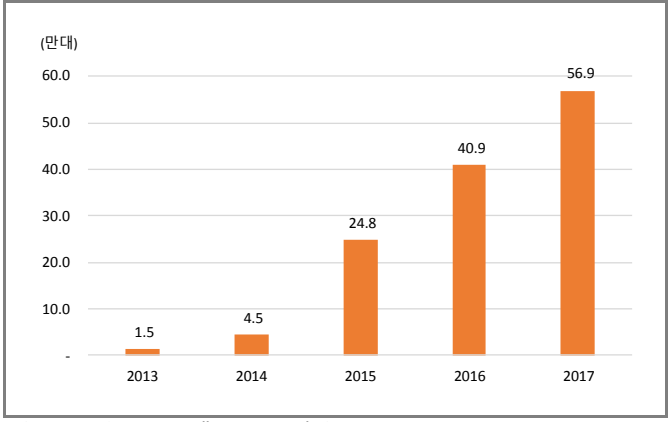
LiPF6 주요 고객사는 국내 전해액 업체 외 일본 및 중국 등 해외 업체들이다. 이들을 통해 End-user 인 2 차전지 제조사로 공급이 된다. 삼성 SDI, LG 화학 등 국내 2 차전지 업체들 뿐 아니라 중국의 CATL, 일본의 Toshiba 와 같은 업체들로 공급되고 있다.

동사의 LiPF6 CAPA 는 국내 1,800MT/년, 중국 남통 공장 400MT/년이다. '18 년말까지 남통 공장 CAPA 증설이 마무리되면 남통 공장만 3,800MT/년까지 확대된다. 전체 2,200MT/년 CAPA 에서 5,600MT/년까지 확대되는 것이다. **'19 년부터 다음 세 가지 근거에 따른 CAPA 증설 효과가 예상**된다.

첫째, 중국 현지 CAPA 증설이기 때문이다. LiPF6 를 생산하는 '후성과기(남통)유한공사(51% 지분율 보유)' 는 중국 현지 업체와 설립한 JV 이다. 중국 현지 공장의 낮은 생산능력으로 공급처 확대가 제한적이었다. 하지만 내년부터는 큰 폭으로 증가하는 생산능력에 따라 중국 매출 비중 확대가 전망된다.

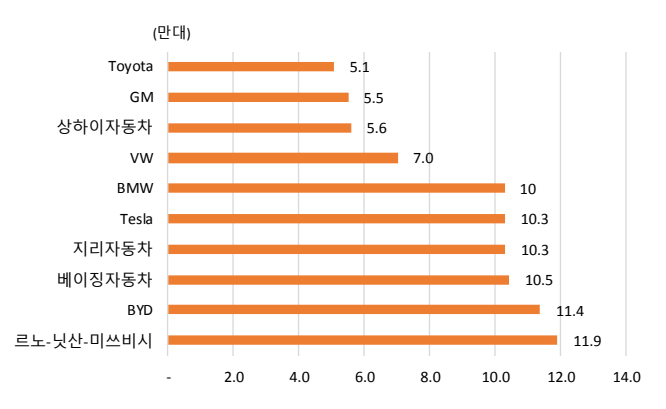
둘째, 중국 2 차전지 시장의 빠른 성장세이다. 중국 內 전기차 판매량은 '13 년 1 만 4,600 대에서 '17 년 56 만 9,000 대로 급증하며 세계 최대 규모 시장을 형성하고 있다. 4 년만에 39 배 성장하였으며 앞으로도 이러한 성장세는 지속될 것으로 예상된다. 중국 정부의 전기차 의무판매제도 시행으로 올해부터 전기차 의무판매비율이 8% 에서 매년 2% 씩 증가하며 시장규모가 확대될 것이기 때문이다.

Exhibit 1. 중국 內 전기차 판매량 추이



Source: KOTRA, Leading Research Center

Exhibit 2. '17 년 글로벌 전기차 판매대수

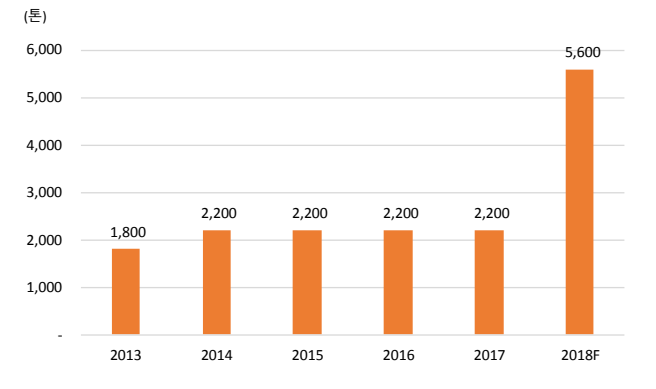


Source: EV Sales, Leading Research Center

셋째, 진입장벽이 존재한다. LiPF6 는 폭발 위험 등으로 인해 기술적 난이도가 높은 제품이다. 따라서 중국 경쟁기업들의 시장진입에 따른 리스크는 제한적이다. 또한 동사는 JV 설립을 통해 중국 시장에 진출했다. 중국은 자국기업 우선주의 경향이 강하기 때문에 현지 파트너사의 네트워크를 기반으로 경쟁사 대비 고객사 확보에 유리한 입장이라는 판단이다.

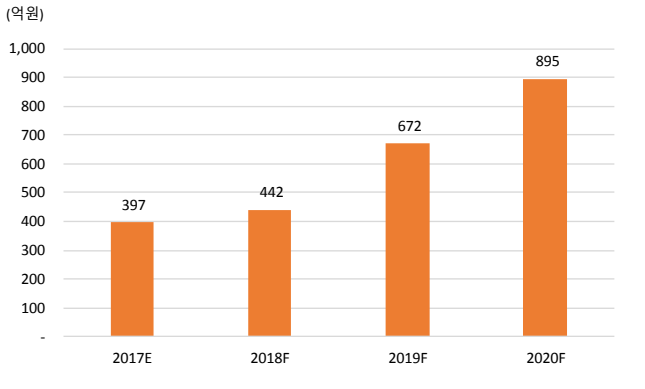
이에 중국 남통 공장의 대규모 CAPA 확대는 동사의 Valuation 에 프리미엄을 부여하기 충분한 요소로 분석된다. SNE Research 에 따르면 '18 년 1 월~5 월 글로벌 2 차전지 출하량은 1 위는 CATL(4,311MWh), 2 위는 파나소닉(4,302MWh), 3 위는 BYD(2,424MWh) 이며, 상위 10 개 업체 중 절반이 중국 기업이었다. '19 년 남통 공장 CAPA 증설 효과가 기대된다.

Exhibit 3. LiPF6 CAPA 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. LiPF6 매출액 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

4. 반도체 특수가스 CAPA 증설 효과

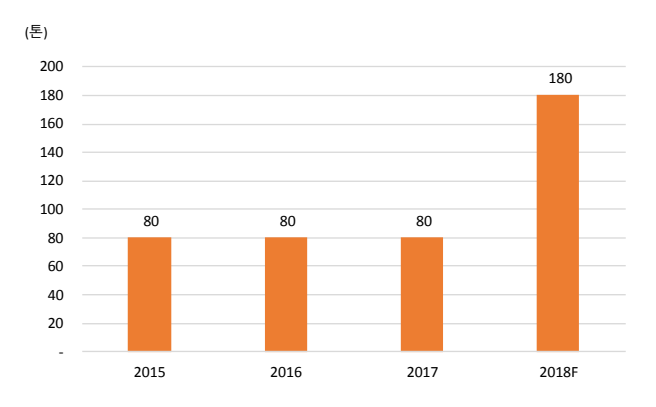
특수가스 부문의 주요 제품은 C4F6(Hexafluorocyclobutene, 육불화부타디엔) 와 WF6(Tungsten hexafluoride, 율불화텅스텐) 이다. C4F6 는 반도체 공정에 사용되는 Oxide Etching Gas 이다. 반도체 웨이퍼 위 패턴 형성을 위해 일정 부분을 제거하는 용도로 사용된다. WF6 는 반도체 CVD 공정의 배선용 증착 Gas 이다. 반도체 회로의 전기적 신호 전달이 원활하도록 하는 역할을 한다.

현재 C4F6 와 WF6 의 생산 CAPA 는 각각 80MT/년, 400MT/년이다. C4F6 증설을 진행 중이며 '18 년말 180MT/년 CAPA 로 확대될 전망이다. '19 년부터 CAPA 증설 효과로 특수가스 매출의 큰 폭 상승이 예상된다. 향후 WF6 의 CAPA 증설 가능성도 높다는 판단이다.

특수가스 주요 고객사는 삼성전자, SK 하이닉스, Micron, TSMC 등 글로벌 Top-Tier 반도체 기업들이다. C4F6, WF6 등 반도체용 특수가스 시장은 높은 기술력이 요구되고 대규모 설비투자가 필요하기 때문에 신규 경쟁사가 진입하기 어려운 시장이다. 현재 과점적 시장으로 수요 증가에 따른 동사의 장기적인 수혜가 예상된다.

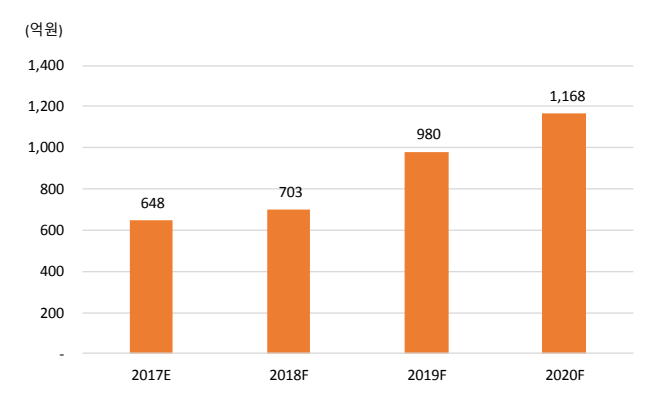
Data Center 용 메모리 반도체 수요 증가, 반도체 공정 미세화, 3D NAND 적층 단수 증가와 같은 전방 시장의 우호적인 환경이 지속될 것으로 예상된다. 반도체 공정 미세화와 3D NAND 적층 단수 증가는 증착 공정과 식각 공정의 반복 횟수 증가, 이에 따른 공정 소재 수요 증가로 이어지게 한다.

Exhibit 5. C4F6 CAPA 추이



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 6. 반도체 특수가스 매출액 추이 전망



Source: Company data, Leading Research Center

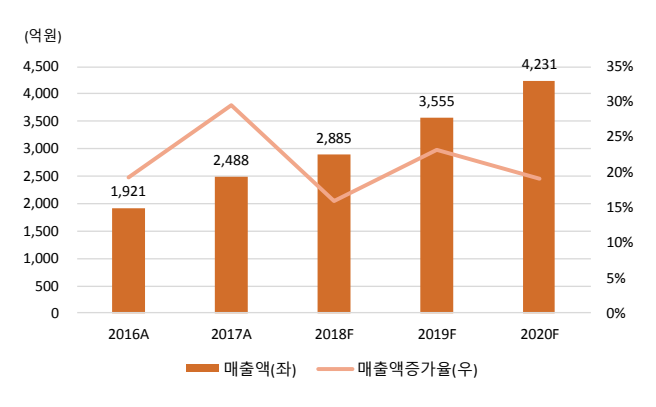
5. 실적전망 및 투자의견

동사의 **'18년 실적은 매출액 2,885억원(YoY+15.9%), 영업이익 406억원(YoY+14.4%), 당기순이익 330억원(YoY+16.8%) 을 전망**한다. '18년 실적 성장은 중국 환경 규제에 따른 냉매와 무수불산 가격상승에 기인한다.

투자의견 '매수(BUY)' 및 목표주가 14,000 원을 유지한다. 목표주가 14,000 원은 12M Fwd EPS 496 원에 Target PER 28.2 배를 적용하였다. Target Valuation 은 동사의 과거 PER Band 평균 값이다.

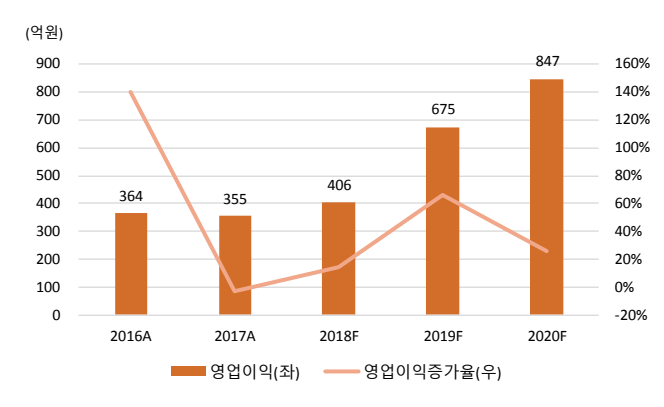
'19 년 영업이익은 675 억원(YoY+66.2%)으로 추정된다. 이는 LiPF6 와 C4F6 의 증설 효과로 본격적인 실적 성장이 예상되기 때문이다. 대규모 CAPA 증설을 진행 중인 중국 남통 공장은 세계 최대 규모인 중국 전기차 시장 진출을 위한 전략적 요충지가 될 것으로 기대된다. 또한 고마진 제품인 C4F6 매출성장으로 '19 년 전사 수익성 개선될 것으로 전망된다. 이에 과거 Valuation 평균 적용은 합당하다는 판단이다.

Exhibit 7. 매출액 및 매출액성장률



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 8. 영업이익 및 영업이익성장률



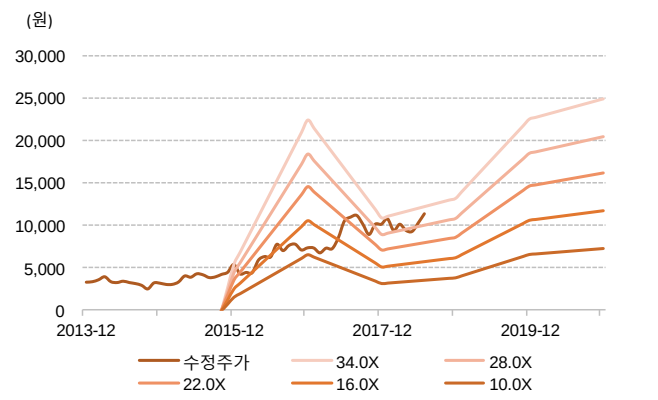
Source: Company data, Leading Research Center

6. 기업개요 - 안정적인 Cash Cow 기반 성장동력 확보

동사는 불소를 중심으로 다른 원소를 포함한 불소화합물을 제조 및 판매하고 있다. '18 년말 기준 매출비중은 냉매 43%, 특수가스 25%, 무수불산 18%, 전해질 15%로 전망한다. 매출 비중의 43% 를 차지하는 냉매를 Cash Cow 로 특수가스 및 전해질 관련 투자를 확대하여 성장세를 지속할 것으로 전망된다. 국내 냉매 시장점유율 약 50% 로 1 위를 차지하고 있다. 냉매 주요 고객사는 삼성전자, LG 전자, 캐리어, 현대자동차 등 에어컨(차량용 포함)을 제조하는 제조사들이다.

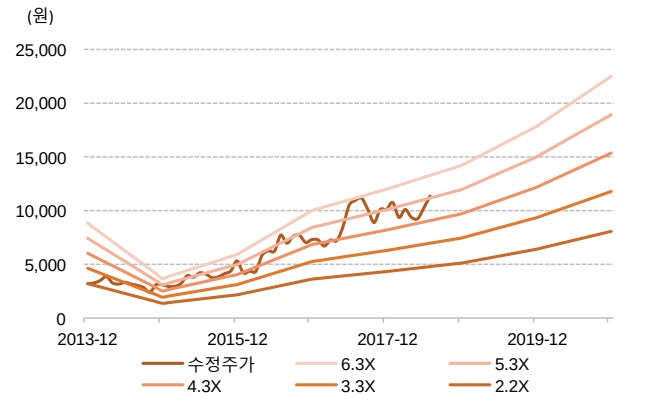
동사의 제품군은 중국 환경규제에 영향을 받는다. 특히 냉매 주요 품목인 R-22 와 무수불산의 경우 중국 정부의 환경규제에 의한 제한적인 공급 증가로 가격이 지속적으로 상승하고 있다. '18 년 매출 성장은 주로 무수불산과 냉매의 제품가격 상승에 기인한다. 단기적인 가격은 등락을 반복할 수 있으나 장기적인 관점에서 우상향 추세는 유지하며 안정적인 실적 성장이 예상된다.

Exhibit 9. PER Band



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. PBR Band



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
자산총계	3,109	3,161	3,461	4,140	4,848
유동자산	1,232	1,073	1,175	1,405	1,645
현금및현금성자산	203	348	381	455	533
단기금융자산	66	85	93	111	130
매출채권및기타채권	349	356	390	467	546
재고자산	217	261	286	342	400
비유동자산	1,877	2,088	2,286	2,735	3,203
장기금융자산	131	175	192	230	269
관계기업등투자자산	26	197	216	258	303
유형자산	1,595	1,620	1,774	2,122	2,485
무형자산	36	35	38	45	53
부채총계	1,517	1,072	926	983	887
유동부채	817	473	464	513	567
단기차입부채	397	207	173	166	160
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	216	243	266	318	373
비유동부채	700	599	463	470	320
장기차입부채	627	537	588	703	823
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	1,592	2,089	2,535	3,157	3,961
지배주주지분*	1,472	1,765	2,204	2,866	3,645
비지배주주지분	120	325	331	292	316

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,921	2,488	2,885	3,555	4,231
매출원가	1,325	1,866	2,143	2,542	2,968
매출총이익	596	623	742	1,013	1,263
판매비와관리비	232	268	336	338	416
영업이익	364	355	406	675	847
EBITDA	547	608	682	1,005	1,234
비영업손익	230	-22	-9	-4	-4
이자수익	1	3	3	4	4
이자비용	37	26	27	27	30
배당수익	1	1	1	1	1
외환손익	4	-8	2	4	4
관계기업등관련손익	1	5	7	5	6
기타비영업손익	260	4	6	9	10
세전계속사업이익	594	333	397	671	843
법인세비용	-67	51	68	121	172
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	-47	0	0	0	0
당기순이익*	614	282	330	549	671
지배주주순이익*	609	295	336	547	664
비지배주주순이익	6	-13	-7	3	7
기타포괄손익	-13	-19	115	115	115
총포괄손익	602	263	444	664	786

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	349	519	479	668	679
당기순이익	614	282	330	549	671
현금유입(유출)이없는수	-30	352	288	465	573
자산상각비	183	254	276	330	387
영업자산부채변동	-196	-80	-65	-202	-368
매출채권및기타채권	-61	-90	68	-77	-80
재고자산감소(증가)	-48	-44	13	-56	-58
매입채무및기타채무	-95	72	3	52	54
투자활동현금흐름	-133	-316	-561	-779	-853
투자활동현금유입액	43	163	81	123	200
유형자산	6	1	33	22	75
무형자산	0	4	0	0	0
투자활동현금유출액	176	479	642	902	1,054
유형자산	98	296	488	697	820
무형자산	2	4	7	11	12
재무활동현금흐름	-68	-42	105	182	248
재무활동현금유입액	81	430	246	269	349
단기차입부채	0	0	0	0	0
장기차입부채	70	196	159	185	217
재무활동현금유출액	148	472	142	88	102
단기차입부채	20	353	56	7	6
장기차입부채	128	118	86	69	96
기타현금흐름	-68	0	2	4	4
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-1	-17	8	0	0
현금변동	79	145	33	75	78
기초현금	124	203	348	381	455
기말현금	203	348	381	455	533

투자지표

(단위: 원,배,%)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표 및 주가배수					
EPS*	659	319	363	590	717
BPS*	1,593	1,910	2,381	3,094	3,936
CFPS	378	562	517	721	733
SPS	2,079	2,693	3,117	3,839	4,569
EBITDAPS	592	659	737	1,086	1,333
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	11.1	31.8	31.4	19.3	15.9
PBR*	4.6	5.3	4.8	3.7	2.9
PCFR	19.4	18.1	22.0	15.8	15.6
PSR	3.5	3.8	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.6	15.5	15.5	10.6	8.7
재무비율					
매출액증가율	19.2	29.6	15.9	23.2	19.0
영업이익증가율	139.6	-2.6	14.4	66.2	25.6
지배주주순이익증가율*	347.8	-54.1	16.8	66.8	22.1
매출총이익률	31.0	25.0	25.7	28.5	29.9
영업이익률	19.0	14.3	14.1	19.0	20.0
EBITDA이익률	28.5	24.5	23.6	28.3	29.2
지배주주순이익률*	32.0	11.3	11.4	15.5	15.9
ROA	12.7	11.3	12.3	17.8	18.9
ROE	52.2	18.2	16.9	21.6	20.4
ROIC	20.7	14.8	15.2	20.5	20.2
부채비율	95.3	51.3	36.6	31.1	22.4
차입금비율	64.3	35.6	30.0	27.5	24.8
순차입금비율	50.2	18.3	15.0	13.1	11.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ 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.*

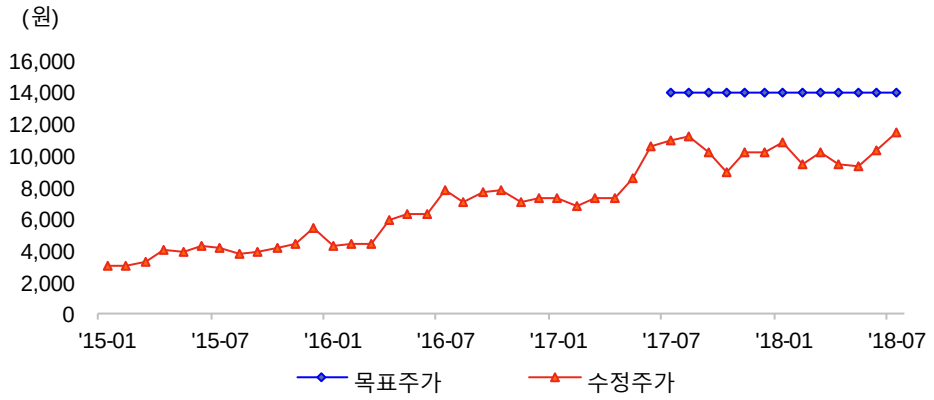
▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

후성(093370)

일자	2017-7-24	2018-7-23
투자의견	BUY(신규)	BUY(유지)
목표주가	14,000 원	14,000 원
괴리율(%)		
평균주가대비	-	-
최고(최저)주가대비	-	-

** 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용*

▶ 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

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2018.6.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%

*©. 2018 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved*