후성

(093370)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	21,000	19,000	상향
Earnings			상향

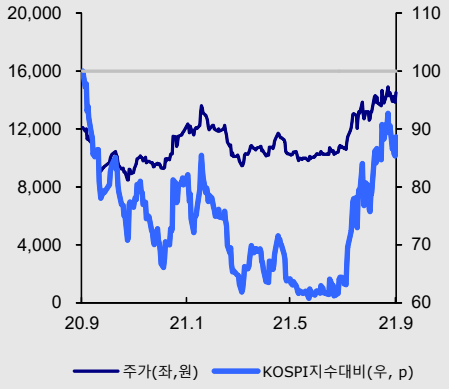
Stock Information

현재가 (9/3)	14,500원
예상 주가상승률	44.8%
시가총액	13,428억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	92,607천주
52주 최저가 / 최고가	8,480 – 14,900원
3개월 일평균거래대금	408억원
외국인 지분율	6.7%
주요주주지분율(%)	
김용민 (외 14인)	49.6
국민연금공단 (외 1인)	7.0

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	182.4	55.3	18.6
PBR(배)	5.1	5.5	4.3
EV/EBITDA(배)	33.9	23.8	11.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	15.1	42.2	34.9	22.9
KOSPI대비 상대수익률(%)	16.2	38.3	1.3	11.5

Price Trend



ktb 투자증권

Tech 김양재 yj.kim@ktb.co.kr

LiPF6 가격 급등, 3Q21 어닝 서프라이즈 전망

▶ Issue

후성 실적 추정치 상향 조정. LiPF6 가격 상승과 중국 Fab 재가동 영향 반영

▶ Pitch

목표주가를 21,000원으로 상향, 투자의견 Buy, Coverage 중소형주 Top-picks 유지. 반도체 및 2차전지 소재 업종 어닝 모멘텀이 가장 강력한 업체. Valuation과 사업 규모 감안시 Peers 대비 저평가 판단. Peers 시가총액은 반도체 소재 SK머티리얼즈 4.3조원, 한솔케미칼 3.5조원, 2차전지 소재 에코프로비엠 6.9조원, 천보 2.3조원 vs 동사 1.3조원

▶ Rationale

- 3Q21E 매출액 917억원(+21.5% QoQ, +29.4% YoY), 영업이익 145억원(+104.9% QoQ, +277.0% YoY) 추정. LiPF6 부문 호조로 영업이익 추정치를 +27.2% 상향
- LiPF6 가격 급등. 9월 2일 기준 중국 LiPF6 가격은 톤당 43만위안으로 7월 초 대비 +12% 상승. 3Q21 동사는 Spot 가격 중심 대응 계획이며 동사 ASP 상승세는 더욱 가팔라질 것으로 예상. LiPF6 가격 50,000달러/톤 가정 시, 동사 LiPF6 Capa는 2020~2022년 매출 기준 1,200억원→3,000억원 규모(vs 2020년 전사 매출 2,161억원)로 증가
- 2022년까지 LiPF6 가격 상승세 전망. 중국 환경 규제 강화로 업계 구조 조정이 활발하고 LiPF6 증설은 적어도 1년 6개월 소요되기 때문. 최근 중국 완성차 업계도 앞다투어 장기 계약에 나서는 등 LiPF6 확보 경쟁 심화 추세
- 동사 중국 LiPF6 Fab은 1~5월까지 폐수처리시설 보수로 일시 가동 중단되었으나 6월부터 재가동. 1Q21~4Q21 가동률은 0%→13%→35%→45% 추정. 현재 LiPF6 Shortage 상황을 고려하면 2022년 기준 Full ramp-up 전망
- Fab 재가동에 힘입어 동사 중국 법인 영업이익은 1H21 -90억원→2H21 흑자전환 추정. 해외 LiPF6 Peers 이익률이 30% 상회한 점을 감안하면 2H21 실적 추정치 추가 상향 조정 가능성도 큰 것으로 판단
- 2021E 매출액 3,269억원(+25.0% YoY), 영업이익 385억원(+1,293.5% YoY), 2022E 매출액 4,850억원(+48.4% YoY), 영업이익 935억원(+142.8% YoY) 추정. 2차전지와 반도체 부문 실적 호조를 반영 2021E와 2022E EPS 추정치를 각각 +43.9%, +18.4% 상향 조정

▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	249	262	327	485	582	687	790
영업이익	13	3	39	93	114	140	164
EBITDA	43	38	66	131	155	183	210
순이익	0	(1)	22	72	87	108	128
자산총계	529	536	588	668	760	874	1,007
자본총계	243	241	267	339	426	534	661
순차입금	194	198	221	183	139	76	(7)
매출액증가율	(9.5)	5.1	25.0	48.4	20.0	18.0	15.0
영업이익률	5.4	1.1	11.8	19.3	19.6	20.3	20.8
순이익률	0.1	(0.5)	6.7	14.9	15.0	15.7	16.1
EPS증가율	(73.7)	(26.0)	305.1	196.8	21.0	23.6	18.4
ROE	0.1	(0.6)	9.4	25.7	24.2	23.5	22.2

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: **후성 분기 실적 전망 변경**

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%p)			
	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E
매출액	86.9	87.5	99.6	111.1	91.7	96.5	108.5	121.1	5.6	10.2	8.9	8.9
영업이익	11.4	12.4	15.7	19.8	14.5	17.4	19.7	23.9	27.2	40.3	25.5	20.7
영업이익률(%)	13.1	14.2	15.8	17.8	15.8	18.0	18.2	19.7	2.7	3.9	2.4	1.9
EBITDA	20.5	21.6	25.0	29.1	23.6	26.6	29.0	33.2	15.1	23.2	16.0	14.1
EBITDA이익률(%)	23.6	24.7	25.1	26.2	25.7	27.6	26.7	27.5	2.1	2.9	1.6	1.2
순이익	8.2	9.0	11.7	15.1	10.7	13.1	15.0	18.4	31.2	45.7	28.1	22.4

Source: 후성, KTB투자증권
Note: K-IFRS 연결 기준

Fig. 02: **후성 연간 실적 전망 변경**

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%P)		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액	313.1	458.4	550.1	326.9	485.0	582.0	4.4	5.8	5.8
영업이익	30.4	79.9	98.0	38.5	93.5	114.4	26.6	17.0	16.7
영업이익률(%)	9.7	17.4	17.8	11.8	19.3	19.6	2.1	1.8	1.8
EBITDA	57.6	117.4	138.8	65.7	131.0	155.1	14.1	11.6	11.8
EBITDA이익률(%)	18.4	25.6	25.2	20.1	27.0	26.7	1.7	1.4	1.4
순이익	15.1	60.9	74.1	21.8	72.1	87.2	43.9	18.4	17.7

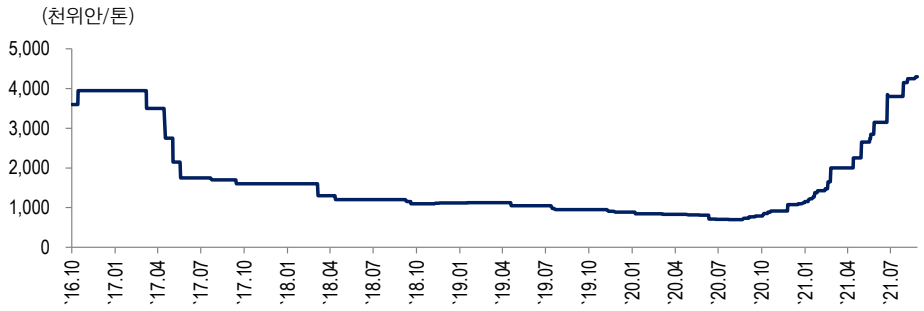
Source: 후성, KTB투자증권
Note: K-IFRS 연결 기준

Fig. 03: **후성 분기별 수익 추정 (K-IFRS 연결기준)**

단위: 십억원	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액																
Total	60.0	62.4	70.9	68.3	63.2	75.5	91.7	96.5	108.5	121.1	128.4	127.0	249.2	261.6	326.9	485.0
YoY	*-6%*	*-2%*	*11%*	*17%*	*5%*	*21%*	*29%*	*41%*	*72%*	*60%*	*40%*	*32%*	*-9.4%*	*4.9%*	*25.0%*	*48.4%*
QoQ	*3%*	*4%*	*14%*	*-4%*	*-7%*	*19%*	*21%*	*5%*	*12%*	*12%*	*6%*	*-1%*				
영업이익																
Total	-3.1	2.8	3.8	-0.8	-0.5	7.1	14.5	17.4	19.7	23.9	26.1	23.8	13.3	2.7	38.5	93.5
영업이익률	-5.2%	4.5%	5.4%	-1.2%	-0.8%	9.4%	15.8%	18.0%	18.2%	19.8%	20.3%	18.7%	5.3%	1.0%	11.8%	19.3%
EBITDA																
Total	4.4	10.9	10.2	12.7	9.3	16.0	23.6	26.6	29.0	33.2	35.5	33.3	42.6	38.3	75.4	131.0
EBITDA 이익률	*7%*	*18%*	*14%*	*19%*	*15%*	*21%*	*26%*	*28%*	*27%*	*27%*	*28%*	*26%*	*17.1%*	*14.6%*	*23.1%*	*27.0%*
유무형 감가상각비																
Total	7.5	8.1	6.4	13.5	9.7	8.9	9.1	9.2	9.3	9.3	9.4	9.5	29.1	35.5	36.9	37.5
CAPEX																
Total	17.4	20.0	3.5	20.9	16.9	20.0	18.0	15.0	13.0	20.0	13.0	13.0	111.3	61.8	69.9	59.0
Capacity(Ton)																
WF6	400	400	400	500	600	900	900	900	900	900	900	900	400	425	825	900
C4F6	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	140	180	180	180
LiPF6	4,200	4,200	4,200	4,200	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	5,600	3,200	4,200	5,600	5,600

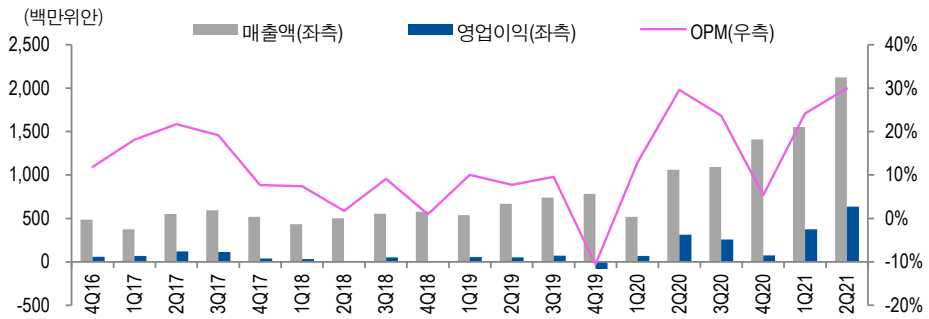
Source: 삼성전자, KTB투자증권

Fig. 04: LiPF6 가격 추이



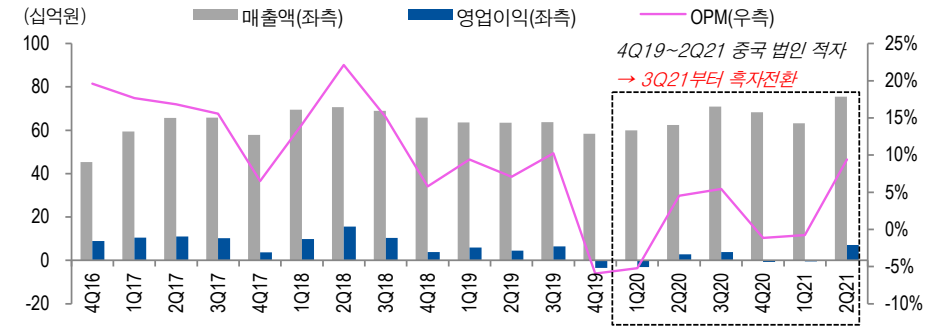
Source: WIND

Fig. 05: 중국 LiPF6 업체 Tinci Materials 실적 추이



Source: Tinci Materials

Fig. 06: 후성 실적 추이



Source: 후성, KTB투자증권

Fig. 019: **중국 LiPF6 장기공급계약 현황**

일시	업체명	계약 내용
7월 19일	Jiujiujiu	BYD와 2021년 7월~12월 1150톤, 2022년 3360톤, 2023년 3360톤 공급 계약
7월 18일	Skyrim	BYD와 2021년 7월~2022년 12월 3500톤, 2023년 3600~7800톤 공급 계약
7월 18일	DFD	BYD와 Frasis, Enchem과 각각 6460톤, 1700톤, 1800톤 LiPF6 계약 체결
7월 18일	Tonze	BYD와 2022년 7월까지 3500톤, 2023년 3600~7800톤 공급 계약
5월 27일	Tinci	CATL과 2022년 6월까지 LiPF6 15,000톤 계약

Source: 중국 언론, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	131.1	132.9	154.0	216.4	278.2
현금성자산	41.6	50.1	31.0	59.5	93.1
매출채권	28.1	37.0	55.7	73.3	88.0
재고자산	41.9	29.5	50.9	67.0	80.4
비유동자산	397.8	403.2	433.8	451.3	481.5
투자자산	46.9	50.8	49.1	51.1	53.2
유형자산	348.8	350.4	382.2	397.1	424.7
무형자산	2.1	1.9	2.6	3.1	3.6
자산총계	528.9	536.1	587.9	667.7	759.7
유동부채	92.1	146.0	176.0	193.5	218.0
매입채무	33.5	33.8	55.0	72.4	86.9
유동성이자부채	53.0	107.9	116.7	116.7	126.7
비유동부채	193.8	148.9	145.0	135.4	115.7
비유동이자부채	182.4	139.7	135.2	125.2	105.2
부채총계	286.0	294.9	321.1	328.9	333.7
자본금	46.3	46.3	46.3	46.3	46.3
자본잉여금	55.3	55.3	55.3	55.3	55.3
이익잉여금	108.0	113.0	137.2	209.3	296.5
자본조정	3.0	3.1	5.8	5.8	5.8
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	242.9	241.2	266.8	338.8	426.0
투하자본	404.9	404.5	455.4	487.6	529.8
순차입금	193.8	197.5	221.0	182.5	138.9
ROA	0.0	(0.3)	3.9	11.5	12.2
ROE	0.1	(0.6)	9.4	25.7	24.2
ROIC	0.2	0.5	6.4	16.3	18.0

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	248.9	261.6	326.9	485.0	582.0
증가율 (Y-Y,%)	(9.5)	5.1	25.0	48.4	20.0
영업이익	13.4	2.8	38.5	93.5	114.4
증가율 (Y-Y,%)	(66.1)	(79.1)	1,272.0	142.8	22.3
EBITDA	42.6	38.0	65.7	131.0	155.1
영업외손익	(9.5)	(3.5)	(7.8)	(5.6)	(5.4)
순이자수익	(3.7)	(5.4)	(4.3)	(5.6)	(5.4)
외화관련손익	0.4	(1.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.5	5.3	(3.6)	0.0	0.0
세전계속사업손익	3.9	(0.7)	30.7	87.9	109.0
당기순이익	0.2	(1.3)	21.8	72.1	87.2
지배기업당기순이익	8.1	6.0	24.3	72.1	87.2
증가율 (Y-Y,%)	(99.3)	적전	흑전	230.8	21.0
NOPLAT	0.7	2.0	27.3	76.7	91.5
(+) Dep	29.1	35.2	27.2	37.5	40.8
(-) 운전자본투자	(0.3)	(5.7)	19.0	16.5	13.7
(-) Capex	111.3	40.2	69.9	52.0	68.0
OpFCF	(81.2)	2.7	(34.5)	45.7	50.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.0	1.7	5.9	24.9	30.5
영업이익증가율(3Yr)	(28.3)	(57.1)	(0.9)	90.9	244.1
EBITDA증가율(3Yr)	(8.0)	(14.5)	1.2	45.4	59.8
순이익증가율(3Yr)	(85.0)	n/a	(8.1)	604.8	n/a
영업이익률(%)	5.4	1.1	11.8	19.3	19.6
EBITDA마진(%)	17.1	14.5	20.1	27.0	26.7
순이익률 (%)	0.1	(0.5)	6.7	14.9	15.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	31.8	40.6	49.5	93.4	114.6
당기순이익	0.2	(1.3)	21.8	72.1	87.2
자산상각비	29.1	35.2	27.2	37.5	40.8
운전자본증감	(4.5)	10.8	(12.5)	(16.5)	(13.7)
매출채권감소(증가)	10.2	(7.5)	(19.7)	(17.6)	(14.7)
재고자산감소(증가)	(5.6)	17.9	(13.7)	(16.1)	(13.4)
매입채무증가(감소)	(0.3)	(1.9)	16.8	17.4	14.5
투자현금	(110.2)	(37.4)	(70.8)	(55.0)	(71.1)
단기투자자산감소	0.4	0.5	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.0)	(1.3)	(1.4)
설비투자	(111.3)	(40.2)	(69.9)	(52.0)	(68.0)
유무형자산감소	1.1	0.4	(0.9)	(0.9)	(0.9)
재무현금	85.5	6.7	0.9	(10.0)	(10.0)
차입금증가	85.5	8.0	1.0	(10.0)	(10.0)
자본증가	0.0	(1.4)	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0
현금 증감	7.4	9.7	(19.9)	28.4	33.5
총현금흐름(Gross CF)	48.7	38.5	63.8	109.9	128.3
(-) 운전자본증가(감소)	(0.3)	(5.7)	19.0	16.5	13.7
(-) 설비투자	111.3	40.2	69.9	52.0	68.0
(+) 자산매각	1.1	0.4	(0.9)	(0.9)	(0.9)
Free Cash Flow	(66.0)	11.9	(19.5)	38.4	43.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.0	1.3	1.4
잉여현금	(66.0)	11.9	(20.4)	37.1	42.2

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	87	65	262	778	942
BPS	2,272	2,329	2,613	3,385	4,322
DPS	15	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	93.4	182.4	55.3	18.6	15.4
PBR	3.6	5.1	5.5	4.3	3.4
EV/ EBITDA	22.3	33.9	23.8	11.6	9.6
배당수익율	0.2	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	15.5	28.3	21.1	12.2	10.5
PSR	3.0	4.2	4.1	2.8	2.3
재무건전성 (%)					
부채비율	117.7	122.3	120.3	97.1	78.3
Net debt/Equity	79.8	81.9	82.8	53.9	32.6
Net debt/EBITDA	455.2	519.6	336.6	139.3	89.5
유동비율	142.3	91.0	87.5	111.8	127.6
이자보상배율	3.6	0.5	8.9	16.6	21.3
이자비용/매출액	1.6	2.1	1.4	1.2	1.0
자산구조					
투하자본(%)	82.1	80.0	85.0	81.5	78.4
현금+투자자산(%)	17.9	20.0	15.0	18.5	21.6
자본구조					
차입금(%)	49.2	50.7	48.6	41.7	35.3
자기자본(%)	50.8	49.3	51.4	58.3	64.7

자료: KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	91.1%	HOLD :	8.3%	SELL :	0.7%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

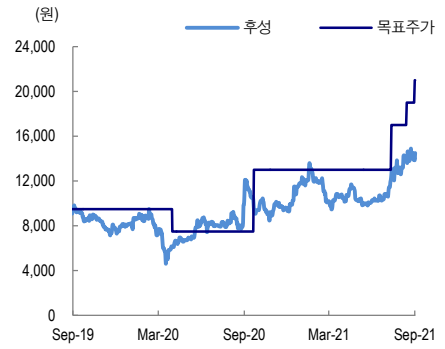
- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

후성 (093370)



일자	2020.04.03	2020.09.24	2021.07.19	2021.08.18	2021.09.06
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	7,500원	13,000원	17,000원	19,000원	21,000원
일자					
투자의견					
목표주가					

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2020.04.03	7,500원	8,237원	12,100원	9.83	61.33
	2020.09.24	13,000원	10,580원	13,600원	-18.62	4.62
	2021.07.19	17,000원	13,264원	14,300원	-21.98	-15.88
	2021.08.18	19,000원	14,292원	14,900원	-24.78	-21.58
	2021.09.06	21,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 9월 3일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워 27층

www.ktb.co.kr

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.