LEADING

Mid-Cap Research

후성 (093370 KS)

2차전지 산업의 숨겨진 진주

2011년 12월 5일

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

R.A. : 이정일
jilee@leading.co.kr
82-2-2009-7047

Leading Traffic Light: Green

후성은...

- ✓ 국내 유일의 2 차전지 전해질염 생산업체
- ✓ 에어컨 냉매, 특수가스에 사용되는 불소화합물의 원천기술은 국내 최고 수준

Green light because:

- ✓ 2 차전지의 적용범위가 기존의 IT 에서 전기자동차로 확대에 따른 최대 수혜 업체
- ✓ 전해질염, 냉매가스, 탄소배출권 등 다양한 수익창출 구조 확보

성장 잠재력:

- ➢ 2 차전지 시장성장에 따른 매출성장 지속 ('10 년 ~ '13 년 년 평균 24% 성장)
- ➢ 2013 년까지 2010 년 대비 2 배로 급성장

경영진과 주주가치:

- ➢ 2 세 경영체제하에 공격적인 신규사업 추진 (2 차전지 전해질염 매년 1 라인씩 증설)
- ➢ 배당보다는 미래 성장을 위한 투자에 중점

탁월한 가치창출:

- ➢ ROE 의 급속한 증가세
  '10 년 5.4% → '11 년 21.1% → '13 년 32.8%
- ➢ 기존 투자의 매출실현으로 ROIC less WACC 개선
  '10 년 -4.8% → '11 년 5.0% → '13 년 10.6%

Valuation:

- ➢ 목표주가는 EV/EBITDA 14.0x 를 적용한 13,400 원
- ➢ 현재주가 7,890 원에서 69.8%의 상승여력

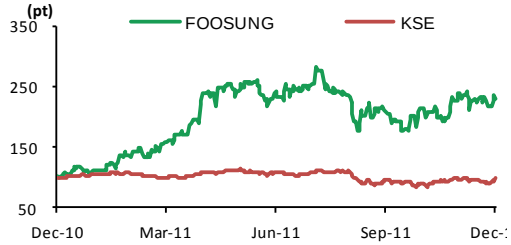
BUY

목표주가	13,400 원
현재주가	7,890 원
목표수익률	69.8%

Key Data	2011 년 12 월 2 일
산업분류	소재
코스피	1,916.04
시가총액 (십억원)	669.3
발행주식수 (백만주)	84.8
외국인 지분율 (%)	5.0
52 주 고가 (원)	9,690
저가 (원)	3,400
60 일 일평균거래대금 (십억원)	2.4
주요주주	(%)
김용민외 특수관계인 6인	49.4

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(3.3)	(0.1)	132.1
상대주가	(4.3)	9.2	133.8

Relative Performance



CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 국내 불소화합물 기술보유 업체들의 전해질염 사업진출
  - ✓ 그러나 타 국내업체들이 후성수준의 고도의 기술확보를 위해서는 최소 3 년 이상의 고비용 R&D 필요
- ➢ 중국 업체들의 저가 냉매가스 국내 유입 증가에 따른 Risk
- ➢ 일본 전해질염 생산업체들의 공격적인 저가공세

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	136.2	41.0	3.4	2.5	14.5	190.1	61.0	42.3	43.9	23.9	8.0
2009	142.6	4.7	0.9	0.6	7.2	86.2	(54.6)	93.3	45.5	8.1	6.2
2010	180.1	26.3	8.7	4.8	5.8	68.3	(20.8)	117.8	29.0	5.4	6.0
2011E	239.3	32.8	32.1	13.4	26.5	312.4	357.1	25.8	12.6	21.1	4.9
2012E	288.9	20.7	50.9	17.6	61.5	725.0	132.1	11.1	8.7	36.3	3.4
2013E	344.6	19.3	71.3	20.7	78.5	925.9	27.7	8.7	6.6	32.8	2.4

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: 환율에 대한 노출과 민감도 11

Section 8: 영업현황과 실적전망 12

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교..... 18

Section 9-2: Valuation – 목표주가 19

핵심 투자포인트

✓ 2 차전지 전해질염 국내 유일한 공급업체로서 고수익 안정적 사업구조로 재편

후성은 2 차 전지의 핵심소재 중 하나인 전해액에 들어가는 핵심재료 전해질염을 생산하는 국내 유일의 업체이다. 2009 년까지는 생산능력이 200 톤/년 정도로 규모가 미약하여 동사의 매출에 큰 기여를 하지는 못하였다. 그러나 최근 2 차전지 산업의 성장성이 부각되면서 동사가 국내에서 유일하게 공급하는 전해질염에 대한 수요가 날로 증가하고 있는 상황이어서 동사는 2010 년에 1,000 톤/년까지 생산능력을 증량하고 2011 년에 추가로 1,000 톤/년 증설투자를 완료하는 등 신속하게 시장상황에 대응하고 있다. 이를 통해 과거 가격변동이 심한 냉매가스를 중심으로 한 불안정한 5%미만의 저마진 사업구조에서 안정적이고 10% 이상의 고수익성 사업구조로 변모해가고 있다 (Page 4-5).

✓ 2011 년 이후 급속한 매출성장과 탁월한 수익창출 능력 보유

2011 년 매출은 2,393 억원으로 작년대비 32.8% 증가하고 영업이익률도 작년 5% 수준에서 13.4%로 크게 개선될 전망이다. 이는 2011 년부터는 냉매가스의 가격상승과 2 차전지 전해질염의 매출증가가 크게 증가하였기 때문이다. 이러한 성장성과 수익창출 능력은 2012 년에도 계속 될 전망이다. 2011 년 2 차전지 전해질염의 추가 증설을 완료하여 이에 대한 매출이 2012 년부터 본격적으로 발생하여 2012 년에도 매출액 2,889 억원으로 2011 년 대비 20.7% 증가할 전망이며 영업이익 또한 지속 상승세를 유지할 것으로 전망된다. (Page 6).

✓ 2012 년 이후 실적 개선으로 재무구조 개선

과거에는 후성의 가장 우려스러운 부분 중에 하나가 과도한 투자로 인한 차입금 증가와 향후 추가투자를 위한 BW/CB 발행의 가능성 측면이었다. 2011 년의 경우 352 억원의 현금을 창출할 것으로 전망되나 2 차전지 전해질염 생산라인을 증설을 위해 550 억원의 Capex 및 합작사 설립을 위한 투자로 인해 부채가 증가하였고 86.5%의 높은 부채비율이 유지되고 있다. 하지만 2012 년부터는 창출되는 순이익 규모가 당해년도 투자규모를 크게 초과하여 발생하는 FCF 로 기존 부채를 일부 갚을 수 있게 되고 2013 년에도 2 차전지 전해질염의 추가 증설이 계획되어 있으나 이에 들어가는 비용도 FCF 로 충당이 가능할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사의 순차입금비율은 2012 년 30.7%로 감소하고 2013 년에는 4.5%로 감소하며 순차입금비율 0%의 시대에 돌입할 것으로 예상된다 (Page 8).

✓ 탄소배출권 사업재개 및 전해액 사업 진출을 통한 순이익 증대

2011 년 11 월에 EU 로부터 탄소배출권 사업재개를 승인받아 2010 년부터 2016 년까지 7 년간 총 480 억원의 추가수익을 창출할 수 있게 되었다. 이는 추가적인 투자나 비용지출 없이 영업외적 순이익으로 인식되어 동사의 Valuation 에 크게 기여할 것을 전망된다. 또한 기존에 전해질염만을 생산하던 틀에서 벗어나 미국 전해액 제조업체인 Novolyte Technologies 와 합작(지분율 49.9%)을 통해 전해액 사업에도 진출하여 이를 통해 연간 30 억원 규모의 순이익을 창출할 수 있을 것으로 예상된다. (Page 16)

✓ 목표주가 13,400 원은 69.8%의 상승여력

후성은 지난 4 년간 신규사업 등에 지속적으로 대규모 투자를 진행해 온 상황이며 2012 년과 2013 년에도 지속적인 투자가 예상된다. 따라서 장치산업의 성격을 가지게 되어 단순한 순이익에 좌우되는 PER Valuation 보다는 감가상각과 부채등을 반영하는 EV/EBITDA Valuation 이 적절하다고 판단된다. 후성이 생산하는 전해질염에 대한 기술장벽과 Peer 업체들 대비 3 배에 이르는 ROE 및 높은 OPM 수준을 고려하여 Peer 의 평균 EV/EBITDA 대비 50%의 프리미엄을 부여한 14.0x 의 EV/EBITDA 를 적정 Valuation 으로 산정하며 이를 적용한 13,400 원을 적정주가로 산정한다. 적정주가는 현재 주가 7,890 원에서 69.8%의 상승여력이 있는 가격이다.

Section 1: 기업 Snapshot

2 차전지 전해질염 등 기초 화합물 주력생산 업체

에어컨 냉매 등 불산 계열 기초화합물 주력 회사

후성은 에어컨 냉매가스, 2 차전지 전해질염(LiPF6), 반도체 특수가스 등 불소(F)가 포함되어 있는 기초화합물과 자동차 카매트를 주력제품으로 생산하고 있다.

20년간 축적된 불소처리기술을 활용 2차전지 전해질염 국내 독점공급

특히 2 차전지의 핵심소재인 전해질염(LiPF6)의 국내 유일한 공급업체로 국내 3 대 전해액 생산업체인 LG 화학 (051910), 파낙스이텍 (비상장), 솔브레인 (036830) 에 모두 공급하고 있으며 국내 업체들의 필요량의 34%를 공급하고 있다.

냉매가스 분야 국내 M/S 1위

에어컨 냉매가스는 매출비중 50%이상의 주력제품으로 국내 M/S 70%를 점하고 있으며 주요 고객은 현대자동차(005380), 기아자동차 (000270), 르노삼성자동차 (비상장), 삼성전자(005930), LG 전자(066570) 등이 있다. 또한, 반도체 특수가스는 매출비중 14%에 불과하지만 AHF 과 같은 품목은 국내 M/S 90%를 점하고 있으며 현대자동차에 공급하는 카매트도 국내 M/S 45%를 차지하고 있다.

전해질염 생산능력 지속증가로 매출비중 증가세 유지

후성의 미래성장동력은 2 차전지 전해질염 (LiPF6) 등 2 차전지 소재사업이다. 2 차전지의 적용처가 기존 Note PC, 휴대폰에 이어 스마트폰, 전기자동차, ESS(Energy Storage System) 등으로 급속하게 확대되고 있어 핵심소재인 동사의 LiPF6 의 수요도 빠르게 증가할 것으로 기대된다.

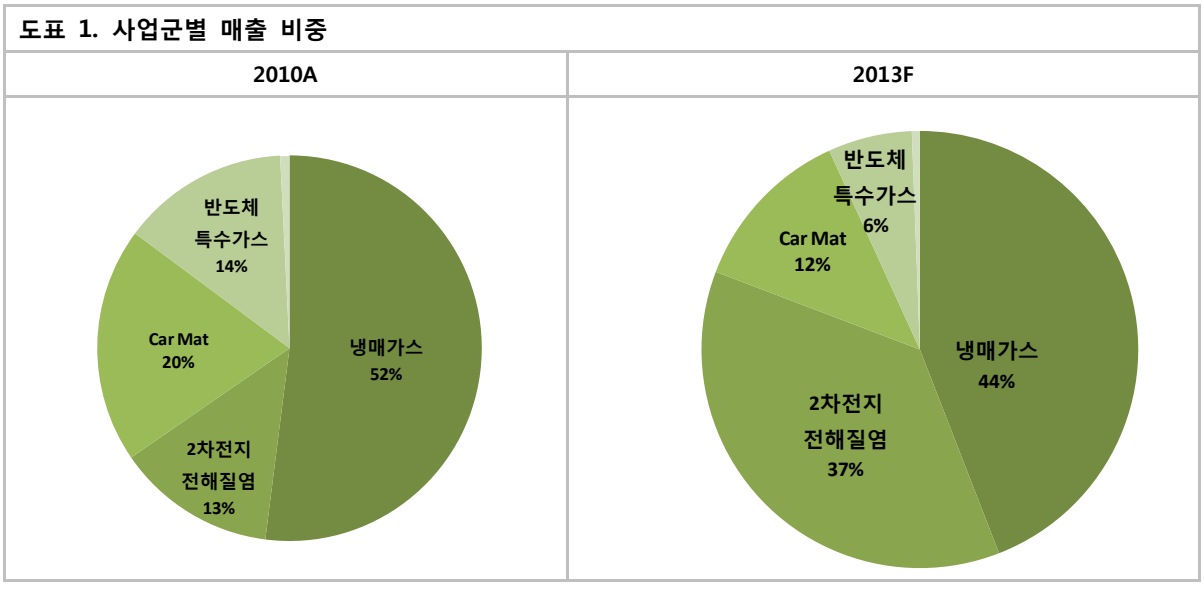
이에 따라 동사는 2011 년 생산능력을 기존대비 2 배 (년 2,000 톤)로 확대하였고 2012 년에도 추가 라인 투자를 검토 중에 있으며 2015 년까지 총 년 5,000 톤까지 확대할 계획이다. 따라서 동사의 전체 매출에서 2 차전지 소재부문이 차지하는 비중도 2010 년 13%에서 2013 년에는 37%까지 증가할 전망이다.

표 1. 제품 Portfolio

사업영역	제품군	적용제품	국내 M/S	경쟁업체
2 차전지	전해질염(LiPF6), 첨가제 (FEC, VEC)	2 차 전지	34%(국내 유일)	Stella Kanto 등
냉매가스	소화제원료, 대체냉매 등	에어컨 외	70%(국내 1 위)	화인텍 (15%)
특수가스	NF_3(세정가스), WF_6(증착가스) 등	반도체, LCD	일부품목 90%	-
카 매트	카 매트	자동차	45%(국내 1 위)	광성캠바스 (40%)

Source: Company data, Leading Research Center

도표 1. 사업군별 매출 비중



Source: Company data, Leading Research Center

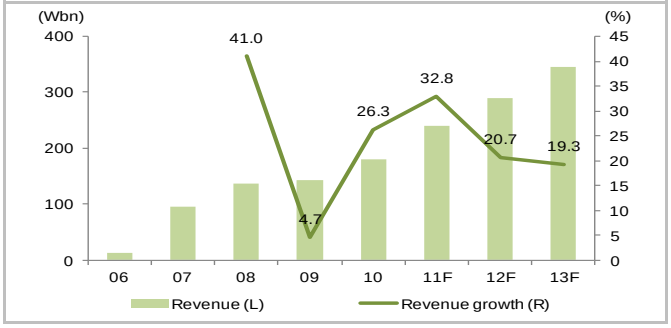
냉매가스 가격의 상승
2차전지 전해질염 판매증가
탄소배출권 사업 재개로 실적 호전

동사는 2010 년 이후 매출, 영업이익 등 모든 지표들이 호전되고 있다. 가장 큰 요인은 2 차전지 시장의 확대에 따른 전해질염의 판매의 확대이다. 동사는 이처럼 늘어나는 수요에 맞춰 생산능력을 지속적으로 키워가고 있어 이를 통한 매출과 수익 기여도가 늘어날 것으로 전망된다.

또한 냉매가스 가격상승도 단기적인 큰 요인이 되었다. 올해 상반기의 경우 냉매가스의 원자재인 형석 가격이 상승한데다 중국정부의 엄격해진 환경정책으로 중국산 저가 냉매의 국내유입이 줄어들어 동사의 공급량도 늘어나고 저가에 매입한 원자재를 확보하고 있어 이익률이 증가하였다. 3 분기에 냉매가격이 잠시 하락하여 고전하였으나 4 분기부터는 다시 안정화되어 가고 있는 상황이다.

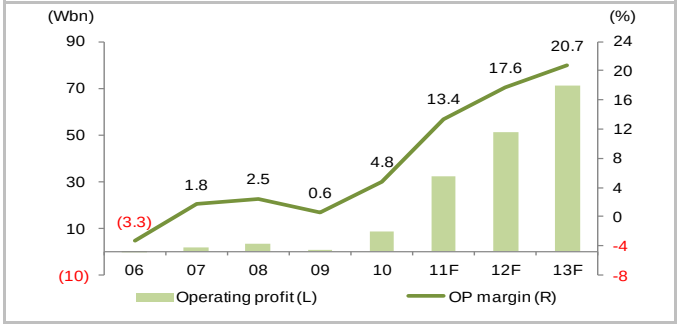
또 하나의 요인은 탄소배출권 사업재개로 인한 순이익 증가이다. 2009 년에 종료된 탄소배출권 사업을 올해 EU 정부로부터 재승인 받게 되어 이에 대한 판매수익이 올해부터 실적에 반영될 전망이다. 수익규모가 년간 50~60 억원 규모이고 2010 년에서 2011 년까지 누적된 탄소배출권 수익 200 억원을 확보하게 되어 향후 동사의 수익향상에 크게 기여할 것으로 전망된다.

도표 2. 매출액 및 매출증가율 추이



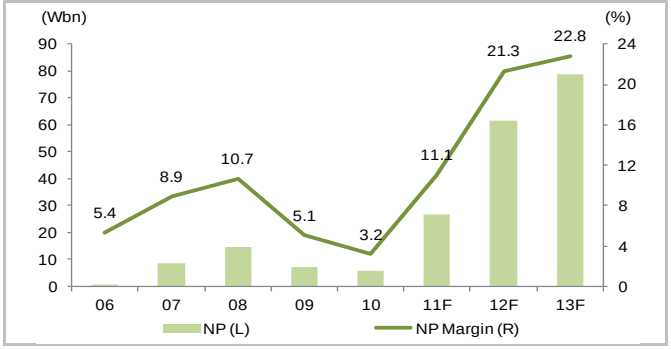
Source: Company data, Leading Research Center

도표 3. 영업이익 및 영업이익률 추이



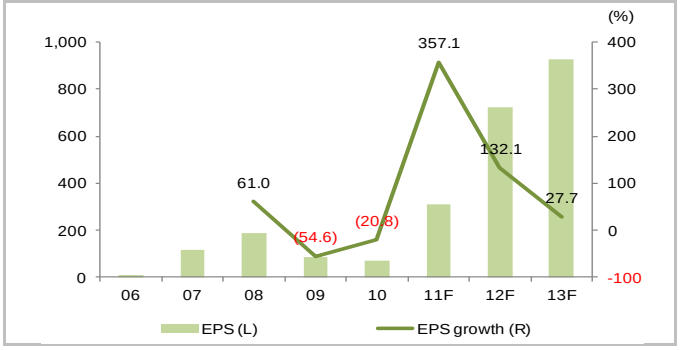
Source: Company data, Leading Research Center

도표 4. 순이익 및 순이익률 추이



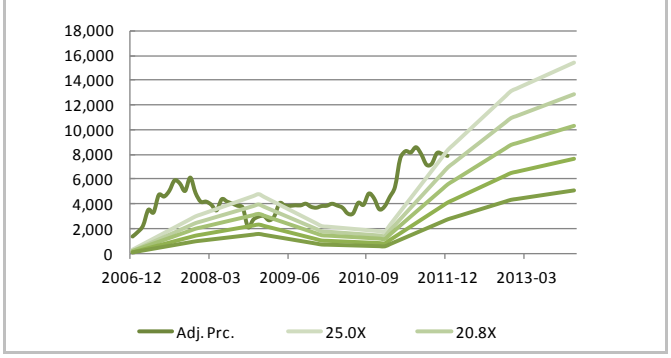
Source: Company data, Leading Research Center

도표 5. EPS 및 EPS 성장률 추이



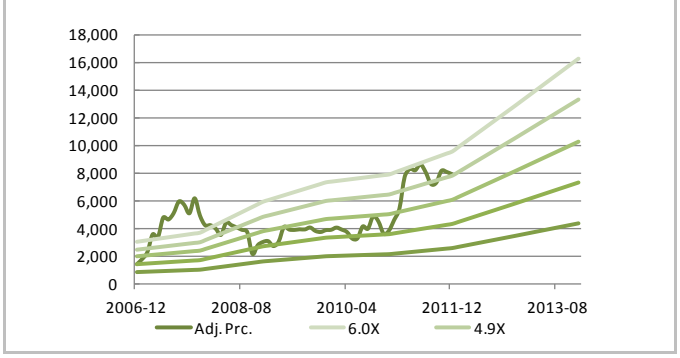
Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. PER Band



Source: FnGuide

도표 7. PBR Band



Source: FnGuide

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

2010 년을 저점으로 ROE 개선

2010년 ROE 5.4% 까지 하락

후성의 ROE 는 2010 년까지 지속적으로 하락하였다. 이는 2008 년부터 2010 년까지 탄소 배출권 수익감소, 포장비/운송비의 증가, 감가상각비의 증가로 인해 순이익이 60% 이상 하락하였다. 반면 자본규모는 매년 전환사채 발행으로 인해 2008 년 대비 2010 년 50% 증가하면서 ROE 가 2008 년 24% 수준에서 2009 년 8.1%, 2010 년 5.4%로 크게 낮아졌기 때문이다.

표 2. 주요 수익감소 원인

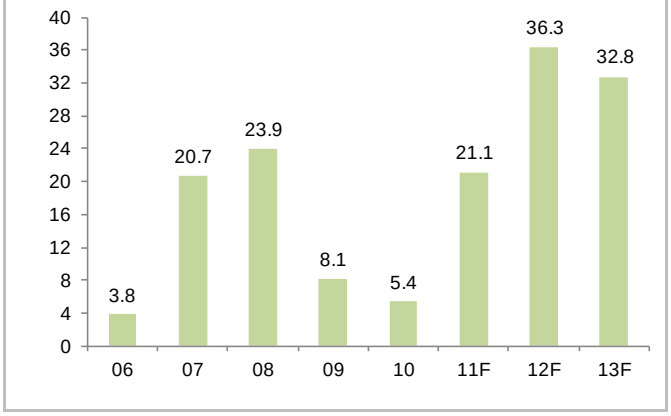
항목 (억원)	2008 년	2009 년	2010 년
탄소배출권 수익	170	121	23
포장/운송비	12	45	66
감가상각비	120	150	174
총 자본금	752	1,033	1,123

Source: Company data

2011년 매출, 순익 증가로 ROE 25.1%로 회복 예상

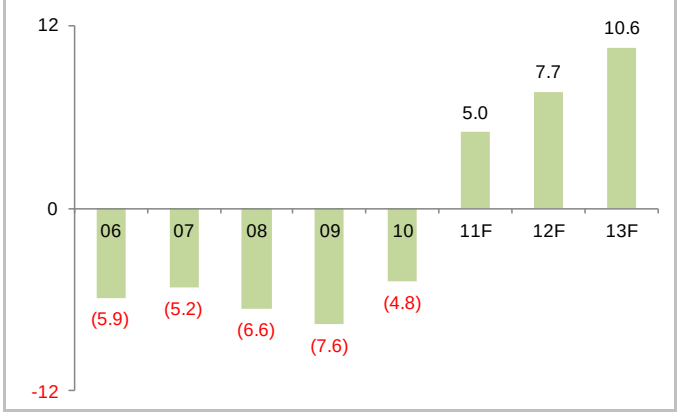
그러나 2011 년에는 냉매가스 수익개선과 2 차전지 전해질염의 판매증가로 매출이 2010 년 1,801 억원에서 2011 년 2,393 억원으로 33% 증가하고 순이익은 2010 년 58 억에서 265 억원으로 5 배 증가할 것으로 전망된다. 이에 따라 동사의 ROE 도 2010 년 5.4%까지 하락세에서 2011 년 21.1%까지 회복될 것으로 예상되며 2012 년에도 2 차전지 전해질염 매출증가 및 탄소배출권 수익창출을 통해 ROE 가 약 36.3%까지 상승할 것으로 예상된다.

도표 8. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 9. ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center

2010년까지 지속적인 설비투자로 WACC 에도 못 미치는 평균투하자본이익률 기록

동사의 ROIC 는 2010 년 까지 WACC 에도 못 미치는 수준에 머물렀다. 이는 2007 년부터 2010 년까지 2 차전지 전해질염 및 냉매가스 생산량 증대를 위한 설비투자로 년 평균 투하자본이 252 억에서 1,802 억원까지 증가하였으나 투하자본이 집행되는 기간 동안 바로 매출연결은 미미하였기 때문이다.

2011년부터는 ROIC 증가로 WACC 초과 이익 달성

하지만, 2011 년부터 그 동안 투자가 집행된 투자자산이 매출을 창출하면서 ROIC 가 향상되기 시작하였다.

특히, 2 차전지 전해질염의 경우 2010 년 실시한 설비투자에 의한 매출발생이 2011 년부터 본격화되고 2011 년 1,000 톤 규모의 추가증설 효과 또한 2012 년부터 나타날 것으로 예상되어 ROIC 가 2011 년 12.5%, 2012 년 17.2% 수준까지 회복되어 WACC 를 초과할 것으로 전망된다.

Section 3: 잉여현금창출능력과 배당정책은?

2012 년부터 현금창출 가능

미래 수익창출을 위한 지속적인 투자비 증가로 2011년까지는 마이너스 FCF

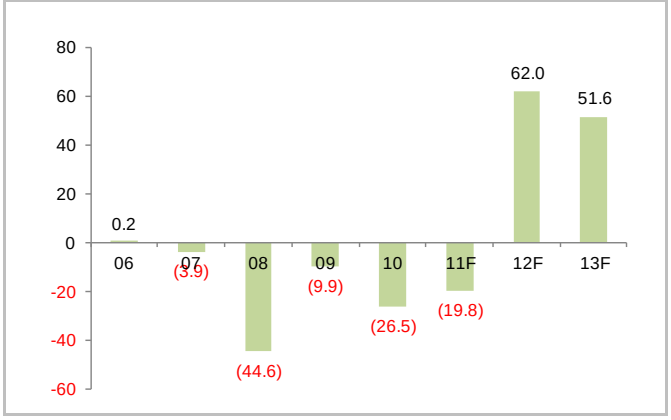
후성은 2011 년까지는 영업에서 발생되는 현금에 비해 냉매가스 및 2 차전지 전해질염 신규라인 투자비용이 커서 마이너스 FCF 를 기록해왔다.

2011 년에는 2010 년대비 순이익이 크게 개선되어 영업활동에서 352 억원의 현금을 창출하였으나 2 차전지 전해질염 증설투자 550 억원, 운전자금의 증가(231 억원)등 현금유출 규모 또한 커지는 관계로 여전히 마이너스 198 억원의 FCF 를 기록할 것으로 전망된다.

2012년부터는 순이익증가로 FCF 로 투자비 충당 가능

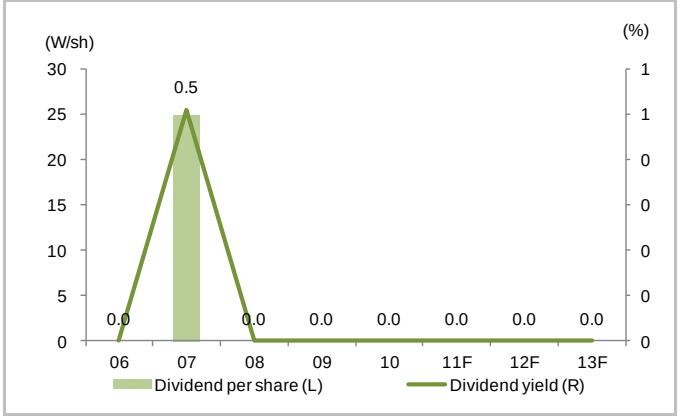
그러나 2012 년에는 2 차전지 전해질염의 증설투자에 대한 매출이 본격화 되고 현재 EU 에서 승인 받은 탄소배출권 사업의 재개를 통해 순이익이 약 180 억원이 유입될 것으로 전망되어 2012 년 620 억원, 2013 년 516 억원의 플러스 FCF 를 창출할 수 있을 것으로 전망된다.

도표 10. 잉여현금흐름 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 11. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

배당보다는 성장사업 투자를 우선시 2008년 이후 배당 실시하지 않음

동사는 2007 년을 제외하고 2010 년까지는 배당을 집행하지 않았다. 이는 2010 년 이전까지 FCF 를 창출하지 못했던 것에도 기인하지만, 동사의 기본적인 배당금 정책상 순이익은 고객배당보다는 성장을 위한 투자에 투입하는 것을 우선으로 하고 있기 때문이다.

당분간 투자집중으로 배당은 힘들 듯

동사는 소형전지 및 자동차용 2 차전지 수요증가에 따라 전해질염의 추가 설비투자가 필요할 것으로 예상되어 당분간 주주들에 배당은 이루어지기 어려울 것으로 전망된다.

표 3. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	1.4	3.9	22.9	13.9	35.2	82.0	96.6
CAPEX	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	5.3	48.5	32.8	40.4	55.0	20.0	45.0
잉여현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	(3.9)	(44.6)	(9.9)	(26.5)	(19.8)	62.0	51.6
총 배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	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	25	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 이후 재무구조 개선 가시화

미래성장을 위한 투자 지속으로 부채비율 및 이자부담 가중

후성은 2006 년 이후 기존제품 생산확대 및 신규사업 투자를 위해 지속적으로 차입금을 늘려와서 순차입금 규모가 2006 년 134 억원에서 2010 년 820 억원으로 증가하였고 순차입금비율도 70~95%까지 높은 수준을 유지해왔다.

그러나 2012 년부터 500 억원대의 FCF 가 창출되며 2013 년에는 순차입금비율이 4.5%까지 감소하며 순차입금 기준으로 무차입 경영시대에 진입할 것으로 예상된다.

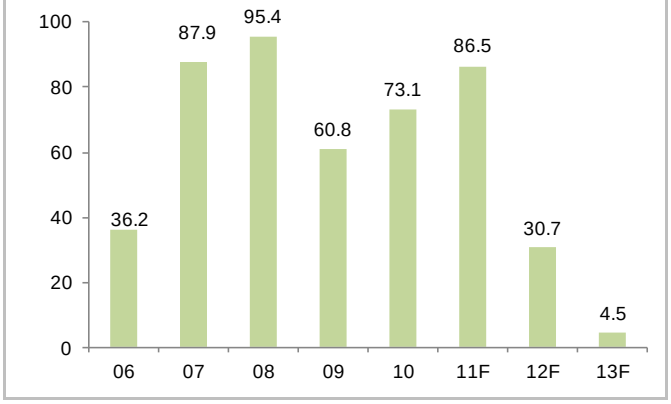
2011년 이후 실적개선과 함께 회복 전망

2011 년에 순이익은 크게 증가하였으나 2 차전지 전해질염 투자 및 전해액 사업 진출 등에 모두 사용하여 부채는 전년에 비해 감소하지 않았다.

하지만, 2012 년부터는 창출되는 순이익 규모는 당해년도 투자규모를 크게 초과하여 발생하는 FCF 로 기존의 부채를 갚을 수 있을 것으로 전망된다.

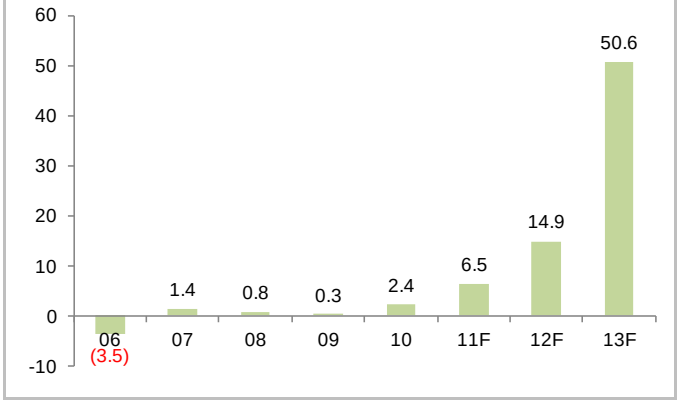
따라서, 2011 년도까지 83.3% 수준에 이르는 순차입금비율도 크게 줄어들어 2012 년 이후에는 30% 이하로 유지하고 이자보상배율 또한 크게 개선될 것으로 예상된다.

도표 12. 순차입금비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 13. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

표 4. 차입금과 이자보상비율

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16.4	54.5	75.1	68.6	91.6	126.7	68.1	20.0
현금과 현금성 자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	14.0	3.3	5.7	9.6	6.7	6.7	7.6
순차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.4	40.5	71.8	62.8	82.0	120.0	61.4	12.4
순차입금/총자본 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.2	87.9	95.4	60.8	73.1	86.5	30.7	4.5
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	1.2	4.3	3.3	3.7	4.9	3.4	1.4
이자보상배율 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(3.5)	1.4	0.8	0.3	2.4	6.5	14.9	50.6

Source: Company data, Leading Research Center

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

향후 투자는 영업에서 발생하는 FCF 로 자체 조달

향후 발생하는 투자분에 대해 주주의 부담을 주지 않을 계획

후성은 2006 년 코스닥 상장 이후 투자비용 충당을 위해 주식발행으로 총 408 억원을 조달받았으나 2011 부터는 순이익의 증가로 FCF 가 증가하여 현재 계획중인 투자비용을 자체적으로 충당할 수 있어 주주들에게 추가적인 부담을 주지 않을 것으로 예상된다.

표 5. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '06-10
납입자본금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.3	36.3	38.2	41.9	42.4	6.1
주식발행초과금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	11.3	32.1	34.7	34.7
주식발행으로 인한 조달금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	36.3	0.0	13.2	24.5	3.0	40.8

Source: Company data

Overhang 이슈 2014 년까지 없음

2014년 이후 행사 가능하여 단기적인 부담은 아닌 것으로 판단

동사는 금년 3 월에 26 억원의 주식매수선택권을 송한주 공동대표에게 발행되었으나 행사가능기간이 2014 년 이후로 단기간내의 Overhang 이슈는 없는 것으로 판단된다.

표 6. CB 와 BW 잔액과 행사가능 주식 수

종류	발행일	만기일	권면총액 (Wbn)	행사가능기간	주당 행사가격	미행사액 (Wbn)	행사가능 주식수
주식매수선택권	2011.03.11	2019.03.11	2.6	2014.03.11~2019.03.10	5,251	2.6	500,000
합계			**2.6**			**2.6**	**500,000**

Source: Company data

Section 6: CEO 의 경영철학은?

현대 정주영 회장의 처남관계인 김근수 회장과 영입된 송한주 사장의 공동대표 체제

후성의 창립자인 김근수 회장은 현대 정주영 회장의 처남으로 1983 년 현대중공업 화공사업부를 분사하여 석수화학이라는 사명으로 설립되었다.

사업초기에는 현대자동차에 자동차용 에어컨 냉매가스 및 차량용 카매트를 공급하면서 회사를 성장시켜오다가 과거 20 여년간 에어컨 냉매가스를 제조하면서 축적해온 불소 화합물 제조기술을 활용하여 2 차전지 전해질염, 반도체 특수가스 등 다양한 신규사업으로 다각화에 나서고 있다.

공격적인 신규사업 투자로 사업구조 혁신

사업초기에는 현대가의 사업지원의 덕을 보면서 성장하였으나..

과거의 후성은 현대가의 든든한 사업지원이 가능한 환경에서 경영되며 특별히 도전의식이 필요한 신규사업을 추진하지 않았다. 그러나 2000 년대 들어서면서 보다 공격적인 경영을 꾀하고 고수익을 창출하는 사업구조로 변신을 꾀하고 있다.

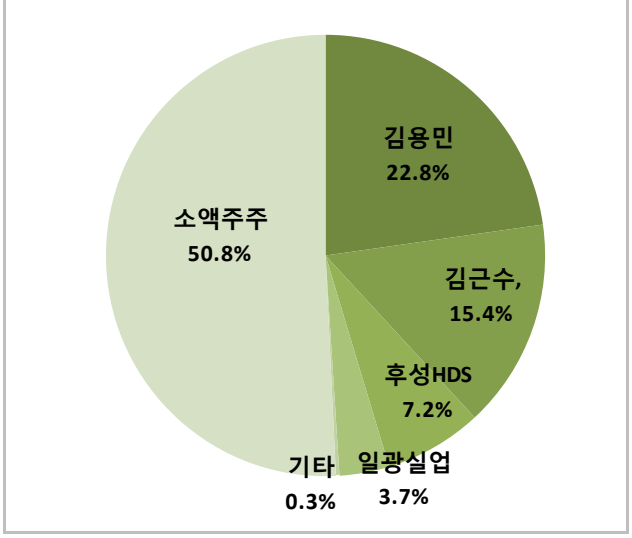
예를 들어 2003 년부터 국내에서는 업계에서 생소했던 탄소배출권 시장에 과감히 뛰어들어 수백억원대의 수익을 창출하였다. 또한 2004 년에는 일본업체들에게 100% 의존해오던 2 차전지 전해질염을 국내에서 최초로 개발에 성공하여 2 차전지 소재분야에서는 불모지와 같았던 국내시장을 단기간에 장악하는 등 놀라운 경영능력을 보여주었다.

2차전지 소재사업은 김근수 회장의 장남인 김용민 부사장이 진두지휘

김근수 회장의 장남인 김용민 부사장이 2009 년부터 경영에 참여하여 신규사업인 2 차전지 소재사업을 직접 진두지휘하고 있고 자동차용 2 차전지 등 향후 시장의 폭발적인 성장성을 인식하고 신속하고 공격적인 투자를 감행하고 있어 향후 경영 2 세로서 역할이 기대된다.

주요 경영진 프로필

도표 14. 후성 주주 구성



Source: Company data

표 7. 주요 경영진 프로필

사업영역		경력 / 학력
김근수 대표이사	경력	(현) ㈜후성 대표이사 (현) 후성그룹 회장 일광산업 대표이사 (2004~) 한국내화 대표이사 (2002 ~)
	학력	캘리포니아 주립대 경영학
송한주 대표이사	경력	(현) 한국내화 대표이사 (현) ㈜후성 대표이사 퍼스텍 화학신소재 사업부문 사장 (2001~2005)
	학력	한국외대 무역대학원 한양대 영어영문과

Source: Company data

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

환율 민감도

환율 민감도는 크지 않음

후성은 매출의 17~20%가 달러로 결재되며 매출원가 중 15%가 위안화로 결재된다. 원달러 환율 1%, 원위안화 환율 1% 상승시 매출은 0.2% 증가하고 영업이익은 0.1% 증가한다. 따라서 전체적인 환율민감도는 크지 않은 것으로 판단된다.

표 8. 2011 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
연평균 기준 환율(KRW/RMB)	175	182	184	186	194
매출액(십억원)	237.2	238.9	239.3	239.7	241.3
영업이익(십억원)	31.3	31.9	32.1	32.2	32.8
순이익(십억원)	25.7	26.3	26.5	26.7	30.5
주당순이익(원)	303	311	312	314	359
PER	26.6	25.9	25.8	25.6	22.4
매출액 증가율(%)	(0.8)	(0.2)	0.0	0.2	0.9
영업이익 증가율(%)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.1	0.7
순이익 증가율(%)	(2.4)	(0.5)	0.0	0.5	2.4
주당순이익 증가율(%)	(3.0)	(0.6)	0.0	0.6	15.0

Source: Company data, Leading Research Center

표 9. 2012 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	979	1,020	1,030.0	1,040	1,082
연평균 기준 환율(KRW/RMB)	170	177	178.7	181	188
매출액(십억원)	286.3	288.4	288.9	289.4	291.5
영업이익(십억원)	49.8	50.7	50.9	51.2	52.1
순이익(십억원)	60.3	61.3	61.5	61.7	62.7
주당순이익(원)	711	722	725	728	739
PER	11.3	11.1	11.1	11.1	10.9
매출액 증가율(%)	(0.9)	(0.2)	0.0	0.2	0.9
영업이익 증가율(%)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.1	0.7
순이익 증가율(%)	(2.3)	(0.5)	0.0	0.5	2.3
주당순이익 증가율(%)	(1.9)	(0.4)	0.0	0.4	1.9

Source: Company data, Leading Research Center

표 10. 2013 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율(KRW/US$)	1,002	1,044	1,055.0	1,066	1,108
연평균 기준 환율(KRW/RMB)	172	179	181.0	183	190
매출액(십억원)	341.2	343.9	344.6	345.3	348.1
영업이익(십억원)	69.5	71.0	71.3	71.7	73.1
순이익(십억원)	76.7	78.2	78.5	78.9	80.3
주당순이익(원)	905	922	926	930	947
PER	8.9	8.7	8.7	8.7	8.5
매출액 증가율(%)	(1.0)	(0.2)	0.0	0.2	1.0
영업이익 증가율(%)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.1	0.7
순이익 증가율(%)	(2.5)	(0.5)	0.0	0.5	2.5
주당순이익 증가율(%)	(2.3)	(0.5)	0.0	0.5	2.3

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 영업현황 및 실적전망

안정적인 Triangle 사업구조에 의한 지속적인 성장

사업영역
1. 불소 화합물 기반 소재
2. 자동차 매트
3. 탄소 배출권

후성은 3가지 사업을 영위하고 있다.

첫째는 20여년간 축적해온 불소 화합물 기술을 기반으로 한 에어컨 냉매, 반도체 특수가스, 2차전지 전해질염 등을 생산하고 있고 둘째는 현대기아 자동차에 납품하는 카매트, 셋째는 유럽연합으로부터 승인을 받아 수익을 창출하는 탄소배출권 사업이다.

냉매가스 사업을 통해 20여년간 쌓은 불화물 기술 기반으로 전해질염, 특수가스 등 사업 다각화 성공

먼저 기초화합물 사업은 오랫동안 축적해온 불화물 처리 기술을 기반으로 국내외 주요 자동차 업체 및 가전업체들에 냉매가스와 반도체 공정에 사용되는 특수가스를 공급하고 있으며 최근에는 2차전지 전해액의 핵심소재인 전해질을 유일하게 공급하는 업체로 시장에서 독점적인 지위를 확보하고 있다.

자동차 매트 사업은 국내 화성과 중국의 북경, 청도에 공장을 보유하고 있으며 생산하는 전량을 현대·기아 자동차 그룹에 공급하고 있으며 고가의 R/V 용 매트의 물량공급 확대와 일본, 미국 등으로 수출 확대를 통해 국내 자동차 시장의 한계를 극복하고 있다.

2003년 국내 최초로 탄소배출권 사업을 개시하여 2011년 2차 사업개시 (년간 50~60억원 순익창출)

탄소배출권 사업은 기업들이 생산과정에서 발생하는 온실가스를 감축한 실적에 따라 확보한 이산화탄소 배출권을 판매하는 사업이다. 동사는 이를 위해 울산공장에 에어컨용 냉매를 생산하는 과정에서 발생하는 온실가스를 줄이기 위한 친환경설비를 갖추어 년간 220만톤의 탄소배출권을 획득할 수 있는 체제를 갖추었다. 탄소배출권 사업의 경우, 7년에 1회씩 갱신하는 방식으로 하여 동사는 2009년에 1차 완료가 되었고 2011년 11월 2차 사업승인을 EU 로부터 받아내어 2011년부터 일부 수익창출이 가능할 것으로 전망된다.

사업의 무게 중심이 과거 냉매가스에서 향후 2차전지 소재산업으로 이동

동사의 각 제품군별 매출비중은 아직까지는 냉매가스 분야가 50% 이상으로 높은 편이나 2차전지 전해질염에 대한 집중 투자와 수요증가로 인하여 전해질염 부문이 2010년 13% 수준에서 2013년에는 37%까지 급신장할 것으로 전망되며 동사는 2013년 이후 2015년까지 전해질염에 생산능력을 추가로 2,000톤을 증설하여 총 5,000톤 규모의 생산능력을 갖추게 될 전망이어서 점차 2차전지 전해질염 및 소재군이 동사의 핵심 사업이 될 것으로 보여진다.

표 11. 제품군별 매출전망

(십억원)	매출액				매출비중			
	2010A	2011E	2012F	2013F	2010A	2011E	2012F	2013F
냉매가스	93.7	128.9	136.3	152.0	52%	54%	47%	44%
2차전지 전해질염	24.1	47.8	86.5	126.5	13%	20%	30%	37%
Car Mat	35.7	40.8	42.8	42.8	20%	17%	15%	12%
반도체 특수가스	25.3	19.9	21.4	21.4	14%	8%	7%	6%
기타 (첨가제 등)	1.4	1.8	1.9	2.0	1%	1%	1%	1%
Total	180.1	239.3	288.9	344.6	100%	100%	100%	100%
탄소배출권 (영업외 수익)	-	2	18	15				

Source: Company data, Leading Research Center

국내 유일의 전해질염 생산업체

전해질염(LiPF6)는 2차전지 전해액을 만드는 핵심소재

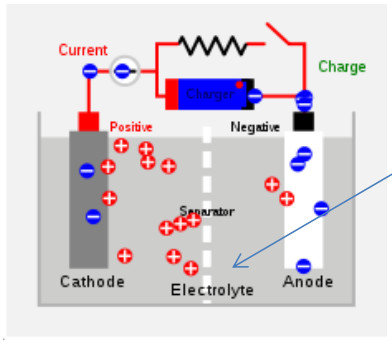
후성에서 생산하는 전해질염(LiPF6)은 2 차 전지를 제조하는데 필요한 4 대 소재 중 하나인 전해액을 제조하기 위한 핵심재료이다. 2 차전지 전해질염은 고도의 생산기술이 필요한 제품으로 생산업체가 국내의 후성과 일본의 3 개 업체 (Stella (4109 JP), Kanto (4047 JP), Morita (Unlisted)) 로 전세계에 4 개회사에 불과할 정도로 기술적인 진입장벽이 높다.

2차전지에서 전해액의 기능은 전지내 양극과 음극사이에서 리튬이온이 오고가면서 충전과 방전이 일어나도록 하기 위한 매개체 역할을 하는 것으로 이온화된 리튬이 양단의 극판 사이를 원활하게 이동할 수 있도록 해주는 기능을 한다. 전해질염(LiPF6)는 이러한 전해액을 구성하는 핵심소재로서 마치 소금물을 제조하는데 필요한 소금과 같은 기능을 한다.

합성 및 제조과정의 난이도가 높아 진입장벽 높음.

전해질염(LiPF6)는 우리말로는 "육불화인산리튬" 이라고 불린다. 전세계적으로 대체재가 없을 뿐만 아니라 제조과정에서 재료합성이 너무나 어렵고 친수성이 강하여 취급이 어려우며 합성과정에서 불소을 사용하는데 불소는 유리도 녹이는 부식성이 강한 산성을 띄는 매우 위험한 물질로 합성시 고도의 공정 Know-how 가 필요한 재료이다.

도표 15. 2 차 전지 구조도 및 전해액/전해질염 기능



전해액 (Electrolyte)

- 전해질염 (LiPF6)
- 첨가제 (Additives, FEC, VEC)
- 용매 (Solvent)

■ 전해액
- 양극과 음극사이에 리튬이온이 이동할 수 있도록 하는 매개체

■ LiPF6
- 전해액을 구성하는 핵심물질 (50% 비중 차지)

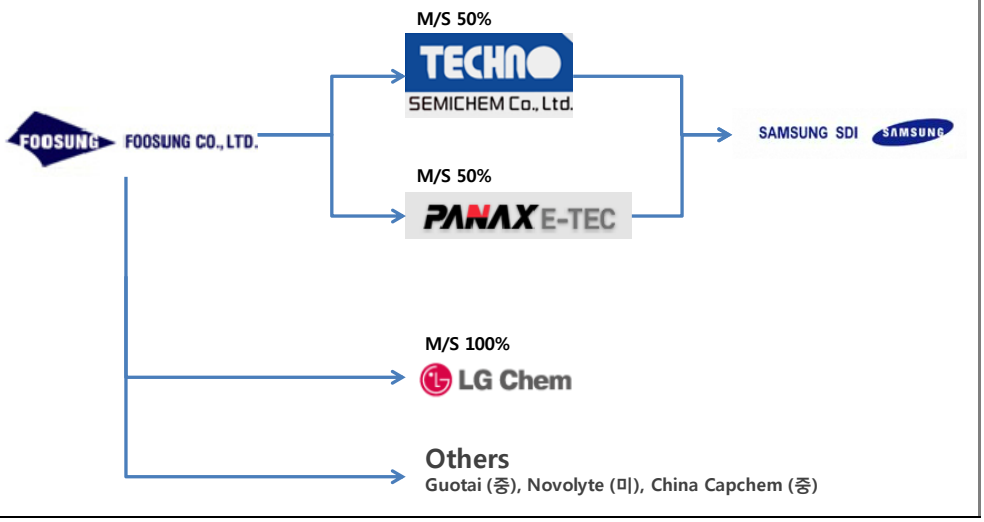
Source: Company data, Leading Research Center

에어컨 냉매가스에서 터득한 불소처리 기술을 기반으로 전해질염 사업 시작

후성이 이렇게 기술장벽이 높은 전해질염 사업에 뛰어든 것은 동사가 기존에 해오던 에어컨 냉매사업을 통해 축적된 불소 화합물 처리기술을 보유하였기 때문이다. 불소과 같은 위험물을 처리하는 공정능력과 제조기술을 기반으로 2003년부터 전해질염을 국내업체로는 최초로 생산였고 일본업체에서 독점적으로 높은 가격으로 공급받아왔던 전해액 업체들이 후성에서 납품받아 재료의 국산화를 시작하였다.

동사에서 제조한 전해질염(LiPF6)는 전량 국내 전해액 생산업체들에 공급되고 있다. 대표적인 업체로는 LG 화학 (051910), 솔브레인(036830), 파낙스 이텍 (비상장) 이며 LG 화학의 필요량의 100%, 테크노세미켐, 파낙스 이텍의 필요량의 50%를 공급하고 있다.

도표 16. 전해질염(LiPF6) 공급 계통도



Source: Company data, Leading Research Center

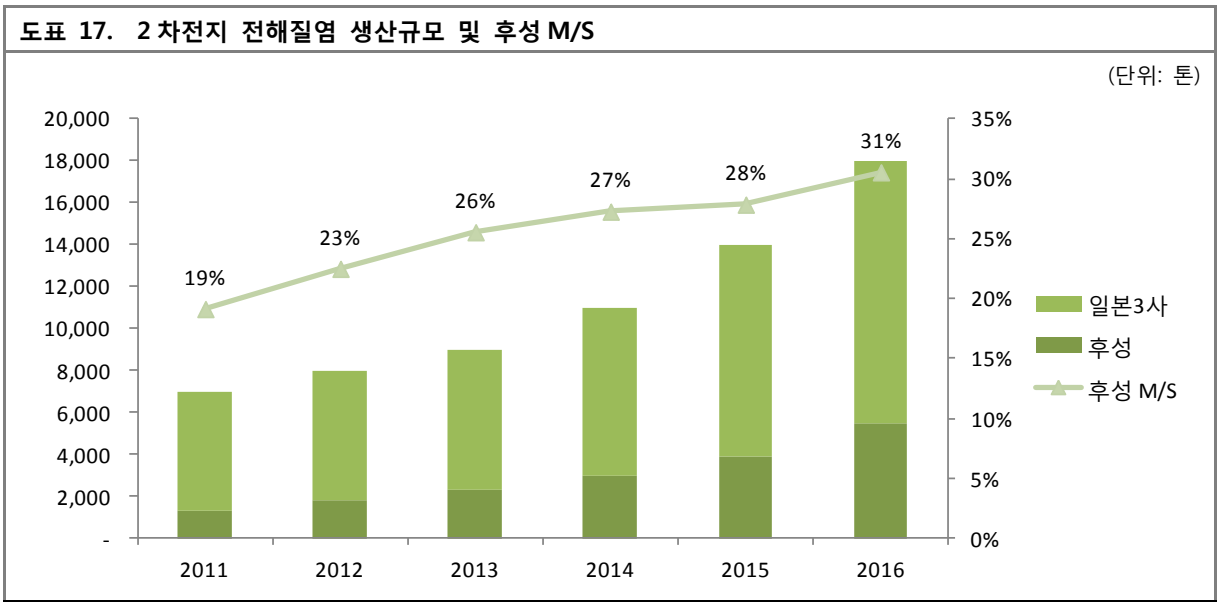
전해질염의 수요는 지속 확대될 전망 (IT 용 → 전기자동차 → ESS)

전해질염 시장은 지속적으로 성장할 것으로 예상된다. 스마트폰을 비롯한 다양한 모바일 기기의 등장과 함께 IT 분야에서의 2차 전지의 수요가 지속 확대되고 있는 한편, 친환경 이슈와 등장하고 있는 전기자동차와 전력저장장치(Energy Storage System)에서도 리튬이온 전지가 사용되기 때문에 이러한 2차 전지의 핵심 재료인 전해질염(LiPF6)에 대한 수요도 폭발적으로 늘어날 것으로 예상된다.

일본업체 대비 품질은 동급, 우수한 가격경쟁력으로 우위 유지

이러한 수요증가에 따라 후성을 비롯한 경쟁업체들은 전해질염 (LiPF6) 생산능력을 공격적으로 확대하고 있는 추세이다. 이러한 경쟁체제하에서 후성은 전세계 시장의 50% 이상을 차지하는 삼성 SDI 와 LG 화학 등 국내 배터리 업체들을 대상으로 한 공급확대와 경쟁업체인 일본업체들에 비해 우수한 가격경쟁력을 바탕으로 지속적으로 시장점유율을 확대될 것으로 전망된다.

도표 17. 2 차전지 전해질염 생산규모 및 후성 M/S



Source: Company data, Leading Research Center

냉매가격 상승에 따른 기존 사업 마진율 개선

냉매가스 가격은 형석 가격에 의해 영향을 받음

후성의 주력사업인 에어컨 냉매가스는 주원료로 형석 (Fluorite) 을 사용한다. 형석은 주로 금속과 비금속의 제련에 사용되는 물질로 불소화합물과 석회질소 및 유리와 시멘트의 원료로도 사용되는 광석이다. 따라서 주원료인 형석의 가격과 수급에 따라 냉매가스의 시장가격에도 영향을 받게 되는 사업구조를 가진다.

2011년 상반기 냉매가격 급등으로 실적개선

2011년 상반기에는 시장에서의 냉매가격이 급등으로 인해 동사의 매출 및 수익성이 크게 향상되었다. 냉매가격의 상승을 이끈 주 원인은 주원료인 형석의 주 공급처인 중국에서 정부주도로 형석의 채굴을 제한하였기 때문이며 또한 중국정부에서 거시경제정책의 일환으로 환경오염을 일으킬 수 있는 업체들을 대상으로 전기 공급을 일정기간 차단함으로써 중국업체들의 냉매가스 생산량이 줄어들었기 때문이다.

따라서 형석 채굴 제한 및 중국업체들의 저가 냉매 국내 유입이 줄어들면서 국내 냉매가스 공급부족 현상이 벌어지면서 냉매의 가격하였고 이로 인해 동사의 냉매가스의 매출 및 마진율이 향상되었다. .

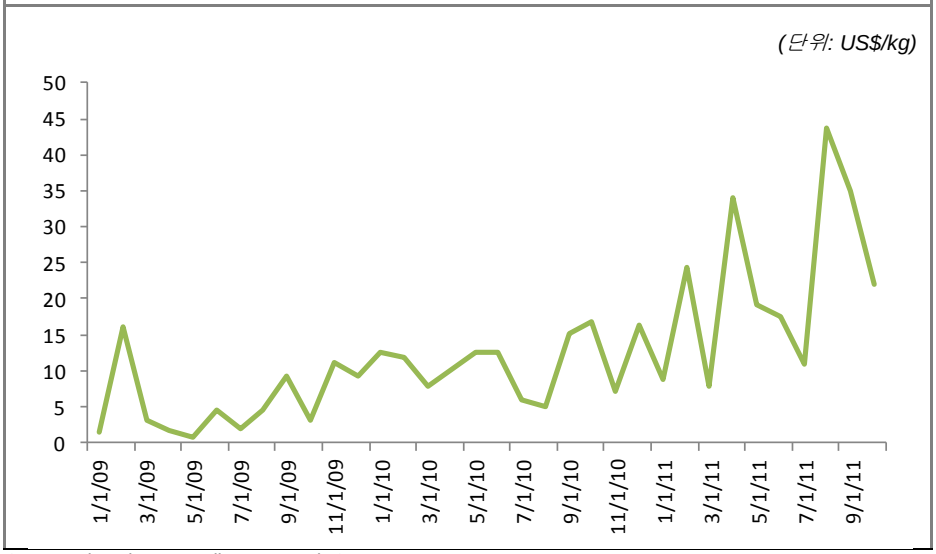
3분기는 상반기의 가수요로 인해 소포의 적자 발생

하지만 3분기에는 급등하는 판가에 대한 우려로 상반기에 발생된 가수요 및 원재료가격의 급등으로 3분기 냉매가스 분야에서의 이익은 소폭의 적자로 돌아섰다. 4분기에는 고객사의 재고물량의 소진으로 냉매가스의 실적은 다시 제자리를 찾아 가고 있다.

저렴한 시세에 형석 매수을 통한 안정적인 수익창출에 대비

동사는 이러한 중국 형석 가격의 변동에 의한 실적변동을 최소화하기 위해 비수기인 하반기에 저렴한 형석을 매수하여 냉매가스를 미리 생산해 놓음으로서 성수기인 내년도 상반기에 발생할 형석 가격의 상승 및 가수요 발생에 대비하고 있다.

도표 18. 형석 가격의 추이



Source: Bloomberg, Leading Research Center

미국 Novolyte 인수를 통해 전해액 사업 진출

Novolyte 와 합작을 통해 미국/중국 등 해외진출의 길 열어

후성은 2011 년 미국의 전해액 생산업체인 Novolyte Technologies 와 합작하여 후성의 주 제품인 전해질염을 사용하여 생산되는 전해액 사업을 본격적으로 시작하였다. 동사의 지분비중은 49.9% (170 억원 규모) 이며 미국과 중국에 거점을 이미 확보하고 있는 Novolyte Technologies 를 통하여 미국 및 중국의 배터리 업체들에게 직접 판매할 수 있게 되었다. 이로서 지금까지는 주로 국내 전해액 업체들을 대상으로 전해질염 (LiPF6)를 공급하던 범위에서 벗어나 Global Supplier 로서의 면모를 갖추게 되었다. 예상되는 수익규모는 년간 30 억원 규모가 될 것으로 전망된다.

탄소 배출권 사업에 대한 EU 의 재 승인

2003년부터 1차 탄소배출권 사업개시

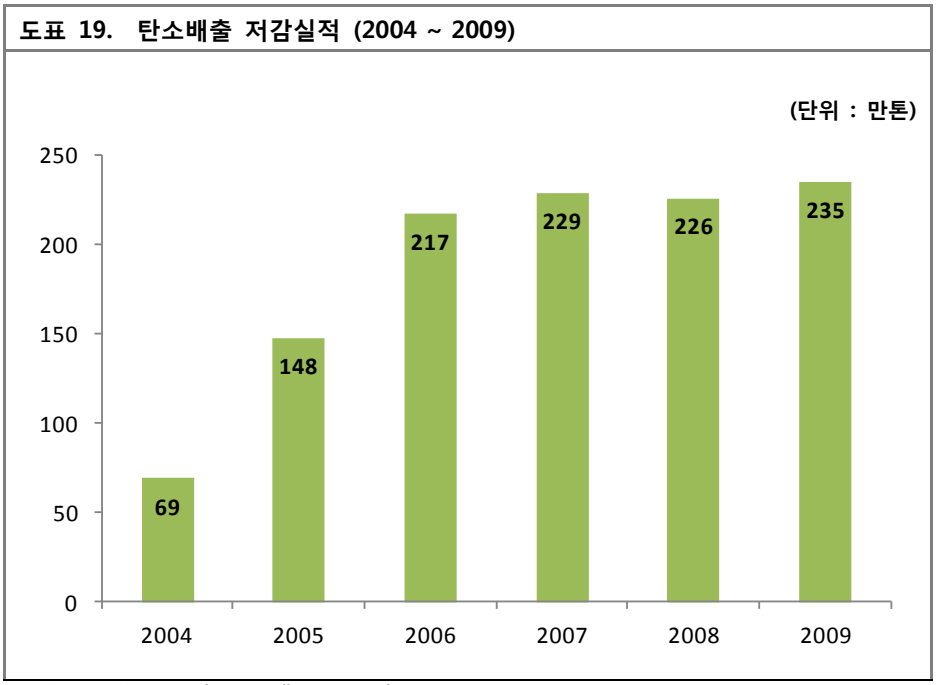
후성이 2003 년부터 사업화한 탄소배출권 (CDM, Certified Development Mechanism) 사업은 교토 의정서에 의거해 이산화탄소 감축 의무국이 감축의무가 없는 국가에서 손실가스 감축 프로젝트를 수행하고 이를 통해 온실가스 배출권을 구매함으로서 감축실적으로 인정 받을 수 있게 하는 사업이다.

동사는 울산공장 HCFC-22 (프레온 냉매 중 하나) 제조과정에서 대기 중에 분출되는 부산물 HFC-23 을 포집하여 소각하는 열분해 Process 를 통해 이산화탄소 방출을 방지함으로써 온실가스의 배출을 저감하고 이를 탄소배출권의 형태로 EU 정부로부터 승인을 받아 이를 유럽 또는 일본 등 관련업체들에 판매하여 수익을 창출하였다.

2011년 2차 탄소배출권 사업승인으로 2010년부터 소급적용한 사업개시

1 차사업은 2003 년부터 2009 년까지 진행되어 약 360 억원(2006 년 이후 발생금액만 추산)의 수익을 창출하였다. 또한 2011 년 11 월에는 2 차 사업 또한 EU 로부터 승인을 받게 되어 지속적인 수익창출이 가능하게 되었다. 2 차사업의 기간은 2010 년부터 시작하는 것으로 하여 2016 년까지 7 년간이며 창출가능한 수익금액은 총 430 억원으로 추산된다. 특히 2010 년과 2011 년에 저감한 탄소저감실적을 소급하여 인정받아 이를 통한 수익금 200 억원을 2012 년 실적에 반영할 수 있을 것으로 보여지며 2012 년부터 년간 50~60 억원 규모의 순이익 증가에 기여할 것으로 전망된다.

도표 19. 탄소배출 저감실적 (2004 ~ 2009)



Source: Company data, Leading Research Center

실적전망

2011 년을 기점으로 실적 Turnaround

2011년은 실적 Turing Point
- 작년대비 매출 32.8% 증가
- 영업이익률 4.8% → 13.4%

2011년은 본격적인 실적의 Turning Point 라고 할 수 있을 만큼 매출과 영업이익 측면에서 2010년 대비 급성장세를 보여 줄 것으로 기대된다.

매출은 작년대비 32.8% 증가한 2,393억원 정도를 기록할 것으로 보여지고 영업이익률은 과거 5% 미만에서 10% 중반대로 올라설 것으로 전망된다.

단기간의 반짝 실적이 아닌 매출구조의 변화에서 오는 장기적인 Turing Point

이는 상반기 냉매가격의 상승으로 인한 이익률 상승도 큰 요인이지만 상대적으로 수익률이 우수한 2차전지 전해질염의 Capa 가 2배 증가하며 매출 역시 2010년 241억원에서 2011년 473억원으로 2배가량 증가하였기 때문이다.

1. 냉매가스 마진율 개선

2. 2차전지 전해질염 매출비중 증가

또한 2011년에 1,000톤을 추가 증설하여 2012년부터 본격적으로 매출에 기여할 것으로 보여 2012년에는 864억원으로 증가하여 2011년대비 81% 증가할 것으로 기대된다. 이러한 결과로 2차전지 전해질염의 매출 비중은 2010년 13%에 불과하던 것이 2012년에는 30%까지 증가할 것으로 전망된다.

3. 탄소배출권 사업의 수익창출

또한, 2011년에 새롭게 승인받은 탄소배출권 사업에서도 2011년 50억원, 2012년 150억원의 순이익 증가요인일 발생하여 전체 매출규모는 더욱 크게 증가할 전망이다.

표 12. 분기별 실적

(Wbn,%)	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	3Q11 QoQ(%)	3Q11 YoY(%)
매출	48.6	45.6	67.2	63.1	53.9	55.2	0.1	0.2
영업이익	2.6	2.5	11.6	8.5	2.3	9.8	(0.1)	2.9
영업외수익	1.0	0.8	2.1	0.9	0.3	9.0	(0.7)	10.4
영업외비용	1.3	2.1	1.1	2.7	1.9	2.3	0.5	0.1
세전이익	2.3	1.2	12.5	6.6	0.6	16.4	(0.7)	12.7
순이익	2.3	0.9	12.5	2.0	0.6	16.7	(0.7)	18.4
영업이익률(%)	5%	5%	17%	14%	4%	18%		
순이익률(%)	5%	2%	19%	3%	1%	30%		

Source: Company data, Leading Research Center

표 13. 년도별 실적

(Wbn,%)	2010	2011E	2012F	2013F	2011E yoy(%)	2012F yoy(%)	2013F yoy(%)
매출	180.1	239.3	288.9	344.6	32.8	20.7	19.3
매출총이익	34.9	60.8	84.9	110.6	74.1	39.7	30.3
영업이익	8.7	32.1	50.9	71.3	269.7	58.8	40.1
세전이익	6.7	30.1	69.9	89.2	349.1	132.1	27.7
당기순이익	5.8	26.5	61.5	78.5	357.5	132.1	27.7
EPS	68.3	312.4	725.0	925.9	357.1	132.1	27.7
영업이익률 (%)	4.8%	13.4%	17.6%	20.7%			
순이익률 (%)	3.2%	11.1%	21.3%	22.8%			

Source: Company data, Leading Research Center

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교

Valuation 비교 대상은 2차전지 전해질염을 생산하는 일본의 경쟁업체들

동사의 Valuation 은 신규사업인 2 차전지 전해질염의 미래성장성에 좌우되는 측면이 강하고 국내에는 동 제품을 생산하는 경쟁업체가 존재하지 않기 때문에 일본의 전해질염(LiPF6) 생산업체인 Stella Chemifa 와 Kanto Denka 를 선정하여 비교해 보았다.

일본 경쟁업체들에 비해 ROE, OPM 우수하나 Valuation 는 저평가

후성은 일본 경쟁업체들에 비해 높은 영업이익 및 ROE 을 기록하고 있고 향후 잠재적인 성장성이 우수함에도 불구하고 2012 년 예상 PER 기준으로 상대적으로 그 가치를 낮게 평가 받고 있다.

하지만 동사가 ① 국내 유일한 전해질염 공급업체이며 ② 높은 진입장벽으로 적어도 향후 3~4 년내 경쟁업체가 등장하기 어려운 점과 ③ Global Top 배터리 업체인 국내 삼성 SDI 와 LG 화학의 국산화 소재 수요가 증가하고 있는 점에서 후성은 일본 경쟁업체들에 비해 높은 프리미엄을 받아야 할 것으로 판단된다.

양극재 등 타 2차전지 소재업체와 적어도 동등수준은 받아야...

또한 2 차전지 핵심소재 중 양극재와 비교해도 경쟁업체의 수와 진입장벽, 수익성을 고려할 때 에코프로와 같은 양극재 등 기타 부품소재업체들과 비교해도 적어도 동등 이상의 Valuation 을 받을 수 있다고 판단된다.

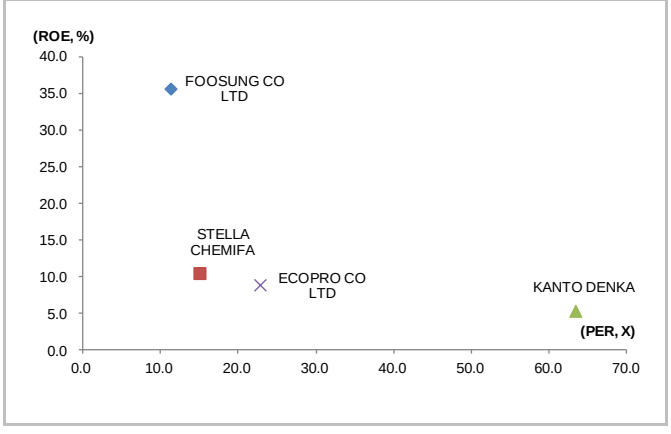
표 14. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				OPM (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
FOOSUNG CO LTD	093370 KS	한국	682.8	142.6	180.1	239.3	288.9	0.6	4.8	13.4	17.6
STELLA CHEMIFA	4109 JP	일본	373.4	254.2	331.4	338.9	401.0	10.8	12.3	11.7	10.3
KANTO DENKA	4047 JP	일본	226.1	409.8	471.6	508.8	489.1	4.5	9.8	9.3	2.9
ECOPRO CO LTD	086520 KQ	한국	127.3	27.5	47.8	101.3	131.7	7.1	6.5	6.2	6.2

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
FOOSUNG CO LTD	93.3	117.8	25.8	11.1	45.5	29.0	12.6	8.7	6.2	6.0	4.9	3.4	8.1	5.4	21.1	36.3
STELLA CHEMIFA	21.3	22.2	16.4	15.0	11.3	7.6	7.6	7.9	2.8	2.2	1.6	1.4	10.3	10.3	9.9	10.5
KANTO DENKA	50.7	21.3	9.2	63.4	8.4	5.5	N/A	N/A	2.4	1.9	1.0	0.9	10.4	10.4	1.7	5.4
ECOPRO CO LTD	56.8	49.8	30.0	22.8	18.5	15.2	13.7	10.7	1.7	1.7	2.1	1.9	6.4	4.2	7.3	8.9

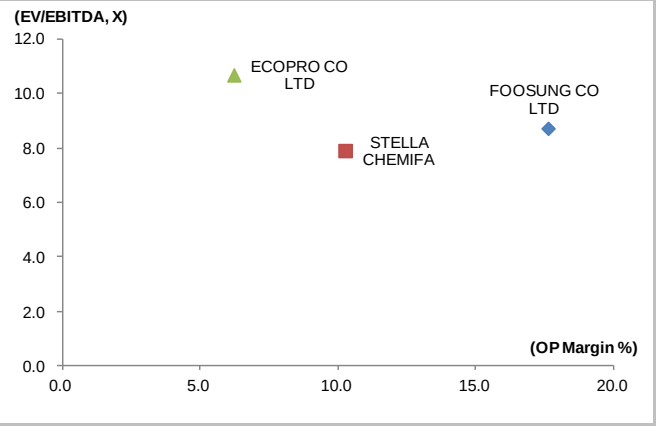
Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center (as of Nov. 30 2011)

도표 20. 동종업체 PER vs. ROE



Source: Bloomberg, Leading Research Center

도표 21. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률



Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 9-2: Valuation – 목표주가 13,400 원

대규모 투자로 후성의 Valuation Tool 은 EV/EBITDA 가 적절

후성은 2 차전지 전해질염 사업을 위하여 2008 년부터 금년까지 약 1,200 억원을 투자하였다. 그리고 2012 년과 2013 년에도 550 억원을 투자할 것으로 예상된다. 만약 IT 와 전기자동차에 소요되는 2 차전지 수요가 급증하면 현재 계획된 투자규모를 확대하여 약 600 억원을 추가로 투자하여 2012 년과 2013 년의 총 투자액은 약 1,150 억원까지 증가 할 수 도 있다.

따라서 후성도 장치산업의 성격을 띄게 되며 단순한 순이익에 좌우되는 PER Valuation 보다는 이러한 대규모 투자에 대한 효과와 비용을 감안할 수 있는 EV/EBITDA Valuation 이 적절하다고 판단된다. 그리고 비영업 수익인 탄소배출권 수입을 배제하며 순수한 Core Operation 에서 발생되는 수익만 감안하게 된다.

글로벌 업계 최고의 OPM 과 ROE 의 후성은 EV/EBITDA 프리미엄 50% 받아야

전 세계에 전해질염 생산 기술을 보유한 4 개의 업체 중 후성의 2012 년 예상 수익성과 ROE 는 타의 추종을 불허한다. 후성의 2012 년 OPM 은 17.6%로 예상되는 반면 일본의 Stella 의 10.3% 보다도 월등히 높다. 그리고 후성의 2012 년 36.3%의 ROE 는 Stella 의 10.5%의 3 배 이상에 해당된다.

후성의 적정주가 13,400원 – 69.8%의 상승여력

따라서 후성의 Peer 인 Stella 와 에코프로의 2012 년 Consensus EV/EBITDA 의 평균인 9.3x 에 후성의 높은 OPM 과 ROE 를 감안하여 50%의 프리미엄을 부여한 14.0x 의 EV/EBITDA 를 적정 Valuation 으로 산정한다. 그리고 지난 2009 년과 2010 년에 후성이 시장대비 150% 수준의 높은 EV/EBITDA 프리미엄을 받아왔다는 점을 감안하면 미래에 50%의 프리미엄은 설득력이 있다고 판단된다. PER 면에서도 후성은 지난 3 년간 꾸준히 시장 PER 대비 연중 최고 PER 기준으로 100% 이상의 프리미엄을 받아왔다.

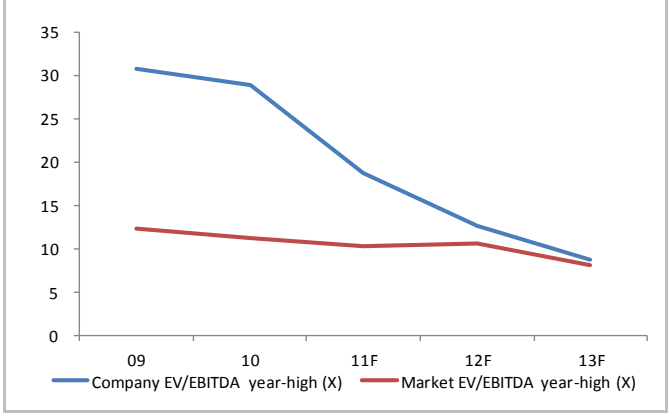
따라서 후성의 적정주가를 14.0x 의 EV/EBITDA 를 적용한 13,400 원으로 산정한다. 이는 현재 주가인 7,890 원에서 69.8%의 상승여력이 있는 적정가이다.

표 15. 후성 Valuation VS. 시장 Valuation

(X, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012F	2013F
후성 year-high EV/EBITDA (X)	비상장	비상장	비상장	비상장	N/A	(332.3)	232.4	30.7	28.8	18.7	12.6	8.7
Market year-high EV/EBITDA (X)	8.7	8.7	7.9	7.1	9.8	11.3	14.2	12.3	11.3	10.3	10.6	8.2
Premium/(Discount) to market (%)	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**NA**	**1,537.6**	**149.5**	**155.8**	**81.3**	**18.3**	**6.9**
후성 year-high PER	비상장	비상장	비상장	비상장	151.7	56.7	28.1	55.9	70.8	23.8	11.1	8.7
Market year-high PER	19.9	20.7	9.9	13.9	17.9	22.3	42.4	20.4	16.0	11.2	9.5	8.6
Premium/(Discount) to market (%)	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**747.4**	**154.5**	**(33.6)**	**174.6**	**343.3**	**112.1**	**16.9**	**1.1**

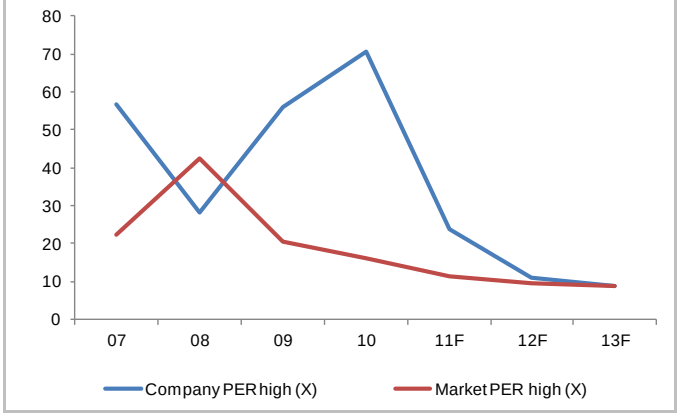
Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

도표 22. 후성 yr-hi EV/EBITDA vs. 시장 yr-hi EV/EBITDA



Source:Fnguide, Leading Research Center

도표 23. 후성 year-high PER vs. 시장 year-high PER



Source: Fnguide, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	**13.2**	**96.6**	**136.2**	**142.6**	**180.1**	**239.3**	**288.9**	**344.6**
매출액 증가율 (%)	-	630.7	41.0	4.7	26.3	32.8	20.7	19.3
매출원가	12.5	86.9	114.2	119.2	145.2	178.5	203.9	234.0
매출총이익	**0.7**	**9.7**	**22.0**	**23.4**	**34.9**	**60.8**	**84.9**	**110.6**
매출총이익율 (%)	5.2	10.1	16.2	16.4	19.4	25.4	29.4	32.1
판매관리비	**1.1**	**8.0**	**18.7**	**22.6**	**26.2**	**28.7**	**34.0**	**39.3**
영업이익	**(0.4)**	**1.7**	**3.4**	**0.9**	**8.7**	**32.1**	**50.9**	**71.3**
영업이익률 (%)	(3.3)	1.8	2.5	0.6	4.8	13.4	17.6	20.7
영업외수익	2.0	17.1	25.1	15.3	4.9	6.2	25.7	22.9
이자수익	0.0	0.1	0.7	0.2	0.2	2.3	18.2	15.2
Net 외화관련이익	0.0	0.3	3.2	1.6	1.0	1.1	1.1	1.1
지분법 평가이익	1.3	0.1	0.1	0.0	0.6	0.3	3.5	3.8
영업외비용	0.5	6.1	9.5	8.9	6.9	8.1	6.8	5.0
지급이자	0.1	1.2	4.3	3.3	3.7	4.9	3.4	1.4
외화관련손실	0.1	0.2	2.6	2.4	1.1	1.2	1.1	1.3
지분법 평가손실	0.0	2.6	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0
세전이익	**1.1**	**12.7**	**18.9**	**7.2**	**6.7**	**30.1**	**69.9**	**89.2**
법인세	0.4	4.1	4.4	(0.0)	0.9	3.6	8.4	10.7
법인세율 (%)	33.8	32.5	23.3	(0.4)	13.6	12.0	12.0	12.0
당기순이익	**0.7**	**8.6**	**14.5**	**7.2**	**5.8**	**26.5**	**61.5**	**78.5**

대차대조표

(십억원)	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
현금	2.5	11.4	0.3	1.7	2.9	2.0	2.3	2.9
단기금융상품	0.0	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권	29.4	24.7	19.8	26.8	43.0	56.5	67.9	80.6
기타	1.1	1.8	4.2	4.3	3.3	3.5	4.3	4.8
당좌자산	32.9	39.5	25.7	34.0	55.7	66.6	78.8	92.9
재고자산	8.3	16.1	24.5	19.5	20.2	34.8	38.7	43.8
유동자산	**41.2**	**55.5**	**50.3**	**53.5**	**75.9**	**101.4**	**117.5**	**136.7**
투자자산	17.5	15.7	16.6	18.4	12.2	32.9	33.9	34.9
고정자산	8.2	69.2	104.2	122.6	145.4	168.8	154.7	166.3
기타	6.0	5.0	4.6	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0
비유동자산	**31.7**	**89.8**	**125.5**	**146.6**	**163.2**	**207.6**	**194.6**	**207.2**
자산총계	**72.9**	**145.3**	**175.7**	**200.1**	**239.1**	**308.9**	**312.1**	**343.9**
매입채무	18.5	12.3	11.6	20.6	24.1	29.1	33.9	39.1
단기차입금	16.4	31.3	28.8	30.5	34.5	59.4	0.5	0.5
유동성 장기차입금	0.0	13.0	6.0	4.5	6.6	6.8	7.1	7.6
기타	0.5	32.0	12.9	7.3	10.4	13.5	8.9	6.2
유동부채	**35.4**	**88.6**	**59.2**	**62.9**	**75.6**	**108.8**	**50.4**	**53.4**
사채	0.0	0.0	23.5	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	10.2	16.9	30.7	50.5	60.5	60.5	11.9
퇴직급여충당금	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.8
기타	0.6	0.4	0.8	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7
비유동부채	**0.6**	**10.7**	**41.3**	**33.9**	**51.3**	**61.3**	**61.5**	**13.4**
부채총계	**36.0**	**99.3**	**100.5**	**96.8**	**126.9**	**170.1**	**111.9**	**66.8**
납입자본금	36.3	36.3	38.2	41.9	42.4	42.4	42.4	42.4
자본잉여금	0.0	0.0	15.4	32.6	34.7	34.7	34.7	34.7
이익잉여금	0.7	9.3	22.0	29.2	35.0	61.5	123.0	201.6
자본조정	(0.0)	0.5	(0.4)	(0.4)	0.1	0.1	0.1	0.1
자본총계	**37.0**	**46.1**	**75.2**	**103.3**	**112.3**	**138.8**	**200.3**	**278.8**

현금흐름표

(십억원)	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
당기순이익	**0.7**	**8.6**	**14.5**	**7.2**	**5.8**	**26.5**	**61.5**	**78.5**
비현금성 비용의 가산	**0.1**	**5.6**	**15.5**	**16.9**	**19.0**	**33.5**	**36.1**	**35.7**
감가상각비	0.1	0.5	12.0	15.0	17.4	31.5	34.1	33.5
지분법평가손실	0.0	2.6	0.0	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0
기타	0.0	5.1	3.2	1.6	1.3	1.7	1.8	1.9
비현금성 수익의 차감	**1.3**	**10.4**	**0.2**	**0.4**	**1.0**	**1.7**	**5.0**	**5.1**
지분법평가이익	1.3	0.1	0.1	0.0	0.6	0.3	3.5	3.8
기타	0.0	10.2	0.1	0.4	0.4	1.4	1.5	1.3
영업자산과 부채의 가산	0.8	(2.5)	(26.0)	(0.9)	(9.9)	(23.1)	(10.6)	(12.5)
운전자금의 증가	19.2	9.4	4.2	(6.9)	13.3	23.1	10.6	12.5
기타	(19.9)	(6.9)	21.8	7.8	(3.4)	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**0.3**	**1.4**	**3.9**	**22.9**	**13.9**	**35.2**	**82.0**	**96.6**
설비투자	0.0	5.3	48.5	32.8	40.4	55.0	20.0	45.0
잉여현금흐름	**0.2**	**(3.9)**	**(44.6)**	**(9.9)**	**(26.5)**	**(19.8)**	**62.0**	**51.6**
배당금	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산증가	0.0	(0.2)	1.8	3.1	(1.2)	20.8	1.0	1.0
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	16.4	38.1	20.6	(6.5)	23.1	35.1	(58.6)	(48.1)
기타	13.6	39.2	(15.0)	(21.6)	(5.5)	(2.3)	2.6	1.8
순현금흐름	**2.4**	**8.9**	**(11.0)**	**1.4**	**1.2**	**(0.9)**	**0.3**	**0.6**
기초현금	0.0	2.5	11.4	0.3	1.7	2.9	2.0	2.3
기말현금	2.5	11.4	0.3	1.7	2.9	2.0	2.3	2.9

재무안정성 지표

	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동비율 (%)	116.3	62.7	84.9	85.1	100.5	93.2	233.4	256.1
당좌비율 (%)	90.0	41.3	34.6	45.9	61.2	54.1	140.2	157.2
재고보유기간 (일)	120.4	51.1	64.9	67.5	49.9	56.2	65.8	64.3
매출채권 회수기간 (일)	406.0	102.3	59.6	59.6	70.7	75.8	78.6	78.7
매입채무 지급기간 (일)	162.5	59.3	35.5	51.4	55.8	50.2	55.3	55.7
차입금 (십억원)	16.4	54.5	75.1	68.6	91.6	126.7	68.1	20.0
현금과 현금등가물	3.0	14.0	3.3	5.7	9.6	6.7	6.7	7.6
순차입금 (십억원)	13.4	40.5	71.8	62.8	82.0	120.0	61.4	12.4
순차입금/자기자본 (%)	36.2	87.9	95.4	60.8	73.1	86.5	30.7	4.5
부채비율 (%)	97.3	215.5	133.5	93.7	113.0	122.6	55.9	24.0
이자보상배율 (배)	-3.5	1.4	0.8	0.3	2.4	6.5	14.9	50.6

Valuations and margins

	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EV/EBITDA (배)	(1,611.8)	270.5	43.1	44.6	28.5	12.4	8.6	6.5
EPS (원)	10	118	190	86	68	312	725	926
EPS 변동률 (%)	#DIV/0!	1,110.7	61.0	(54.6)	(20.8)	357.1	132.1	27.7
PER (배)	808.9	66.8	41.5	91.5	115.5	25.3	10.9	8.5
BVPS (원)	1,018	635	1,010	1,289	1,331	1,636	2,361	3,287
P/BVPS (배)	7.7	12.4	7.8	6.1	5.9	4.8	3.3	2.4
주당배당금 (원)	0	25	0	0	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	3.8	20.7	23.9	8.1	5.4	21.1	36.3	32.8
ROA (%)	1.9	7.9	9.0	3.8	2.6	9.7	19.8	23.9
매출총이익률 (%)	5.2	10.1	16.2	16.4	19.4	25.4	29.4	32.1
영업이익률 (%)	(3.3)	1.8	2.5	0.6	4.8	13.4	17.6	20.7
순이익률 (%)	5.4	8.9	10.7	5.1	3.2	11.1	21.3	22.8
EBITDA 이익률 (%)	(2.8)	2.3	11.5	11.4	14.6	26.7	29.5	30.5
ROIC (%)	(1.1)	1.7	2.2	0.6	4.2	12.5	17.2	22.7
WACC (%)	4.7	6.9	8.8	8.2	9.0	7.5	9.5	12.2
ROIC less WACC (%)	(5.9)	(5.2)	(6.6)	(7.6)	(4.8)	5.0	7.7	10.6

▶ Compliance Notice

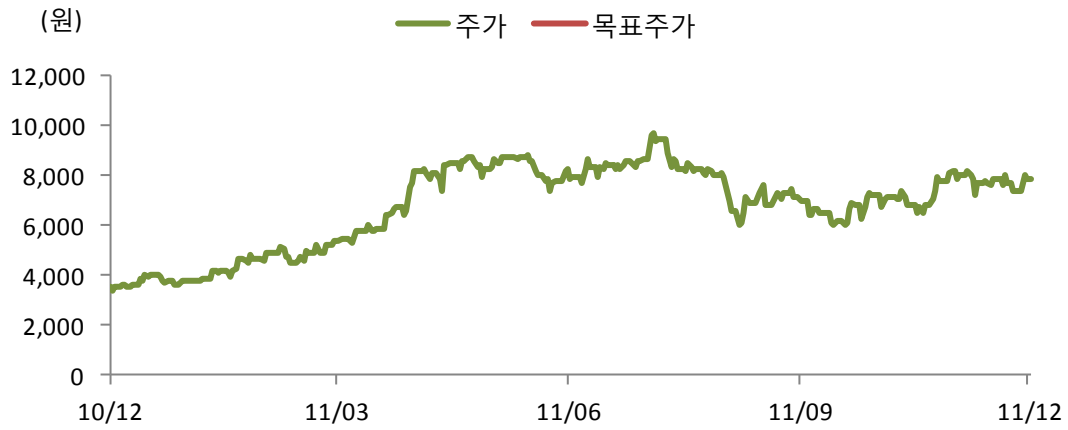
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *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 KS)	
일자	2011-12-5
투자의견	BUY
목표주가	13,400

▶ 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*