

천보 (278280)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

| | |
|-------------|---------------------|
| 투자 의견 | BUY (I) |
| 목표주가 | 194,000원 (I) |
| 현재주가 (8/31) | 164,400원 |
| 상승여력 | 18% |

| | |
|-------------|----------------------|
| 시가총액 | 16,440억원 |
| 총발행주식수 | 10,000,000주 |
| 60일 평균 거래대금 | 435억원 |
| 60일 평균 거래량 | 361,840주 |
| 52주 고 | 164,400원 |
| 52주 저 | 38,400원 |
| 외인지분율 | 4.41% |
| 주요주주 | 이상율 외 17 인 57.00% |

| | | | |
|----------|------|------|-------|
| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
| 절대 | 33.7 | 75.3 | 127.7 |
| 상대 | 28.5 | 47.5 | 63.9 |
| 절대(달러환산) | 34.4 | 83.3 | 132.9 |

평범함 속에 특별함을

투자 의견 BUY, 목표주가 194,000원으로 커버리지 개시

전해질 첨가제 전문업체 천보에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 194,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 동사의 높은 중장기 성장 잠재력을 감안, 현금흐름할인(DCF) 밸류에이션 방식을 적용해 산출. WACC 9.6%, RF 1.1%(국고채 5년 수익률), 시장 프리미엄 8%, 베타 1.3 적용. 현 주가는 내년 실적 기준 P/E 38.6X에서 거래중으로 단기적 Valuation 부담 존재하나, 이차전지 시장 성장이 본격화되는 '22년 이후 성장 잠재력에 주목하는 것이 타당

배터리 수명연장을 위한 필수품. 시장 성장과 동행

동사의 주력 첨가제들은 리튬염 첨가제로 LiFSI(F전해질), LiPO2F2(P전해질), LiDFOP(D전해질), LiBOB(B전해질) 등. 각 소재들은 일부 물성의 차이는 있으나, 모두 배터리 수명 개선, 출력 향상 등의 역할을 수행하며 기본 리튬염 소재인 LiPF6에 일부 첨가하는 형태로 사용된다는 점은 동일. 교체주기가 짧은 IT기기에서는 범용소재인 LiPF6만으로 충분한 성능 구현이 가능했으나, 교체주기가 상대적으로 긴 EV, ESS에서는 수명 연장을 위해 동사의 첨가제들이 필수적으로 필요. 따라서 글로벌 중대형 배터리 시장 성장과 동행해 동사의 첨가제 수요도 증가할 수밖에 없음. 특히, LiFSI의 경우 현재 12% 정도 비중만 첨가해 사용되고 있으나, 이론적으로 30%까지 첨가 가능한 것으로 파악. 불과 2년사이 4% 수준에서 12%까지 적용 비율이 증가한 점을 감안하면 추가 증가할 가능성 높음.

공격적 증설, 근거있는 자신감

동사는 지난 7월 증설 계획 공시. 현 1,560톤/연 수준의 생산능력을 내년 4,000톤/연, 22년 말까지 12,000톤으로 확대할 계획. 이는 시장 성장 및 점유율 확대에 대한 자신감으로 풀이. 공격적 증설 계획과 함께 동사의 매출은 올해 1,630억원, 내년 2,627억원, '22년 3,618억원으로 급성장 전망

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 3Q20E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|-------|----------|----------|------|----------|
| 매출액 | 43 | 24.6 | 27.9 | 45 | -4.8 |
| 영업이익 | 8 | 36.9 | 33.3 | 9 | -4.3 |
| 세전계속사업이익 | 8 | 17.1 | 23.3 | 9 | -8.5 |
| 지배순이익 | 6 | 31.3 | 27.2 | 7 | -9.7 |
| 영업이익률 (%) | 19.5 | +1.7 %pt | +0.8 %pt | 19.4 | +0.1 %pt |
| 지배순이익률 (%) | 14.8 | +0.8 %pt | -0.1 %pt | 15.6 | -0.8 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 120 | 135 | 163 | 263 |
| 영업이익 | 27 | 27 | 31 | 56 |
| 지배순이익 | 23 | 23 | 25 | 43 |
| PER | - | 29.6 | 66.0 | 38.6 |
| PBR | - | 3.2 | 7.1 | 5.5 |
| EV/EBITDA | - | 16.7 | 39.5 | 23.2 |
| ROE | 24.5 | 14.5 | 11.3 | 16.1 |

자료: 유안타증권

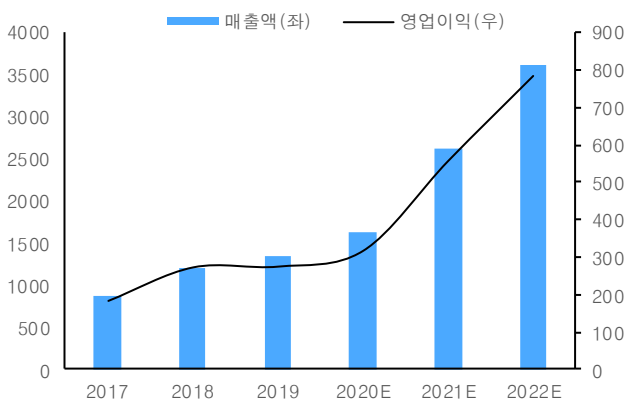
표1. 천보 Valuation

(단위 : 십억원, %)

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업이익(a) | 27 | 31 | 56 | 78 | 88 | 115 | 127 | 141 | 183 | 209 | 238 | 272 |
| 유효법인세(b) | 5 | 6 | 11 | 15 | 19 | 25 | 28 | 31 | 41 | 46 | 53 | 60 |
| NOPLAT(c=a-b) | 22 | 25 | 45 | 63 | 69 | 90 | 99 | 110 | 143 | 163 | 185 | 212 |
| 감가상각비(d) | 9 | 8 | 13 | 18 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 운전자본 증감(e) | -10 | -14 | -38 | -16 | -23 | -25 | -21 | -23 | -23 | -23 | -23 | -23 |
| Capex(f) | -25 | -31 | -50 | -60 | -60 | -12 | -12 | -12 | -12 | -12 | -12 | -12 |
| FCF(g=c+d+e+f) | -4 | -11 | -30 | 5 | 9 | 75 | 88 | 98 | 130 | 151 | 173 | 199 |
| WACC | | 9.6% | | | | | | | | | | |
| PV of FCF(h) | | 421 | | | | | | | | | | |
| Terminal Value(i) | | 1,518 | | | | | | | | | | |
| 사업가치(j=h+i) | | 1,939 | | | | | | | | | | |
| 순차입금(k) | | -68 | | | | | | | | | | |
| 기업가치(l=j-k) | | 2,007 | | | | | | | | | | |
| 발행주식수(천주) | | 10,000 | | | | | | | | | | |
| 주당가치 | | 193,869 | | | | | | | | | | |
| 목표주가 | | 194,000 | | | | | | | | | | |
| 현재주가 | | 164,400 | | | | | | | | | | |
| Upside(%) | | 18.0 | | | | | | | | | | |

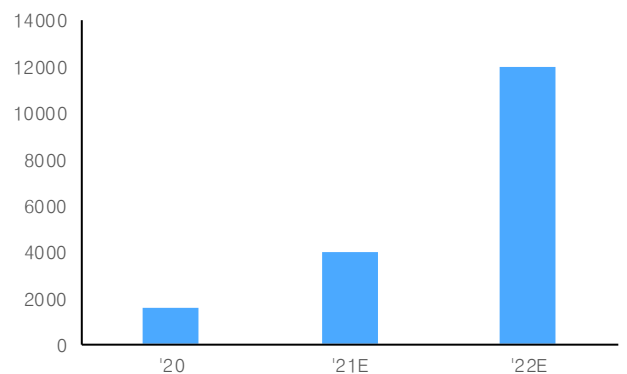
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 천보 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 천보 전해질 설비 증설 계획 (단위 : t/연)



자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

표2. 천보 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

| | 1Q19A | 2Q19A | 3Q19A | 4Q19A | 1Q20A | 2Q20A | 3Q20E | 4Q20E | Y2020E | Y2021E | Y2022E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 33.6 | 33.4 | 34.6 | 33.7 | 38.5 | 33.7 | 43.1 | 47.4 | 162.7 | 262.7 | 361.8 |
| 중대형 전지 | 13.0 | 14.0 | 12.6 | 12.9 | 17.3 | 13.6 | 22.6 | 27.2 | 80.7 | 191.1 | 292.8 |
| 소형전지 | 15.0 | 13.3 | 14.9 | 14.4 | 15.1 | 13.8 | 14.0 | 14.0 | 56.9 | 46.5 | 43.8 |
| 전자재료 | 5.6 | 6.2 | 7.1 | 6.4 | 6.1 | 6.3 | 6.5 | 6.3 | 25.1 | 25.2 | 25.2 |
| YoY% | - | - | - | - | 14.5% | 0.8% | 24.6% | 40.8% | 20.2% | 61.5% | 37.7% |
| 중대형 전지 | - | - | - | - | 33.5% | -2.8% | 79.5% | 110.2% | 53.8% | 136.7% | 53.2% |
| 소형전지 | - | - | - | - | 0.6% | 4.2% | -6.0% | -2.8% | -1.1% | -18.3% | -5.7% |
| 전자재료 | - | - | - | - | 7.9% | 1.5% | -8.8% | -1.2% | -0.6% | 0.3% | 0.0% |
| 매출총이익 | 8.2 | 7.0 | 6.6 | 7.3 | 7.7 | 6.8 | 9.0 | 10.2 | 33.7 | 58.9 | 83.1 |
| YoY% | - | - | - | - | -6.1% | -3.8% | 36.7% | 40.1% | 15.7% | 74.9% | 41.0% |
| 매출총이익율% | 24.4% | 21.1% | 19.1% | 21.6% | 20.0% | 20.1% | 21.0% | 21.5% | 20.7% | 22.4% | 23.0% |
| 영업이익 | 7.3 | 6.8 | 6.2 | 6.9 | 7.2 | 6.3 | 8.4 | 9.5 | 31.4 | 55.6 | 78.3 |
| YoY% | - | - | - | - | -1.6% | -7.2% | 36.9% | 37.4% | 15.7% | 76.6% | 41.0% |
| 영업이익율% | 21.7% | 20.3% | 17.8% | 20.6% | 18.7% | 18.7% | 19.5% | 20.1% | 19.3% | 21.1% | 21.7% |

자료: 유안타증권 리서치센터

표3. 천보 리튬염 첨가제 특성 비교

| | LiFSI | LiPO2F2 | LiDFOP | LiBOB |
|------|--|----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|
| 구분 | F 전해질 | P 전해질 | D 전해질 | B 전해질 |
| 효능 | 방출용량, 내부식성 개선 수명연장, 저온 방전 억제 | 방출용량, 수명연장 고속충전, 고온 안정성 향상 | 수명향상 및 방출용량 향상 고속충전, 고온 안정성 향상 | 상온 및 저온 출력 증대, 순간 출력 향상 |
| 제조사 | 천보, Nippon Shokubai(일), Chemspec(중) | 천보 등 다수 | 센트럴글래스(일), 천보 | 알버말(미), 천보 |
| 셀 업체 | LG 화학, CATL, Panasonic | 삼성 SDI, SK 이노베이션, CATL, LG 화학 | 삼성 SDI, SK 이노베이션 | 삼성 SDI, Panasonic |

자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

천보 (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 120 | 135 | 163 | 263 | 362 |
| 매출원가 | 91 | 106 | 129 | 204 | 279 |
| 매출총이익 | 29 | 29 | 34 | 59 | 83 |
| 판매비 | 2 | 2 | 2 | 3 | 5 |
| 영업이익 | 27 | 27 | 31 | 56 | 78 |
| EBITDA | 35 | 36 | 40 | 68 | 96 |
| 영업외손익 | 0 | 1 | -1 | -3 | -4 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 2 | 1 | 1 |
| 이자손익 | -1 | 1 | 1 | 0 | -1 |
| 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | -3 | -4 | -4 |
| 법인세비용차감전순이익 | 27 | 28 | 31 | 53 | 75 |
| 법인세비용 | 4 | 5 | 6 | 10 | 14 |
| 계속사업순이익 | 23 | 23 | 25 | 43 | 61 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 23 | 23 | 25 | 43 | 61 |
| 지배지분순이익 | 23 | 23 | 25 | 43 | 61 |
| 포괄순이익 | 23 | 23 | 25 | 43 | 61 |
| 지배지분포괄이익 | 23 | 23 | 25 | 43 | 61 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 22 | 23 | 20 | 19 | 64 |
| 당기순이익 | 23 | 23 | 25 | 43 | 61 |
| 감가상각비 | 8 | 9 | 8 | 13 | 18 |
| 외환손익 | 0 | 0 | -2 | -1 | -1 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산부채의 증감 | -12 | -10 | -14 | -38 | -16 |
| 기타현금흐름 | 4 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| 투자활동 현금흐름 | -22 | -102 | -4 | -27 | -35 |
| 투자자산 | -9 | -77 | 14 | 0 | 0 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -12 | -25 | -31 | -50 | -60 |
| 유형자산 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 0 | 0 | 13 | 23 | 25 |
| 재무활동 현금흐름 | 7 | 78 | 22 | 39 | -5 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 및 장기차입금 | 11 | 2 | 33 | 0 | 0 |
| 자본 | 0 | 78 | 0 | 49 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | -3 | -3 | -3 |
| 기타현금흐름 | -4 | -2 | -8 | -7 | -2 |
| 연결범위변동 등 기타 | 0 | 0 | -6 | -45 | -27 |
| 현금의 증감 | 7 | -1 | 32 | -15 | -2 |
| 기초 현금 | 1 | 8 | 7 | 39 | 24 |
| 기말 현금 | 8 | 7 | 39 | 24 | 22 |
| NOPLAT | 27 | 27 | 31 | 56 | 78 |
| FCF | 6 | -4 | -11 | -30 | 5 |

자료: 유안타증권

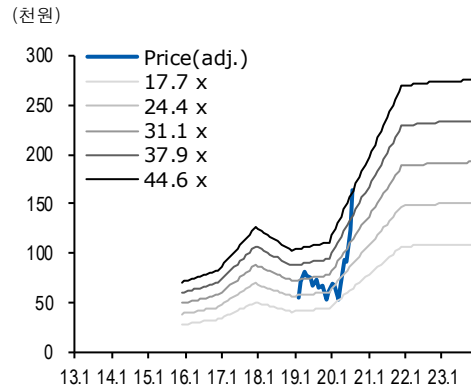
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 72 | 153 | 190 | 219 | 236 |
| 현금및현금성자산 | 8 | 7 | 39 | 24 | 22 |
| 매출채권 및 기타채권 | 24 | 25 | 33 | 58 | 66 |
| 재고자산 | 26 | 28 | 39 | 59 | 70 |
| 비유동자산 | 63 | 82 | 104 | 142 | 184 |
| 유형자산 | 60 | 77 | 100 | 137 | 179 |
| 관계기업 등 지분관련자산 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타투자자산 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 자산총계 | 135 | 235 | 294 | 361 | 420 |
| 유동부채 | 26 | 23 | 21 | 20 | 22 |
| 매입채무 및 기타채무 | 8 | 8 | 13 | 17 | 18 |
| 단기차입금 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 1 | 1 | 42 | 42 | 42 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 35 | 35 | 35 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 27 | 25 | 64 | 63 | 64 |
| 지배지분 | 108 | 211 | 231 | 298 | 356 |
| 자본금 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 9 | 87 | 87 | 136 | 136 |
| 이익잉여금 | 95 | 118 | 140 | 159 | 216 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 108 | 211 | 231 | 298 | 356 |
| 순차입금 | -7 | -82 | -68 | -58 | -56 |
| 총차입금 | 12 | 12 | 47 | 42 | 42 |

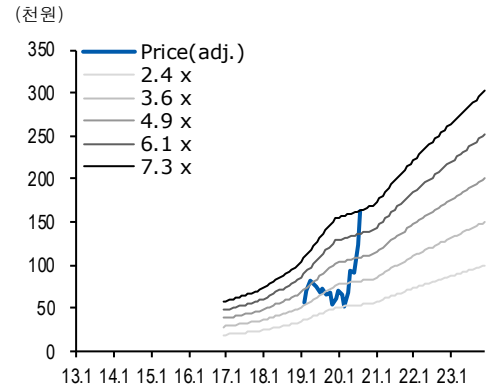
| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS | 2,829 | 2,305 | 2,491 | 4,264 | 6,052 |
| BPS | 13,450 | 21,060 | 23,059 | 29,832 | 35,592 |
| EBITDAPS | 4,385 | 3,650 | 3,988 | 6,829 | 9,630 |
| SPS | 15,011 | 13,757 | 16,272 | 26,274 | 36,185 |
| DPS | 0 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| PER | - | 29.6 | 66.0 | 38.6 | 27.2 |
| PBR | - | 3.2 | 7.1 | 5.5 | 4.6 |
| EV/EBITDA | - | 16.7 | 39.5 | 23.2 | 16.5 |
| PSR | - | 5.0 | 10.1 | 6.3 | 4.5 |

| 결산 (12월) | 2018A | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 증가율 (%) | 37.3 | 12.7 | 20.3 | 61.5 | 37.7 |
| 영업이익 증가율 (%) | 49.9 | 0.6 | 15.6 | 76.6 | 41.0 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 52.7 | 1.8 | 8.1 | 71.2 | 41.9 |
| 매출총이익률 (%) | 24.3 | 21.5 | 20.7 | 22.4 | 23.0 |
| 영업이익률 (%) | 22.5 | 20.1 | 19.3 | 21.1 | 21.7 |
| 지배순이익률 (%) | 18.8 | 17.0 | 15.3 | 16.2 | 16.7 |
| EBITDA 마진 (%) | 29.2 | 26.5 | 24.5 | 26.0 | 26.6 |
| ROIC | 24.2 | 19.7 | 17.7 | 22.6 | 23.7 |
| ROA | 19.1 | 12.5 | 9.4 | 13.0 | 15.5 |
| ROE | 24.5 | 14.5 | 11.3 | 16.1 | 18.5 |
| 부채비율 (%) | 25.2 | 11.7 | 27.7 | 21.1 | 18.1 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -6.7 | -39.0 | -29.5 | -19.5 | -15.7 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 45.4 | 61.3 | 44.1 | 32.6 | 45.9 |

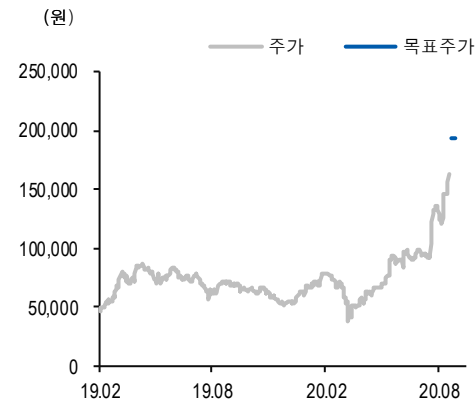
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2020-09-01 | BUY | 194,000 | 1년 | | |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 1.3 |
| Buy(매수) | 86.7 |
| Hold(중립) | 12.0 |
| Sell(비중축소) | 0.0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2020-08-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.