



하나금융그룹

2021년 01월 14일 | Equity Research

# 천보 (278280)

## 4분기 2차전지 부문 매출 55% 증가 전망

### 4분기 2차전지 소재 매출 YoY +55% 전망

2차전지 리튬염 전해질 및 첨가제 기업인 천보의 4분기 실적은 매출 YoY 25%, 영업이익 YoY 10% 증가하며 성장세 이어갈 전망이다. 매출과 영업이익 모두 컨센서스에 부합하는 수준이다. 4분기 실적 기준 매출 비중 48% 차지하는 2차전지 소재 부문의 경우 글로벌 전기차 수요 강세 및 에너지 밀도 개선 과정에서 지속적인 'F 리튬염 전해질' 채택률 상승으로 인해 부문 매출은 YoY 55% 증가 전망된다. 특히 4분기 중국 전기차 시장 가파른 회복 과정에서 전체 2차전지 소재 매출에서 55% 비중 차지하는 중국 전해액 고객사향 매출이 크게 증가한 것으로 추정된다. 4분기 기준 매출 비중 35% 차지하는 LCD 식각액 및 반도체 소재 부문의 경우 COVID-19로 인한 재TV, 노트북, 태블릿 수요 강세가 디스플레이 패널 소재 수요 증가로 이어지며 부문 매출은 YoY 11% 증가 전망된다. 신규 CAPA 고정비 반영이 순차적으로 이뤄지는 상황에서 초기 가동률은 완만한 속도로 상승하며 영업이익률은 아직 20% 수준에 도달하기 어려운 것으로 판단된다. 중장기적으로 20% 수준 회복할 것으로 전망한다.

### 전체 배터리 시장 성장을 상회하는 실적 성장 전망

2021년 실적은 매출 2,529억원(YoY +66%), 영업이익 474억원(YoY +68%), 지배순이익 378억원(YoY +63%)으로 가파른 성장이 전망된다. 2차전지 소재 매출 비중은 2019년 39%, 2020년 45%, 2021년 65%, 2022년 76%로 상승할 전망이다. 하나금융투자는 2025년 글로벌 전기차 판매 920만대 및 배터리 소요량 656GWh를 전망하며, 이에 따라 향후 5년간 배터리 출하량은 5.6배 확대될 전망이다. 상기 가정 하에서 2023년까지 배터리 소요량은 약 2.5배 증가 전망되는데, 천보 2차전지 소재 CAPA는 2023년까지 약 4배 증가(2020년 1,840톤, 2021년 4,000톤, 2022년 8,000톤, 2023년 12,000톤) 전망된다. 주력 제품인 리튬염 및 전해액 첨가제의 배터리 시장 내 침투율 상승과 함께 자체적인 시장점유율 상승 효과 맞물리며 천보 매출 성장률은 전체 시장 성장률을 상회할 전망이다.

### 멀티플과 현금흐름의 정상화

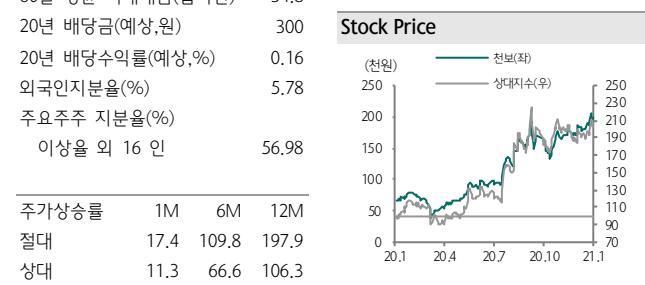
목표주가를 250,000원으로 상향한다. 목표주가는 2022년 예상 EPS에 향후 2년간 EPS 증가율 평균 값을 30% 할인하여 산출하였다. 2020년 기준 PER 79배인 상황에서 중장기적으로 멀티플은 조금씩 낮아질 것이나 전방 시장 개화 초기 국면에서 벌써부터 디레이팅을 논할 시기는 아니라고 판단한다. 향후 3년간 평균 EPS 증가율 60%인 상황에서 당분간 PER 40~50배 타게팅에 무리 없다고 판단한다. Free Cash Flow는 2020년 -58억원, 2021년 82억원, 2022년 350억원으로 크게 증가하며 현금흐름 역시 안정화될 전망이다.

### 기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 250,000원(상향) | CP(1월14일): 199,900원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	980.29		
52주 최고/최저(원)	205,900/38,400	매출액(십억원)	153.1 246.0
시가총액(십억원)	1,999.0	영업이익(십억원)	29.1 50.1
시가총액비중(%)	0.51	순이익(십억원)	24.8 40.8
발행주식수(천주)	10,000.0	EPS(원)	2,467 4,075
60일 평균 거래량(천주)	198.0 04.3	BPS(원)	23,425 27,405
60일 평균 거래대금(십억원)	34.8		
20년 배당금(예상,원)	300		
20년 배당수익률(예상,%)	0.16		
외국인지분율(%)	5.78		
주요주주 지분율(%)			
이상을 외 16 인	56.98		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	17.4 109.8 197.9		
상대	11.3 66.6 106.3		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	120.1	135.3	152.6	252.9	386.8
영업이익	십억원	27.0	27.2	28.2	47.4	76.1
세전이익	십억원	26.7	28.0	29.2	47.4	75.7
순이익	십억원	22.6	23.0	23.2	37.8	60.3
EPS	원	2,829	2,343	2,324	3,779	6,035
증감율	%	52.67	(17.18)	(0.81)	62.61	59.70
PER	배	0.00	26.29	78.49	52.90	33.12
PBR	배	0.00	2.92	7.90	7.52	6.19
EV/EBITDA	배	(0.17)	14.87	44.75	30.16	19.75
ROE	%	24.53	14.49	10.76	15.84	21.19
BPS	원	13,450	21,060	23,085	26,569	32,309
DPS	원	0	300	300	300	300



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

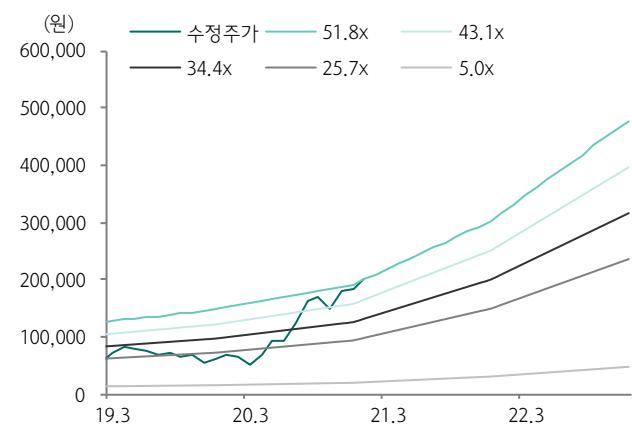
표 1. 천보 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>38.5</b>	<b>33.7</b>	<b>38.3</b>	<b>42.1</b>	<b>58.6</b>	<b>58.9</b>	<b>63.8</b>	<b>71.5</b>	<b>135.3</b>	<b>152.6</b>	<b>252.9</b>	<b>386.8</b>
2차전지 소재	17.3	13.6	17.8	20.1	36.2	38.4	41.1	49.3	52.5	68.8	165.1	295.5
전자소재	15.1	13.8	16.3	16.0	16.3	14.7	16.9	16.4	57.6	61.2	64.2	67.4
기타	6.1	6.3	4.2	6.1	6.1	5.9	5.8	5.8	25.2	22.6	23.6	23.9
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>7.7</b>	<b>10.7</b>	<b>11.0</b>	<b>12.1</b>	<b>13.7</b>	<b>27.2</b>	<b>28.2</b>	<b>47.4</b>	<b>76.1</b>
영업이익률	18.7%	18.7%	18.5%	18.2%	18.2%	18.6%	19.0%	19.1%	20.1%	18.5%	18.8%	19.7%
<b>지배순이익</b>	<b>6.3</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6</b>	<b>6.4</b>	<b>8.5</b>	<b>8.7</b>	<b>9.6</b>	<b>11.0</b>	<b>23.1</b>	<b>23.2</b>	<b>37.8</b>	<b>60.3</b>
순이익률	16.3%	14.8%	14.7%	15.1%	14.6%	14.7%	15.1%	15.3%	17.0%	15.2%	14.9%	15.6%
<i>YoY</i>												
매출액	15%	1%	11%	25%	52%	75%	67%	70%	13%	13%	66%	53%
2차전지 소재	34%	-3%	41%	55%	109%	182%	132%	146%	69%	31%	140%	79%
전자소재	1%	4%	9%	11%	8%	6%	3%	3%	-19%	6%	5%	5%
기타	8%	2%	-41%	-4%	0%	-6%	39%	-5%	40%	-10%	4%	1%
영업이익	-2%	-7%	15%	10%	49%	74%	72%	78%	1%	4%	68%	60%
지배순이익	0%	-17%	16%	7%	36%	74%	71%	72%	2%	1%	63%	60%

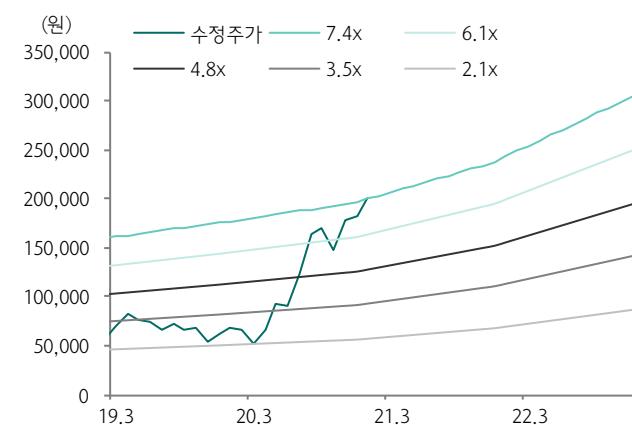
자료: 하나금융투자

그림 1. 천보 12M Fwd PER 추이



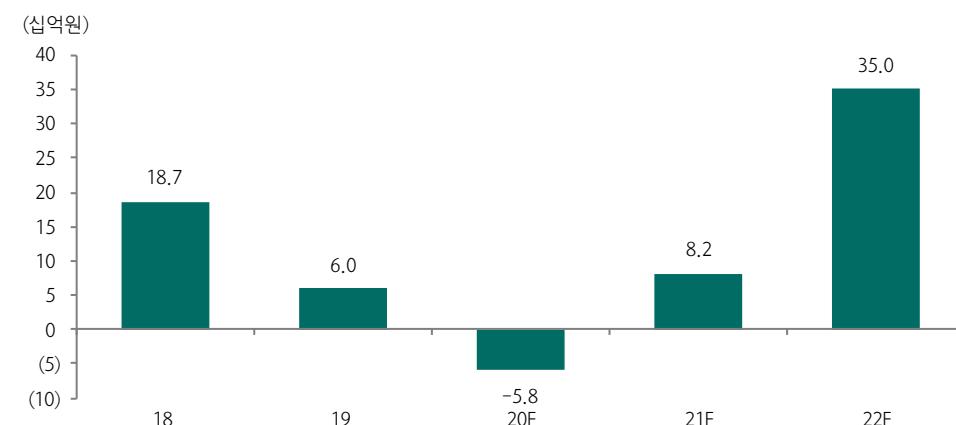
자료: 하나금융투자

그림 2. 천보 12M Fwd PBR 추이



자료: 하나금융투자

그림 1. 천보 Free Cash Flow 추이 및 전망



주 : EBIT(1-법인세율) + 감가상각비 - CAPEX (운전자본 증감 '0'으로 가정) / 자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>120.1</b>	<b>135.3</b>	<b>152.6</b>	<b>252.9</b>	<b>386.8</b>
매출원가	90.9	106.2	122.0	201.8	308.7
매출총이익	29.2	29.1	30.6	51.1	78.1
판관비	2.1	1.9	2.4	3.6	2.0
<b>영업이익</b>	<b>27.0</b>	<b>27.2</b>	<b>28.2</b>	<b>47.4</b>	<b>76.1</b>
금융손익	(0.5)	1.2	1.0	(0.0)	(0.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	(0.4)	(0.0)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>26.7</b>	<b>28.0</b>	<b>29.2</b>	<b>47.4</b>	<b>75.7</b>
법인세	4.1	5.0	5.9	9.6	15.3
계속사업이익	22.6	23.1	23.3	37.8	60.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>22.6</b>	<b>23.1</b>	<b>23.3</b>	<b>37.8</b>	<b>60.4</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>22.6</b>	<b>23.0</b>	<b>23.2</b>	<b>37.8</b>	<b>60.3</b>
지배주주지분포괄이익	23.2	23.4	23.2	37.8	60.3
NOPAT	22.9	22.4	22.5	37.8	60.7
EBITDA	35.1	35.9	39.1	62.8	95.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	37.26	12.66	12.79	65.73	52.95
NOPAT증가율	43.13	(2.18)	0.45	68.00	60.58
EBITDA증가율	42.68	2.28	8.91	60.61	51.75
영업이익증가율	50.00	0.74	3.68	68.09	60.55
(지배주주)순익증가율	52.70	1.77	0.87	62.93	59.52
EPS증가율	52.67	(17.18)	(0.81)	62.61	59.70
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	24.31	21.51	20.05	20.21	20.19
EBITDA이익률	29.23	26.53	25.62	24.83	24.64
영업이익률	22.48	20.10	18.48	18.74	19.67
계속사업이익률	18.82	17.07	15.27	14.95	15.62

## 투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,829	2,343	2,324	3,779	6,035
BPS	13,450	21,060	23,085	26,569	32,309
CFPS	4,542	3,805	4,007	6,281	9,533
EBITDAPS	4,385	3,650	3,908	6,281	9,533
SPS	15,011	13,757	15,258	25,288	38,682
DPS	0	300	300	300	300
<b>주가지표(배)</b>					
PER	0.00	26.29	78.49	52.90	33.12
PBR	0.00	2.92	7.90	7.52	6.19
PCFR	0.00	16.19	45.52	31.83	20.97
EV/EBITDA	(0.17)	14.87	44.75	30.16	19.75
PSR	0.00	4.48	11.95	7.90	5.17
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	24.53	14.49	10.76	15.84	21.19
ROA	19.14	12.46	9.32	12.66	15.86
ROIC	27.93	22.58	19.07	28.18	36.66
부채비율	25.23	11.70	19.16	30.21	36.37
순부채비율	(5.60)	(39.01)	(33.82)	(31.08)	(29.21)
이자보상배율(배)	45.44	61.35	78.83	35.04	37.04

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

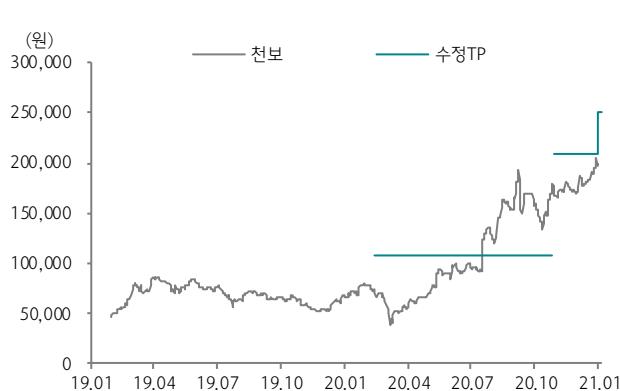
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>71.9</b>	<b>153.2</b>	<b>150.5</b>	<b>187.8</b>	<b>252.2</b>
금융자산	19.2	94.1	106.6	141.4	183.5
현금성자산	8.2	7.0	1.4	35.0	70.8
매출채권	22.9	22.8	23.7	38.0	39.9
재고자산	26.1	28.3	35.4	36.5	56.5
기타유동자산	3.7	8.0	(15.2)	(28.1)	(27.7)
<b>비유동자산</b>	<b>62.8</b>	<b>82.0</b>	<b>113.1</b>	<b>145.6</b>	<b>175.3</b>
투자자산	0.7	3.4	6.7	9.7	13.6
금융자산	0.7	2.4	5.5	7.6	10.4
유형자산	60.3	77.2	104.8	134.5	160.3
무형자산	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1
기타비유동자산	0.6	0.3	0.4	0.2	0.3
<b>자산총계</b>	<b>134.7</b>	<b>235.2</b>	<b>263.6</b>	<b>333.5</b>	<b>427.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>25.8</b>	<b>23.4</b>	<b>14.8</b>	<b>18.8</b>	<b>24.1</b>
금융부채	13.2	11.9	5.7	5.7	5.8
매입채무	5.6	4.3	5.4	8.6	13.4
기타유동부채	7.0	7.2	3.7	4.5	4.9
<b>비유동부채</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>27.6</b>	<b>58.6</b>	<b>90.0</b>
금융부채	0.0	0.1	26.2	56.2	86.2
기타비유동부채	1.4	1.2	1.4	2.4	3.8
<b>부채총계</b>	<b>27.1</b>	<b>24.6</b>	<b>42.4</b>	<b>77.4</b>	<b>114.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>107.6</b>	<b>210.6</b>	<b>221.2</b>	<b>256.1</b>	<b>313.4</b>
자본금	4.0	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	8.8	87.3	87.3	87.3	87.3
자본조정	(0.0)	(0.0)	(9.6)	(9.6)	(9.6)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	94.8	118.2	138.5	173.3	230.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>107.6</b>	<b>210.6</b>	<b>221.2</b>	<b>256.1</b>	<b>313.5</b>
순금용부채	(6.0)	(82.2)	(74.8)	(79.6)	(91.6)

## 현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22.2</b>	<b>22.7</b>	<b>25.3</b>	<b>55.7</b>	<b>63.9</b>
당기순이익	22.6	23.1	23.3	37.8	60.4
조정	1	1	1	2	2
감가상각비	8.0	8.7	10.9	15.4	19.3
외환거래손익	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(7.0)	(7.9)	(10.1)	(13.4)	(17.3)
영업활동 자산부채 변동	(12.4)	(9.5)	(12.4)	2.5	(15.8)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(22.1)</b>	<b>(101.6)</b>	<b>(60.3)</b>	<b>(49.2)</b>	<b>(55.2)</b>
투자자산감소(증가)	0.4	(2.7)	(3.3)	(3.0)	(3.9)
자본증가(감소)	(12.2)	(25.1)	(39.2)	(45.0)	(45.0)
기타	(10.3)	(73.8)	(17.8)	(1.2)	(6.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6.7</b>	<b>77.8</b>	<b>6.7</b>	<b>27.1</b>	<b>27.1</b>
금융부채증가(감소)	(0.5)	(1.2)	19.8	30.0	30.1
자본증가(감소)	7.5	79.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	(0.6)	(10.1)	0.1	0.0
배당지급	0.0	0.0	(3.0)	(3.0)	(3.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>6.8</b>	<b>(1.2)</b>	<b>(5.5)</b>	<b>33.6</b>	<b>35.8</b>
Unlevered CFO	36.3	37.4	40.1	62.8	95.3
Free Cash Flow	9.8	(2.4)	(13.8)	10.7	18.9

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

## 천보



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
21.1.14	BUY	250,000		
20.11.11	BUY	210,000	-14.94%	-1.95%
20.2.26	BUY	108,000	-1.89%	78.70%
19.6.27	Not Rated	-	-	-

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.28%	6.72%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 01월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 1월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임아래 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.