

천보 (278280)

전자/부품



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	230,000원 (U)
현재주가 (4/13)	179,200원
상승여력	28%

시가총액	17,920억원
총발행주식수	10,000,000주
60일 평균 거래대금	143억원
60일 평균 거래량	80,554주
52주 고	205,900원
52주 저	54,000원
외인지분율	6.14%
주요주주	이상율 외 1인 56.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.0	(9.2)	231.9
상대	(1.1)	(12.0)	96.0
절대(달러환산)	8.8	(11.7)	259.0

하반기 증설 효과 본격화

1Q21 Preview : 컨센서스 부합 전망

1Q21 예상실적은 매출액 462억원(+2.5% QoQ, +20.0% YoY), 영업이익 83억원(-13.4% QoQ, +15.2% YoY)으로 컨센서스 부합 전망. 이차전지 소재 부문이 성장 견인. 주력 제품 F전해질과 P전해질 출하량이 1Q에도 견조하게 유지된 것으로 파악되며, 지난해 부진했던 D전해질 출하량 증가 본격화 된 것으로 추정. D전해질 출하량은 지난해 연간 6억원 수준에 불과했으나 1Q21 약 30억원 수준을 기록한 것으로 판단. 동사의 전해질 라인 평균 가동률은 제품 전반에 걸친 수요 강세로 80%를 상회하는 높은 수준을 기록한 것으로 추정

하반기부터 증설 효과 확인 가능

동사의 관련 포인트는 하반기부터 본격화될 증설 효과. 3Q21에는 P전해질 1,460톤, B전해질 400톤의 신규 Capa 추가되며, 4Q21 F전해질과 D전해질 신규 Capa가 각각 280톤, 300톤 양산 가동에 들어갈 예정. 이에 따라 동사의 합산 전해질 생산능력은 기존 1,560톤에서 4,000톤으로 확대. 이차전지 소재 부문 매출은 2Q 297억원, 3Q 505억원, 4Q 661억원으로 증가하며 전사 실적 성장 견인 전망

동사의 전해질 소재들은 전기차 배터리에서의 고온 안정성, 사이클 특성 개선, 저온 특성 개선과 관련되어 있어 필수적인 소재들이나, 생산 가능 업체들은 제한되어 있다는 점이 프리미엄 요인. 또한 글로벌 Top 6 셀 메이커(파나소닉, CATL, BYD, 국내 3사)향으로 모두 매출 익스포저를 갖고 있어, 전방업체들 간의 수주 변화 상황에 관계 없이 실적 우상향 가능하다는 점도 긍정적

목표주가 230,000원으로 상향

동사의 높은 실적 가시성과 소재 중요도를 감안해 목표주가를 기존 194,000원에서 230,000원으로 상향. 올해 증설분 가동이 온기로 반영되는 내년 실적을 기준으로 동사의 이차전지 소재 부문 영업가치를 2.26조원(EV/EBITDA 30.X 적용)으로 산정. 동사의 전해질 생산능력은 '23년말 12,000톤까지 확대될 예정. 이는 이차전지 소재 부문에서만 연 1조원 수준의 매출 체력을 보유하게 되는 것으로 동사의 기업가치는 지속 상승할 수밖에 없을 것

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	462	20.0	2.6	473	-2.4
영업이익	83	15.2	-13.6	94	-11.6
세전계속사업이익	87	11.2	-2.8	91	-4.4
지배순이익	77	22.1	-26.8	74	4.1
영업이익률 (%)	17.9	-0.8 %pt	-3.4 %pt	19.8	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	16.6	+0.3 %pt	-6.6 %pt	15.5	+1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	1,201	1,353	1,555	2,444
영업이익	270	272	301	457
지배순이익	226	230	273	438
PER	-	29.1	40.4	40.9
PBR	-	3.2	4.8	6.1
EV/EBITDA	-	16.7	25.8	28.5
ROE	24.5	14.5	12.6	17.0

자료: 유안타증권

표1. 천보 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020A	Y2021E	Y2022E
매출액	38.5	33.7	38.3	45.1	46.2	47.5	68.8	81.9	155.5	244.4	348.0
중대형 전지	17.3	13.6	17.8	27.3	28.2	29.7	50.5	66.1	76.0	174.4	285.3
소형전지	15.1	13.8	16.3	14.3	13.8	13.3	15.0	13.1	59.5	55.2	51.3
전자재료	6.1	6.3	4.2	3.4	4.3	4.4	3.3	2.7	19.9	14.7	11.5
YoY%	14.5%	0.8%	10.6%	33.8%	20.0%	40.9%	79.8%	81.7%	14.9%	57.1%	42.4%
중대형 전지	33.5%	-2.8%	41.0%	111.6%	62.5%	118.4%	184.1%	141.7%	44.8%	129.4%	63.5%
소형전지	0.6%	4.2%	9.4%	-0.2%	-8.6%	-3.3%	-8.2%	-8.6%	3.5%	-7.2%	-7.2%
전자재료	7.9%	1.5%	-40.9%	-47.1%	-30.0%	-30.0%	-20.0%	-20.0%	-21.2%	-26.2%	-21.7%
매출총이익	7.7	6.8	7.6	10.2	8.8	8.6	14.1	17.3	32.3	48.8	70.3
YoY%	-6.1%	-3.8%	15.2%	39.8%	14.9%	27.5%	84.9%	69.9%	10.8%	51.4%	43.9%
매출총이익율%	20.0%	20.1%	19.9%	22.6%	19.1%	18.2%	20.5%	21.1%	20.7%	20.0%	20.2%
영업이익	7.2	6.3	7.1	9.5	8.3	8.0	13.2	16.2	30.1	45.7	65.7
YoY%	-1.6%	-7.2%	14.9%	37.6%	15.2%	27.0%	86.6%	69.7%	10.7%	51.7%	43.8%
영업이익율%	18.7%	18.7%	18.5%	21.2%	17.9%	16.9%	19.2%	19.8%	19.4%	18.7%	18.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

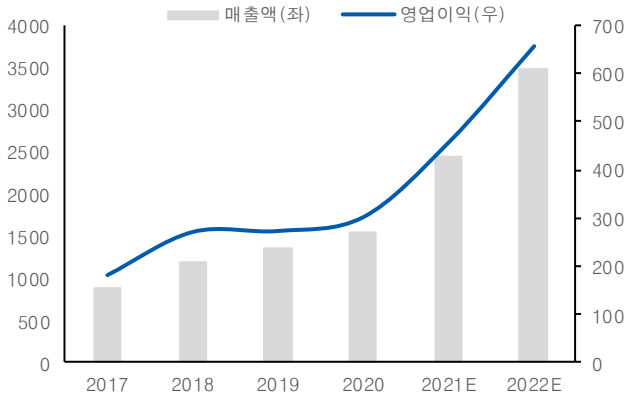
표2. 목표주가 산정 (SOTP Valuation)

(단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	2,317.3	
이차전지 소재 가치	2,260.7	'22년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 30.X
전자재료 가치	41.9	'22년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 5.X
의약품 등 가치	14.7	'22년 평균 EBITDA X Target EV/EBITDA 5.X
3. 순차입금	-25.3	'21년 말 기준
4. 총 기업가치	2,342.6	
5. 발행주식총수	10,000,000주	보통주
6. 주당 기업가치	234,262원	
7. 목표주가	230,000원	
8. 현재주가	179,200원	4/13 증가
9. 상승여력	28.3%	

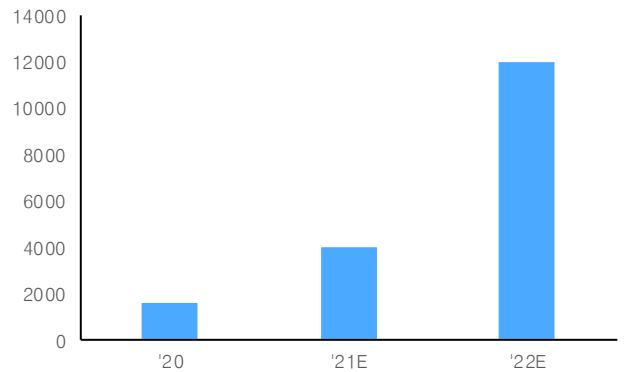
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 천보 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 천보 전해질 설비 증설 계획 (단위 : t/년)



자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

표3. 천보 리튬염 첨가제 특성 비교

구분	LiFSI F 전해질	LiPO2F2 P 전해질	LiDFOP D 전해질	LiBOB 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	2020A	2021F	2022F
매출액	1,201	1,353	1,555	2,444	3,480
매출원가	909	1,062	1,232	1,955	2,778
매출총이익	292	291	323	488	703
판매비	21	19	22	32	46
영업이익	270	272	301	457	657
EBITDA	351	359	413	615	867
영업외손익	-3	8	2	12	7
외환관련손익	3	-1	-7	-5	-5
이자손익	-5	12	7	8	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-3	3	10	10
법인세비용차감전순이익	267	280	303	469	664
법인세비용	41	50	30	31	41
계속사업순이익	226	231	274	439	623
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	226	231	274	439	623
지배지분순이익	226	230	273	438	622
포괄순이익	232	234	266	406	591
지배지분포괄이익	232	234	265	406	590

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	222	227	191	129	526
당기순이익	226	231	274	439	623
감가상각비	80	87	112	157	210
외환손익	0	2	11	5	5
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-124	-95	-198	-485	-325
기타현금흐름	39	2	-7	12	13
투자활동 현금흐름	-221	-1,016	-125	-340	-642
투자자산	-94	-769	364	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-124	-251	-509	-350	-650
유형자산 감소	2	0	0	0	0
기타현금흐름	-4	4	20	10	8
재무활동 현금흐름	67	778	6	764	388
단기차입금	0	0	0	50	50
사채 및 장기차입금	110	15	-67	50	100
자본	0	783	0	490	0
현금배당	0	0	-30	-30	-30
기타현금흐름	-43	-20	103	204	268
연결범위변동 등 기타	0	-1	-7	-467	-276
현금의 증감	68	-12	65	86	-3
기초 현금	14	82	70	135	221
기말 현금	82	70	135	221	218
NOPLAT	270	272	301	457	657
FCF	98	-24	-318	-221	-124

자료: 유안타증권

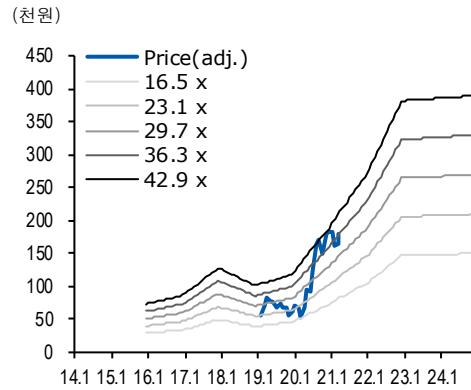
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	719	1,532	1,401	1,962	2,251
현금및현금성자산	82	70	135	222	218
매출채권 및 기타채권	237	255	331	575	705
재고자산	261	283	359	585	748
비유동자산	628	820	1,206	1,398	1,837
유형자산	603	772	1,159	1,351	1,791
관계기업 등 지분관련자산	0	10	10	10	10
기타투자자산	7	24	12	12	12
자산총계	1,347	2,352	2,607	3,360	4,089
유동부채	258	234	198	236	305
매입채무 및 기타채무	80	81	71	109	128
단기차입금	20	0	40	90	140
유동성장기부채	0	0	10	10	10
비유동부채	14	13	163	213	313
장기차입금	0	0	150	200	300
사채	0	0	0	0	0
부채총계	271	246	362	449	618
지배지분	1,076	2,106	2,245	2,910	3,471
자본금	40	51	51	51	51
자본잉여금	88	873	873	1,364	1,364
이익잉여금	948	1,182	1,424	1,631	2,224
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,076	2,106	2,246	2,911	3,471
순차입금	-72	-822	-370	-407	-253
총차입금	120	119	259	309	459

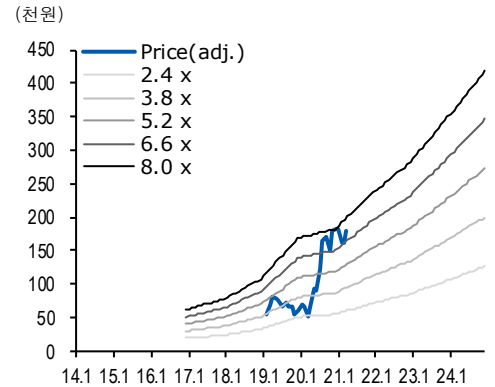
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	2,958	2,347	2,734	4,381	6,224
BPS	13,450	21,060	22,830	29,593	35,295
EBITDAPS	4,385	3,650	4,133	6,146	8,673
SPS	15,011	13,757	15,549	24,437	34,805
DPS	0	300	300	300	300
PER	-	29.1	40.4	40.9	28.8
PBR	-	3.2	4.8	6.1	5.1
EV/EBITDA	-	16.7	25.8	28.5	20.4
PSR	-	5.0	7.1	7.3	5.1

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	37.3	12.7	14.9	57.2	42.4
영업이익 증가율 (%)	49.9	0.6	10.8	51.6	43.8
지배순이익 증가율 (%)	52.7	1.8	18.7	60.2	42.1
매출총이익률 (%)	24.3	21.5	20.8	20.0	20.2
영업이익률 (%)	22.5	20.1	19.4	18.7	18.9
지배순이익률 (%)	18.8	17.0	17.6	17.9	17.9
EBITDA 마진 (%)	29.2	26.5	26.6	25.2	24.9
ROIC	24.2	19.7	17.5	19.7	21.7
ROA	19.1	12.5	11.0	14.7	16.7
ROE	24.5	14.5	12.6	17.0	19.5
부채비율 (%)	25.2	11.7	16.1	15.4	17.8
순차입금/자기자본 (%)	-6.7	-39.0	-16.5	-14.0	-7.3
영업이익/금융비용 (배)	45.4	61.3	92.4	83.9	82.4

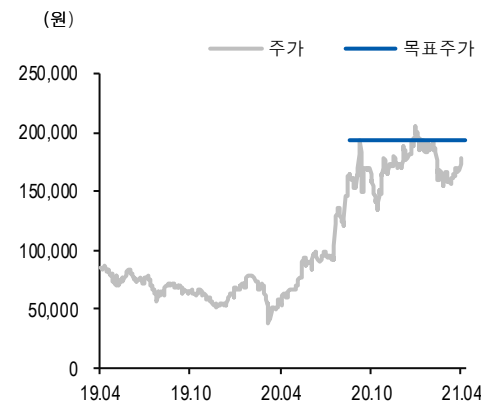
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-14	BUY	230,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-11

※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 투자결정은 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.