

# 천보 (278280)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>270,000원 (U)</b>
현재주가 (7/7)	<b>207,700원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시가총액	20,770억원		
총발행주식수	10,000,000주		
60일 평균 거래대금	148억원		
60일 평균 거래량	80,709주		
52주 고	207,700원		
52주 저	91,400원		
외인지분율	7.13%		
주요주주	이상율 외 16 인 56.92%		

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.6	24.3	116.6
상대	12.6	15.5	57.0
절대(달러환산)	17.0	21.9	127.5

## 반가운 증설 시즌2 공개

### F전해질(LiFSI) 신규 투자 발표의 의미

7일 F전해질 신규 투자 관련 MOU 체결을 발표. 천보BLS(6월 설립, 100% 자회사)를 통해 진행되며, 투자 규모는 F전해질 생산공장 약 2만톤/연 규모(1차 5,000톤, 2차 15,000톤). 투자 금액은 약 5,100억원 수준 추정

1차 투자분 5,000톤은 기존 동사의 '23년 Capa 가이드스 12,000톤/년에 포함되어 있던 것으로 변동 없음. 그러나 '24~'26년까지의 투자 계획이 새롭게 공개되었다는 점에서 큰 의미. 이에 따라 동사의 리튬염 첨가제 Capa는 올해 말 4,000톤 → '23년말 12,000톤 → '26년말 27,000톤으로 확대 예정

### F전해질(LiFSI)의 영역 확대 전망

이번 증설 발표로 F전해질 생산 Capa는 올해 말 1,000톤 → '23년말 6,000톤 → '26년말 21,000톤으로 확대될 전망. 그동안 P전해질 증설에 집중해왔던 점을 고려하면 다소 이례적인 투자 결정

공격적인 F전해질 투자 배경에는 범용제품인 LiPF6 가격 상승이 있음. 그동안 F전해질은 뛰어난 특성에도 불구하고 높은 단가(\$70/kg 추정)로 인해 LiPF6에 소량을 첨가(약 10% 수준)하는 데 그쳤으나, 최근 LiPF6 가격 급등에 따른 가격 갭 축소로 F전해질 사용 확대 유인 증가. 향후 LiPF6를 점진적 대체하는 형태의 F전해질 영역 확대 전망. 특히 동사는 F전해질 과점 사업자 중 하나로 Capa 및 출하량 면에서 선두에 있어 큰 폭의 수혜 가능

### 목표주가 270,000원으로 상향

목표주가를 기존 23만원에서 27만원으로 상향. 기존 '22년 예상 EBITDA에서 F전해질 증설 효과가 본격화되는 '23년 예상 EBITDA로 변경 적용했으며, 동사의 이차전지 소재 사업부 가치를 약 2.64조원으로 평가. 동사의 실적 추정치는 향후 F전해질의 LiPF6 시장 대체 속도에 따라 추가 상향 조정 가능할 것으로 기대

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	52	54.7	6.2	53	-1.0
영업이익	9	50.0	0.0	10	-3.0
세전계속사업이익	10	60.8	-8.4	11	-7.3
지배순이익	9	84.2	-2.3	9	6.6
영업이익률 (%)	18.2	-0.5 %pt	-1.1 %pt	18.5	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	17.6	+2.8 %pt	-1.5 %pt	16.3	+1.3 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	135	155	248	347
영업이익	27	30	48	70
지배순이익	23	27	47	67
PER	29.6	40.4	44.4	31.2
PBR	3.2	4.9	8.4	6.7
EV/EBITDA	16.7	25.8	39.1	26.0
ROE	14.5	12.6	19.8	23.8

자료: 유안타증권

표1. 천보 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	38.5	33.7	38.3	45.1	49.1	52.1	65.9	80.6	247.7	346.8	492.5
2차전지	17.3	13.6	17.8	27.3	30.5	32.4	46.5	63.7	173.2	279.9	432.2
전자소재	15.1	13.8	16.3	14.3	15.0	15.3	16.1	14.1	60.5	56.1	50.0
의약품 등	6.1	6.3	4.2	3.4	3.6	4.4	3.3	2.7	14.0	10.8	10.7
YoY%	14.5%	0.8%	10.6%	33.8%	27.5%	54.7%	72.3%	78.8%	59.3%	40.0%	42.0%
2차전지	33.5%	-2.8%	41.0%	111.6%	76.2%	138.1%	161.8%	133.2%	127.8%	61.6%	54.5%
전자소재	0.6%	4.2%	9.4%	-0.2%	-0.6%	10.9%	-1.5%	-1.7%	1.6%	-7.2%	-11.0%
의약품 등	7.9%	1.5%	-40.9%	-47.1%	-41.6%	-30.0%	-20.0%	-20.0%	-29.7%	-22.5%	-1.6%
매출총이익	7.7	6.8	7.6	10.2	10.2	10.2	13.4	17.4	51.2	75.3	116.3
YoY%	-6.1%	-3.8%	15.1%	40.0%	32.9%	50.2%	76.2%	70.7%	58.7%	47.1%	54.4%
매출총이익율%	20.0%	20.1%	19.9%	22.6%	20.8%	19.5%	20.3%	21.6%	20.7%	21.7%	23.6%
영업이익	7.2	6.3	7.1	9.5	9.5	9.5	12.5	16.3	47.7	70.4	109.4
YoY%	-1.6%	-7.2%	14.9%	37.6%	31.9%	50.0%	77.1%	70.4%	58.5%	47.6%	55.3%
영업이익율%	18.7%	18.7%	18.5%	21.2%	19.3%	18.2%	19.0%	20.2%	19.3%	20.3%	22.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

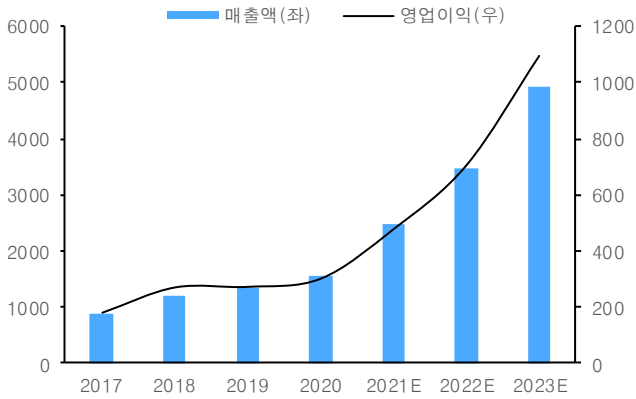
표2. 목표주가 산정 (SOTP Valuation)

(단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	2,764.6	
이차전지 소재 가치	2,646.8	'23년 EBITDA X Target EV/EBITDA 22.X
전자재료 가치	90.1	'23년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
의약품 등 가치	27.7	'23년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
3. 순차입금	100.4	'23년 말 기준
4. 총 기업가치	2,664.1	
5. 발행주식총수	10,000,000주	보통주
6. 주당 기업가치	266,417원	
7. 목표주가	270,000원	
8. 현재 주가	207,700원	7/7 증가
9. 상승여력	30.0%	

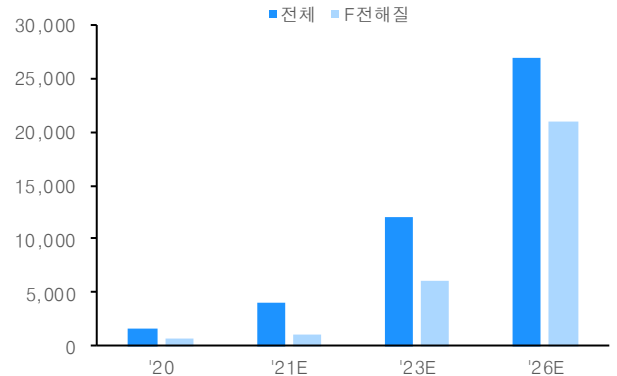
자료: 유안타증권 리서치센터

그림1. 천보 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림2. 천보 리튬염 첨가제 설비 증설 계획 (단위 : 톤/연)



자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

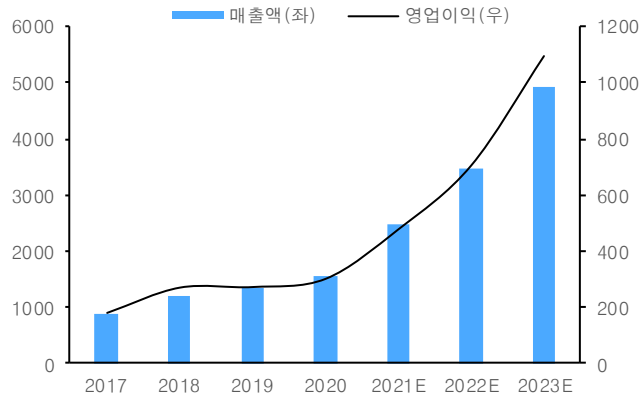
표3. 천보 리튬염 첨가제 특성 비교

구분	LiFSI	LiPO2F2	LiDFOP	LiBOB
	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

자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

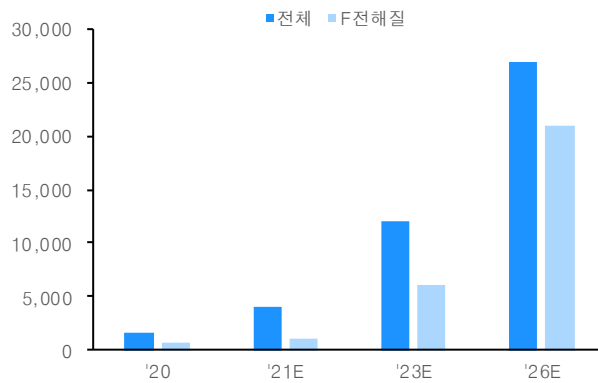
## Key Chart

천보 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

천보 리튬염 첨가제 설비 증설 계획 (단위 톤/년)



자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 산정(SOTP Valuation) (단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	2,764.6	
이차전지 소재 가치	2,646.8	'23년 EBITDA X Target EV/EBITDA 22.X
전자재료 가치	90.1	'23년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
의약품 등 가치	27.7	'23년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
3. 순차입금	100.4	'23년 말 기준
4. 총 기업가치	2,664.1	
5. 발행주식총수	10,000,000주	보통주
6. 주당 기업가치	266,417원	
7. 목표주가	270,000원	
8. 현재주가	207,700원	7/7 증가
9. 상승여력	30.0%	

자료: 유안타증권 리서치센터

천보 (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	135	155	248	347	493
매출원가	106	123	196	272	376
매출총이익	29	32	51	75	116
판매비	2	2	3	5	7
영업이익	27	30	48	70	109
EBITDA	36	41	54	81	132
영업외손익	1	0	4	2	1
외환관련손익	0	-1	1	0	0
이자손익	1	1	0	-1	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	3	3	3
법인세비용차감전순이익	28	30	52	73	111
법인세비용	5	3	4	5	7
계속사업순이익	23	27	48	68	103
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	27	48	68	103
지배지분순이익	23	27	47	67	102
포괄순이익	23	27	48	68	103
지배지분포괄이익	23	27	48	68	103

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	23	19	23	66	45
당기순이익	23	27	48	68	103
감가상각비	9	11	6	11	23
외환손익	0	1	-1	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-10	-20	-30	-12	-81
기타현금흐름	0	-1	1	0	0
투자활동 현금흐름	-102	-13	-36	-64	-99
투자자산	-77	36	13	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-25	-51	-50	-65	-100
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	2	1	1	1
재무활동 현금흐름	78	1	73	51	91
단기차입금	0	0	6	5	5
사채 및 장기차입금	2	-7	50	30	70
자본	78	0	4	0	0
현금배당	0	-3	-3	-3	-3
기타현금흐름	-2	10	16	19	19
연결범위변동 등 기타	0	-1	-44	-30	-31
현금의 증감	-1	7	16	22	6
기초 현금	8	7	13	30	52
기말 현금	7	13	30	52	58
NOPLAT	27	30	48	70	109
FCF	-2	-32	-27	1	-55

자료: 유안타증권

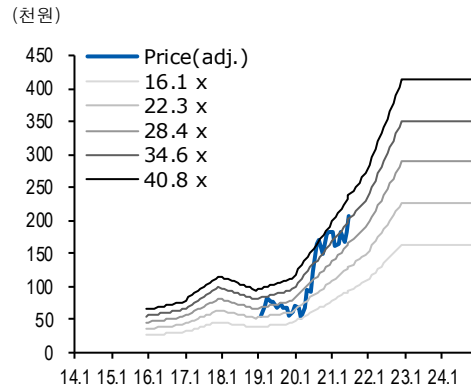
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	153	140	185	232	335
현금및현금성자산	7	13	30	52	58
매출채권 및 기타채권	25	33	60	71	117
재고자산	28	36	58	71	122
비유동자산	82	121	170	224	301
유형자산	77	116	34	88	165
관계기업 등 지분관련자산	1	1	127	127	127
기타투자자산	2	1	7	7	7
자산총계	235	261	355	456	636
유동부채	23	20	38	45	55
매입채무 및 기타채무	8	7	15	17	23
단기차입금	0	4	10	15	20
유동성장기부채	0	1	1	1	1
비유동부채	1	16	67	97	167
장기차입금	0	15	65	95	165
사채	0	0	0	0	0
부채총계	25	36	105	141	222
지배지분	211	225	247	311	409
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	87	87	87
이익잉여금	118	142	165	229	327
비지배지분	0	0	3	4	5
자본총계	211	225	250	314	414
순차입금	-82	-37	18	31	100
총차입금	12	26	80	115	190

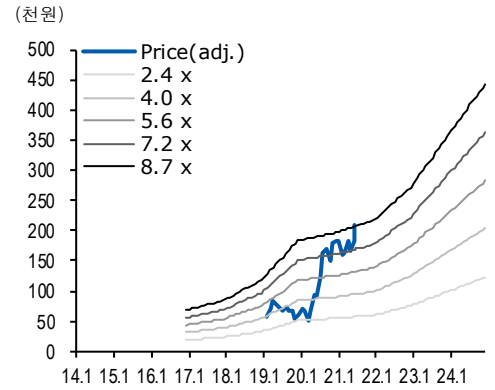
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,305	2,734	4,677	6,651	10,154
BPS	21,060	22,452	24,711	31,072	40,937
EBITDAPS	3,650	4,133	5,371	8,109	13,215
SPS	13,757	15,549	24,768	34,682	49,250
DPS	300	300	300	300	300
PER	29.6	40.4	44.4	31.2	20.5
PBR	3.2	4.9	8.4	6.7	5.1
EV/EBITDA	16.7	25.8	39.1	26.0	16.5
PSR	5.0	7.1	8.4	6.0	4.2

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	12.7	14.9	59.3	40.0	42.0
영업이익 증가율 (%)	0.6	10.8	58.4	47.6	55.3
지배순이익 증가율 (%)	1.8	18.7	71.0	42.2	52.7
매출총이익률 (%)	21.5	20.8	20.7	21.7	23.6
영업이익률 (%)	20.1	19.4	19.3	20.3	22.2
지배순이익률 (%)	17.0	17.6	18.9	19.2	20.6
EBITDA 마진 (%)	26.5	26.6	21.7	23.4	26.8
ROIC	19.7	17.5	27.6	37.8	34.4
ROA	12.5	11.0	15.2	16.4	18.6
ROE	14.5	12.6	19.8	23.8	28.2
부채비율 (%)	11.7	16.1	41.9	44.9	53.6
순차입금/자기자본 (%)	-39.0	-16.5	7.4	10.0	24.5
영업이익/금융비용 (배)	61.3	92.4	48.9	37.4	34.5

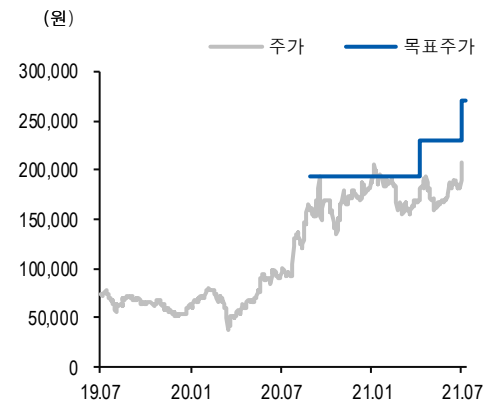
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-08	BUY	270,000	1년		
2021-04-14	BUY	230,000	1년	-22.66	-9.70
2020-09-01	BUY	194,000	1년	-11.65	6.13

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)	0.0
Buy(매수)	93.8
Hold(중립)	6.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.