

천보 (278280)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	320,000원 (U)
현재주가 (10/8)	249,500원
상승여력	28%

시가총액	24,950억원
총발행주식수	10,000,000주
60일 평균 거래대금	552억원
60일 평균 거래량	222,541주
52주 고	283,000원
52주 저	134,200원
외인지분율	6.75%
주요주주	이상율 외 14 인 55.72%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.0)	21.4	47.5
상대	2.3	31.8	34.9
절대(달러환산)	(8.2)	16.4	42.4

3Q Preview : P전해질 가격 급등

3Q Preview : P전해질 가격 급등 효과

3Q21 예상실적은 매출액 664억원(+9.9% QoQ), 영업이익 113억원(+13.0% QoQ)로 컨센서스 부합 전망. 2차전지 소재 부문 출하량 증가, P전해질 가격 급등한 점이 실적 성장 요인으로 판단. P전해질은 제조 시 LiPF6를 원재료로 사용. LiPF6 가격 급등에 동반해 P전해질 가격 급등. 현재 P전해질 가격은 kg당 12만원 육박. 이는 연초 대비 70% 이상 상승한 것. 내년까지 강세 지속 전망. 다만, 증설(P전해질 540톤/연 → 2,000톤/연, B전해질 100톤/연 → 500톤/연)로 인한 고정비 증가 효과로 2차전지 소재 부문 수익성은 소폭 하락 추정

F전해질에 이어 P전해질 추가 증설도 필요할 것

동사는 지난 7월 F전해질에 대해 약 2만톤 규모의 공격적인 증설 계획 공개(올해말 1,000톤/연 → '26년말 21,000톤/연). 고객사의 공격적인 F전해질 채용 확대에 대비한 것으로 추정.

동사는 F전해질 뿐만 아니라 P전해질에서의 추가 증설 가능성도 존재할 것으로 판단. P전해질은 2차전지 소재 매출의 60% 이상을 차지하는 핵심 제품. 동사는 P전해질 Capa를 올해 2,000톤/연으로 확대했으며, '23년까지 3,000톤/연 추가 증설 해 총 5,000톤/연 Capa 확보 예정. 그러나 5,000톤/연으로 대응 가능한 배터리 용량은 약 125GWh 수준으로 향후 수요를 대응하기에 역부족

목표주가 32만원으로 상향

목표주가를 기존 27만원에서 32만원으로 상향 조정. 이차전지 주요 업종 주가가 '24년 성장 가치를 반영하기 시작했으며, 동사의 공격적인 증설 효과도 '24년부터 반영된다는 점을 감안해 '24년 예상 EBITDA를 이용해 목표주가 산정. '24년 동사의 영업이익 규모는 약 1,500억 원에 달할 것으로 예상. 그러나 이는 전해질 가격의 점진적 하락, 첨가물 현 수준 유지를 가정한 것으로 향후 가격 강세 지속, 첨가물 추가 상향될 경우 이익 규모는 더욱 증가할 것

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	66	73.6	9.9	67	-0.7
영업이익	11	60.1	17.8	12	-7.6
세전계속사업이익	12	63.9	21.3	12	-1.0
지배순이익	11	90.0	32.0	10	6.4
영업이익률 (%)	17.0	-1.5 %pt	+1.1 %pt	18.3	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	16.1	+1.4 %pt	+2.7 %pt	15.0	+1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	135	155	257	406
영업이익	27	30	45	82
지배순이익	23	27	42	74
PER	29.6	40.4	58.8	33.8
PBR	3.2	4.9	9.9	7.7
EV/EBITDA	16.7	25.8	41.6	24.7
ROE	14.5	12.6	17.8	25.7

자료: 유안타증권

천보 분기별 실적 추이(연결)

(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21A	3Q21E	4Q21E	Y2021E	Y2022E	Y2023E
매출액	38.5	33.7	38.3	45.1	49.1	60.4	66.4	81.0	257.0	406.2	583.6
2차전지	17.3	13.6	17.8	27.3	30.5	37.4	47.0	64.2	179.2	337.2	521.1
전자소재	15.1	13.8	16.3	14.3	15.0	16.6	16.1	14.1	61.8	56.8	50.9
의약품 등	6.1	6.3	4.2	3.4	3.6	6.4	3.3	2.7	16.0	12.2	12.1
YoY%	14.5%	0.8%	10.6%	33.8%	27.5%	79.3%	73.6%	79.9%	65.2%	58.1%	43.7%
2차전지	33.5%	-2.8%	41.0%	111.6%	76.2%	174.8%	164.5%	135.0%	135.6%	88.2%	54.5%
전자소재	0.6%	4.2%	9.4%	-0.2%	-0.6%	20.4%	-1.5%	-1.7%	3.8%	-8.1%	-10.3%
의약품 등	7.9%	1.5%	-40.9%	-47.1%	-41.6%	1.9%	-20.0%	-20.0%	-19.7%	-23.5%	-1.4%
매출총이익	7.7	6.8	7.6	10.2	10.2	11.2	12.3	16.1	49.7	88.0	138.0
YoY%	-6.1%	-3.8%	15.1%	40.0%	32.9%	64.9%	61.2%	57.8%	54.2%	76.8%	56.9%
매출총이익율%	20.0%	20.1%	19.9%	22.6%	20.8%	18.5%	18.5%	19.8%	19.4%	21.7%	23.6%
영업이익	7.2	6.3	7.1	9.5	9.5	10.0	11.3	14.9	45.7	81.7	129.0
YoY%	-1.6%	-7.2%	14.9%	37.6%	31.9%	58.5%	60.2%	55.9%	51.7%	78.9%	57.9%
영업이익율%	18.7%	18.7%	18.5%	21.2%	19.3%	16.6%	17.0%	18.4%	17.8%	20.1%	22.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

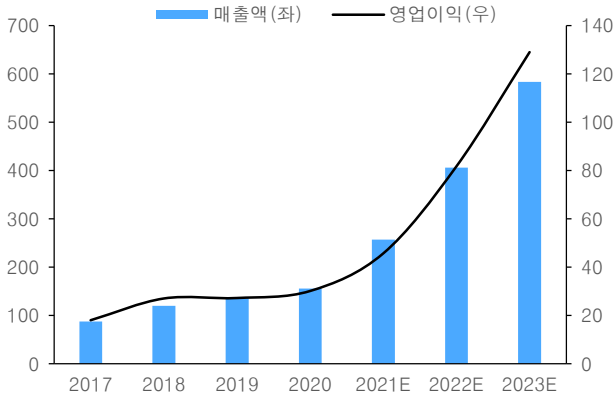
목표주가 산정 (SOTP Valuation)

(단위 : 십억원, %)

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	3,247.8	
이차전지 소재 가치	3,132.4	'24년 EBITDA X Target EV/EBITDA 20.X
전자재료 가치	90.6	'24년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
의약품 등 가치	24.8	'24년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
3. 순차입금	61.9	'23년 말 기준
4. 총 기업가치	3,186.0	
5. 발행주식총수	10,000,000주	보통주
6. 주당 기업가치	318,595원	
7. 목표주가	320,000원	
8. 현재주가	249,500원	10/8 증가
9. 상승여력	28.3%	

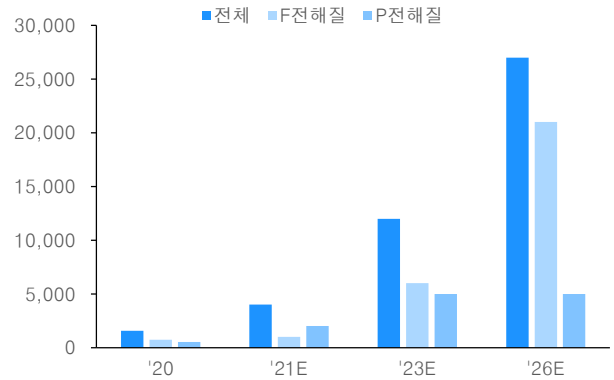
자료: 유안타증권 리서치센터

천보 연도별 매출액 및 영업이익 추이 (단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

천보 리튬염 첨가제 설비 증설 계획 (단위 : 톤/연)



자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

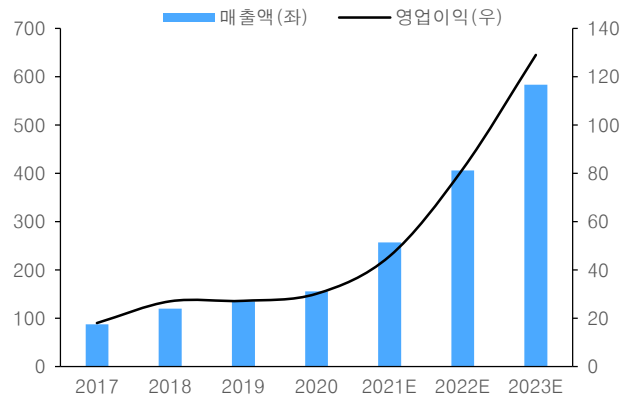
천보 리튬염 첨가제 특성 비교

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

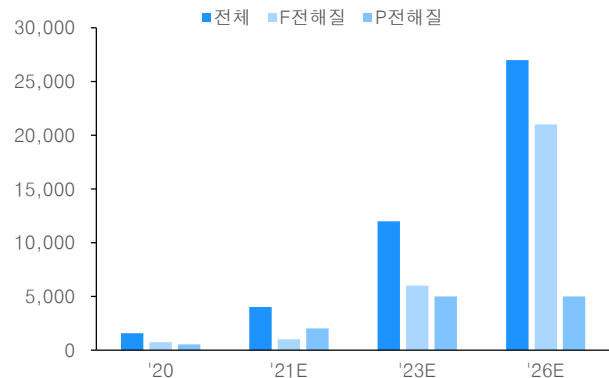
Key Chart

천보 연도별 매출액 및 영업이익 추이(단위 : 십억원).



자료: 유안타증권 리서치센터

천보 리튬염 첨가제 설비 증설 계획 (단위 : 톤/연).



자료: 유안타증권 리서치센터

천보 목표주가 산정 (단위 : 십억원).

항목	기업가치	비고
1. 사업가치	3,247.8	
이차전지 소재 가치	3,132.4	'24년 EBITDA X Target EV/EBITDA 20.X
전자재료 가치	90.6	'24년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
의약품 등 가치	24.8	'24년 EBITDA X Target EV/EBITDA 10.X
3. 순차입금	61.9	'23년 말 기준
4. 총 기업가치	3,186.0	
5. 발행주식총수	10,000,000주	보통주
6. 주당 기업가치	318,595원	
7. 목표주가	320,000원	
8. 현재주가	249,500원	10/8 증가
9. 상승여력	28.3%	

자료: 유안타증권 리서치센터

천보 (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	135	155	257	406	584
매출원가	106	123	208	318	446
매출총이익	29	32	49	88	138
판매비	2	2	4	6	9
영업이익	27	30	45	82	129
EBITDA	36	41	60	102	160
영업외손익	1	0	3	1	0
외환관련손익	0	-1	1	1	1
이자손익	1	1	0	-1	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	2	2
법인세비용차감전순이익	28	30	48	83	129
법인세비용	5	3	4	7	10
계속사업순이익	23	27	44	76	119
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	23	27	44	76	119
지배지분순이익	23	27	42	74	115
포괄순이익	23	27	44	76	119
지배지분포괄이익	23	27	42	73	115

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	23	19	-5	22	31
당기순이익	23	27	44	76	119
감가상각비	9	11	15	21	31
외환손익	0	1	-1	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-10	-20	-64	-74	-119
기타현금흐름	0	-1	1	0	0
투자활동 현금흐름	-102	-13	-35	-58	-93
투자자산	-77	36	6	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-25	-51	-48	-65	-100
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	2	7	7	7
재무활동 현금흐름	78	1	61	55	75
단기차입금	0	0	10	5	5
사채 및 장기차입금	2	-7	40	40	60
자본	78	0	4	0	0
현금배당	0	-3	-3	-3	-3
기타현금흐름	-2	10	10	13	13
연결범위변동 등 기타	0	-1	-9	6	5
현금의 증감	-1	7	11	26	18
기초 현금	8	7	13	25	51
기말 현금	7	13	25	51	69
NOPLAT	27	30	45	82	129
FCF	-2	-32	-53	-43	-69

자료: 유안타증권

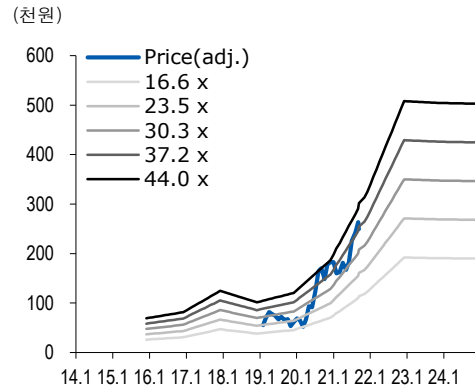
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	153	140	193	273	393
현금및현금성자산	7	13	25	51	69
매출채권 및 기타채권	25	33	61	87	137
재고자산	28	36	58	86	137
비유동자산	82	121	152	196	265
유형자산	77	116	147	191	260
관계기업등 지분관련자산	1	1	1	1	1
기타투자자산	2	1	2	2	2
자산총계	235	261	345	469	658
유동부채	23	20	42	51	63
매입채무 및 기타채무	8	7	15	19	27
단기차입금	0	4	10	15	20
유동성장기부채	0	1	3	3	3
비유동부채	1	16	44	84	144
장기차입금	0	15	23	43	83
사채	0	0	20	40	60
부채총계	25	36	86	135	207
지배지분	211	225	252	323	435
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	86	86	86
이익잉여금	118	142	171	242	354
비지배지분	0	0	8	12	16
자본총계	211	225	259	334	451
순차입금	-82	-37	-4	15	62
총차입금	12	26	65	110	175

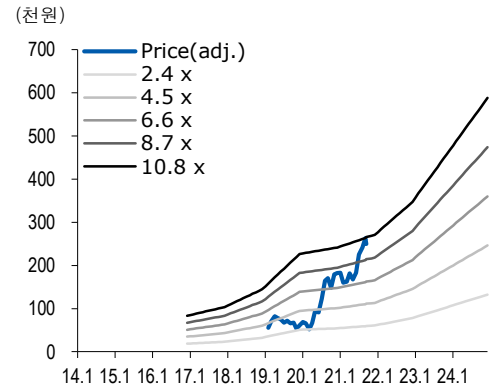
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	2,305	2,734	4,244	7,375	11,537
BPS	21,060	22,452	25,173	32,255	43,498
EBITDAPS	3,650	4,133	6,002	10,228	15,988
SPS	13,757	15,549	25,696	40,622	58,365
DPS	300	300	300	300	300
PER	29.6	40.4	58.8	33.8	21.6
PBR	3.2	4.9	9.9	7.7	5.7
EV/EBITDA	16.7	25.8	41.6	24.7	16.1
PSR	5.0	7.1	9.7	6.1	4.3

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	12.7	14.9	65.3	58.1	43.7
영업이익 증가율 (%)	0.6	10.8	50.2	80.5	57.9
지배순이익 증가율 (%)	1.8	18.7	55.2	73.8	56.4
매출총이익률 (%)	21.5	20.8	19.2	21.7	23.6
영업이익률 (%)	20.1	19.4	17.6	20.1	22.1
지배순이익률 (%)	17.0	17.6	16.5	18.2	19.8
EBITDA 마진 (%)	26.5	26.6	23.4	25.2	27.4
ROIC	19.7	17.5	18.8	24.9	27.7
ROA	12.5	11.0	14.0	18.1	20.5
ROE	14.5	12.6	17.8	25.7	30.5
부채비율 (%)	11.7	16.1	33.0	40.4	46.0
순차입금/자기자본 (%)	-39.0	-16.5	-1.5	4.8	14.2
영업이익/금융비용 (배)	61.3	92.4	62.4	44.1	42.7

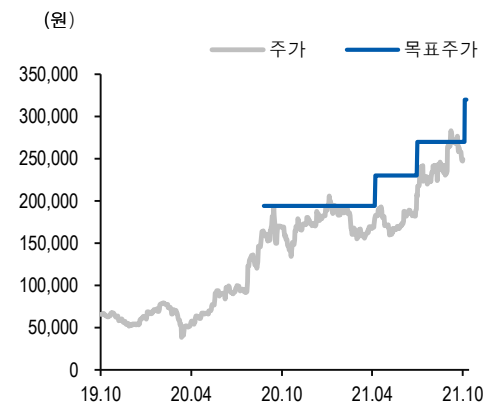
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-10-12	BUY	320,000	1년		
2021-07-08	BUY	270,000	1년	-9.88	4.81
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)	91.5
Hold(중립)	8.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-10-08

※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.