

천보 (278280)

이차전지



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	410,000원 (M)
현재주가 (5/12)	246,200원
상승여력	67%

시가총액	24,620억원
총발행주식수	10,000,000주
60일 평균 거래대금	273억원
60일 평균 거래량	93,826주
52주 고	356,200원
52주 저	159,500원
외인지분율	7.31%
주요주주	이상율 외 11 인 55.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(20.1)	(12.6)	48.7
상대	(12.5)	(8.0)	72.5
절대(달러환산)	(22.6)	(17.9)	31.1

가격 하락 우려 과도. F전해질에 집중

1Q22 Review : F전해질 유의미한 성장 기록

1Q22 실적은 매출액 943억원(+6.8% QoQ), 영업이익 180억원(-8.1% QoQ) 기록. 2월까지 P전해질 가격이 LiPF6 가격에 연동되어 강세였으며, F전해질 매출이 전분기 대비 급증(+78% QoQ)하고, 전자소재 부문이 가격 인상 효과로 성장(+18% QoQ)함에 따라 시장 컨센서스를 상회하는 매출액 기록. 그러나 영업이익률은 전분기 대비 약 3%p 하락. 1) 원재료 매입/매출 시점의 차이(2월 초순 이후 P전해질 판가는 하락한 반면, 4Q21 매입된 높은 단가의 원재료 투입)에 기인한 2차전지 소재 부문의 수익성 하락, 2) 4Q21 반영된 일회성 이익(리튬 판매 이익)효과 제거된 것이 주요 원인

P전해질 판가 하락에 대한 과도한 우려 경계

LiPF6 가격 하락에 기인한 P전해질 가격 하락세 지속됨에 따라 2Q 및 하반기 실적에 대한 우려 증가. LiPF6 가격 하락의 주요 원인은 중국 내 증설에 따른 공급량 증가와 도시 봉쇄로 인한 전기차 생산 감소이며, 전해액 업체들의 구매 유보도 가격 하락폭을 확대한 것으로 추정. 그러나 3Q부터는 P전해질 가격 안정화될 것으로 판단되는 만큼 과도한 우려 경계. 통상 전해액 업체들의 안전 재고 레벨이 2개월 분인 점 감안하면 3Q부터는 이연된 수요가 반영될 것으로 예상되며, 도시 봉쇄로 인한 생산 차질도 3Q부터 점진적 개선될 것으로 판단되기 때문. 이에 따라 2Q 일시적 역성장 불가피 할 것으로 예상되나, 3Q부터 성장 재개 예상(매출액 3Q 952억원, 4Q 971억원 전망).

목표주가 41만원 유지. 중장기 핵심 소재는 F전해질

천보에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 41만원 유지. 목표주가 산정의 기준이 되는 '24년 실적 성장의 키는 F전해질에 있음'을 인지할 필요. F전해질은 LiPF6 가격에서 자유로우며, 범용 소재인 P전해질과 달리 기술 진입장벽을 보유하고 있어 높은 Multiple 부여의 근거가 되는 소재. 현재는 P전해질의 매출 기여도가 절대적이거나, 새만큼 F전해질 신공장이 가동되는 '23년부터 F전해질의 본격적인 매출 기여도 증가 전망(F전해질 비중 올해 15%→'24E 50% 전망). 단기 실적 부진 우려에 기인한 최근의 주가 하락을 매수 기회로 활용할 필요

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q22A	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	94	92.1	6.8	91	3.4
영업이익	18	90.6	-8.1	18	0.9
세전계속사업이익	18	61.4	-4.8	18	1.8
지배순이익	15	64.1	4.9	13	14.8
영업이익률 (%)	19.1	-0.2 %pt	-3.2 %pt	19.6	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	16.3	-2.8 %pt	-0.3 %pt	14.7	+1.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	155	272	361	566
영업이익	30	51	68	116
지배순이익	27	44	57	94
PER	40.4	51.8	43.4	26.1
PBR	4.9	8.0	7.3	5.7
EV/EBITDA	25.8	34.4	27.5	17.5
ROE	12.6	17.2	18.2	24.6

자료: 유안타증권

천보 분기별 실적 추이(연결)

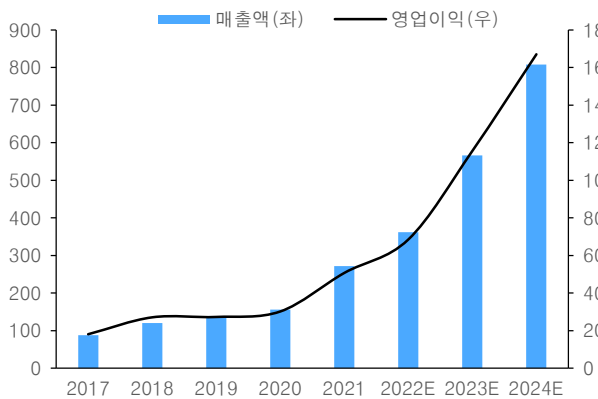
(단위 : 십억원, %)

	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22A	2Q22E	3Q22E	4Q22E	Y2021A	Y2022E	Y2023E
매출액	49.1	60.4	73.8	88.2	94.3	74.8	95.2	97.1	271.6	361.4	565.7
2차전지	30.5	37.4	53.0	63.9	65.3	53.4	76.2	76.5	184.8	271.4	478.6
전자소재	15.0	16.6	16.8	19.3	22.7	14.9	15.9	16.7	67.7	70.2	68.2
의약품 등	3.6	6.4	4.1	5.1	6.3	6.5	3.2	3.9	19.1	19.9	19.6
YoY%	27.5%	79.3%	93.0%	95.9%	92.1%	23.8%	29.0%	10.0%	74.6%	33.1%	56.5%
2차전지	76.2%	174.8%	198.1%	133.9%	114.0%	42.7%	43.8%	19.7%	143.1%	46.8%	76.4%
전자소재	-0.6%	20.4%	2.9%	34.3%	51.1%	-10.4%	-5.3%	-13.1%	13.6%	3.7%	-2.7%
의약품 등	-41.6%	1.9%	-2.5%	49.9%	77.4%	1.9%	-21.7%	-23.6%	-4.2%	4.2%	-1.6%
매출총이익	10.2	10.8	13.0	20.4	19.4	14.6	19.2	20.4	54.4	73.6	123.4
YoY%	32.9%	58.9%	71.0%	100.6%	89.4%	35.4%	48.0%	-0.1%	68.7%	35.2%	67.7%
매출총이익율%	20.8%	17.8%	17.6%	23.2%	20.5%	19.5%	20.2%	21.0%	20.0%	20.4%	21.8%
영업이익	9.5	9.6	11.9	19.6	18.0	13.5	17.9	19.0	50.6	68.4	115.6
YoY%	31.9%	52.1%	68.6%	105.8%	90.6%	40.5%	50.1%	-3.2%	68.2%	35.2%	68.9%
영업이익율%	19.3%	15.9%	16.1%	22.3%	19.1%	18.0%	18.8%	19.6%	18.6%	18.9%	20.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

천보 연도별 매출액 및 영업이익 추이

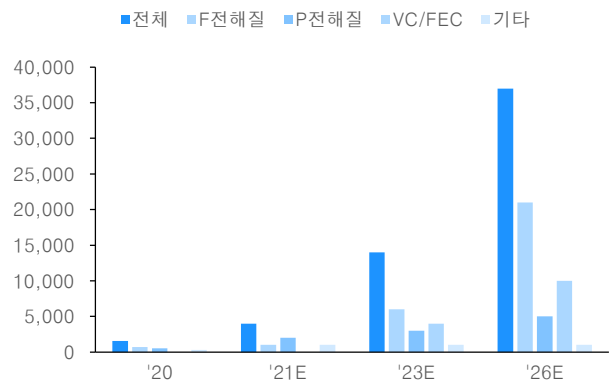
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

천보 첨가제 설비 증설 계획

(단위 : 톤/년)



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

자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

천보 (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	155	272	361	566	808
매출원가	123	217	288	442	630
매출총이익	32	54	74	123	178
판매비	2	4	5	8	11
영업이익	30	51	68	116	167
EBITDA	41	67	91	148	208
영업외손익	0	4	0	-2	-3
외환관련손익	-1	2	0	0	0
이자손익	1	-1	-2	-4	-5
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	3	2	2	2
법인세비용차감전순이익	30	55	68	114	164
법인세비용	3	7	9	14	21
계속사업순이익	27	48	60	100	144
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	48	60	100	144
지배지분순이익	27	44	57	94	136
포괄순이익	27	48	60	100	143
지배지분포괄이익	27	44	54	90	129

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	19	-14	17	-22	43
당기순이익	27	48	60	100	144
감가상각비	11	16	22	33	41
외환손익	1	-1	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-19	-84	-66	-156	-143
기타현금흐름	-1	6	1	1	1
투자활동 현금흐름	-13	-48	-61	-96	-96
투자자산	36	17	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-51	-53	-65	-100	-100
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	2	-13	4	4	4
재무활동 현금흐름	1	84	112	172	122
단기차입금	0	0	5	30	30
사채 및 장기차입금	-7	10	40	70	20
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타현금흐름	10	78	70	75	75
연결범위변동 등 기타	-1	1	-29	-31	-40
현금의 증감	7	22	40	23	29
기초 현금	7	13	35	75	97
기말 현금	13	35	75	97	126
NOPLAT	30	51	68	116	167
FCF	-32	-67	-48	-122	-57

자료: 유안타증권

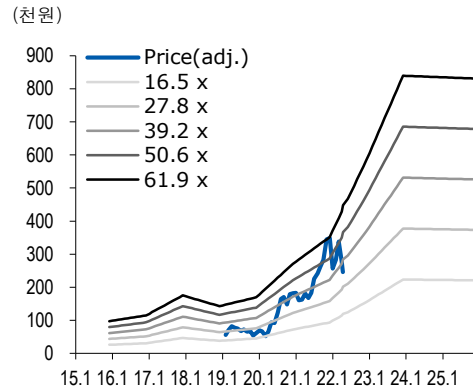
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	140	228	289	428	568
현금및현금성자산	13	35	75	97	126
매출채권 및 기타채권	33	60	72	130	185
재고자산	36	62	72	130	186
비유동자산	121	177	219	287	345
유형자산	116	148	191	258	317
관계기업 등 지분관련자산	1	6	6	6	6
기타투자자산	1	2	2	2	2
자산총계	261	405	509	715	914
유동부채	20	68	75	114	160
매입채무 및 기타채무	7	14	16	25	40
단기차입금	4	28	33	63	93
유동성장기부채	1	6	6	6	6
비유동부채	16	30	70	140	160
장기차입금	15	29	49	109	129
사채	0	0	20	30	30
부채총계	36	99	146	254	320
지배지분	225	285	338	430	562
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	101	101	101	101
이익잉여금	142	183	237	329	461
비지배지분	0	21	24	31	31
자본총계	225	306	363	461	593
순차입금	-37	9	15	92	113
총차입금	26	71	116	216	266

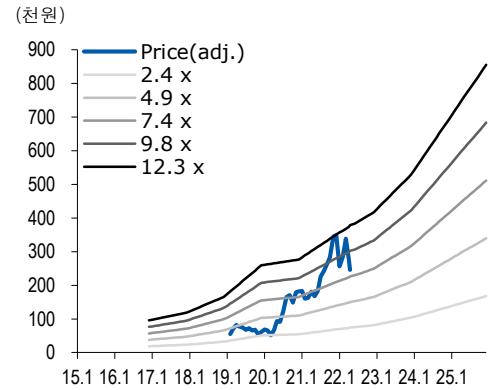
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,734	4,377	5,676	9,436	13,558
BPS	22,452	28,479	33,842	42,965	56,225
EBITDAPS	4,133	6,680	9,095	14,813	20,841
SPS	15,549	27,158	36,143	56,574	80,788
DPS	300	300	300	300	300
PER	40.4	51.8	43.4	26.1	18.2
PBR	4.9	8.0	7.3	5.7	4.4
EV/EBITDA	25.8	34.4	27.5	17.5	12.5
PSR	7.1	8.4	6.8	4.4	3.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	14.9	74.7	33.1	56.5	42.8
영업이익 증가율 (%)	10.8	68.0	35.2	68.9	44.5
지배순이익 증가율 (%)	18.7	60.1	29.7	66.3	43.7
매출총이익률 (%)	20.8	20.0	20.4	21.8	22.0
영업이익률 (%)	19.4	18.6	18.9	20.4	20.7
지배순이익률 (%)	17.6	16.1	15.7	16.7	16.8
EBITDA 마진 (%)	26.6	24.6	25.2	26.2	25.8
ROIC	17.5	18.6	18.6	23.1	24.1
ROA	11.0	13.2	12.4	15.4	16.6
ROE	12.6	17.2	18.2	24.6	27.3
부채비율 (%)	16.1	32.2	40.2	55.2	53.9
순차입금/자기자본 (%)	-16.5	3.3	4.3	21.5	20.2
영업이익/금융비용 (배)	92.4	61.0	27.3	25.8	30.3

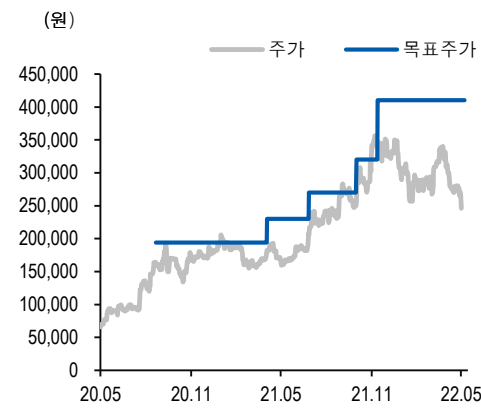
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-05-13	BUY	410,000	1년		
2021-11-24	BUY	410,000	1년		
2021-10-12	BUY	320,000	1년	-4.57	11.31
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)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-05-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



TECH 산업내 순위	15위(60개 기업 중)
Total ESG 점수	+2점
E (Environment)	+0점
S (Social)	+1점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+0점

ESG 평가 기업	천보
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	278280 KS
Industry	이차전지
Analyst	김광진
Analyst Contact	kwangjin.kim@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	ESG
천보	0	1	1	2
삼성 SDI	3	-1	-1	1
LG 디스플레이	2	1	1	4
PI 첨단소재	0	-1	1	0
LX 세미콘	0	1	1	2
포스코케미칼	0	-1	1	0
평균	3	1	1	2

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 천보 포함 60개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

-	ESG 외부평가기관 수상 내역
+0	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments ISO 기준 준수를 통한 품질 및 환경관리 수행 중이나, 그 외 ESG 관련 활동은 확인안됨. 다소 비적극적인 것으로 판단

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	전년 대비	증가 : +1	감소 : -1	2년 연속 증가 : +2	2년 연속 감소 : -2
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

신재생 에너지 사용량 & 증가율

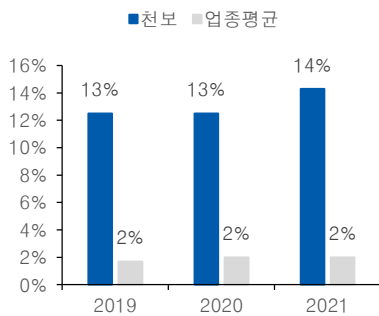
데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

Social

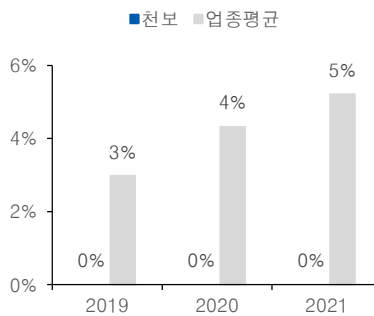
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 TECH 업종 60 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

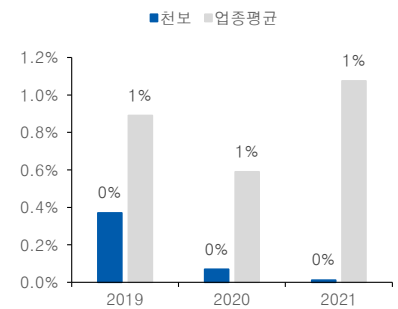
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 TECH 업종 60 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

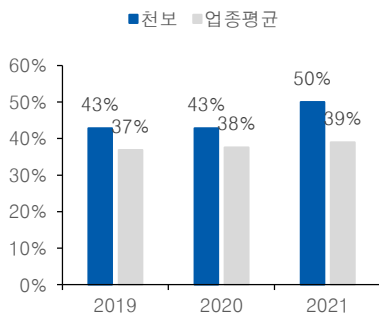


주: 업종평균에는 TECH 업종 60 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

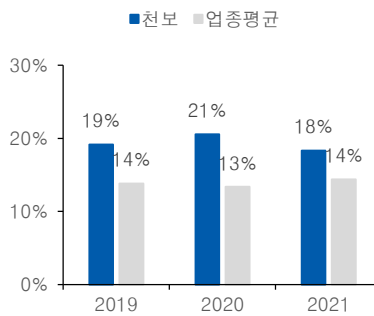
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 60 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

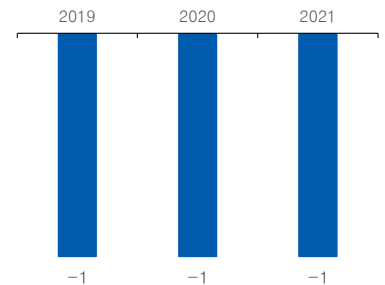
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 60 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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 투자사결정은 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.