



# BUY(Maintain)

목표주가: 243,000원(하향)

주가(8/14): 168,300원

시가총액: 16,830억원



이차전지 Analyst 권준수  
wkud1222@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (8/14)	901.68pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	281,500 원	162,400원	
최고/최저가 대비 등락율	-40.2%	3.6%	
수익률	절대	상대	
	1M	-9.9%	-10.4%
	6M	-31.7%	-41.0%
	1Y	-34.6%	-39.6%

## Company Data

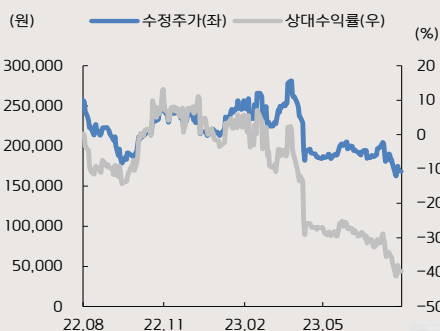
발행주식수	10,000 천주
일평균 거래량(3M)	87천주
외국인 지분율	5.6%
배당수익률(23E)	0.3%
BPS(23E)	31,632원
주요 주주	이상을 외 11인 55.4%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	271.6	328.9	209.6	544.1
영업이익	50.6	56.5	10.1	95.6
EBITDA	66.8	75.5	29.5	140.1
세전이익	54.9	36.1	-29.5	68.9
순이익	48.0	42.8	-25.7	60.2
지배주주지분순이익	43.8	37.4	-22.5	52.5
EPS(원)	4,377	3,736	-2,246	5,249
증감률(%YoY)	60.1	-14.6	적전	흑전
PER(배)	79.6	58.4	-74.9	32.1
PBR(배)	12.24	6.36	5.32	4.62
EV/EBITDA(배)	52.6	30.6	66.1	15.0
영업이익률(%)	18.6	17.2	4.8	17.6
ROE(%)	17.2	11.9	-6.8	15.4
순부채비율(%)	3.1	20.0	58.9	87.6

자료: 키움증권 리서치센터

## Price Trend



## 실적 Review

# 천보 (278280)

## 단기 실적 및 업황 불확실성 잔존



2Q23 영업이익 10억원으로 시장 컨센서스 하회. 높은 제조원가로 생산된 재고 반영, 가동률 하락에 따른 고정비 부담 상승 및 평가 하락 영향이 반영되며 수익성 악화. 3Q23 영업이익 24억원 전망. 3분기에도 높은 재고 수준으로 가동률 상승은 제한적일 것으로 예상되며, 그로 인한 고정비 부담이 여전히 크게 작용할 전망. CAPA 증설, 고객사 확대로 내년부터 본격적인 성장세에 진입할 전망. 실적 추정치 하향을 감안하여 목표주가는 24.3만원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성을 감안하여 투자 의견 'BUY'를 유지함.

### >>> 2Q23 영업이익 10억원, 시장 컨센서스 하회

2Q23 실적은 매출액 473억원(+1%QoQ, -28%YoY), 영업이익 10억원(-37%QoQ, -91%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회했다(영업이익 컨센서스 23억원). 이차전지 소재 중 주력 제품인 LiPO2F2 제품의 경우 출하량은 6월 중국향 물량 증가로 큰 폭 증가했으나, 원재료인 LiPF6의 가격 하락으로 전분기 대비 평가가 -20% 하락한 것으로 추정된다. 한편 LiFSI는 제품 라인 개조를 위해 생산이 중단되면서 출하량이 급감했다. 다만, 긍정적인 점은 기존의 높은 원가의 원재료(LiPF6) 및 제품 재고가 일부 소진되었다는 점이다. 수익성의 경우 높은 제조원가로 생산된 재고 반영, 가동률 하락에 따른 고정비 부담 상승 및 평가 하락 영향이 반영되며 악화된 것으로 추정된다.

### >>> 3Q23 영업이익 24억원(-85%YoY) 전망

3Q23 실적은 매출액 498억원(+5%QoQ, -41%YoY), 영업이익 24억원(+130% QoQ, -85%YoY)을 기록할 전망이다. 하반기에도 실적 및 업황 불확실성은 잔존해있다. 특히 최근 중국 시장 내 배터리/전해액/첨가제 재고가 높게 형성되어 있어 출하량 확대가 제한적일 것으로 보이며, LiPF6 가격 반등(5~6월)에도 불구하고 중국 내 저가 판매로 제품 평가 인상도 어려운 상황이다. 동시에 CAPA 증설 물량이 일부 지연됨에 따라, 첨가제(FEC/VC)와 전해질의 본격적인 매출 반영 시점을 내년부터로 예상한다. 3분기에도 높은 재고 수준으로 가동률 상승은 제한적일 것으로 예상되며, 그로 인한 고정비 부담이 여전히 크게 작용할 전망이다. 반도체 고객사들의 감산 영향 및 디스플레이 부문 가동률 하락으로 전자소재 부문 수익성도 악화될 전망이다. 다만, 제품 평가 하락폭이 전분기비 작은 점과, 2분기 재고 소진으로 재고의 평균 제조원가가 낮아진 점 감안 시 전분기비 수익성은 다소 개선될 전망이다.

### >>> 24년부터 CAPA 증설 효과 본격화 기대

내년부터 본격적인 성장세에 진입할 전망이다. CAPA 증설, 고객사 확대가 모두 기대되기 때문이다. 1) 공격적인 CAPA 증설(기존 품목 기준 23년 2.5만톤에서 27년 7.9만톤), 2) 중국 외 지역으로의 본격적인 제품 출하(유럽/미국), 3) 전해질/첨가제의 중요성 증대(LFP/하이니켈 양극재), 4) 신공법 및 저가 원료 투입을 통한 뚜렷한 수익성 개선(F/P 전해질 Target OPM 25%)이 가능할 전망이기 때문이다. 실적 추정치 하향을 감안하여 목표주가는 24.3만원으로 하향 조정하나, 중장기 성장성을 감안하여 투자 의견 'BUY'를 유지한다.

천보 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E
매출액	94.3	65.8	84.6	84.2	47.0	47.3	49.8	65.5
영업이익	18.0	12.0	15.3	11.1	1.6	1.0	2.4	5.2
영업이익률(%)	19.1	18.3	18.1	13.1	3.5	2.2	4.7	7.9
세전이익	17.4	14.7	21.3	-17.4	5.5	-29.8	-1.4	-3.8
순이익	13.5	14.4	19.0	-4.1	4.2	-32.8	-1.2	4.0
지배주주순이익	12.2	12.9	16.9	-4.6	4.2	-30.9	-1.0	5.2

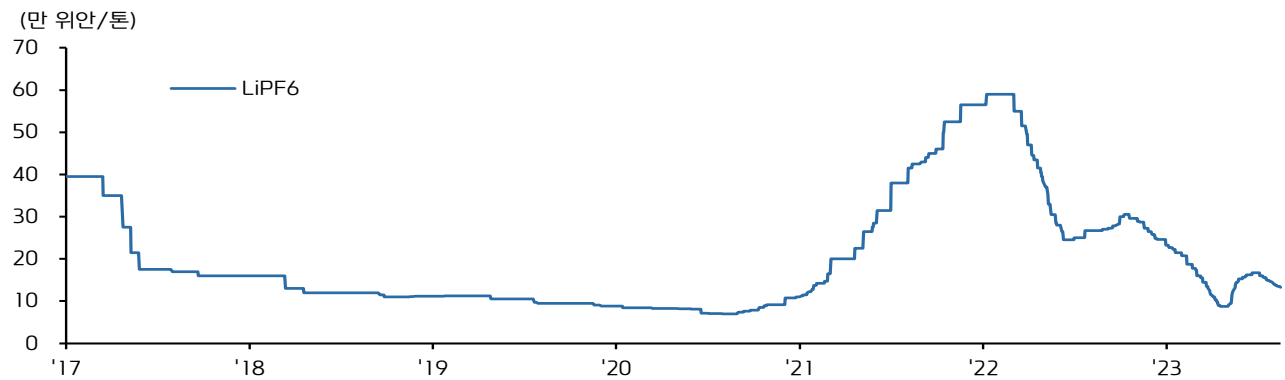
자료: 키움증권 리서치센터

천보 목표주가 243,000원 제시

EPS(원)	5,249 원	24년 EPS
Target PER(배)	46.3 배	이차전지 소재 24년 평균 P/E
목표주가(원)	243,029 원	

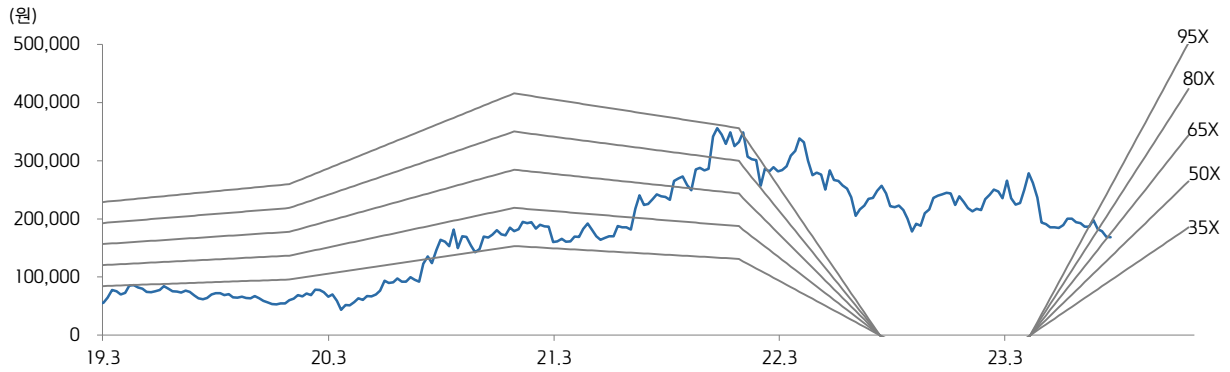
자료: 키움증권 리서치센터

LiPF6 가격 추이



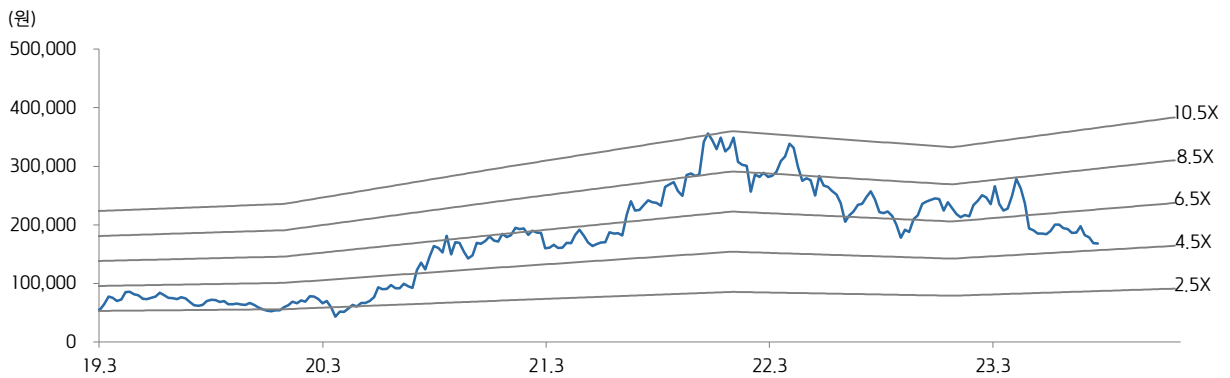
자료: Wind, 키움증권 리서치센터

천보 12M Fwd. P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

천보 12M Fwd. P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

천보 중장기 CAPA 증설 계획

	2023	2024 증설(P)	2025 증설(P)	2026 증설(P)	2027 증설(P)	누적 CAPA(E)
LiFS(F)	10,000		20,000		20,000	50,000
FEC	5,000			5,000		10,000
VC	5,000				5,000	10,000
TDT	200	400		400		1,000
LiPO2F2(P)	3,000			1,000	1,000	5,000
LiBOB(B)	500				500	1,000
D-1(22% Solution)	1,200					1,200
D-2(22% Solution)		1,200				1,200
<b>합계</b>	<b>24,900</b>	<b>1,600</b>	<b>20,000</b>	<b>6,400</b>	<b>26,500</b>	<b>79,400</b>

자료: 천보, 키움증권 리서치센터

리튬염(양산 중인 품목)

제품	기능
TDT	배터리 수명 향상, 안전성 향상
FEC	배터리 계면저항 감소, 이온전도도 향상
VC	배터리 수명 향상, 안전성 향상, 열화억제
D-2	배터리 성능 및 수명 향상

자료: 천보, 키움증권 리서치센터

천보 신규 공정 개발 통한 수익성 개선: 중장기 영업이익률 25% 목표

**Lithium bis(fluorosulfonyl)imide (LiFSI)**

- 기존 공정 대비 **제조원가 50% 이상 절감 가능한 세계 유일한 신규 공법 및 공정 개발**  
(고가의 CSA, CSI, BA를 사용하지 않고 범용적이고 저렴한 원료인 H\*, S\*\*, U\*\*\* 등을 사용하는 공법)
- 정제 기술 및 생산 공정 최적화
- 부산물 전량 재활용(원가절감, 환경개선)
- 영업이익률 25% 달성

시장 경쟁력 확보  
고객 요구 만족

**Global 시장 점유율 60% 이상 목표**

**Lithium difluoro phosphate (LiPO<sub>2</sub>F<sub>2</sub>)**

- 원재료 변경 및 **세계 유일 공정, 공법 개발**, 기초 원료 물질을 직접 제조  
(고가의 LiPF<sub>6</sub>를 사용하지 않고 저렴한 원료를 사용하여 제조원가 30% 절감)
- 원재료 수급 불안정 해소, 제품 가격 안정화
- 부산물, 폐용매 재사용, 폐기물의 최소화**
- 영업이익률 25% 달성

균일한 제품 공급  
안정적인 공급 능력

**Global 시장 점유율 90% 이상 목표**

자료: 천보, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	271.6	328.9	209.6	544.1	897.3
매출원가	217.2	263.9	191.5	427.9	702.4
매출총이익	54.4	64.9	18.1	116.2	194.9
판관비	3.8	8.5	8.0	20.6	34.0
<b>영업이익</b>	50.6	56.5	10.1	95.6	160.9
<b>EBITDA</b>	66.8	75.5	29.5	140.1	226.7
영업외손익	4.3	-20.4	-39.6	-26.7	-29.1
이자수익	0.2	6.8	0.7	0.6	0.5
이자비용	0.8	10.9	12.1	16.3	18.7
외환관련이익	1.9	9.5	0.9	0.9	0.9
외환관련손실	0.1	10.8	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
기타	3.3	-15.7	-29.8	-12.6	-12.5
<b>법인세차감전이익</b>	54.9	36.1	-29.5	68.9	131.8
법인세비용	6.9	-6.8	-3.7	8.7	16.6
계속사업손익	48.0	42.8	-25.7	60.2	115.2
<b>당기순이익</b>	48.0	42.8	-25.7	60.2	115.2
<b>지배주주순이익</b>	43.8	37.4	-22.5	52.5	100.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	74.7	21.1	-36.3	159.6	64.9
영업이익 증감율	67.9	11.7	-82.1	846.5	68.3
EBITDA 증감율	61.6	13.0	-60.9	374.9	61.8
지배주주순이익 증감율	60.2	-14.6	-160.2	-333.3	91.2
EPS 증감율	60.1	-14.6	적전	흑전	91.4
매출총이익율(%)	20.0	19.7	8.6	21.4	21.7
영업이익률(%)	18.6	17.2	4.8	17.6	17.9
EBITDA Margin(%)	24.6	23.0	14.1	25.7	25.3
지배주주순이익률(%)	16.1	11.4	-10.7	9.6	11.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	226.9	439.4	277.2	346.8	434.2
현금 및 현금성자산	35.3	64.8	23.8	31.6	40.2
단기금융자산	26.4	201.2	143.4	116.6	94.8
매출채권 및 기타채권	59.5	60.8	38.7	73.3	120.9
재고자산	62.1	86.1	54.9	115.3	172.2
기타유동자산	43.6	26.5	16.4	10.0	6.1
<b>비유동자산</b>	176.9	379.2	540.6	676.8	791.7
투자자산	8.3	10.5	11.2	11.9	12.6
유형자산	148.2	341.6	502.4	637.9	752.2
무형자산	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
기타비유동자산	19.2	26.0	26.0	26.1	26.0
<b>자산총계</b>	403.7	818.7	817.8	1,023.6	1,225.9
<b>유동부채</b>	67.3	148.4	172.1	232.2	293.6
매입채무 및 기타채무	13.9	36.9	29.0	44.4	60.6
단기금융부채	41.7	70.6	102.1	146.8	192.0
기타유동부채	11.7	40.9	41.0	41.0	41.0
<b>비유동부채</b>	30.4	275.4	280.8	370.8	400.8
장기금융부채	29.5	274.5	279.9	369.9	399.9
기타비유동부채	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>부채총계</b>	97.7	423.8	452.9	602.9	694.4
<b>지배지분</b>	284.8	343.1	316.3	364.5	460.7
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	101.2	124.5	124.5	124.5	124.5
기타자본	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
기타포괄손익누계액	-0.9	-1.0	-0.3	0.4	1.0
이익잉여금	183.4	218.6	191.2	238.7	334.2
비지배지분	21.3	51.8	48.5	56.2	70.9
<b>자본총계</b>	306.1	394.8	364.8	420.7	531.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-14.3	65.6	44.6	26.7	91.8
당기순이익	48.0	42.8	-25.7	60.2	115.2
비현금항목의 가감	23.5	38.7	22.3	64.2	95.9
유형자산감가상각비	16.1	19.0	19.2	44.5	65.7
무형자산감가상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타	8.0	20.3	3.7	20.3	30.8
영업활동자산부채증감	-83.7	-6.4	55.7	-73.3	-84.4
매출채권및기타채권의감소	-20.9	5.8	22.0	-34.6	-47.6
재고자산의감소	-26.2	-24.2	31.2	-60.4	-56.9
매입채무및기타채무의증가	-0.8	-1.7	-7.9	15.4	16.2
기타	-35.8	13.7	10.4	6.3	3.9
기타현금흐름	-2.1	-9.5	-7.7	-24.4	-34.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-48.5	-374.2	-122.3	-153.2	-158.3
유형자산의 취득	-52.8	-198.0	-180.0	-180.0	-180.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.2	-1.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	23.0	-174.8	57.8	26.8	21.8
기타	-12.5	0.0	-0.1	0.0	-0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	84.1	341.6	71.6	169.3	109.9
차입금의 증가(감소)	9.5	305.0	36.9	134.7	75.2
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	26.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.0	-3.0	-5.0	-5.0	-5.0
기타	51.6	39.6	39.7	39.6	39.7
기타현금흐름	0.5	-3.6	-34.9	-34.9	-34.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	21.9	29.4	-41.0	7.9	8.5
기초현금 및 현금성자산	13.5	35.3	64.8	23.8	31.6
기말현금 및 현금성자산	35.3	64.8	23.8	31.6	40.2

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,377	3,736	-2,246	5,249	10,045
BPS	28,479	34,308	31,632	36,452	46,067
CFPS	7,150	8,158	-346	12,441	21,101
DPS	300	500	500	500	500
<b>주당배수(배)</b>					
PER	79.6	58.4	-74.9	32.1	16.8
PER(최고)	83.9	94.7	-133.4		
PER(최저)	33.7	46.5	-71.3		
PBR	12.24	6.36	5.32	4.62	3.65
PBR(최고)	12.89	10.32	9.47		
PBR(최저)	5.18	5.06	5.06		
PSR	12.84	6.64	8.03	3.09	1.88
PCFR	48.8	26.8	-486.9	13.5	8.0
EV/EBITDA	52.6	30.6	66.1	15.0	9.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.2	11.6	-19.3	8.3	4.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
ROA	14.5	7.0	-3.1	6.5	10.2
ROE	17.2	11.9	-6.8	15.4	24.3
ROIC	18.7	13.8	1.8	12.9	16.5
매출채권회전율	5.9	5.5	4.2	9.7	9.2
재고자산회전율	5.5	4.4	3.0	6.4	6.2
부채비율	31.9	107.3	124.1	143.3	130.6
순차입금비율	3.1	20.0	58.9	87.6	85.9
이자보상배율	61.0	5.2	0.8	5.9	8.6
<b>총차입금</b>	71.3	345.0	382.0	516.6	591.8
순차입금	9.5	79.1	214.7	368.4	456.9
NOPLAT	66.8	75.5	29.5	140.1	226.7
FCF	-76.0	-134.9	-96.1	-125.3	-58.0

Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 현재 '천보' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

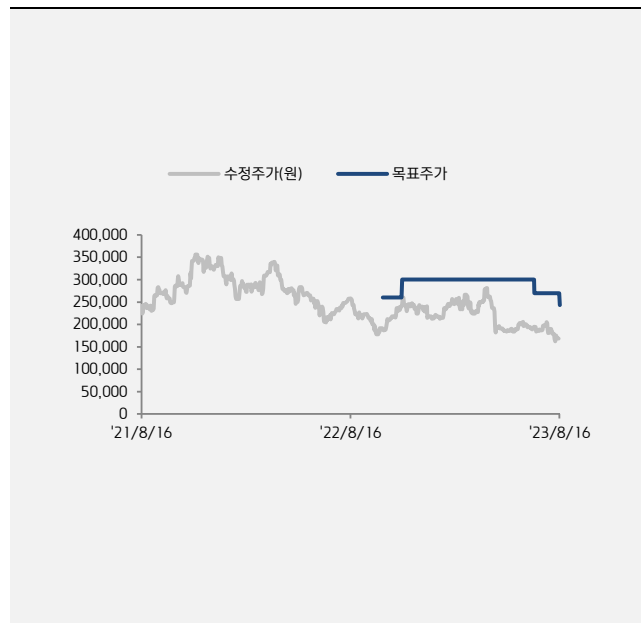
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
천보 (278280)	2022-10-11	Buy(Initiate)	260,000원	6개월	-17.26	-7.69
	2022-11-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-22.83	-13.20
	2023-01-20	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-22.05	-6.17
	2023-07-03	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-29.74	-24.07
	2023-08-16	Buy(Maintain)	243,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2022/07/01~2023/06/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%