



# 천보 (006400)

바닥은 지났으나, 실적 회복세 확인 필요

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 100,000원

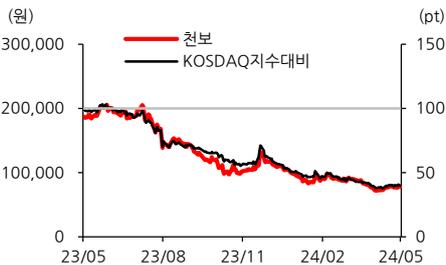
현재 주가(5/17)	76,500원
상승여력	▲ 30.7%
시가총액	7,650억원
발행주식수	10,000천주
52 주 최고가 / 최저가	205,500 / 71,700원
90 일 일평균 거래대금	32.88억원
외국인 지분율	6.4%
주주 구성	
이상율 (외 12 인)	55.4%
자사주 (외 1 인)	0.7%
김삼수 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.1	-15.7	-25.0	-59.2
상대수익률(KOSPI)	3.5	-15.4	-32.0	-61.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	329	183	200	311
영업이익	56	-8	-24	24
EBITDA	76	12	-5	43
지배주주순이익	37	-42	-27	12
EPS	3,736	-4,175	-2,675	1,231
순차입금	119	395	492	440
PER	58.4	-26.4	-28.6	62.2
PBR	6.4	3.7	2.8	2.7
EV/EBITDA	30.5	127.6	-272.7	27.9
배당수익률	0.2	n/a	n/a	n/a
ROE	11.9	-13.1	-9.4	4.4

**주가 추이**



천보는 1 분기 역대 최대 적자를 기록했습니다. 수요 하락과 재고평가 손실 때문입니다. 실적은 1 분기를 바닥으로 하반기 본격 회복할 것으로 예상됩니다. 향후 가장 중요하게 볼 점은 1) 신공정을 적용한 제품의 고수익성과 2) 신공장에서의 출하량 증가입니다.

**재고평가 총당금으로 적자 폭 확대**

동사의 1분기 실적은 매출액 398억 원, 영업적자 276억 원으로 컨센서스(매출액 435억 원, 영업적자 9억 원)를 하회했다. 전해질 매출의 대부분을 차지하고 있는 P전해질 출하량이 QoQ 10% 하락한 것으로 추정되며, 가격 하락에 따른 재고평가손실도 190억 원가량 반영됐기 때문이다. 한편, 첨가제는 비중은 크지 않으나 고객사와의 협약을 바탕으로 출하량이 견조하게 올라오고 있는 점이 긍정적이다.

**2분기 손실 폭 축소되나, 본격적인 회복은 하반기**

동사의 2분기 실적으로 매출액 408억 원, 영업적자 34억 원을 전망한다. 2분기까지도 출하량 증가 폭은 제한적일 전망이다. 그러나, 1) 재고 평가손실 효과가 사라지고, 2) 평가 하락으로 축소됐던 스프레드도 정상화되며 수익성은 크게 개선될 것으로 전망한다. 본격적인 실적 개선은 하반기로 예상된다. 1) 원가 절감이 가능한 신규 공정이 적용된 P/F 전해질 생산이 시작되며, 2) 신공장에서 F전해질 및 VC/FEC 등의 첨가제 생산이 본격화되기 때문이다.

**목표주가 10만 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지**

동사에 대한 목표주가를 10만 원으로 하향한다. 신공장 효과가 본격화 되는 26년 실적에 peer 평균 P/E 27배를 적용했다. 한편, 5/6일 미국 정부는 IRA 최종안을 발표했으며, 전해질/첨가제는 원산지 추적이 불가능한 소재로 분류되어 FEOC 적용이 26년까지 유예됐다. 이로 인해 미국에서 당장의 탈중국화 니즈가 사라졌으나, 미국 정부는 중국산 배터리/소재 등에 관세를 인상하는 등 미중 갈등은 유지되고 있다. 정책 모멘텀은 일부 약화됐으나, 하반기 가장 중요하게 확인할 부분은 1) 신규 공정을 적용한 제품(P/F 전해질)의 고수익성 확보와 2) 신규 공장(F 전해질, FEC/VC 등)의 가동률 상승이다. 투자의견 BUY는 유지하나, 신공정의 높은 수익성과 수요 회복을 확인하며 보수적인 접근을 권고한다.

[표1] 천보의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	47.0	47.3	49.4	39.0	39.8	40.8	51.4	67.8	328.9	182.7	199.8	310.8
2 차전지 소재	27.2	30.9	33.9	23.2	22.2	23.5	32.6	47.9	230.6	115.1	126.3	226.0
전자소재	12.3	11.5	10.0	12.2	12.2	12.5	13.9	15.3	73.2	46.0	53.8	65.1
기타	7.5	4.9	5.5	3.7	5.4	4.8	4.9	4.6	25.0	21.6	19.7	19.7
<b>영업이익</b>	1.6	1.0	0.8	-11.6	-27.6	-3.4	1.8	5.0	56.5	-8.0	-24.3	24.2
2 차전지 소재	0.9	-0.4	1.2	-11.0	-23.5	-3.2	1.1	3.2	41.4	-9.4	-22.3	18.7
전자소재	1.1	1.7	-0.1	-0.7	-3.9	-0.5	0.4	0.8	12.9	2.0	-3.2	4.6
기타	-0.3	-0.3	-0.3	0.2	-0.2	0.2	0.2	1.0	2.2	-0.6	1.2	1.0
<b>영업이익률</b>	3.5%	2.2%	1.7%	-29.6%	-69.5%	-8.4%	3.4%	7.3%	17.2%	-4.4%	-12.2%	7.8%
2 차전지 소재	3.1%	-1.3%	3.4%	-47.6%	-106%	-13.4%	3.5%	6.6%	18.0%	-8.2%	-17.7%	8.3%
전자소재	8.6%	14.8%	-0.6%	-5.6%	-32.3%	-4.0%	3.0%	5.0%	17.6%	4.4%	-6.0%	7.0%
기타	-3.6%	-5.3%	-4.7%	4.4%	-4.6%	4.6%	4.2%	22.5%	8.7%	-2.9%	6.1%	5.2%

자료: 천보, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 천보 밸류에이션

구분	비고
EPS(원)	3,655 2026년 EPS
Target P/E(배)	27.0 2026년 동종 업체 P/E 평균
주당 적정가치	98,679
<b>목표 주가(원)</b>	<b>100,000</b>
현재 주가(원)	77,800
상승 여력	26.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	272	329	183	200	311
매출총이익	54	65	0	-13	41
영업이익	51	56	-8	-24	24
EBITDA	67	76	12	-5	43
순이자손익	0	-4	-12	-6	-6
외화관련손익	2	-1	1	0	0
지분법손익	0	1	1	0	0
세전계속사업손익	55	36	-42	-36	15
당기순이익	48	43	-45	-30	14
지배주주순이익	44	37	-42	-27	12
<b>증가율(%)</b>					
매출액	74.7	21.1	-44.4	9.4	55.6
영업이익	68.0	11.5	적전	적지	흑전
EBITDA	61.6	13.1	-84.5	적전	흑전
순이익	75.4	-10.8	적전	적지	흑전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	20.0	19.7	-0.2	-6.7	13.3
영업이익률	18.6	17.2	-4.4	-12.2	7.8
EBITDA 이익률	24.6	23.0	6.4	-2.3	13.9
세전이익률	20.2	11.0	-23.2	-18.1	4.9
순이익률	17.7	13.0	-24.9	-15.0	4.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>영업현금흐름</b>	-14	66	57	-15	73
당기순이익	48	43	-45	-30	14
자산상각비	16	19	20	20	19
운전자본증감	-84	-6	50	-9	42
매출채권 감소(증가)	-21	6	51	-18	-2
재고자산 감소(증가)	-26	-24	11	-20	43
매입채무 증가(감소)	-1	-2	-28	29	1
<b>투자현금흐름</b>	-48	-374	-220	-86	-26
유형자산처분(취득)	-53	-198	-307	-80	-20
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-5	-5
<b>재무현금흐름</b>	84	342	159	50	30
차입금의 증가(감소)	9	305	-9	50	30
자본의 증가(감소)	23	-3	-5	0	0
배당금의 지급	-3	-3	-5	0	0
<b>총현금흐름</b>	72	82	9	-7	31
(-)운전자본증가(감소)	71	-6	-40	9	-42
(-)설비투자	53	198	307	80	20
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-52	-110	-258	-96	53
(-)기타투자	9	189	-98	1	1
잉여현금	-61	-299	-160	-97	52
<b>NOPLAT</b>	44	41	-6	-18	22
(+) Dep	16	19	20	20	19
(-)운전자본투자	71	-6	-40	9	-42
(-)Capex	53	198	307	80	20
OpFCF	-63	-132	-253	-87	62

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	227	439	282	273	314
현금성자산	62	266	172	125	207
매출채권	60	61	27	45	46
재고자산	62	86	69	89	46
<b>비유동자산</b>	177	379	652	713	715
투자자산	28	37	39	39	41
유형자산	148	342	612	673	674
무형자산	1	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	404	819	934	987	1,030
<b>유동부채</b>	67	148	233	263	264
매입채무	14	37	14	43	44
유동성이자부채	43	110	219	219	219
<b>비유동부채</b>	30	275	350	400	430
비유동이자부채	30	274	348	398	428
<b>부채총계</b>	98	424	583	663	694
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	101	124	125	125	125
이익잉여금	183	219	172	145	158
자본조정	-5	-5	-5	-5	-5
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
<b>자본총계</b>	306	395	351	324	336

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	4,377	3,736	-4,175	-2,675	1,231
BPS	28,479	34,308	29,657	27,000	28,222
DPS	300	500	0	0	0
CFPS	7,150	8,158	911	-682	3,125
ROA(%)	13.2	6.1	-4.8	-2.8	1.2
ROE(%)	17.2	11.9	-13.1	-9.4	4.4
ROIC(%)	17.8	10.1	-0.9	-2.3	2.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	79.6	58.4	-26.4	-28.6	62.2
PBR	12.2	6.4	3.7	2.8	2.7
PSR	12.8	6.6	6.0	3.8	2.5
PCR	48.8	26.8	120.9	-112.1	24.5
EV/EBITDA	52.4	30.5	127.6	-272.7	27.9
배당수익률	0.1	0.2	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	31.9	107.3	166.4	204.5	206.3
Net debt/Equity	3.7	30.1	112.8	151.9	131.0
Net debt/EBITDA	16.8	157.5	3,370.8	-10,672.6	1,018.4
유동비율	337.2	296.1	120.8	104.0	119.2
이자보상배율(배)	61.0	5.2	n/a	n/a	1.3
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	77.6	62.5	77.7	83.0	75.5
현금+투자자산	22.4	37.5	22.3	17.0	24.5
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	19.3	49.4	61.8	65.6	65.8
자기자본	80.7	50.6	38.2	34.4	34.2

[ Compliance Notice ]

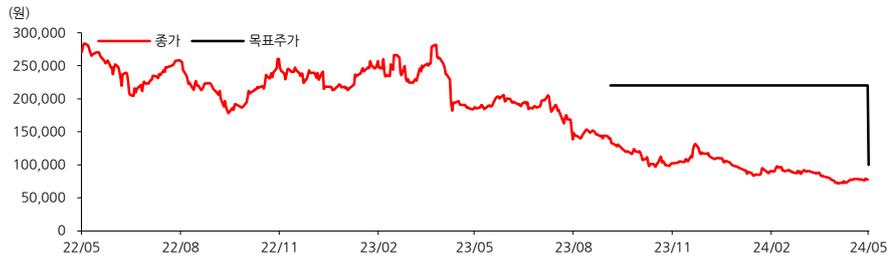
(공표일: 2024년 5월 20일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 천보 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2023.09.20	2023.09.20	2023.11.02	2024.05.20	
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	
목표 가격	이용욱	220,000	220,000	100,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.09.20	Buy	220,000	-55.51	-36.45
2024.05.20	Buy	100,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%