

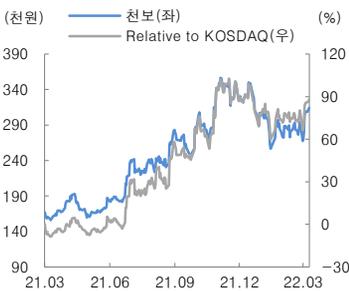
천보 (278280)

전창현 changhyunjeon@daishin.com

투자이견 BUY
매수, 신규
6개월 목표주가 390,000
신규
현재주가 316,400
(22.03.28)
2차전지/IT에너지 및 부품업종

KOSDAQ	927.11
시가총액	3,164십억원
시가총액비중	0.78%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	356,200원 / 155,800원
120일 평균거래대금	346억원
외국인지분율	9.88%
주요주주	이상률 외 14 인 55.45%

주기이익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대이익률	8.5	-5.6	17.2	101.6
상대이익률	2.3	1.7	30.5	105.0



흔들리지 않는 편안함

투자이견 매수, 목표주가 390,000원으로 커버리지 개시

- 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 사업부문별 2차전지소재 3.9조원, 전자소재/의약품 등 540억원
- 2차전지소재는 24년 예상 EBITDA 1,497억원에 2차전지소재 Peer 평균 EV/EBITDA 멀티플 26.3배 적용

1Q22 매출액 872억(YoY+78%), 영업이익 169억원(YoY+79%)

- 부문별 매출액은 2차전지소재 654억(YoY+114%), 전자소재 169억원 (YoY+13%)으로 2차전지소재(전해질) 부문이 전체 성장을 견인
- 상반기 차량용 반도체 수급난에도 전장화 비중이 낮은 중국 EV 시장의 상대적 강세가 예상됨에 따라 중국향 매출 비중이 높은 P전해질 (67%)과 F전해질(54%)의 견조한 실적 전망. P전해질 매출액 345억 (YoY+119%), F전해질 124억원(YoY+62%) 예상

타이트한 업황과 공격적인 증설로 매년 꾸준한 실적 성장세

- 22년 매출액 3,781억(YoY+39%), 영업이익 721억원(YoY+42%)
- 22년 전반 타이트한 전해질 업황 예상되며 견조한 수요 및 판매량(Q) 증가, 리튬 가격 상승에 따른 판가 이전으로 ASP(P) 상승 예상
- 23년에는 P전해질 1천톤(2Q23 매출반영), VC/FEC 첨가제 4천톤 (3Q23) 신규증설분 가동되며 성장세 가속화
- 전해질 생산캐파는 21년 3,520톤→23년 9,800톤→26년 26,800톤, 첨가제 생산캐파는 23년 4,200톤→26년 10,200톤으로 확대 전망
- 이와 관련 새만금 투자(~26년, 7,000억)를 통해 F전해질 2만톤, FEC 6천톤, VC 4천톤 캐파 확장으로 중장기 성장동력 확보 계획

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	155	272	378	510	645
영업이익	30	51	72	93	119
세전순이익	30	55	73	93	119
총당순이익	27	48	65	82	105
지배지분순이익	27	44	59	75	96
EPS	2,734	4,377	5,910	7,485	9,567
PER	66.7	79.6	53.1	42.0	32.8
BPS	22,452	28,479	34,068	41,226	50,456
PBR	8.1	12.2	9.2	7.6	6.2
ROE	12.6	17.2	18.9	19.9	20.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 천보, 대신증권 Research Center

표 63. 천보 목표주가 산출(SOTP)

(십억원)	EBITDA	배수	가치
영업가치 [A]			3,994
2 차전자소재	150	26.3	3,940 24년. 소재 Peer 평균
전자소재/의약품 등	23	2.3	54 22년. LGD
자산가치 [B]			6 21년말 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			134 22년말
적정 시가총액 [A+B-C]			3,866
총 주식수(백만주)			10
적정주가(원)			386,650
목표주가(원)			390,000
현재주가(원)			316,400 3.28 기준
Upside(%)			23.3%

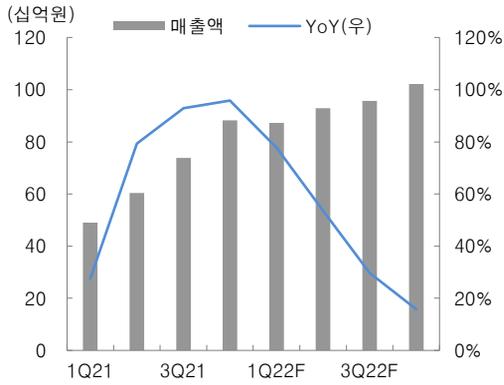
자료: 대신증권 Research Center

표 64. 천보 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	49.1	60.4	73.8	88.2	87.2	92.9	95.8	102.2	271.6	378.1	510.1
YoY	27%	79%	93%	96%	78%	54%	30%	16%	75%	39%	35%
QoQ	9%	23%	22%	20%	-1%	6%	3%	7%			
2 차전자소재	30.5	37.4	53.0	63.9	65.4	69.5	73.4	75.0	184.8	283.4	409.6
전자소재	15.0	16.6	16.8	19.3	16.9	18.7	17.8	22.6	67.7	76.0	79.8
의약품 등	2.9	3.0	2.4	2.6	3.2	3.0	2.9	2.8	10.9	12.0	14.5
상품	0.7	3.4	1.6	2.5	1.6	1.7	1.6	1.8	8.2	6.7	6.2
영업이익	9.5	9.6	11.9	19.6	16.9	17.8	18.1	19.3	50.6	72.1	93.2
YoY	32%	52%	69%	106%	79%	85%	52%	-2%	68%	42%	29%
QoQ	-1%	1%	24%	65%	-14%	5%	2%	6%			
2 차전자소재	6.1	6.8	8.8	12.5	12.9	13.4	14.0	14.4	34.2	54.7	74.1
전자소재	2.5	2.5	2.6	3.8	3.0	3.3	3.2	3.9	11.3	13.4	14.4
의약품 등	0.6	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	2.2	2.7	3.4
상품	0.2	(0.2)	(0.1)	2.9	0.3	0.3	0.3	0.4	2.9	1.3	1.3
영업이익률	19.3%	15.9%	16.1%	22.3%	19.4%	19.1%	18.9%	18.9%	18.6%	19.1%	18.3%
2 차전자소재	20.1%	18.0%	16.6%	19.6%	19.8%	19.3%	19.1%	19.1%	18.5%	19.3%	18.1%
전자소재	16.5%	15.1%	15.3%	19.5%	17.5%	18.0%	17.7%	17.5%	16.7%	17.6%	18.0%
의약품 등	21.6%	17.5%	25.3%	18.0%	22.0%	22.2%	22.6%	23.2%	20.4%	22.5%	23.1%
상품	33.1%	-5.9%	-3.5%	116.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	35.3%	20.0%	21.4%

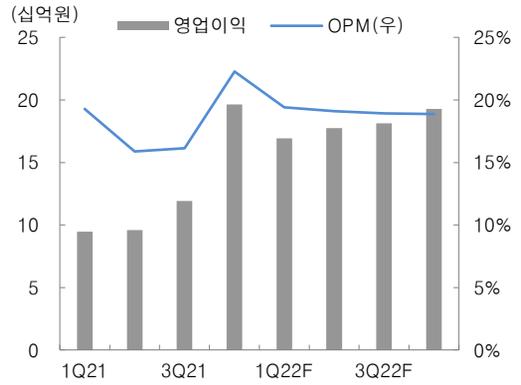
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 178. 매출액 및 YoY 추이



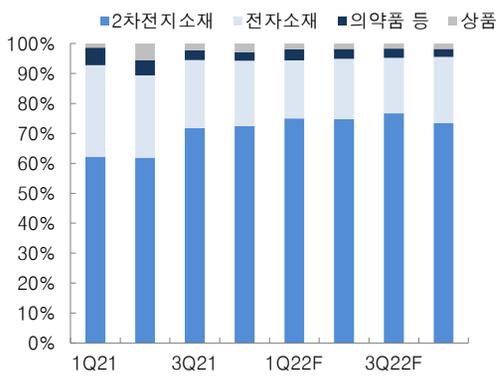
자료: 천보 대신증권 Research Center

그림 179. 영업이익 및 영업이익률 추이



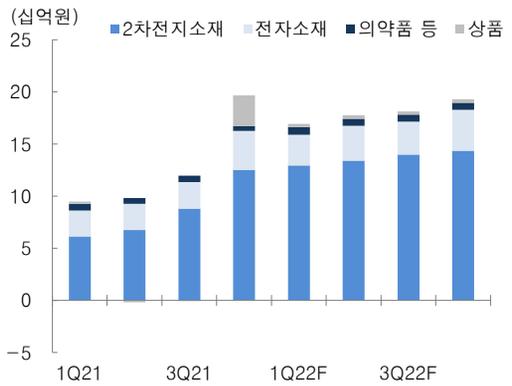
자료: 천보 대신증권 Research Center

그림 180. 부문별 매출 비중 추이



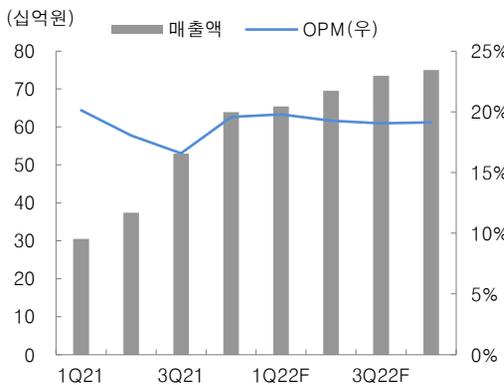
자료: 천보 대신증권 Research Center

그림 181. 부문별 영업이익 추이



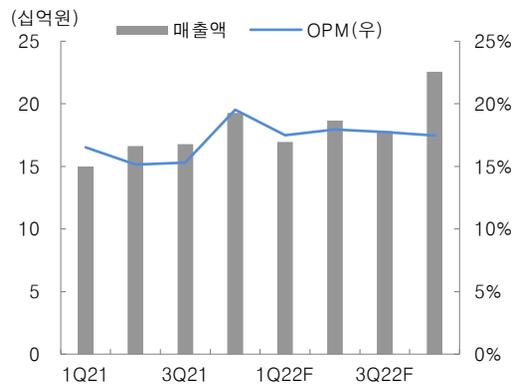
자료: 천보 대신증권 Research Center

그림 182. 2차전지소재 실적 추이



자료: 천보 대신증권 Research Center

그림 183. 전자소재 실적 추이



자료: 천보 대신증권 Research Center

그림 184. 천보 사업 영역



자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 185. 천보 전해질 라인업

- LiPO₂F₂ (P)** 배터리 수명 향상 및 고출력, 충전시간 단축
 * Lithium difluoro phosphate
- LiDFOP (D)** 배터리 수명 향상 및 고출력, 충전시간 단축
 * Lithium difluoro(bisoxalato)phosphate
- LiBOB (B)** 배터리 고출력, 순간 출력 향상
 * Lithium bis(oxalato)borate
- LiFSI (F)** 배터리 안정성 향상 및 수명 연장
 낮은 온도에서 배터리 방전 억제
 * Lithium bis(fluorosulfonyl)imide

자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 186. 천보 첨가제 라인업

- TDT** 배터리 수명 향상, 안전성 향상
 * 2,4,8,10-tetraoxa-3,9-dithiaspiro[5.5]undecane 3,3,9,9-tetraoxide
- FEC** 배터리 계면저항 감소, 이온전도도 향상
 * Fluoroethylene Carbonate
- VC** 배터리 수명 향상 안전성 향상, 열화억제
 * Vinylene Carbonate
- D-2** 배터리 성능 및 수명 향상

자료: 천보, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

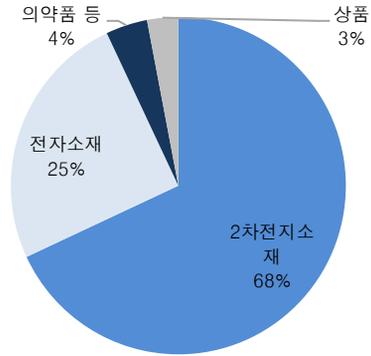
- 천보의 대표이사는 이상율
- 22년 3월 기준 주요 주주 구성은 이상율 외 14인(55.5%)
- 사업분야는 크게 전자소재, 2차전지 소재, 의약품 소재, 정밀화학 소재로 구성
- 주요 제품은 LCD 식각액첨가제, OLED 소재, 반도체공정 소재, 전해질(리튬염), 전해액첨가제, 의약품 중간체 등
- 21년말 기준 전해질 생산캐파 3,520톤 보유

주가 변동요인

- 글로벌 EV 침투율 및 EV 판매량, EV 탑재 배터리 출하량
- 2차전지 소재 사업부문 실적 추이
- 전해질/첨가제 캐파 증설 및 추가 수주
- 고객사 내 신규 전해질 채용 비중 확대

자료: 천보, 대신증권 Research Center

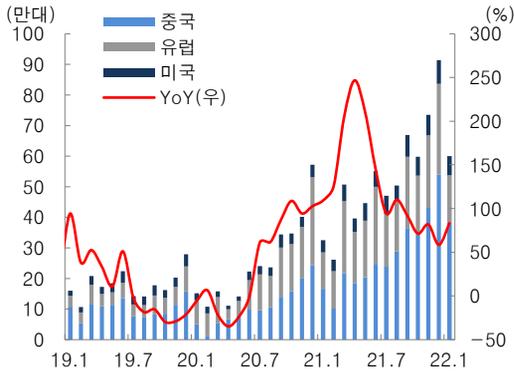
부문별 매출 비중(21년 기준)



자료: 천보, 대신증권 Research Center

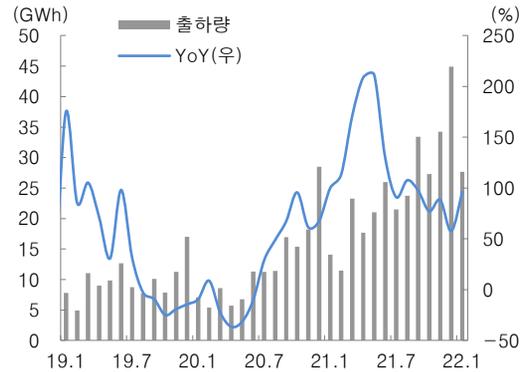
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



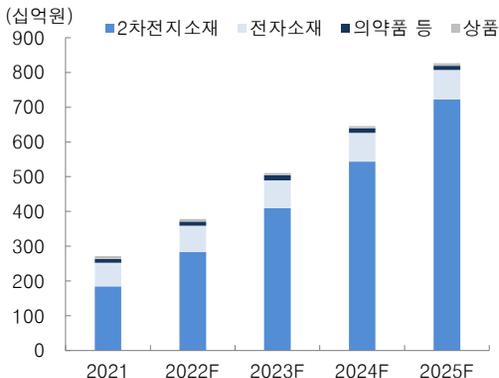
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



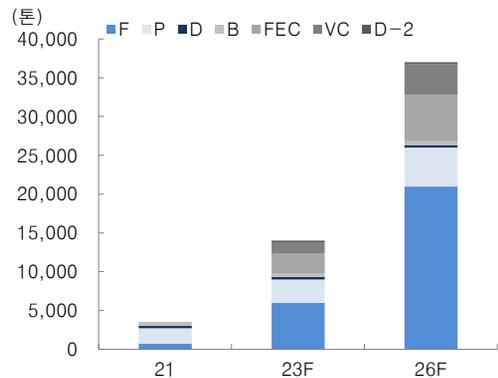
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

천보 중장기 매출 전망



자료: 천보, 대신증권 Research Center

천보 2차전지 소재 생산캐파 전망



주: 준공기준, 전해질(F,P,D,B), 첨가제(FEC,VC,D-2)
 자료: 천보, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	155	272	378	510	645
매출원가	123	217	301	410	518
매출총이익	32	54	78	100	128
판매비용포함비	2	4	5	7	9
영업이익	30	51	72	93	119
영업이윤	19.4	18.6	19.1	18.3	18.4
EBITDA	41	67	102	137	175
영업외손익	0	4	1	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	4	2	2	3
외환관련이익	1	2	1	1	1
금융비용	-1	-1	-2	-4	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	2	2	2	2
법인세비용차감전순이익	30	55	73	93	119
법인세비용	3	7	8	11	14
계속사업순이익	27	48	65	82	105
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	48	65	82	105
당기순이윤	17.6	17.7	17.1	16.1	16.3
비재계분순이익	0	4	6	7	9
재계분순이익	27	44	59	75	96
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	27	48	65	82	105
비재계분포괄이익	0	4	6	7	9
재계분포괄이익	27	44	59	75	96

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,734	4,377	5,910	7,485	9,567
PER	66.7	79.6	53.1	42.0	32.8
BPS	22,452	28,479	34,068	41,226	50,456
PBR	8.1	12.2	9.2	7.6	6.2
EBITDAPS	4,133	6,680	10,245	13,718	17,463
EV/EBITDA	43.2	52.7	32.2	24.7	19.7
SFS	15,549	27,158	37,807	51,008	64,541
PSR	11.7	12.8	8.3	6.2	4.9
CFPS	4,220	7,150	10,522	14,039	17,828
DPS	300	300	300	300	300

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증감률	14.9	74.7	39.2	34.9	26.5
영업이익 증감률	10.8	68.0	42.4	29.2	27.5
순이익 증감률	18.7	75.4	35.0	26.6	27.8
수익성					
ROIC	17.3	18.3	16.5	14.7	14.8
ROA	12.2	15.2	14.8	14.1	14.3
ROE	12.6	17.2	18.9	19.9	20.9
안정성					
부채비율	16.1	32.2	55.7	70.1	67.7
순차입금비율	-16.4	3.7	36.6	48.5	47.6
이자보상비율	92.4	61.0	32.4	26.4	28.4

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	140	228	244	312	369
현금및현금성자산	13	35	12	30	36
매출채권 및 기타채권	33	60	75	95	117
재고자산	36	62	84	111	137
기타유동자산	58	71	73	76	79
비유동자산	121	177	326	442	541
유형자산	116	148	298	414	513
관계기업투자금	1	6	6	6	5
기타비유동자산	4	22	22	22	22
자산총계	261	405	570	753	909
유동부채	20	68	74	80	87
매입채무 및 기타채무	7	14	19	25	30
차입금	4	28	28	28	28
유동상채무	1	6	6	6	7
기타유동부채	8	21	21	22	22
비유동부채	16	30	130	230	280
차입금	15	29	129	229	279
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	36	99	204	310	367
자계분	225	285	341	412	505
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	101	101	101	101
이익잉여금	142	183	240	311	404
기타비변동	-10	-5	-5	-5	-6
비재계분	0	21	25	31	38
자본총계	225	306	366	443	542
순차입금	-37	11	134	215	258

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	19	-14	56	76	108
당기순이익	27	48	65	82	105
비현금항목의 가감	15	23	40	58	73
감가상각비	11	16	30	44	56
외환손익	1	-1	-1	-1	-1
자본법정기손익	0	0	0	0	0
기타	3	8	11	15	18
자산취재의 증감	-19	-84	-40	-50	-53
기타현금흐름	-4	-2	-10	-14	-17
투자활동 현금흐름	-13	-48	-178	-157	-153
투자자산	36	17	0	0	0
유형자산					-51
기타	2	-13	1	2	2
재무활동 현금흐름	1	84	110	113	67
당기차입금	0	0	0	0	0
사채	-7	10	0	0	0
장기차입금	0	0	100	100	50
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	10	78	13	16	20
현금의 증감	7	22	-24	18	6
기초 현금	7	13	35	12	30
기말 현금	13	35	12	30	36
NOPLAT	27	44	64	82	105
FCF	-13	8	-86	-34	6

자료: 천보, 대신증권 Research Center