

천보
(278280)

전종현

changhyun.jeon@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

320,000

하향

현재주가

253,900

(22.08.11)

2차전자/IT에너지 및 부품업종

부진한 2분기, 긴 호흡으로 접근 필요

투자 의견 매수, 목표주가 320,000원으로 하향(−8.6%)

- 목표주가는 SOTP로 산출. 부문별 2차전자소재 3.28조원, 전자소재 등 940억 원. 2차전자소재는 23년 예상 EBITDA 950억원에 소재 Peer 평균 EV/EBITDA 멀티플 34.4배 적용. 목표주가 하향은 실적 추정치 하향 조정에 근거

2Q22 매출액 658억원(YoY+9%), 영업이익 120억원(YoY+25%)

- 컨센서스 대비 매출액은 −12.7%, 영업이익은 −12.4% 각각 하회
- 2차전자소재(전해질) 부문이 매출액 368억원(QoQ−44%), 영업이익 72억원(QoQ−41%)으로 전분기 대비 크게 부진한 실적 시현. 2분기 상해 코로나 봉쇄 조치에 따른 중국 시장 수요 부진으로 출하량(Q) 감소, LiPF6(범용 전해질) 가격 하락에 연동된 판가(P) 하락. 다만, 매출 부진에도 불구하고 인건비 등 비용 절감과 저가의 원재료 투입으로 수익성(OPM)은 19.6%(QoQ+1.0%p)로 전분기 대비 개선
- 전자소재 부문은 LCD 업황 부진에 따른 수요 감소로 전분기 대비 부진한 실적 기록. 매출액 205억원(QoQ−10%), 영업이익 44억원(QoQ−9%)

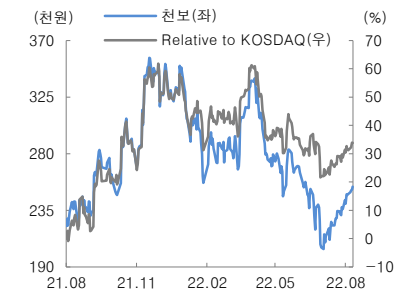
3Q22 매출액 711억원(YoY−4%), 영업이익 136억원(YoY+14%)

- 2차전자소재는 매출액 481억원(QoQ+31%), 영업이익 92억원(QoQ+27%) 전망. 2분기를 바닥으로 3분기 중국 시장 수요 회복에 따른 P전해질(중국 매출비 중 67%)과 F전해질(43%) 출하량 증가, 7월 들어 반등세에 접어든 LiPF6 가격에 연동된 판가 회복으로 전분기 대비 개선된 실적 기대
- 전자소재 부문은 LCD 업황 부진 지속으로 전분기 대비 부진한 실적 전망. 매출액 178억원(QoQ−13%), 영업이익 33억원(QoQ−24%)
- 22년 매출액 3,162억원(YoY+16%), 영업이익 599억원(YoY+18%) 전망. 최근 낮아진 전해질 판가를 반영하여 실적 추정치를 기존대비 매출액은 −11.8%, 영업이익은 −12.3% 하향. 하반기 전해질 판가의 유의미한 반등과 출하량 회복 수준이 실적 추정치 상향의 터닝포인트가 될 것으로 기대

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSDAQ	832.15
시가총액	2,539십억원
시가총액비중	0.76%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	356,200원 / 204,200원
120일 평균거래대금	225억원
외국인지분율	6.78%
주요주주	이성윤 외 11 인 55.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.0	−4.5	−9.9	7.6
상대수익률	6.0	−0.6	−5.0	36.0



구분	2Q21	1Q22	2Q22					3Q22		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	60	94	79	66	8.9	−30.2	74	71	−3.7	8.1
영업이익	10	18	15	12	25.4	−33.2	13	14	14.1	12.8
순이익	8	14	12	14	77.7	−0.7	10	11	−5.2	−23.4

자료: 천보, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	155	272	316	406	523
영업이익	30	51	60	76	98
세전순이익	30	55	62	79	101
총당기순이익	27	48	55	69	89
자배지분순이익	27	44	50	63	81
EPS	2,734	4,377	5,030	6,309	8,122
PER	66.7	79.6	61.4	49.0	38.0
BPS	22,452	28,479	33,188	39,169	46,955
PBR	8.1	12.2	7.7	6.5	5.4
ROE	12.6	17.2	16.3	17.4	18.9

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	358	513	316	406	-11.8	-20.9
판매비와 관리비	5	7	6	6	19.8	-13.8
영업이익	68	94	60	76	-12.3	-19.0
영업이익률	19.1	18.3	19.0	18.7	-0.1	0.4
영업외손익	2	3	2	3	0.0	0.0
세전순이익	71	96	62	79	-11.9	-18.5
자배지분순이익	57	77	50	63	-11.9	-18.5
순이익률	17.5	16.5	17.4	17.0	0.0	0.5
EPS(자배지분순이익)	5,708	7,742	5,030	6,309	-11.9	-18.5

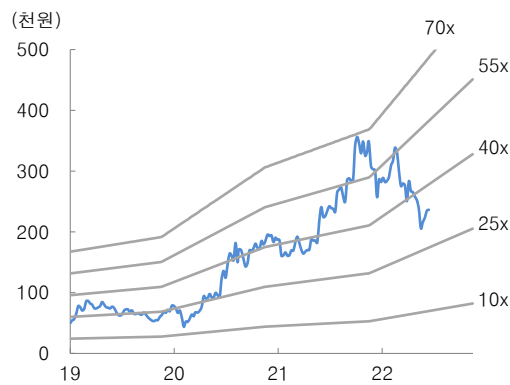
자료: 천보, 대신증권 Research Center

표 1. 천보 목표주가 산출(SOTP)

(십억원)	EBITDA	배수	가치
영업가치 [A]			3,372
2 차전자소재	95	34.4	3,278 23년, 소재 Peer 평균
전자소재/의약품 등	26	3.6	94 22년, LGD
자산가치 [B]			6 21년말 투자자산 장부가치
순차입금 [C]			146 22년말
적정 시가총액 [A+B-C]			3,232
총 주식수(백만주)			10
적정주가(원)			323,224
목표주가(원)			320,000
현재주가(원)			253,900 8.11 기준
Upside(%)			26.0%

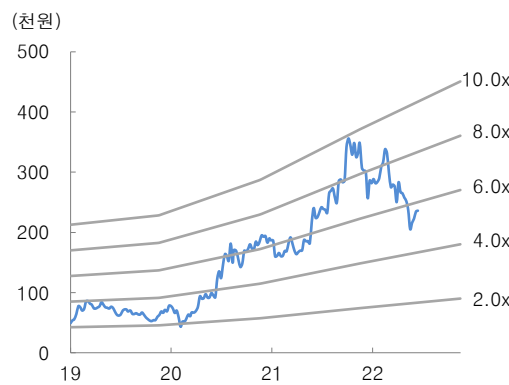
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 천보 12MF PER 차트



자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

그림 2. 천보 12MF PBR 차트



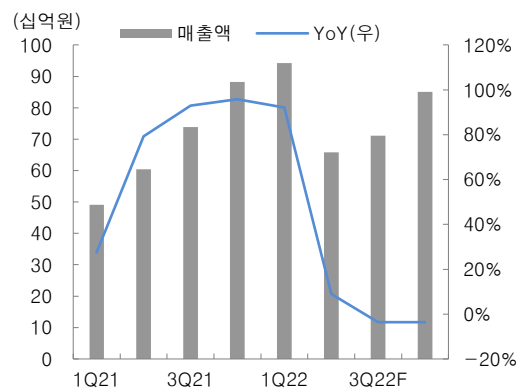
자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

표 2. 천보 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	49.1	60.4	73.8	88.2	94.3	65.8	71.1	85.0	271.6	316.2	405.9
YoY	27%	79%	93%	96%	92%	9%	-4%	-4%	75%	16%	28%
QoQ	9%	23%	22%	20%	7%	-30%	8%	20%			
2 차전자소재	30.5	37.4	53.0	63.9	65.3	36.8	48.1	60.3	184.8	210.5	299.1
전자소재	15.0	16.6	16.8	19.3	22.7	20.5	17.8	19.5	67.7	80.4	84.4
의약품 등	2.9	3.0	2.4	2.6	4.9	3.0	3.1	3.0	10.9	14.0	15.1
상품	0.7	3.4	1.6	2.5	1.4	5.6	2.1	2.3	8.2	11.3	7.4
영업이익	9.5	9.6	11.9	19.6	18.0	12.0	13.6	16.3	50.6	59.9	75.9
YoY	32%	52%	69%	106%	91%	25%	14%	-17%	68%	18%	27%
QoQ	-1%	1%	24%	65%	-8%	-33%	13%	20%			
2 차전자소재	6.1	6.8	8.8	12.5	12.1	7.2	9.2	11.6	34.2	40.1	55.5
전자소재	2.5	2.5	2.6	3.8	4.8	4.4	3.3	3.6	11.3	16.0	15.7
의약품 등	0.6	0.5	0.6	0.5	1.2	0.5	0.7	0.7	2.2	3.0	3.5
상품	0.2	(0.2)	(0.1)	2.9	(0.1)	0.0	0.4	0.5	2.9	0.8	1.3
영업이익률	19.3%	15.9%	16.1%	22.3%	19.1%	18.3%	19.1%	19.1%	18.6%	19.0%	18.7%
2 차전자소재	20.1%	18.0%	16.6%	19.6%	18.6%	19.6%	19.1%	19.2%	18.5%	19.0%	18.5%
전자소재	16.5%	15.1%	15.3%	19.5%	21.1%	21.3%	18.6%	18.4%	16.7%	20.0%	18.6%
의약품 등	21.6%	17.5%	25.3%	18.0%	24.2%	15.8%	22.1%	22.6%	20.4%	21.6%	22.9%
상품	33.1%	-5.9%	-3.5%	116.8%	-5.7%	0.3%	20.0%	20.0%	35.3%	7.2%	18.1%

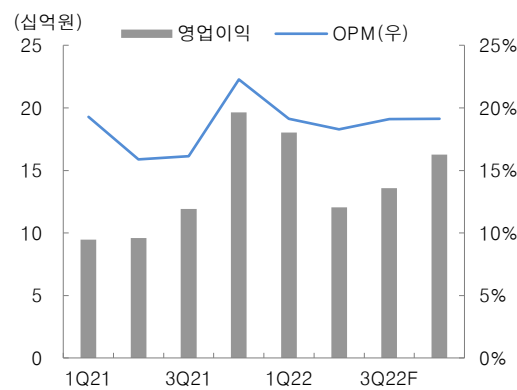
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 3. 매출액 및 YoY 추이



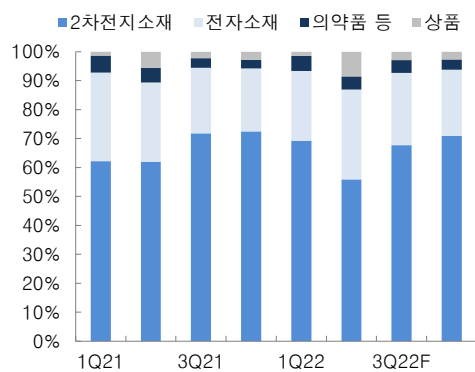
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



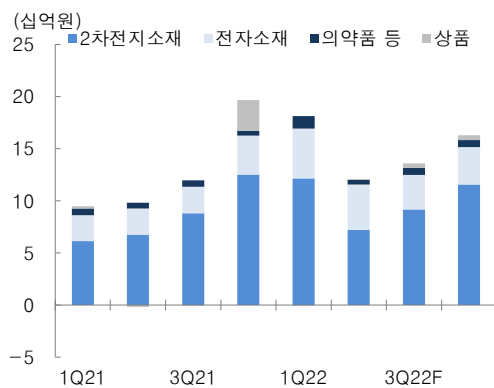
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 5. 부문별 매출 비중 추이



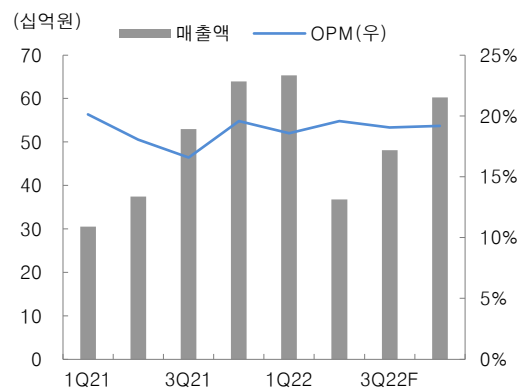
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 6. 부문별 영업이익 추이



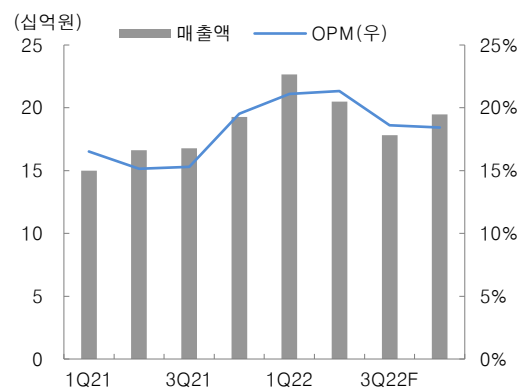
자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 7. 2차전자소재 실적 추이



자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 8. 전자소재 실적 추이



자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 9. 천보 사업 영역



자료: 천보, 대신증권 Research Center

그림 10. 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 11. 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

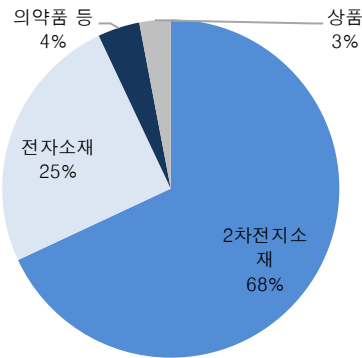
- 천보의 대표이사는 이상을
- 22년 3월 기준 주요 주주 구성은 이상을 외 14인(55.5%)
- 사업분야는 크게 전자소재, 2차전지 소재, 의약품 소재, 정밀화학 소재로 구성
- 주요 제품은 LCD 식각액첨가제, OLED 소재, 반도체공정 소재, 전해질(리튬염), 전해액첨가제, 의약품 중간체 등
- 21년말 기준 전해질 생산캐파 3,520톤 보유

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

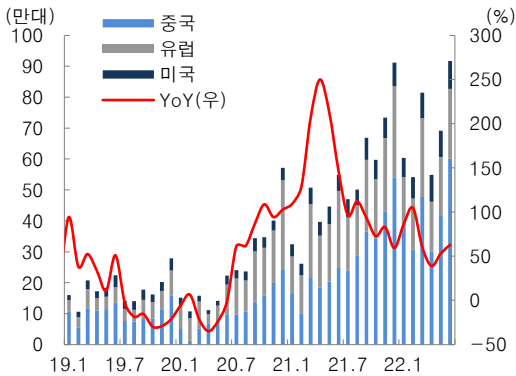
부문별 매출 비중(21년 기준)



자료: 천보, 대신증권 Research Center

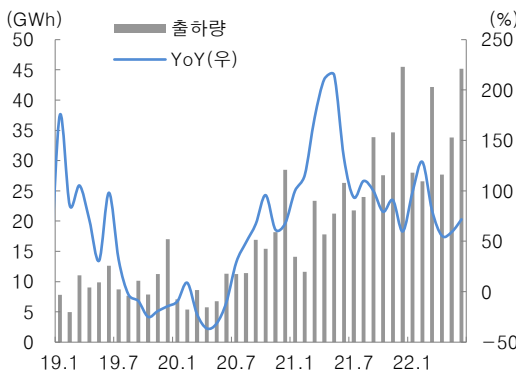
Earnings Driver

글로벌 EV 판매량



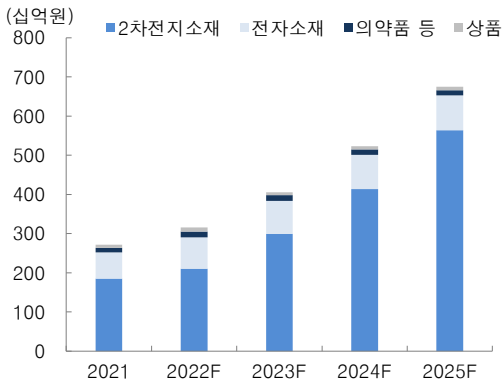
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center / PHEV+BEV기준

글로벌 EV 배터리 출하량



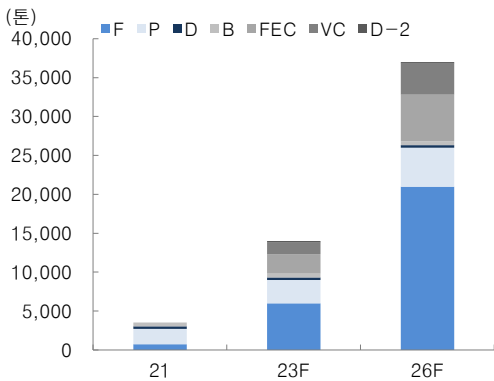
자료: SNE리서치, 대신증권 Research Center

천보 중장기 매출 전망



자료: 천보, 대신증권 Research Center

천보 2차전지소재 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	316	406	523
매출원가	123	217	250	324	417
매출총이익	32	54	66	82	106
판매비와판매비	2	4	6	6	8
영업이익	30	51	60	76	98
영업외수익	19.4	18.6	19.0	18.7	18.7
EBITDA	41	67	94	122	152
영업외손익	0	4	2	3	3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	4	2	2	3
외환관련이익	1	2	1	1	1
금융비용	-1	-1	-1	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	2	2	2	2
법인세비용차감전순이익	30	55	62	79	101
법인세비용	-3	-7	-7	-9	-12
계속사업순이익	27	48	55	69	89
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	48	55	69	89
당기순이익률	17.6	17.7	17.4	17.0	17.0
비자비자분순이익	0	4	5	6	8
자비자분순이익	27	44	50	63	81
매분기금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	27	48	55	69	89
비자비자분포괄이익	0	4	5	6	8
자비자분포괄이익	27	44	50	63	81

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,734	4,377	5,030	6,309	8,122
PER	66.7	79.6	61.4	49.0	38.0
BPS	22,452	28,479	33,188	39,169	46,955
PBR	8.1	12.2	7.7	6.5	5.4
EBITDAPS	4,133	6,680	9,373	12,182	15,229
EV/EBITDA	43.2	52.7	28.9	22.8	18.5
SPS	15,549	27,158	31,624	40,595	52,282
PSR	11.7	12.8	8.0	6.3	4.9
CFPS	4,220	7,150	9,650	12,503	15,594
DPS	300	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증감률	14.9	74.7	16.4	28.4	28.8
영업이익 증감률	10.8	68.0	18.4	26.7	28.6
순이익 증감률	18.7	75.4	14.9	25.4	28.7
수익성					
ROIC	17.3	18.3	13.7	12.2	12.9
ROA	12.2	15.2	10.3	9.6	11.2
ROE	12.6	17.2	16.3	17.4	18.9
안정성					
부채비율	16.1	32.2	112.6	96.6	81.7
순차입금비율	-16.4	3.7	41.0	50.8	48.2
이자보상비율	92.4	61.0	64.7	81.6	104.4

자료: 천보, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	140	228	406	371	385
현금및현금성자산	13	35	199	131	101
매출채권 및 기타채권	33	60	63	76	95
재고자산	36	62	70	88	111
기타유동자산	58	71	73	76	79
비유동자산	121	177	353	456	531
유형자산	116	148	324	429	504
관계기업투자지급	1	6	6	6	5
기타비유동자산	4	22	22	22	22
자산총계	261	405	758	827	917
유동부채	20	68	71	76	82
매입채무 및 기타채무	7	14	17	21	26
차입금	4	28	28	28	28
유동성채무	1	6	6	6	7
기타유동부채	8	21	21	22	22
비유동부채	16	30	330	330	330
차입금	15	29	29	29	29
전환증권	0	0	300	300	300
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	36	99	402	407	412
자비자분	225	285	332	392	470
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	101	101	101	101
이익잉여금	142	183	231	291	369
기타자비자분	-10	-5	-5	-5	-6
비자비자분	0	21	25	29	35
자본총계	225	306	357	421	505
순차입금	-37	11	146	214	243

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	19	-14	73	80	97
당기순이익	27	48	55	69	89
비현금성항목의가감	15	23	41	56	67
감가상각비	11	16	34	46	55
외환손익	1	-1	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	8	8	11	13
자산부채의증감	-19	-84	-16	-35	-47
기타현금흐름	-4	-2	-7	-10	-12
투자활동 현금흐름	-13	-48	-208	-147	-128
투자자산	36	17	0	0	0
유형자산	-51	-53	-210	-150	-130
기타	2	-13	1	2	2
재무활동 현금흐름	1	84	10	13	17
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-7	10	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-3	-3	-3
기타	10	78	13	16	20
현금의증감	7	22	164	-69	-30
기초 현금	7	13	35	199	131
기말 현금	13	35	199	131	101
NOPLAT	27	44	53	67	86
FCF	-13	8	-123	-37	11

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

천보 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

B+

천보/은는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20 년 상반기 대비 등급이 동일합니다

ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.

ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다

ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2 평가 기간)

B+

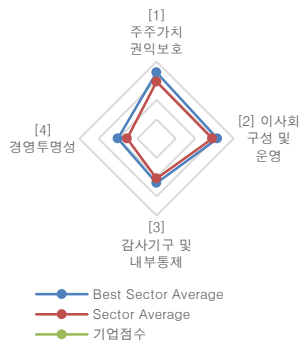
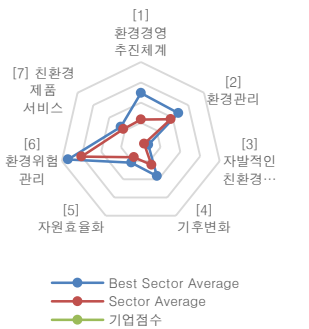
2020.상

B+

2020.하

영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■■
환경관리	■■■	공급망관리	■■	이사회 구성 및 운영	■■■■
자발적인 친환경 활동	■	사회공헌	■■	감사기구 및 내부통제	■■■
기후변화	■■	인적자원 관리	■■	경영투명성	■■
자원효율화	■	인권보호	■■		
환경위험 관리	■■■■■	보건안전	■		
친환경 제품 서비스	■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제사자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합하지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 사면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

[Compliance Notice]

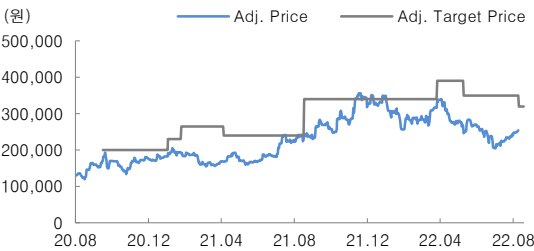
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:전창현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

천보(278280) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	22.08.12	22.06.02	22.05.12	22.03.29	(담당자 변경)		21.11.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy			Buy	
목표주가	320,000	350,000	350,000	390,000			340,000	
과다율(평균%)		(30.58)	(22.70)	(24.40)			(13.07)	
과다율(최대/최소%)		(19.06)	(19.06)	(12.85)			(32.21)	
제시일자	21.08.19	21.05.11	21.04.07	21.01.26	21.01.05		21.01.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		Buy	
목표주가	340,000	240,000	240,000	265,000	230,000		230,000	
과다율(평균%)	(18.53)	(19.22)	(25.07)	(35.20)	(15.63)			
과다율(최대/최소%)	4.76	0.83	(19.67)	(27.28)	(10.48)			
제시일자	20.11.29	20.11.18	20.09.17					
투자의견	Buy	Buy	Buy					
목표주가	200,000	200,000	200,000					
과다율(평균%)	(16.14)	(18.32)	(19.32)					
과다율(최대/최소%)	(3.50)	(3.50)	(3.50)					
제시일자								
투자의견								
목표주가								
과다율(평균%)								
과다율(최대/최소%)								

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220809)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상