

<b>천보</b> (278280.KQ)	단기 주가 상승	중장기 주가 상승	단기 주가 하락	목표주가 430,000원
Analyst 이종원	단기 주가 박스권	Attention		현재주가 314,000원 (상승여력 +36.9%)

## '22년 여전히 좋은 흐름: CAPA 확대로 매출 고성장 전망

### 평가인상 및 출하량 상승 효과 유지될 것

천보의 3Q21 매출액은 738억원(YoY +93%, QoQ +22%), 영업이익 119억원(YoY +68%, QoQ +24%)을 시현한 바 있다. 3분기 가동을 시작한 P타입 전해질과 LiPF6 가격 인상으로 인한 평가 상승 효과가 지속될 것으로 예상된다. 범용 전해질(LiPF6)을 위시로 한 원재료비 상승과 신규 LiPO2F2(P전해질) 공장 실가동에 따른 비용 부담으로 영업이익률은 다소 하락(3분기 16.1%로 영업이익률 컨센서스 소폭 하회) 할 수 있다. 그러나 4분기에도 평가인상 및 출하량 상승 효과가 유지될 것으로 전망하며, 원재료 가격의 상승 폭 둔화에 따라 원가 부담도 전분기 대비 다소 완화될 것으로 예상된다. '22년에도 10% 이상의 영업이익률을 지속할 것으로 판단되며, '22년~25년 CAGR+35% 이상의 외형 성장이 예상된다.

2차전지 소재 매출 비중은 '17년 18%, '18년 25%, '19년 40%에서 '21년에는 증설 전해질 라인들의 가동에 따라 큰 폭으로 확대된 65% 이상으로 전망된다. 이러한 기조는 '22년에도 지속될 전망이다. 2차전지 소재 관련 사업 이익이 향상될 때 주가는 상대적 강세를 나타냈다. 하반기로 갈수록 CAPA 증설에 따른 물량 증대효과로 2차전지 소재 수익성이 상승하는 구간에 진입할 것이다. 주요 증설 제품은 P(LiPO2F2)와 F(LiFSI)다. P는 '20년 540톤에서 →'21년 약 2,000톤까지 증설되어 '22년 탑라인 성장에 기여할 전망이다. P제품 매출액은 '20년 310억원(YoY +91%)에서 '21년 990억원(YoY +220%)으로 쿼터 점프할 것으로 판단된다. F는 차세대 제품으로 향후 고출력 전기차내 탑재 가능성이 높은 제품이다. '21년 1,000톤까지 CAPA가 확대될 전망이며 하반기 본격 가동될 것으로 전망된다.

투자포인트는 1) CAPA 증설 반영 구간에 단기 실적이 크게 개선될 것이고 2) 전해액 첨가제 부문의 독보적인 기술력으로 추가적인 장기 성장동력이 확보될 것이다. '22년 이후 연간 약 8,000톤의 증설을 계획하고 있다. 중장기 고성장 사이클 안에서 2차전지 밸류체인 중 높은 프리미엄을 담보할 수 있다. 전해질은 전기차의 안정성과 주행거리 증가에 필수적인 소재로, '25년까지 CAPA 확장이 매출성장으로 직결되는 구조가 지속될 것으로 전망된다. 코로나19가 촉발시킨 글로벌 수요 둔화에 따른 불확실성이 상존하나 신규라인 증설 효과와 수율개선으로 이익 성장이 예상된다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	155.5	30.1	30.3	27.3	2,734	16.5	41.3	66.7	43.3	8.1	12.6
2021F	251.2	42.3	41.7	40.3	4,030	47.4	56.8	77.9	31.1	11.6	14.9
2022F	398.3	69.4	67.1	57.4	5,740	42.4	84.4	54.7	21.9	10.1	18.5
2023F	547.8	98.3	96.7	94.1	9,410	63.9	113.3	33.4	16.4	9.2	27.7

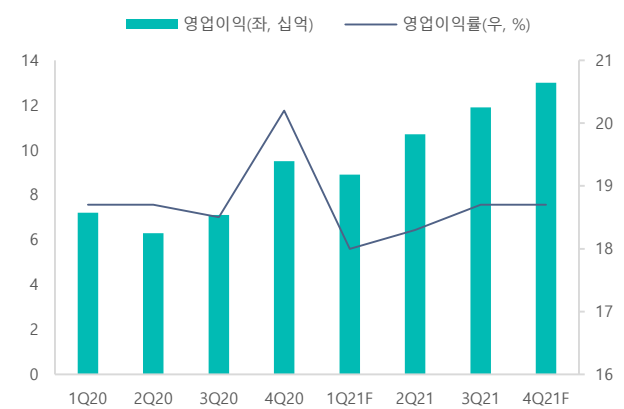
자료 : 천보, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

### 하이엔드 라인업 확장에 따른 매출성장 예상

'21년 4분기 실적은 판가 상승 효과 유지 및 증설효과 발현에 따라 전분기 대비 긍정적 실적 상승이 나타날 것으로 판단된다. P전해질 관련 매출 증가 및 판가상승 효과가 지속에 따라 4분기 매출액은 821억원(QoQ +11.2%) 영업이익 131억원(QoQ +10.1%)을 예상한다. 3분기 완료된 P타입 전해질 증설이 온기 반영되고 원재료 가격 상승효과가 4분기 판가에 반영될 전망이다, 이에 따른 이익률 개선은 '22년에도 이어질 것으로 판단된다. 천보의 배터리 전해질 생산능력은 '20년 1,500톤 수준에서 '21년 4,000톤까지 CAPA가 2배 이상 증가할 것으로 전망된다. '22년 CAPA 증설 효과의 본격 반영으로 배터리 사업부 매출이 매우 긍정적이다. 하이니켈 배터리 출하증가로 천보의 전해질도 동반 증가가 예상된다. 주요 제품라인의 증설 확대로 소재 사업부의 경쟁력은 크게 향상될 전망이다. '22년 전해질 내 LiFSI 첨가비중은 지속적으로 확대될 것이다. 리튬이온 배터리의 전해질 첨가소재는 LiPF6가 주로 사용되고 있으며 '22년에도 중심소재가 될 것이다. 이제 배터리는 주행거리 및 수명연장 등 성능 업그레이드와 함께 배터리의 안정성 향상 기능이 핵심이다. 동사가 제조하는 LiPO2F2, LiDFOP, LiFSI 등을 기존 재료에 첨가제로 추가되는 배터리가 크게 증가할 것이다.

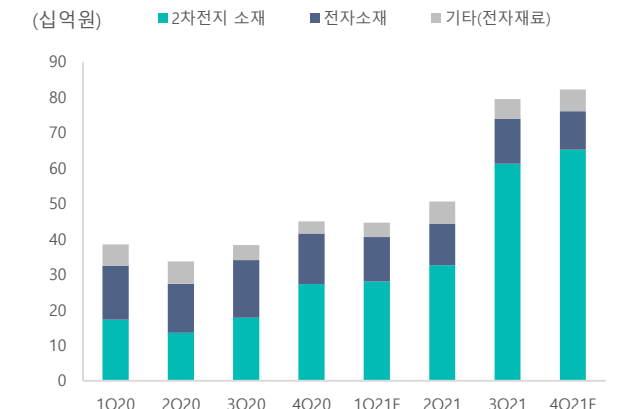
기술한 내용을 근간으로 '23년까지 이어지는 연평균 50% 이상 증가할 전해질의 생산능력과 글로벌 전기차용 2차전지 수요가 이익 증가 모멘텀으로 연결될 것으로 예상된다. 2차전지 소재 매출액은 '21년 1,683억원으로 전년대비 140% 증가 예상되며, '22년 2,950억원으로 50% 이상 성장할 전망이다. 첨가제 부문 기술력 확보로 중장기 성장 동력이 담보된 상황이며 이에 기반한 성장 스토리는 긍정적이다. 전해질 수요는 범용전해질인 LiPF6에서 고출력을 위해 신규 전해질 수요 확대 기조가 나타나고 있다. 동사는 첨가제 VC, FEC의 CAPA 증설 계획을 천명한 바 있다. (1차: '23년 기준 VC 연 1,500톤, FEC 연 2,500톤, 2차: '25년 기준 VC 연 2,500톤, FEC 연 3,500톤) 중국향 물량 공급 확대 및 안정적인 고객사 확보를 위한 증설 계획 확장으로 판단되며 추가적인 이익률 상승이 전망된다. 배터리 전해액과 관련 첨가제는 전기차의 충전 시간 단축에 필수소재이다. 배터리 안정성 향상을 위시로 배터리 소비 패턴의 급격한 패러다임의 변화가 예상된다. 고출력 제품을 필요로 하는 고객사 증가에 따라 하이엔드 라인업의 고성장세가 나타날 것으로 판단된다.

[그림1] 영업이익 및 OPM 추이



자료: 천보, 상상인증권

[그림2] 분기 매출비중 추이



자료: 천보, 상상인증권

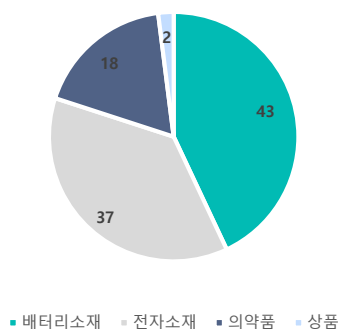
**'23년까지 전해질 공급량 확대에 따른 증장기 수혜지속**

동사는 LiFSI, LiPO2F2, LiDFOP 전해질 상용화에 글로벌 최초로 성공한 바 있다. 범용전해질 기반으로 고부가가치 라인업을 증가시키며 높은 영업이익률을 시현하고 있다. '22년을 기점으로 특수 전해질(F, P, B, D)과 첨가제(VC, FEC)의 추가적인 수요 증가가 전망된다. 전기차의 배터리 주행거리는 '20년 350km에서 세대를 거듭하면서 평균 500km 이상 향상시키는 것을 궁극적인 목표로 하고 있다. 이를 위해 양극재에서 하이니켈이 핵심 소재가 되듯 전해질에선 동사 제품에 대한 선호도가 크게 높아질 것으로 예상된다. 고객사의 전해액 하이엔드 첨가제에 대한 수요도 크게 증가할 것으로 판단되어 경쟁력이 제고될 것이다. 기존 LiPO2F2, LiDFOP, LiBOB 전해질 중심의 증설에서 VC(Vinylene Carbonate), FEC(Fluoroethylene Carbonate) 첨가제로 라인업이 확장될 예정이다. 차세대 전해질 및 첨가제 시장은 글로벌 사업자가 한정되어 있다. 가장 핵심이 되는 이차전지 소재부문 매출은 2,000억원 이상으로 전체 매출비중의 70%를 상회할 것으로 판단한다.

특수전해질 수요 성장에 기반한 추가 증설 기대감이 존재한다. 리튬염 수요가 지속될 가능성이 높아, 그에 따른 공급 부족과 가격 상승 기조도 유지될 전망이다. 천보의 '23년 target P/E를 44배로 상향하며 신규 목표주가 43만원을 제시한다. '22년 매출액은 3,983억원(YoY +58.6%), 영업이익 694억원(YoY +64.1%)으로 전망된다. '22년까지 2차전지 소재 사업의 매출액은 매년 100% 이상 증가할 것으로 추정된다.

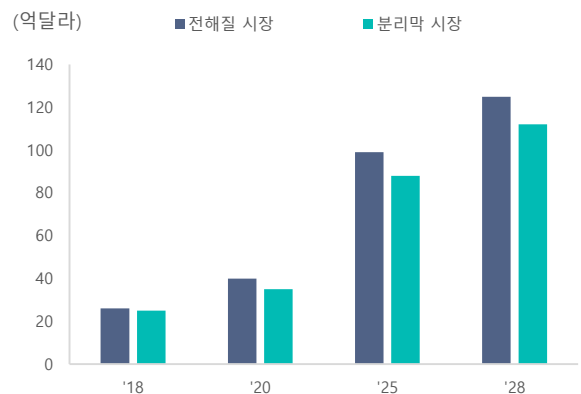
Capa는 매년 2배 이상 증가하고 있다. 생산 CAPA는 '19년 0.5천톤, '20년 1.6천톤-> '21년 4.0천톤-> '22년 11천톤 수준의 확장이 전망되며, '21년 4분기를 기점으로 시장 지배력도 한층 강화될 것으로 판단된다. 첨가제 시장은 이제 배터리 수명 연장과 고온 상태에서 안정성을 유지시켜주는 역할이 더 부각될 것이다. 이차전지시장이 성장함에 따라 동사 소재의 중요도가 지속 부각될 수밖에 없다. 2차전지 소재 실적 확대로 '21년 내 완만한 밸류에이션 리레이팅이 진행될 전망이다. 현 주가는 '21년 실적 기준 P/E 78배 수준으로 2차전지 전체 밸류체인 중 다소 부담스러울 수 있다. 그러나 현 시점은 소재 사업부의 증장기 성장강도와 잠재력에 더 집중해야 할 시기로 판단된다. 소재업체 중 Top Pick 의견을 유지한다.

[그림3] 제품별 매출비중('20년 기준)



자료: 천보, 상상인증권

[그림4] 2차전지 소재시장 전망추이



자료: SNE Research, 상상인증권

## 리스크요인

배터리 소재 채용의 급격한 트렌드 변화 및 CAPA 증설 연기 등에 따른 가동량 축소

## 기업개요

'07년 설립된 종합 화학 소재 기업. '15년까지 디스플레이 소재 중심으로 사업영역을 확장. 주요 사업은 2차전지 소재 부문과 전자재료 소재 부문. '13년 전기차용 2차전지 시장에 진출했으며, '21년 현재 2차 전지 핵심 소재기업으로 완벽하게 환골탈태 중

Stock Data

KOSDAQ(1/20)	958.7pt
시가총액	31,400 억원
발행주식수	10,000 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	356,200/155,000 원
90 일 일평균거래대금	358 억원
외국인 지분율	10.7%
배당수익률(20.12E)	0.2%
BPS(20.12E)	22,425 원

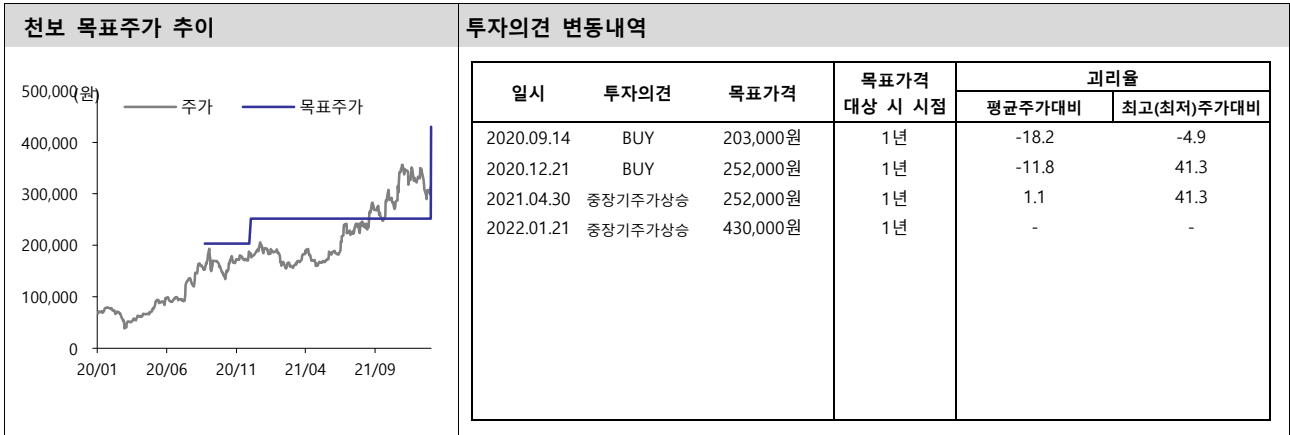
주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	2.3	-2.4	40.7	61.2
상대수익률	4.8	0.8	48.9	63.1

주주구성

이상율 (외 15 인)	55.5%
자사주 (외 1 인)	1.7%
자사주 (외 1 인)	0.7%

Stock Price





**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:이종원)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	단기 주가 상승		4.4%	
		중장기 주가 상승		53.6%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨
		단기 주가 하락		0.4%	마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자
		단기 주가 박스권		5.1%	등급별 비중
		Attention		36.5%	(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		합계		100%	