

# 천보(278280)

## 천보, 이런 증설 첨본다

### 원래 F 전해질 맞잡이었다

천보에 대해 목표주가를 310,000원으로 24% 상향한다. 목표 PER은 60배를 유지하고, 목표주가 산정기간을 12MF로 변경했다. 천보는 전해액 핵심 원재료인 리튬염 시장에서 작년말부터 나타나기 시작한 LiPO2F2(P 전해질) 적용 증가의 수혜를 입었는데, 올해 하반기부터는 LiFSI(F 전해질) 사용량 증가에 따른 구조적 성장도 동반될 것이다. 천보는 글로벌 리튬염 과점 업체로서 고객사들의 늘어날 사용량에 대비하기 위해 지난 주 대규모 F 전해질 증설(26년까지 연산 2만톤 보유)을 발표했다. 올해말 보유할 1천톤에 23년말까지 5천톤의 생산능력을 추가로 갖춘다고 밝혔는데, 수요가 빠르게 늘고 있어 증설을 앞당길 것으로 예상된다.

### 단순 증설이 아닌, 구조적 변화가 투자 포인트

일반적으로 리튬염은 LiPF6(육불화인산리튬)을 사용하는데, 일부 고성능 전기차 및 LG에너지솔루션, CATL의 2차전지에서 리튬염 사용량의 1~10%만 F 전해질을 첨가해 왔다. 향후 이 비중은 최대 100%까지 상승할 전망이어서 빠른 증설이 요구된다. 특히 F 전해질은 안정성과 수명 측면에서 우월한 것으로 평가되고 있는데, 차세대 2차전지이지만 안정성이 낮다고 평가받는 전고체전지나 리튬메탈(Li-metal) 전지에서 LiPF6를 완전 대체할 리튬염으로 부각되고 있다. F 전해질의 상대적으로 가격 하락으로 2차전지 및 전해액 업체의 선호도도 높아지고 있다. F 전해질은 LiPF6 대비 1년 전 5배 이상 비쌌지만 LiPF6 가격이 현재 연초대비 2~3배 상승했고 천보의 양산 기술이 더해진 차세대 F 전해질 제품 가격이 점차 하락하면서, 가격 차이가 크게 좁혀지고 있다.

### 강력 매수 추천

2차전지 산업 및 적용 기술의 변화에 따른 수혜가 예상되는 천보를 강력 매수 추천한다. 차세대 리튬염 과점 업체로서 양산 기술력까지 인정받고 있다. 전해질 매출액은 21년 1,691억원(+122% YoY), 22년 3,296억원(+95%), 23년 6,305억원(+91%)으로 3년간 연평균 102% 증가할 전망이다. 회사의 리튬염 생산능력 확보 계획은 23년말 1.2만톤으로 21년말 4천톤 대비 3배로 늘어날 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2019A	135	27	23	2,348	(20.6)	36	26.2	14.9	2.9	14.5	0.5
2020A	155	30	27	2,742	16.8	41	66.5	43.0	7.8	12.6	0.2
2021F	247	47	40	4,011	46.3	64	54.6	33.7	8.1	16.4	0.1
2022F	409	78	63	6,358	58.5	109	34.4	20.7	6.6	21.7	0.1
2023F	709	131	103	10,378	63.2	180	21.1	12.7	5.1	27.8	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(유지)

목표주가: 310,000원(상향)

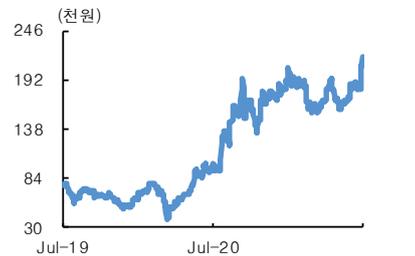
### Stock Data

KOSPI(7/12)	3,246
주가(7/12)	219,000
시가총액(십억원)	2,190
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저(원)	219,000/91,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,567
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.4/8.6
주요주주(%)	이상률 외 16 인 56.9

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.8	10.6	120.3
KOSDAQ 대비(%p)	12.4	4.3	86.4

### 주가추이

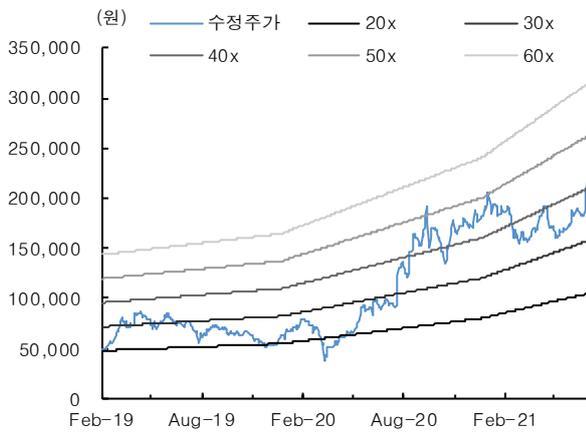


자료: FnGuide

김정환

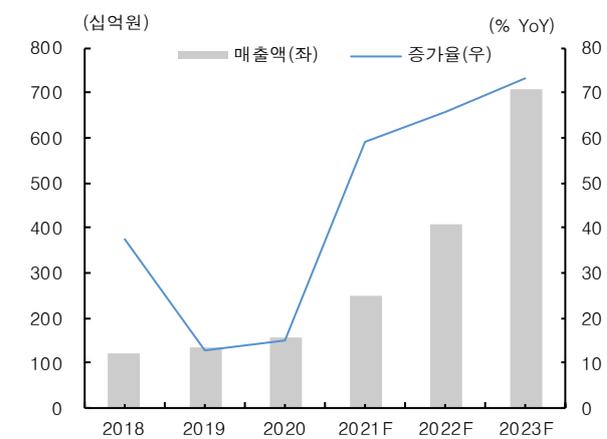
junghwan.kim@koreainvestment.com

[그림 1] 천보 12MF PER band



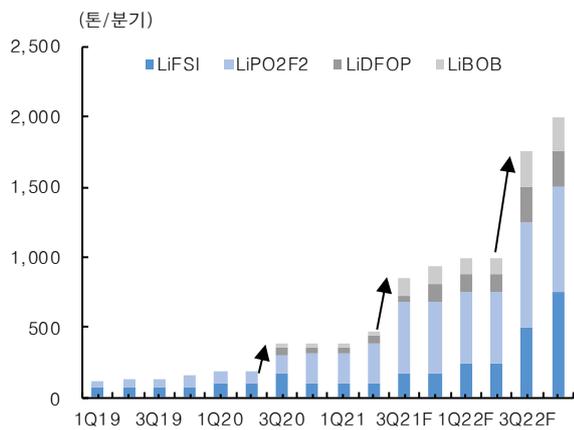
자료: 한국투자증권

[그림 2] 높은 매출액 증가율, 높은 밸류에이션의 근거



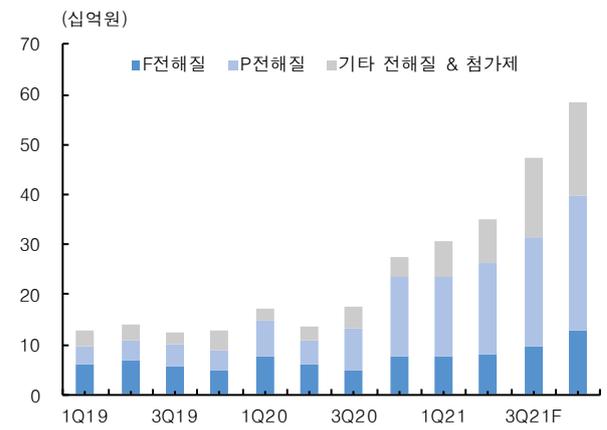
자료: 한국투자증권

[그림 3] 분기별 생산능력



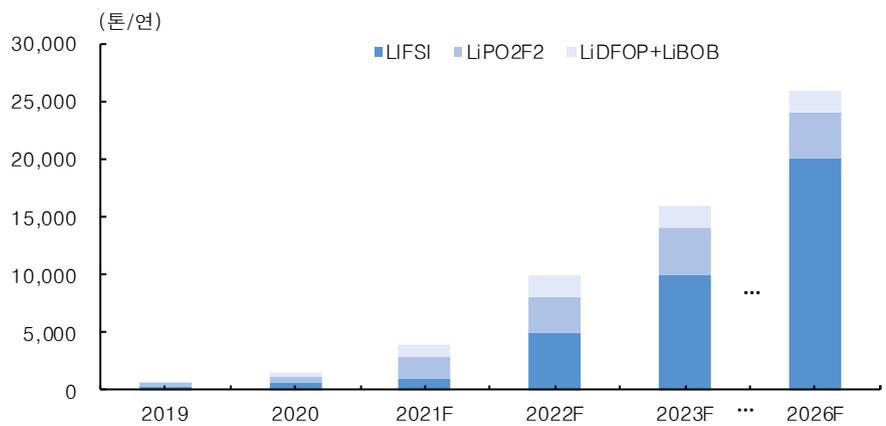
자료: 한국투자증권

[그림 4] 2차전지용 제품별 매출액 추이



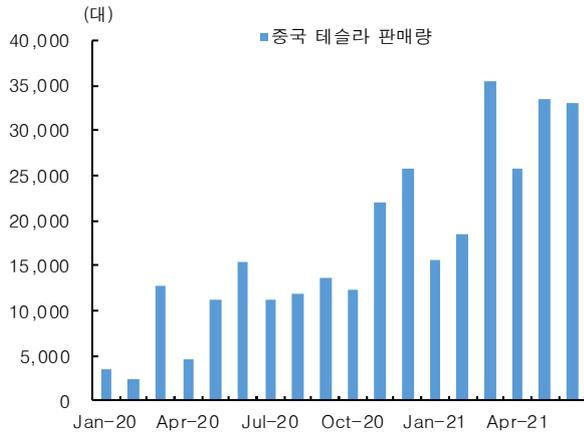
자료: 한국투자증권

[그림 5] 연말 리튬염 생산능력: F 전해질 수요 대응 위해 증설 앞당길 것임(한투 추정)



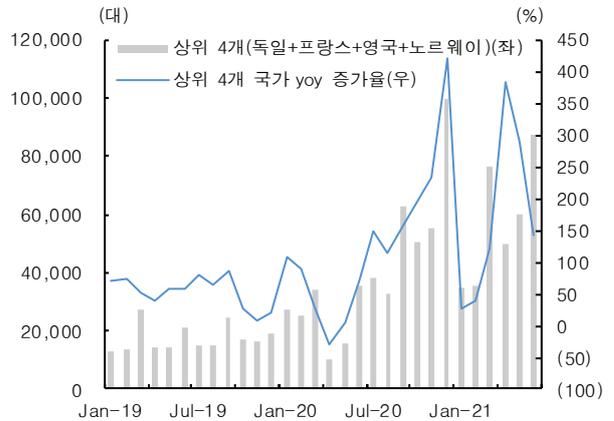
자료: 한국투자증권

[그림 6] 중국 테슬라 판매량 - CATL과 연동



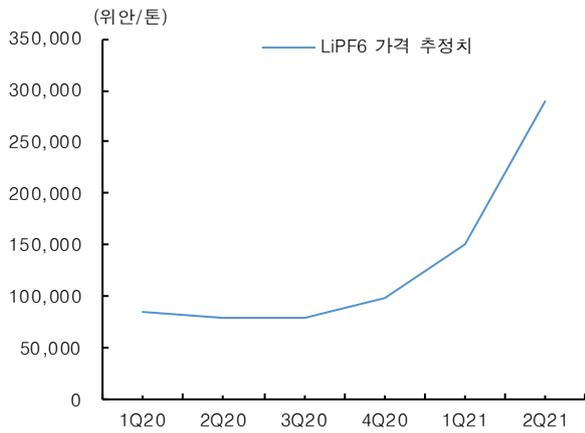
자료: Marklines, 한국투자증권

[그림 7] 유럽 순수 전기차 판매량 추이 - LGES와 연동



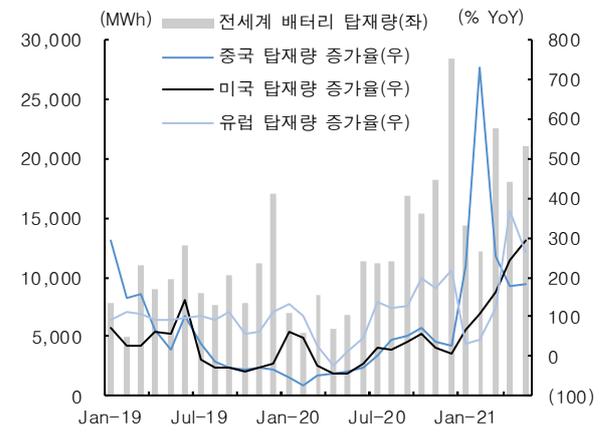
자료: KBA, CCFA, SMMT, OFV, 한국투자증권

[그림 8] LiPF6 리튬염 가격 급등 지속



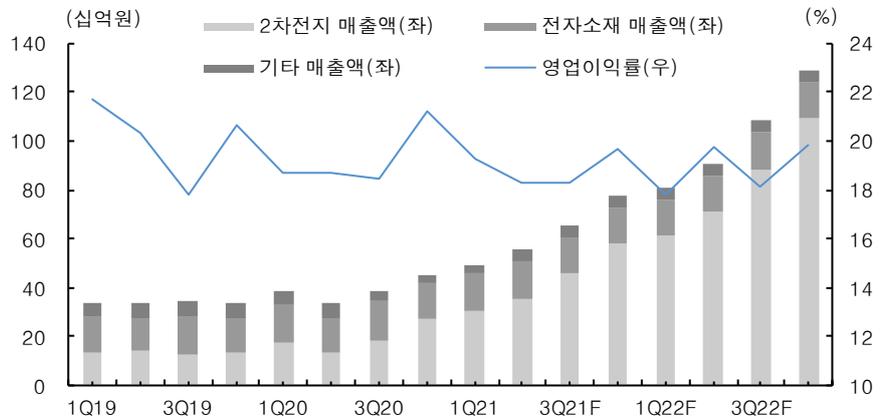
자료: 전지망, 한국투자증권

[그림 9] 2차전지 수요 강세, 리튬염 가격 상승의 이유



자료: SNE research, 한국투자증권

[그림 10] 부문별 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 한국투자증권

<표 1> 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	<b>38.5</b>	<b>33.7</b>	<b>38.3</b>	<b>45.0</b>	<b>49.1</b>	<b>55.3</b>	<b>65.3</b>	<b>77.5</b>	<b>120.1</b>	<b>135.3</b>	<b>155.5</b>	<b>247.2</b>	<b>409.3</b>	<b>709.3</b>
2차전지	17.3	13.6	17.8	27.3	30.5	35.2	45.4	57.9	30.7	52.5	76.0	169.1	329.6	630.5
전자소재	15.1	13.8	16.3	14.3	15.0	15.4	15.1	14.8	73.8	57.5	59.5	60.3	59.9	57.1
기타	6.1	6.3	4.2	3.4	3.6	4.7	4.7	4.7	15.6	25.3	19.9	17.7	19.7	21.8
<b>매출총이익</b>	<b>7.7</b>	<b>6.8</b>	<b>7.6</b>	<b>10.2</b>	<b>10.2</b>	<b>10.9</b>	<b>12.8</b>	<b>16.3</b>	<b>29.2</b>	<b>29.1</b>	<b>32.3</b>	<b>50.1</b>	<b>82.8</b>	<b>137.8</b>
매출총이익률	20.0	20.1	19.9	22.7	20.8	19.7	19.6	21.0	24.3	21.5	20.8	20.3	20.2	19.4
판매비와관리비	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0	2.1	1.9	2.2	3.4	5.1	7.1
판매비율	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.8	1.4	1.4	1.4	1.2	1.0
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>9.6</b>	<b>9.5</b>	<b>10.1</b>	<b>11.9</b>	<b>15.3</b>	<b>27.0</b>	<b>27.2</b>	<b>30.1</b>	<b>46.8</b>	<b>77.7</b>	<b>130.7</b>
영업이익률	18.7	18.7	18.5	21.3	19.3	18.3	18.3	19.7	22.5	20.1	19.4	18.9	19.0	18.4
세전이익	7.8	6.4	7.2	8.9	11.2	10.1	11.9	15.3	26.7	28.0	30.3	48.5	77.6	128.4
세전이익률	20.3	19.0	18.9	19.8	22.9	18.3	18.3	19.7	22.3	20.7	19.5	19.6	19.0	18.1
<b>순이익</b>	<b>6.3</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6</b>	<b>10.5</b>	<b>9.8</b>	<b>8.4</b>	<b>9.5</b>	<b>12.2</b>	<b>22.6</b>	<b>23.1</b>	<b>27.4</b>	<b>39.9</b>	<b>63.3</b>	<b>103.3</b>
순이익률	16.3	14.8	14.7	23.3	19.9	15.2	14.6	15.8	18.9	17.0	17.6	16.2	15.5	14.6

자료: 한국투자증권

<표 2> 천보는 글로벌 리튬염 과점 업체. 1위 소재 업체에게 부여되는 높은 밸류에이션 적용 가능

(단위: 배, %)

	천사 신소재 (전해액)	화유 코발트 (양극재)	창신 신소재 (분리막)	박태래 (음극재)	중국 평균	천보 (전해질)	동화 기업 (전해액)	포스코 케미칼 (양/음극재)	에코프로 비엠 (양극재)	SKIET (분리막)	일진머티 리얼즈 (동박)	한국 평균	
<b>PER</b>	2021F	64.3	71.6	112.4	87.8	84.0	52.1	27.1	100.2	61.5	103.9	45.8	65.1
	2022F	43.9	54.7	76.1	65.1	60.0	37.4	22.8	83.9	39.3	68.0	32.4	47.3
	2023F	33.2	42.0	57.8	51.0	46.0	25.8	19.3	61.0	27.0	51.0	25.2	34.9
<b>EV/ EBITDA</b>	2021F	48.3	41.3	71.8	62.4	55.9	33.7	12.5	49.3	37.1	49.9	25.8	34.7
	2022F	34.2	32.1	50.9	45.2	40.6	24.0	10.9	38.5	23.9	34.3	18.4	25.0
	2023F	26.4	25.6	40.0	34.4	31.6	17.4	10.0	28.5	17.2	26.3	14.7	19.0
<b>EPS 증가율 (%)</b>	2021F	203.6	102.7	77.6	83.8	116.9	53.4	116.8	232.2	65.5	32.9	67.6	94.7
	2022F	46.5	31.0	47.8	34.7	40.0	39.0	18.8	19.4	56.4	52.8	41.6	38.0
	2023F	32.3	30.3	31.6	27.7	30.5	45.0	18.0	37.7	45.5	33.4	28.4	34.7
<b>매출액 증가율(%)</b>	2021F	95.5	40.0	69.7	51.8	64.3	60.5	23.7	29.9	57.9	55.1	37.3	44.1
	2022F	57.8	24.1	39.4	33.7	38.8	41.1	17.0	21.3	51.4	40.7	32.1	33.9
	2023F	32.6	23.1	30.1	30.1	29.0	37.1	13.5	48.8	41.2	32.3	22.9	32.6
<b>영업 이익률(%)</b>	2021F	24.2	11.5	35.4	20.5	22.9	19.7	12.4	6.6	7.2	26.3	11.3	13.9
	2022F	23.7	13.1	38.4	20.5	23.9	20.5	12.3	6.8	7.4	28.4	12.3	14.6
<b>12MF PER</b>		<b>52.2</b>	<b>62.0</b>	<b>90.7</b>	<b>74.8</b>	<b>69.9</b>	<b>43.6</b>	<b>24.7</b>	<b>91.4</b>	<b>47.9</b>	<b>82.2</b>	<b>37.9</b>	<b>54.6</b>

자료: Bloomberg, 한국투자증권

**기업개요 및 용어해설**

동사는 2007년에 설립되어 전자소재, 2차전지 소재, 의약품 소재, 정밀화학 소재 사업 영위. 전자소재는 TV, 휴대폰 등의 LCD, OLED 패널 제조공정에 사용되는 식각액 핵심 첨가제와 반도체 미세공정에 사용되는 화학소재 생산. 2차전지 소재는 전해질로 사용되는 리튬염 생산. 의약품 소재로는 의약품 원료 및 중간체를 생산하고 정밀화학 소재는 다양한 산업군에 사용되는 화학소재 생산. 총매출에서 상품 매출을 제외한 제품 매출 기준으로 각 사업부는 59.1%, 25.9%, 5.0%, 5.3%의 비중을 차지.

- 전해액: 전기 분해 시 전해조에 넣어서 이온 전도의 매체 역할을 하는 용액
- 식각공정(Etching): 포토 레지스트에 피복되어 있지 않은 산화막을 제거하는 공정
- SOH(Spin-on Hardmask): 포토 레지스트 하부에 적용되는 막질로서 후속 에칭공정에서 적절한 방어막 역할을 수행하며, 미세 패턴의 정확도를 구현하기 위하여 원하는 막질에 잘 전사되도록 돕는 재료

**재무상태표**

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	153	140	168	201	273
현금성자산	7	13	20	25	35
매출채권및기타채권	25	33	42	61	92
재고자산	28	36	47	61	85
비유동자산	82	121	178	306	421
투자자산	3	2	3	5	8
유형자산	77	116	171	296	404
무형자산	1	1	2	3	5
자산총계	235	261	346	506	694
유동부채	23	20	40	77	100
매입채무및기타채무	8	7	20	41	57
단기차입금및단기사채	12	10	15	30	30
유동성장기부채	0	1	2	3	4
비유동부채	1	16	44	107	171
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	15	42	104	166
부채총계	25	36	84	185	271
지배주주지분	211	225	261	322	422
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	87	87	87
기타자본	(0)	(10)	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	118	142	179	240	340
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	211	225	262	322	422

**현금흐름표**

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	23	19	50	80	123
당기순이익	23	27	40	63	103
유형자산감가상각비	9	11	18	31	49
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(10)	(20)	(8)	(15)	(31)
기타	1	1	0	1	2
투자활동현금흐름	(102)	(13)	(74)	(151)	(172)
유형자산투자	(25)	(51)	(73)	(156)	(157)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(77)	38	(1)	(2)	(3)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(3)
기타	0	0	1	8	(9)
재무활동현금흐름	78	1	30	75	60
자본의증가	78	0	0	0	0
차입금의순증	1	(7)	33	78	63
배당금지급	0	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(1)	11	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	(1)	7	6	5	11

주: K-IFRS (연결) 기준

**손익계산서**

(단위: 십억원)

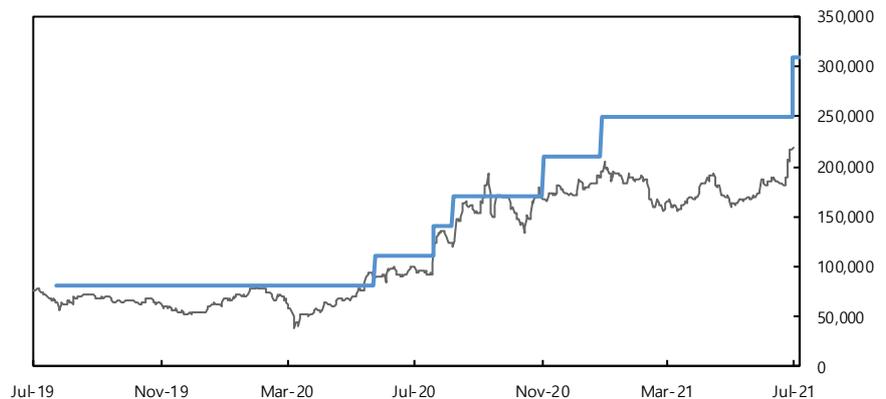
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	135	155	247	409	709
매출원가	106	123	197	327	572
매출총이익	29	32	50	83	138
판매관리비	2	2	3	5	7
영업이익	27	30	47	78	131
금융수익	2	1	2	2	1
이자수익	2	1	1	1	1
금융비용	0	1	1	2	3
이자비용	0	0	1	2	3
기타영업외손익	(0)	(1)	1	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	30	49	78	128
법인세비용	5	3	9	14	25
연결당기순이익	23	27	40	63	103
지배주주지분순이익	23	27	40	63	103
기타포괄이익	0	(1)	0	0	0
총포괄이익	23	27	40	63	103
지배주주지분포괄이익	23	27	40	63	103
EBITDA	36	41	64	109	180

**주요투자지표**

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,348	2,742	4,011	6,358	10,378
BPS	21,060	23,414	27,108	33,137	43,167
DPS	300	300	300	300	300
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.7	14.9	59.0	65.6	73.3
영업이익증가율	0.6	10.8	55.3	66.0	68.3
순이익증가율	1.8	18.7	45.9	58.6	63.3
EPS증가율	(20.6)	16.8	46.3	58.5	63.2
EBITDA증가율	2.4	15.1	55.7	69.2	65.5
수익성(%)					
영업이익률	20.1	19.4	18.9	19.0	18.4
순이익률	17.0	17.6	16.1	15.5	14.6
EBITDA Margin	26.5	26.6	26.0	26.6	25.4
ROA	12.5	11.0	13.2	14.9	17.2
ROE	14.5	12.6	16.4	21.7	27.8
배당수익률	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
배당성향	13.0	10.8	7.4	4.7	2.9
안정성					
순차입금(십억원)	(82)	(37)	(10)	72	115
차입금/자본총계비율(%)	5.7	11.6	22.6	42.6	47.4
Valuation(X)					
PER	26.2	66.5	54.6	34.4	21.1
PBR	2.9	7.8	8.1	6.6	5.1
EV/EBITDA	14.9	43.0	33.7	20.7	12.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
천보 (278280)	2019.05.20	NR	-	-	-
	2019.08.02	매수	80,000원	-18.7	17.3
	2020.06.04	매수	110,000원	-14.5	-5.5
	2020.07.31	매수	140,000원	-6.2	-2.7
	2020.08.18	매수	170,000원	-6.7	13.5
	2020.11.13	매수	210,000원	-15.7	-8.7
	2021.01.08	매수	250,000원	-29.0	-13.0
	2021.07.12	매수	310,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2021년 7월 12일 현재 천보 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2021. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
89.3%	10.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.