

2021. 10. 12

EV/모빌리티팀

장정훈  
Analyst  
jhooni.chang@samsung.com

안재현  
Research Associate  
jaehyeon.ahn@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	320,000원	24.8%
현재주가	256,500원	
시가총액	2.6조원	
Shares (float)	10,000,000주 (43.6%)	
52주 최저/최고	134,200원/283,000원	
60일-평균거래대금	552.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
천보 (%)	-6.0	48.5	47.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	2.3	53.0	34.9

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	303,333
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: =2 / SELL★★★: 1

## 천보 (278280)

### 소금 같은 존재

- 제품 경쟁력과 고성장 모멘텀 감안, 12개월 목표주가 320,000원으로 BUY 제시.
- EV배터리용 전해질 첨가제 수요 확대와 높은 시장 점유율 바탕으로 향후 3년간 2차 전지 소재 부문 연평균 매출 97%대 전망되는 대표적인 성장주.
- 국내 소재 밸류체인 중 다양한 고객군과 높은 시장지배력으로 경쟁 차별화.

#### WHAT'S THE STORY?

12개월 목표주가 320,000원, 투자 의견 BUY로 커버리지 개시: 2차전지 전해질 첨가제 시장에서 글로벌 시장 지배력을 가진 동사에 대해 BUY의견과 목표주가 320,000원을 제시. 목표주가는 21년과 22년의 EBITDA 예상치 평균 값에 사업부문별 동종기업들의 평균 EV/EBITDA 값을 적용하고, 글로벌 시장 지배력을 감안한 20%의 프리미엄을 부여해 산출.

#### 투자포인트:

1) EV배터리에 필수인 전해질 첨가제 수요 확대 수혜주 - EV 수요 확대되면서 출력 및 수명 특성 개선을 위한 필수적인 전해질 첨가제 제품 적용 확대. 전해액 시장이 25년까지 20년 대비 5배 성장하는 가운데 전해질 첨가제 시장은 혼합비중에 따라 큰 폭 성장 가능성.

2) 원가 경쟁력 기반, 다양한 글로벌 고객군과 높은 시장 지배력 - 품질과 공정개선을 통한 원가 경쟁력으로 한국 및 중국, 일본 등 글로벌 고객군 확보하고 시장점유율은 60%대로 추정.

3) 2차전지 소재 연평균 매출 97% 고성장 전망 - 생산캐파 기준 20년 1,560톤에서 23년 상반기까지 12,000톤 규모로 7.6배 확대해 23년까지 2차전지 소재 부문에서만 연평균 매출 97% 성장 전망. 이를 바탕으로 전자소재 및 의약품 등 기타 부문을 포함한 전사 매출규모 역시 동기간 63%의 고성장 기대.

리스크 요인: 대규모 증설에 기반한 성장주이고 전해질 첨가제가 주요 사업영역이기 때문에, 투자자들이 고려할 리스크는 1) EBITDA내 투자 지속 가능여부, 2) 캐파증설 이후 양산 가동 시점에 따른 실적 변동 가능성, 3) 전고체 상업화 시점에 따른 고체전해질의 잠식 우려 등.

#### SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2020	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	155	262	468	678
영업이익 (십억원)	30	47	89	132
순이익 (십억원)	27	43	77	116
EPS (adj) (원)	2,734	4,277	7,738	11,597
EPS (adj) growth (%)	16.7	56.4	80.9	49.9
EBITDA margin (%)	26.6	23.4	23.7	23.6
ROE (%)	12.6	17.5	25.7	29.4
P/E (adj) (배)	66.7	58.3	32.2	21.5
P/B (배)	8.0	9.4	7.3	5.5
EV/EBITDA (배)	43.3	40.2	22.8	15.9
Dividend yield (%)	0.2	0.1	0.1	0.1

자료: 삼성증권 추정

**1. 밸류에이션**

**12개월 목표주가 320,000원, 투자 의견 BUY로 커버리지 개시:** 12개월 목표주가 320,000원, 투자 의견 BUY로 커버리지 개시한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했다. 영업가치 산출에 있어서 21년과 22년 EBITDA 예상치 평균값에 사업부문별 동종기업들의 평균 EV/EBITDA 값을 적용했다. 여기에 20%의 프리미엄을 부여했는데, 이는 글로벌 고객 기반에 높은 시장 지배력을 감안한 것이다. 목표주가는 22년 P/E 41.4배 수준에 해당한다. 그리고 현시점에 BUY 투자 의견을 가져가는 이유는 다음 3가지다.

1) **글로벌 경쟁력을 가진 2차전지 소재:** 국내 2차전지 밸류체인으로는 드물게 한국의 전해액 고객사 뿐만 아니라 중국과 일본 업체에 이르기까지 다양한 고객사를 두고 있는 글로벌 플레이어다. 심지어 일본이 독점하고 있던 D전해질에서 시장 진입에 성공하면서 과점 지배자다.

2) **EV 배터리의 필수 첨가제 수요 성장 수혜:** 전기차 시장 확대와 더불어 기존 범용 전해질에 더해 출력 및 수명을 보완해야 하는 첨가제가 확대 적용될 수밖에 없다. 이에 따라 주요 전해질 첨가제의 높은 시장 점유율을 바탕으로 전방 전기차 시장이나 셀 업체의 성장 보다 빠른 매출 신장이 기대된다.

3) **3년간 연평균 매출 97% 고성장 기대:** 전해질 첨가제 부문에서 생산캐파를 20년 1,560톤에서 23년 상반기까지 12,000톤으로 7.6배 키우면서 매출 기준으로 향후 3년간 연평균 97% 고성장이 기대되는 상황. 단기적으로는 LiPF6 가격 상승에 따른 전해질 첨가제의 판가 인상 가능성도 긍정적이다. 2차전지 소재 외에 전자재료와 의약품 부문으로 포함해도 동기간 연평균 63%의 높은 성장이 예상된다.

**SOTP 밸류에이션**

(십억원)	2021E	비고
<b>영업가치</b>	<b>2,659.2</b>	
2차전지 소재	2,432.5	21~22 평균 EBITDA * 동종기업 21년 EV/EBITDA*
전자소재/의약품	226.7	21~22 평균 EBITDA * 동종기업 21년 EV/EBITDA*
<b>비영업가치</b>		
자회사	29.0	2분기말 장부가 * 30% 할인적용
<b>순차입금</b>	<b>-26.6</b>	
<b>순자산가치</b>	<b>2,714.8</b>	
할증(인)율(%)	20%	글로벌 시장 지배력
주당 순자산 가치	325,777	
<b>12개월 목표주가</b>	<b>320,000</b>	
현주가(원)	256,500	10월 12일 종가기준
상승 여력(%)	24.8%	

\*21년 EV/EBITDA 평균 값 = 2차전지 소재 33.2배, 전자소재/의약품 17.7배  
 자료: 삼성증권 추정

**국내 전해액 밸류체인 비교:** 국내 전해질(첨가제) 밸류체인들을 보면, 전해액 3인방(동화기업, 솔브레인, 엔켐(비상장))외에 전해질에선 LiPF6 주력인 후성과 동사, 그리고 첨가제 영역에서는 캄트로스 등이 사업을 영위하고 있다. 2차전지 전해액 관련 사업 비중을 따져 보면, 비상장인 엔켐을 제외하고 동사가 가장 높다. 또한 수익성면에서 보면 전사 기준 비교이긴 하나 솔브레인 다음으로 가장 높다. 솔브레인은 수익성이 높은 반도체 소재 비중이 72%임을 감안하면 동사의 수익성은 동종업체에서도 두드러진 편이다. 한편, 밸류에이션 상으로 보면 전해액 관련 업체 중에서 비싸 보이거나 상대적으로 높은 전해액 관련 사업 비중과 3년간 7.6배의 캐파증설 속도를 감안하면 부담스럽지 않다.

#### 국내 전해액 밸류체인 비교

구분	기업	Ticker	시가총액** (십억원)	주요제품	전해액 관련 비중*	매출액* (십억원)	OPM* (%)	P/E (배)**	
								2021E	2022E
전해액	동화기업	025900 KS	1,909.0	전해액	2.4%	744.9	9.0	26.9	22.1
	솔브레인	357780 KS	1,901.9	전해액	9.7%	470.1	22.1	11.8	9.2
	엔켐	비상장	n/a	전해액	100.0%	137.2	10.7	n/a	n/a
전해질	후성	093370 KS	1,903.1	LiPF6	12.7%	261.6	1.1	63.0	26.7
	천보	278280 KS	2,565.0	LiPO2F2 등	62.0%	155.5	19.4	64.2	40.6
첨가제	캄트로스	220260 KS	418.3	첨가제 등	16.6%	43.5	2.9	n/a	n/a
	스카이어앤엠	131100 KS	45.8	첨가제, 용매	21.3%	22.3	-67.0	n/a	n/a

참고: \*2020년 기준, \*\*10월 12일 종가 기준

자료: Quantwise, 삼성증권

## 2. 회사 사업 개요 및 전망

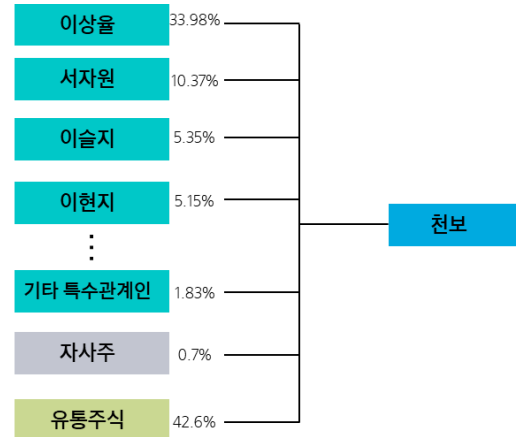
**회사개요:** 천보는 2007년에 설립된 후 2019년에 코스닥에 상장된 업체로, 2차전지 소재(2분기 현재 매출 비중\* 62%), 반도체 및 디스플레이 공정 소재(29%), 그리고 의약품 소재 사업(4%) 등을 영위하고 있다. 최대주주인 창업자 이상을 대표 지분(33.98%)과 특수관계인 지분을 포함하면 약 56.68%에 해당한다. 당사는 소재 합성 및 정제 기술을 바탕으로 08년 디스플레이 소재 생산을 시작한 이후, 반도체 공정소재와 2차전지 소재로 점차 확대하면서 과거 10개년 동안 매출 연평균 17.6%의 성장세를 보여왔다.

### 사업 포트폴리오

	천보 생산품 및 용도	천보 고객사 (수요처)	최종 수요처
2차전지	· 전해액 첨가제 · 전해질	전해액 제조사	LG화학, 삼성SDI, CATL, Panasonic
디스플레이	· LCD 식각액 첨가제 · OLED 소재	식각액 제조사 OLED 제조사	삼성디스플레이, BOE, LGD, AUO, 삼성전자, LG전자
반도체	· 반도체 공정 소재 · 반도체 세정 소재	반도체 공정 소재 제조사	삼성전자
의약품	· 의약품 중간체	결핵, 당뇨 등 원재료 제조사	동아제약, LG화학, WHO

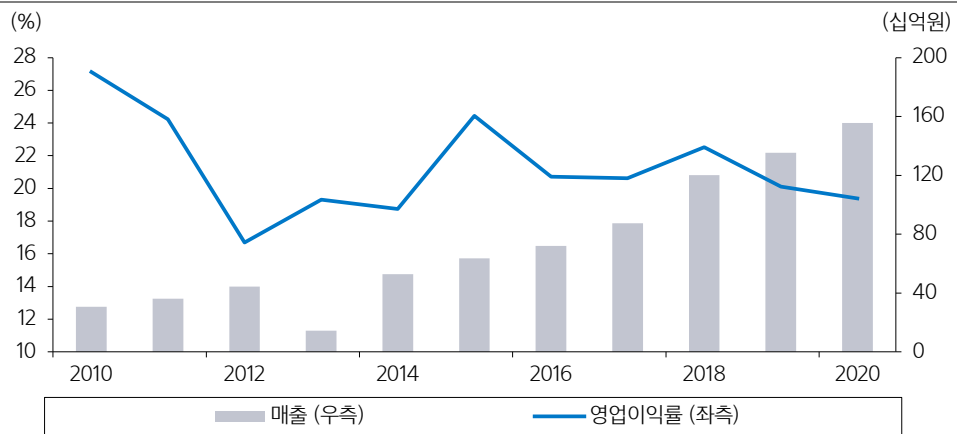
자료: 천보, 삼성증권

### 주주 구성



자료: 천보, 삼성증권

### 과거 10개년 실적 추이



참고: 2013년은 회계년도 변경으로 인해 4분기 실적만 집계

자료: 천보, 삼성증권

**2023년까지 전사기준 연평균 매출 63% 고성장 전망:** 핵심 사업인 2차전지 소재 사업부문의 폭발적 성장을 바탕으로 23년까지 20년대비로 63%의 고성장이 예상된다. 21년 연간 매출액은 전년 대비 69% 증가한 2,624억원, 영업이익은 474억원으로 동기간 58% 개선될 것으로 판단된다. 특히 2차전지 소재 부문은 전방 전기차 성장과 함께 고효율 고수명 재료 수요 증가와 함께 캐파 증설 효과가 어우러지며 동기간 137% 늘어난 1,800억원의 매출이 기대된다. 이에 따라 2차전지 소재의 매출 비중은 2분기 62%에서 올해 연간 기준 69%까지 확대될 전망이다.

3분기는 매출 681억원 영업이익 119억원으로 전년 동기 대비 각각 78%, 69% 늘어날 전망이다. 영업마진은 17.5%로 전분기 16.6% 대비 개선될 것으로 예상되는데, 이유는 캐파 증설 이후 물량 증가에 따른 가동률 개선으로 감가상각 부담을 더는데다, 원재료가 상승 이후 일부 제품의 판가 상승으로 이어질 것으로 기대되기 때문이다.

또한, 동사는 다양한 고객군을 확보하고 있는데, 특히 2차전지 소재의 경우 국내 전해액 모두와 거래할 뿐만 아니라 일본 및 중국의 전해액 업체까지 거래선으로 확보하고 있다는 장점이 있다. 이로 인해 글로벌 배터리 셀 업체들 상당부분에 동사의 전해질 첨가제가 공급되고 있는 것으로 추정된다.

**천보 사업 포트폴리오**

매출 구성*	용도	고객사	최종 수요처
2차전지 69%	전해질, 전해액 첨가제	전해액업체	LGES, SDI, CATL 등
	LCD식각액	식각액 업체	SDC, LGD, BOE, AUO 등
전자소재 25%	OLED소재	OLED 제조사	
	반도체 공정소재	반도체 소재업체	삼성전자
의약품 4%	의약품 중간체	결핵, 당뇨 등 원재료 제조사	동아제약, LG화학 등

참고: 2021년 전망기준

자료: 천보, 삼성증권

**분기별 실적 추이 및 전망**

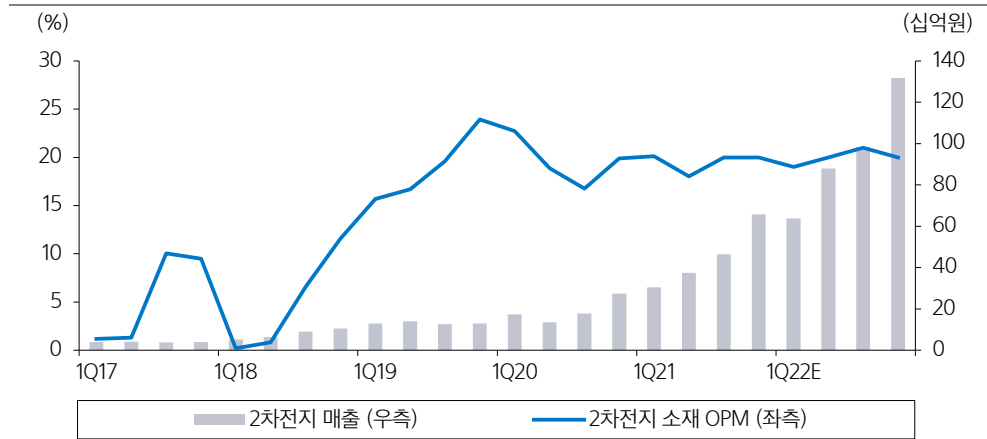
(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>38.5</b>	<b>33.7</b>	<b>38.3</b>	<b>45.1</b>	<b>49.1</b>	<b>60.4</b>	<b>68.1</b>	<b>84.8</b>	<b>82.1</b>	<b>112.2</b>	<b>121.7</b>	<b>151.9</b>	<b>155.5</b>	<b>262.4</b>	<b>467.9</b>
2차전지소재	17.3	13.6	17.8	27.3	30.5	37.4	46.4	65.7	63.8	88.0	98.3	131.7	76.0	180.0	381.8
전자소재	15.1	13.8	16.3	14.3	15.0	16.6	17.9	15.5	14.7	17.8	19.5	16.5	59.5	65.0	68.6
의약품 및 기타	6.1	6.3	4.2	3.4	3.6	6.4	3.9	3.5	3.6	6.4	3.9	3.6	19.9	17.3	17.5
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>9.5</b>	<b>9.5</b>	<b>10.0</b>	<b>11.9</b>	<b>16.0</b>	<b>14.5</b>	<b>21.0</b>	<b>24.2</b>	<b>29.4</b>	<b>30.1</b>	<b>47.4</b>	<b>89.2</b>
2차전지소재	3.9	2.6	3.0	5.4	6.1	6.8	8.6	13.1	12.1	17.6	20.6	26.3	14.9	34.6	76.7
전자소재	2.1	2.7	3.3	2.9	2.5	2.5	2.7	2.3	1.9	2.5	2.9	2.5	10.9	10.0	9.8
의약품 및 기타	1.2	1.0	0.8	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	1.0	0.6	0.6	4.3	2.8	2.7
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>18.7</b>	<b>18.7</b>	<b>18.5</b>	<b>21.2</b>	<b>19.3</b>	<b>16.6</b>	<b>17.5</b>	<b>18.9</b>	<b>17.7</b>	<b>18.8</b>	<b>19.9</b>	<b>19.4</b>	<b>19.4</b>	<b>18.1</b>	<b>19.1</b>
2차전지소재	22.7	18.9	16.8	19.9	20.1	18.0	18.5	20.0	19.0	20.0	21.0	20.0	19.6	19.2	20.1
전자소재	13.7	19.7	20.0	20.0	16.5	15.1	15.0	15.0	13.0	14.0	15.0	15.0	18.3	15.4	14.3
의약품 및 기타	19.3	16.4	19.8	36.8	23.8	11.6	17.5	15.7	14.1	14.8	16.6	15.7	21.5	16.2	15.2

자료: 천보, 삼성증권 추정

### 1. 2차전지 소재- 성장 견인차

올해 기준 전사 매출의 69%를 차지할 것으로 예상되는 2차전지 소재사업은 전해질 첨가제와 전해액 첨가제 등으로 구성되어 있다. 2차전지 소재 부문은 17년 157억원에서 20년 760억원으로 5배 성장했는데, 당사 추정 23년 매출액은 5,862억원으로 20년 대비 다시 7.6배로 큰 폭의 성장이 기대되는 사업부문이다.

### 2차전지 소재: 매출 성장과 수익성



자료: 천보, 삼성증권 추정

### 2차전지 소재 포트폴리오

구분	종류	매출비중	용도	주요 경쟁업체
전해질	F전해질(LiFSI)	25%	안정성 향상, 수명 연장, 저온 배터리 방전 억제	다수
	P전해질(LiPO <sub>2</sub> F <sub>2</sub> )	51%	수명 향상, 고출력, 충전시간 단축	Nippon Shokubai(일), Chemspec(중)
	D전해질(LiDFOP)	12%	수명 향상, 고출력, 충전시간 단축	Central Glass(일)
	B전해질(LiBOB)	6%	수명 향상, 순간출력 향상	Albemarle(미)
첨가제	TMSB, AN, EP, FEC 등	6%	안정성, 수명 향상 등	다수

자료: 천보, 삼성증권

**1) 전기차용 쓰임새가 확대되는 전해질 첨가제:** 이처럼 높은 성장이 이뤄지고 있는 것은 우선 기존 범용 전해질인 LiPF<sub>6</sub>(육불화인산리튬) 단독으로 전기차용으로 쓰기에는 출력이나 수명 특성이 낮은 단점이 있기 때문에 각각의 단점을 보완하는 용도로 전해질 첨가제는 필수요소로 자리잡았기 때문이다. 동사의 전해질 첨가제는 주로 기존 범용 리튬염인 LiPF<sub>6</sub>에 추가되어 전해액 내에서 약 1~6% 비중으로 섞게 되고 필요에 따라는 첨가제가 복수로 혼합돼서 사용되기도 한다. 따라서 전해질 첨가제 시장은 전해액 보다 시장 규모는 적지만 전기차용 배터리 수요가 늘어나면서 성장성은 보다 두드러지게 된다.

2) **원가 경쟁력을 바탕으로 한 다양한 고객군과 높은 점유율:** 전기차용 첨가제 확대 필요성과 함께 동사는 품질과 공정 개선을 통한 가격 경쟁력을 바탕으로 전해질 포함 전해액 국내 밸류체인 중에서는 가장 다양한 고객군을 확보하고 있다. 해외 고객 비중은 약 60% 정도로 추정된다.

동사의 경쟁력은 소재별 점유율에도 확인할 수 있다. **일본과 중국 등 여러 업체들이 생산하고 있는 P 전해질의 경우 최근 증설분을 감안하면 동사의 시장점유율은 80% 수준으로 추정된다.** D 전해질의 경우는 일본의 센트럴글래스가 특허를 보유하고 독점 생산하고 있었으나 천보가 진입에 성공하면서 현재는 시장을 과점하고 있다. 올 하반기 들어서는 센트럴글래스 향으로 공급이 늘어나면서 **D 전해질내 동사 점유율은 70%까지** 기대된다. **F 전해질의 경우**는 일본과 중국업체들이 주로 경쟁하고 있는데, 국내에선 유일하게 양산에 성공했다. 이에 따라 국내외 전해액 업체 대부분에 동사의 전해질 제품이 공급되고 있는 상황으로 **시장 점유율은 60%**로 추정된다. 최종 배터리업체들의 글로벌 캐파 확대와 전해액 수요 증가로 인해 동사의 지속적인 투자와 증설이 기대되는 배경이다.

3) **23년까지 7.6 배의 공격적 캐파 증설:** 21년 상반기 기준 동사의 2차전지 소재 캐파는 3,420 톤으로 지난해 말 1,560 톤에서 2.2 배 늘었다. 상반기 동사의 캐파 증설 계획에 따르면 연말까지 4,000 톤 규모로 늘리고, 23년 상반기까지 12,000 톤 규모로 늘린다는 계획이다. 올해 말까지는 P 전해질 캐파 증설이 많지만 23년까지 보면 F 전해질을 올해 보다 6 배나 키우는 좀더 공격적인 증설 계획을 잡고 있다. 동사는 F 전해질 시장에서 경쟁력 차별화를 통한 고객 수요 증가 기대와 범용 전해질로의 확대 적용될 가능성을 감안해 새만금 산단에 총 5,125 억원 이상을 투자하기로 결정했다. 이를 통해 연산 2만톤 규모의 공장 신설하고 여기서 연 매출 1조원 이상을 올린다는 계획이다. 23년까지 투자 스케줄에는 이중 1/4 정도만 반영되었다고 보면 새만금 산단 투자가 완료되는 26년 말에는 연산 27,000 톤 규모까지 늘어나게 된다.

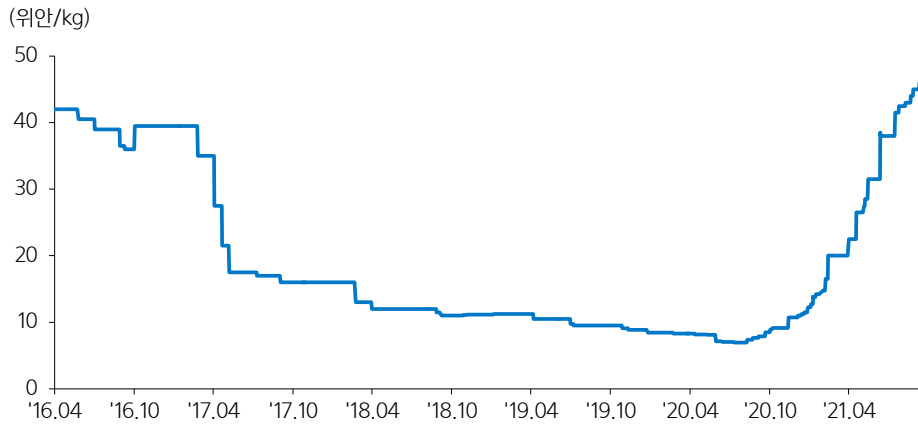
#### 전해질 캐파 현황 및 증설 계획

	2020	2021E	2023E
F 전해질	720	1,000	6,000
P 전해질	540	2,000	4,000
D 전해질	200	500	1,000
B 전해질	100	500	1,000
계	1,560	4,000	12,000

자료: 천보, 삼성증권

4) **원재료가 상승은 시차를 두고 판가에 긍정적 전망:** 전해질의 주요 원재료인 리튬의 경우 가격이 연초 이후 253% 상승했다. 전해질 내에 리튬 비중(성분 비중 4.6%)을 감안하면 전해질 원가 상승은 피하기 어렵다. 한편, 범용 전해질이자 P 전해질의 원재료이기도 한 LiPF6의 가격의 경우는 중국 내 수급 부족이 발생하며 지난 1년간 400% 급증했다. 전해질 업체들이 증설 계획을 서두르고 있으나 내년 상반기까지 수급은タイト할 것으로 전망되고 있다. LiPF6의 가격 상승은 시차를 두고 판가(특히 P 전해질)에 전이되게 된다. 따라서 상반기 가격 상승이 2분기 영업이익률 하락으로 이어졌으나 2분기 말부터 판가 인상이 이뤄지면서 3분기는 전분기 대비 수익성 개선이 기대되는 부분이다.

**LiPF6 가격 추이**

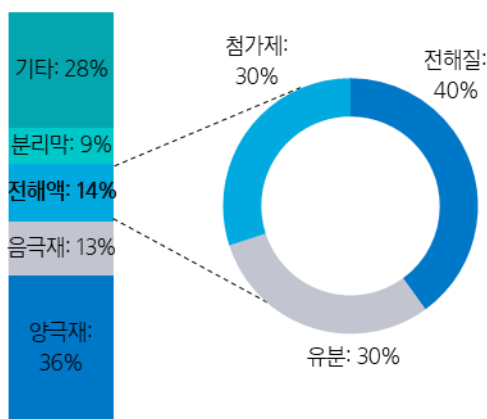


자료: Wind, 삼성증권

**전해질 시장과 천보의 캐파**

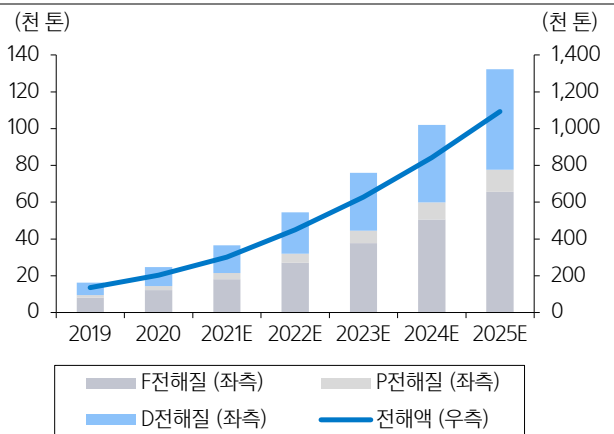
천보의 전해질 사업부문의 성장성을 이해하려면 전해질을 포함한 전해액 산업에 대한 이해가 선행되어야 한다. 물론 이 전해액은 2 차전지 4 대 재료로서 궁극적으로 최전방산업인 EV 나 ESS 의 수요에 연관되어 있다. 천보가 주력하고 있는 전해질은 전해액의 주요 구성 성분이다. 전해액은 2 차전지 재료비 중에서 약 14%를 차지하고 있는데, 이 전해액은 '전해질(또는 리튬염: Lithium Salt)'과 '용매' 그리고 '첨가제(additives)'로 구성된다. 전해질은 전해액 내 원가 비중 40%를 차지하고 있는데 리튬이온이 이동할 수 있는 통로역할을 하는 핵심 물질이다. 용매는 전해질을 잘 용해시켜 리튬 이동을 돕는 역할을 하고, 첨가제는 양극이나 음극 표면 보호막을 형성해서 리튬의 이동뿐만 아니라 수명 및 성능 향상을 도와주는 역할을 한다.

**전해액 BoM 및 구성 성분**



자료:천보, 삼성증권

**2차전지 전해액 시장 규모와 전해질 첨가제 시장**



참고: 혼합비율-F전해질 6%, P전해질 1.1%, D전해질 5% 가정  
자료: SNE리서치, 천보, 삼성증권 추정



천보의 제품은 전해질 첨가제로서 기존 범용 전해질인 LiPF<sub>6</sub>에 비해 수명과 출력 특성 등을 개선하는데 도움을 주고 있다. 전해액 내 비중은 각각 약 1~6% 정도가 쓰이고 있다(P 전해질은 1~2%고, D 전해질은 5% 비중 추정). SNE 리서치에 따르면, 25년까지 전해액 시장 규모는 109만 톤으로 20년 대비 5배 성장을 예상하고 있기 때문에 혼합 비율과 적용 어플리케이션에 따라 전해질 첨가제 시장 역시 큰 폭으로 성장할 것으로 판단된다. 올해 글로벌 전해액 시장 수요가 30만 톤이라고 하면 전해질 첨가제 종류에 따라 각각 최대 3천톤에서 15천톤까지 시장이 형성되는 셈이다. 23년 62.8만 톤의 전해액 시장에서는 각각 6천톤에서 3.1만 톤 규모의 잠재적인 전해질 첨가제 수요를 예상해 볼 수 있다. 당사가 추정한 동사의 23년 전해질 첨가제 생산 가능 캐파는 약 6,400톤으로 추정되기 때문에 동사의 캐파증설 계획은 제품 경쟁력을 감안 시 무리가 없는 것으로 판단된다.

## 2. 전자소재 및 의약품

**전자소재 부문:** 올해 매출의 25%를 차지할 것으로 예상되는 전자소재 부문은 디스플레이 식각액이나 OLED 발광층 및 공통층 재료 사업, 그리고 반도체 공정용 소재로 구성되어 있다. 19년까지는 동사의 주력 매출 및 수익원으로 Cash Cow 역할을 해왔다. 전자소재 가운데 반도체 소재는 최종 고객사향 독점 품목으로서 지속 성장이 기대되고 있다. 디스플레이 부문에서 LCD 소재는 패널 식각액 첨가제로 디스플레이 경기에 따라 움직이는 반면, OLED 소재의 경우는 레드호스트와 공통층 재료의 OEM, ODM 업체로 최종 OLED 패널 제조사의 공급선 결정에 따라 실적 변동성이 존재한다. 당사 추정 21년 전자소재 부문 매출액은 650억 원으로 전년대비 9% 성장이 예상되고 영업마진은 15%대로 전망하고 있다.

### 전자소재 매출 구성 및 비중

구분	제품	전체 매출 중 비중*	용도
LCD	ATZ, MTZ	14.5%	식각 첨가제
OLED	Red H, 공통층	2.0%	발광 및 공통층 재료
반도체	공정소재	8.3%	하드마스크 공정 소재

참고: \*2021년 연간 추정치

자료: 천보, 삼성증권 추정

**의약품 부문:** 올해 매출의 4% 정도로 차지할 것으로 예상되는 의약품 부문은 의약품 중간체 제품으로 고객사의 ODM 및 OEM 프로젝트 위주로 진행되고 있다. 의미있는 프로젝트가 없는 상황에서 올해 매출은 전년비 21% 줄어든 116억 원을 예상하고 있다.

### 3. 재무구조와 리스크 요인 점검

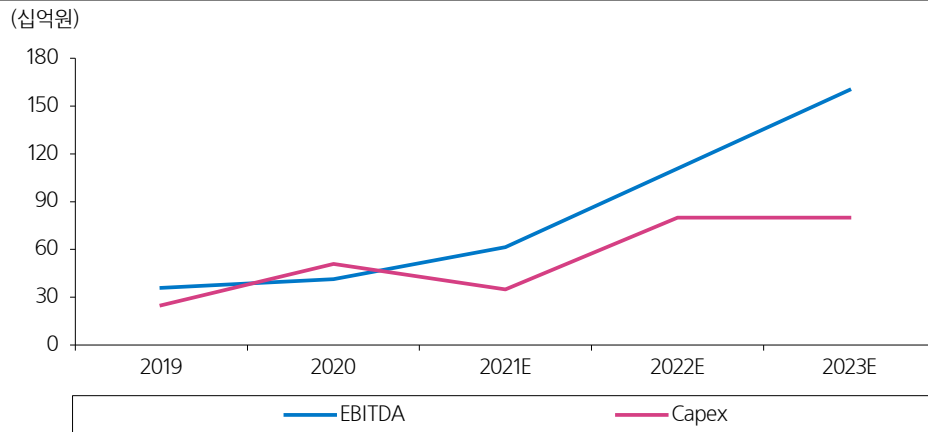
**안정적인 재무구조:** 당사는 그동안 높은 수익성을 바탕으로 단기금융 상품을 포함한 현금성 자산이 590억원에 이르고 있다. 순현금 구조와 높은 Peer 대비 높은 이자 보상 비율로 안정적인 재무구조다. 당사 추정 22년과 23년 예상 EBITDA는 1,000억원이 넘어설 것으로 보이나 향후 공격적 증설을 준비하면서 집행 시점에 따라 단기간 Free Cash Flow가 악화되는 모습이 보일 수 있다.

**대규모 투자에 따른 펀딩 리스크:** 당사는 올해 말 4천 톤 캐파에서 23년까지 추가 8천톤으로 늘리고, 이후 새만금에서 추가 15천톤까지 계획하고 있다. 톤당 26백만원 수준의 투자비를 감안하면 23년까지 추가 8천톤에 총 투자 소요금액은 2천억원 수준이다. 당사는 동사의 연간 투자금액이 영업현금흐름에 다 양의 Free Cash Flow를 유지할 수 있는 정도의 차입 조달을 가정하였다.

**캐파증설 과정에 적절한 Execution 리스크:** 동사의 공격적 증설이 선행투자가 아닌 고객사의 요구에 기반한 것이나 해당 시설들의 완공 시점이나 램프업 속도에 따라서 매출과 손익의 크기가 달라질 수 있다. 따라서 전방 시장의 수요 둔화 요인 발생시 가동률 하락에 따른 손익 부담이 생길 수 있고, 증설 및 램프업 계획이 예상보다 차질이 벌어지게 되면 시장의 성장 전망치도 낮아질 수 있는 리스크가 있다.

**전고체 시장의 상업화 확대 리스크:** 기존의 액상 기반의 전해액 밸류체인에서 고체전해질의 등장은 리스크다. 현재 동사의 제품 포트폴리오상 첨가제의 경우는 액상의 전해액과 섞이게 되기 때문에 **기존 제품을 가지고 고체전해질 시장에서 대응하기는 어렵다.** 다만, 전고체가 상업화에 성공하더라도 시장 진입은 여전히 시간이 걸리는 문제이기 때문에 예측 가능한 기간에 펀더멘털을 훼손시키는 영향은 없을 것으로 판단된다.

#### EBITDA 대 Capex 추정 추이



자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	135	155	262	468	678
매출원가	106	123	211	373	537
매출총이익	29	32	51	95	140
(매출총이익률, %)	21.5	20.8	19.4	20.4	20.7
판매 및 일반관리비	2	2	3	6	9
영업이익	27	30	47	89	132
(영업이익률, %)	20.1	19.4	18.1	19.1	19.4
영업외손익	1	0	0	-1	-2
금융수익	2	1	1	2	3
금융비용	0	1	1	3	4
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-0	-1	0	0	-0
세전이익	28	30	48	89	130
법인세	5	3	5	11	14
(법인세율, %)	17.7	9.7	10.0	12.5	10.7
계속사업이익	23	27	43	77	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	23	27	43	77	116
(순이익률, %)	17.0	17.6	16.3	16.6	17.1
지배주주순이익	23	27	43	77	116
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	36	41	61	111	160
(EBITDA 이익률, %)	26.5	26.6	23.4	23.7	23.6
EPS (지배주주)	2,343	2,734	4,277	7,738	11,597
EPS (연결기준)	2,344	2,737	4,282	7,746	11,609
수정 EPS (원)*	2,343	2,734	4,277	7,738	11,597

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동에서의 현금흐름	23	19	32	27	71
당기순이익	23	27	43	77	116
현금유출입이없는 비용 및 수익	14	15	19	33	44
유형자산 감가상각비	9	11	14	22	28
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	6	4	5	12	16
영업활동 자산부채 변동	-10	-20	-25	-72	-74
투자활동에서의 현금흐름	-102	-13	-68	-143	-144
유형자산 증감	-25	-51	-35	-80	-80
장단기금융자산의 증감	-76	40	-33	-63	-64
기타	-0	-2	-0	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	78	1	76	97	97
차입금의 증가(감소)	-1	14	79	100	100
자본금의 증가(감소)	80	0	0	0	0
배당금	0	-3	-3	-3	-3
기타	-1	-10	0	0	0
현금증감	-1	7	39	-20	22
기초현금	8	7	13	52	32
기말현금	7	13	52	32	54
Gross cash flow	37	43	61	111	160
Free cash flow	-2	-32	-3	-53	-9

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 천보, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	153	140	244	372	546
현금 및 현금등가물	7	13	52	32	54
매출채권	23	32	42	75	109
재고자산	28	36	52	94	136
기타	95	58	97	171	247
비유동자산	82	121	143	203	256
투자자산	3	2	3	5	7
유형자산	77	116	137	195	247
무형자산	1	1	1	1	1
기타	0	1	1	1	1
자산총계	235	261	386	575	802
유동부채	23	20	36	48	61
매입채무	4	4	7	12	18
단기차입금	0	4	14	14	14
기타 유동부채	19	12	15	22	29
비유동부채	1	16	87	189	290
사채 및 장기차입금	0	15	85	185	285
기타 비유동부채	1	1	2	4	5
부채총계	25	36	123	237	351
지배주주지분	211	225	264	338	451
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	87	87	87
이익잉여금	118	142	182	257	370
기타	-0	-10	-11	-11	-11
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	211	225	264	338	451
순부채	-82	-35	-27	31	46

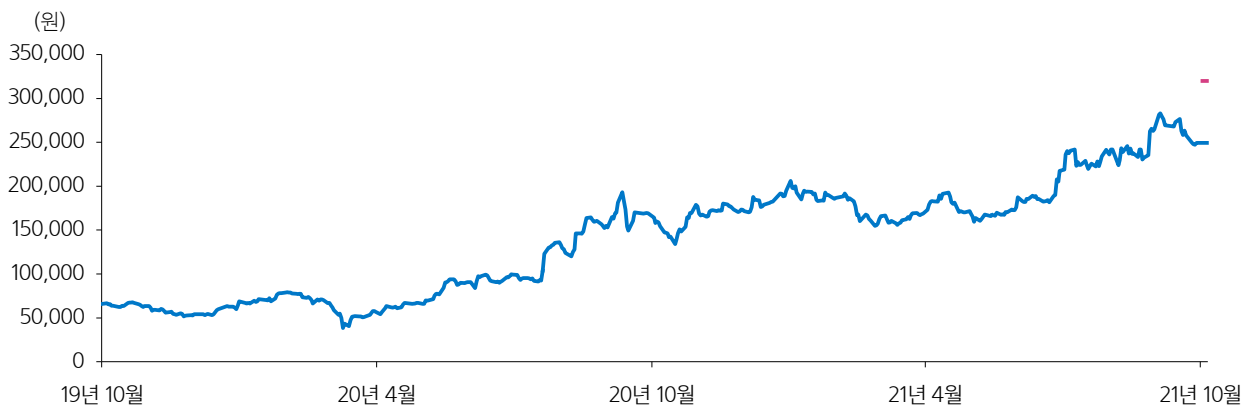
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2019	2020	2021E	2022E	2023E
증감률 (%)					
매출액	12.7	14.9	68.8	78.3	44.8
영업이익	0.6	10.8	57.4	88.0	47.6
순이익	1.8	18.7	56.4	80.9	49.9
수정 EPS**	-17.2	16.7	56.4	80.9	49.9
주당지표					
EPS (지배주주)	2,343	2,734	4,277	7,738	11,597
EPS (연결기준)	2,344	2,737	4,282	7,746	11,609
수정 EPS**	2,343	2,734	4,277	7,738	11,597
BPS	21,060	22,830	26,553	34,046	45,425
DPS (보통주)	300	300	300	300	300
Valuations (배)					
P/E***	26.3	66.7	58.3	32.2	21.5
P/B***	2.9	8.0	9.4	7.3	5.5
EV/EBITDA	14.9	43.3	40.2	22.8	15.9
비율					
ROE (%)	14.5	12.6	17.5	25.7	29.4
ROA (%)	12.5	11.0	13.2	16.1	16.9
ROIC (%)	19.6	17.4	20.4	26.1	27.4
배당성향 (%)	13.0	10.8	7.0	3.8	2.6
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	-39.0	-15.4	-10.1	9.3	10.1
이자보상배율 (배)	61.3	92.4	42.2	33.5	30.0

### Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

### 2년간 목표주가 변경 추이



### 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/10/12
투자의견	BUY
TP (원)	320,000
과리율 (평균)	
과리율 (최대/최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

#### 기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

#### 산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

### 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2021년 9월 30일 기준

매수 (87.1%) | 중립 (12.9%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM