

천보(278280)

전해질 장인

전해질 첨가제 양산 결정

천보는 대표적인 전해질 첨가제 VC(Vinylene Carbonate), FEC(fluoroethylene carbonate)의 양산을 위한 증설 계획을 알렸다. VC와 FEC는 중국 전해질 첨가제 사용량의 절반 이상을 차지하는 대표적인 첨가제다. 첨가제는 전해액에 녹아있어 2차전지 초기 충전 시 음극과 양극 표면에 SEI(Solid Electrolyte Interface; 고체 전해질 계면)층을 형성해 음극과 양극의 손상을 막는 역할을 한다. 양산하는 업체는 소수로, 일본 Mitsubishi Chemical(VC 관련 특허 보유)이 대표적이고 중국 첨가제 전문 기업들과 글로벌 화학회사도 소량 양산 중이다. 현재 전해질의 구성요소인 리튬염, 용매, 첨가제 모두 공급 부족 상태로, 천보가 소량만 판매하던 첨가제의 양산 투자를 결정 한 것이다. 1차 투자는 VC 연 1,500톤, FEC 연 2,500톤으로 총 1,000억원이 소요되고, 23년 3월 준공 예정이다. 2차 투자는 VC 연 2,500톤, FEC 연 3,500톤으로 총 1,000억원이 소요되고 25년 12월 준공 예정이다.

한국에서 첨가제를 대량 공급할 수 있는 유일한 기업

글로벌 전해질 밸류체인과 전지 업체 모두 수요 급증에 따른 공급 부족의 장기화를 예상하고 있어 증설과 공급 계약을 동시에 맺고 있다. 천보의 첨가제 증설은 천보BLS(LiFSI 대규모 투자) 사례와 같이 천보의 생산 제품이 품질, 양산성, 가격 측면 모두에서 우위에 있어 결정된 것이어서 장기 공급 계약 기반의 첨가제 공급이 예상된다. VC는 리튬인산철(LFP) 전지에서 사용량이 삼원계(NCM 등) 전지보다 약 2배 많은 것으로 알려져 있어 중국에서의 수요가 강하고, FEC는 불소 함유 제품으로 국내에서는 불소계 소재를 생산하는 소수의 업체만 양산 가능하다.

목표주가 46만원으로 상향. 전해질 장인이 되다

목표주가를 46만원으로 21% 상향한다. 23년부터 매출이 발생할 첨가제 사업의 성장성을 반영하기 위해 목표주가 산정에 적용한 EPS를 기존 22년에서 22~23년 평균으로 변경했다(목표 PER 60배 유지). 2023년 전해질 첨가제 매출액 추정치는 1,040억원으로 전사 매출액의 17%를 차지하는 핵심 소재가 될 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	266	44	43	4,293	56.6	61	81.1	57.1	12.7	17.5	0.1
2022F	375	71	59	5,857	36.4	96	59.5	37.5	10.6	20.1	0.1
2023F	623	118	96	9,574	63.5	157	36.4	23.8	8.2	26.2	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 460,000원(상향)

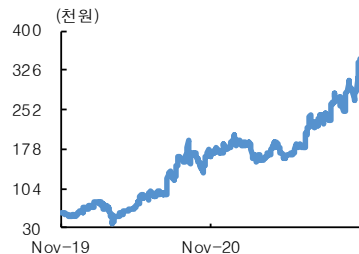
Stock Data

KOSPI(11/17)	2,962
주가(11/17)	348,300
시가총액(십억원)	3,483
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	348,800/155,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	44,754
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.6/10.4
주요주주(%)	이상을 외 14 인 55.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	22.1	117.1	109.9
KOSDAQ 대비(%)	18.0	110.0	87.1

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@koreainvestment.com

2023년 첨가제 매출액 1,000억원 이상 예상

천보는 기존 LiPO2F2, LiDFOP, LiBOB 제품의 증설 계획을 소폭 줄이고(23년 기준 리튬염 전체 생산능력 목표 1.2만톤에서 1.0만톤으로 축소, 표 1 참조) 첨가제(VC, FEC)의 증설을 확정했다. 따라서 22년, 23년 매출액 추정치를 각각 3%, 8% 하향 조정하고 이익 추정치도 소폭 낮춘다(23년 영업이익 1,177억원, 기존 추정대비 5% 하향). 하지만 미래 이익 추정은 더 명확해졌다. VC와 FEC는 대표적인 첨가제로서 2차전지 전해액 생산에 반드시 사용되는 필수적인 소재(LiFSI 등 특수 리튬염은 고객사의 수요량과 채택여부가 불명확한 부분이 있음)이고, 명확한 구매자가 있기 때문이다. VC, FEC의 무게당 가격은 현재 리튬염 대비 절반 수준이지만, 대표적인 리튬염인 LiPF6 가격 상승폭(연초대비 5배 상승)과 유사하게 상승한 상황이다. 즉, **첨가제 가격은 타이트한 수급 지속으로 높게 유지될 것으로 예상된다.** 아직 첨가제 양산 판매를 하는 업체 수도 많지 않아(국내 양산업체는 천보가 유일) 가동률 하락 리스크가 적다는 점도 밸류에이션 프리미엄을 부여할 수 있는 요인이다. 첨가제 공장이 가동되는 23년 첨가제 매출액은 1,040억원으로 추정한다.

〈표 1〉 리튬염과 첨가제 증설 계획(21년 3분기 기준)

(단위: 톤)

구분	21년말 누적	22년 증설	23년 증설	23년말 누적	24~25년 증설	25년말 누적	비고
LiFSI	720	280	5,000	6,000		6,000	26년중 15,000톤 증설
LiPO2F2	2,000	1,000		3,000		3,000	증설 규모 1,000톤 축소
LiDFOP	300		200	500		500	증설 계획 1년 지연
LiBOB	500			500		500	추가 증설 보류
리튬염 총합	3,520	1,280	5,200	10,000	-	10,000	23년말 생산능력 계획 2,000톤 감소
VC			1,500	1,500	2,500	4,000	장기 공급 계약 기반
FEC			2,500	2,500	3,500	6,000	장기 공급 계약 기반
첨가제 총합			4,000	4,000	6,000	10,000	신규 증설 계획
합계	3,520	1,280	9,200	14,000	6,000	20,000	

자료: 한국투자증권

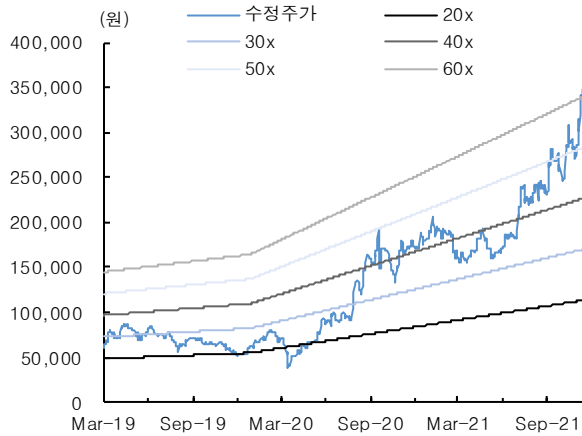
〈표 2〉 실적 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2022F			2023F		
	신규 추정	기존 추정	차이(%)	신규 추정	기존 추정	차이(%)
매출액	375.3	385.6	(2.7)	622.5	676.4	(8.0)
영업이익	70.6	71.9	(1.8)	117.7	124.0	(5.1)
영업이익률	18.8	18.6	0.2%p	18.9	18.3	0.6%p
순이익	58.9	59.9	(1.7)	96.3	98.0	(1.8)
순이익률	15.7	15.5	0.2%p	15.5	14.5	1.0%p

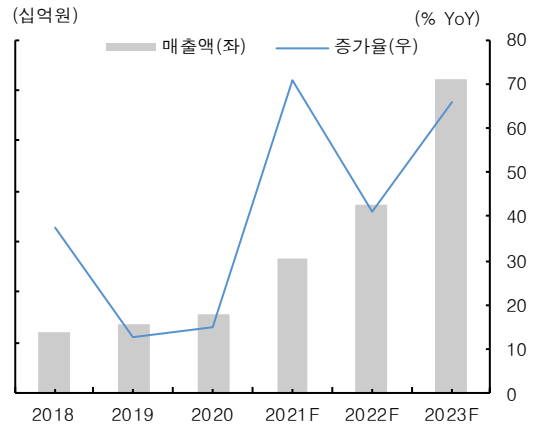
자료: 한국투자증권

[그림 1] 천보 12MF PER band



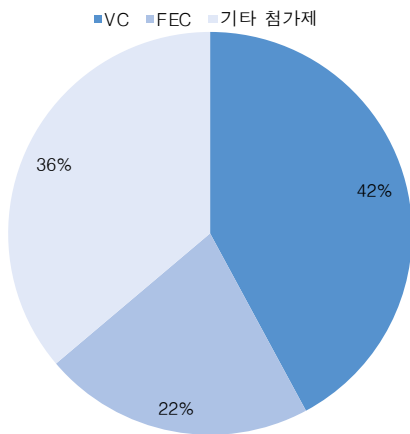
자료: 한국투자증권

[그림 2] 연간 매출액 전망



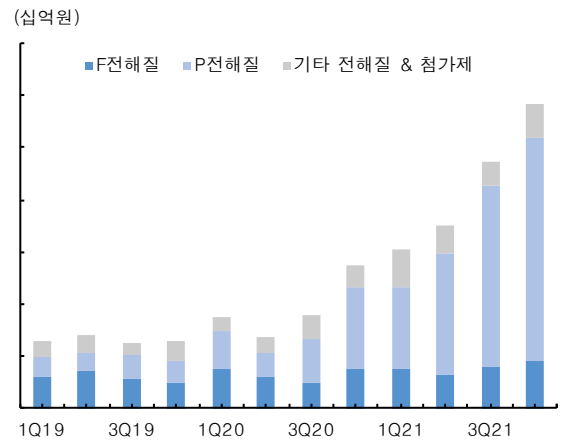
자료: 한국투자증권

[그림 3] 중국 첨가제 시장 점유율



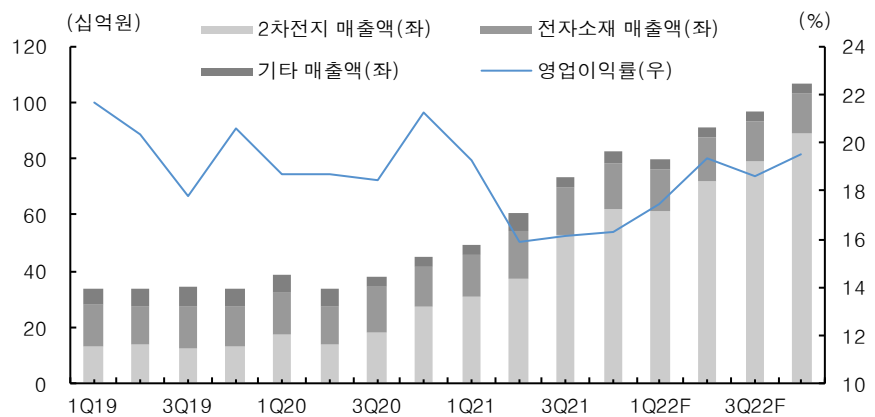
자료: EVTank, 한국투자증권

[그림 4] 2차전지용 제품별 매출액 추이



자료: 한국투자증권

[그림 5] 부문별 매출액 및 영업이익률 전망



자료: 한국투자증권

<표 3> 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	49.1	60.4	73.8	82.4	80.0	91.1	97.1	107.1	120.1	135.3	155.5	265.8	375.3	622.5
2차전지	30.5	37.4	53.0	62.0	61.4	72.3	79.2	88.9	30.7	52.5	76.0	182.9	301.7	547.6
전자소재	15.0	16.6	16.8	16.3	15.0	15.2	14.3	14.6	73.8	57.5	59.5	64.7	59.1	60.5
기타	3.6	6.4	4.1	4.1	3.6	3.6	3.6	3.6	15.6	25.3	19.9	18.1	14.4	14.4
매출총이익	10.2	10.8	13.0	14.5	15.2	18.9	19.5	22.3	29.2	29.1	32.3	48.5	75.8	124.5
<i>매출총이익률</i>	<i>20.8</i>	<i>17.8</i>	<i>17.6</i>	<i>17.6</i>	<i>19.0</i>	<i>20.7</i>	<i>20.1</i>	<i>20.8</i>	<i>24.3</i>	<i>21.5</i>	<i>20.8</i>	<i>18.3</i>	<i>20.2</i>	<i>20.0</i>
판매비와관리비	0.8	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4	2.1	1.9	2.2	4.1	5.2	6.8
<i>판매비율</i>	<i>1.5</i>	<i>1.9</i>	<i>1.5</i>	<i>1.3</i>	<i>1.5</i>	<i>1.3</i>	<i>1.4</i>	<i>1.3</i>	<i>1.8</i>	<i>1.4</i>	<i>1.4</i>	<i>1.5</i>	<i>1.4</i>	<i>1.1</i>
영업이익	9.5	9.6	11.9	13.4	14.0	17.7	18.1	20.9	27.0	27.2	30.1	44.4	70.6	117.7
<i>영업이익률</i>	<i>19.3</i>	<i>15.9</i>	<i>16.1</i>	<i>16.3</i>	<i>17.5</i>	<i>19.4</i>	<i>18.6</i>	<i>19.5</i>	<i>22.5</i>	<i>20.1</i>	<i>19.4</i>	<i>16.7</i>	<i>18.8</i>	<i>18.9</i>
세전이익	11.2	9.8	14.9	13.4	14.3	18.0	18.5	21.2	26.7	28.0	30.3	49.3	72.0	118.1
<i>세전이익률</i>	<i>22.9</i>	<i>16.1</i>	<i>20.2</i>	<i>16.3</i>	<i>17.9</i>	<i>19.8</i>	<i>19.0</i>	<i>19.8</i>	<i>22.3</i>	<i>20.7</i>	<i>19.5</i>	<i>18.6</i>	<i>19.2</i>	<i>19.0</i>
순이익	9.8	8.5	13.0	11.5	12.2	15.0	14.8	17.0	22.6	23.1	27.4	42.9	58.9	96.3
<i>순이익률</i>	<i>19.9</i>	<i>14.1</i>	<i>17.6</i>	<i>14.0</i>	<i>15.2</i>	<i>16.4</i>	<i>15.2</i>	<i>15.9</i>	<i>18.9</i>	<i>17.0</i>	<i>17.6</i>	<i>16.1</i>	<i>15.7</i>	<i>15.5</i>

자료: 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	181	300	339
현금성자산	7	13	32	45	31
매출채권및기타채권	25	33	58	83	125
재고자산	28	36	61	86	131
비유동자산	82	121	158	297	453
투자자산	3	2	3	4	7
유형자산	77	116	151	288	438
무형자산	1	1	2	3	5
자산총계	235	261	339	597	792
유동부채	23	20	50	50	68
매입채무및기타채무	8	7	13	23	37
단기차입금및단기사채	12	10	20	25	25
유동성장기부채	0	1	1	1	1
비유동부채	1	16	24	227	311
사채	0	0	0	150	150
장기차입금및금융부채	0	15	22	74	156
부채총계	25	36	75	277	378
지배주주지분	211	225	264	320	413
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	87	87	87
기타자본	(0)	(10)	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	118	142	182	238	331
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	211	225	264	320	414

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동현금흐름	23	19	27	30	69
당기순이익	23	27	43	59	96
유형자산감가상각비	9	11	16	25	39
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(10)	(20)	(33)	(55)	(67)
기타	1	1	1	1	1
투자활동현금흐름	(102)	(13)	(22)	(221)	(162)
유형자산투자	(25)	(51)	(51)	(162)	(189)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(77)	38	(1)	(1)	(3)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(2)
기타	0	0	31	(57)	32
재무활동현금흐름	78	1	14	204	79
자본의증가	78	0	0	0	0
차입금의순증	1	(7)	17	207	82
배당금지급	0	(3)	(3)	(3)	(3)
기타	(1)	11	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(1)	0	0	0
현금의증가	(1)	7	18	13	(14)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

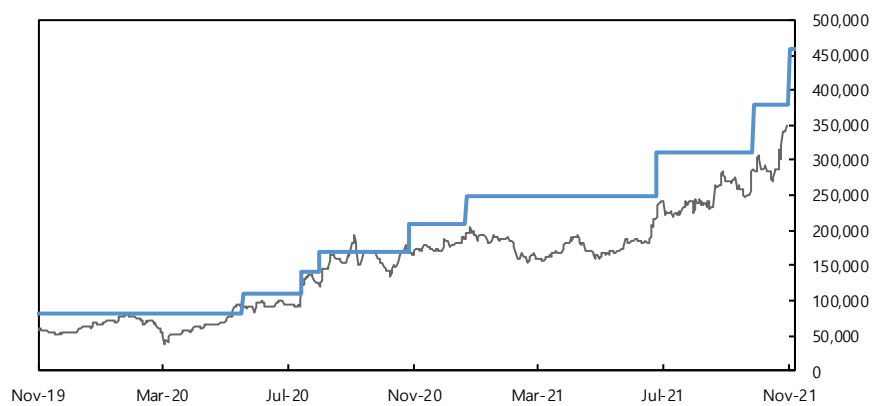
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	135	155	266	375	623
매출원가	106	123	217	299	498
매출총이익	29	32	49	76	124
판매관리비	2	2	4	5	7
영업이익	27	30	44	71	118
금융수익	2	1	3	3	3
이자수익	2	1	1	1	1
금융비용	0	1	1	2	3
이자비용	0	0	1	3	5
기타영업외손익	(0)	(1)	2	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	30	49	72	118
법인세비용	5	3	6	13	22
연결당기순이익	23	27	43	59	96
지배주주지분순이익	23	27	43	59	96
기타포괄이익	0	(1)	0	0	0
총포괄이익	23	27	43	59	96
지배주주지분포괄이익	23	27	43	59	96
EBITDA	36	41	61	96	157

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,348	2,742	4,293	5,857	9,574
BPS	21,060	23,414	27,398	32,982	42,302
DPS	300	300	300	300	300
성장성(% YoY)					
매출증가율	12.7	14.9	70.9	41.2	65.9
영업이익증가율	0.6	10.8	47.4	59.0	66.7
순이익증가율	1.8	18.7	56.6	37.4	63.5
EPS증가율	(20.6)	16.8	56.6	36.4	63.5
EBITDA증가율	2.4	15.1	47.0	58.1	63.3
수익성(%)					
영업이익률	20.1	19.4	16.7	18.8	18.9
순이익률	17.0	17.6	16.1	15.7	15.4
EBITDA Margin	26.5	26.6	22.9	25.6	25.2
ROA	12.5	11.0	14.3	12.6	13.9
ROE	14.5	12.6	17.5	20.1	26.2
배당수익률	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
배당성향	13.0	10.8	7.0	5.1	3.1
안정성					
순차입금(십억원)	(82)	(37)	(7)	130	258
차입금/자본총계비율(%)	5.7	11.6	16.3	78.1	80.3
Valuation(X)					
PER	26.2	66.5	81.1	59.5	36.4
PBR	2.9	7.8	12.7	10.6	8.2
EV/EBITDA	14.9	43.0	57.1	37.5	23.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
천보 (278280)	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	-21.0	-8.2
	2021.10.14	매수	380,000원	-21.1	-8.2
	2021.11.18	매수	460,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2021년 11월 18일 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 추가등락 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
89.5%	10.5%	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 리포트써 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.