

SK COMPANY Analysis



Analyst

윤혁진

hgyoon2019@sksec.co.kr

02-3773-9025

Company Data

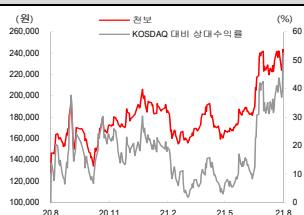
자본금	51 억원
발행주식수	1,000 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	23,890 억원
주요주주	
이상율(와16)	56.92%

외국인지분률	7.20%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(21/08/22)	238,900 원
KOSDAQ	967.9 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	243,400 원
52주 최저가	134,200 원
60일 평균 거래대금	354 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.1%	15.5%
6개월	28.2%	27.9%
12개월	86.8%	52.7%

천보 (278280/KQ | 매수(유지) | T.P 340,000 원(상향))

2 중 수혜로 높아지는 성장 가시성

- 천보의 연간 전해질 생산능력은 2020 년 2,560 톤, 2021 년 4,000 톤, 2022 년 8,000 톤, 2023 년 12,000 톤, 2026 년 27,000 톤 이상으로 급증 전망
- 리튬염(LiPF₆) 가격 상승은 LiFSI로의 대체 가속화 시켜 천보 성장성 더 높아질 것
- 전기차 판매량 증가와 천보 전해질 사용량 증가의 2 중 수혜로 높은 성장성 예상
- 양호한 재무구조를 바탕으로 주주가치 희석 최소화하며 성장 가능

2020년대비 2026년 생산능력은 10 배 이상 증가 전망. 매출액은?

천보의 EV 배터리용 전해질 연간 생산능력은 2019 년 660 톤, 2020 년 2,560 톤에서 2021 년 4,000 톤, 2022 년 8,000 톤, 2023 년 12,000 톤, 2026 년 27,000 톤으로 급증할 것으로 전망된다. 증가된 생산능력에 따라 전해질 매출액은 2021 년의 1,744 억원에서 2023 년 4,470 억원으로 급증할 것으로 전망하며, 전사 매출액도 2021 년 2,539 억원에서 2023년에는 2 배 이상 증가한 5,343 억원으로 전망한다.

2020 년말부터 급등하고 있는 LiPF₆(육불화인산리튬) 전해질 가격은 천보 전해질의 채택률을 높여 줄 것으로 예상된다. LiPF₆ 가격은 2018 년 중반부터 2020 년말까지 kg 당 2 만원 이하에서 거래됐지만, 올해 들어 가격이 급등하면서 7 만원대까지 상승한 상황이다. 천보 전해질 가격(P, D, B 전해질 첨가제)이 8~9 만원/kg 수준이기 때문에 고객사들의 천보 전해질 첨가 비율 상승에 긍정적으로 작용할 전망이다. 또한 천보 BLS(6 월말 설립, 지분율 100%)에서 2024 년부터 생산 예정인 LiFSI 는 지금보다 원가가 크게 낮을 것으로 기대하고 있어 장기적으로 LiPF₆ 를 대체하는 그림도 가능할 전망이다.

많은 변수가 존재하지만, 천보 BLS 의 LiFSI 공장까지 돌아가는 2026 년 매출액 전망치는 9,000 억원으로 천보는 전기차 시장 성장과 천보 전해질 첨가 비중 상승의 2 중 수혜를 볼 것으로 전망한다. 또한 성장성 높은 2 차전지 밸류체인 기업들 중에서도 천보의 가장 큰 장점은 부채비율 18%의 높은 재무 건전성으로 주주가치 희석이 최소화되면서 성장이 가능할 전망이다. 높은 성장성(2022 년, 2023 년 EPS 성장률 46%)을 반영하여, 밸류에이션 방법을 PEG(Price Earnings to Growth ratio) 1 배로 변경(에코프로비엠과 동일)해 목표주가를 기존 21 만원에서 34 만원으로 상향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	1,201	1,353	1,555	2,539	3,690	5,343
yoy	%	37.3	12.7	14.9	63.3	45.4	44.8
영업이익	억원	270	272	301	466	698	1,021
yoy	%	49.9	0.6	10.8	54.6	49.8	46.2
EBITDA	억원	351	359	413	739	797	1,101
세전이익	억원	267	280	303	480	707	1,029
순이익(지배주주)	억원	226	230	273	414	604	881
영업이익률%	%	22.5	20.1	19.4	18.4	18.9	19.1
EBITDA%	%	29.2	26.5	26.6	29.1	21.6	20.6
순이익률	%	18.9	17.0	17.6	16.5	16.5	16.6
EPS(계속사업)	원	2,829	2,344	2,734	4,139	6,041	8,809
PER	배	0.0	26.3	66.7	57.7	39.5	27.1
PBR	배	0.0	2.9	8.1	9.1	7.4	5.8
EV/EBITDA	배	0.0	14.9	43.3	32.3	30.0	21.5
ROE	%	24.5	14.5	12.6	17.0	20.6	23.9
순차입금	억원	-60	-822	-369	-106	-39	-329
부채비율	%	25.2	11.7	16.1	18.3	17.5	16.1

천보 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	385	337	383	451	491	604	665	778	1,353	1,555	2,539	3,691	5,343
전자소재	151	138	163	143	150	166	158	143	575	595	618	649	680
2차전지 소재	173	136	178	273	305	374	464	600	525	760	1,744	2,867	4,470
의약품등	47	42	36	24	29	30	36	25	204	149	120	123	132
영업이익	72	63	71	95	95	100	123	148	272	301	466	698	1,021
영업이익률	18.7%	18.7%	18.5%	21.2%	19.3%	16.6%	18.5%	19.0%	20.1%	19.4%	18.4%	18.9%	19.1%
매출액 중 EV항 비중	45%	40%	46%	61%	62%	62%	70%	77%	39%	49%	69%	78%	84%

자료: 천보, SK 증권

천보 실적 추정 변경

(단위: 억원 %)

구분	2021E			2022E		
	기존	변경 후	차이	기존	변경 후	차이
매출액	2,307	2,539	10%	3,480	3,691	6%
전자소재	633	618	-2%	660	649	-2%
2차전지 소재	1,440	1,744	21%	2,646	2,867	8%
의약품등	176	120	-32%	124	123	-1%
영업이익	438	466	6%	797	698	-12%
OPM	19.0%	18.4%		22.9%	18.9%	

자료: 천보, SK 증권

천보 목표주가 변경

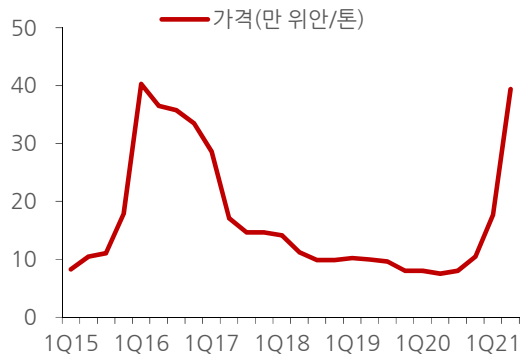
(단위: 원 배)

	기존 목표주가 (2022년 EPS에 PER 30x)		신규 목표주가 (22, 23년 EPS, Growth에 PEG 1x)	
	2022E		2022E	2023E
EPS (원)	6,839		6,041	8,809
PER (배)	30		EPS Growth	46.0%
목표주가	21만원		PEG 1X	34만원

자료: 천보, SK 증권

LiPF6 가격 추이

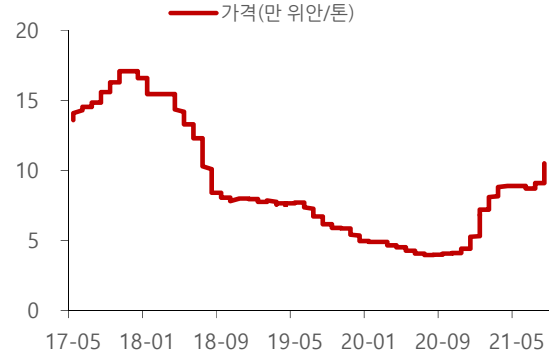
(단위: 만 위안)



자료: 전지망, SK 증권

Li2CO3 가격 추이

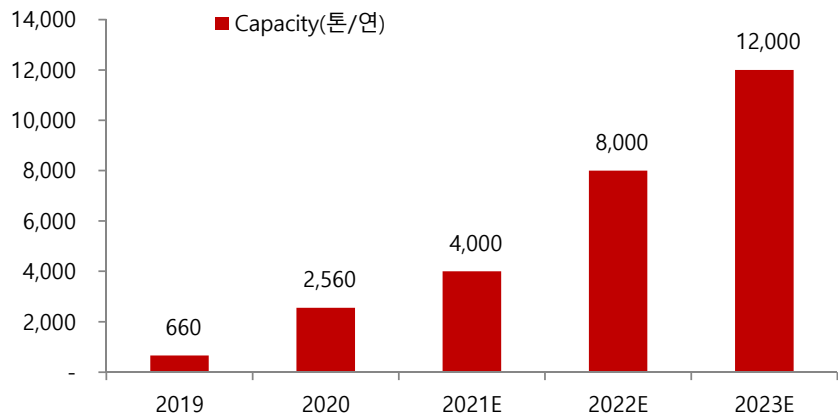
(단위: 만 위안)



자료: bloomberg, SK 증권

천보 2차전지 전해질 Total Capacity 추이 및 전망

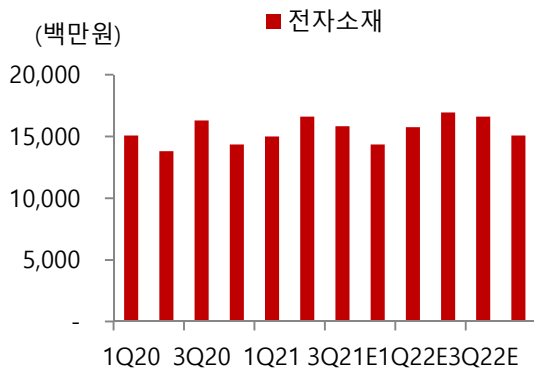
(단위: 톤/연)



자료: 천보, SK 증권

천보 전자소재 매출 추이

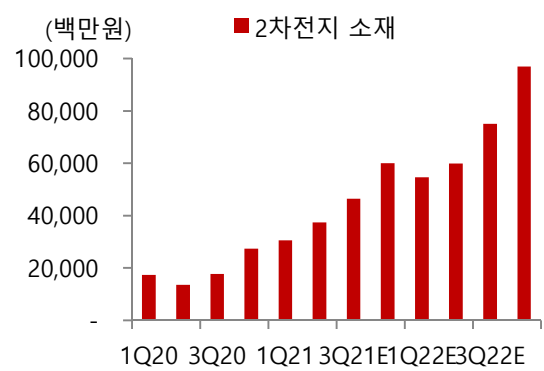
(단위: 백만원)



자료: 천보, SK 증권

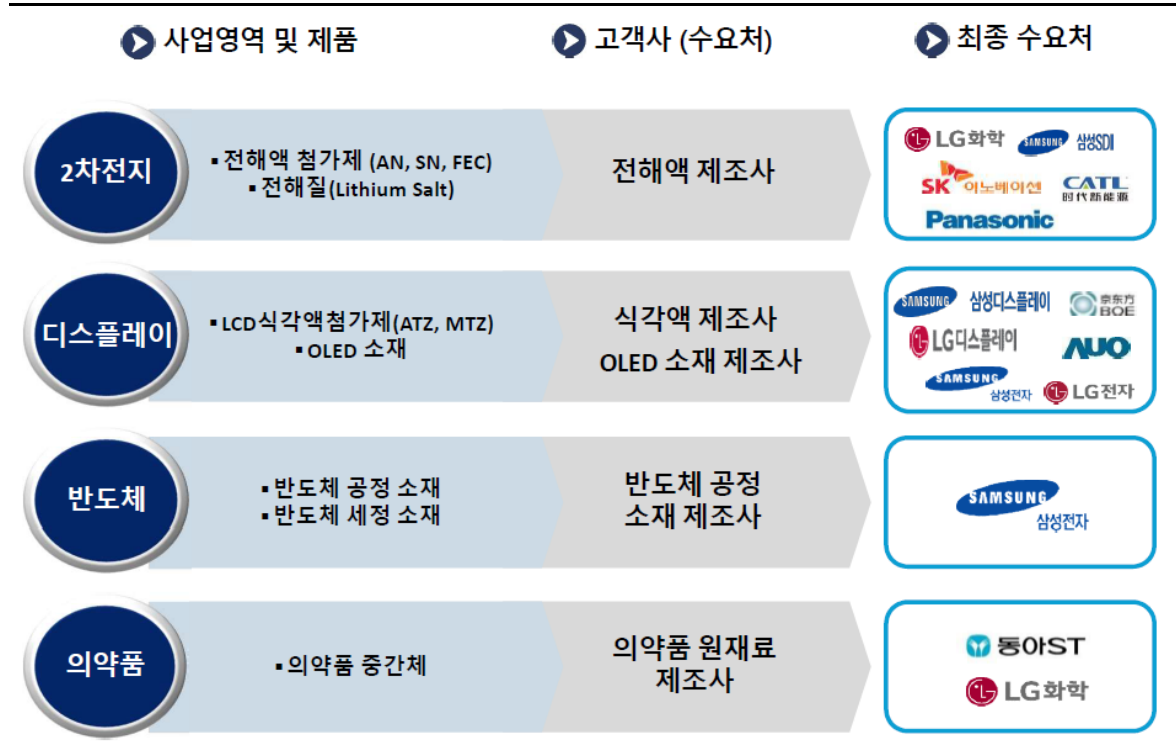
천보 2차전지 소재 매출 추이

(단위: 백만원)



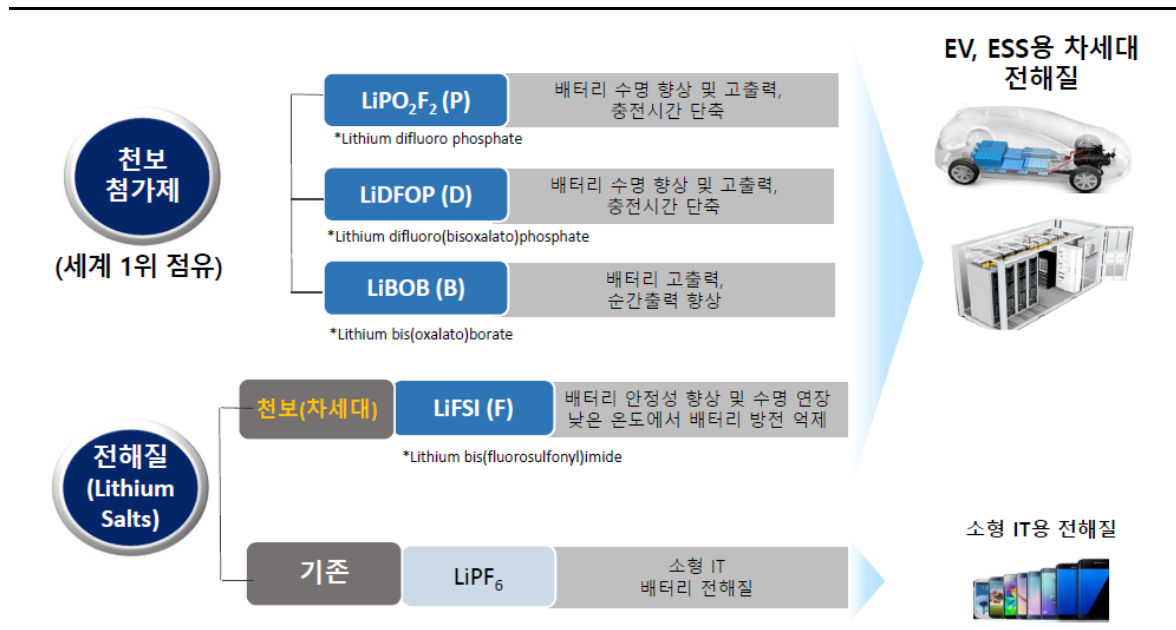
자료: 천보, SK 증권

천보 산업내 포지셔닝



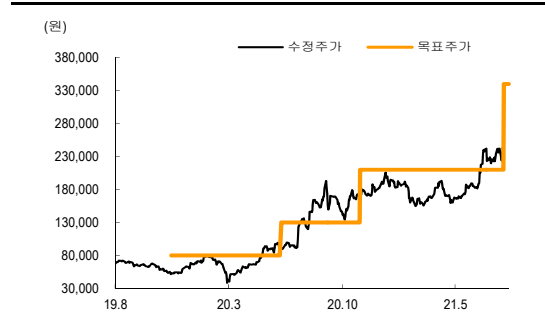
자료: 천보, SK 증권

천보 전해질



자료: 천보, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.08.22	매수	340,000원	6개월		
2020.11.24	매수	210,000원	6개월	-11.35%	15.90%
2020.07.31	매수	130,000원	6개월	8.26%	48.46%
2020.06.29	매수	130,000원	6개월	-27.13%	-20.00%
2020.05.21	매수	80,000원	6개월	-13.96%	24.13%
2020.01.02	매수	80,000원	6개월	-20.65%	-1.00%
2019.12.05	매수	80,000원	6개월	-31.53%	-23.00%



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 8 월 22 일 기준)

매수	88.19%	중립	11.81%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,532	1,401	1,598	2,085	3,133
현금및현금성자산	70	135	116	75	365
매출채권및기타채권	243	326	436	633	917
재고자산	283	359	587	853	1,235
비유동자산	820	1,206	1,595	1,802	1,736
장기금융자산	24	12	70	70	70
유형자산	773	1,159	224	425	345
무형자산	11	12	11	12	13
자산총계	2,352	2,607	3,193	3,887	4,869
유동부채	234	198	193	260	357
단기금융부채	119	108	45	45	45
매입채무 및 기타채무	66	60	97	142	205
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	13	163	301	319	320
장기금융부채	1	152	282	307	307
장기매입채무 및 기타채무	5	6	6	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	246	362	494	580	677
지배주주지분	2,106	2,245	2,630	3,238	4,123
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	873	873	873	873	873
기타자본구성요소	0	-96	-96	-96	-96
자기주식	0	-96	-96	-96	-96
이익잉여금	1,182	1,424	1,809	2,413	3,294
비지배주주지분	0	0	69	69	70
자본총계	2,106	2,246	2,699	3,307	4,192
부채외자본총계	2,352	2,607	3,193	3,887	4,869

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	223	186	307	235	292
당기순이익(손실)	231	274	418	608	885
비현금성항목등	144	154	323	189	217
유형자산감가상각비	87	112	272	99	80
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	16	9	-6	-6	-6
운전자본감소(증가)	-95	-198	-372	-463	-665
매출채권및기타채권의 감소(증가)	6	-174	-173	-198	-284
재고자산감소(증가)	-28	-71	-227	-266	-382
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	71	64	44	63
기타	-55	-24	-36	-44	-63
법인세납부	-57	-43	-61	-99	-144
투자활동현금흐름	-1,012	-120	-460	-296	4
금융자산감소(증가)	-759	384	129	0	0
유형자산감소(증가)	-251	-509	-600	-300	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	-1	6	13	6	5
재무활동현금흐름	778	5	128	19	-6
단기금융부채증가(감소)	-20	200	-40	0	0
장기금융부채증가(감소)	15	-68	130	25	0
자본의증가(감소)	783	-96	42	0	0
배당금의 지급	0	-30	0	0	0
기타	0	-1	-4	-6	-6
현금의 증가(감소)	-12	65	-18	-42	290
기초현금	82	70	135	116	75
기말현금	70	135	116	75	365
FCF	-14	-333	-260	-65	292

자료 : 전보, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,353	1,555	2,539	3,690	5,343
매출원가	1,062	1,232	2,038	2,941	4,248
매출총이익	291	323	501	749	1,095
매출총이익률 (%)	21.5	20.8	19.7	20.3	20.5
판매비와관리비	19	22	35	51	74
영업이익	272	301	466	698	1,021
영업이익률 (%)	20.1	19.4	18.4	18.9	19.1
비영업손익	8	2	15	9	8
순금융비용	-12	-7	-4	0	1
외환관련손익	-1	-7	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	280	303	480	707	1,029
세전계속사업이익률 (%)	20.7	19.5	18.9	19.2	19.3
계속사업법인세	50	30	63	99	144
계속사업이익	231	274	418	608	885
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	231	274	418	608	885
순이익률 (%)	17.0	17.6	16.5	16.5	16.6
지배주주	230	273	414	604	881
지배주주귀속 순이익률(%)	17.03	17.59	16.3	16.37	16.49
비지배주주	0	0	4	4	4
총포괄이익	234	266	418	608	885
지배주주	234	265	418	608	885
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	359	413	739	797	1,101

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	12.7	14.9	63.3	45.4	44.8
영업이익	0.6	10.8	54.6	49.8	46.2
세전계속사업이익	4.7	8.3	58.4	47.2	45.5
EBITDA	2.4	15.1	78.7	7.9	38.2
EPS(계속사업)	-17.1	16.6	51.4	46.0	45.8
수익성 (%)					
ROE	14.5	12.6	17.0	20.6	23.9
ROA	12.5	11.0	14.4	17.2	20.2
EBITDA마진	26.5	26.6	29.1	21.6	20.6
안정성 (%)					
유동비율	656.2	706.1	827.3	801.0	878.6
부채비율	11.7	16.1	18.3	17.5	16.1
순차입금/자기자본	-39.0	-16.4	-3.9	-1.2	-7.9
EBITDA/이자비용(배)	81.0	126.8	165.5	141.8	182.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,344	2,734	4,139	6,041	8,809
BPS	21,060	22,452	26,297	32,377	41,225
CFPS	3,230	3,854	6,866	7,033	9,615
주당 현금배당금	300	300	0	0	0
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	36.8	70.6	58.8	40.3	27.6
PER(최저)	20.2	14.0	37.5	25.7	17.6
PBR(최고)	4.1	8.6	9.3	7.5	5.9
PBR(최저)	2.3	1.7	5.9	4.8	3.8
PCR	19.1	47.3	34.8	34.0	24.9
EV/EBITDA(최고)	21.8	45.8	32.9	30.6	21.9
EV/EBITDA(최저)	10.7	8.4	21.0	19.5	13.9