

# 천보 (278280)

## 핵심 제품의 시장 침투율 상승+시장 점유율 상승

### 4분기 2차전지 소재 성장 지속

3분기 실적은 매출 YoY +18%, 영업이익 YoY +15% 증가하며 성장세 이어갔다. 2차전지 소재 부문 매출이 YoY +51% 증가하며 실적 성장 견인했다. 신규 CAPA 고정비 반영 시작된 가운데 초기 가동률이 완만한 속도로 상승하면서 영업이익률은 소폭 하락했다(3분기 부문 OPM 17%, 평균 20% 수준). 4분기에도 2차전지 부문 매출이 YoY +51%, QoQ +10% 증가하며 전사 외형 성장 및 수익성 개선 견인할 전망이다.

### 배터리 시장 성장을 상회하는 매출 성장 전망

2021년 실적은 매출 2,497억원(YoY +66%), 영업이익 461억원(YoY +50%), 지배순이익 368억원(YoY +63%)으로 가파른 성장이 전망된다. 2차전지 소재 매출 비중은 2019년 39%, 2020년 45%, 2021년 66%, 2022년 77%로 상승할 전망이다. 하나금융투자는 2025년 글로벌 전기차 판매 920만대 및 배터리 소요량 656GWh를 전망하며, 이에 따라 향후 5년간 배터리 출하량은 5.6배 확대될 전망이다. 상기 가정 하에서 2023년까지 배터리 소요량은 약 2.5배 증가 전망되는데, 천보 2차전지 소재 CAPA는 2023년까지 약 4배 증가(2020년 1,840톤, 2021년 4,000톤, 2022년 8,000톤, 2023년 12,000톤) 전망된다. 주력 제품인 리튬염 및 전해액 첨가제의 배터리 시장 내 침투율 상승과 함께 자체적인 시장점유율 상승 효과 맞물리며 천보 매출 성장률은 전체 시장 성장률을 상회할 전망이다.

### 핵심 제품의 시장 침투율 상승 + 시장 점유율 상승

목표주가 210,000원을 유지한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS에 향후 2년간 EPS 증가율 평균 값을 30% 할증하여 산출하였다. 셀 메이커들의 에너지 밀도 개선에 따른 'F 리튬염 전해질' 채택률 상승, 일본 업체들이 독점하던 전해액 첨가제 시장에서의 천보 점유율 상승 추세 감안, 천보의 이익 성장률은 배터리 시장 성장률을 상회할 것으로 전망한다. 이에 따라 타 소재 업체 대비 밸류에이션 프리미엄 부여 가능하다고 판단한다. Free Cash Flow 역시 2020년 -196억원, 2021년 185억원, 2022년 259억원으로 개선될 전망이다.

### 기업분석(Report)

**BUY**

| TP(12M): 210,000원 | CP(11월26일): 172,400원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	874.53
52주 최고/최저(원)	193,000/38,400
시가총액(십억원)	1,724.0
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	10,000.0
60일 평균 거래량(천주)	259,430.9
60일 평균 거래대금(십억원)	43.3
20년 배당금(예상, 원)	300
20년 배당수익률(예상, %)	0.18
외국인지분율(%)	4.58
주요주주 지분율(%)	
이상률 외 16 인	56.98

추가상승률	1M	6M	12M
절대	28.5	90.5	201.4
상대	14.3	58.8	124.6

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	154.1	253.9
영업이익(십억원)	29.3	52.1
순이익(십억원)	24.6	41.8
EPS(원)	2,468	4,226
BPS(원)	23,292	27,502

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	120.1	135.3	152.5	249.7	382.1
영업이익	십억원	27.0	27.2	30.7	46.1	73.5
세전이익	십억원	26.7	28.0	33.4	46.2	73.4
순이익	십억원	22.6	23.0	28.4	36.8	58.5
EPS	원	2,829	2,343	2,844	3,682	5,851
증감율	%	52.67	(17.18)	21.38	29.47	58.91
PER	배	0.00	26.29	60.55	46.77	29.43
PBR	배	0.00	2.92	7.30	6.52	5.39
EV/EBITDA	배	(0.17)	14.87	41.41	25.89	17.10
ROE	%	24.53	14.49	12.73	15.02	20.74
BPS	원	13,450	21,060	23,604	26,399	31,956
DPS	원	0	300	300	300	300



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

**사업 부문 요약**

**2차전지 소재** : 전해액 구성 요소 3가지(리튬염, 촉매제, 용매) 중 리튬염과 촉매를 생산 중이다. 일반적인리튬염(LiPF6, 육불화인산리튬)과 용매만으로 전해액 생산 가능하나 이온 전도도 향상 및 저온 출력 개선, 배터리 수명 향상 위해 천보의 F 계열 리튬염을 혼합하거나 추가적인 첨가제를 사용하는 비중이 상승하고 있다.

- 1) F계열 소재(LiFSI) : 향후 성장 동력으로써, 개발 및 양산에 장기간 소요, 현재 천보 및 중국 1개 업체 생산 중, 에너지 밀도 개선 수요로 인해 전방 수요 증가 추세
- 2) P계열 소재(LiPO2F2) : 가장 범용적인 제품. 견조한 성장 지속
- 3) D계열 소재(LiDFOP) : 일본 독점 시장 진입하며 2020년부터 매출 본격화
- 4) 첨가제 : 에너지 밀도 개선 위한 수요 증가 지속

**전자 소재** : 웨이퍼, 패널 제조용 소재

- 5) Display : LCD 식각액 첨가제(솔브레인, 동진세미캠 등에 공급), OLED Red Host 및 공통층 중간체 생산(LG화학, 다우케미칼 등에 공급)
- 6) 반도체 : 포토레지스트 하부에 적용되는 막질인 SOH(Spin on Hardmasks) 중간체 생산, 반도체 공정 미세화 수혜.

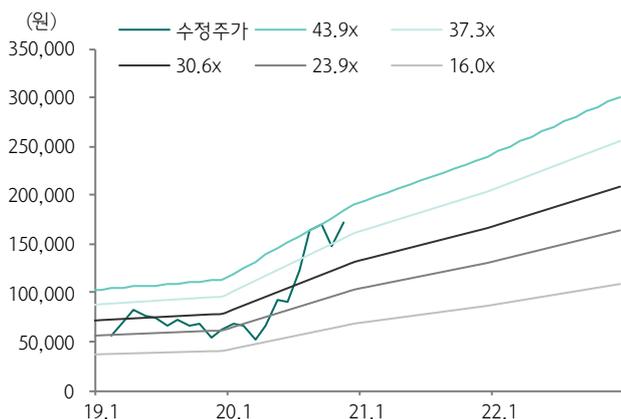
표 1. 천보 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>38.5</b>	<b>33.7</b>	<b>38.3</b>	<b>39.8</b>	<b>58.2</b>	<b>58.5</b>	<b>63.4</b>	<b>69.5</b>	<b>135.3</b>	<b>150.2</b>	<b>249.7</b>	<b>382.1</b>
2차전지 소재	17.3	13.6	17.8	19.5	36.1	38.2	41.0	48.5	52.5	68.3	163.8	293.2
전자소재	15.1	13.8	16.3	14.1	16.0	14.4	16.6	15.2	57.6	59.3	62.3	65.4
기타	6.1	6.3	4.2	6.1	6.1	5.9	5.8	5.8	25.2	22.6	23.6	23.5
<b>영업이익</b>	<b>7.2</b>	<b>6.3</b>	<b>7.1</b>	<b>6.8</b>	<b>10.5</b>	<b>10.7</b>	<b>11.9</b>	<b>13.0</b>	<b>27.2</b>	<b>27.3</b>	<b>46.1</b>	<b>73.5</b>
영업이익률	18.7%	18.7%	18.5%	17.1%	18.0%	18.3%	18.7%	18.7%	20.1%	18.2%	18.4%	19.2%
<b>지배순이익</b>	<b>6.3</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>8.4</b>	<b>8.5</b>	<b>9.5</b>	<b>10.5</b>	<b>23.1</b>	<b>22.5</b>	<b>36.8</b>	<b>58.5</b>
순이익률	16.3%	14.8%	14.7%	14.2%	14.4%	14.5%	15.0%	15.1%	17.0%	15.0%	14.7%	15.3%
<b>YoY</b>												
매출액	15%	1%	11%	18%	51%	74%	66%	75%	13%	11%	66%	53%
2차전지 소재	34%	-3%	41%	51%	108%	180%	131%	148%	69%	30%	140%	79%
전자소재	1%	4%	9%	-2%	6%	5%	2%	8%	-19%	3%	5%	5%
기타	8%	2%	-41%	-4%	0%	-6%	39%	-5%	40%	-10%	4%	0%
영업이익	-2%	-7%	15%	-2%	46%	70%	68%	92%	1%	0%	69%	59%
지배순이익	0%	-17%	16%	-5%	33%	71%	69%	85%	2%	-2%	63%	59%

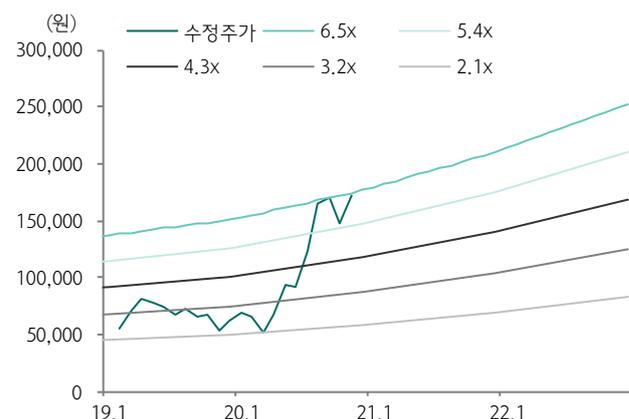
자료: 하나금융투자

그림 1. 천보 12M Fwd PER 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 천보 12M Fwd PBR 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>120.1</b>	<b>135.3</b>	<b>152.5</b>	<b>249.7</b>	<b>382.1</b>
매출원가	90.9	106.2	119.7	199.3	305.0
매출총이익	29.2	29.1	32.8	50.4	77.1
판매비	2.1	1.9	2.1	4.3	3.7
<b>영업이익</b>	<b>27.0</b>	<b>27.2</b>	<b>30.7</b>	<b>46.1</b>	<b>73.5</b>
금융손익	(0.5)	1.2	2.7	0.1	(0.1)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	(0.4)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>26.7</b>	<b>28.0</b>	<b>33.4</b>	<b>46.2</b>	<b>73.4</b>
법인세	4.1	5.0	4.9	9.4	14.8
계속사업이익	22.6	23.1	28.4	36.8	58.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>22.6</b>	<b>23.1</b>	<b>28.4</b>	<b>36.8</b>	<b>58.6</b>
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>22.6</b>	<b>23.0</b>	<b>28.4</b>	<b>36.8</b>	<b>58.5</b>
지배주주지분포괄이익	23.2	23.4	28.4	36.8	58.5
NOPAT	22.9	22.4	26.2	36.7	58.6
EBITDA	35.1	35.9	38.3	63.3	94.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	37.26	12.66	12.71	63.74	53.02
NOPAT증가율	43.13	(2.18)	16.96	40.08	59.67
EBITDA증가율	42.68	2.28	6.69	65.27	49.92
영업이익증가율	50.00	0.74	12.87	50.16	59.44
(지배주주)순이익증가율	52.70	1.77	23.48	29.58	58.97
EPS증가율	52.67	(17.18)	21.38	29.47	58.91
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	24.31	21.51	21.51	20.18	20.18
EBITDA이익률	29.23	26.53	25.11	25.35	24.84
영업이익률	22.48	20.10	20.13	18.46	19.24
계속사업이익률	18.82	17.07	18.62	14.74	15.34

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>71.9</b>	<b>153.2</b>	<b>187.1</b>	<b>186.4</b>	<b>255.8</b>
금융자산	19.2	94.1	120.5	118.7	164.9
현금성자산	8.2	7.0	22.3	38.7	76.9
매출채권	22.9	22.8	25.7	40.2	42.2
채고자산	26.1	28.3	31.9	34.4	53.0
기타유동자산	3.7	8.0	9.0	(6.9)	(4.3)
<b>비유동자산</b>	<b>62.8</b>	<b>82.0</b>	<b>74.8</b>	<b>153.3</b>	<b>180.6</b>
투자자산	0.7	3.4	3.8	7.0	10.8
금융자산	0.7	2.4	2.7	5.0	7.7
유형자산	60.3	77.2	69.7	144.8	168.4
무형자산	1.2	1.1	1.1	1.2	1.1
기타비유동자산	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>자산총계</b>	<b>134.7</b>	<b>235.2</b>	<b>262.0</b>	<b>339.6</b>	<b>436.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>25.8</b>	<b>23.4</b>	<b>24.5</b>	<b>26.7</b>	<b>36.6</b>
금융부채	13.2	11.9	11.9	5.7	5.7
매입채무	5.6	4.3	4.9	8.2	12.6
기타유동부채	7.0	7.2	7.7	12.8	18.3
<b>비유동부채</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	<b>58.5</b>	<b>89.8</b>
금융부채	0.0	0.1	0.1	56.1	86.1
기타비유동부채	1.4	1.2	1.3	2.4	3.7
<b>부채총계</b>	<b>27.1</b>	<b>24.6</b>	<b>25.9</b>	<b>85.2</b>	<b>126.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>107.6</b>	<b>210.6</b>	<b>236.1</b>	<b>254.3</b>	<b>309.9</b>
자본금	4.0	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	8.8	87.3	87.3	87.3	87.3
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(9.6)	(9.6)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	94.8	118.2	143.6	171.6	227.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>107.6</b>	<b>210.6</b>	<b>236.1</b>	<b>254.4</b>	<b>310.0</b>
순금융부채	(6.0)	(82.2)	(108.6)	(56.9)	(73.1)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,829	2,343	2,844	3,682	5,851
BPS	13,450	21,060	23,604	26,399	31,956
CFPS	4,542	3,805	3,831	6,327	9,487
EBITDAPS	4,385	3,650	3,831	6,327	9,487
SPS	15,011	13,757	15,246	24,969	38,212
DPS	0	300	300	300	300
<b>주가지표(배)</b>					
PER	0.00	26.29	60.55	46.77	29.43
PBR	0.00	2.92	7.30	6.52	5.39
PCFR	0.00	16.19	44.95	27.22	18.15
EV/EBITDA	(0.17)	14.87	41.41	25.89	17.10
PSR	0.00	4.48	11.29	6.90	4.51
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	24.53	14.49	12.73	15.02	20.74
ROA	19.14	12.46	11.44	12.24	15.08
ROIC	23.50	19.12	20.42	22.74	27.40
부채비율	25.23	11.70	10.97	33.50	40.78
순부채비율	(5.60)	(39.01)	(45.99)	(22.38)	(23.57)
이자보상배율(배)	45.44	61.35	72.67	38.63	40.59

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22.2</b>	<b>22.7</b>	<b>29.8</b>	<b>60.0</b>	<b>67.9</b>
당기순이익	22.6	23.1	28.4	36.8	58.6
조정	1	1	1	2	2
감가상각비	8.0	8.7	7.6	17.2	21.4
외환거래손익	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(7.0)	(7.9)	(6.6)	(15.2)	(19.4)
영업활동 자산부채 변동	(12.4)	(9.5)	(6.2)	5.9	(12.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(22.1)</b>	<b>(101.6)</b>	<b>(11.5)</b>	<b>(49.6)</b>	<b>(56.8)</b>
투자자산감소(증가)	0.4	(2.7)	(0.4)	(3.2)	(3.8)
자본증가(감소)	(12.2)	(25.1)	0.0	(45.0)	(45.0)
기타	(10.3)	(73.8)	(11.1)	(1.4)	(8.0)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>6.7</b>	<b>77.8</b>	<b>(3.0)</b>	<b>27.1</b>	<b>27.1</b>
금융부채증가(감소)	(0.5)	(1.2)	0.0	49.8	30.0
자본증가(감소)	7.5	79.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.3)	(0.6)	0.0	(19.7)	0.1
배당지급	0.0	0.0	(3.0)	(3.0)	(3.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>6.8</b>	<b>(1.2)</b>	<b>15.3</b>	<b>37.6</b>	<b>38.1</b>
Unlevered CFO	36.3	37.4	38.3	63.3	94.9
Free Cash Flow	9.8	(2.4)	29.8	15.0	22.9

자료: 하나금융투자

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

천보



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.11	BUY	210,000		
Analyst Change				
20.2.26	BUY	108,000	-1.89%	78.70%
19.6.27	Not Rated	-	-	-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.67%	7.33%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 11월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 11월 26일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 11월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.