

천보 (278280)

2차전지



이안나

02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	292,000원 (M)
현재주가 (1/16)	218,000원
상승여력	34%

시가총액	21,800억원
총발행주식수	10,000,000주
60일 평균 거래대금	144억원
60일 평균 거래량	61,117주
52주 고	339,900원
52주 저	178,300원
외인지분율	9.71%
주요주주	이상률 외 11 인 55.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.7)	16.0	(28.0)
상대	(8.7)	9.7	(2.4)
절대(달러환산)	(3.6)	34.1	(30.8)

2023년 본격 성장의 해

4Q22 Preview: 컨센서스 하회 실적 예상

동사는 2022년 4분기 매출액 856억원(+1.2% qoq, -3.0% yoy), 영업이익 137억원(OPM 16%, -10.4% qoq, -30.3% yoy)으로 영업이익 기준 컨센서스(153억원) 대비 하회하는 실적 예상. 이는 1) 중국 제로코로나 정책 등 중국 내 침투율 저조로 인한 가동률 하락, 2) LiPF6 가격 상승으로 인한 스프레드 축소 영향으로 인한 것

2023년부터 외형성장 본격화

동사는 2023년 매출액 5,444억원(+65% yoy) 영업이익 994억원(OPM 18%, +68% yoy)으로 큰 폭의 외형성장 기대. 동사는 2023년 2분기 P전해질 천톤, 4분기 F전해질 4천톤 양산이 시작되며, 첨가제 VC/FEC 6천톤도 3분기 양산이 예정되어 있음. 따라서 2022년 4,700톤에서 2023년 17,000톤으로 생산능력이 확대되면서 외형성장이 본격화될 것. 동사는 중국 기업보다 높은 가격 경쟁력을 활용, 중국, 유럽 중심으로 F 전해질 시장 점유율을 빠르게 확대하고자 함. 이러한 전략 하에 다소 이익률이 하락할 수 있지만, 다른 배터리 소재 대비 여전히 높은 이익률(17% 수준)이 가능할 것으로 예상. 동사는 2023년부터 고가의 LiPF6를 사용하지 않고 저렴한 원재료 변경을 통한 제조원가 30% 절감 제조법을 적용할 예정. 이를 통해, 유럽, 미국 시장을 공략, 글로벌 시장 점유율을 빠르게 확대하고자 함

투자의견 Buy 및 목표주가 유지

동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 292,000원 유지. 동사는 2022년 증설 모멘텀이 거의 없었고, IRA 수혜 소재도 아니기 때문에 주가가 소외 받아왔음. 그러나 2023년 12,330톤 추가 양산이 시작되며, 시장점유율 확대 전략을 통해 유럽, 중국 중심 성장이 기대. 이에 밸류+ 수익성+증설 모멘텀 측면에서 투자 매력도가 높은 소재 기업이라는 판단

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	856	-3.0	1.2	871	-1.7
영업이익	137	-30.3	-10.4	153	-10.6
세전계속사업이익	194	1.6	-9.0	150	28.9
지배순이익	151	3.3	-8.9	109	39.4
영업이익률 (%)	16.0	-6.3 %pt	-2.1 %pt	17.6	-1.6 %pt
지배순이익률 (%)	17.7	+1.1 %pt	-2.0 %pt	12.5	+5.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	1,555	2,716	3,303	5,444
영업이익	301	506	591	994
지배순이익	273	438	569	966
PER	40.4	51.8	42.2	22.6
PBR	4.8	7.9	6.6	4.8
EV/EBITDA	25.8	34.4	30.9	18.0
ROE	12.6	17.2	17.6	23.6

자료: 유안타증권

[표 1] 천보 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	49	60	74	88	94	66	85	86	100	122	155	167	272	330	544
(%, QoQ)	9%	23	22	20	7	-30	29	1	16	22	27	8			
(%, YoY)	27	79	93	96	92	9	15	-3	6	85	84	95	75	22	65
2차전지 소재	31	37	53	64	65	37	64	66	79	99	128	141	185	232	446
전자소재	15	17	17	19	23	21	15	14	15	18	21	21	68	72	75
기타	4	6	4	5	6	9	5	6	6	6	6	6	19	26	23
영업이익	10	10	12	20	18	12	15	14	18	22	29	30	51	59	99
(%, QoQ)	-1	1	24	65	-8	-33	28	-10	31	24	29	6			
(%, YoY)	32	52	68	105	89	25	29	-30	0	85	88	122	68	20	68
OPM (%)	19	16	16	22	19	18	18	16	18	18	19	18	19	18	18
매출 비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
2차전지 소재	62	62	72	72	69	56	76	77	79	81	82	84	68	70	82
전자소재	31	27	23	22	24	31	18	16	15	14	14	12	25	22	14
기타	7	11	6	6	7	13	6	7	6	5	4	3	7	8	4

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 2차전지 소재 Capacity plan (단위: 톤)

구분	Current	2022	2023E	2024E	2025E	2025 연말 기준
LiFSI (F)	1,000		4,000	5,000	20,000	30,000
LiPO2F2 (P)	2,000	1,000		1,000	1,000	5,000
LiDFOP (D) (22% Solution)*	1,200					1,200
LiBOB (B)	500			500		1,000
TDT		200		400	200	800
FEC			3,000		3,000	6,000
VC			3,000	3,000	3,000	9,000
LiPFS (22% Solution)*			1,200			1,200
Other			1,130	2,570	3,200	6,900
Total	4,700	1,200	12,330	12,470	30,400	61,100

자료: 천보, 유안타증권 리서치센터

천보 (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,555	2,716	3,303	5,444	7,621
매출원가	1,232	2,172	2,617	4,316	6,021
매출총이익	323	544	686	1,127	1,600
판매비	22	38	96	133	152
영업이익	301	506	591	994	1,448
EBITDA	413	668	775	1,196	1,678
영업외손익	2	43	137	225	2
외환관련손익	-7	19	179	231	0
이자손익	7	-6	-37	-18	-10
관계기업관련손익	0	-2	0	0	0
기타	2	32	-4	12	12
법인세비용차감전순이익	303	549	728	1,218	1,450
법인세비용	30	69	93	139	174
계속사업순이익	274	480	635	1,079	1,276
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	274	480	635	1,079	1,276
지배지분순이익	273	438	569	966	1,142
포괄순이익	266	480	635	1,080	1,276
지배지분포괄이익	265	438	569	966	1,142

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	191	-143	763	563	1,431
당기순이익	274	480	635	1,079	1,276
감가상각비	112	161	184	201	229
외환손익	11	-11	-153	-231	0
중속, 관계기업관련손익	0	2	-1	0	0
자산부채의 증감	-193	-837	119	-502	-89
기타현금흐름	-12	61	-20	15	15
투자활동 현금흐름	-125	-485	-1,724	-460	-510
투자자산	364	172	-1,046	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-509	-528	-657	-460	-510
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	20	-129	-21	0	0
재무활동 현금흐름	6	841	3,247	-30	-10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-67	95	3,050	0	20
자본	0	0	250	0	0
현금배당	-30	-30	-30	-30	-30
기타현금흐름	103	775	-23	0	0
연결범위변동 등 기타	-7	5	66	244	-148
현금의 증감	65	219	2,353	317	763
기초 현금	70	135	353	2,706	3,023
기말 현금	135	353	2,706	3,023	3,786
NOPLAT	301	506	591	994	1,448
FCF	-318	-670	106	103	921

자료: 유안타증권

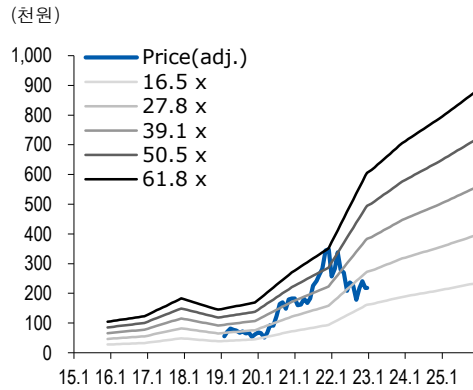
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,401	2,276	5,331	6,248	7,157
현금및현금성자산	135	353	2,706	3,024	3,787
매출채권 및 기타채권	331	595	655	938	1,025
재고자산	359	621	797	1,114	1,172
비유동자산	1,206	1,769	2,232	2,489	2,770
유형자산	1,159	1,482	1,954	2,213	2,494
관계기업 등 지분관련 자산	10	63	64	64	64
기타투자자산	12	19	18	18	18
자산총계	2,607	4,046	7,563	8,738	9,927
유동부채	198	681	3,207	3,304	3,361
매입채무 및 기타채무	71	139	150	247	304
단기차입금	40	275	275	275	275
유동성장기부채	10	58	83	83	83
비유동부채	163	305	301	301	321
장기차입금	150	293	245	245	265
사채	0	0	0	0	0
부채총계	362	985	3,507	3,605	3,682
지배지분	2,245	2,848	3,617	4,554	5,666
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	873	1,012	1,242	1,242	1,242
이익잉여금	1,424	1,834	2,374	3,310	4,422
비지배지분	0	213	439	579	579
자본총계	2,246	3,061	4,056	5,133	6,245
순차입금	-370	93	-517	-834	-1,578
총차입금	259	710	3,225	3,225	3,245

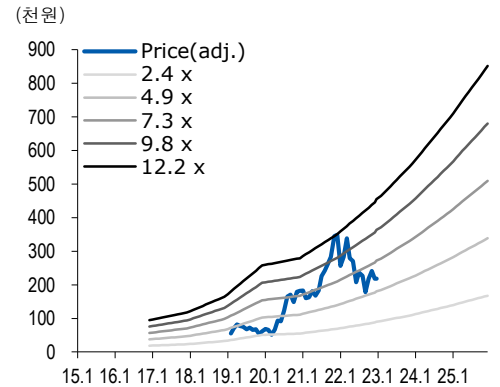
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	2,734	4,377	5,689	9,659	11,421
BPS	22,830	28,680	36,426	45,858	57,060
EBITDAPS	4,133	6,680	7,751	11,960	16,778
SPS	15,549	27,158	33,033	54,437	76,212
DPS	300	300	300	300	300
PER	40.4	51.8	42.2	22.6	19.1
PBR	4.8	7.9	6.6	4.8	3.8
EV/EBITDA	25.8	34.4	30.9	18.0	12.4
PSR	7.1	8.4	7.3	4.0	2.9

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	14.9	74.7	21.6	64.8	40.0
영업이익 증가율 (%)	10.8	68.0	16.7	68.2	45.7
지배순이익 증가율 (%)	18.7	60.1	30.0	69.8	18.2
매출총이익률 (%)	20.8	20.0	20.8	20.7	21.0
영업이익률 (%)	19.4	18.6	17.9	18.3	19.0
지배순이익률 (%)	17.6	16.1	17.2	17.7	15.0
EBITDA 마진 (%)	26.6	24.6	23.5	22.0	22.0
ROIC	17.5	18.6	16.5	23.7	29.8
ROA	11.0	13.2	9.8	11.9	12.2
ROE	12.6	17.2	17.6	23.6	22.4
부채비율 (%)	16.1	32.2	86.5	70.2	59.0
순차입금/자기자본 (%)	-16.5	3.3	-14.3	-18.3	-27.8
영업이익/금융비용 (배)	92.4	61.0	7.6	15.4	22.3

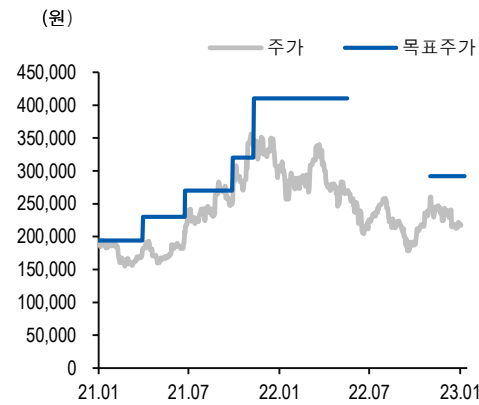
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-01-17	BUY	292,000	1년		
2022-11-15	BUY	292,000	1년		
담당자변경					
2021-11-24	BUY	410,000	1년	-35.41	-14.29
2021-10-12	BUY	320,000	1년	-4.57	11.31
2021-07-08	BUY	270,000	1년	-9.88	4.81
2021-04-14	BUY	230,000	1년	-22.66	-9.70
2020-09-01	BUY	194,000	1년	-11.65	6.13

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.9
Hold(중립)	5.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-01-15

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이안나)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.