유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

천보 (278280)

전자/부품

이안나
02 3770 5599
anna.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	343,000원 (U)
현재주가 (3/3)	266,000원
상승여력	29%

시가총액	26,600억원
총발행주식수	10,000,000주
60일 평균 거래대금	174억원
60일 평균 거래량	72,019주
52주 고	339,900원
52주 저	178,300원
외인지분율	9.75%
주요주주	이상율 외 11 인 55.43%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	10.1	9.0	(9.2)
상대	5.3	(0.4)	3.3
절대(달러환산)	4.0	8.9	(16.0)

동사에 주목해야할 때

LFP 배터리 채택률 확대 최대 수혜주

테슬라는 차세대 차량 제조에 적용되는 양극재로 LFP, 삼원계 모두를 활용하되 배터리 원가를 낮출 수 있는 LFP에 주목할 것으로 보임. 2022년 기준 LFP 배터리 에너지밀도는 200Wh/kg까지 올라옴. 대부분 중국 배터리 셀 기업들의 2023년 LFP 배터리 에너지밀도 목표는 230Wh/kg(Si 5% 적용 기준)으로 2024년에는 NCM622 에너지밀도와 비슷해질 것으로 예상. 따라서 테슬라뿐 아니라 완성차 OEM사의 LFP 배터리 채택률은 빠르게 확대될 것으로 예상. 국내 LFP 배터리 관련 대표 수혜주는 동사로 LFP 배터리의 이온전도도 향상을 위해 삼원계보다 높은 농도로 적용되는 특수 리튬염, 첨가제 생산 기업임. 특수 전해질 중 F 전해질은 중국 기업들보다 가격 경쟁력이 높으며, P 전해질은 독점인 기업으로 LFP 확대로 인한 수혜 폭 클 것

2023년 증설 모멘텀 + 글로벌 시장점유율 확대 전략 본격화

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 $LiPF_6$를 사용하지 않고 저렴한 원재료 변경을 통한 제조원가 30% 절감 제조법을 적용할 예정. 이를 통해, 유럽, 미국 시장을 공략, 글로벌 시장 점유율을 빠르게 확대하고자 함

동사에 대한 목표주가 343,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Strong Buy, 목표주가 343,000원으로 상향 조정. 이는 2024년 EBITDA에 글로벌 전해액(리튬염, 첨가제 기업 포함) 관련 기업 2022~2024E EV/EBITDA 평균 Multiple 20배를 적용한 것

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	856	-3.0	1.2	851	0.6
영업이익	137	-30.3	-10.4	146	-6.3
세전계속사업이익	194	1.6	-9.0	157	23.1
지배순이익	151	3.3	-8.9	124	21.8
영업이익률 (%)	16.0	-6.3 %pt	-2.1 %pt	17.2	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	17.7	+1.1 %pt	-2.0 %pt	14.6	+3.1 %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	27.5
PBR	4.8	7.9	6.6	5.8
EV/EBITDA	25.8	34.4	30.9	22.0
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] 목표주가 343,000 원으로 상향

사업부문	단위	2024E	내용
EBITDA	십억원	168	
Target EV/EBITDA	x	20	← 전해액(리튬염, 첨가제 기업 포함) 관련 기업 2022~2024E 평균 EV/EBITDA
Total EV(기업가치) (1)	십억원	3,272	
순차입금 (2)	십억원	-158	
순 기업가치 (1)-(2)	십억원	3,430	
보통주 발행 주식수 (3)	백만주	10	
주당 기업가치 [(1)-(2)]/(3)	원	342,990	
목표주가	**원**	**343,000**	
현재주가(3/3)	원	266,000	
Upside	%	29	

자료: 유안타증권 리서치센터

천보 (278280) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

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
판관비	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
법인세비용차감전순손익	303	549	728	1,218	1,450
법인세비용	30	69	93	139	174
계속사업순손익	274	480	635	1,079	1,276
중단사업순손익	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 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

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
종속,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

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표 (단위: 억원)

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
관계기업등 지분관련자산	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

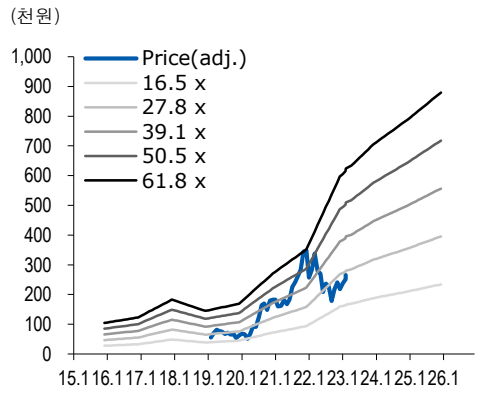
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

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**	**27.5**	**23.3**
PBR	**4.8**	**7.9**	**6.6**	**5.8**	**4.7**
EV/EBITDA	**25.8**	**34.4**	**30.9**	**22.0**	**15.3**
PSR	**7.1**	**8.4**	**7.3**	**4.9**	**3.5**

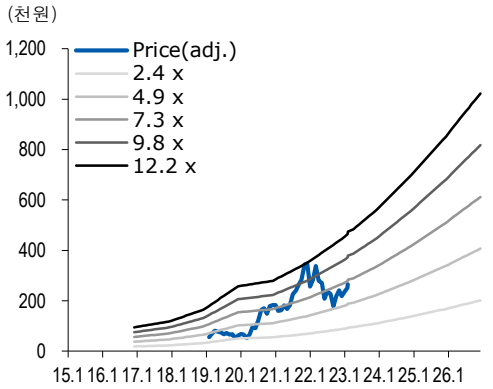
재무비율 (단위: 배, %)

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

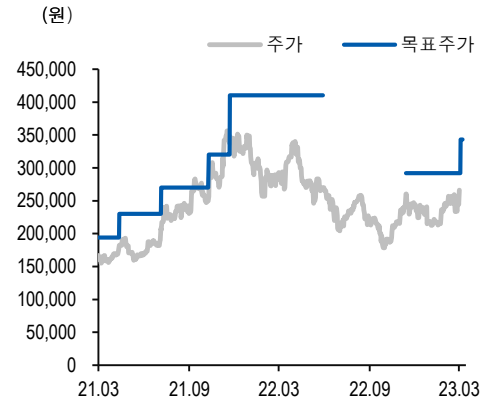
P/E band chart



P/B band chart



천보 (278280) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-03-06	BUY	343,000	1년		
2022-11-15	BUY	292,000	1년	-19.20	-8.90
	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: 괴리율 = (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)	92.5
Hold(중립)	6.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-03-02

※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 투자의사결정은 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.