

천보 278280

바닥을 지나는 실적. 개선중인 업황 재확인

IRA 이후 업황은 천보에 우호적

천보에 대한 투자의견 매수, 목표주가 29만원을 유지한다. 전해액 첨가제 사업은 대량생산/원가절감이 중요하다. 동사는 양산/원가경쟁력을 가지고 중국 현지업체에 공급했으나 최근 경쟁과열로 수익성이 악화되었다. IRA 이후 북미/유럽 등에서 고객사들의 국산화 니즈가 커지는 반면 경쟁사들의 해외진출은 제한적인 바 업황은 천보에게 우호적이다. 실적은 1Q23을 바닥으로 회복하고 개선은 24년에 본격화될 예정이다. 주가는 실적개선을 확인하면서 우상향할 전망이기에 점진적인 매수를 권고한다.

2023년은 부진하나 2024년 지역다변화로 실적 상향 여력 존재

천보의 2023년 예상 매출액/영업이익은 4%/-44% YoY 변동한 3,432억원/320억원, 영업이익률 9.3%(-8.2%p)를 전망한다. 1Q23을 바닥으로 회복중이나 2Q23에 중국향 매출둔화 여파가 지속되는 바 하반기에 본격적인 회복이 예상된다. 23년 하반기에 물량이 회복하고 24년 고객사들의 유럽/미국 생산물량이 커지면서 지역별 비중도 다변화될 전망이다. 천보는 현재 중국비중이 40% 이상인데 중장기 지역별 매출비중은 미국/유럽 60%, 한국/일본 20%, 중국 20%로 다각화할 계획이다. 주요 경쟁사들은 중국에 있기에 IRA로 중국기업들의 해외진출 제한은 천보에게 긍정적이다. 2Q23 실적 회복세가 확인되고 하반기 개선이 확인되면 2024년 추정치 상향 여력이 있다.

원재료 대체로 F전해질 판가를 낮추고 대량양산으로 경쟁력 유지할 것

천보가 증설중인 LiFSI의 성능은 기존 전해액 LiPF6 대비 우수하다. 다만 가격이 비싸고 고용량 삼원계에서 부식문제가 있어서 상용화가 지연되는 문제가 있다. 천보는 해당 문제를 저렴한 원재료 대체와 리튬 수율 개선으로 가격단가를 낮추고 부식방지제를 준비해 개선중이다. 범용성 있는 원재료로 원료를 구성해 원가 비중을 50% 내외로 낮추는 것을 목표로 하고 있다. 일부 고객사들의 내재화 흐름이 있지만 상용화된 제품에 대해서는 천보는 기존 레퍼런스를 바탕으로 고객다변화가 진행중이고 대량양산과 원가절감으로 경쟁력을 유지할 계획이다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	155	272	329	343	650
영업이익	30	51	58	32	75
영업이익률(%)	19.4	18.6	17.5	9.3	11.5
세전이익	30	55	36	39	78
지배주주지분순이익	27	44	39	27	55
EPS(원)	2,734	4,377	3,893	2,705	5,481
증감률(%)	18.7	60.1	-11.1	-30.5	102.6
ROE(%)	12.6	17.2	12.4	7.5	13.8
PER (배)	66.7	79.6	52.1	75.0	37.0
PBR (배)	8.1	12.2	5.9	5.5	4.8
EV/EBITDA (배)	43.3	52.4	24.4	32.3	18.7

자료: 천보, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

구성종 2 차전자·인터넷
02-709-2337
gu.sungjoong@ds-sec.co.kr

2023.06.08

매수(유지)

목표주가(유지)	290,000원
현재주가(06/07)	203,000원
상승여력	42.9%

Stock Data

KOSDAQ	880.7pt
시가총액(보통주)	2,030십억원
발행주식수	10,000천주
액면가	500원
자본금	5십억원
60일 평균거래량	176천주
60일 평균거래대금	41,149백만원
외국인 지분율	6.3%
52주 최고가	299,500원
52주 최저가	173,700원
주요주주	
이상율(의 12인)	55.4%
자사주(의 1인)	0.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	6.4	2.2
3M	-23.1	-31.1
6M	-14.7	-37.3

주가차트

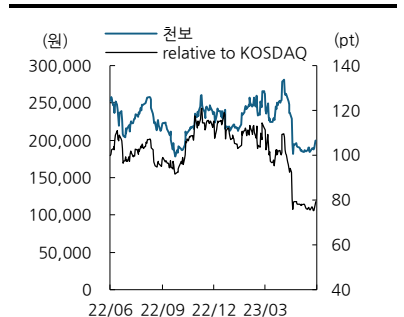


표1 천보의 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	94.3	65.8	84.6	84.2	47.0	54.3	103.3	138.7	328.9	343.2	650.1
2차전지 소재	65.3	36.8	64.4	64.1	27.2	31.2	76.8	104.8	230.6	240.0	540.0
전자소재	22.7	20.5	15.0	15.1	12.3	16.7	19.7	27.2	70.6	75.9	83.5
기타	6.3	8.6	5.2	5.0	7.5	6.4	6.7	6.8	25.0	27.4	26.7
영업이익	18.0	12.0	15.3	12.1	1.6	3.9	10.3	16.2	57.6	32.0	74.6
지배지분순이익	12.2	12.9	16.9	- 4.6	3.9	3.4	7.9	12.0	37.4	27.1	55.0
Margin											
영업이익률	19.1%	18.3%	18.1%	14.4%	3.5%	7.1%	10.0%	11.7%	17.5%	9.3%	11.5%
순이익률	13.0%	19.6%	19.9%	-5.5%	8.2%	6.2%	7.6%	8.7%	11.4%	7.9%	8.5%
YoY											
매출액	92%	9%	15%	-5%	-50%	-18%	22%	65%	21%	4%	89%
2차전지 소재	114%	-2%	22%	0%	-58%	-15%	19%	63%	25%	4%	125%
전자소재	51%	23%	-11%	-22%	-46%	-18%	32%	80%	4%	8%	10%
기타	77%	34%	28%	-2%	19%	-25%	29%	36%	31%	9%	-2%
영업이익	90%	25%	29%	-38%	-91%	-68%	-33%	34%	14%	-44%	133%
지배지분순이익	30%	59%	45%	적전	-68%	-74%	-53%	흑전	-15%	-27%	103%

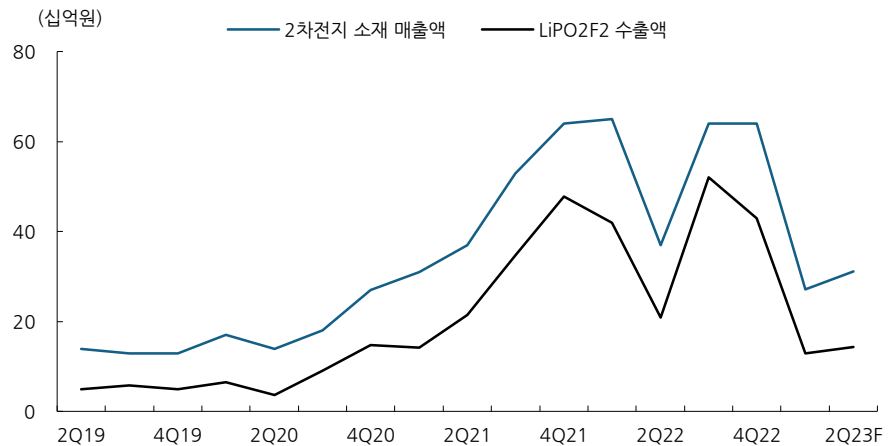
자료: 천보, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 천보의 목표주가 산정방식

(십억원, 천주)	실적	배수	비고
지배주주순이익	109	26	2023~2025년 순이익 CAGR 100%에 PEG 0.26배 적용
적정 시가총액	2,848		
주식수	10,000	천주	
목표주가 (원)	290,000		
현재주가 (원)	203,000		
업사이드 (%)	43		

자료: 천보, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 LiPO2F2 수출액과 천보의 2차전지 소재 매출액 추정치



자료: 수출입무역통계, DS투자증권 리서치센터 추정

주: 2Q23 수출액은 4~5월 기중평균한 금액을 가정

그림2 천보의 기존품목 증설 계획

Description	2023	2024 Extension (P)	2025 Extension (P)	2026 Extension (P)	2027 Extension (P)	Accumulate CAPA (E)	SITE
LiFSI	10,000		20,000		20,000	50,000	군산 새만금
FEC	5,000			5,000		10,000	"
VC	5,000				5,000	10,000	"
TDT	200	400		400		1,000	"
LiPO ₂ F ₂	3,000			1,000	1,000	5,000	충주
LiBOB	500				500	1,000	"
D-1 (22% Solution)	1,200					1,200	"
D-2 (22% Solution)		1,200				1,200	"
Total	24,900	1,600	20,000	6,400	26,500	79,400	

자료: 천보, DS투자증권 리서치센터
 주: 단위는 톤/연간 기준

그림3 천보의 신규품목 증설 계획

Description	2023 Extension (P)	2024 Extension (P)	2025 Extension (P)	2026 Extension (P)	2027 Extension (P)	Accumulate CAPA (E)	SITE
ESA		2,000	2,000			4,000	군산 새만금
PS		2,000		2,000		4,000	"
PRS		500		500		1,000	충주
PIC(HS**)	200			200		400	"
LiBF ₄		500			500	1,000	"
CA-01	100		100		100	300	"
Total	300	5,000	2,100	2,700	600	10,700	

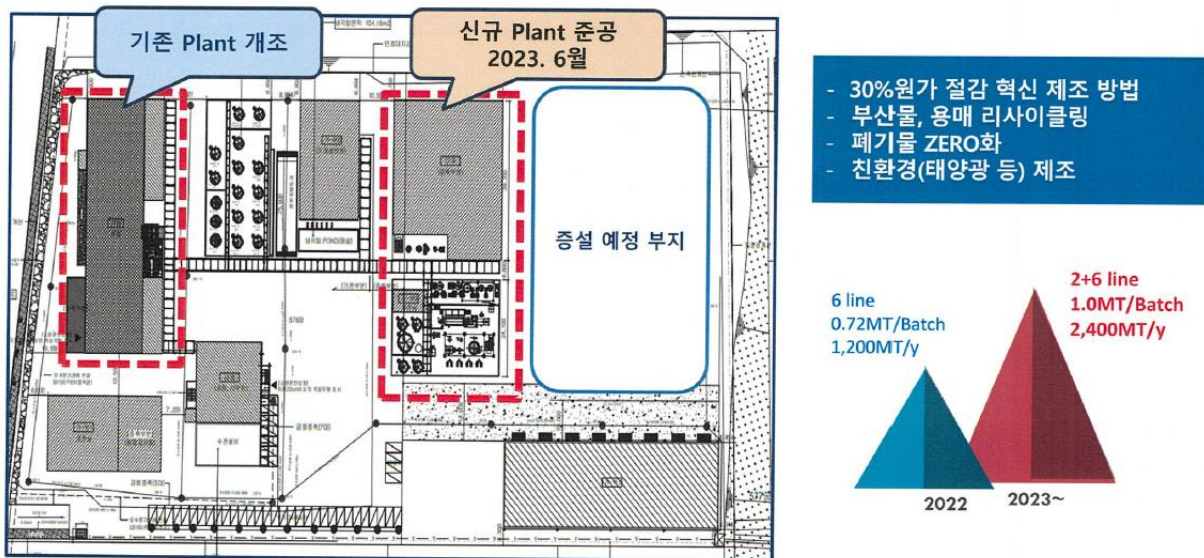
자료: 천보, DS투자증권 리서치센터
 주: 단위는 톤/연간 기준

그림4 천보의 2차전지 소재 관련 새만금 공장 건설 계획



자료: 천보, DS투자증권 리서치센터

그림5 천보의 2차전지 소재 관련 충주공장 설비 증설 계획



자료: 천보, DS투자증권 리서치센터

[천보 278280]

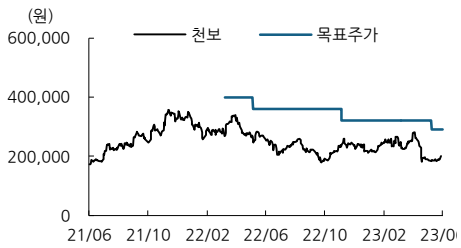
재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	140	227	395	532	781	매출액	155	272	329	343	650
현금 및 현금성자산	13	35	209	342	483	매출원가	123	217	264	305	548
매출채권 및 기타채권	33	60	56	59	111	매출총이익	32	54	65	38	103
재고자산	36	62	59	62	117	판매비 및 관리비	2	4	7	6	28
기타	58	70	70	70	70	영업이익	30	51	58	32	75
비유동자산	121	177	221	258	373	(EBITDA)	41	67	84	63	117
관계기업투자등	2	8	10	10	19	금융손익	0	1	0	0	0
유형자산	116	148	186	222	306	이자비용	0	1	0	0	0
무형자산	1	1	1	1	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	261	404	615	790	1,154	기타영업외손익	0	3	-21	7	4
유동부채	20	67	166	267	479	세전계속사업이익	30	55	36	39	78
매입채무 및 기타채무	7	14	13	13	25	계속사업법인세비용	3	7	-7	9	18
단기금융부채	11	43	143	243	443	계속사업이익	27	48	43	30	60
기타유동부채	2	10	10	10	10	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	16	30	80	130	230	당기순이익	27	48	43	30	60
장기금융부채	15	30	80	130	230	지배주주	27	44	39	27	55
기타비유동부채	1	1	1	1	1	총포괄이익	27	48	43	30	60
부채총계	36	98	247	397	709	매출총이익률 (%)	20.8	20.0	19.7	11.1	15.8
지배주주지분	225	285	348	372	424	영업이익률 (%)	19.4	18.6	17.5	9.3	11.5
자본금	5	5	5	5	5	EBITDA마진률 (%)	26.6	24.6	25.4	18.3	18.0
자본잉여금	87	101	131	131	131	당기순이익률 (%)	17.6	17.7	13.0	8.7	9.3
이익잉여금	142	183	220	244	296	ROA (%)	11.0	13.2	7.7	3.9	5.7
비지배주주지분(연결)	0	21	21	21	21	ROE (%)	12.6	17.2	12.4	7.5	13.8
자본총계	225	306	369	393	445	ROIC (%)	17.3	17.8	12.7	6.7	11.7

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	19	-14	113	103	80	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	27	48	43	30	60	P/E	66.7	79.6	52.1	75.0	37.0
비현금수익비용가감	15	23	65	77	115	P/B	8.1	12.2	5.9	5.5	4.8
유형자산감가상각비	11	16	26	31	43	P/S	11.7	12.8	6.2	6.0	3.2
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	43.3	52.4	24.4	32.3	18.7
기타현금수익비용	4	5	40	46	73	P/CF	43.3	48.8	19.0	19.2	11.7
영업활동 자산부채변동	-19	-84	5	-4	-96	배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	-17	-21	3	-2	-52	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-7	-26	3	-3	-55	매출액	14.9	74.7	21.1	4.4	89.4
매입채무 증가(감소)	7	-1	-1	1	12	영업이익	10.8	68.0	13.7	-44.3	132.7
기타자산 부채변동	-2	-36	0	0	0	세전이익	8.3	81.2	-34.3	7.2	102.4
투자활동 현금	-13	-48	-66	-67	-136	당기순이익	18.7	75.4	-10.8	-30.6	102.6
유형자산처분(취득)	-51	-53	-64	-67	-126	EPS	18.7	60.1	-11.1	-30.5	102.6
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	2	-5	-2	0	-9	부채비율	16.1	31.9	66.8	101.0	159.3
기타투자활동	37	10	0	0	0	유동비율	706.1	337.2	237.7	199.6	163.2
재무활동 현금	1	84	127	97	197	순차입금/자기자본(x)	-15.4	3.7	-3.5	1.2	36.7
차입금의 증가(감소)	-7	9	100	100	200	영업이익/금융비용(x)	92.4	61.0	n/a	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-13	23	27	-3	-3	총차입금 (십억원)	26	73	223	373	673
배당금의 지급	-3	-3	3	3	3	순차입금 (십억원)	-35	11	-13	5	163
기타재무활동	20	52	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	7	22	174	132	141	EPS	2,734	4,377	3,893	2,705	5,481
기초현금	-7	-13	35	209	342	BPS	22,425	28,479	34,426	36,814	41,959
기말현금	13	35	209	342	483	SPS	15,530	27,158	32,529	33,983	64,371
NOPLAT	27	44	42	25	57	CFPS	4,215	7,150	10,680	10,596	17,388
FCF	10	-61	47	35	-56	DPS	300	300	300	300	300

자료: 천보, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

천보 (278280) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2022-03-14	담당자변경				
2022-03-14	매수	400,000	-25.3	-15.0	400,000
2022-04-07	유지	400,000	-28.4	-17.1	
2022-05-12	매수	360,000	-36.3	-21.3	
2022-06-13	매수	360,000	-38.3	-28.2	
2022-11-11	매수	320,000	-26.7	-12.0	
2022-12-13	매수	320,000	-27.1	-12.0	
2023-05-16	매수	290,000	-35.1	-31.0	
2023-06-08	매수	290,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2023.03.31

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.