2020. 9. 14

천보 (278280.KQ)	투자의견 : 매수(신규)
Analyst 이종원	애심종목 / 십전대보탕 / **비중확대** / Trading / Attention / 중장기 / 단기축소 High risk/High return / Cyclical / **Structural change** / Turnaround 목표주가 : 203,000원 / 현재주가 : 153,000원 (상승여력 +32.7%)

천보가 안가면 누가 갈까? 증설효과는 이제부터!

2차전지 핵심 소재기업으로 완벽한 환골탈태

천보는 '07년 설립된 종합 화학 소재 기업이며 '15년까지 디스플레이 소재 중심으로 사업영역을 확장했다. 현재 동사의 주요 사업은 2차전지 소재 부문과 전자재료 소재 부문이다. '19년 기준 매출 비중은 전자소재 43.1%, 2차전지 36.4%, 의약품 18.0%, 상품 2.4% 순이다. '13년 전기차용 2차전지 시장에 진출했으며, '20년 현재 2차전지 핵심 소재기업으로 완벽하게 환골탈태 중이다. 지난 '17년 전해질 전용 공장을 준공하며 세계 최초 2차전지 LIFSI 제품을 양산한 바 있다. 전기차의 핵심 경쟁력은 주행거리 확대인데, 동사가 생산하는 고성능 2차전지 소재가 이를 충족시키고 있어 시장 수요가 점증하고 있다.

다양한 제품 포트폴리오 보유: 유연한 시장대응 가능

2차전지 소재인 전해질 부문 제품 포트폴리오 다변화가 긍정적이다. 리튬염 제품 생산설비는 지속적으로 투자 중에 있고, 다양한 제품라인을 통해 최종 수요처가 확대되고 있다. F전해질(LiFSI)은 최종 수요처로 GM, 재규어, 현대차EV 라인에, P전해질(LiPO2F2)은 주로 폭스바겐, 쉐보레 등에 공급되고 있다. D전해질(LiDFOP)은 벤츠 라인업과 기아차EV에 주로 공급된다. 전방시장의 성장과 주요 3개 제품 설비투자 확대를 통한 외형성장은 '23년까지 지속될 전망이다. 이에 따라 2차전지 매출비중은 '19년 40%에서 -> '21년 70% 수준까지 확대되며 기존 사업부를 대체하는 최대 매출원이 될 것으로 판단된다.

예정된 증설 완료 시, '21년 기점으로 큰폭의 증설효과 예상

투자의견 '매수', 목표주가 203,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '21년 예상 EPS 4,830원에 Target P/E 42배를 적용 산출했다. Peer 기업으로는 국내 2차전지 소재 기업인 일진머티리얼즈, 후성, 에코프로비엠, 포스코케미칼 등이 있다. 2차전지 소재 매출 비중은 '17년 18%-> '18 년 25%->'19년 40%에서, '20년 Capa 확장에 따라 55%까지 고성장 할 것이다. 동사의 투자 포인트는 1) 2차전지 시장 개화에 따른 전해질 수요처 확대 2) 고스펙 포트폴리오(전해질F 등) 확보에 따른 수익성 개선 3) Capa 확대에 따른 급격한 외형 성장이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	120.1	27.0	26.7	22.6	2,829	52.7	35.1	0.0	(0.2)	0.0	24.5
2019	135.3	27.2	28.0	23.0	2,343	(17.2)	35.9	26.3	14.9	2.9	14.5
2020E	159.4	29.8	28.7	26.1	2,610	11.4	40.4	59.3	34.3	6.2	11.5
2021E	264.2	57.8	54.2	48.3	4,830	85.1	68.2	32.0	21.4	4.9	16.9

자료 : 천보, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

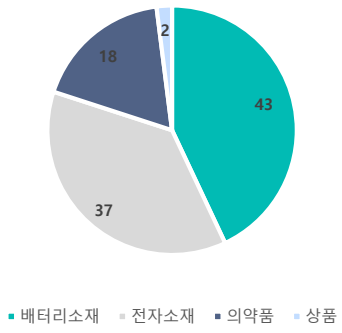
다양한 제품라인업 보유: 급격히 변해가는 시장에 빠른 속도로 대응

전해질은 양극재, 음극재와 함께 2차전지의 필수 소재로 사용된다. 동사의 주요 전해질 제품은 범용 제품 대비 이온전도도가 높다. 이 때문에 저온에서 배터리의 출력이 좋고, 고온에서의 안정성도 높아 배터리 수명 연장에 최적화되어 있다. 제품 포트폴리오의 다변화도 긍정적이다. '17년 전해질 전용 공장 준공 이후 세계 최초 2차전지 LIFSI 제품 생산을 시작했다. 2차전지용 전해질은 기존에는 LIPF6를 사용했다. 전기차용 2차전지는 빠른 충전과 매우 긴 수명을 요구한다. 이 때문에 고출력을 위한 LiFSI, LiPO2F2, LiDFOP 등이 추가로 적용되고 있다. 동사의 EV 배터리용 전해질인 LiFSI, LiPO2F2, LiDFOP, LiBOB 등 전 품목은 Capa 증설을 통해 빠른 속도로 증가하고 있다.

'20년 CAPA 증설 효과로 성장 동력 확보 증설 효과에 주목할 시점이다. 주력 품목인 3가지 전해질의 생산능력은 '20년 4분기 기준 전년 대비 2배이상 증가할 전망이다. D(LIDFOP), F(LIFSI), P(LiPO2F2)의 CAPA 증설효과가 본격화되고 있기 때문이다. 특히 F계열은 새로운 성장 동력으로 급성장하고 있다. F계열 생산 가능 업체는 국내외 포함 2~3곳(닛폰쇼쿠바이/일본, 켐스펙/중국)에 불과하다. 안정성이 향상된 고사양 제품으로 낮은 온도에서 배터리 방전 억제가 효과적이다. P계열도 지속적인 성장이 예상된다. 범용화 제품인 P계열은 배터리 수명 향상 및 고출력, 충전시간 단축에 탁월하다. 전해질 부문 매출액은 증설 라인 가동(LIFSI '20년 1분기 +25톤/월 → 총 50톤/월, LIPO2F2 3분기 추가 +20톤/월→ 총32톤/월)을 통한 공급 확대로 최대 실적이 예상된다.

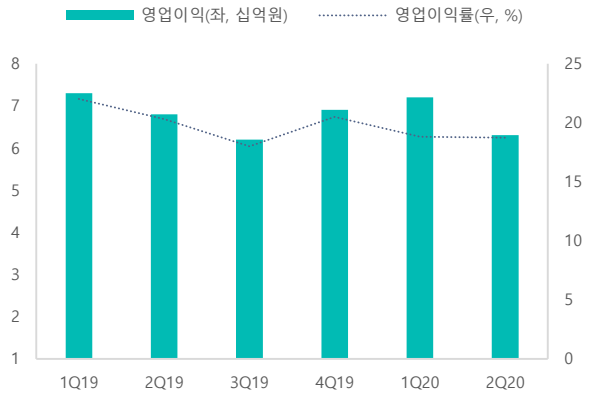
동사는 2차전지 사업부 외에 LCD 식각첨가제와, 반도체 미세 패턴용 SOH(Spin-On Coating) 소재, OLED 발광소재도 생산하고 있다. 전자재료 소재 부문의 주요 제품은 LCD식각액 첨가제인 ATZ다. 독점적 시장 지위(글로벌 점유율 90%)를 기반으로 20%대의 높은 영업이익률 유지 중이다. 시장 조사자료 기관에 따르면 글로벌 LCD패널 양산은 '23년까지 연평균 8%가량 성장할 것으로 전망된다. 동사는 ATZ의 글로벌 점유율 90% 이상을 차지하고 있어 최소 2~3년 이상 안정적인 실적 창출이 가능하다. 공정효율화를 통한 가격경쟁력을 바탕으로 중국 기업들에 비해 저렴한 것이 최대 경쟁력이다. 가격경쟁력을 기반으로 20%대의 높은 이익률을 유지하고 있으며 중/단기적인 캐시카우 역할을 지속할 것으로 전망된다.

[그림1] 제품별 매출비중('19년 기준)



자료: 천보, 상상인증권

[그림2] 연도별 수익성 추이



자료: 천보, 상상인증권

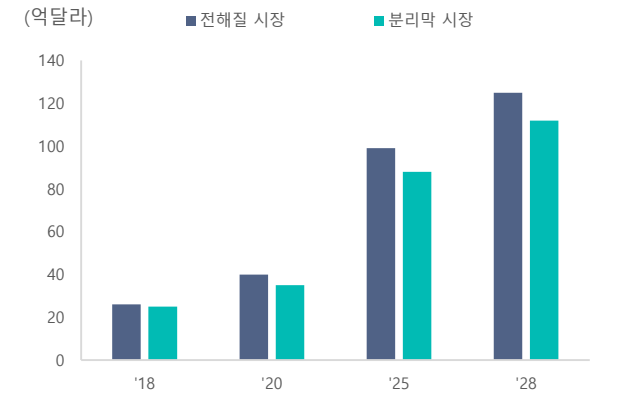
고성장 모멘텀은 이제부터 시작: 아직도 갈 길이 멀다, BUY!

글로벌 전기차 시장은 환경오염 규제가 촉발시킨 친환경 차량의 수요 증가로 고성장을 지속하고 있다. 이러한 성장세는 주행거리가 긴 차세대 전기차의 생산을 통해 '25년까지 지속될 것이며 연평균 20% 이상 성장할 것으로 전망된다. 향후 전체 LIB(리튬이온전지) 시장 규모는 '18년 220억달러에서 '25년 1,200억달러로 6.5배 이상 증가할 전망이다. 그간 배터리의 전해질 첨가소재는 LIPF6가 주로 사용되어왔다. 그러나 전기차 업체들의 경쟁이 본격화되며, 주행거리가 긴 배터리를 확보하는 것이 화두가 되고 있다. 3세대 전기차의 출시가 앞당겨 지고 있고, 시장은 주행거리가 긴 차종의 양산을 열망하고 있다. 고성능 배터리 소재의 진화가 빨라지고 있어, 고성능 전해질을 주력 생산하는 동사에 직접적인 수혜로 작용할 것으로 전망된다.

지난 '18년 배터리 소재 전체의 연간 생산능력은 470톤-> '19년 약 1,300톤이며, '20년에는 약 1,500톤 이상의 성장이 전망된다. 이에 따라 관련 매출 비중은 '18년 25%에서 '20년 50% 이상 상승할 것으로 전망되며, '21년에는 70% 수준까지 올라갈 것으로 예상된다. 배터리 소재 매출은 올라오고 있으나 지난 '19년 이익은 시장 기대치를 다소 하회했다. 전자소재 매출과 2차전지 소재 수요가 시장의 예상대비 부진했기 때문이다. LCD 업황 부진에 따른 기존 재고 판매 및 가동률 감소로 전자소재 부문의 수익성이 하락했다. 그러나 '20년을 기점으로 제품 포트폴리오 다변화 및 2차전지 시장 성숙에 따른 큰폭의 성장이 예상된다. '20년 배터리(전해질+첨가제) 소재 매출액은 875억원(YoY +66.7%)이 전망되며, '20년 전체 실적은 매출액 1,594억원(YoY +17.8%), 영업이익 298억원(YoY +9.6%)이 예상된다.

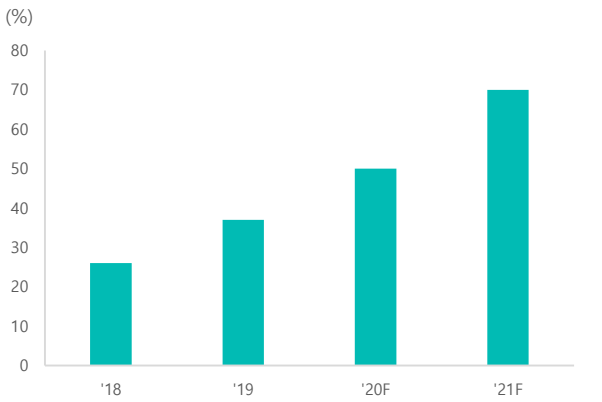
동사에 대해 '매수', 목표주가 203,000원으로 투자의견을 제시한다. 목표주가는 '21년 예상 EPS 4,830원에 Target P/E 42배를 적용 산출했다. Target Per는 국내 Peer 그룹(일진머티리얼즈, 후성, 에코프로비엠, 포스코케미칼 등)의 평균 밸류에이션(47배)을 10% 할인적용(디스카운트 이유는 전자소재 부문의 이익 둔화를 보수적으로 반영)했다. 리스크 요인을 일정 수준 반영함에도 중장기적 성장 추이 감안 시 주가의 업사이드 룸은 아직까지 넉넉하게 다가온다. 높은 마진율과 진입장벽 감안 시, 2차전지 소재대장주 중 하나로서 높은 프리미엄을 받는 것은 당연하다는 판단이다.

[그림3] 2차전지 소재시장 전망추이



자료: SNE Research, 상상인증권

[그림4] 2차전지 소재 매출비중 추이



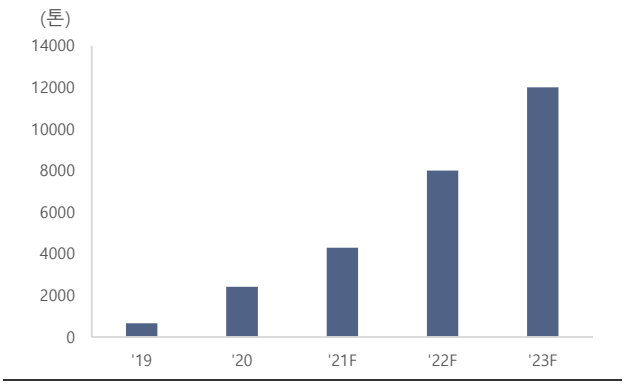
자료: 천보, 상상인증권

지난 2분기 실적은 매출액 337억원(YoY +0.8%, QoQ -12.4%), 영업이익 63억원(YoY -7.0%, QoQ -11.9%)을 시현하였다. 2차전지 소재 매출이 코로나19로 인한 가동률 하락으로 감소(138억원: YoY-3%, QoQ-22%)했기 때문이다. 하지만 3분기를 기점으로 2차전지 부문에서 수요 반등이 감지되고 있다. 현재 LiPO2F2 생산라인이 풀가동 중인 것으로 파악되어 3분기 전체 가동률의 상승이 전망된다. 기존에 증설 중이던 LiFSI와 LiPO2F2 생산라인도 적극적인 양산체제에 돌입한 것으로 추정된다. 신규 제품인 LiDFOP와 LiBOB도 3분기를 기점으로 본격적인 고객사향 출하를 시작할 전망이다. 3분기 실적은 매출액 397억원(YoY +18.9%, QoQ +17.8%), 영업이익 76억원(YoY+11.8%, QoQ +20.6%)을 예상한다.

동사의 기존 리스크 요인으로 고객사(천보가 2대주주)인 엔켐과의 분쟁이 있다. 이 때문에 기존 고객사에 대한 납품 물량감소 우려가 있을 수 있다. 그러나 이는 현시점에서 아주 작은 부분에 불과하고 현실화되기도 쉽지 않다고 판단된다. 전방시장의 고성장과 2차전비 부문의 Capa 증설에 따른 성장이 지속되고 있다. 잠재된 리스크는 기존 고객사향 물량확대, 가동률 상승을 통한 영업이익률 개선을 통해 충분히 극복할 수 있다. 기존 캐쉬카우인 고마진의 전자재료 소재 사업과, 성장성이 높은 2차전지 소재 사업이 '21년까지 성장기조를 유지시켜줄 것이다. 향후 전해질 Capa를 현재 연간 1,500톤 수준에서 '23년말까지 연평균 70% 증가한 9,000톤 수준으로 증설시킬 계획에 있다. 고성능 소재에 대한 수요 증가로 기존 범용 제품이 대체됨에 따라 다양한 포트폴리오를 구비한 동사의 시장 점유율은 더욱 확대될 것이다.

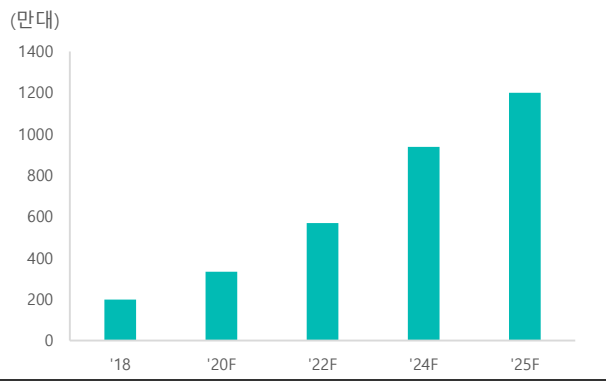
급격한 전환점에 있다. 하반기까지 예정된 증설 완료 시 '21년을 기점으로 큰폭의 증설효과가 나타난다. 대규모 증설 계획을 통해 장기적인 성장 동력을 마련했고, 제품 다변화와 Capa 확대에 근거한 성장도 담보되어 있다. 최소 2~3년 이상 과점에 가까운 시장내 지위가 유지될 것으로 예상된다. 주가측면에서는 높은 이익률 및 안정적인 재무 구조가 하방경직성을 담보해 주며, '21년까지 리레이팅이 지속될 것으로 전망된다. 현재 주가는 전방시장 호황에 따라 고점을 갱신하며 많이 올라와 있어 부담이 될 수 있다. 하지만 '21년 실적 기준으로 기업가치 산정 시 현 주가에 대한 두려움은 크게 다가오지 않을 것이다. 성장이 증폭되는 벨류에이션 확장구간에는 실적가시성보다 주가가 더 빨리 움직이게 마련이다. 자잘한 부침을 인내하고, 전해질 시장의 극적인 성장에 배팅한다면 중장기 관점에서 긍정적인 투자처가 될 것이라 확신한다.

[그림5] 전해질 생산 CAPA 예상추이



자료: 천보, 상상인증권

[그림6] 글로벌 시장 전기차 판매 예상추이



자료: EV Sales, 상상인증권

Stock Data

KOSDAQ(9/11)	884.3pt
시가총액	15,300 억원
발행주식수	10,000 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	164,400/38,400 원
90 일 일평균거래대금	433 억원
외국인 지분율	4.0%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	23,532 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-3.0	13.7	130.5	125.4
상대수익률	-4.2	11.1	87.9	83.6

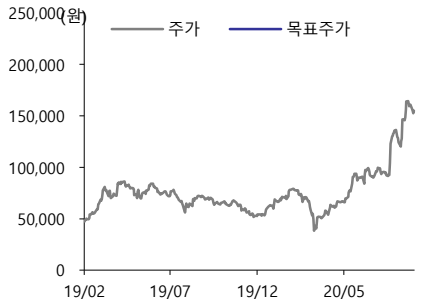
주주구성

이상율 (외 18 인)	57.0%
천보우리사주 (외 1 인)	3.4%
자사주 (외 1 인)	1.7%

Stock Price



천보 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2020. 09. 14	매수(신규)	203,000원	1년	-	-

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:이종원)

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 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	51.1%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.9%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	47.0%	
		합계		100.0%	