

기업분석

천보
(278280)

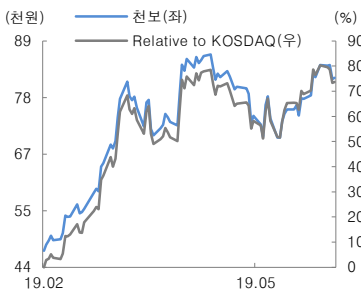
이원주 wonjulee@daishin.com

투자이견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 93,000
유지
현재주가 81,700
(19.06.13)

2차전지/IT에너지 및 부품업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue	
KOSDAQ	726.68
시가총액	817십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	86,300원 / 47,300원
120일 평균거래대금	147억원
외국인지분율	1.26%
주요주주	이상률 외 23 인 59.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.8	18.2	0.0	0.0
상대수익률	10.1	22.8	0.0	0.0



에너지밀도 추가 개선은 리튬염으로

투자이견 매수, 목표주가 93,000원 유지

- 목표주가 9만 5천원은 12m fwd eps에 목표 multiple 30배(글로벌 peer 평균 대비 50% 할증) 적용. 배터리 에너지 밀도 추가 개선의 key로 보여지는 LFSI 리튬염을 생산할 수 있는 세계 3개 업체 중 하나라는 점에서 프리미엄 요인은 충분
- 1) 리튬 가격 하락, 동사의 LFSI 생산 기술 발전에 따라 LFSI 제품 가격 하락하며 시장 침투율 상승이 예상되는 가운데 2) 기존 낮은 부채비율로 LFSI 제품 수요 확대 시 Capa 증설 용이하다는 장점이 투자 포인트

高 에너지밀도 배터리의 필수품될 LFSI, 동사가 세계 최초로 양산 체제 확립

- 보통 리튬염은 이온전도도에서 강점을 가지면, 고온 안정성이 떨어지는 특징이 있으나 LFSI의 경우 높은 이온전도도(범용인 LPF6 대비 에너지밀도 13% 가량 증가)에도 불구하고 저온·고온 안정성에도 강점. 단점이 있다면 기존 제품 대비 5배 이상 비싼 가격
- 비싼 가격에도 불구하고, 이미 高 에너지밀도가 요구되는 전기차 배터리에 LFSI를 사용한 전해질이 채택되고 있음. 폭스바겐, GM 볼트, BMW 등에 채용
- 리튬 가격 하락, 생산 기술 발전, 규모의 경제 등으로 가격 추가 하락할 시 시장 급격히 커질 것으로 기대. 동사 전략 역시 마진을 유지하는 선에서 지속 가격 하락시킬 예정
- 동사 리튬염 제품 Capacity 2023년 3,630톤 전망(2018년 470톤). 2018~2023년 연평균 영업이익의 성장률은 +14%

'18~'23년 리튬염 Capa CAGR +50%에도 부채비율은 50% 미만

- 향후 연간 4~500억원 가량의 Capex 필요할 전망이다 차입은 불가피하나, 실적 성장에 따른 현금창출능력 확대로 2019~2021년 부채비율은 50% 수준으로 안정적으로 유지될 전망(2021년 예상 EBITDA 670억원)

영업실적 및 주요 투자지표

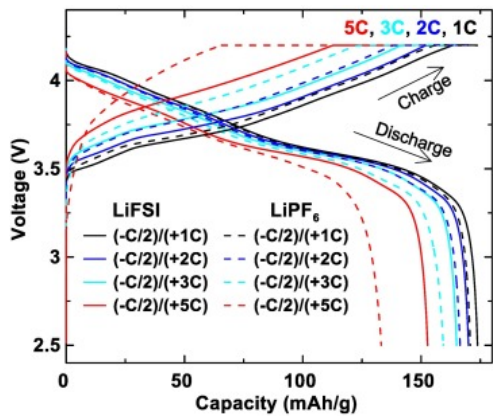
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	87	120	163	212	258
영업이익	18	27	36	41	45
세전순이익	17	27	35	39	43
총당기순이익	15	23	29	33	37
지배지분순이익	15	23	29	33	37
EPS	1,853	2,829	2,970	3,292	3,653
PER	0.0	0.0	27.5	24.8	22.4
BPS	9,619	13,450	14,011	17,071	20,722
PBR	0.0	0.0	5.8	4.8	3.9
ROE	21.3	24.5	23.8	21.3	19.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

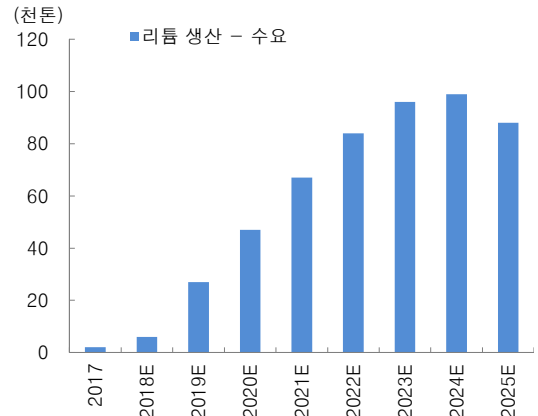
자료: 천보, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 123. LiFSI와 LiPF6 비교: LiFSI가
고용량 구현에 유리



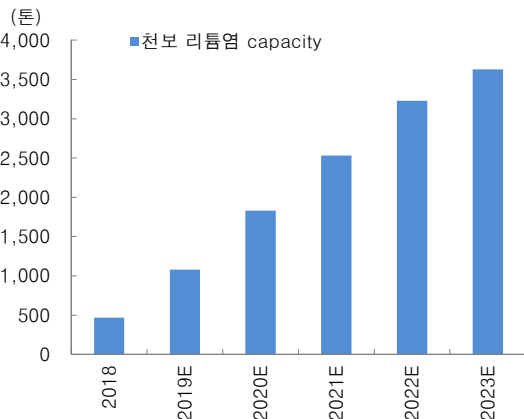
자료: 산업 자료, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 124. 공급과잉 전망되는 리튬



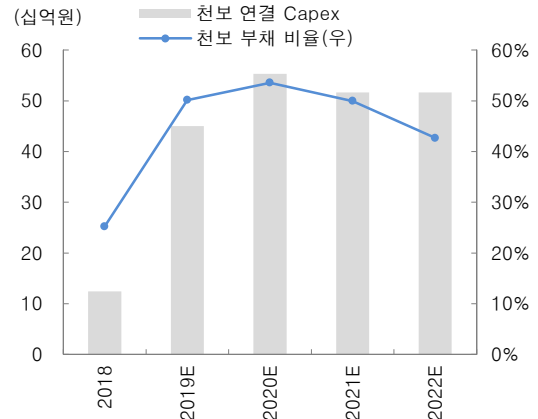
자료: 천보, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 125. 천보 예상 리튬염 제품 Capacity 추이



자료: 천보, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 126. 많은 Capex에도 부채비율은 부담 안 되는 수준



자료: 천보, 대신증권 Research&Strategy본부

표 27. 천보 실적표

	(단위)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
연결 매출액	십억원	120.1	162.8	212.4	257.8	302.7	328.4
전자소재	십억원	73.8	73.1	73.8	74.6	75.3	76.1
정밀화학	십억원	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5
2 차전지	십억원	30.7	74.0	122.8	167.4	211.5	236.3
의약품	십억원	6.0	6.0	6.0	6.1	6.1	6.1
기타	십억원	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
연결 영업이익	십억원	27.0	35.6	40.6	45.2	49.7	52.4
OPM	(%)	22.5%	21.9%	19.1%	17.5%	16.4%	15.9%
전자소재	(%)	28.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
정밀화학	(%)	28.6%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
2 차전지	(%)	10.4%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
의약품	(%)	3.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 28. Global valuation peer table

국가	업종	기업	2019E ROE	2020E ROE	2019E P/B	2020E P/B	2019E EPS Growth	2020E EPS Growth	2019E P/E	2020E P/E
벨기에	양극재	Umicore	12.37	13.99	2.38	2.25	-2.9%	20.8%	20.08	16.63
일본	양극재	Sumitomo metal & mining	5.72	6.55	0.76	0.73	-4.8%	14.6%	12.05	12.66
일본	음극재	Hitachi	12.35	12.02	1.09	0.99	102.4%	9.9%	17.40	8.59
일본	전해질	우베	9.97	9.82	0.67	0.62	9.4%	6.7%	7.37	6.74
일본	리튬염	센트럴 글래스	5.10	4.90	0.55	0.57	8.7%	6.7%	12.50	11.50
일본	배터리 셀	파나소닉	10.96	11.14	1.09	1.00	-11.5%	7.9%	8.34	9.43
일본 평균			8.82	8.89	0.83	0.78	20.8%	9.2%	11.53	9.78
중국	양극재, 음극재	Ningbo Shanshan	7.66	8.25	0.94	0.86	-13.2%	14.3%	11.33	9.91
중국	양극재	Xiamen Tungsten	7.30	8.24	2.58	2.37	24.2%	22.9%	30.34	24.69
중국	양극재	Easpring	10.86	13.31	2.56	2.22	26.2%	41.2%	24.58	17.41
중국	전해질	Capchem	12.61	14.20	2.55	2.25	25.5%	28.0%	20.12	15.73
중국	전해질	Tinci	8.49	12.98	2.46	2.15	-37.8%	55.4%	23.52	15.13
중국	배터리 셀	CATL	12.31	13.00	3.94	3.47	22.3%	17.2%	32.50	27.73
중국	배터리 셀, 전기차	BYD	6.34	7.11	2.32	2.19	23.7%	19.6%	36.98	30.91
중국 평균			10.84	12.14	2.92	2.55	10.1%	28.4%	26.02	20.72
한국	양극재	엘앤에프	7.85	17.97	4.44	3.76	-51.1%	157.9%	65.43	25.37
한국	구리 집전체	일진머티리얼즈	9.83	11.48	2.96	2.68	15.7%	29.9%	32.57	25.07
한국	배터리 셀	SK 이노베이션	7.49	9.70	0.79	0.74	-8.3%	37.8%	10.57	7.67
한국	양극재, 음극재	포스코케미칼	17.25	18.83	3.85	3.25	-3.1%	30.9%	24.22	18.51
한국	리튬염	후성	15.20	17.43	2.86	2.30	-18.1%	13.7%	25.45	22.39
한국	전해질	솔브레인	15.92	14.31	0.96	0.84	6.6%	3.1%	6.41	6.22
한국	배터리 셀	삼성 SDI	5.55	8.04	1.27	1.18	-7.7%	54.8%	22.96	14.83
한국	배터리 셀	LG 화학	7.73	9.90	1.40	1.30	-15.5%	39.3%	18.05	12.96
한국 평균			10.85	13.46	2.32	2.01	-10.2%	45.9%	25.71	16.63

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy 본부

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 대표이사는 최전보정밀 대표이사 출신 이상율
- 2018년 연결 매출액 조 1,201 억원, 연결 영업이익 270 억원 기록
- 2018년 자산은 1,187 억원, 부채는 123 억원, 자본은 1,064 억원
- 발행주식 수: 7,856,294 주 (자기주식수:64 주)

매출 비중

매출 비중	비율
전자소재	71%
2차전지 소재	16%
정밀화학 소재	6%
의약품 소재	6%
상품	1%

주가 변동요인

- IT 산업 변동, 2차전지 시장 팽창과 수요처의 출현

자료: 천보, 대신증권 Research&Strategy본부

주: 2018년 기준
자료: 천보, 대신증권 Research&Strategy본부

2. Earnings Driver

세계 전기차 판매량 추이

기간	전세계 전기차 판매량 (대)
17.01	200,000
17.02	230,000
17.03	340,000
17.04	230,000
17.05	270,000
17.06	310,000
17.07	290,000
17.08	270,000
17.09	360,000
17.10	300,000
17.11	380,000
17.12	450,000
18.01	260,000
18.02	260,000
18.03	400,000
18.04	300,000
18.05	360,000
18.06	360,000
18.07	350,000
18.08	360,000
18.09	440,000
18.10	440,000
18.11	510,000
18.12	540,000
19.01	360,000
19.02	310,000
19.03	490,000

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

중국 탄산리튬 유통 가격 추이

기간	중국 탄산리튬 유통가격 (달러/톤)
07.12	4,000
08.03	7,000
08.06	8,000
08.09	9,000
08.12	5,000
09.03	5,000
09.06	5,000
09.09	5,000
09.12	5,000
10.03	5,000
10.06	5,000
10.09	5,000
10.12	5,000
11.03	5,000
11.06	5,000
11.09	5,000
11.12	5,000
12.03	5,000
12.06	5,000
12.09	5,000
12.12	5,000
13.03	5,000
13.06	5,000
13.09	5,000
13.12	5,000
14.03	5,000
14.06	5,000
14.09	5,000
14.12	5,000
15.03	5,000
15.06	5,000
15.09	5,000
15.12	5,000
16.03	22,000
16.06	20,000
16.09	18,000
16.12	16,000
17.03	16,000
17.06	18,000
17.09	23,000
17.12	23,000
18.03	23,000
18.06	20,000
18.09	10,000
18.12	10,000
19.03	10,000

자료: Bloomberg, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	87	120	163	212	258
매출원가	67	91	123	166	206
매출총이익	20	29	40	46	52
판매비와관리비	2	2	4	6	7
영업이익	18	27	36	41	45
영업이익률	20.6	22.5	21.9	19.1	17.5
EBITDA	25	35	48	58	67
영업외손익	-1	0	-1	-2	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
외환관련이익	0	1	1	1	1
금융비용	-1	-1	-2	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	17	27	35	39	43
법인세비용	-2	-4	-5	-6	-7
계속사업순손익	15	23	29	33	37
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	23	29	33	37
당기순이익률	16.9	18.9	17.9	15.5	14.2
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	15	23	29	33	37
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	15	23	30	33	37
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	15	23	30	33	37

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,853	2,829	2,970	3,292	3,653
PER	0.0	0.0	27.5	24.8	22.4
BPS	9,619	13,450	14,011	17,071	20,722
PBR	0.0	0.0	5.8	4.8	3.9
EBITDAPS	3,079	4,385	4,871	5,825	6,706
EV/EBITDA	0.5	NA	17.7	15.0	13.1
SPS	10,936	15,011	16,549	21,239	25,784
PSR	0.0	0.0	4.4	3.5	2.9
CFPS	3,159	4,542	4,966	5,919	6,800
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	21.6	37.3	35.5	30.5	21.4
영업이익 증가율	21.0	49.9	31.8	14.0	11.3
순이익 증가율	18.0	52.7	29.0	12.7	11.0
수익성					
ROIC	19.5	23.6	23.7	19.2	16.6
ROA	19.6	22.9	20.9	17.3	15.8
ROE	21.3	24.5	23.8	21.3	19.3
안정성					
부채비율	32.2	25.2	50.2	53.6	50.0
순차입금비율	14.6	-5.6	23.1	31.9	30.9
이자보상배율	27.4	45.4	22.3	18.5	18.1

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	42	72	92	109	128
현금및현금성자산	1	8	10	8	8
매출채권 및 기타채권	17	24	32	41	50
재고자산	20	26	35	46	56
기타유동자산	4	14	14	14	14
비유동자산	60	63	115	153	183
유형자산	57	60	93	130	160
관계기업투자금	0	0	20	20	20
기타비유동자산	3	3	2	2	2
자산총계	102	135	207	262	311
유동부채	23	26	68	90	102
매입채무 및 기타채무	6	8	10	12	14
차입금	14	3	33	53	63
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	15	25	25	25
비유동부채	2	1	1	1	1
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	1	1	1	1
부채총계	25	27	69	91	104
자배지분	77	108	138	171	207
자본금	1	4	5	5	5
자본잉여금	4	9	9	9	9
이익잉여금	72	95	124	157	193
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	77	108	138	171	207
순차입금	11	-6	32	54	64

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	14	22	25	31	41
당기순이익	15	23	29	33	37
비현금항목의 가감	10	14	20	26	31
감가상각비	7	8	12	18	22
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	6	8	9	10
자산부채의 증감	-9	-12	-18	-20	-19
기타현금흐름	-2	-2	-7	-8	-9
투자활동 현금흐름	-14	-22	-65	-55	-51
투자자산	0	-9	-20	0	0
유형자산	-14	-12	-45	-55	-51
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-1	7	37	16	6
단기차입금	0	0	30	20	10
사채	0	11	10	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-1	-4	-4	-4	-4
현금의 증감	-1	7	2	-3	0
기초 현금	2	1	8	10	8
기말 현금	1	8	10	8	8
NOPLAT	16	23	30	34	38
FCF	8	18	-3	-3	8

자료: 천보, 대신증권 Research&Strategy 본부