

천보(278280,KQ)

스몰캡 한병화

Tel. 02)368-6171 / bhh1026@eugenefn.com

2차전지 핵심 전해질 전문 소재 기업

■ 반도체, 디스플레이 소재, 전기차용 2차전지 소재 제조 업체

동사는 2007년 설립. 소재 사업 확대와 함께 지속적 매출성장, 2019년 2월 11일 상장. 사업부문은 반도체, 디스플레이, 2차전지, 의약품용 소재로 구성되어 있다. 기술난이도가 높아 경쟁업체 수가 제한적이어서 상대적으로 높은 마진율을 향유하고 있다.

■ 전기차 배터리용 전해액 첨가제 시장 성장의 핵심 수혜주

전기차용 배터리의 전해질 첨가소재는 기존에 LIPF6를 많이 사용했으나 최근에는 빠른 충전, 긴 주행거리 등이 요구됨에 따라 고출력을 위한 LiFSI, LiPO2F2, LiDFOP 등이 신소재들의 시장이 열리고 있다. 동사는 이러한 고출력소재들을 세계최초로 상용화해서 성장하고 있다. F전해질(LiFSI)은 동사와 중국 1개사만이 생산 중으로 GM, 폭스바겐, 현대차 EV용 2차전지에 사용되고 있다. P전해질은(LiPO2F2) 동사의 가장 핵심적인 제품으로 중국과 국내업체에 공급되고 있다. D전해질(LiDFOP)은 일본업체가 특허를 보유하고 동사에 생산을 맡긴 제품으로 내년부터 본격적으로 매출액이 발생한다. 이외에 LCD 식각첨가제와 OLED 발광소재, 반도체 미세 패터닝 SOH(Spin-On Coating) 소재도 생산하고 있다.

■ 증설효과 반영되는 2020년 실적기준으로는 저평가, 목표주가 9만원 제시

천보는 P, D, F 전해질을 모두 증설 중이다. 3가지 전해질의 생산능력은 2018년 470톤에서 2019년 1,330톤, 2020년 1,940톤으로 증가한다. 이에 따라 동사의 영업이익도 2019년 22% 증가하고 2020년에는 52%로 성장세가 확대된다. 동사에 대해 목표주가 90,000을 제시한다. 목표주가는 2019년, 2020년 평균 EPS에 PER 27배를 적용한 것이다.

BUY(신규)

목표주가(12M, 신규) 90,000원
현재주가(6/25) 74,800원

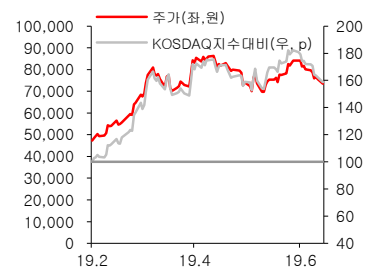
Key Data (기준일: 2019.06.25)

KOSPI(pt)	2,122
KOSDAQ(pt)	710
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	748
52주 최고/최저(원)	88,300 / 46,050
52주 일간 Beta	1.44
발행주식수(천주)	10,000
평균거래량(3M, 천주)	122
평균거래대금(3M, 백만원)	9,507
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	1.3
주요주주 지분율(%)	-
이상율 외 23인	59.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	3.9	-	-
KOSPI 대비 상대수익률	-3.7	6.3	-	-

Company vs KOSPI composite



실적 전망 및 Valuation

도표 73 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원, %)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	30.6	36.0	58.6	52.7	63.6	72.0	87.5	120.1	149.8	210.1
YoY(%)	-	17.7	62.5	-10.0	20.6	13.1	21.6	37.3	24.7	40.2
제품별 매출액										
전자소재	-	-		-	46.4	52.3	60.1	71.0	61.0	71.0
2차전지 소재	-	-		-	2.1	7.2	13.8	31.1	70.0	122.0
기타	-	-		-	15.1	12.4	13.6	17.9	18.8	17.0
제품별 비중(%)										
전자소재	-	-		-	73.0	72.7	68.7	59.1	40.7	33.8
2차전지 소재	-	-		-	3.3	10.0	15.7	25.9	46.7	58.1
기타	-	-		-	23.7	17.3	15.5	14.9	12.5	8.1
수익										
영업이익	8.3	8.7	10.1	9.9	15.6	14.9	18.0	27.0	32.9	49.9
세전이익	8.1	8.8	10.4	10.3	16.1	14.7	16.7	26.7	32.4	45.8
당기순이익	7.5	7.5	9.2	8.5	13.5	12.6	14.8	22.6	27.6	39.6
지배주주순이익							14.8	22.6	27.6	39.6
이익률(%)										
영업이익률	27.1	24.3	17.3	18.7	24.4	20.7	20.6	22.5	22.0	23.7
세전이익률	26.6	24.5	17.8	19.6	25.3	20.5	19.1	22.3	21.6	21.8
당기순이익률	24.4	20.9	15.7	16.2	21.2	17.5	16.9	18.9	18.5	18.8
지배주주순이익률							16.9	18.9	18.5	18.8

자료: 유진투자증권, 참고: 결산월변경 2007.09(3→9), 2013.12(9→12), 2017년부터 연결 기준

도표 74 국내 유사기업 Valuation 비교

	평균	에코프로	후성	일진머티리얼즈	포스코케미칼	코스모신소재	엘앤에프
국가							
2019-06-25		26,800	7,170	37,150	53,600	13,650	27,350
통화		KRW	KRW	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(십억원)		592.0	664.0	1,713.0	3,269.0	269.6	677.2
PER(배)							
FY17A	33.4	-	31.8	38.9	22.7	29.4	44.4
FY18A	31.1	18.5	22.3	45.7	28.5	32.0	39.3
FY19F	31.5	12.0	20.0	37.9	22.7	31.5	64.8
FY20F	16.9	7.2	13.4	25.1	17.2	13.6	25.1
PBR(배)							
FY17A	4.9	5.9	5.3	3.3	3.6	3.9	7.3
FY18A	4.2	4.0	3.3	3.6	5.0	3.9	5.4
FY19F	3.1	2.2	2.7	3.0	3.6	2.8	4.4
FY20F	2.6	1.7	2.3	2.7	3.1	2.3	3.7
매출액(십억원)							
FY17A		329.0	248.8	454.0	1,197.2	314.6	403.0
FY18A		669.4	274.9	502.0	1,383.6	534.0	505.7
FY19F		922.0	290.3	538.9	1,585.0	504.0	466.0
FY20F		1,379.7	341.8	719.4	2,091.9	719.0	783.4
영업이익(십억원)							
FY17A		21.8	35.5	49.5	104.0	8.5	29.4
FY18A		62.3	39.6	48.7	106.3	15.1	27.0
FY19F		77.3	36.5	58.2	120.9	13.5	18.6
FY20F		115.7	51.1	86.0	174.0	26.0	43.2
영업이익률(%)							
FY17A		6.6	14.3	10.9	8.7	2.7	7.3
FY18A		9.3	14.4	9.7	7.7	2.8	5.3
FY19F		8.4	12.6	10.8	7.6	2.7	4.0
FY20F		8.4	15.0	11.9	8.3	3.6	5.5
순이익(십억원)							
FY17A		-6.8	28.2	42.2	103.6	8.2	19.9
FY18A		39.3	28.1	41.3	132.2	10.4	19.4
FY19F		49.2	26.4	45.3	142.0	9.0	10.4
FY20F		82.1	39.1	68.2	188.1	20.0	26.9
EV/EBITDA(배)							
FY17A	21.0	24.1	15.9	20.8	18.6	21.9	24.9
FY18A	19.9	11.3	12.7	23.6	29.8	17.8	23.9
FY19F	16.4	7.2	12.5	17.4	20.9	15.1	25.0
FY20F	10.7	4.9	8.5	12.4	14.5	10.2	13.6
ROE(%)							
FY17A	12.2	-4.7	18.2	10.3	17.2	13.1	19.0
FY18A	15.8	24.0	16.0	7.8	19.0	12.9	14.8
FY19F	12.9	19.8	14.7	8.2	17.3	9.2	7.9
FY20F	18.3	24.3	18.5	11.2	19.1	18.6	18.0

참고: 2019.06.25 종가 기준, 컨센서스 적용. 후성, 일진머티리얼즈는 당사추정치 적용
 자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 첨단 소재 제조 업체

도표 75

사업영역: 2차전지 소재, 반도체 소재, 디스플레이 소재, 의약품 소재



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 76

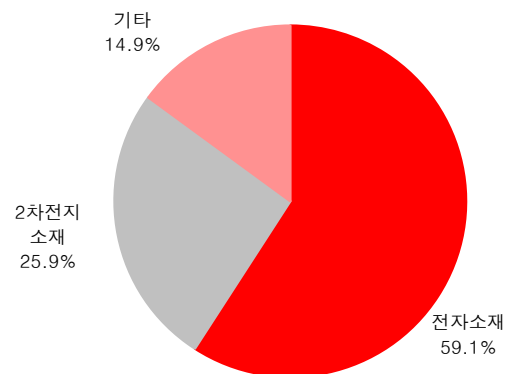
주요 연혁

연도	내용
2007	(주) 천보 설립
2008	전자소재시장 진출
2009	의약품 중간체 시장 진출
2011	반도체 소재 합성공장 준공
2013	2차전지 전해액 첨가제 생산
2013	OLED 소재 생산
2017	세계 최초 2차전지 LFSI 양산
2017	중국 현지법인 설립
2018	EV용 2차전지 전해질 생산공장 준공
2019	코스닥 상장(2/11)

자료: 유진투자증권

도표 77

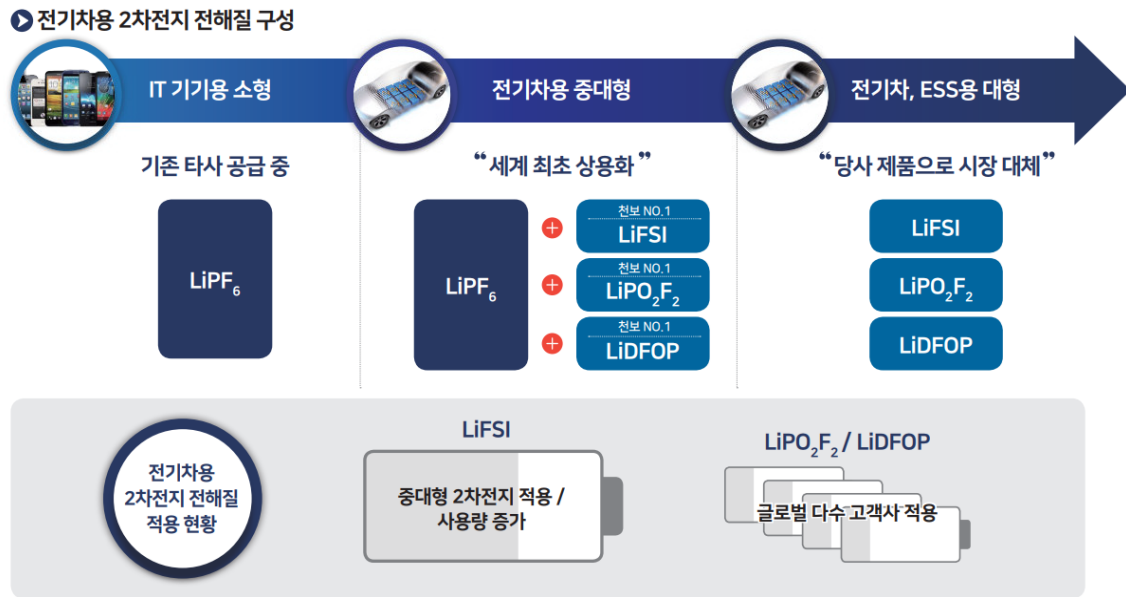
매출 구성 (2018년 연결기준)



자료: 유진투자증권

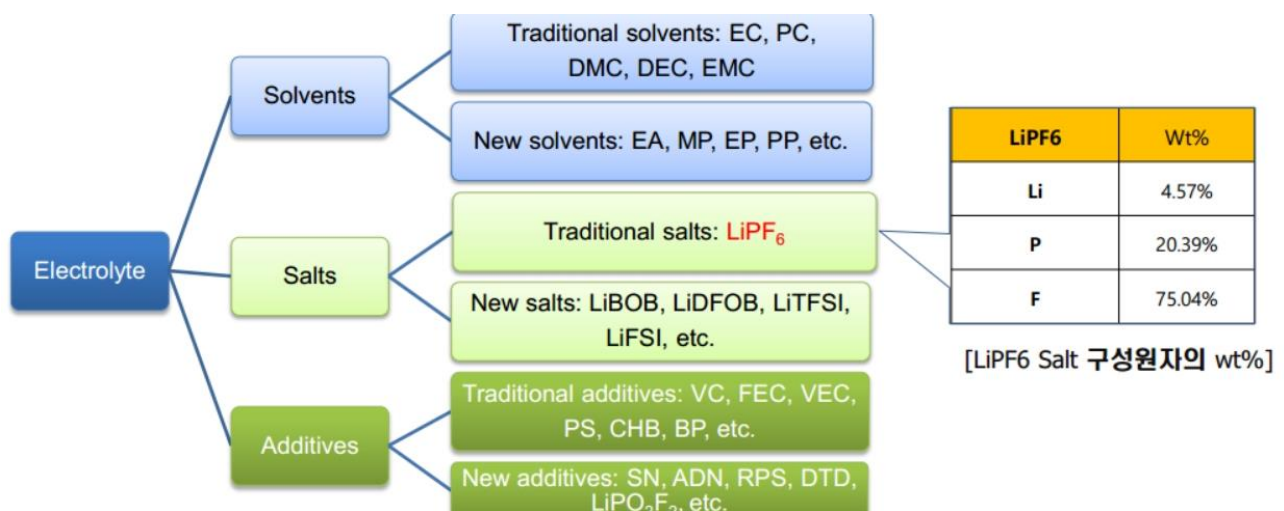
전기차용 2차전지 전해질 사업의 빠른 성장

도표 78 전기차용 2차전지 전해질 사업



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 79 2차전지 전해액 재료 분류

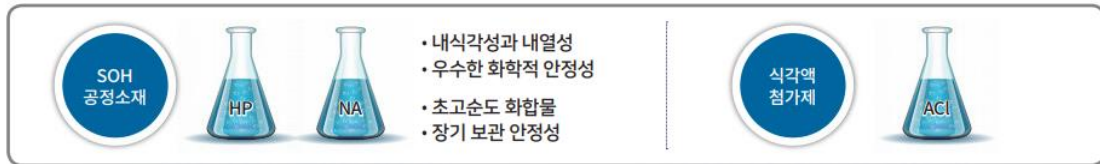


자료: 천보, 유진투자증권

반도체/디스플레이/의약품 사업의 안정적 성장

도표 80 동사의 반도체 공정용 소재 사업부문

▶ 반도체 미세 패턴 공정용 핵심 소재



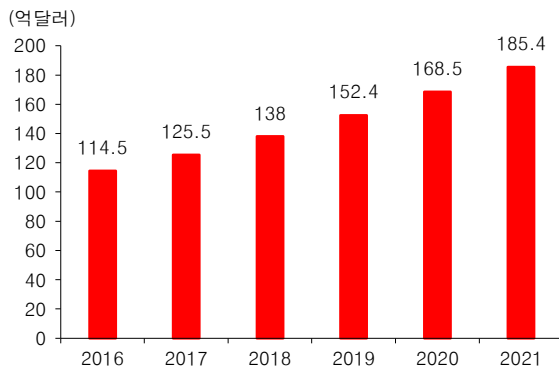
*HP: 내식각성과 내열(내열성)을 가져야 하며, 스퍼온 코팅(spin-on coating) 공정에도 적합하고, 층 내부에 결점 생기지 않고, 표면도 매끄럽게 되는 재질인면서, 반도체 물량들을 줄여 생산성 향상을 가능하게 해주는 초고순도 핵심 소재임

▶ 반도체 공정



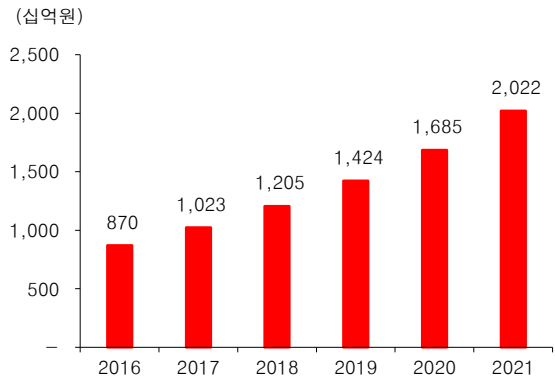
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 81 세계 반도체용 화학소재 시장 전망



자료: 중소벤처기업부, 유진투자증권

도표 82 국내 반도체용 화학소재 시장 전망



자료: 중소벤처기업부, 유진투자증권

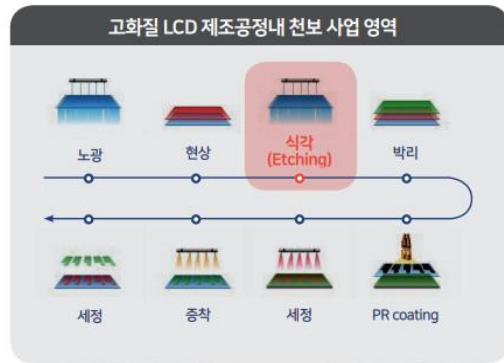
도표 83 동사의 디스플레이 소재 사업부문

▶ ATZ (아미노테트라졸)

식각
첨가제

- ATZ(아미노테트라졸)
- MTZ(차세대 제품)

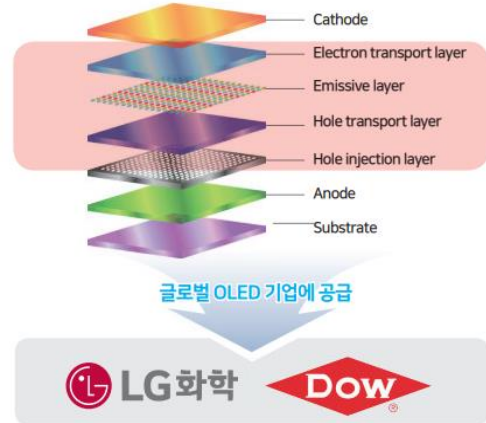
- 패널 생산 효율 증대 - 식각 속도 조절, 불량률 감소
- 초고화질 구현 - 미세패턴 형성



▶ OLED 소재

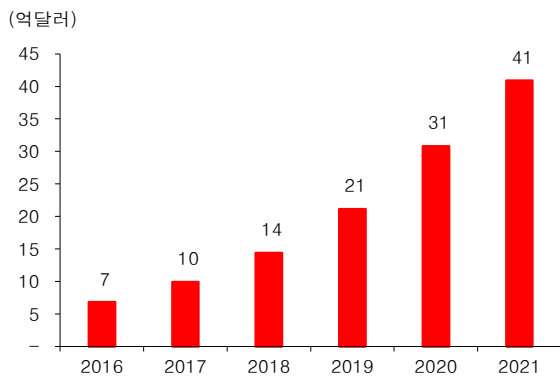
발광소재 /
공통층 소재

- RED 발광소재(RS-85)
- 중간체 BD-81, BD-83
- 공통층소재 H-369, H-668



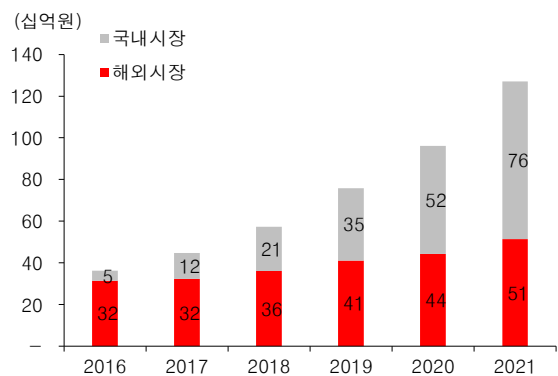
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 84 세계 디스플레이 소재 시장 전망



자료: 중소벤처기업부, 유진투자증권

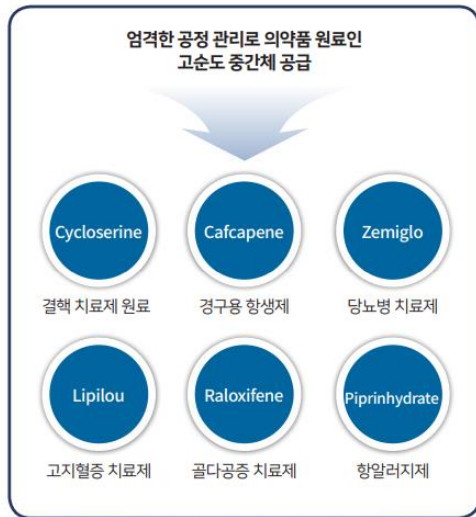
도표 85 세계 OLED 소재 시장 전망



자료: 한국무역협회, 유진투자증권

도표 86 동사의 의약품 소재 사업부문

▶ 의약품 중간체



▶ 당사 제품 적용 완제의약품



자료 : IR Book, 유진투자증권

도표 87 해외시장 진출 전략



자료 : IR Book, 유진투자증권

천보(278280.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
자산총계	82.5	101.7	134.7	243.8	287.5
유동자산	30.9	42.0	71.9	150.3	184.8
현금성자산	3.6	2.5	19.2	69.3	72.0
매출채권	13.7	16.6	23.7	38.9	54.9
재고자산	11.6	19.6	26.1	39.0	55.0
비유동자산	51.6	59.7	62.8	93.6	102.7
투자자산	2.2	2.0	1.3	1.4	1.5
유형자산	48.7	57.0	60.3	89.3	96.1
기타	0.6	0.7	1.2	2.9	5.2
부채총계	20.6	24.8	27.1	28.9	33.0
유동부채	14.7	23.2	25.8	27.4	31.5
매입채무	3.5	5.4	7.2	9.8	13.8
유동성외부채	9.4	13.7	13.2	12.1	12.1
기타	1.7	4.1	5.4	5.5	5.5
비유동부채	5.9	1.6	1.4	1.4	1.5
비유동기타부채	4.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.1	1.6	1.4	1.4	1.5
자본총계	61.9	77.0	107.6	215.0	254.5
자본지분	61.9	77.0	107.6	215.0	254.5
자본금	1.1	1.1	4.0	5.1	5.1
자본잉여금	4.2	4.2	8.8	87.5	87.5
이익잉여금	56.6	71.6	94.8	122.4	162.0
기타	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
비자본지분	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
자본총계	61.9	77.0	107.6	215.0	254.5
총차입금	14.2	13.7	13.2	12.1	12.1
순차입금	10.7	11.2	(6.0)	(57.2)	(59.8)

현금흐름표

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동현금흐름	7.7	14.3	22.2	13.0	25.1
당기순이익	12.6	14.8	22.6	27.6	39.6
자산상각비	4.9	6.6	8.0	10.5	13.3
기타비현금성손익	(0.1)	0.1	0.1	1.6	0.0
운전자본증감	(9.7)	(8.8)	(12.4)	(25.1)	(27.9)
매출채권감소(증가)	(4.3)	(2.8)	(6.6)	(9.7)	(15.9)
재고자산감소(증가)	(3.5)	(8.3)	(6.5)	(12.9)	(16.0)
매입채무증가(감소)	(0.8)	0.3	2.7	2.3	4.0
기타	(1.2)	1.9	(2.1)	(4.8)	0.0
투자활동현금흐름	(18.8)	(13.9)	(22.1)	(113.8)	(25.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	(2.5)	(3.4)
장기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
실비투자	(18.9)	(14.3)	(12.4)	(39.4)	(20.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
무형자산처분	0.1	(0.1)	(0.6)	(1.8)	(2.4)
재무활동현금흐름	10.2	(1.1)	6.7	78.3	0.0
차입금증가	10.2	(1.1)	6.7	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	0.0	78.3	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(0.9)	(0.6)	6.8	(22.3)	(0.8)
기초현금	2.9	2.0	1.4	8.2	(14.1)
기말현금	2.0	1.4	8.2	(14.1)	(14.9)
Gross cash flow	20.5	25.3	36.3	39.8	52.9
Gross investment	28.6	22.7	34.5	136.4	50.3
Free cash flow	(8.1)	2.6	1.8	(96.6)	2.6

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	72.0	87.5	120.1	149.8	210.1
증가율(%)	13.1	21.6	37.3	24.7	40.2
매출원가	55.6	67.4	90.9	113.7	156.1
매출총이익	16.3	20.1	29.2	36.0	54.0
판매 및 일반관리비	1.4	2.0	2.1	3.1	4.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	14.9	18.0	27.0	32.9	49.9
증가율(%)	(4.1)	21.0	49.9	21.8	51.4
EBITDA	19.8	24.6	35.1	43.4	63.2
증가율(%)	3.2	24.6	42.4	23.8	45.5
영업외손익	(0.2)	(1.3)	(0.3)	(0.5)	(4.1)
이자수익	0.0	0.0	0.1	0.4	0.2
이자비용	0.5	0.7	0.6	0.4	0.4
자분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	(0.8)	0.2	(0.5)	(3.8)
세전순이익	14.7	16.7	26.7	32.4	45.8
증가율(%)	(8.4)	13.4	60.3	21.1	41.3
법인세비용	2.2	1.9	4.1	4.7	6.2
당기순이익	12.6	14.8	22.6	27.6	39.6
증가율(%)	(6.7)	18.0	52.7	22.1	43.2
자배주주지분	12.6	14.8	22.6	27.6	39.6
증가율(%)	적지	18.0	52.7	22.1	43.2
비자배지분	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
EPS	60,673	7,158	2,881	2,772	3,956
증가율(%)	-	(88.2)	(59.7)	(3.8)	42.7
수정EPS	60,673	7,158	2,881	2,772	3,956
증가율(%)	-	(88.2)	(59.7)	(3.8)	42.7

주요투자지표

	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	60,673	7,158	2,881	2,772	3,956
BPS	282,691	35,123	13,450	21,473	25,424
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	-	27.0	18.9
PBR	-	-	-	3.5	2.9
EV/ EBITDA	0.5	0.5	-	15.9	10.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	-	-
PCR	-	-	-	18.8	14.1
수익성(%)					
영업이익율	20.7	20.6	22.5	22.0	23.7
EBITDA이익율	27.5	28.2	29.2	29.0	30.1
순이익율	17.5	16.9	18.9	18.5	18.8
ROE	22.2	21.3	24.5	17.1	16.9
ROIC	20.8	19.9	24.1	21.7	24.5
안정성(배,%)					
순차입금/자본지분	17.2	14.6	(5.6)	(26.6)	(23.5)
유동비율	211.0	181.0	279.1	548.0	586.9
이자보상배율	32.9	27.4	45.4	74.3	113.7
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.9	1.0	0.8	0.8
매출채권회전율	6.2	5.8	6.0	4.8	4.5
재고자산회전율	7.3	5.6	5.3	4.6	4.5
매입채무회전율	18.8	19.6	19.0	17.6	17.7