

천보(278280)

실적 회복 확인이 절실

4Q23 영업이익 적자전환, 새만금 신공장 본격 가동 시점 2Q24로 지연

동사의 4Q23 실적은 매출액 390억원(-54% YoY, -21% QoQ), 영업이익 -71.8억원(적자전환 YoY/QoQ)으로 적자전환하며 시장기대치(매출액 559억원, 영업이익 28억원)를 크게 하회했다. 주력 제품 중 하나인 LiPO_2F_2 의 4Q23 한국 수출액은 수요 부진과 리튬 가격 추이 반영에 따른 판가 하락 영향으로 전분기 대비 약 35% 감소했다. 매출액 감소로 인해 고정비 부담이 증가하면서 영업손실이 불가피했다. 동사는 급증하는 LiPO_2F_2 , LiFSI 전해질 수요에 대응하고, 중국 업체 대비 가격 경쟁력 강화를 위해 새만금에 대규모 신공장을 건설 중이다. 특히 새만금 공장은 기존 공정 대비 30~50% 가량 원가절감이 가능한 신공정이 도입된다. 다만 장비 셋업과 라인 안정화에 차질이 발생하면서 4Q23으로 예상했던 가동 시점이 2Q24로 2개 분기 지연될 예정이다. 이로 인해 올해 상반기에도 실적 부진이 지속될 것으로 예상된다. 이를 반영한 2024년 매출액과 영업이익은 각각 2,025억원(+11% YoY), 11억원(흑자전환 YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

미국 IRA FEOC 탈중국 반사 수혜 시점 지연 가능성

당초 동사의 가장 큰 투자 포인트는 전해질도 탈중국화가 필요한 IRA 핵심 광물에 속한다는 것이었다. 핵심 광물의 경우 2025년부터 우려 외국기업의 핵심 광물 사용시 세액공제 보조금 대상에서 제외되며, 미국 혹은 FTA 체결국에서 조달해야 하기 때문이다. 북미 시장 진출을 준비 중인 다수의 배터리 셀 업체들이 미국 IRA법 내 핵심 광물에 속하는 전해질 공급망 재구축 필요성이 커지면서 신규 전해질 및 첨가제 수요가 동시에 집중될 것으로 기대됐다. 실제로 동사는 지난해부터 국내 3사 배터리 셀 업체들과 글로벌 1위 OEM 등 장기 공급 물량들을 확대 중이다. 그러나 지난 12월에 발표된 IRA FEOC 세부 조항에 따르면 자동차 제조사는 핵심광물 추적을 위한 시스템을 2026년까지 구축해야 하며, 해당 기간까지는 원산지 추적이 어렵고 배터리 셀 제조원가 비중이 2% 미만인 특정 광물에 대해서는 FEOC 규정을 적용 받지 않는다는 내용이 포함됐다. 세부 리스트는 추후 공개될 예정이나 전해질이 이에 해당될 가능성이 존재한다. 이 경우 당장 탈중국화가 반드시 필요한 상황은 아닐 수 있어 동사의 수혜가 강해지는 시점이 2026년 이후로 지연될 수 있다는 불확실성이 있다.

매수 투자 의견 유지하나 목표주가 120,000원으로 하향

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 120,000원으로 하향한다. 목표주가는 배터리 셀 업체들의 완전한 전해질업 탈중국 시점이 다소 지연될 수 있다는 점을 반영한 2026년 예상 EPS에 2026~2028년 북미와 전세계 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균에 PEG 1.0을 반영한 P/E 25.0배를 적용해 산출했다. 동사 주가는 지난 4Q22부터 실적 부진이 이어지면서 고점 대비 큰 폭으로 하락했다. 올해 상반기에도 뚜렷한 실적 개선세를 기대하긴 쉽지 않아 보이나 하반기 신공장 본격 가동으로 점진적인 회복세가 예상되어 시장의 우려가 충분히 반영된 현 주가를 바닥으로 점차 상승세를 나타낼 것으로 전망된다. 다만 당초 동사의 중요한 투자 포인트였던 FEOC의 수혜 시점이 다소 지연될 수 있다는 점을 고려하여 중장기적인 관점에서 접근할 것을 추천한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

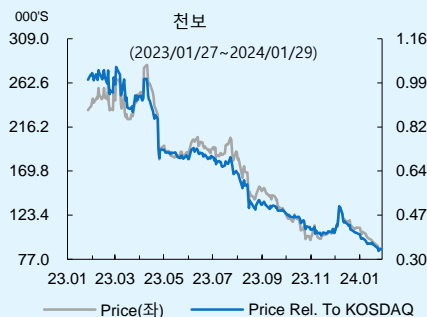
목표주가(12M)	120,000원(하향)
증가(2024.01.29)	87,700원
상승여력	36.8%

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	1,000만주
시가총액	877십억원
외국인지분율	7.1%
52주 주가	86,200~281,500원
60일평균거래량	57,128주
60일평균거래대금	6.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.4	-13.6	-51.9	-63.1
상대수익률	-14.9	-21.8	-41.5	-74.0

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	329	183	203	430
영업이익(십억원)	56	-4	1	30
순이익(십억원)	37	-38	-14	5
EPS(원)	3,736	-3,767	-1,383	502
BPS(원)	34,308	30,111	28,299	28,371
PER(배)	58.4			174.8
PBR(배)	6.4	2.9	3.1	3.1
ROE(%)	11.9	-11.7	-4.7	1.8
배당수익률(%)	0.2	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	39.2	-	445.5	38.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

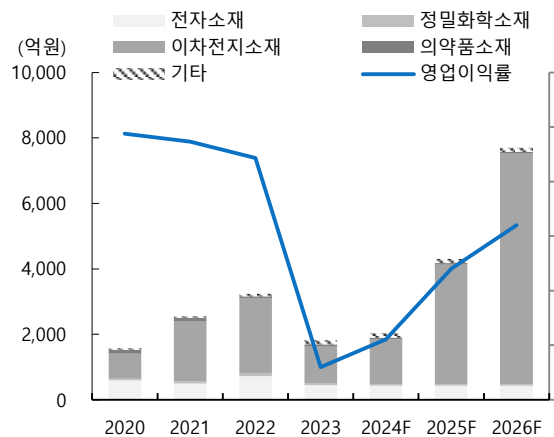
정원석 2122-9203 wschung@hi-ib.com

표1. 천보 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	470	473	494	390	393	462	548	622	1,827	2,025	4,300	7,692
전자소재	123	115	100	113	109	107	110	109	450	435	435	435
정밀화학소재	15	14	10	13	13	12	13	12	52	49	49	49
이차전지소재	272	309	339	218	229	298	382	458	1,138	1,367	3,640	7,031
의약품소재	6	16	14	12	14	13	13	14	52	49	54	54
기타	54	19	31	34	28	31	31	30	128	138	120	122
YoY	-50%	-28%	-42%	-54%	-16%	-2%	11%	59%	-44%	11%	112%	79%
QoQ	-44%	1%	4%	-21%	1%	18%	19%	13%				
매출원가	432	446	464	440	406	436	502	564	1,782	1,908	3,772	6,440
매출원가율	92%	94%	94%	113%	103%	94%	91%	91%	98%	94%	88%	84%
매출총이익	38	27	29	-49	-13	26	47	58	45	117	529	1,253
매출총이익률	8%	6%	6%	-13%	-3%	6%	9%	9%	2%	6%	12%	16%
판매비 및 관리비	21	17	21	23	20	25	29	33	82	106	227	405
판매비율	5%	4%	4%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	5%	5%	5%
영업이익	16	10	8	-72	-33	1	18	25	-37	11	302	847
영업이익률	3%	2%	2%	-18%	-8%	0%	3%	4%	-2%	1%	7%	11%
YoY	-91%	-91%	-94%	적자전환	적자전환	-94%	114%	흑자전환	적자전환	흑자전환	2629%	181%
QoQ	-85%	-37%	-17%	적자전환	적자지속	흑자전환	3077%	39%				
세전이익	55	-298	-57	-81	-65	-45	-27	-20	-380	-157	65	590
순이익	42	-328	-52	-85	-65	-45	-27	-20	-422	-157	57	517
순이익률	9%	-69%	-10%	-22%	-17%	-10%	-5%	-3%	-23%	-8%	1%	7%
YoY	-69%	적자전환	적자전환	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	흑자전환	813%
QoQ	흑자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속				

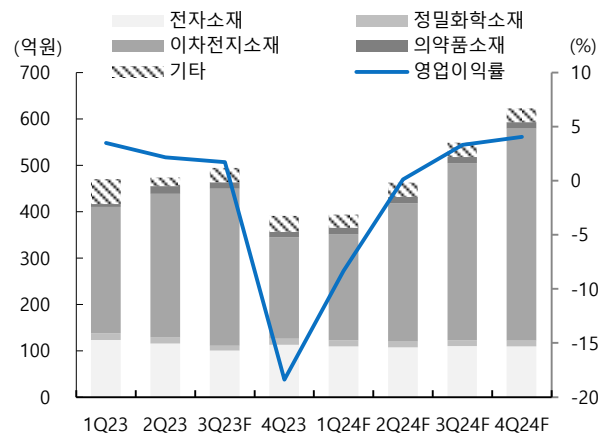
자료: 천보, 하이투자증권

그림1. 천보 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 천보, 하이투자증권

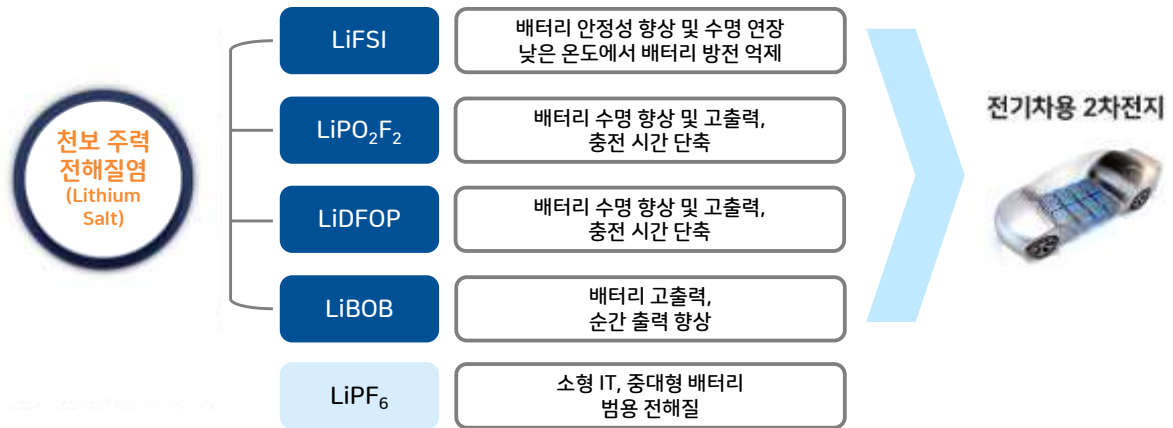
그림2. 천보 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 천보, 하이투자증권

그림3. 천보가 주력으로 생산하는 LiFSI(F전해질), LiPO₂F₂(P전해질), LiDFOP(D전해질), LiBOB(B전해질) 전해질염

★ 전해질 전기차용 이차전지 핵심 전해질 5종 - LiPF₆, LiFSI, LiPO₂F₂, LiDFOP, LiBOB,

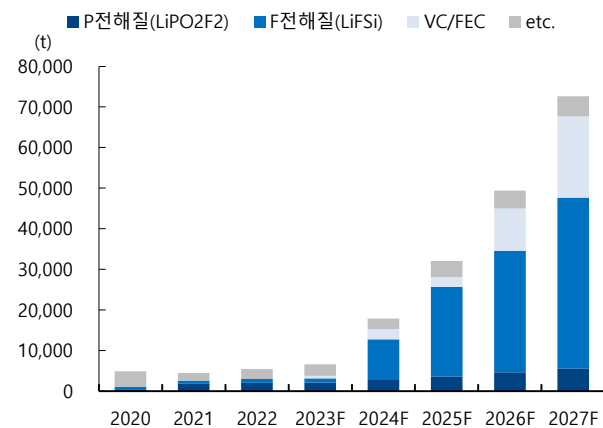


★ 전해액 첨가제



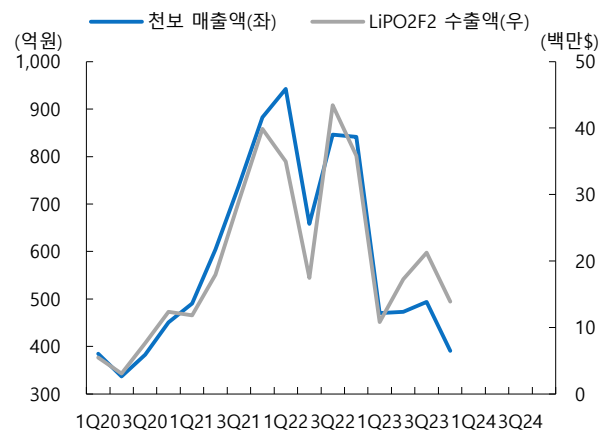
자료: 천보, 하이투자증권

그림4. 천보 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



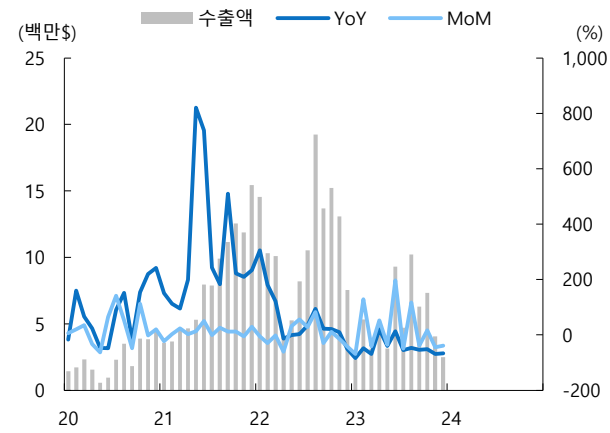
자료: 천보, 하이투자증권

그림5. 천보 매출액과 한국 P 전해질(LiPO₂F₂) 수출액 추이



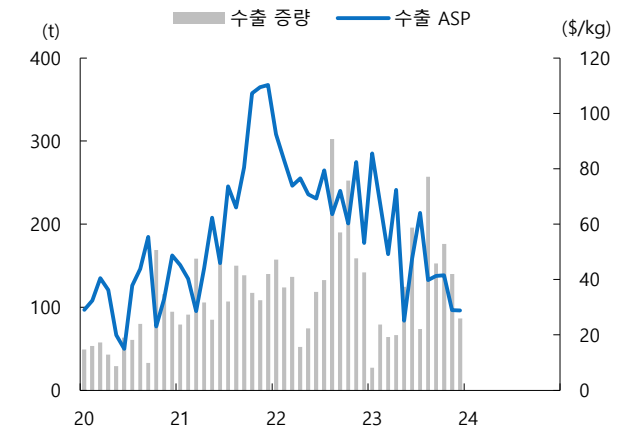
자료: 천보, KITA, 하이투자증권

그림6. 한국 P 전해질(LiPO_2F_2) 월별 수출액



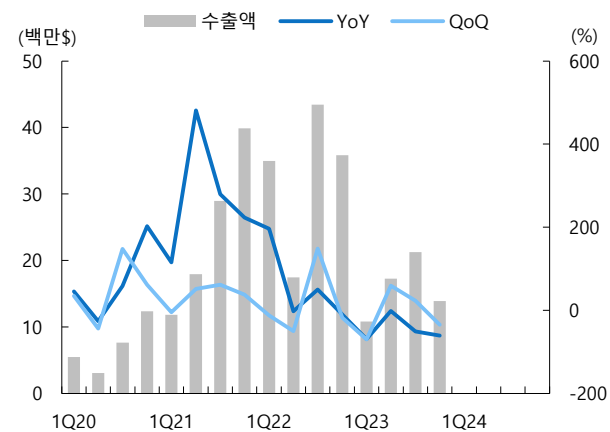
자료: KITA, 하이투자증권

그림7. 한국 P 전해질(LiPO_2F_2) 월별 수출 중량 및 ASP



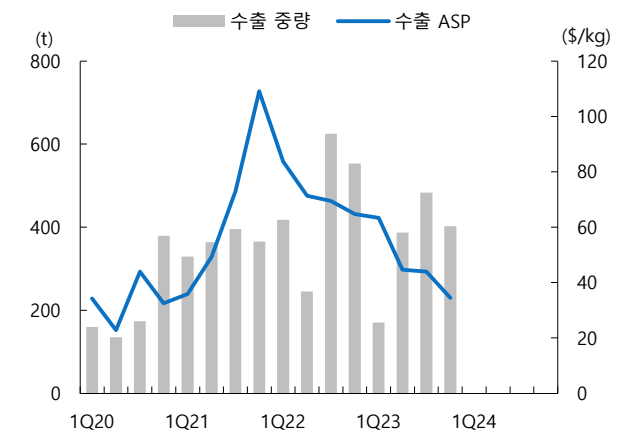
자료: KITA, 하이투자증권

그림8. 한국 P 전해질(LiPO_2F_2) 분기별 수출액



자료: KITA, 하이투자증권

그림9. 한국 P 전해질(LiPO_2F_2) 분기별 수출 중량 및 ASP



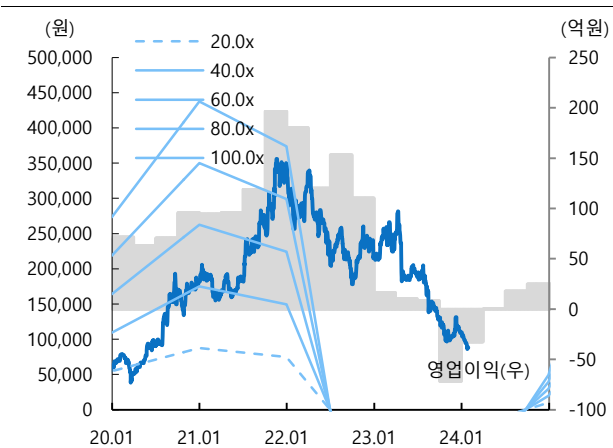
자료: KITA, 하이투자증권

표2. 천보 목표주가 산출

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
EPS (원)	2,734	4,377	3,736	-3,767	-1,383	502	4,569	
BPS (원)	22,452	28,479	34,308	30,111	28,299	28,371	32,511	
고점 P/E (배)	70.6	81.4	93.3	-26	-62			최근 5년간 평균: -
평균 P/E (배)	40.4	51.7	68.0	-48	-71			최근 5년간 평균: -
저점 P/E (배)	14.0	35.4	47.7	-75	-80			최근 5년간 평균: -
고점 P/B (배)	8.6	12.5	10.2	9.3	3.9			최근 5년간 평균: 8.9
평균 P/B (배)	4.9	8.0	7.4	6.0	3.5			최근 5년간 평균: 5.9
저점 P/B (배)	1.7	5.4	5.2	3.2	3.0			최근 5년간 평균: 3.6
ROE	12.6%	17.2%	11.9%	-11.7%	-4.7%	1.8%	15.0%	
적용 EPS (원) = 2026년				4,569				26~28년 전세기/북미 전기차 배터리 수요 성장률 평균
Target P/E (배)				25.0				
적정주가 (원)				114,232				
목표주가 (원)				120,000				26년 예상 실적 기준 P/E 26.3배
전일 종가 (원)				87,700				26년 예상 실적 기준 P/E 19.2배
상승 여력				36.8%				

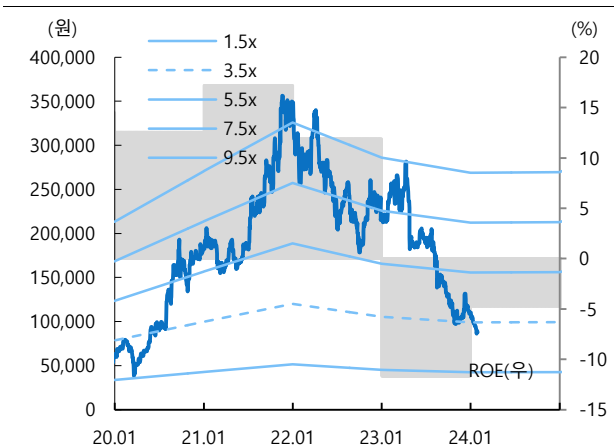
자료: 천보, 하이투자증권

그림10. 천보 12개월 Forward P/E



자료: 하이투자증권

그림12. 천보 12개월 Forward P/B



자료: 하이투자증권

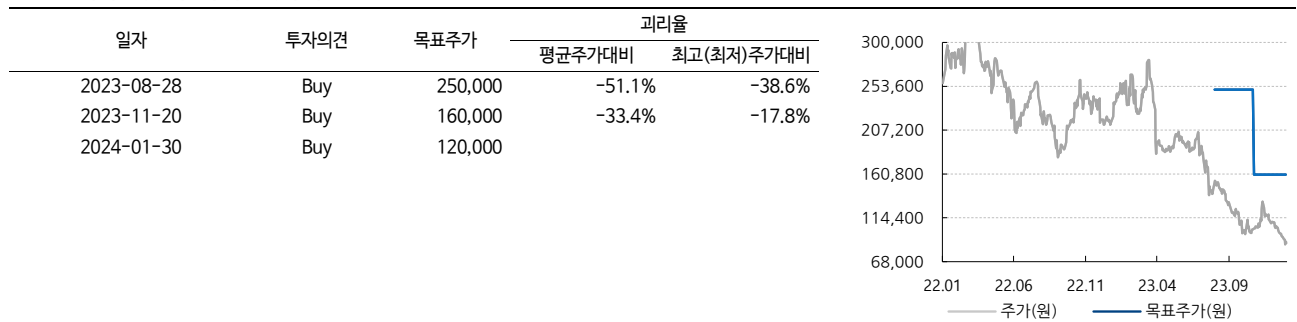
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	439	302	353	428	매출액	329	183	203	430
현금 및 현금성자산	65	9	47	40	증가율(%)	21.1	-44.4	10.9	112.3
단기금융자산	201	181	190	171	매출원가	264	178	191	377
매출채권	61	34	37	79	매출총이익	65	4	12	53
재고자산	86	49	51	107	판매비와관리비	8	8	11	23
비유동자산	379	464	543	582	연구개발비	2	1	1	3
유형자산	342	430	507	547	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1	1	1	1	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	819	766	897	1,010	영업이익	56	-4	1	30
유동부채	148	142	143	155	증가율(%)	11.5	적전	흑전	2,628.7
매입채무	37	33	32	45	영업이익률(%)	17.2	-2.0	0.5	7.0
단기차입금	48	48	48	48	이자수익	7	4	6	5
유동성장기부채	10	8	9	8	이자비용	11	11	16	19
비유동부채	275	275	425	525	지분법이익(손실)	1	0	1	0
사채	255	255	255	255	기타영업외손익	-4	-10	0	-1
장기차입금	20	20	170	270	세전계속사업이익	36	-38	-16	6
부채총계	424	418	568	680	법인세비용	-7	4	-	1
자배주주지분	343	301	283	284	세전계속이익률(%)	11.0	-20.8	-7.7	1.5
자본금	5	5	5	5	당기순이익	43	-42	-16	6
자본잉여금	124	124	124	124	순이익률(%)	13.0	-23.1	-7.7	1.3
이익잉여금	219	176	157	157	자배주주귀속 순이익	37	-38	-14	5
기타자본항목	-4	-4	-4	-4	기타포괄이익	1	1	1	1
비지배주주지분	52	47	45	46	총포괄이익	44	-42	-15	6
자본총계	395	348	328	330	자배주주귀속총포괄이익	37	-38	-14	5

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	66	32	9	-41	주당지표(원)				
당기순이익	43	-42	-16	6	EPS	3,736	-3,767	-1,383	502
유형자산감가상각비	1	1	1	2	BPS	34,308	30,111	28,299	28,371
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	3,828	-3,683	-1,242	682
지분법관련손실(이익)	1	0	1	0	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-374	-89	-120	-66	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	58.4			174.8
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	6.4	2.9	3.1	3.1
금융상품의 증감	-175	20	-9	19	PCR	57.0	-23.8	-70.6	128.5
재무활동 현금흐름	342	33	186	134	EV/EBITDA	39.2	-	445.5	38.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	150	100	ROE	11.9	-11.7	-4.7	1.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	17.5	-1.6	1.2	7.4
배당금지급	-3	-5	-5	-5	부채비율	107.3	119.9	173.1	206.3
현금및현금성자산의증감	29	-56	38	-7	순부채비율	16.7	40.3	74.3	112.0
기초현금및현금성자산	35	65	9	47	매출채권회전율(x)	5.5	3.9	5.7	7.4
기말현금및현금성자산	65	9	47	40	재고자산회전율(x)	4.4	2.7	4.0	5.4

자료 : 천보, 하이투자증권 리서치본부

천보 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-