

2023. 8. 16

EV/모빌리티팀

장정훈
Senior Analyst
jhooni.chang@samsung.com

천보 (278280)

변신의 고통

- 2분기 리뷰: 매출 473억원, 영업이익 11억원으로 시장 예상치 큰 폭 하회.
- 중국 수요 개선이 더디고 신공장 가동 시점 지연에 따라 향후 실적 전망치 하향 조정
- 목표가 160,000원 하향, 투자의견 HOLD로 낮춤.

▶ AT A GLANCE

투자의견	HOLD	
목표주가	160,000원	15.6%
현재주가	138,400원	
시가총액	1.4조원	
Shares (float)	10,000,000주 (43.9%)	
52주 최저/최고	138,400원/281,500원	
60일-평균거래대금	172.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
천보 (%)	-25.9	-46.1	-46.4
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-24.4	-51.9	-49.1

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	HOLD	BUY	
목표주가	160,000	250,000	-36.0%
2023E EPS	497	3,940	-87.4%
2024E EPS	6,591	10,337	-36.2%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	9
Target price	296,667
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

WHAT'S THE STORY?

2분기 리뷰: 연결기준 매출 473억원, 영업이익은 11억원을 기록. 시장 예상치를 큰 폭 하회. 주력제품인 F전해질은 전분기 대비 판매가 늘면서 61%의 매출 증가가 긍정적. 반면 F전해질 외의 경우, 신공정 적용 신규 라인 램프업을 앞두고 기존 공장을 5월까지 운영. 타 제품으로 전환함에 따라 매출이 급감. 여기에 2분기 LiPF6 평균 가격이 1분기 대비 약 30% 하락 (1분기: 톤 당 18,530위안, 2분기: 톤 당 12,790위안)에 따른 평가 하락도 영향을 미침에 따라 2차전지 소재 부문의 영업마진은 -1.3%로 처음으로 적자 전환. 또한 새만금 신규 공장에서 제품 시생산하는 과정에서 잡손실(111억원) 발생이 세전단 적자 전환에 영향 미침.

신공장 정상 가동 시점 지연으로 실적 전망 하향: 6월 중 신규 공장 가스 누출 및 폭발사고로 인한 FEC, VC 양산 가동이 예상보다 늦어지고, 기존 캐파 대비 10배 증설 중인 F전해질의 경우도 완공 시점을 기존 9월에서 11월로 연기. 이에 따라 F전해질 캐파 증설에 대한 효과가 4분기에도 제한적일 수밖에 없을 것으로 판단. 따라서 23년 매출은 2,317억원, 영업이익은 157억원으로 큰 폭 하향 조정이 불가피. 24년은 F전해질 정상 가동을 일정부분 반영해 매출은 23년 대비 150% 늘어난 5,780억원, 영업이익은 6배 증가한 959억원으로 전망. 다만 23년 예상치를 낮췄기 때문에 24년 예상치도 30% 하향 조정된 수준.

목표가 160,000원 하향, 투자의견 HOLD로 낮춤: 신규 공장 증설 효과로 중국 수요 부진 우려를 어느 정도 상쇄시킬 수 있는 시점은 올해보다 내년으로 미뤄야 할 듯함. 시장은 재고를 단기간에 꺼뜨릴 수 있는 중국 발 수요 회복이 제한적인 상황에서 새만금 공장에 새로 돌리는 FEC VC 가동률 상승과 F전해질이 예정대로 4분기 중에 정상 가동될 수 있는지를 따져봐야 하는 상황. 따라서 투자의견 HOLD로 당분간 낮출 필요. 목표가는 160,000원으로 기존 보다 36% 하향 조정함.

분기 실적

(십억원)	2Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	47.3	-28.1	0.6	-9.1	-3.9
영업이익	1.1	-91.0	-33.7	-70.1	-51.9
세전이익	-29.8	적전	적전	nm	nm
순이익	-32.8	적전	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	2.3				
세전이익	-63.0				
순이익	-69.3				

자료: 천보, Fnguide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2022	2023E	2024E
Valuation (배)			
P/E	58.4	278.5	21.0
P/B	6.3	4.0	3.4
EV/EBITDA	31.2	28.1	11.6
Div yield (%)	0.2	0.4	0.4
EPS 증가율 (%)	-14.6	-86.7	1,226.2
ROE (%)	11.9	1.5	17.7
주당지표 (원)			
EPS	3,736	497	6,591
BVPS	34,549	34,446	40,584
DPS	500	500	500

2분기 실적

(십억원)	2Q23	2Q22	1Q23	증감 (%)	
				전년동기 대비	전분기 대비
매출액	47.3	65.8	47.0	-28.1	0.6
영업이익	1.1	12.0	1.6	-91.0	-33.7
세전계속사업이익	-29.8	14.7	5.5	적전	적전
순이익	-32.8	14.4	4.2	적전	적전
이익률 (%)					
영업이익	2.3	18.3	3.5		
세전계속사업이익	-63.0	22.4	11.8		
순이익	-69.3	21.9	9.0		

자료: 천보, 삼성증권

연간 실적 추정 변경

(십억원)	2023E			2024E		
	수정 전	수정 후	차이 (%)	수정 전	수정 후	차이 (%)
매출액	392.9	231.7	-41.0	835.5	578.0	-30.8
영업이익	57.4	15.7	-72.6	141.2	95.9	-32.0
세전계속사업이익	47.5	6.0	-87.4	124.7	79.5	-36.2
순이익	45.2	5.7	-87.4	118.5	75.6	-36.2

자료: 삼성증권 추정

SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
영업가치	3,508.2	
2차전지 소재	3,363.4	23~24년 평균 추정 EBITDA * 동종 기업 23년 EV/EBITDA*
전자소재/의약품	144.9	23~24년 평균 추정 EBITDA * 동종 기업 23년 EV/EBITDA*
비영업가치		
자회사**	74.0	2분기 말 장부가에 30% 할인 적용
순차입금	221.1	
순자산가치	3,361.1	
할인(%)	50%	중국 고객 채고 리스크 + 신라인 가동 지연
주당 순자산 가치	168,055	
12개월 목표주가	160,000	
현 주가(원)	138,400	8월 16일 종가기준
상승 여력(%)	15.6%	

참고: *23년 EV/EBITDA 평균 값 = 2차전지 소재 34.8배, 전자소재/의약품 13.4배, **천보비엘에스는 영업가치에 반영

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	94.3	65.8	84.6	84.2	47.0	47.3	57.9	76.6	101.0	116.2	148.4	212.3	328.9	231.7	578.0
2차전자소재	65.3	36.8	64.4	64.1	27.2	30.9	35.4	54.9	79.4	97.8	124.5	187.4	230.6	148.4	489.0
전자소재	22.7	20.5	15.0	15.1	12.3	11.5	17.3	16.6	12.7	12.0	18.6	19.9	73.2	57.7	63.2
의약품 및 기타	6.3	8.6	5.2	5.0	7.5	4.9	5.2	5.0	9.0	6.4	5.3	5.1	25.0	25.6	25.8
영업이익	18.0	12.0	15.3	11.1	1.6	1.1	4.5	8.5	14.0	19.4	27.2	35.4	56.5	15.7	95.9
2차전자소재	12.1	7.2	12.0	10.1	0.9	-0.4	1.1	5.5	11.9	16.6	23.7	31.8	41.4	7.0	84.0
전자소재	4.8	4.4	3.0	0.8	1.1	1.8	2.9	2.5	1.4	1.9	3.0	3.0	12.9	8.2	9.3
의약품 및 기타	1.1	0.5	0.4	0.2	-0.3	-0.3	0.5	0.5	0.7	0.8	0.6	0.6	2.2	0.5	2.6
영업이익률 (%)	19.1	18.3	18.1	13.1	3.5	2.3	7.8	11.1	13.8	16.7	18.3	16.7	17.2	6.8	16.6
2차전자소재	18.6	19.6	18.6	15.8	3.1	-1.3	3.0	10.0	15.0	17.0	19.0	17.0	18.0	4.7	17.2
전자소재	21.1	21.3	19.8	5.1	8.6	15.3	17.0	15.0	11.0	16.0	16.0	15.0	17.6	14.3	14.7
의약품 및 기타	17.7	5.7	7.6	3.7	-3.6	-5.2	9.7	9.7	7.4	12.6	10.7	11.4	8.7	1.8	10.2

자료: 천보, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	272	329	232	578	781
매출원가	217	264	209	466	617
매출총이익	54	65	23	112	164
(매출총이익률, %)	20.0	19.7	9.9	19.4	21.0
판매 및 일반관리비	4	8	7	16	22
영업이익	51	56	16	96	142
(영업이익률, %)	18.6	17.2	6.8	16.6	18.2
영업외손익	4	-20	-10	-16	-25
금융수익	4	7	11	15	25
금융비용	1	24	20	32	50
지분법손익	-0	1	0	0	0
기타	2	-4	-0	-0	-0
세전이익	55	36	6	80	117
법인세	7	-7	0	4	6
(법인세율, %)	12.6	-18.7	5.0	5.0	5.0
계속사업이익	48	43	6	76	111
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	48	43	6	76	111
(순이익률, %)	17.7	13.0	2.5	13.1	14.2
지배주주순이익	44	37	5	66	97
비지배주주순이익	4	5	1	10	14
EBITDA	67	76	59	156	234
(EBITDA 이익률, %)	24.6	23.0	25.5	27.0	30.0
EPS (지배주주)	4,377	3,736	497	6,591	9,675
EPS (연결기준)	4,801	4,284	570	7,556	11,092
수정 EPS (원)*	4,377	3,736	497	6,591	9,675

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	-14	66	102	33	153
당기순이익	48	43	6	76	111
현금유출입이없는 비용 및 수익	23	39	53	81	123
유형자산 감가상각비	16	19	43	60	92
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
기타	7	20	10	20	31
영업활동 자산부채 변동	-84	-6	53	-103	-51
투자활동에서의 현금흐름	-48	-374	-141	-382	-424
유형자산 증감	-53	-198	-200	-170	-300
장단기금융자산의 증감	21	-174	59	-212	-124
기타	-16	-2	-0	0	0
재무활동에서의 현금흐름	84	342	83	378	370
차입금의 증가(감소)	47	312	88	383	375
자본금의 증가(감소)	14	23	0	0	0
배당금	-3	-3	-5	-5	-5
기타	26	9	0	0	0
현금증감	22	29	45	22	94
기초현금	13	35	65	110	132
기말현금	35	65	110	132	226
Gross cash flow	72	82	59	156	234
Free cash flow	-67	-132	-98	-137	-147

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 천보, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	227	439	360	736	1,028
현금 및 현금등가물	35	65	110	132	226
매출채권	59	57	40	83	112
재고자산	62	86	47	116	142
기타	71	231	163	406	549
비유동자산	177	379	534	651	863
투자자산	8	10	8	16	20
유형자산	148	342	498	608	816
무형자산	1	1	1	1	1
기타	19	26	26	26	26
자산총계	404	819	894	1,387	1,891
유동부채	67	148	124	196	243
매입채무	8	14	9	23	31
단기차입금	28	48	48	48	48
기타 유동부채	32	86	67	125	164
비유동부채	30	275	375	726	1,077
사채 및 장기차입금	29	274	374	724	1,074
기타 비유동부채	1	1	1	2	2
부채총계	98	424	500	922	1,320
지배주주지분	285	343	342	403	495
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	101	124	124	124	124
이익잉여금	183	219	219	280	371
기타	-5	-5	-6	-6	-6
비지배주주지분	21	52	52	62	76
자본총계	306	395	395	465	571
순부채	11	119	221	370	527

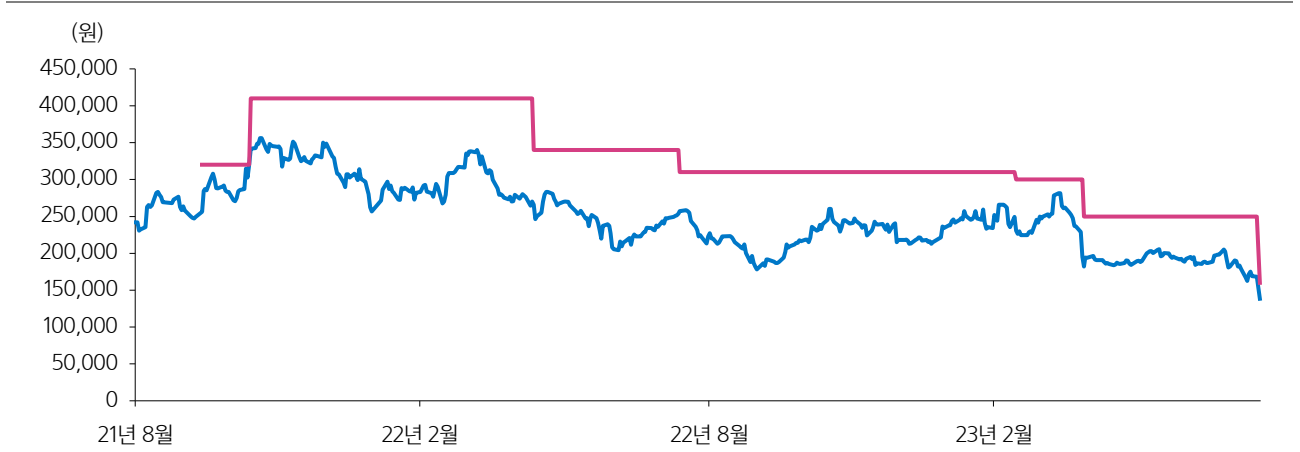
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	74.7	21.1	-29.5	149.4	35.1
영업이익	68.0	11.5	-72.2	510.8	47.9
순이익	75.4	-10.8	-86.7	1,226.2	46.8
수정 EPS**	60.1	-14.6	-86.7	1,226.2	46.8
주당지표					
EPS (지배주주)	4,377	3,736	497	6,591	9,675
EPS (연결기준)	4,801	4,284	570	7,556	11,092
수정 EPS**	4,377	3,736	497	6,591	9,675
BPS	28,680	34,549	34,446	40,584	49,826
DPS (보통주)	300	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	79.6	58.4	278.5	21.0	14.3
P/B***	12.2	6.3	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	52.7	31.2	28.1	11.6	8.5
비율					
ROE (%)	17.2	11.9	1.5	17.7	21.6
ROA (%)	14.5	7.0	0.7	6.6	6.8
ROIC (%)	18.6	17.4	2.8	13.2	14.6
배당성향 (%)	6.8	13.3	99.9	7.5	5.1
배당수익률 (보통주, %)	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
순부채비율 (%)	3.7	30.1	56.0	79.6	92.3
이자보상배율 (배)	61.0	5.2	0.8	3.0	2.9

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 8월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 8월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/10/12	11/12	2022/5/11	8/12	2023/3/14	4/26	8/16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
TP (₩)	320000	410000	340000	310000	300000	250000	160000
과리율 (평균)	-9.24	-25.01	-28.52	-26.54	-18.44	-24.13	
과리율 (최대/최소)	0.00	-13.12	-16.68	-14.19	-6.17	-17.80	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.06.30

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA