

천보 (IPO예정)

성공의 방법을 아는 기업

[IT]

최보영 Equity Analyst
lucky0505@barofn.com
+822-6099-8505

Not Rated	
Target Price	-원
현재주가	-원
목표수익률	-
공모개요	
공모희망가액	35,000~40,000원
예정시가총액	3,500~4,000억원
상장후 주식수	10,000,000 주
공모주식수(비율)	2,250,000주(22.5%)
공모예정금액	875~1,000억원
유통제한	6,432,368주(64.3%)
공모일정관련	
수요예측일	2019년 1월 21일~22일
공모주 청약예정일	2019년 1월 28일~29일
상장예정일	2019년 2월 11일 예정
상장주관사	하나금융투자
IR 대행사	서울 IR
주요주주 (%)	
이상울 (대표이사 최대주주)	46.22%
서자원	17.96%

기업개요: LCD식각액(5-ATZ)글로벌 1위, 성공 모델을 아는 기업

- 2007년 10월 설립된 화학 물질 및 제품 제조업체
- 동사의 경쟁력은 공정설계와 합성 및 불순물 제거 기술
- 이상울 대표이사가 창업주로 동양화학(현 OCI), 한빛화학을 거친 30년 이상의 화학소재 전문가, 사업초기인 2007년 LCD 식각액 첨가제(ATZ)를 개발해 독일 노바셀이 주도하던 시장을 국산화 성공으로 현재 글로벌 점유율 95% 까지 확대한 저력을 보유
- 2018년 3분기 기준 매출 비중은 디스플레이 소재 39.13%, 반도체 공정소재 21.74%, 2차전지소재 26.09%, 정밀화학소재 6.95%, 의약품소재 4.35%, 기타 1.74%.

투자포인트: 2차전지 전해질로 성장동력 장착

- ① 기술 경쟁력 : 동사의 경쟁력은 공정설계 · 합성 · 불순물 제거 기술. 간소화된 공정설계로 짧은 양산 기간, 탁월한 합성 · 불순물 제거로 타 제품대비 저렴한 가격과 제품력 보유.
- ② 가격 결정권 보유 : 기술 경쟁력을 바탕으로 디스플레이 소재, 반도체 소재의 가격 결정권 보유 및 꾸준하고 안정적인 캐쉬카우 역할. (1)LCD소재: 글로벌 95% 독점상황으로 경쟁사 대비 1/5수준의 가격으로 공급 (2)반도체SOH소재: 경쟁력을 바탕으로 최근 고객사와 유리한 단가 협상 및 물량대폭 증가.
- ③ 2차전지 전해질로 성장동력 장착 : 1회충전시 300km이상 주행 가능한 차세대 배터리에 채택되는 고출력 · 고효율 전해물질개발 및 생산능력 확대로 향후 3년간(18~20F)매출액 CAGR 59% 예상.

이차전지 소재업체 내 독보적인 20%의 영업이익률 전망

- 2019년 예상 매출액 1,670억원(YoY,+44.0%), 영업이익 370억원(YoY,+46.8%)예상
- 최근 이차전지 투자 · 연구개발로 영업이익률 하락(OPM:15년 24.2% →16년 20.8% →17년 20.4%)하였으나, 2020년 매출성장에 따른 고정비 효과로 이차전지 사업부 20% 이상의 이익률 가능할 전망
- 2019년 예상기준 PER 11.7~13.3배 수준으로 소재평균 11.2배와 유사한 수준이며 이차전지 소재평균 PER 19.7배 대비 저평가

Financial and Valuation Summary

Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (억원)	719	874	1160	1670
증감률 YoY (%)	13.1	21.5	32.7	44.0
매출총이익	163	198	278	417
매출총이익률 (%)	22.7	23.9	24.0	25.0
영업이익 (억원)	149	178	252	370
증감률 YoY (%)	-3.5	19.2	41.5	56.8
영업이익률 (%)	20.8	20.4	21.7	22.2
순이익 (억원)	126	149	210	300
순이익률 (%)	18	18	18	18
P/E (x)	N/A	N/A	16.7~19.0	11.7~13.3

Source: Baro Research Center

이차전지 트렌드에 부합하는 전해질, 고객사 채용 확대 기대

전해액, 이차전지 증방전 핵심소재

전해액 첨가제로 시작
중대형 이차전지용 전해질 생산 및
양산성공
생산능력 연산 470T → 1,000T 확대될것

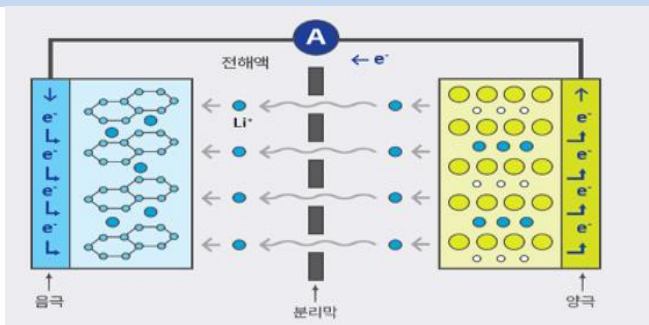
이차전지 고효율, 고출력 추세와 함께
성장할 것

리튬이온전지의 전해액은 전해질(전류의 흐름을 만들어줌), 전해액(용매), 첨가제(전지의 출력 성능 개선 및 안정성 향상)로 구성되어 있다.

동사는 2013년 전해액 첨가제(SN, DPN, AN 등)를 생산했으며 저렴한 가격으로 인해 대부분 채택되고 있는 LiPF6(육불화인산리튬)을 보완하는 (1)LiFSI (2)LiPOF₂ (3)LiDFOP를 생산, 국내 대형 배터리사에 공급 중이다. 기존 제품 대비 약 5배 가량 높은 가격으로 첨가제 형태로 사용하고 있으나 고출력 고효율 및 충전시간 단축이라는 강점으로 향후 차세대 전기차 배터리에 탑재량이 증가할 것을 예상한다. 현재 기준 연산 470톤의 전해질 생산 규모를 보유하고 있으며 증설을 통해 1,000톤 이상으로 확대 될 전망이다.

최근 각국 환경규제와 디젤게이트 및 소비자 인식의 변화에 따라 테슬라를 비롯한 글로벌 완성차의 전기차 생산확대가 이루어지고 있으며 배터리 제조업체들의 리튬이온전지의 생산계획확대 및 수주잔고 증가추이가 지속되고 있다. 전기차의 확산에 따라 대용량, 고효율 전지에 대한 필요성이 확산되고 있으며 지속적인 소재 개발이 동행되고 있는 상황에서 고효율, 충전시간 단축에 효과적인 동사의 전해질의 채용이 확대 될 것을 전망한다.

Exhibit 1. 이차전지 구조



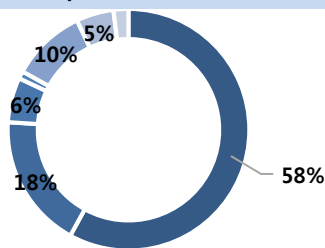
Source: LG 화학, Baro Research Center

Exhibit 2. 리튬이온배터리 소재별 진입장벽 분석

구분	양극활물질	음극활물질	분리막	전해액
자본력/투자비	보통	매우 높음	높음	보통
제품 Know-how	보통	보통	매우 높음	매우 높음
생산 Know-how	보통	매우 높음	매우 높음	보통
고객사관계	매우 높음	보통	보통	보통
원료물질확보	매우 높음	보통	낮음	낮음
해외주요 신규업체	3M BASF Sumitomo	Timcal	Mitsubishi Mitsui Idemitsu	Idemitsu Central Glass

Source: Roland Berger(2011.08), Baro Research Center

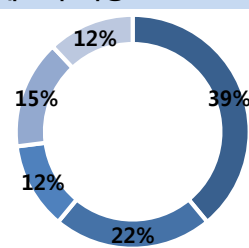
Exhibit 3. 배터리 BOM 구조



■ 원재료 ■ D&A ■ Labor ■ Overhead ■ SG&A ■ Margin ■ Etc

Source: Baro Research Center

Exhibit 4. 배터리 재료비 비중



■ 양극재 ■ 분리막 ■ 음극재 ■ 전해액 ■ 기타

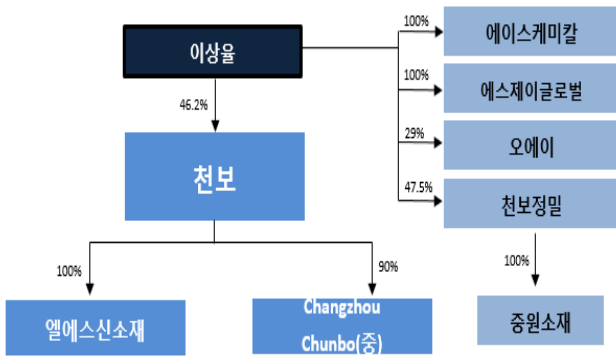
Source: Baro Research Center

Exhibit 5. 전해질 기술 변화추이



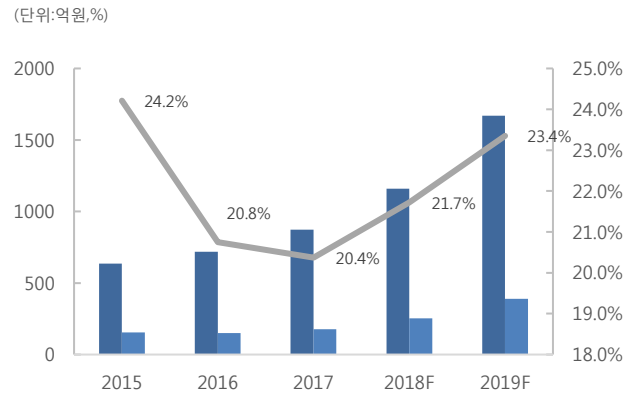
Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 6. 계열회사 현황



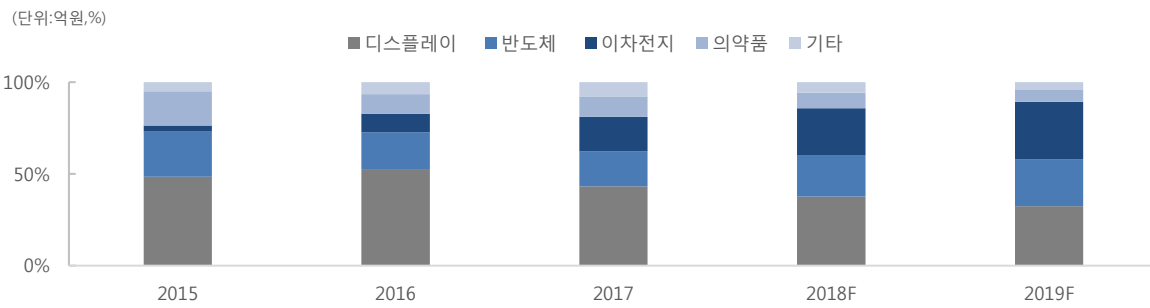
Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 7. 천보 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 8. 제품 포트폴리오 변화추이



Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 9. 제품 소개

적용산업	제품군	제품 소개
디스플레이	LCD 식각액첨가제	LCD 식각액첨가제는 디스플레이 식각 공정에 사용 식각 공정 상 속도를 조절 및 미세 패턴 구현, 고화질 LCD 패널 제조에 핵심역할 아미노테트라졸(ATZ)은 국내시장점유율 1 위, 세계시장점유율 1 위(95%)를 기록 2018 년~ 차세대제품인 메틸테트라졸(MTZ) 판매
	OLED 소재	OLED RGB 방식 중 3 원색 중 적색(R) 발광재료 등의 중간체 및 완제품을 생산
반도체	SOH 공정첨가제	하이드록시파이렌(HP) : 반도체 제조공정 중 SOH 공정에서 초미세 선폭의 패턴을 구현의 정확성을 제고(수율 및 품질개선, 생산성 향상, 설비투자 절감 효과) 국내 MS 80%이상 그외 나프톨(1-Na 와 2-Na) 국내 독점생산
2 차전지	전해질, 전해액 첨가제	전해액은 리튬이온을 이동할 수 있게 하는 매개체 전해액에 첨가제를 투입하여 성능 (에너지밀도, 수명, 충·방전시간) 및 안정성(폭발 방지)을 향상 전해질은 용매에 해리되어 이온으로 전류를 흐르게 하는 물질
의약	약품의 중간체	최종 제품인 의약품원제를 생산하기 위한 중간 단계의 유기화학물 -결핵치료제, 항바이러스치료제, 치매치료제
정밀화학	화학 첨가제	유리강도 증가, 타이어 제조 공정에서 화학첨가제로 사용 강화유리,화학물 질산 칼륨, 질산 리튬 등

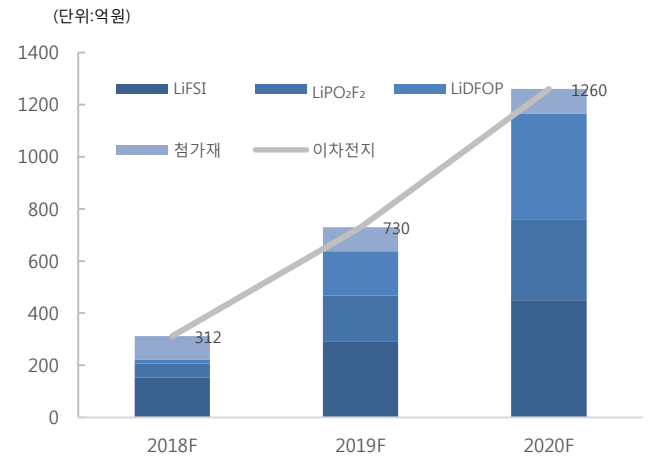
Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 10. 자금의 사용계획 (단위:백만원)

구분	내역	금액	시기
시설자금	제품창고 신축	1,440	2019년 상반기 ~
	2차전지 LiPO2F2 공장 증축	6,670	2019년 상반기 ~
	서울사무소 및 연구소 신축	16,000	2019년 상반기 ~
	2차전지 신개발품 공장 증축	20,000	2020년 상반기 ~
	반도체 신개발품 공장 증축	10,000	2020년 상반기 ~
해외사업 진출	중국 및 베트남	7,000	2019년 상반기 ~
연구개발 자금	LiBOB 등 2차전지 첨가제 개발	7,390	2019년 상반기 ~
합계		68,500	

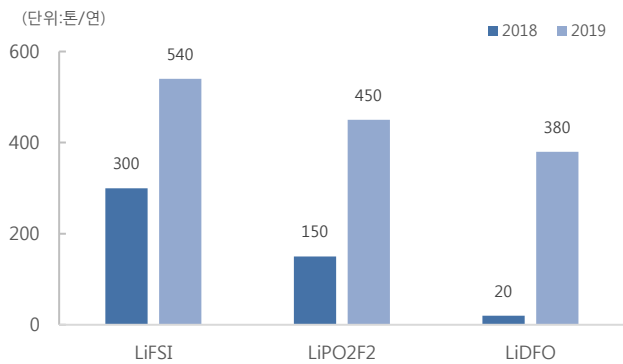
Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 11. 천보 이차전지 사업부 매출 추이 및 전망



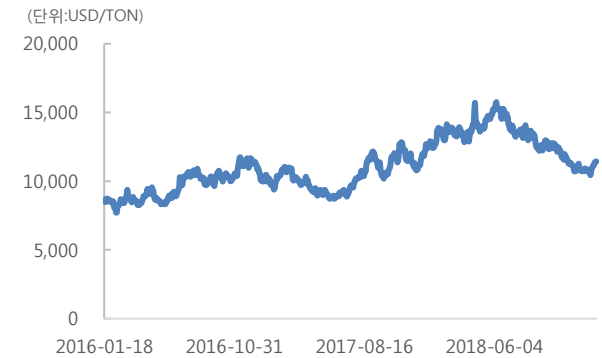
Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 12. 천보 전해질 생산 CAPA 추이 및 전망



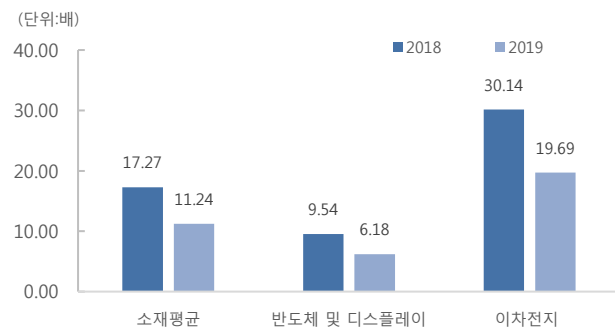
Source: 천보, Baro Research Center

Exhibit 13. 리튬 가격 추이



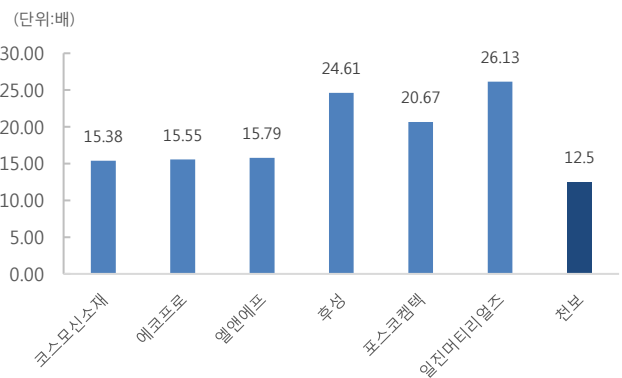
Source: Bloomberg, Baro Research Center

Exhibit 14. PEER Valuation



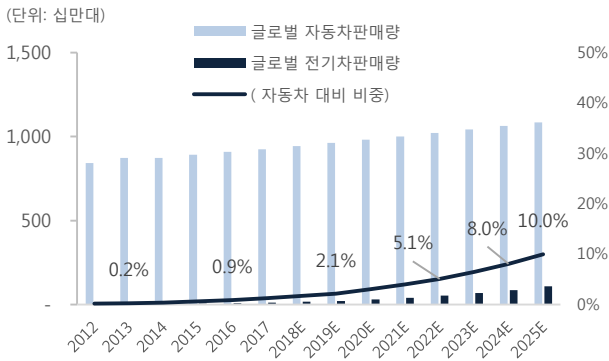
Source: Baro Research Center

Exhibit 15. 이차전지 업체 2019F PER 비교



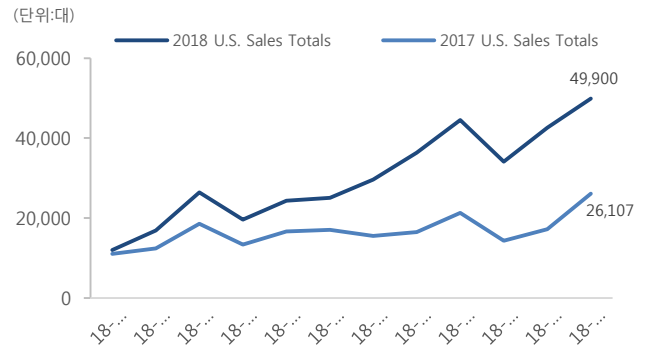
Source: Baro Research Center

Exhibit 16. 글로벌 전기차 판매량 추이 및 전망



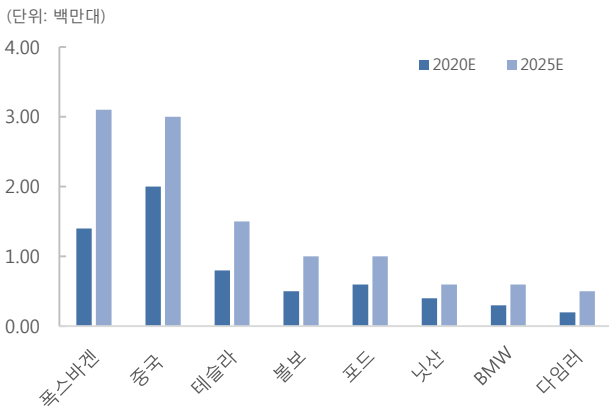
Source: EV Sales, Baro Research Center

Exhibit 17. 미국 전기차 판매량 추이



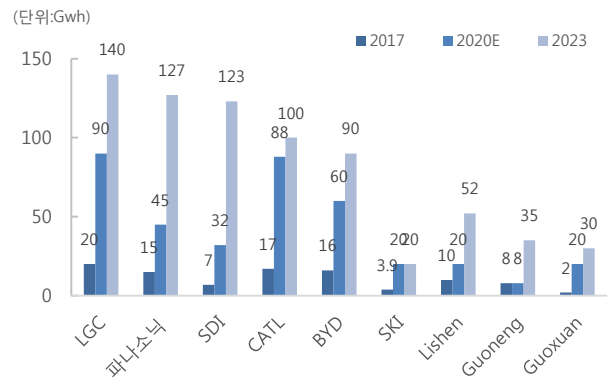
Source: Inside Evs, Baro Research Center

Exhibit 18. 완성차 업체별 전기차 양산 계획



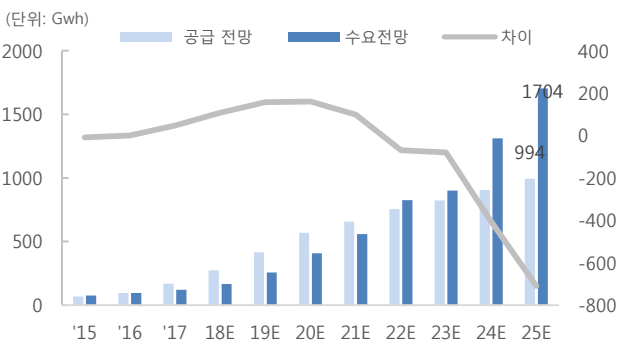
Source: Baro Research Center

Exhibit 19. 배터리 업체별 CAPA 증설 및 계획



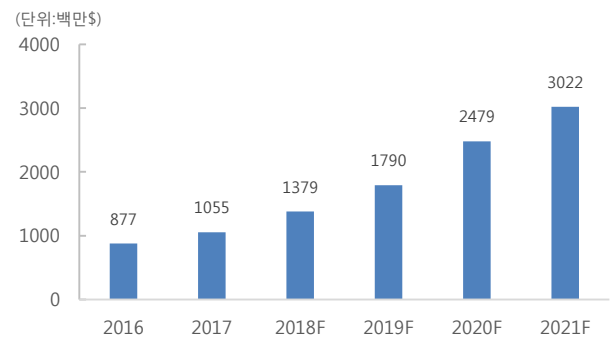
Source: Baro Research Center

Exhibit 20. 이차전지 시장 전망



Source: SNE research, Baro Research Center

Exhibit 21. 전해질 시장 전망



Source: 중소기업 기술 로드맵(2017), Baro Research Center

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.

당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.

본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.