2025.11.21

# 천보 (278280)

## P 인상 가능성 부각되나 Q 불확실성 존재

### 3Q25 출하량 감소 및 판가 하락 영향으로 실적 부진

동사의 3Q25 실적은 매출액 306억원(-18% YoY, -7% QoQ), 영업이익 6억원 (-41% YoY, -81% QoQ)으로 시장기대치(매출액 386억원, 영업이익 32억원)을 하회하며 부진했다. 주력 사업인 이차전지용 전해질 부문의 매출 하락세가 지속되고 있기 때문이다. 주력 제품인 $LiPO_2F_2$의 3Q25 한국 수출 추이를 살펴보면 주요 배터리 셀 고객사들의 수요 둔화 영향으로 수출중량은 전분기 대비 약 5% 감소하며 약세를 보였고, 평균 가격은 전분기 대비 약 25% 하락했다. 특히 동사는 급증하는 $LiPO_2F_2$, LiFSI 전해질염 수요에 선제 대응하고, 가격 경쟁력 확보를 위해 기존 공정 대비 30~50% 가량 원가절감이 가능한 신공정을 도입한 새만금 신공장을 건설했다. 그러나 신규 제품 중 하나인 LiFSI 라인의 본격적인 제품 출하까지는 시간이 더 필요해 보인다. 이로 인한 고정비 부담은 동사 실적은 부담 요인으로 작용하고 있다. 이를 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 1,405억원(-3% YoY), 87억원(흑자전환 YoY)을 기록할 것으로 전망된다.

### 전해질 가격 인상 가능성 부각되면서 점진적인 실적 회복세 전망

최근 중국 내 탄산/수산화리튬과 $LiPF_6$ 가격이 빠르게 반등하고 있다. 탄산/수산화리튬 가격은 지난 7월 저점 가격 대비 약 40~50% 상승했으며, $LiPF_6$는 같은 기간 약 3배 이상 급등했다. 또한 전해액 첨가제인 VC, FEC 가격도 저점 대비 약 70% 상승하면서 관련 소재 전반의 가격 상승세가 나타나고 있다. 이는 중국발 공급 과잉으로 구조적인 수익성 악화에 직면했던 주요 전해질 업체들이 생산을 지속적으로 축소하거나 중단한 가운데, 수년간 누적된 재고가 소진되며 공급 부족이 발생한 것에 기인한다. 동시에 중국 업체들의 배터리 셀 가동률은 자국 및 유럽 전기차 판매 회복세와 급증하는 ESS 수요로 인해 뚜렷한 개선 흐름을 보이고 있다. 이에 대응하기 위해 일부 중국 업체들이 노후 설비 재가동을 준비하고 있지만 실제 생산 정상화까지는 약 3~4개월의 시간이 소요될 전망이다. 이로 인해 동사의 주력 제품인 $LiPO_2F_2$와 LiFSI의 가격 인상 가능성이 부각되고 있다. 전해질은 양극재, 전지박 등과 같이 원재료 가격에 연동되는 원가구조가 아니기 때문에 동사는 주요 고객사들과 제품 단가 조정에 대한 논의를 진행 중이며, 연내 협상이 마무리될 것으로 예상된다. 한편 Tesla의 자체 생산하는 4680 배터리 셀 적용 범위가 2026년부터 세미트럭 외에 사이버캡 모델로 확대될 전망이다. 이에 따라 동사의 LiFSI 출하량도 점진적으로 확대될 것으로 보인다. 이를 반영한 2026년 매출액은 2,146억원(+53% YoY), 영업이익 115억원(+33% YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

### 중장기 밸류에이션 매력도 고려하여 Hold 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가를 50,000원으로 상향하나 Hold 투자의견을 유지한다. 목표주가는 2028년 예상 EPS 1,589원에 전세계 이차전지 소재 업종 평균 P/E 20.0배에 향후 가파른 실적 성장 가능성을 고려하여 30% 할증한 26.0배를 적용하여 산출했다. 동사의 중장기 실적이 점진적인 회복세를 나타낼 것으로 전망된다는 점은 긍정적이다. 그러나 전세계 이차전지 소재 업종과의 비교시 밸류에이션 매력도가 낮아 주가 상승폭은 제한적일 것으로 판단된다. Tesla의 북미향 주력 전해질 공급사인 Nippon shokubai가 2028년 양산을 목표로 일본 후쿠오카에 신공장을 건설해 연간 3,000t의 생산 능력을 확대하고 있다는 점도 부담 요인이다. 동사에 대한 보수적인 시각을 유지한다.

iM증권

Company Brief

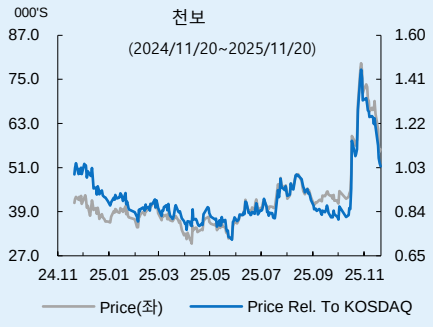
## Hold (Maintain)

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M) | 50,000원(상향) |
| 종가(2025.11.20) | 55,900원 |
| 상승여력 | -10.6 % |

| Stock Indicator | |
|---|---|
| 자본금 | 5십억원 |
| 발행주식수 | 1,000만주 |
| 시가총액 | 559십억원 |
| 외국인지분율 | 2.6% |
| 52주 주가 | 30,300~79,400원 |
| 60일평균거래량 | 71,834주 |
| 60일평균거래대금 | 4.4십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -4.1 | 25.3 | 67.9 | 35.2 |
| 상대수익률 | -6.0 | 10.6 | 43.2 | 4.6 |

Price Trend




| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 145 | 141 | 215 | 402 |
| 영업이익(십억원) | -23 | 9 | 12 | 28 |
| 순이익(십억원) | -27 | -17 | -13 | -2 |
| EPS(원) | -2,740 | -1,676 | -1,288 | -244 |
| BPS(원) | 36,590 | 34,919 | 33,636 | 33,396 |
| PER(배) | | | | |
| PBR(배) | 1.0 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| ROE(%) | -8.3 | -4.7 | -3.8 | -0.7 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | - | 75.2 | 60.0 | 28.5 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

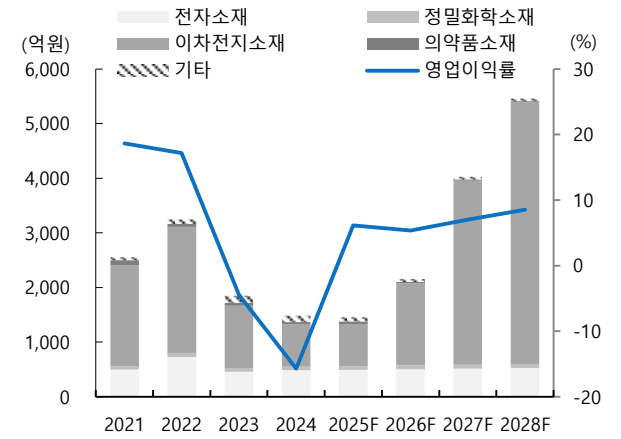
[이차전지/디스플레이]
정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

표1. 천보 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

| (단위: 억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25F | 1Q26F | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 356 | 331 | 306 | 413 | 415 | 466 | 533 | 731 | 1,449 | 1,405 | 2,145 | 4,023 |
| 전자소재 | 123 | 124 | 125 | 124 | 127 | 125 | 128 | 127 | 488 | 496 | 507 | 517 |
| 정밀화학소재 | 16 | 15 | 18 | 16 | 17 | 17 | 17 | 17 | 64 | 65 | 68 | 69 |
| 이차전지소재 | 194 | 174 | 149 | 254 | 255 | 308 | 371 | 571 | 774 | 772 | 1,504 | 3,370 |
| 의약품소재 | 7 | 7 | 2 | 5 | 5 | 4 | 5 | 4 | 46 | 49 | 21 | 18 |
| 기타 | 16 | 11 | 12 | 13 | 12 | 12 | 12 | 12 | 115 | 75 | 51 | 48 |
| YoY | -11% | -8% | -18% | 30% | 17% | 41% | 74% | 77% | -21% | -3% | 53% | 88% |
| QoQ | 12% | -7% | -7% | 35% | 1% | 12% | 14% | 37% | | | | |
| 매출원가 | 302 | 281 | 277 | 360 | 369 | 409 | 468 | 638 | 1,590 | 1,220 | 1,884 | 3,485 |
| 매출원가율 | 85% | 85% | 91% | 87% | 89% | 88% | 88% | 87% | 110% | 87% | 88% | 87% |
| 매출총이익 | 53 | 50 | 29 | 53 | 46 | 58 | 65 | 93 | -141 | 185 | 261 | 539 |
| 매출총이익률 | 15% | 15% | 9% | 13% | 11% | 12% | 12% | 13% | -10% | 13% | 12% | 13% |
| 판매비 및 관리비 | 25 | 21 | 23 | 29 | 29 | 32 | 36 | 49 | 86 | 99 | 146 | 256 |
| 판관비율 | 7% | 6% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% | 7% | 6% | 7% | 7% | 6% |
| 영업이익 | 28 | 29 | 6 | 24 | 17 | 26 | 29 | 44 | -228 | 87 | 115 | 282 |
| 영업이익률 | 8% | 9% | 2% | 6% | 4% | 6% | 5% | 6% | -16% | 6% | 5% | 7% |
| YoY | 흑자전환 | 106% | -41% | -6% | -41% | -11% | 418% | 84% | 적자지속 | 흑자전환 | 33% | 145% |
| QoQ | 10% | 3% | -81% | 334% | -31% | 55% | 11% | 55% | | | | |
| 세전이익 | 18 | -70 | -32 | -138 | -40 | -52 | -49 | -34 | -277 | -223 | -175 | -32 |
| 순이익 | 5 | -58 | -35 | -101 | -35 | -45 | -42 | -27 | -323 | -190 | -149 | -28 |
| 순이익률 | 1% | -18% | -11% | -25% | -8% | -10% | -8% | -4% | -22% | -14% | -7% | -1% |
| YoY | 흑자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 적자전환 | 적자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 |
| QoQ | -98% | 적자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | | | | |

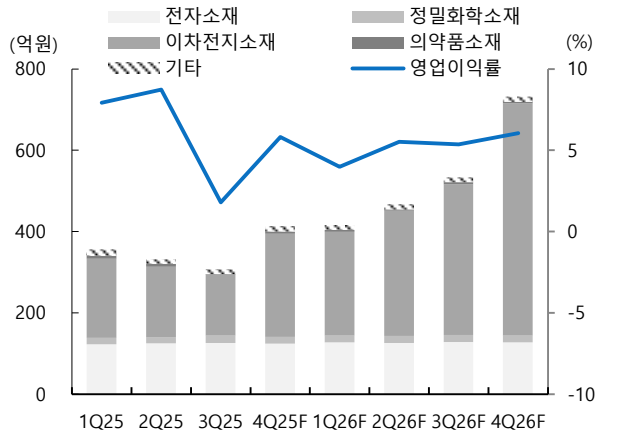
자료: 천보, iM증권 리서치본부

그림1. 천보 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



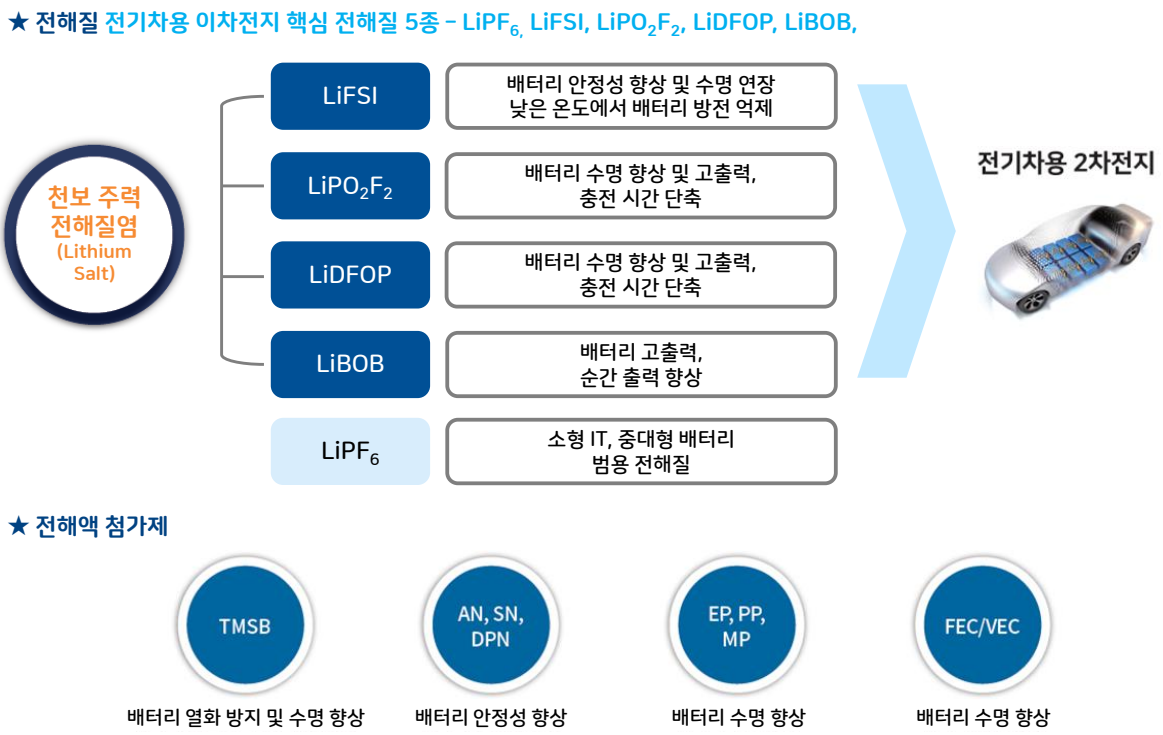

자료: 천보, iM증권 리서치본부

그림2. 천보 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



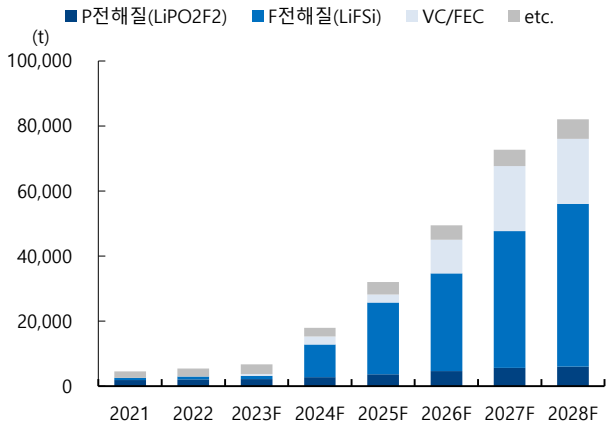

자료: 천보, iM증권 리서치본부

그림3. 천보가 주력으로 생산하는 LiFSI(F전해질), $LiPO_2F_2$(P전해질), LiDFOP(D전해질), LiBOB(B전해질) 전해질염



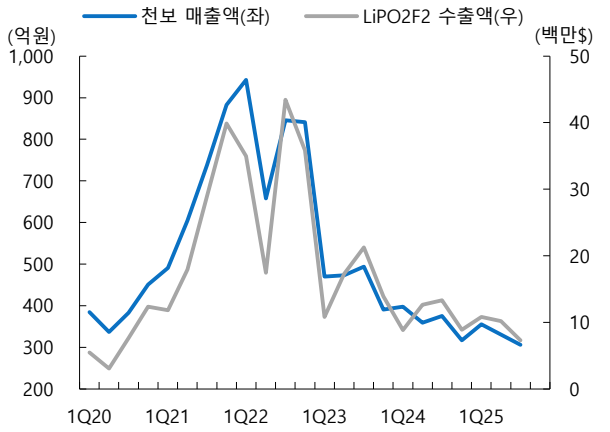

자료: 천보, iM증권 리서치본부

그림4. 천보 연간 생산 Capa. 추이 및 전망



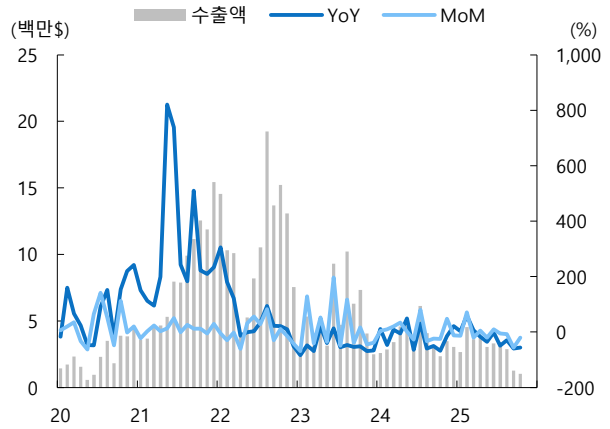

자료: 천보, iM증권 리서치본부

그림5. 천보 매출액과 한국 P 전해질($LiPO_2F_2$) 수출액 추이



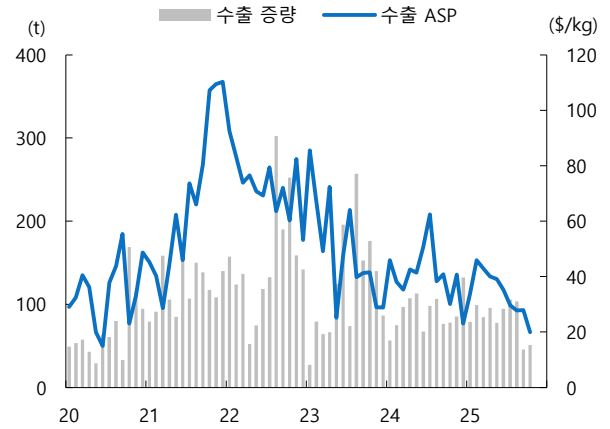

자료: 천보, KITA, iM증권 리서치본부

그림6. 한국 P 전해질($LiPO_2F_2$) 월별 수출액



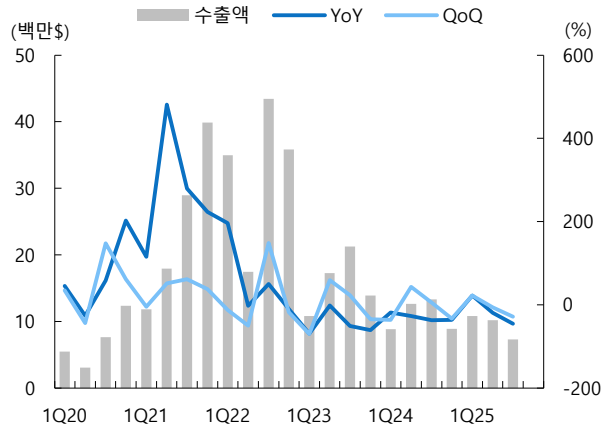

자료: KITA, iM증권 리서치본부

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



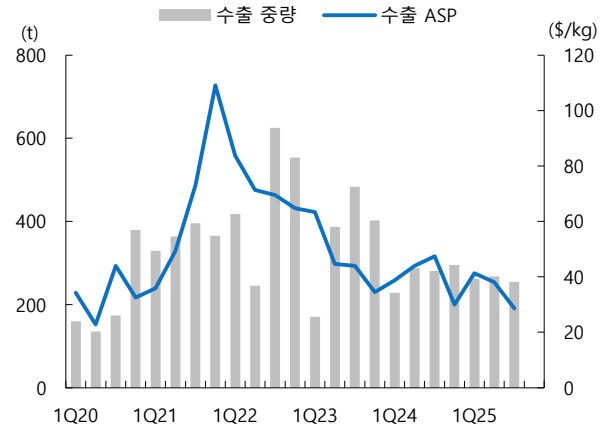

자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림8. 한국 P 전해질($LiPO_2F_2$) 분기별 수출액




자료: KITA, iM증권 리서치본부

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



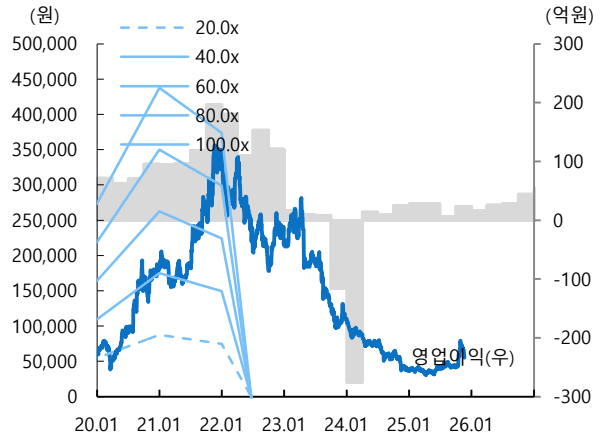

자료: KITA, iM증권 리서치본부

표2. 천보 목표주가 산출

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EPS (원) | 3,736 | -4,175 | -2,740 | -1,676 | -1,288 | -244 | 1,589 | |
| BPS (원) | 34,308 | 29,657 | 36,590 | 34,919 | 33,636 | 33,396 | 34,990 | |
| 고점 P/E (배) | 93.3 | | | | | | | 최근 5년간 평균: - |
| 평균 P/E (배) | 68.0 | | | | | | | 최근 5년간 평균: - |
| 저점 P/E (배) | 47.7 | | | | | | | 최근 5년간 평균: - |
| 고점 P/B (배) | 10.2 | 9.5 | 3.0 | 2.3 | | | | 최근 5년간 평균: 7.5 |
| 평균 P/B (배) | 7.4 | 6.0 | 1.9 | 1.2 | | | | 최근 5년간 평균: 4.9 |
| 저점 P/B (배) | 5.2 | 3.3 | 1.0 | 0.9 | | | | 최근 5년간 평균: 3.2 |
| ROE | 11.9% | -13.1% | -8.3% | -4.7% | -3.8% | -0.7% | 4.6% | |
| 적용 EPS (원) = 2027년 | | | | 1,589 | | | | 2028년 전세계 이차전지 소재 업종 |
| Target P/E (배) | | | | 26.0 | | | | 평균 P/E x 30% 할증 |
| 적정주가 (원) | | | | 41,313 | | | | |
| 목표주가 (원) | | | | 50,000 | | | | 28년 예상 실적 기준 P/E 31.5배 |
| 전일 종가 (원) | | | | 55,900 | | | | 28년 예상 실적 기준 P/E 35.2배 |
| 상승 여력 | | | | -10.6% | | | | |

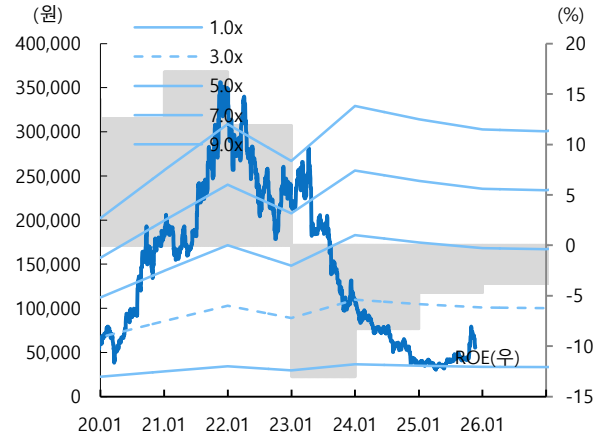
자료: iM증권 리서치본부

그림10. 천보 12개월 Forward P/E




자료: iM증권 리서치본부

그림12. 천보 12개월 Forward P/B




자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 247 | 268 | 319 | 349 |
| 현금 및 현금성자산 | 16 | 49 | 72 | 49 |
| 단기금융자산 | 161 | 144 | 152 | 137 |
| 매출채권 | 26 | 22 | 34 | 60 |
| 재고자산 | 32 | 38 | 48 | 89 |
| 비유동자산 | 760 | 764 | 778 | 786 |
| 유형자산 | 705 | 717 | 728 | 738 |
| 무형자산 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 자산총계 | 1,008 | 1,032 | 1,097 | 1,135 |
| 유동부채 | 490 | 433 | 463 | 454 |
| 매입채무 | 11 | 11 | 13 | 18 |
| 단기차입금 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| 유동성장기부채 | 47 | 28 | 37 | 32 |
| 비유동부채 | 103 | 203 | 253 | 303 |
| 사채 | - | - | - | - |
| 장기차입금 | 101 | 201 | 251 | 301 |
| 부채총계 | 593 | 636 | 716 | 757 |
| 지배주주지분 | 366 | 349 | 336 | 334 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 121 | 121 | 121 | 121 |
| 이익잉여금 | 144 | 127 | 114 | 112 |
| 기타자본항목 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 비지배주주지분 | 49 | 47 | 45 | 44 |
| 자본총계 | 415 | 396 | 381 | 378 |

포괄손익계산서

| (십억원,%) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 145 | 141 | 215 | 402 |
| 증가율(%) | -20.7 | -3.0 | 52.7 | 87.5 |
| 매출원가 | 159 | 122 | 188 | 348 |
| 매출총이익 | -14 | 19 | 26 | 54 |
| 판매비와관리비 | 9 | 10 | 15 | 26 |
| 연구개발비 | 1 | 1 | 2 | 4 |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | -23 | 9 | 12 | 28 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 33.0 | 145.0 |
| 영업이익률(%) | -15.7 | 6.2 | 5.4 | 7.0 |
| 이자수익 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 이자비용 | 19 | 20 | 24 | 25 |
| 지분법이익(손실) | - | - | - | - |
| 기타영업외손익 | 15 | -7 | -6 | -4 |
| 세전계속사업이익 | -28 | -22 | -18 | -3 |
| 법인세비용 | 5 | -3 | -3 | 0 |
| 세전계속이익률(%) | -19.1 | -15.9 | -8.2 | -0.8 |
| 당기순이익 | -32 | -19 | -15 | -3 |
| 순이익률(%) | -22.3 | -13.5 | -6.9 | -0.7 |
| 지배주주귀속 순이익 | -27 | -17 | -13 | -2 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -32 | -19 | -15 | -3 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | -27 | -17 | -13 | -2 |

현금흐름표

| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | 22 | -67 | -22 | -82 |
| 당기순이익 | -32 | -19 | -15 | -3 |
| 유형자산감가상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법관련손실(이익) | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -176 | -11 | -34 | -12 |
| 유형자산의 처분(취득) | 0 | - | - | - |
| 무형자산의 처분(취득) | 0 | - | - | - |
| 금융상품의 증감 | -49 | 16 | -7 | 15 |
| 재무활동 현금흐름 | 106 | 213 | 191 | 177 |
| 단기금융부채의증감 | - | - | - | - |
| 장기금융부채의증감 | - | 100 | 50 | 50 |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | - | - | - | - |
| 현금및현금성자산의증감 | -45 | 33 | 23 | -23 |
| 기초현금및현금성자산 | 61 | 16 | 49 | 72 |
| 기말현금및현금성자산 | 16 | 49 | 72 | 49 |

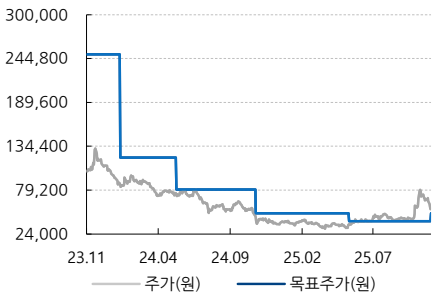
주요투자지표

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | -2,740 | -1,676 | -1,288 | -244 |
| BPS | 36,590 | 34,919 | 33,636 | 33,396 |
| CFPS | -2,634 | -1,582 | -1,188 | -141 |
| DPS | - | - | - | - |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | | | | |
| PBR | 1.0 | 1.6 | 1.7 | 1.7 |
| PCR | -13.8 | -35.3 | -47.1 | -397.0 |
| EV/EBITDA | - | 75.2 | 60.0 | 28.5 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | -8.3 | -4.7 | -3.8 | -0.7 |
| EBITDA이익률 | -15.0 | 6.8 | 5.8 | 7.3 |
| 부채비율 | 142.9 | 160.7 | 187.9 | 200.0 |
| 순부채비율 | 23.9 | 41.0 | 50.4 | 72.9 |
| 매출채권회전율(x) | 5.5 | 5.9 | 7.7 | 8.6 |
| 재고자산회전율(x) | 2.9 | 4.0 | 5.0 | 5.9 |

자료 : 천보, iM증권 리서치본부

천보 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2023-11-20 | Buy | 180,000 | -33.7% | -18.0% |
| 2024-05-28 | Buy | 150,000 | -35.3% | -5.7% |
| 2024-11-14 | Buy | 120,000 | | |
| 2025-05-30 | Hold | 40,000 | 19.5% | 98.5% |
| 2025-11-21 | Hold | 50,000 | | |




## 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 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

**[투자등급 비율 2025-09-30 기준]**

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|---|---|---|
| 91% | 8.3% | 0.7% |