천보(278280.KQ) 중립(하향)

판가는 바닥 확인. 새만금 가동 확인 필요

이차전지 담당 박진수

T.02)2004-9851 / park.jin-soo@shinyoung.com

현재주가(12/8) 64,400원

목표주가(12M, 상향) 60,000원

Valuation Indicator

(배,%,원)	24A	25F	26F
PER	—	—	89.1
PBR	1.0	1.5	1.4
EV/EBITDA	—	35.9	27.3
ROE	-8.3	0.0	2.0
DPS	—	—	—

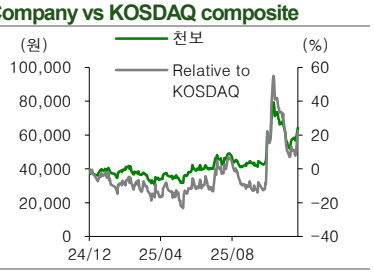
Key Data (기준일: 2025. 12. 8)

KOSPI(pt)	4154.85
KOSDAQ(pt)	927.79
액면가(원)	500
시가총액(억원)	6,440
발행주식수(천주)	10,000
평균거래량(3M,주)	78,469
평균거래대금(3M, 백만원)	4,852
52주 최고/최저	79,400 / 30,300
52주 일간Beta	1.6
배당수익률(25F,%)	0.0
외국인지분율(%)	2.0
주요주주 지분율(%) 이상율 외 11 인	65.0 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.7	52.6	69.9	58.6
KOSDAQ대비 상대수익률	-8.1	34.6	38.5	13.1

Company vs KOSDAQ composite



분석의 기본 가정

- 새만금 F전해질(2,500t) 1H26 상업 가동 가정

이차전지 소재 판매 감소 지속 중인 가운데 판가 반등 기대 확산

- 최근 중국에서는 리튬 및 소재의 생산이 축소된 가운데 재생에너지, ESS 설치 확대 움직임이 더해지며 주요 업스트림 제품 가격 상승세 지속 중. 중국 탄산리튬 현물 가격은 연 중 저점 대비 +57% 상승하였으며, LiPF6의 경우 +265% 반등하며 1Q23 평균 가격 수준으로 회귀
- 동사의 제품 판가는 전방 전해액 고객사와의 분기 협상 결과에 따라 결정되며, LiPF6 가격이 10월부터 본격적으로 상승했다는 점을 고려하면 4분기 이후 가격 흐름은 우호적으로 전환될 전망. '23~'25년 중국 소재 공급 과잉과 리튬 가격 약세가 맞물리며 판가 하락이 지속되었던 상황이었으나, 4Q25를 전후로 가격 하방이 지지되는 구간에 진입한다는 점에서 긍정적으로 판단
- 동사의 3분기 매출액은 306억원(QoQ-7%, 이하 QoQ), 영업이익 6억원으로 영업이익 시장 기대치(32억원)를 하회. 그 중 이차전지 소재 부문 매출액은 149억원(-14%), 영업이익 -14억원(적자 지속, OPM -9%)으로 적자 지속. 이차전지 소재 매출 비중 61%를 차지하는 P전해질(LiPo2F2) 매출이 판가 하락으로 -17% 감소한 영향
- 중국향 판매는 전 분기 대비 +20% 증가한 것으로 추정하나, 미국, 유럽향 판매는 감소한 것으로 보임. '24년 약 70%에 달했던 중국 매출 비중은 올해 약 25% 수준으로 하락한 것으로 추정하며, 향후 동사 판매 추이는 중국 외 지역의 수요 흐름이 좌우할 전망. 국내 셀 업체들의 북미 LFP ESS CAPA 확장과 북미 OEM의 4680 배터리 적용 확대 움직임은 동사에 우호적인 환경으로 판단
- 판매 측면에서는 군산의 F전해질(LiFSI, CAPA 2,500t), FEC 첨가제 신공장의 본격적인 양산 시점에 대한 확인이 필요. 신공장의 경우 비중국산인 동시에 저렴한 원료를 투입하는 신공법을 통해 구공정 대비 약 50% 수준의 원가 절감이 가능하다는 점에서 의미가 있음. 특히 F전해질의 경우 구공정 라인 전환 이후 1Q24부터 샘플 매출을 제외한 뚜렷한 매출 인식이 중단된 상태였다는 점을 감안하면 신공장 가동 여부가 판매 회복의 가시성을 판단하는 핵심 요인으로 작용 예상. 신공장은 현재 시생산 단계이며, 북미 주요 고객향 납품을 위해 협상을 진행 중인 것으로 추정. 직전 추정에서는 4Q25 가동을 예상하였으나 26년 상반기 중 가동 시작할 전망
- 신공장 순차 가동과 램프업이 진행되며 '27년 매출액은 3,124억원(yoy+43%), 영업이익 271억원(yoy+240%, OPM 9%)으로 개선 예상. 매출액은 '25년 대비 +136% 증가할 전망. 다만 시장 기대치에는 부합하는 수준을 예상

목표주가는 60,000원으로 33% 상향하지만, 상승 여력 축소로 투자 의견은 중립으로 하향

- 제품 판가의 상방 전환을 예상하는 점은 긍정적이나, 추세적인 주가 반등을 위해서는 판매 회복에 대한 가시성 확보가 우선되어야 함. 미국향 공급의 경우 전해질, 첨가제가 배터리 원가에서 차지하는 비중이 낮아 전방 셀 고객의 Non-PFE 밸류체인 재편 니즈 역시 상대적으로 크지 않을 것으로 판단
- 목표주가는 60,000원으로 기존 대비 +33% 상향. 목표주가 산정 기준 시점을 기존 '26년에서 '27년으로 변경하며, 예상 EBITDA 554억원에 EV/EBITDA 14배 적용. 단기 상승 여력은 제한적으로 판단하며 투자 의견은 중립으로 하향
- 동사의 투자 심리는 신공장 가동 시점이 명확히 확인되고 동시에 판매 회복 흐름이 동반될 때 추가로 개선될 가능성이 높다고 판단. 군산 신공장은 그간 여러 차례 가동 일정이 지연된 바 있어 재차 지연될 가능성에 대한 염두가 필요하며, 본격적인 양산이 확인되기 전까지는 주가의 상승 탄력은 제한될 전망

도표 1. 천보 실적 전망

(단위 :십억원, %)

구분	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25F	2024A	2025F	2026F
매출액	**39.7**	**35.9**	**37.5**	**31.7**	**35.6**	**33.1**	**30.6**	**33.2**	**144.9**	**132.5**	**218.4**
이차전지소재	22.2	19.0	21.0	15.2	19.5	17.3	14.9	15.2	77.4	66.9	147.6
전자소재	12.2	12.5	11.7	12.4	12.3	12.4	12.5	13.9	48.8	51.1	55.7
기타	5.4	4.5	4.8	4.1	3.8	3.3	3.2	4.1	18.7	14.4	15.1
영업이익	**-27.6**	**1.4**	**0.9**	**2.6**	**2.8**	**2.9**	**0.6**	**1.2**	**-22.8**	**7.5**	**8.0**
이차전지소재	-23.5	1.2	1.0	1.5	1.6	-0.2	-1.4	-0.8	-19.8	-0.8	-0.1
전자소재	-3.9	0.5	-0.1	1.0	1.4	2.7	2.4	1.5	-2.6	8.0	6.5
기타	-0.2	-0.3	0.1	0.1	-0.2	0.4	-0.4	0.5	-0.3	0.3	1.5
영업이익률	**-70%**	**4%**	**2%**	**8%**	**8%**	**9%**	**2%**	**4%**	**-16%**	**6%**	**4%**
이차전지소재	-106%	6%	5%	10%	8%	-1%	-9%	-5%	-26%	-1%	0%
전자소재	-32%	4%	-1%	8%	12%	21%	19%	11%	-5%	16%	12%
기타	-5%	-6%	2%	2%	-4%	11%	-14%	12%	-2%	2%	10%
지배순이익	-24	-22	-5	23	1	-5	-3	7	-27	0	7
지배순이익률	-59%	-61%	-13%	72%	3%	-15%	-10%	21%	-19%	0%	3%

자료 : 천보, 신영증권 리서치센터

도표 2. 천보 실적 추정치 변경 내역

항목	2025F			2026F			2027F		
(십억원)	변경전	**변경후**	차이	변경전	**변경후**	차이	변경전	**변경후**	차이
매출액	170	**132**	-22%	265	**218**	-17%	348	**312**	-10%
영업이익	7	**8**	4%	12	**8**	-36%	33	**27**	-18%
영업이익률	4%	**6%**		5%	**4%**		10%	**9%**	
EBITDA	30	**26**	-11%	61	**32**	-48%	90	**55**	-39%
지배순이익	-1	**0**	-	10	**7**	-28%	27	**21**	-20%

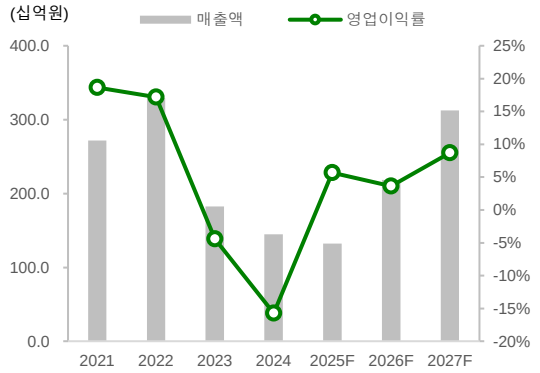
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 3. 천보 Valuation table

구분	단위	EBITDA	배수	
27F EBITDA	(십억원)	55	14X	- 이차전지 주요 소재 업체들의 연초 이후 평균 27F EV/EBITDA 대비 -20% 할인 - 판가 상승 전망은 긍정적이지만, 전방 고객사의 전해질/첨가제 Non-PFE 밸류체인 구축 강도는 단기에 약할 것이라는 전망에 기인
EV	(십억원)	793		
(-) 순 차입금	(십억원)	194		2027년 말 예상 순차입금
적정 시총	**(십억원)**	**603**		
주식수	(천 주)	10,000		
적정 주가	(원)	60,324		
목표 주가	**(원)**	**60,000**		- 기존 45,000원
현재 주가(12/8)	(원)	64,400		
상승 여력	(%)	-7%		

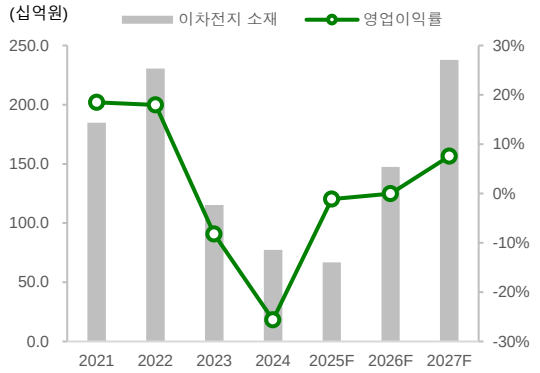
자료 : 신영증권 리서치센터

도표 4. 천보 전사 매출 & 영업이익률 전망



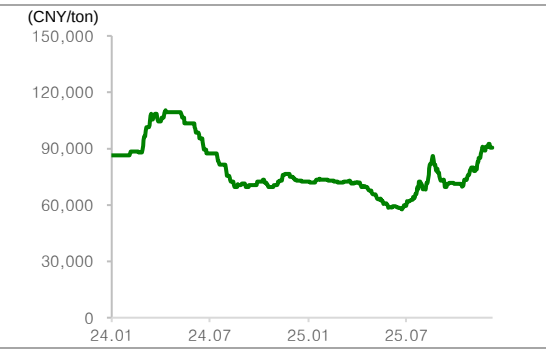
자료 : 천보, 신영증권 리서치센터

도표 5. 천보 이차전지소재 매출 & 영업이익률 전망



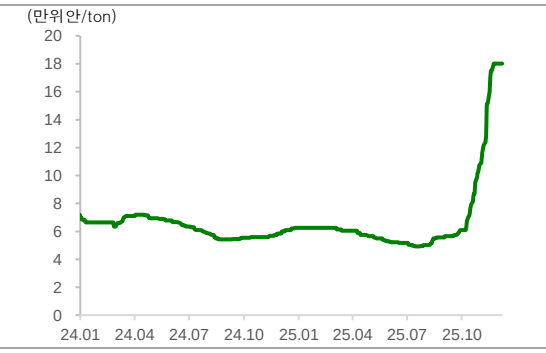
자료 : 천보, 신영증권 리서치센터

도표 6. 탄산리튬 가격 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. LiPF6 가격 추이



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

도표 8. 천보 주요 제품 증설 계획

(단위 : ton)

	2024	2025	2026	2027	비고
F 전해질	2,500	5,000	10,000	20,000	2H26 양산 가동 추정
P 전해질	2,000	3,000	3,000	3,000	
FEC	1,000	3,000	3,000	6,000	

자료 : 천보, 신영증권 리서치센터
주: 회사 계획 기준

천보(278280.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,827**	**1,449**	**1,325**	**2,184**	**3,124**
증가율(%)	-44.5	-20.7	-8.6	64.8	43.0
매출원가	**1,831**	**1,590**	**1,174**	**1,977**	**2,680**
원가율(%)	100.2	109.7	88.6	90.5	85.8
매출총이익	**-4**	**-141**	**151**	**207**	**444**
매출총이익률(%)	-0.2	-9.7	11.4	9.5	14.2
판매비와 관리비 등	**77**	**86**	**81**	**128**	**173**
판관비율(%)	4.2	5.9	6.1	5.9	5.5
영업이익	**-80**	**-228**	**70**	**80**	**271**
증가율(%)	적전	적지	흑전	14.3	238.8
영업이익률(%)	-4.4	-15.7	5.3	3.7	8.7
EBITDA	**117**	**-32**	**258**	**320**	**554**
EBITDA마진(%)	6.4	-2.2	19.5	14.7	17.7
순금융손익	**-250**	**-205**	**-235**	**-54**	**-37**
이자손익	-116	-153	-135	-124	-107
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	**-102**	**147**	**164**	**64**	**64**
종속및관계기업 관련손익	**9**	**8**	**0**	**0**	**0**
법인세차감전계속사업이익	**-424**	**-277**	**-1**	**90**	**299**
계속사업손익법인세비용	**31**	**46**	**0**	**13**	**75**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-455**	**-323**	**-1**	**76**	**224**
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	194.7
순이익률(%)	-24.9	-22.3	-0.1	3.5	7.2
지배주주지분 당기순이익	-418	-274	-1	72	213
증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	195.8
기타포괄이익	**1**	**0**	**-2**	**-2**	**-2**
총포괄이익	**-454**	**-323**	**-3**	**74**	**222**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,819**	**2,474**	**4,275**	**5,246**	**6,620**
현금및현금성자산	608	159	1,679	1,847	2,304
매출채권 및 기타채권	270	257	246	396	561
재고자산	693	324	442	728	1,041
비유동자산	**6,518**	**7,604**	**7,816**	**7,976**	**8,893**
유형자산	6,123	7,051	7,264	7,425	8,342
무형자산	10	8	7	6	5
투자자산	141	344	344	344	344
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**9,337**	**10,079**	**12,091**	**13,222**	**15,513**
유동부채	**2,334**	**4,898**	**5,914**	**6,971**	**9,041**
단기차입금	1,520	1,275	1,275	1,275	1,275
매입채무및기타채무	137	108	142	199	269
유동성장기부채	85	465	465	465	465
비유동부채	**3,498**	**1,031**	**2,031**	**2,031**	**2,031**
사채	2,649	0	1,000	1,000	1,000
장기차입금	833	1,014	1,014	1,014	1,014
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**5,832**	**5,929**	**7,945**	**9,003**	**11,072**
지배주주지분	**2,966**	**3,659**	**3,656**	**3,726**	**3,936**
자본금	51	51	51	51	51
자본잉여금	1,246	1,212	1,212	1,212	1,212
기타포괄이익누계액	-10	-3	-6	-8	-10
이익잉여금	1,720	1,440	1,439	1,511	1,724
비지배주주지분	**540**	**490**	**490**	**494**	**505**
자본총계	**3,505**	**4,149**	**4,146**	**4,220**	**4,441**
총차입금	**5,673**	**5,786**	**6,786**	**6,786**	**6,786**
순차입금	**2,545**	**2,612**	**3,341**	**2,821**	**1,940**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**572**	**225**	**1,083**	**923**	**2,083**
당기순이익	**-455**	**-323**	**-1**	**76**	**224**
현금유출이없는비용및수익	**546**	**172**	**323**	**378**	**465**
유형자산감가상각비	197	194	187	239	283
무형자산상각비	1	1	1	1	1
영업활동관련자산부채변동	**504**	**407**	**896**	**607**	**1,576**
매출채권의감소(증가)	511	97	11	-150	-165
재고자산의감소(증가)	112	422	-118	-286	-313
매입채무의증가(감소)	-280	-106	33	58	69
투자활동으로인한현금흐름	**-2,197**	**-1,761**	**-337**	**-529**	**-1,400**
투자자산의 감소(증가)	-37	-203	0	0	0
유형자산의 감소	0	5	0	0	0
CAPEX	-3,066	-1,294	-400	-400	-1,200
단기금융자산의감소(증가)	903	-496	-161	-353	-424
재무활동으로인한현금흐름	**1,589**	**1,062**	**2,316**	**1,316**	**1,316**
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	-85	-254	1,000	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**-3**	**25**	**-1,542**	**-1,541**	**-1,542**
현금의 증가	**-39**	**-449**	**1,520**	**168**	**457**
기초현금	648	608	159	1,679	1,847
기말현금	608	159	1,679	1,847	2,304

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	-4,175	-2,740	-9	723	2,127
BPS	30,063	36,996	36,965	37,665	39,769
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	na	na	na	89.1	30.3
PBR	3.7	1.0	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	120.2	-209.1	35.9	27.3	14.2

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	적지	적지	흑전	194.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	-84.5%	-127.4%	-906.3%	24.0%	73.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-12.2%	-8.4%	0.0%	1.8%	5.2%
ROE(지배순이익 기준)	-13.1%	-8.3%	0.0%	2.0%	5.6%
ROIC	-1.0%	-2.6%	1.0%	1.0%	3.3%
WACC	10.2%	7.7%	8.1%	7.5%	7.3%
안전성(%)					
부채비율	166.4%	142.9%	191.6%	213.3%	249.3%
순차입금비율	72.6%	63.0%	80.6%	66.8%	43.7%
이자보상배율	-0.5	-1.2	0.3	0.4	1.3

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율				
기준일(20250930)	매수 : 87.41%	중립 : 11.89%	매도 : 0.7%	

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
천보	-	O	-	-	-	-	-	-

천보 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2025-12-09	중립	60000		
2025-05-27	매수	45000	7.37	76.44
2024-07-23	매수	83000	-46.04	-21.33
2024-05-21	매수	101000	-26.74	-20.79
2024-02-20	매수	126000	-33.75	-22.46