



# Outperform (Downgrade)

목표주가: 125,000원(하향)

주가(1/5): 105,900원

시가총액: 10,590억원



**이차전지 Analyst 권준수**  
wkddud1222@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (1/5)	878.33pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	281,500 원	97,100원	
최고/최저가 대비 등락율	-62.4%	9.1%	
수익률	절대	상대	
	1M	-4.9%	-11.9%
	6M	-45.6%	-44.8%
	1Y	-50.2%	-61.5%

## Company Data

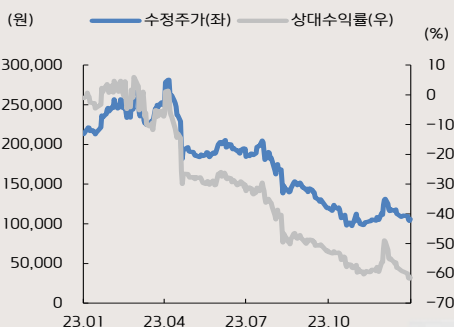
발행주식수	10,000 천주	
일평균 거래량(3M)	60천주	
외국인 지분율	6.8%	
배당수익률(23E)	0.5%	
BPS(23E)	31,313원	
주요 주주	이상율 외 11인	55.4%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	271.6	328.9	191.0	270.1
영업이익	50.6	56.5	4.3	13.0
EBITDA	66.8	75.5	23.6	57.5
세전이익	54.9	36.1	-33.7	4.3
순이익	48.0	42.8	-29.4	3.7
지배주주지분순이익	43.8	37.4	-25.7	3.3
EPS(원)	4,377	3,736	-2,565	326
증감률(%YoY)	60.1	-14.6	적전	흑전
PER(배)	79.6	58.4	-43.0	325.1
PBR(배)	12.24	6.36	3.52	3.39
EV/EBITDA(배)	52.6	30.6	57.6	25.7
영업이익률(%)	18.6	17.2	2.3	4.8
ROE(%)	17.2	11.9	-7.8	1.0
순부채비율(%)	3.1	20.0	58.4	103.3

자료: 키움증권 리서치센터

## Price Trend



## 실적 Preview

# 천보 (278280)

## 아직은 기다림이 필요한 시점



4Q23 영업이익 8억원으로 시장 컨센서스 하회 예상. 연말 재고 조정 영향 및 원재료인 LiPF6 가격의 하락으로 인한 ASP 하락 등으로 수익성 악화 예상. 2024년 영업이익 130억원 전망. 신증설 물량의 경우 3분기부터 매출 반영 시작될 것으로 예상되는 가운데, 동사의 수익성 정상화 시기는 올해 4분기로 전망. 단기 실적 부진, 증설 추가 지연 및 미소광물에 따른 불확실성 상존하나, 중장기 성장성은 유효. 다만, 24~25년 실적 전망치 변경 반영하여 투자의견은 'Outperform'으로, 목표주가는 125,000원으로 하향 조정함.

### >>> 4Q23 영업이익 8억원(-93%YoY) 전망

4Q23 실적은 매출액 474억원(-4%QoQ, -44%YoY), 영업이익 8억원(-7%QoQ, -93%YoY)으로, 시장 컨센서스를 하회할 전망이다(영업이익 컨센서스 31억원). 4분기 고객사의 연말 재고조정으로 인한 11~12월 출하량 감소와 LiPF6 가격 급락에 따른 ASP 하락(-15 ~ -20%QoQ 추정)이 수익성 악화의 요인인 것으로 판단한다. 4분기 가동률은 재고 소진이 3분기까지 상당부분 진행됨에 따라 전분기 대비 소폭 개선된 것으로 파악되나, 여전히 평년 대비로는 낮아 수익성 개선의 한계 요인으로 작용한 것으로 추정된다.

### >>> 2024년 영업이익 130억원(+202%YoY) 전망

2024년 실적은 매출액 2,701억원(+41%YoY), 영업이익 130억원(+202%YoY)을 기록할 전망이다. 동사의 수익성 정상화 시기는 올해 4분기가 될 것으로 전망한다. 현재 중국 내 전해질/첨가제 재고가 높게 형성되어 있는 가운데, 2차전지 부문 매출의 약 40%가 중국향 매출로 구성되어 있어 단기적으로는 P/Q의 개선폭이 크지 않을 것으로 판단한다. 특히 1Q24의 경우 중국 춘절 영향도 예상되어 단기 실적에 대한 보수적인 시각을 유지한다. 신증설 물량의 경우 대부분(VC/FEC/LiFSI) 2분기 시운전, 3분기부터 매출 반영이 시작될 것으로 예상되나, ASP 하락세 외 증설에 따른 초기 가동 비용의 발생을 감안할 때 3분기까지는 2차전지 부문의 본격적인 수익성 개선이 어려울 것으로 전망한다.

### >>> 미소광물 불확실성 잔존하나 중장기적 실적 개선은 유효

동사의 주가는 FEOC 가이드선 발표 직후 수혜주로 부각되며 반등한 바 있다. 다만, 한가지 불확실성은 미소광물(Non-traceable battery material) 조항의 세부내용 미확정이며, 그로 인해 27년 1월 이전까지는 중국 첨가제 업체들과의 경쟁이 지속될 가능성이 있다는 것이다. 정확한 광물 리스트는 의견 수렴 기간 이후 확정될 것으로 보인다. 중장기적인 관점에서는 탈중국 노력이 유효하며, 실제 글로벌 OEM/배터리 업체들의 문의 및 공급사 다변화 노력이 지속되고 있다. 동사 주가의 뚜렷한 반등 시점은, 신증설 물량의 On-time 가동과 리튬 가격의 상승 전환으로 실적이 턴어라운드 되는 시점이 될 전망이다. 다만, 2024, 2025년 실적 전망치 조정을 반영하여 투자의견은 'Outperform'으로, 목표주가는 125,000원으로 하향 조정한다.

천보 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>94.3</b>	<b>65.8</b>	<b>84.6</b>	<b>84.2</b>	<b>47.0</b>	<b>47.3</b>	<b>49.4</b>	<b>47.4</b>	<b>328.9</b>	<b>191.0</b>	<b>270.1</b>
%YoY	92%	9%	15%	-5%	-50%	-28%	-42%	-44%	21%	-42%	41%
2차전지 계	65.3	36.8	64.4	64.1	27.2	30.9	33.9	31.6	230.6	123.6	207.0
전자소재	22.7	20.5	15.0	15.1	12.3	11.5	10.0	10.3	73.2	44.1	41.2
의약품 등	4.9	3.0	2.5	1.8	2.1	3.1	2.4	2.4	12.2	10.0	9.7
상품	1.4	5.6	2.7	3.2	5.4	1.9	3.1	3.1	12.8	13.4	12.3
<b>매출원가</b>	<b>74.9</b>	<b>50.5</b>	<b>67.2</b>	<b>71.2</b>	<b>43.2</b>	<b>44.6</b>	<b>46.4</b>	<b>44.6</b>	<b>263.9</b>	<b>178.9</b>	<b>246.0</b>
매출원가율	79%	77%	79%	85%	92%	94%	94%	94%	80%	94%	91%
<b>매출총이익</b>	<b>19.4</b>	<b>15.3</b>	<b>17.4</b>	<b>12.9</b>	<b>3.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>2.8</b>	<b>64.9</b>	<b>12.2</b>	<b>24.1</b>
판매비와관리비	1.3	3.3	2.0	1.9	2.1	1.7	2.1	2.0	8.5	7.9	11.2
<b>영업이익</b>	<b>18.0</b>	<b>11.0</b>	<b>15.3</b>	<b>12.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>56.5</b>	<b>4.3</b>	<b>13.0</b>
%YoY	90%	14%	29%	-38%	-91%	-91%	-94%	-94%	12%	-92%	203%
영업이익률	19%	17%	18%	14%	3%	2%	2%	2%	17%	2%	5%
<b>당기순이익</b>	<b>13.5</b>	<b>14.4</b>	<b>19.0</b>	<b>-4.1</b>	<b>4.2</b>	<b>-32.8</b>	<b>-5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>42.8</b>	<b>-29.4</b>	<b>3.7</b>
당기순이익률	14%	22%	22%	-5%	9%	-69%	-10%	9%	13%	-15%	1%

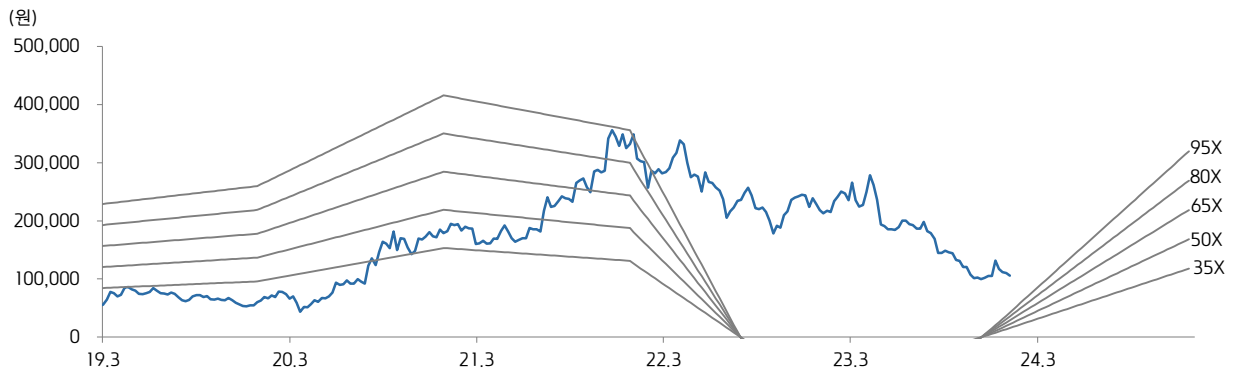
자료: 키움증권 리서치센터

천보 목표주가 125,000원 제시

EPS(원)	3,364 원	25년 EPS
Target PER(배)	37.2 배	이차전지 소재 25년 평균 P/E
목표주가(원)	125,140 원	

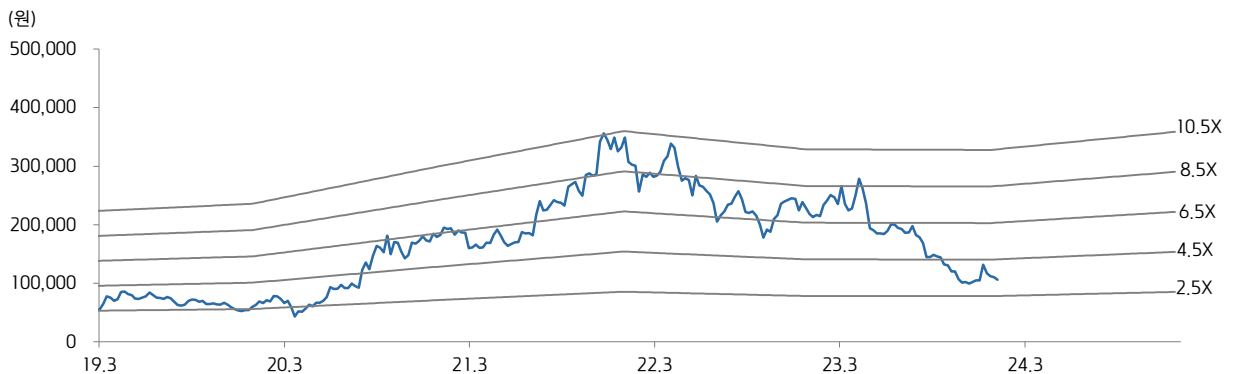
자료: 키움증권 리서치센터

천보 12M Fwd. P/E Ratio



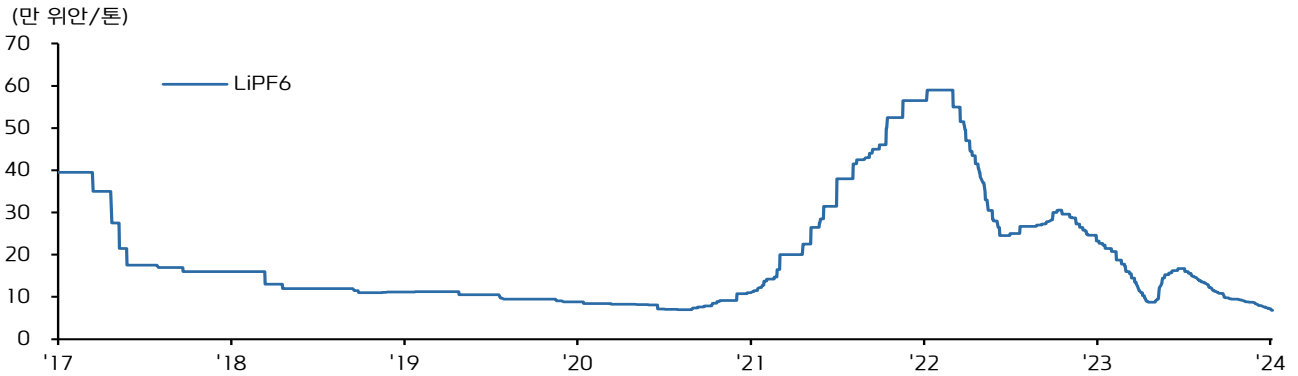
자료: 키움증권 리서치센터

천보 12M Fwd. P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

LiPF6 가격 추이: 22년 2월 고점 대비 -88% 하락(59만 위안/톤 → 6.85만 위안/톤)



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

미국 재무부와 국세청의 FEOC 이행방식 내용 일부 발췌:

자동차 제조사는 핵심광물 추적을 위한 시스템을 2026년 말까지 구축해야하며, 해당 기간까지는 조달선 추적이 어렵고 부가가치가 적은 미소광물(최대 2%)에 대한 추적 인증 제외

The Treasury Department and the IRS, after extensive consultation with the Department of Energy, are considering whether the following applicable critical minerals (and associated constituent materials) may be designated as identified non-traceable battery materials: applicable critical minerals contained in electrolyte salts, electrode binders, and electrolyte additives. These exemplar materials each account for less than two percent of the value of applicable critical minerals in the battery, and the Treasury Department and the IRS understand that industry tracing of these particular applicable

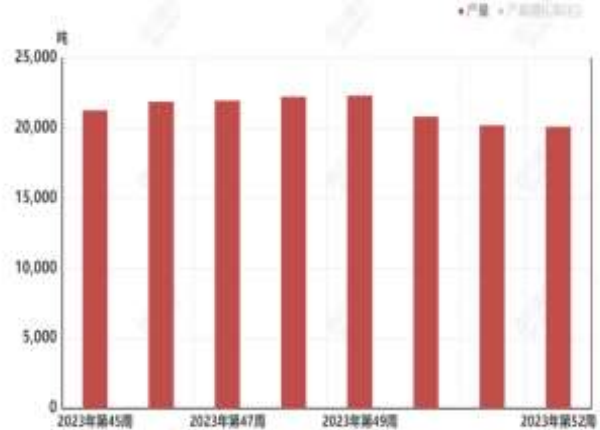
자료: Federal Register, 키움증권 리서치센터

중국 전해액 재고 추이



자료: Baiinfo, 키움증권 리서치센터

중국 전해액 생산량 추이



자료: Baiinfo, 키움증권 리서치센터

리튬염(양산 중인 품목)

제품	기능
TDT	배터리 수명 향상, 안전성 향상
FEC	배터리 계면저항 감소, 이온전도도 향상
VC	배터리 수명 향상, 안전성 향상, 열화억제
D-2	배터리 성능 및 수명 향상

자료: 천보, 키움증권 리서치센터

천보 신규 공정 개발 통한 수익성 개선: 중장기 영업이익률 25% 목표

**Lithium bis(fluorosulfonyl)imide (LiFSI)**

- 기존 공정 대비 **제조원가 50% 이상 절감 가능한 세계 유일한 신규 공법 및 공정 개발**  
(고가의 CSA, CSI, BA를 사용하지 않고 범용적이고 저렴한 원료인 H\*, S\*\*, U\*\*\* 등을 사용하는 공법)
- 정제 기술 및 생산 공정 최적화
- 부산물 전량 재활용(원가절감, 환경개선)
- 영업이익률 25% 달성

시장 경쟁력 확보  
고객 요구 만족

**Global 시장 점유율 60% 이상 목표**

**Lithium difluoro phosphate (LiPO<sub>2</sub>F<sub>2</sub>)**

- 원재료 변경 및 **세계 유일 공정, 공법 개발**, 기초 원료 물질을 직접 제조  
(고가의 LiPF<sub>6</sub>를 사용하지 않고 저렴한 원료를 사용하여 제조원가 30% 절감)
- 원재료 수급 불안정 해소, 제품 가격 안정화
- 부산물, 폐용매 재사용, 폐기물의 최소화**
- 영업이익률 25% 달성

균일한 제품 공급  
안정적인 공급 능력

**Global 시장 점유율 90% 이상 목표**

자료: 천보, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	271.6	328.9	191.0	270.1	420.9
매출원가	217.2	263.9	178.9	246.0	347.2
매출총이익	54.4	64.9	12.2	24.1	73.7
판관비	3.8	8.5	7.9	11.2	17.4
<b>영업이익</b>	50.6	56.5	4.3	13.0	56.3
<b>EBITDA</b>	66.8	75.5	23.6	57.5	122.1
영업외손익	4.3	-20.4	-37.9	-8.7	-12.2
이자수익	0.2	6.8	5.2	5.1	4.8
이자비용	0.8	10.9	15.9	14.3	17.5
외환관련이익	1.9	9.5	9.5	9.5	9.5
외환관련손실	0.1	10.8	5.1	5.1	5.1
중속 및 관계기업손익	-0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
기타	-3.3	-15.7	-32.3	-4.6	-4.6
<b>법인세차감전이익</b>	54.9	36.1	-33.7	4.3	44.1
법인세비용	6.9	-6.8	-4.2	0.5	5.6
계속사업손익	48.0	42.8	-29.4	3.7	38.6
<b>당기순이익</b>	48.0	42.8	-29.4	3.7	38.6
<b>지배주주순이익</b>	43.8	37.4	-25.7	3.3	33.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	74.7	21.1	-41.9	41.4	55.8
영업이익 증감율	67.9	11.7	-92.4	202.3	333.1
EBITDA 증감율	61.6	13.0	-68.7	143.6	112.3
지배주주순이익 증감율	60.2	-14.6	-168.7	-112.8	918.2
EPS 증감율	60.1	-14.6	적전	흑전	932.6
매출총이익율(%)	20.0	19.7	6.4	8.9	17.5
영업이익률(%)	18.6	17.2	2.3	4.8	13.4
EBITDA Margin(%)	24.6	23.0	12.4	21.3	29.0
지배주주순이익률(%)	16.1	11.4	-13.5	1.2	8.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	226.9	439.4	272.2	296.7	342.7
현금 및 현금성자산	35.3	64.8	27.1	49.5	62.3
단기금융자산	26.4	201.2	143.4	116.6	94.8
매출채권 및 기타채권	59.5	60.8	35.3	49.9	77.8
재고자산	62.1	86.1	50.0	70.8	101.8
기타유동자산	43.6	26.5	16.4	9.9	6.0
<b>비유동자산</b>	176.9	379.2	540.6	676.8	791.7
투자자산	8.3	10.5	11.2	11.9	12.6
유형자산	148.2	341.6	502.4	637.9	752.2
무형자산	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
기타비유동자산	19.2	26.0	26.0	26.1	26.0
<b>자산총계</b>	403.7	818.7	812.8	973.5	1,134.4
<b>유동부채</b>	67.3	148.4	170.8	212.2	258.9
매입채무 및 기타채무	13.9	36.9	28.2	32.3	39.6
단기금융부채	41.7	70.6	101.6	138.9	178.2
기타유동부채	11.7	40.9	41.0	41.0	41.1
<b>비유동부채</b>	30.4	275.4	280.8	400.8	480.8
장기금융부채	29.5	274.5	279.9	399.9	479.9
기타비유동부채	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>부채총계</b>	97.7	423.8	451.5	613.0	739.6
<b>지배지분</b>	284.8	343.1	313.1	312.1	341.4
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	101.2	124.5	124.5	124.5	124.5
기타자본	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
기타포괄손익누계액	-0.9	-1.0	-0.3	0.4	1.0
이익잉여금	183.4	218.6	188.0	186.3	214.9
비지배지분	21.3	51.8	48.0	48.5	53.4
<b>자본총계</b>	306.1	394.8	361.1	360.6	394.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-14.3	65.6	48.4	18.7	51.9
당기순이익	48.0	42.8	-29.4	3.7	38.6
비현금항목의 가감	23.5	38.7	21.0	49.6	79.4
유형자산감가상각비	16.1	19.0	19.2	44.5	65.7
무형자산감가상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타	8.0	20.3	2.4	5.7	14.3
영업활동자산부채증감	-83.7	-6.4	63.2	-24.9	-47.7
매출채권및기타채권의감소	-20.9	5.8	25.5	-14.6	-27.8
재고자산의감소	-26.2	-24.2	36.1	-20.7	-31.1
매입채무및기타채무의증가	-0.8	-1.7	-8.7	4.1	7.3
기타	-35.8	13.7	10.3	6.3	3.9
기타현금흐름	-2.1	-9.5	-6.4	-9.7	-18.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-48.5	-374.2	-122.3	-153.2	-158.3
유형자산의 취득	-52.8	-198.0	-180.0	-180.0	-180.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-6.2	-1.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	23.0	-174.8	57.8	26.8	21.8
기타	-12.5	0.0	-0.1	0.0	-0.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	84.1	341.6	71.1	191.9	154.0
차입금의 증가(감소)	9.5	305.0	36.4	157.3	119.4
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	26.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.0	-3.0	-5.0	-5.0	-5.0
기타	51.6	39.6	39.7	39.6	39.6
기타현금흐름	0.5	-3.6	-34.9	-34.9	-34.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	21.9	29.4	-37.7	22.5	12.8
기초현금 및 현금성자산	13.5	35.3	64.8	27.0	49.5
기말현금 및 현금성자산	35.3	64.8	27.0	49.5	62.3

자료: 키움증권 리서치센터

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,377	3,736	-2,565	326	3,364
BPS	28,479	34,308	31,313	31,209	34,144
CFPS	7,150	8,158	-838	5,336	11,792
DPS	300	500	500	500	500
<b>주당배수(배)</b>					
PER	79.6	58.4	-43.0	325.1	31.5
PER(최고)	83.9	94.7	-116.8		
PER(최저)	33.7	46.5	-37.5		
PBR	12.24	6.36	3.52	3.39	3.10
PBR(최고)	12.89	10.32	9.56		
PBR(최저)	5.18	5.06	3.07		
PSR	12.84	6.64	5.77	3.92	2.52
PCFR	48.8	26.8	-131.5	19.8	9.0
EV/EBITDA	52.6	30.6	57.6	25.7	13.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.2	11.6	-16.9	132.9	12.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.2	0.5	0.5	0.5
ROA	14.5	7.0	-3.6	0.4	3.7
ROE	17.2	11.9	-7.8	1.0	10.3
ROIC	18.7	13.8	0.8	1.8	6.3
매출채권회전율	5.9	5.5	4.0	6.3	6.6
재고자산회전율	5.5	4.4	2.8	4.5	4.9
부채비율	31.9	107.3	125.0	170.0	187.3
순차입금비율	3.1	20.0	58.4	103.3	126.9
이자보상배율	61.0	5.2	0.3	0.9	3.2
<b>총차입금</b>	71.3	345.0	381.4	538.7	658.1
순차입금	9.5	79.1	210.9	372.6	501.0
NOPLAT	66.8	75.5	23.6	57.5	122.1
FCF	-76.0	-134.9	-93.7	-149.0	-112.8

Compliance Notice

- 당사는 1월 5일 현재 '천보' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

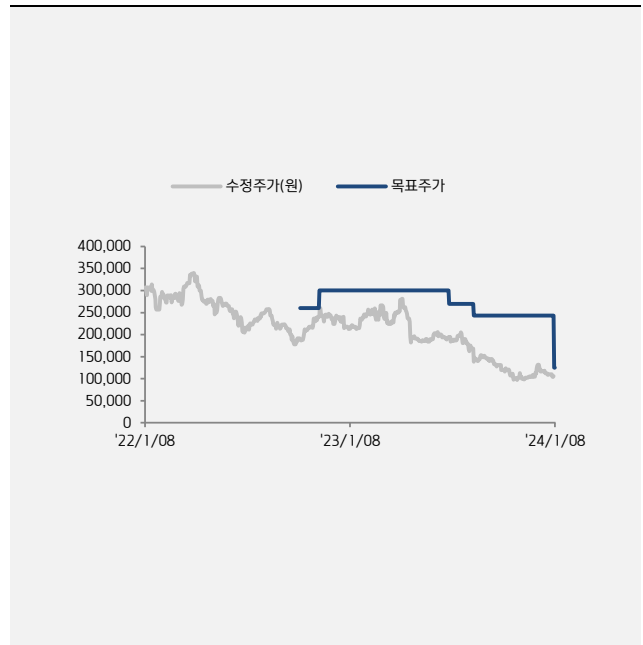
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
천보 (278280)	2022-10-11	Buy(Initiate)	260,000원	6개월	-17.26	-7.69
	2022-11-14	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-22.83	-13.20
	2023-01-20	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-22.05	-6.17
	2023-07-03	Buy(Maintain)	270,000원	6개월	-31.51	-24.07
	2023-08-16	Buy(Maintain)	243,000원	6개월	-49.80	-36.83
	2024-01-08	Outperform (Downgrade)	125,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과이익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%