



## Marketperform (Downgrade)

목표주가: 45,000원(하향)

주가(7/4): 42,100원

시가총액: 4,210억원



이차전지 Analyst 권준수  
wkdud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (7/4)		775.80pt
52주 주가동향	최고가 80,000 원	최저가 30,300원
최고/최저가 대비 등락률	-47.4%	38.9%
수익률	절대 상대	
1M	14.9%	11.1%
6M	12.0%	1.9%
1Y	-46.6%	-42.1%

### Company Data

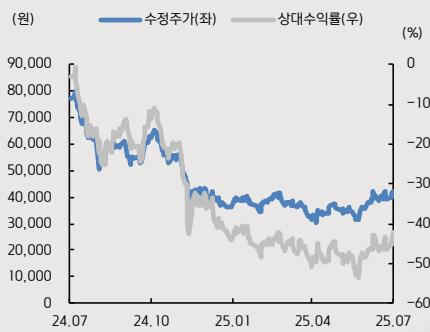
발행주식수	10,000 천주
일평균 거래량(3M)	25천주
외국인 지분율	4.2%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	36,408원
주요 주주	이상율 외 11인
	65.0%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	182.7	144.9	155.4	235.3
영업이익	-8.0	-22.8	5.6	10.0
EBITDA	11.7	-3.2	23.8	30.1
세전이익	-42.4	-27.7	-2.5	0.3
순이익	-45.5	-32.3	-2.2	0.2
지배주주지분순이익	-41.8	-27.4	-1.9	0.2
EPS(원)	-4,175	-2,740	-187	21
증감률(%YoY)	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	-26.4	-13.3	-222.3	1,973.3
PBR(배)	3.72	0.99	1.14	1.14
EV/EBITDA(배)	127.7	-212.9	31.4	26.9
영업이익률(%)	-4.4	-15.7	3.6	4.2
ROE(%)	-13.1	-8.3	-0.5	0.1
순부채비율(%)	97.5	66.0	68.6	83.6

자료: 키움증권 리서치센터

### Price Trend



### 실적 Preview

## 천보 (278280)

### 단기 보수적인 관점 유지, 중장기 접근 필요



2Q25 영업이익 28억원으로 시장 컨센서스 소폭 하회 예상. 신공장 가동 시점 지연에 따라 흑자 기조는 유지될 전망. 2025년 영업이익 56억원(흑자전환 YoY) 전망. 9월 새만금 공장 가동에 따라, 4Q25 적자전환 예상. 신공장 가동 시점에 대한 불확실성이 남아있고, 전방 고객사의 수요 변화로 실적의 회복 시점도 26년 이후로 예상되는 만큼 단기 주가 상승 여력은 제한적일 것으로 판단. 실적 추정치 변경을 반영하여 투자의견은 'Marketperform'으로, 목표주가는 45,000원으로 하향 조정함.

### >>> 2Q25 영업이익 28억원(+101%YoY) 전망

2Q25 실적은 매출액 358억원(+1%QoQ, flat YoY), 영업이익 28억원(flat QoQ, +101%YoY)으로, 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다(영업이익 컨센서스 30억원). 중국 시장 내 전해액/첨가제의 공급과잉 상황이 지속되는 가운데, 주력 제품인 LiPO2F2 제품은 EVE Energy 등 중국 배터리 업체 향으로 판매량이 증가한 것으로 보이나, 높은 판가의 유럽/북미 향 판매 비중이 감소함에 따라 Blended ASP가 전분기비 하락하며 매출은 전분기와 유사한 수준으로 예상된다. 한편, 손익의 경우 ASP 하락 및 저율 가동에도 불구하고 새만금 공장의 본격 가동 시점이 늦어짐에 따라 흑자 기조는 유지할 것으로 예상된다.

### >>> 2025년 영업이익 56억원(흑자전환 YoY) 전망

2025년 실적은 매출액 1,554억원(+7%YoY), 영업이익 56억원(흑자전환 YoY)을 기록할 전망이다(영업이익 컨센서스 92억원). 2차전지 부문 매출의 경우 여전히 중국 의존도가 높아(2024년 기준 35%), 중국 시황 감안 시 P/Q의 개선 폭이 단기간에는 크지 않을 것으로 보인다. 다만, 최근 발표된 MUIS-CATL의 특허에 대한 라이선스 계약 체결로 추후 CATL 향 매출이 일부 회복될 것으로 기대되며, 유럽에 위치한 중국 전해액사(Capchem, GTHR 등) 향 매출 증가도 실적에 기여할 것으로 보인다. 최근 전방 고객사의 속도조절로 새만금 공장 가동 시점이 9월로 지연된 것으로 보이는 바, 초기 가동 비용에 따른 4분기 적자전환은 불가피할 것으로 전망한다.

### >>> 실적 회복 시점은 2026년 이후, 중장기로 접근 필요

동사는 한때 IRA 정책의 대표 수혜주로서 고 배율을 받아왔으나, 1) 중국 내 공급과잉 환경 지속(실적 부진), 2) IRA 내 '추적이 불가능한 배터리 소재'로 분류, 3) 천보BLS 증설 시점 지연 등이 장기간 주가 조정의 빌미로 작용했다. 앞으로 기대되는 점은, 올 하반기 북미 OEM 향 새만금 공장 가동(LiFSI/FEC)과 미국의 대중국 관세 인상으로 인해 향후 미국 향 판매 확대 가능성이 높다는 것이다. 다만, 여전히 신공장 가동 시점에 대한 불확실성이 남아있고, 정책 변수로 인한 전방 고객사의 수요 변화로 실적의 회복 시점도 26년 이후로 예상되는 만큼 단기 주가 상승 여력은 제한적일 것으로 보인다. 실적 전망치 조정을 반영하여 투자의견은 'Marketperform'으로, 목표주가는 45,000원으로 하향 조정한다.

## 천보 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
<b>매출액</b>	<b>39.8</b>	<b>35.9</b>	<b>37.5</b>	<b>31.7</b>	<b>35.6</b>	<b>35.8</b>	<b>39.9</b>	<b>44.1</b>	<b>182.7</b>	<b>144.9</b>	<b>155.4</b>
%YoY	-15%	-24%	-24%	-19%	-11%	0%	6%	39%	-44%	-21%	7%
2차전지 계	22.2	19.0	21.0	15.2	19.5	19.5	23.7	27.7	115.1	77.4	90.3
전자소재	12.2	12.5	11.7	12.4	12.3	12.4	12.0	12.2	46.0	48.8	48.9
의약품 등	2.9	2.7	3.5	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4	10.1	11.2	9.4
상품	2.5	1.8	1.3	1.9	1.5	1.7	1.8	1.8	11.5	7.5	6.8
<b>매출원가</b>	<b>65.2</b>	<b>32.2</b>	<b>34.4</b>	<b>27.2</b>	<b>30.2</b>	<b>30.5</b>	<b>34.4</b>	<b>43.7</b>	<b>183.1</b>	<b>159.0</b>	<b>138.8</b>
매출원가율	164%	90%	92%	86%	85%	85%	86%	99%	100%	110%	89%
매출총이익	-25.5	3.7	3.2	4.5	5.3	5.3	5.5	0.4	-0.4	-14.1	16.6
판매비와관리비	2.2	2.3	2.2	1.9	2.5	2.5	2.8	3.1	7.7	8.6	11.0
<b>영업이익</b>	<b>-27.6</b>	<b>1.4</b>	<b>0.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>-2.7</b>	<b>-8.0</b>	<b>-22.8</b>	<b>5.6</b>
%YoY	적자전환	37%	10%	-122%	-110%	101%	187%	적자전환	-114%	적자지속	흑자전환
영업이익률	-70%	4%	2%	8%	8%	8%	7%	-6%	-4%	-16%	4%
<b>당기순이익</b>	<b>-26.6</b>	<b>-22.3</b>	<b>-5.3</b>	<b>21.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>-3.4</b>	<b>-45.5</b>	<b>-32.3</b>	<b>-2.2</b>
당기순이익률	-67%	-62%	-14%	69%	1%	1%	1%	-8%	-25%	-22%	-1%

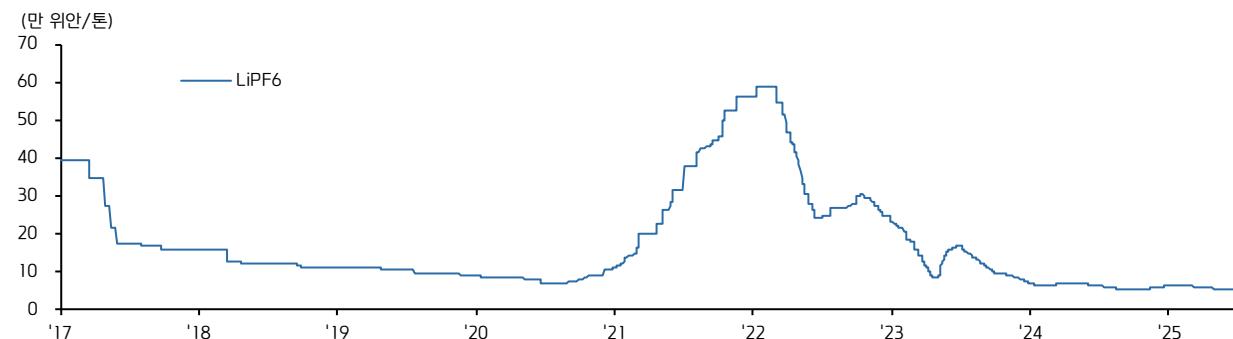
자료: 키움증권 리서치센터

## 천보 목표주가 45,000원 제시

EPS(원)	1,105 원	27년 EPS
Target PER(배)	40.6 배	이차전지 소재 27년 평균 P/E
목표주가(원)	44,863 원	

자료: 키움증권 리서치센터

## LiPF6 가격 추이



자료: Wind, 키움증권 리서치센터

## 첨가제(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 **법용적이고 저렴한 원료인 H<sup>+</sup>, S<sup>+</sup>, U<sup>++</sup> 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	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	182.7	144.9	155.4	235.3	291.8
매출원가	183.1	159.0	138.8	211.2	248.9
매출총이익	-0.4	-14.1	16.6	24.1	42.9
판관비	7.7	8.6	11.0	14.1	17.5
영업이익	-8.0	-22.8	5.6	10.0	25.3
<b>EBITDA</b>	11.7	-3.2	23.8	30.1	53.5
영업외손익	-34.3	-5.0	-8.1	-9.7	-10.5
이자수익	5.4	3.8	4.1	5.8	8.3
이자비용	17.0	19.1	19.3	22.7	26.0
외환관련이익	8.0	6.6	3.4	3.4	3.4
외환관련손실	7.2	2.0	2.0	2.0	2.0
종속 및 관계기업손익	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
기타	-24.4	4.9	4.9	5.0	5.0
<b>법인세차감전이익</b>	-42.4	-27.7	-2.5	0.3	14.8
법인세비용	3.1	4.6	-0.3	0.0	1.8
계속사업순손익	-45.5	-32.3	-2.2	0.2	13.0
<b>당기순이익</b>	-45.5	-32.3	-2.2	0.2	13.0
<b>지배주주순이익</b>	-41.8	-27.4	-1.9	0.2	11.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-44.4	-20.7	7.2	51.4	24.0
영업이익 증감율	-114.2	185.0	-124.6	78.6	153.0
EBITDA 증감율	-84.5	-127.4	-843.8	26.5	77.7
지배주주순이익 증감율	-211.9	-34.4	-93.1	-110.5	5,400.0
EPS 증감율	적전	적지	적지	흑전	5,153.9
매출총이익율(%)	-0.2	-9.7	10.7	10.2	14.7
영업이익률(%)	-4.4	-15.7	3.6	4.2	8.7
EBITDA Margin(%)	6.4	-2.2	15.3	12.8	18.3
지배주주순이익률(%)	-22.9	-18.9	-1.2	0.1	3.8

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	281.9	247.4	314.6	436.0	602.1
현금 및 현금성자산	60.8	15.9	16.5	21.9	26.1
단기금융자산	111.6	160.5	230.8	332.0	477.4
매출채권 및 기타채권	27.0	25.7	27.6	41.8	51.8
재고자산	69.3	32.4	26.9	27.9	34.5
기타유동자산	13.2	12.9	12.8	12.4	12.3
<b>비유동자산</b>	651.8	760.4	771.9	821.4	822.9
투자자산	14.1	15.3	14.9	14.5	14.1
유형자산	612.3	705.1	717.0	767.0	768.9
무형자산	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
기타비유동자산	24.4	39.2	39.3	39.3	39.3
<b>자산총계</b>	933.7	1,007.9	1,086.4	1,257.4	1,425.0
<b>유동부채</b>	233.4	489.8	493.5	521.2	540.7
매입채무 및 기타채무	13.7	10.8	11.2	13.1	14.5
단기금융부채	166.2	348.7	352.1	377.8	395.9
기타유동부채	53.5	130.3	130.2	130.3	130.3
<b>비유동부채</b>	349.8	103.1	180.1	323.1	458.1
장기금융부채	348.2	101.4	178.4	321.4	456.4
기타비유동부채	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
<b>부채총계</b>	583.2	592.9	673.7	844.3	998.8
<b>자본지분</b>	296.6	365.9	364.1	364.3	375.4
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
자본잉여금	124.6	121.2	121.2	121.2	121.2
기타자본	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
기타포괄손익누계액	-1.0	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
이익잉여금	172.0	144.0	142.1	142.3	153.4
<b>비지배지분</b>	54.0	49.0	48.7	48.7	50.7
<b>자본총계</b>	350.5	414.9	412.8	413.0	426.1

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	57.2	22.5	-5.7	-18.4	0.3
당기순이익	-45.5	-32.3	-2.2	0.2	13.0
비현금항목의 가감	54.6	17.2	7.4	11.2	21.8
유형자산감가상각비	19.7	19.4	18.1	20.0	28.1
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-0.9	-0.8	0.0	0.0	0.0
기타	35.7	-1.5	-10.8	-8.9	-6.4
영업활동자산부채증감	50.4	40.7	4.1	-13.0	-15.1
매출채권및기타채권의감소	51.1	9.7	-1.9	-14.2	-10.0
재고자산의감소	11.2	42.2	5.4	-0.9	-6.7
매입채무및기타채무의증가	-28.0	-10.6	0.4	1.9	1.4
기타	16.1	-0.6	0.2	0.2	0.2
<b>기타현금흐름</b>	-2.3	-3.1	-15.0	-16.8	-19.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-219.7	-176.1	-97.3	-168.1	-172.4
유형자산의 취득	-306.6	-129.4	-30.0	-70.0	-30.0
유형자산의 처분	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.7	-1.1	0.4	0.4	0.4
단기금융자산의감소(증가)	89.6	-48.9	-70.3	-101.1	-145.4
기타	1.0	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	158.9	106.2	80.4	168.7	153.1
차입금의 증가(감소)	-8.5	-25.4	80.4	168.7	153.1
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	172.4	131.6	0.0	0.0	0.0
<b>기타현금흐름</b>	-0.3	2.5	23.2	23.2	23.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-3.9	-44.9	0.6	5.3	4.2
기초현금 및 현금성자산	64.8	60.8	15.9	16.5	21.8
기말현금 및 현금성자산	60.8	15.9	16.5	21.8	26.0

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-4,175	-2,740	-187	21	1,105
BPS	29,657	36,590	36,408	36,434	37,544
CFPS	911	-1,507	517	1,147	3,486
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-26.4	-13.3	-222.3	1,973.3	37.6
PER(최고)	-71.7	-40.5	-229.3		
PER(최저)	-23.0	-13.0	-161.0		
PBR	3.72	0.99	1.14	1.14	1.11
PBR(최고)	10.10	3.03	1.18		
PBR(최저)	3.24	0.97	0.83		
PSR	6.03	2.51	2.67	1.76	1.42
PCFR	120.9	-24.1	80.3	36.2	11.9
EV/EBITDA	127.7	-212.9	31.4	26.9	15.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-5.2	-3.3	-0.2	0.0	1.0
ROE	-13.1	-8.3	-0.5	0.1	3.0
ROIC	-1.1	-2.9	0.7	1.3	3.0
매출채권회전율	4.2	5.5	5.8	6.8	6.2
재고자산회전율	2.4	2.9	5.2	8.6	9.3
부채비율	166.4	142.9	163.2	204.4	234.4
순차입금비율	97.5	66.0	68.6	83.6	81.9
이자보상배율	-0.5	-1.2	0.3	0.4	1.0
총차입금	514.3	450.2	530.5	699.2	852.3
순차입금	341.9	273.7	283.2	345.4	348.8
NOPLAT	11.7	-3.2	23.8	30.1	53.5
FCF	-242.4	-87.7	-2.8	-54.1	5.4

자료: 키움증권 리서치센터

## Compliance Notice

- 당사는 7월 4일 현재 '천보' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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.

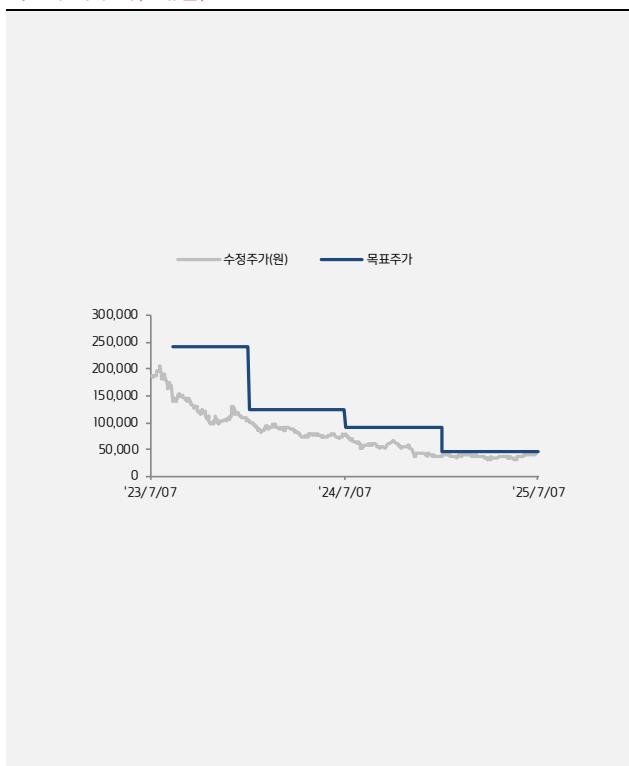
## 고지사항

- 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 일제의 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	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
천보 (278280)	2023-08-16	Buy(Maintain)	243,000원	6개월	-50.28	-36.83
	2024-01-08	Outperform (Downgrade)	125,000원	6개월	-33.57	-16.56
	2024-07-08	Outperform (Maintain)	91,000원	6개월	-41.45	-12.09
	2025-01-07	Outperform (Maintain)	46,000원	6개월	-19.35	-7.93
	2025-07-07	Marketperform (Downgrade)	45,000원	6개월		

## 목표주가추이(2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 투자의견 및 적용기준

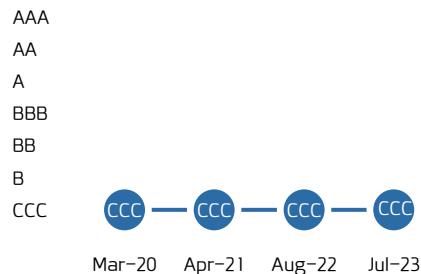
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (총립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 특수화합물 70개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	1.7	4.8	
<b>환경</b>	1.9	4.8	53.0%
탄소배출	2.4	6.7	14.0%
유독 물질 배출과 폐기물		3.5	14.0%
물 부족	1.4	4.9	14.0%
친환경 기술 관련 기회	4.1	4.4	11.0%
<b>사회</b>		3.5	14.0%
화학적 안전성		3	14.0%
<b>지배구조</b>	2.2	5.4	33.0%
기업 지배구조	4.2	6.2	▲0.2
기업 활동	1.8	5.8	

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용

---

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (특수화합물)	탄소배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기 물	물 부족	화학적 성	안전 조	기업 지배구	기업 활동	등급	추세
크로다	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AAA	↑↑
클라리언트	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	AA	↔
에어리퀴드	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	A	↔
린데 피엘씨	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	A	↔
HEKTAS TICARET TURK ANONIM SIRKETI	● ●	●	●	●	●	●	● ●		CCC	↑↑
천보	●	● ●	●	●	●	●	●		CCC	↔

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ▲▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치