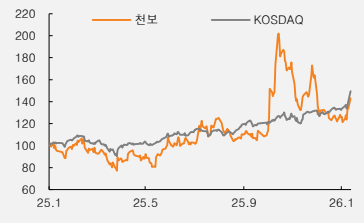


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 68,000원
현재주가(26/1/26)	56,200원
상승여력	21.0%

영업이익(25F,십억원)	8
Consensus 영업이익(25F,십억원)	8
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	35.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	17.1
KOSDAQ	1,064.41
시가총액(십억원)	657
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	43.8
외국인 보유비중(%)	2.7
벤투(12M) 일간수익률	1.62
52주 최저가(원)	30,300
52주 최고가(원)	79,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.2	21.5	49.9
상대주가	-4.8	-7.9	2.6



[디스플레이/배터리]

김철중
chuljoong.kim@miraeeasset.com

천보

드디어 시작된 F의 시간

목표주가 68,000원으로 상향 조정

천보에 대한 목표주가를 68,000원으로 상향 조정한다(이전 46,000원). 목표주가 산정에 사용하던 P/E 밸류에이션 방식을 EV/EBITDA로 변경한다. 천보 비엘에스(F전해질 등)의 라인 가동 본격화에 따른 급격한 감가상각비 증가분을 목표주가 산출에 반영하기 위하여 밸류에이션 방식을 변경하였다. 27년 예상 EBITDA 750억에 Target EV/EBITDA 15배를 적용하여 목표주가를 산출하였다.

분기 실적 관점에서 F 전해질 신규 라인 가동에 따른 고정비 부담으로 영업이익 개선은 하반기에 진행될 것으로 보이나, 1) F전해질의 최종 공급처가 북미 OEM인 점을 감안 시 중장기 출하량 증가 가시성이 높다고 판단하며, 2) 반도체 등 전자소재의 높은 영업이익률(20% 수준)과 3) 중국 반내권(공급조절) 정책으로 인한 기존 제품 군들의 판가 상승 및 스프레드 개선으로 실적 정상화가 진행될 것으로 판단한다.

26년 매출액은 2,010억원(+53% YoY), 영업이익은 64억원(-15% YoY), EBITDA는 620억원(+121% YoY)을 예상한다.

드디어 시작된 F의 시간

F 전해질의 본격적인 출하가 시작된 것으로 파악한다. 2개의 글로벌 전해액 사를 통해서 최종 공급처는 북미 OEM이다. 1) 작년 연말 급격하게 상승한 LiPF6 가격(대체재)과 2) 최종 고객사의 탈 중국 정책으로 인하여 26년부터 북미 향 중심 F 전해질 매출이 급격하게 증가할 것으로 판단한다. F전해질 매출액은 25년 10억원 → 26년 500억원 → 27년 1,050억원으로 증가할 것으로 예상한다. 2차전지 소재 중 F제품의 비중은 25년 2% → 26년 36% → 27년 46%까지 증가하며 전사 실적 성장을 견인할 것으로 전망한다.

반도체의 수익성, 기존 제품군 판가 상승이 실적 방어

F전해질 초기 고정비 부담을 1) 반도체와 2) 기존 제품군의 판가 상승이 방어할 것으로 전망한다. 1) 반도체 호황으로 인하여 동사의 전자소재 부분의 영업이익률은 20% 수준을 기록하고 있으며, 2) 26년 상반기부터는 작년 연말 급등한 주요 메탈가격을 반영한 기존 2차전지 제품가격 상승이 진행될 것으로 예상한다. P첨가제, FEC 등 기존 2차전지 제품군의 스프레드 개선이 본격화될 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	183	145	135	210	319
영업이익 (십억원)	-8	-23	8	6	20
영업이익률 (%)	-4.4	-15.9	5.9	2.9	6.3
순이익 (십억원)	-42	-27	-8	0	8
EPS (원)	-4,175	-2,740	-814	32	642
ROE (%)	-13.1	-8.3	-2.3	0.1	2.1
P/E (배)	-	-	-	1,774.7	87.5
P/B (배)	3.7	1.0	1.6	1.8	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 천보 Valuation Table

		비고
27년 예상 EBITDA (십억원)	75	목표주가 산정 방식 P/E → EV/EBITDA로 변경
Target EV/EBITDA (x)	15	
적정 사업가치(십억원)	1,125	
순차입금(26년)	324	
주식수(천주)	11,770	
목표주가 (원)	68,000	
현재주가 (원)	56,200	
상승여력 (%)	21	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

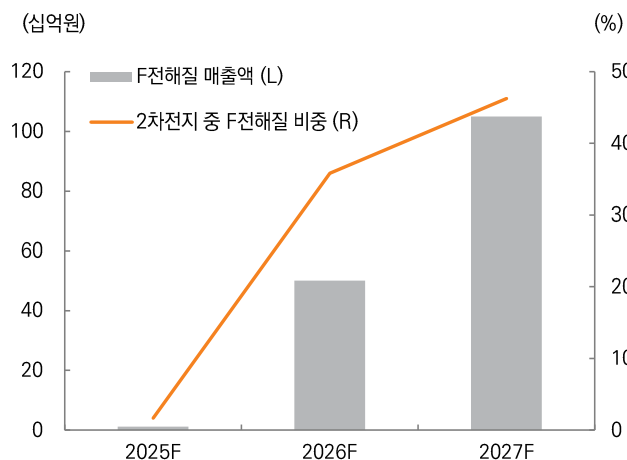
표 2. 천보 영업 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025F	2026F	2027F
매출액	39.0	43.9	53.0	73.8	69.1	75.2	81.4	93.6	137.1	209.6	319.3
Battery Materials	21.4	26.9	35.7	55.7	49.8	54.1	57.5	65.7	69.0	139.7	227.1
Electronic materials	13.1	12.5	12.8	13.5	14.7	16.6	19.3	23.2	51.0	51.9	73.8
Others	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	17.1	18.1	18.4
영업이익	-2.9	0.6	3.8	4.9	4.3	4.8	4.9	5.7	7.6	6.4	19.7
Battery Materials	-5.4	-1.3	1.8	2.8	2.5	2.7	2.9	3.3	-1.5	-2.1	11.4
Electronic materials	2.4	1.9	1.9	2.0	1.8	2.0	1.9	2.3	9.1	8.2	8.0
Others	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.4	0.4
영업이익률	-7.5	1.3	7.2	6.7	6.2	6.4	6.0	6.1	5.5	3.1	6.2
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	9.8	12.5	20.9	39.1	-6.4	8.9	8.3	14.9	-5.4	52.9	52.3
Battery Materials	23.9	25.7	32.6	56.3	-10.6	8.5	6.4	14.2	-10.8	102.5	62.5
Electronic materials	-5.0	-5.0	3.0	5.0	9.0	12.8	16.6	20.4	4.5	1.6	42.3
Others	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	-8.7	5.5	2.0
영업이익	적전	흑전	548.5	28.2	-12.5	11.6	1.9	17.4	흑전	-15.3	207.5
Battery Materials	적지	적지	흑전	56.3	-10.6	8.5	6.4	14.2	적지	적지	흑전
Electronic materials	-9.2	-20.8	3.0	5.0	-12.8	12.8	-2.8	20.4	흑전	-10.3	-2.0
Others	-59.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	적지	흑전	2.0

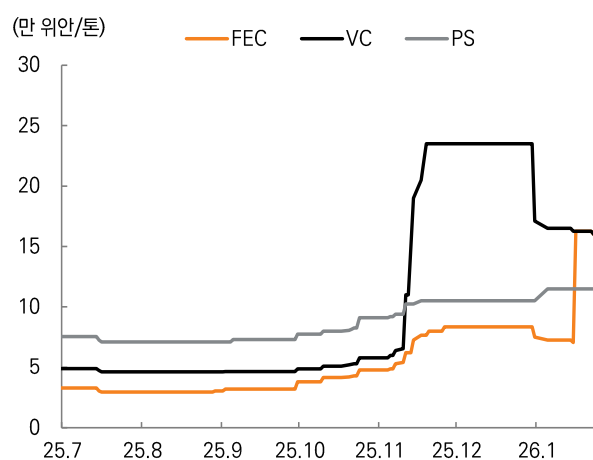
자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 천보 F 전해질 매출 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 내수 전해액 첨가재 가격 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

천보 (278280)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	145	135	210	319
매출원가	159	118	191	284
매출총이익	-14	17	19	35
판매비와관리비	9	9	12	16
조정영업이익	-23	8	6	20
영업이익	-23	8	6	20
비영업손익	-5	-18	-6	-11
금융손익	-15	-25	-23	-22
관계기업등 투자손익	1	2	1	0
세전계속사업손익	-28	-10	0	9
계속사업법인세비용	5	0	0	0
계속사업이익	-32	-10	0	9
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-32	-10	0	9
지배주주	-27	-8	0	8
비지배주주	-5	-2	0	1
총포괄이익	-32	-10	0	9
지배주주	-27	-8	0	8
비지배주주	-5	-2	0	1
EBITDA	-3	28	62	75
FCF	-107	29	34	52
EBITDA 마진율 (%)	-2.1	20.7	29.5	23.5
영업이익률 (%)	-15.9	5.9	2.9	6.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-18.6	-5.9	0.0	2.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	22	43	34	52
당기순이익	-32	-10	0	9
비현금수익비용가감	17	35	78	78
유형자산감가상각비	19	20	55	55
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-2	15	23	23
영업활동으로인한자산및부채의변동	41	30	-21	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	10	11	-19	-10
재고자산 감소(증가)	42	10	-19	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	-2	5	3
법인세납부	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-176	183	-23	-12
유형자산처분(취득)	-129	-14	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-69	158	-23	-12
기타투자활동	22	39	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	106	-178	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	11	-177	0	0
자본의 증가(감소)	-3	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	98	-1	0	0
현금의 증가	-45	50	11	40
기초현금	61	16	66	78
기말현금	16	66	78	118

자료: 천보, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

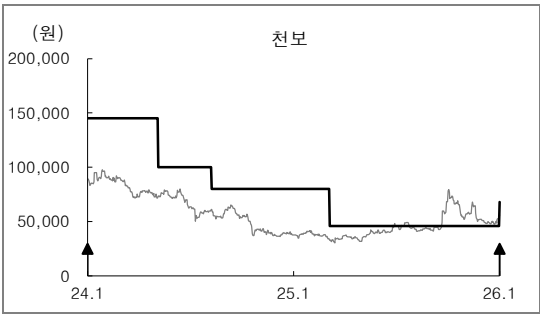
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	247	107	157	218
현금 및 현금성자산	16	66	78	118
매출채권 및 기타채권	25	19	39	50
재고자산	32	21	40	51
기타유동자산	174	1	0	-1
비유동자산	760	716	684	641
관계기업투자등	3	0	0	0
유형자산	705	659	604	550
무형자산	1	1	1	1
자산총계	1,008	822	841	859
유동부채	490	247	263	272
매입채무 및 기타채무	7	8	16	20
단기금융부채	477	232	232	232
기타유동부채	6	7	15	20
비유동부채	103	171	173	174
장기금융부채	101	169	169	169
기타비유동부채	2	2	4	5
부채총계	593	418	436	446
지배주주지분	366	357	357	364
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	121	121	121	121
이익잉여금	144	136	136	144
비지배주주지분	49	47	47	49
자본총계	415	404	404	413

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	1,774.7	87.5
P/CF (x)	-	20.2	8.4	7.6
P/B (x)	1.0	1.6	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	-	33.9	16.7	13.3
EPS (원)	-2,740	-814	32	642
CFPS (원)	-1,507	2,429	6,682	7,356
BPS (원)	36,996	30,882	30,702	31,345
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-20.7	-7.0	55.5	52.3
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	119.1	21.0
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	-15.4	207.5
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	1,928.0
매출채권 회전율 (회)	5.8	6.5	7.9	7.8
재고자산 회전율 (회)	2.9	5.0	6.8	7.0
매입채무 회전율 (회)	33.2	28.3	24.8	24.1
ROA (%)	-3.3	-1.1	0.1	1.1
ROE (%)	-8.3	-2.3	0.1	2.1
ROIC (%)	-3.6	1.0	1.0	3.0
부채비율 (%)	142.9	103.6	107.9	107.8
유동비율 (%)	50.5	43.1	59.7	80.4
순차입금/자기자본 (%)	96.9	83.0	80.1	68.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.2	0.3	0.3	0.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
천보 (278280)				
2026.01.27	매수	68,000	-	-
2025.03.31	매수	46,000	0.59	72.61
2024.09.03	매수	80,000	-44.08	-18.38
2024.05.31	매수	100,000	-32.75	-20.00
2023.11.17	매수	145,000	-36.65	-9.31



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 천보 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.