

에코프로머티리얼즈 (450080. KS)

하이니켈 양극재용 전구체 국내 1위 업체

상장 예정일

2023.11.17(예상)

기관 수요예측

2023.10.30 ~ 11.03

공모희망가 밴드

36,200 ~ 44,000 원

예상 시가총액

2.57~ 3.13(조원)

허준서_02)368-6175_pos03066@ 한병화_02)368-6171_bhh1026@

- 에코프로의 계열사, 하이니켈 양극재용 전구체 생산 전문 업체. 2027년 생산능력 기준 非중국 전구체 업체 중 1위 .
- 배터리 밸류체인 내 탈중국화가 회사에 우호적인 환경 조성하고 있고 높은 기술력을 통해 추가적인 고객사 확보 전망.
- RMP공정 내재화를 통한 수익성 확보가 경쟁력. RMP공정은 저순도 니켈을 황산화 시켜 순도를 높이는 공정.
- 약 1,450만주 모집, 이번 공모를 통해 약 5,240억원(하단기준) 조달 예정. 조달자금의 75%를 CAPA 증설에 사용예정
- 고평가라는 시각과 적정가치라는 시각이 혼재, 공모자금 투입 후 증설 완료되는 2025년 예상실적 기준 PER 28.4 ~ 34.6배
- 글로벌 전구체 업체들의 평균 PER은 9.7배, 한국 제외 글로벌 양극재 업체들의 평균 PER은 9.9배, 국내 양극재 업체들 평균 PER은 31.8배(2025년 예상실적 기준)
- 적은 유통물량으로 인해 단기적인 주가 변동성 심하겠지만 중장기적 가치는 전구체업체들과 양극재업체들 사이에서 결정될 것.

액면가	500원
자본금(십억원)	
공모/ 공모후	28.3/ 35.6
공모후 주식수	71,122,158주
유통가능주식수	13,301,400주

보호예수기간

최대주주(에코프로)	2년 6개월
최대주주등	2년 6개월
기준주주	6개월
우리사주	1년

주관증권사 미래에셋증권, NH투자증권

공모후 주요주주(%)

최대주주(에코프로)	43.0
최대주주등	3.9
기준주주	32.8
우리사주	4.1
공모주주	16.3

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	665.2	983.4	1,047.5	1,342.0
영업이익	39.0	23.1	44.9	95.0
세전손익	12.7	21.2	42.8	92.9
당기순이익	15.6	21.4	41.7	90.6
EPS(원)	269.0	301.5	587.0	1,273.2
증감률(%)	-8.0%	12.1%	94.7%	116.9%
PER(배, 하단)	165.3	120.1	61.7	28.4
PER(배, 상단)	200.9	146.0	75.0	34.6

자료: 유진투자증권

동사의 주요 제품



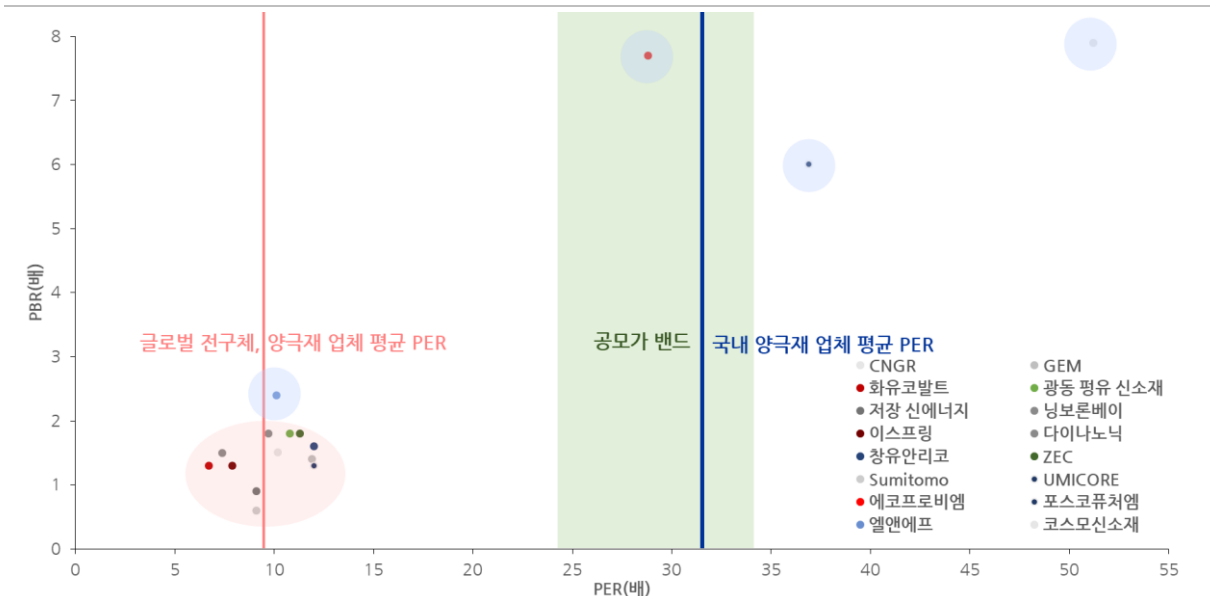
고평가 vs 적정가치, 기준에 따라 가치평가 엇갈려

회사는 전구체 업체이므로 중국 업체가 대부분을 차지하는 글로벌 1 티어 전구체 생산업체들과의 비교가 필요하다. 공모가격은 2025 년 예상실적을 기준으로 PER 28.4 배~ 34.6 배 수준이다. 글로벌 전구체 업체들의 2025 년 예상 실적 기준 평균 PER 은 9.7 배다.

다만 밸류체인상 연관이 깊은 양극재 업체들의 멀티플도 회사의 가치를 평가하는데 유의미한 척도가 될 수 있다. 국내 업체들을 제외한 글로벌 양극재 업체들의 2025 년 예상실적 기준 평균 PER 은 9.9 배, 회사의 매출비중 대부분을 차지하는 에코프로비엠이 포함된 국내 양극재 업체들의 2025 년 실적기준 평균 PER 은 31.8 배다.

유통물량 비중이 18.7%로 2023 년 상장 기업들(스팩 제외)의 평균 유통물량 34% 대비 매우 낮은 수준이다. 적은 유통물량으로 인해 단기적인 주가 방향성은 판단하기 어려우나 회사의 중장기적 가치는 앞서 언급한 글로벌 전구체 업체들과 국내 양극재 업체들의 사이에서 결정될 것으로 판단한다.

도표 1. 글로벌 전구체, 양극재 업체들과 국내 양극재 업체들 Peer Valuation(2025 년 예상실적 기준)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

2025 년 매출액 1 조 3 천억원, 영업이익 950 억원 전망

회사는 이번 공모를 통해서 모집한 자금을 CPM(전구체)3공장과 4공장, RMP(황산화)3 공장과 4 공장을 증설하는데 사용할 계획이다. CAPA 계획상 4 개공장 모두 2025년중 완공 후 가동을 시작하기 때문에 2025년의 예상 실적을 기준으로 회사의 가치를 평가하는 것이 적절하다 판단한다.

도표 2. 에코프로머티리얼즈의 CAPA 현황과 확장 계획

구분	착공시점	가동시점	현재단계	구분	착공시점	가동시점	현재단계
CPM 1 공장	2017. 06.	2018. 01.	가동 중	RMP 1 공장	2017. 06.	2018. 01.	가동 중
CPM 2 공장	2021. 04.	2022. 08.	가동 중	RMP 2 공장	2021. 04.	2022. 08.	가동 중
CPM 3 공장	2023. 07.	2025. 01.	공사 중	RMP 3 공장	2023. 07.	2025. 01.	공사 중
CPM 4 공장	2024. 01.	2025. 07.	계획 중	RMP 4 공장	2024. 01.	2025. 07.	계획 중
CPM 5 공장	2025. 02.	2026. 07.	계획 중	RMP 5 공장	2025. 02.	2026. 07.	계획 중
CPM 6 공장	2025. 08.	2027. 01.	계획 중	RMP 6 공장	2025. 08.	2027. 01.	계획 중

자료: 증권신고서, 유진투자증권

주: CPM은 전구체 공장, RMP는 황산화 공장

2025 년 회사의 매출액은 1 조 3 천억원, 영업이익은 950 억원을 전망한다. 매출액은 회사의 목표 CAPA 에 인위적인 감산 없는 정상적인 수준의 가동률을 반영한 생산량에 전구체 단가를 곱해서 산출했다.

인위적인 감산을 고려하지 않은 이유는 매출의 대부분을 차지하는 에코프로비엠의 물량에만 대응하더라도 생산량을 모두 판매할 수 있기 때문이다. 2025 년 에코프로비엠의 목표 CAPA 는 40 만톤이고 중량기준 양극재 내 전구체 비중은 90%다. 에코프로비엠의 전구체 내재화율 목표는 30%고 이를 고려한 12 만톤의 수요에 대응하려면 2025 년 95,000 톤 CAPA 도 부족하다. 이외에 현재 논의 중인 추가 고객사도 있기 때문에 CAPA 증설이 중장기적 실적 성장을 담보한다.

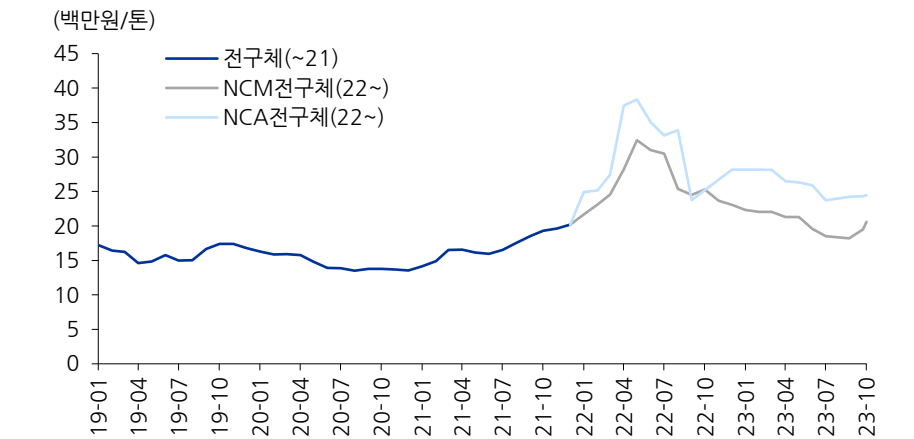
2025 년의 영업이익률은 7.1%로 2024 년 대비 약 3%p 개선되는데 에코프로비엠을 제외한 외부 고객사 판매비중 확대와 RMP공정을 통한 니켈 자급률 100%가 원인이다. 외부 고객사 판매분은 에코프로비엠향 판매분보다 가격협상력이 있는 물량이다. IRA 등의 정책이 형성한 회사에 우호적인 환경이 ASP 개선으로 이어진다. RMP 공정은 니켈의 순도를 높이는 공정이다. 저순도의 니켈을 국제시세 대비 할인된 가격에 매입한 뒤 고정된 정련 비용만 부담하면 되기 때문에 수익성 개선의 핵심공정이다. 현재 원재료의 RMP 대응 비중은 75%수준인데 2025년에는 니켈기준 100%대응이 가능하다.

도표 3. 에코프로머티리얼즈 연간 실적과 추정치

(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	216.7	342.9	665.2	983.4	1,047.5	1,342.0	1,922.7	2,977.4
YoY(%)	-	58.3	94.0	47.8	6.5	28.1	43.3	54.9
매출원가	198.1	316.0	610.0	937.5	975.6	1,212.1	1,724.7	2,655.8
매출총이익	18.6	26.8	55.3	46.0	71.9	129.9	198.0	321.6
매출총이익률(%)	8.6	7.8	8.3	4.7	6.9	9.7	10.3	10.8
판매비	6.1	9.3	16.3	22.9	26.9	34.9	50.0	77.4
판매비율(%)	2.8	2.7	2.4	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6
영업이익	12.4	17.6	39.0	23.1	44.9	95.0	148.0	244.1
YoY(%)	-	41.6	121.5	(40.8)	94.5	111.4	55.8	64.9
영업이익률(%)	5.7	5.1	5.9	2.3	4.3	7.1	7.7	8.2
영업외손익	(1.1)	(2.2)	(26.3)	(1.9)	(2.1)	(2.1)	(2.2)	(2.1)
EBITDA	20.2	29.9	59.6	53.7	78.9	196.4	309.5	518.1
세전이익	11.3	15.4	12.7	21.2	42.8	92.9	145.8	242.0
법인세	(5.4)	0.0	(2.9)	(0.2)	1.1	2.3	3.6	6.1
당기순이익	16.7	15.4	15.6	21.4	41.7	90.6	142.2	236.0

자료: 에코프로머티리얼즈, 유진투자증권

도표 4. 전구체 수입 단가 추이



자료: 관세청, 유진투자증권

공모가격은 2025 년 실적 기준 PER 28.4 배~34.6 배 수준

위 추정치에 근거한 동사의 공모가격은 2025 년 예상실적 기준으로 PER 28.4 배 ~ 34.6 배다. 중국 업체들을 포함한 글로벌 전구체 업체들의 2025 년 실적기준 평균 PER 은 9.7 배, 글로벌 양극재 업체들의 평균 PER 은 9.9 배다. 회사가 공모 가격 산정에 활용한 국내 양극재 업체들은 평균 PER 31.8 배 수준에서 거래 중이다.

회사는 글로벌 1 티어 전구체 생산 업체중 하나다. 공모가격은 국내 양극재 업체들을 Peer 로 선정해서 산정했지만 같은 1 티어 전구체 생산업체인 중국 전구체 회사들과 비교도 필요하다. 경쟁사인 중국 전구체 업체들의 CAPA 증설 목표는 회사의 계획 보다 공격적이기 때문이다. 에코프로머티리얼즈의 2027 년 목표 CAPA 는 21 만톤이지만 CNGR 은 2024 년 말까지 50 만톤을 목표로 하고 있으며 GEM 은 2026 년 50 만톤, 화유코발트는 2024 년 30 만톤 상업생산을 목표로 하고 있다.

하지만 국내 양극재 업체들과 밸류체인상 연관이 깊은 것은 사실이기 때문에 향후 회사의 주가는 글로벌 전구체 업체들의 PER 과 국내 양극재 업체들의 PER 인 9.7 배에서 31.8 배 사이에 거래될것으로 보인다.

적은 유통물량으로 인해 단기적인 주가는 오버슈팅 할 수 있다. 하지만 2 차전지 소재의 최종 사용처는 결국 전기차다. 최근 전기차의 수요 둔화가 완성차 업체들의 전기차 판매량과 공장가동률감소, 판매 가이드스 축소 등으로 확인되고 있고 2 차전지의 핵심 원재료인 니켈가격이 지속 하락하고 있는 점은 주가의 변동성을 심화시킬 수 있다.

도표 5. 글로벌 전구체 생산업체 CAPA 현황과 증설 및 투자 계획

기업	내용
GEM	2023 년 기준 23 만톤, 2026 년 목표 50 만톤 양산 목표
CNGR	2024 년 말까지 50 만톤 가동 목표
화유코발트	26 만톤 목표, 현재 JV 활용해서 24 년 30 만톤 상업생산 시작 목표
UMICORE	2035 년 말까지 100 만톤(전기차 1 대당 전구체 100kg 사용 가정)
광동 평유 신소재	하이니켈 양극재 연간 5 만톤과 수산화리튬 1 만톤을 목표로 투자 진행중

자료: 언론 종합, 유진투자증권

도표 6. 글로벌 전구체 업체들 PeerValuation

	CNGR	GEM	화유코발트	광동평유안	신소재	저장 신에너지
국가	CHINA	CHINA	CHINA	CHINA	CHINA	CHINA
2023-10-27	7.4	0.8	5.0	1.2	2.9	
통화	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
시가총액(백만달러)	4,982.3	4,126.7	8,585.9	594.0	471.8	
PER(배)						
FY22A	26.0	28.6	22.4	1,459.0	25.9	
FY23F	17.6	20.1	10.9	24.3	27.9	
FY24F	12.6	14.7	8.1	14.0	12.0	
FY25F	10.2	11.9	6.7	10.8	9.1	
PBR(배)						
FY22A	2.6	2.0	3.4	4.9	1.5	
FY23F	2.0	1.6	2.0	2.6	1.1	
FY24F	1.7	1.5	1.7	2.2	1.0	
FY25F	1.5	1.4	1.3	1.8	0.9	
매출액(백만달러)						
FY22A	4,512.3	4,370.8	9,373.5	436.5	246.3	
FY23F	5,101.2	4,193.6	10,526.5	717.0	230.8	
FY24F	6,358.3	5,185.2	13,463.6	999.7	438.0	
FY25F	7,649.9	6,079.3	15,287.6	1,408.4	555.3	
영업이익(백만달러)						
FY22A	333.4	282.6	898.3	8.5	22.7	
FY23F	343.7	296.2	1,194.0	24.7	19.0	
FY24F	496.9	421.7	1,636.9	44.9	43.6	
FY25F	595.1	588.1	2,064.7	60.6	57.8	
영업이익률(%)						
FY22A	7.4	6.5	9.6	2.0	9.2	
FY23F	6.7	7.1	11.3	3.4	8.2	
FY24F	7.8	8.1	12.2	4.5	9.9	
FY25F	7.8	9.7	13.5	4.3	10.4	
순이익(백만달러)						
FY22A	229.5	192.7	581.4	0.7	21.7	
FY23F	289.6	206.8	750.6	24.9	17.0	
FY24F	405.3	280.2	1,020.5	43.4	39.4	
FY25F	500.2	346.7	1,255.0	58.0	52.2	
EV/EBITDA(배)						
FY22A	22.0	17.4	16.9	68.9	19.2	
FY23F	14.9	13.6	8.8	-	10.1	
FY24F	10.7	10.3	6.9	-	5.5	
FY25F	8.6	8.6	5.8	-	4.2	
ROE(%)						
FY22A	13.7	6.7	26.6	5.9	8.4	
FY23F	11.3	7.4	17.8	10.7	3.8	
FY24F	13.8	10.1	19.4	15.7	8.2	
FY25F	14.6	13.2	18.9	16.9	10.1	

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 7. 글로벌 양극재 업체들(한국제외) PeerValuation

	Ronbay	이스프링	다이나노닉	CY.Lico	ZEC	스미토모	UMICORE
국가	CHINA	CHINA	CHINA	CHINA	CHINA	JAPAN	BELGIUM
2023-10-27	6.1	6.1	10.8	1.2	3.1	27.7	23.7
통화	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	JPY	EUR
시가총액(백만달러)	2,945.6	3,082.2	3,020.8	2,256.8	1,392.2	8,069.0	5,835.7
PER(배)							
FY22A	22.9	-	16.1	18.9	15.7	6.0	14.5
FY23F	18.6	10.5	105.3	27.1	25.8	19.0	12.5
FY24F	12.6	9.3	10.0	13.5	13.5	10.7	12.6
FY25F	9.7	7.9	7.4	12.0	11.3	9.1	12.0
PBR(배)							
FY22A	4.4	2.5	4.5	3.5	4.9	1.2	2.4
FY23F	2.5	1.7	2.3	2.0	2.3	0.7	1.5
FY24F	2.1	1.5	1.9	1.8	1.9	0.7	1.4
FY25F	1.8	1.3	1.5	1.6	1.8	0.6	1.3
매출액(백만달러)							
FY22A	4,479.5	3,162.1	3,354.4	2,673.1	2,072.3	11,213.0	26,790.7
FY23F	3,946.4	2,626.2	3,160.8	1,894.2	1,373.1	9,474.2	4,367.3
FY24F	4,420.6	3,156.0	3,686.1	2,315.8	1,664.6	9,801.2	5,944.3
FY25F	5,359.1	3,893.2	4,641.6	2,965.6	1,999.6	10,340.7	5,340.1
영업이익(백만달러)							
FY22A	257.8	337.3	454.4	247.2	225.9	2,497.5	862.0
FY23F	173.4	337.9	67.1	70.3	61.5	528.0	728.1
FY24F	256.0	387.2	370.3	155.6	123.9	708.2	729.9
FY25F	326.2	458.6	510.2	206.8	152.8	883.6	764.4
영업이익률(%)							
FY22A	5.8	10.7	13.5	9.2	10.9	22.3	3.2
FY23F	4.4	12.9	2.1	3.7	4.5	5.6	16.7
FY24F	5.8	12.3	10.0	6.7	7.4	7.2	12.3
FY25F	6.1	11.8	11.0	7.0	7.6	8.5	14.3
순이익(백만달러)							
FY22A	201.2	335.9	354.0	221.5	189.2	2,502.8	600.2
FY23F	146.8	296.0	34.6	64.4	53.9	402.4	455.6
FY24F	220.7	341.3	273.3	141.3	102.9	711.4	455.8
FY25F	287.1	401.1	397.3	188.0	123.7	836.1	482.6
EV/EBITDA(배)							
FY22A	20.5	-	15.5	16.1	14.0	7.7	8.4
FY23F	13.7	6.5	18.0	23.7	14.8	12.6	6.9
FY24F	9.9	5.5	8.2	14.3	9.6	10.1	6.7
FY25F	7.8	4.6	6.1	10.3	7.8	8.7	6.2
ROE(%)							
FY22A	18.4	16.5	31.8	14.4	19.6	8.9	21.8
FY23F	13.7	16.7	3.2	6.7	9.0	3.6	11.7
FY24F	17.3	16.1	18.4	11.4	14.6	6.0	10.7
FY25F	18.8	16.1	20.7	13.5	15.2	6.7	10.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8. 국내 양극재 업체들 PeerValuation

	에코프로비엠	포스코퓨처엠	엘앤에프	코스모신소재
국가	SOUTH KOREA	SOUTH KOREA	SOUTH KOREA	SOUTH KOREA
2023-10-27	150.2	185.6	103.5	108.9
통화	KRW	KRW	KRW	KRW
시가총액(백만달러)	14,686.5	14,376.2	3,750.1	3,369.1
PER(배)				
FY22A	32.0	117.9	21.0	56.8
FY23F	73.6	125.6	43.1	234.3
FY24F	45.8	61.6	14.7	111.9
FY25F	28.8	36.9	10.1	51.2
PBR(배)				
FY22A	6.6	5.6	4.5	6.3
FY23F	12.3	7.4	3.6	9.6
FY24F	9.7	6.6	2.8	8.9
FY25F	7.3	5.6	2.2	7.6
매출액(백만달러)				
FY22A	4,158.6	2,563.0	3,017.3	376.9
FY23F	5,944.7	3,747.1	4,119.1	552.8
FY24F	7,633.3	5,417.0	5,821.1	728.0
FY25F	11,330.9	8,437.7	7,876.6	1,633.5
영업이익(백만달러)				
FY22A	295.5	128.8	206.7	25.2
FY23F	318.9	130.1	103.5	26.0
FY24F	510.0	307.6	324.9	43.3
FY25F	810.8	547.4	495.3	95.7
영업이익률(%)				
FY22A	7.1	5.0	6.9	6.7
FY23F	5.4	3.5	2.5	4.7
FY24F	6.7	5.7	5.6	5.9
FY25F	7.2	6.5	6.3	5.9
순이익(백만달러)				
FY22A	180.3	91.8	209.6	21.5
FY23F	201.2	115.0	76.0	14.6
FY24F	324.2	235.0	246.0	31.8
FY25F	515.3	392.3	358.8	69.3
EV/EBITDA(배)				
FY22A	21.8	57.2	21.9	34.2
FY23F	38.5	66.7	32.9	91.3
FY24F	24.1	31.2	12.2	57.5
FY25F	15.3	19.8	8.3	27.5
ROE(%)				
FY22A	20.3	7.9	-27.4	9.4
FY23F	18.6	6.2	8.6	6.3
FY24F	23.6	11.3	20.9	12.3
FY25F	29.1	16.8	24.6	24.0

자료: Bloomberg, 유진투자증권

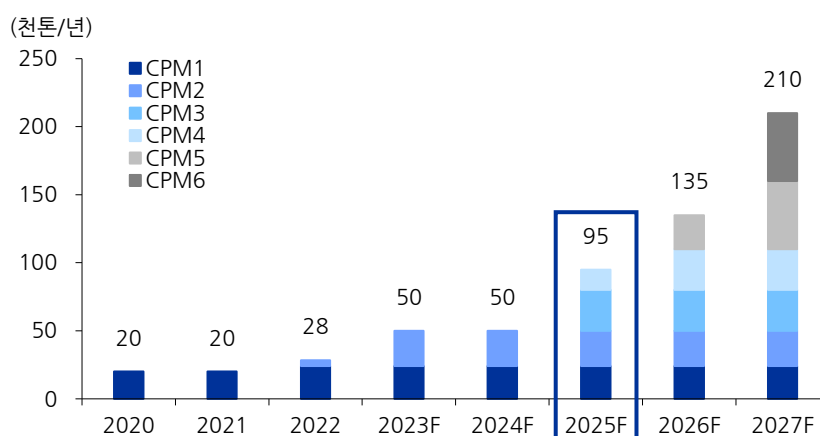
2025 년 연간 목표 생산능력 95,000 톤

2025 년 회사의 목표 CAPA 는 95,000 톤이다. 현재 CAPA 는 50,000 톤으로 증분은 45,000 톤이고 전구체 1 톤을 커버하기 위한 CPM 과 RMP 증설에 필요한 CAPEX 는 1,500 만원으로 추정한다. 2025 년 95,000 톤 가동을 위해서 2024 년에 확보돼야 하는 자금은 총 6,750 억원이다. 금번 공모를 통해 3,895 억원(하단기준)의 시설자금을 확보하기 때문에 증설에 필요한 추가 필요 자금은 2,855 억원이다. 회사의 2023 년 반기 현재 현금과 매출채권등을 포함한 유동자산은 3,015 억원으로 수치상으로는 추가적인 증자나 자금 차입없이 2025 년의 CAPA 를 달성할 수 있을 것으로 보인다.

2024 년 1 년간 영업활동 중 특별한 현금의 유출이나 대규모 적자가 일어나지 않는다면 2025 년 95,000 톤의 전구체 생산 CAPA 를 갖추기에는 무리가 없어 보인다. 하지만 최종 전방시장인 전기차 시장의 성장 둔화와 니켈등의 원재료 가격 하락은 전구체 판매단가의 하락세를 지금보다 심화시킬 수 있다. 앞서 언급한 회사의 이익 추정치는 전구체 판매단가를 현재와 같은 수준으로 가정했다.

회사가 목표하는 생산능력을 무리없이 달성한다면 RMP 공정으로 인한 수익성 개선, IRA 등의 탈중국화의 수혜, 고객사 확대 등의 긍정적인 요인이 회사에 프리미엄을 부여할 수 있다. 하지만 전기차 시장의 성장둔화와 원재료 가격의 하락추세 심화 등의 리스크요인에도 주의를 기울여야 한다.

도표 9. 에코프로머티리얼즈 CPM(전구체) CAPA 현황과 전망



자료: 에코프로머티리얼즈, 유진투자증권

투자포인트

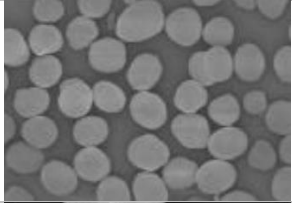
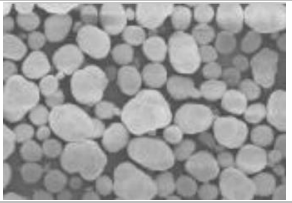
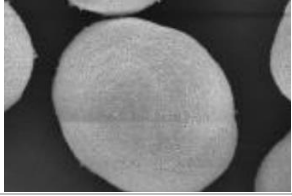
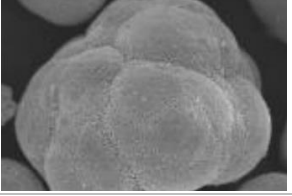
1. IRA 등 탈중국화 환경과 높은 기술력을 활용한 추가 고객사 확보

미국의 IRA 와 유럽의 CRMA(핵심원자재법)등이 가리키는 명확한 방향은 2 차전지 소재의 탈중국화다. 전구체는 IRA 조항의 핵심광물에 속하기 때문에 완성차 회사가 IRA 보조금을 수령하기 위해서는 비중국 업체로부터의 전구체 확보가 필수적이다. 중국 업체들이 JV 를 통해 공급하는 방식은 '우려대상기관' 조항으로 인해 지분율을 유의미하게 낮춰야 가능하다는게 컨센서스다. 미국 반도체 지원법 CHIPS 의 우려대상기관 조항은 중국과의 합작사를 설립할 경우 지원금의 수령요건으로 중국측 지분의 상한을 25%로 제한한 바 있다.

우호적인 외부환경은 회사의 고객사 다변화에 긍정적이다. 현재 고객사별 매출 비중은 에코프로비엠이 대부분이지만 2025 년 기준으로는 에코프로비엠의 고객사 비중은 80%까지 하락할 것으로 보인다. 회사는 궁극적으로 외판 비중 50%를 목표로 하고 있는데 외부 판매분은 그룹사 내부 판매분보다 가격협상력이 높아 ASP 상승에 기여할 수 있다.

또한 경쟁사 대비 높은 기술력도 외부고객사 확대의 근거다. 회사의 제품은 타사 대비 높은 품질 균일성과 에너지 밀도를 가진다. 완성차 업체가 하이엔드 전기차용에 필요한 전구체를 확보하기 위해선 동사의 제품이 매력적인 선택지가 될 수 있다.

도표 10. 에코프로머티리얼즈와 중국계 업체의 전구체 품질 균일성 비교

구분	에코프로머티리얼즈	중국계 업체
2,000x		
10,000x		

자료: 에코프로머티리얼즈, 유진투자증권

2. RMP 공정 내재화를 통한 수익성 개선

RMP 는 순도가 낮은 니켈을 황산화 시켜서 순도를 높이는 공정이다. RMP 공정에 사용되는 원재료는 브리켓 형태가 아닌 순도가 낮은 MCP와 MHP 형태로 매입한다. MCP 와 MHP 는 니켈 브리켓에 비해 평균적으로 20~40%정도 할인된 가격으로 매입할 수 있다. RMP 공정은 kg 당 고정된 정련 비용만 부담하면 되기 때문에 CPM 의 제조과정에서 높은 수익성을 확보할 수 있다. CPM 공정에서 발생한 부산물과 부적합품은 다시 RMP 공정에 투입돼 99% 이상의 수율을 확보할 수 있는 점도 긍정적이다. 회사는 RMP 공정을 도입한 이래로 평균적으로 국제시세보다 17.8% 할인된 가격에 원재료를 확보해왔다.

이와 더불어 초과 생산된 RMP 생산량은 외부 매출로 이어질 수 있다는 점도 긍정적이다. 회사의 RMP 공정은 니켈, 코발트, 망간 등 전구체의 원소재를 대상으로 하는데, 하이니켈 전구체의 생산시 니켈의 사용비중이 압도적으로 많기 때문에 코발트와 망간이 필요량을 초과해 정제된다. 이 중 값이 비싼 코발트를 외판해 추가적인 수익을 확보할 수 있다. 회사는 2025 년 까지 RMP 공정을 통한 니켈의 자급률 100%를 목표로 하고 있다.

경쟁사인 중국 업체들은 소규모 리사이클링 회사들이 당사의 RMP 와 같은 공정을 담당하고 있고 국내 업체들은 제련사와 합작사를 설립하거나 포스코처럼 메탈을 오래 다뤄온 업체와 함께한다. 회사의 원재료 조달 관련 리스크와 디스카운트는 RMP 공정을 통해 해소할 수 있다.

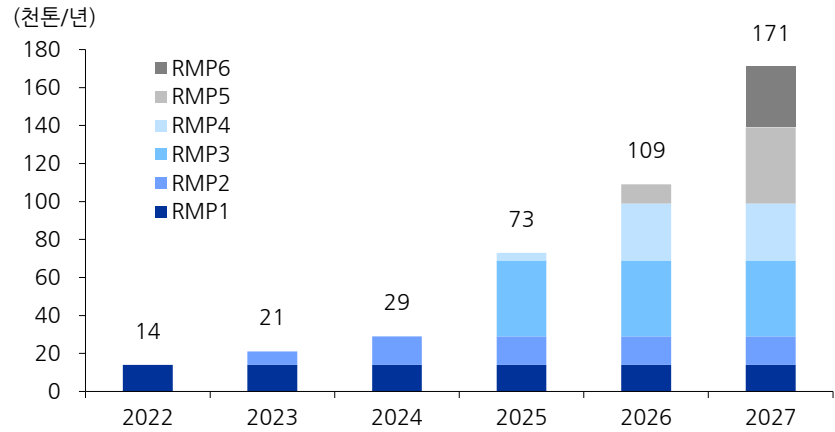
도표 11. RMP 대응률에 따른 NCM811 전구체 마진 개선 표(예시)

(\$/kg)	RMP 대응률 0%(니켈기준)			RMP 대응률 75%(니켈기준)			RMP 대응률 100%(니켈기준)		
	기준가	비중	원가	기준가	비중	원가	기준가	비중	원가
니켈(LME cash)	18	80%	14.4	18	20%	3.6	18	0%	0
MHP(LME 대비 25%할인 가정)	14			14			14		
RMP 가공비	3	0%	0	3	60%	9.9	3	80%	13.2
코발트(LME cash)	33	10%	3.3	33	10%	3.3	33	10%	3.3
망간(LME cash)	1	10%	0.1	1	10%	0.1	1	10%	0.1
원재료비			17.8			16.9			16.6
CPM 가공비			2.5			2.5			2.5
판가(LME cash 기반)			20.3			20.3			20.3
마진율			12.3%			16.7%			18.2%

자료: 에코프로머티리얼즈, 유진투자증권

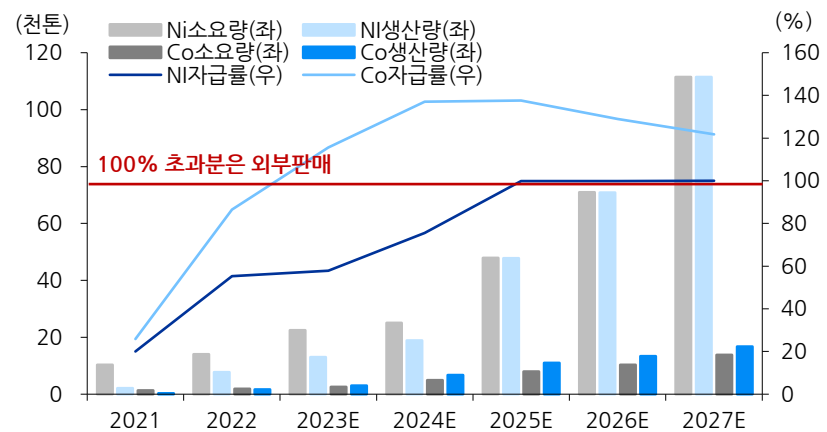
* 니켈, 코발트, 망간, MHP 가격 및 가공비는 모두 예시임

도표 12. 에코프로머티리얼즈 RMP(황산화) 생산능력 전망



자료: 에코프로머티리얼즈, 유진투자증권

도표 13. RMP 가동계획에 따른 고순도 원재료 자급률 전망



자료: 에코프로머티리얼즈, 유진투자증권

회사소개 및 공모개요

에코프로머티리얼즈는 하이니켈 양극재용 전구체 전문 생산업체다. [전구체 + 수산화 리튬 = 양극재]로 이뤄지는 에코프로그룹의 2차전지 밸류체인 내에서 전구체 제조(CPM)와 니켈의 황산화(RMP)를 담당하고 있다. 주력제품은 전기차용 NCM(811)전구체다. 2022년 기준 매출의 85%를 담당하고 있고 나머지는 Non IT 용 NC(A)전구체(8%), 원료&차세대전구체(7%)로 구성돼있다.

회사는 이번 공모를 통해 총 1,447.6 만주를 신주로 모집한다. 기관수요예측일은 10 월 30 일부터 11 월 3 일까지, 일반공모는 11 월 8 일부터 11 월 9 일까지 진행한다. 희망 공모가 밴드는 36,200 원 ~ 44,000 원으로 모집 총액은 5,240 억 원 ~ 6,369 억원이다. 상단 기준 **예상 시가총액은 약 3.1 조원**이다.

유통제한물량은 약 5,782 만주로 전체 물량의 81.3%다. 상장 직후 **유통가능물량이 전체 주식 수의 20%이하**로 매우 적은 편이다. 보호예수 물량은 상장일로부터 6 개월(우리사주조합)부터 풀리기 시작한다. 최대주주인 (주)에코프로등의 보호예수 기간은 2 년 6 개월이다.

도표 14. 공모 후 주주 구성

공모후 주주구성	주식수(주)	비중(%)
최대주주(에코프로)	30,559,067	43.0
최대주주등	2,742,838	3.9
기존주주	23,344,253	32.8
우리사주	2,895,200	4.1
공모주주	11,580,800	16.3
합	71,122,158	100.0

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 15. 유통제한물량과 보호예수기간

유통제한물량	주식수(주)	비중(%)	보호예수기간
최대주주(에코프로)	30,559,067	43.0	2 년 6 개월
최대주주등	2,742,838	3.9	2 년 6 개월
기존주주	21,623,653	30.4	6 개월
우리사주	2,895,200	4.1	1 년
합	57,820,758	81.3	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 16. 유통가능물량

유통가능물량	주식수	비중(%)
기존주주	1,720,600	2.4
공모주주	11,580,800	16.3
합	13,301,400	18.7

자료: 증권신고서, 유진투자증권

회사는 이번 공모로 조달한 자금의 약 75%(3,895 억) 를 시설자금에 투자할 계획이다. 이미 확보한 영일만 산업단지내의 부지에 신규공장(CPM3, CPM4, RMP3, RMP4)을 건설하는데 사용할 예정이다. 회사의 전구체 CAPA 목표는 2027 년 기준 21 만톤이다.

도표 17. 공모금액 5,195 억(밴드 하단 기준)중 3,895 억 시설자금 투자

사용목적	시설자금	영업양수 자금	운영자금	채무상환 자금	타법인증권 취득자금	기타	계
금액 (백만원)	389,505	-	130,000	-	-	-	519,505

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 18. 시설자금 투자 상세 내역과 집행 계획

(백만원)	2023 년	2024 년	합계
토지	8,000	-	8,000
건물	27,300	66,000	93,300
기계장치	86,790	201,415	288,205
시설자금 합계	122,090	267,415	389,505

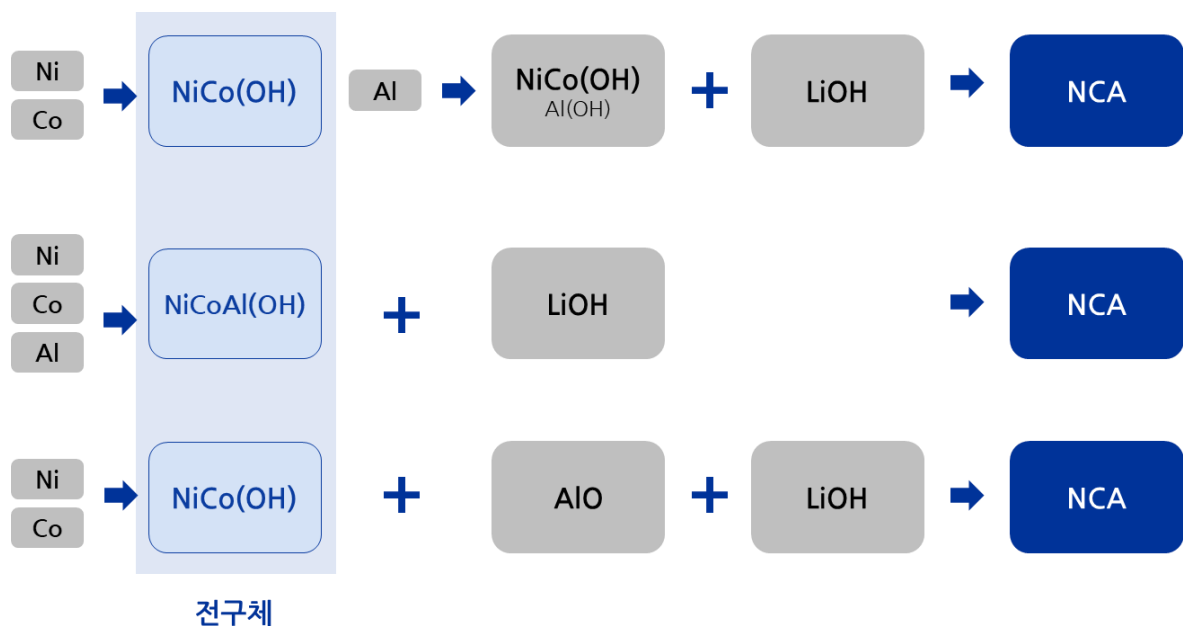
자료: 증권신고서, 유진투자증권

Appendix, 전구체란?

전구체(Precursor)는 특정 화학반응을 통해 최종물질을 만들 때 최종물질의 이전 단계 물질을 의미한다. 2 차전지와 관련해서는 편의상 양극재의 이전단계에 사용되는 니켈, 코발트, 망간 등을 혼합한 화합물을 칭한다.

전구체는 양극재의 핵심소재다. 양극재는 전구체에 수산화리튬을 첨가하고 소성을 거쳐 완성하는데 전구체의 제조단계에서 양극재의 에너지 밀도를 결정짓는 주요 원재료 비중(NCM 811, NCM9½½ 등)이 결정되기 때문이다. 양극재 원가의 70%를 차지하고 중량은 약 90%를 차지한다. 기술적으로도 가격적으로도 중요도가 높은 소재다.

도표 19. 양극재(NCA) 제조 프로세스와 전구체

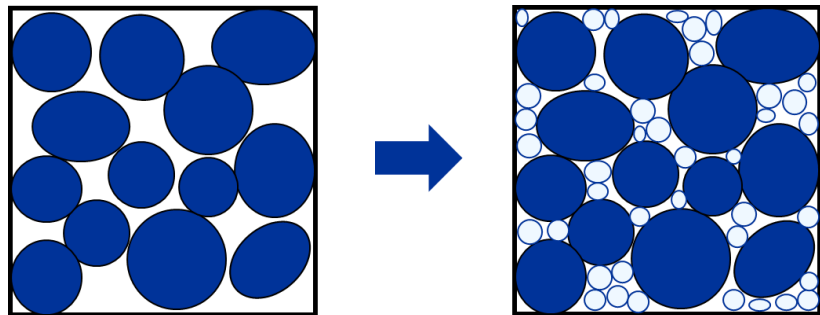


자료: BatteryInside, 유진투자증권

전구체는 강력한 산(Acid, 주로 황산)에 니켈, 코발트, 망간등의 금속을 녹여서 만든다. 만들어진 금속용액에 착화제와 PH 조정제등을 첨가하면 반응과 응집을 통해 침전이 이뤄지는데 이를 공침반응이라 한다. 공침반응으로 생성된 침전물질을 세척하고 건조시키면 전구체가 완성된다.

전구체는 입자 크기에 따라서 대립경과 소립경으로 나뉜다. 대립경은 10~20um, 소립경은 5um 이하로 구분한다. 소립경은 입자의 크기가 대립경 보다 작고 동일 공간 내 입자간의 접촉면적이 높아 더 빠른 전기화학반응을 일으킬 수 있다. 고용량, 고출력 2 차전지를 만들 때 소립경이 강점이 있는 이유다. 하지만 소립경만 사용해 2 차전지를 만든다면 비용이 상승하기 때문에 대립경에 소립경을 섞어 사용하는 경우가 대부분이다.

도표 20. 대립경과 소립경

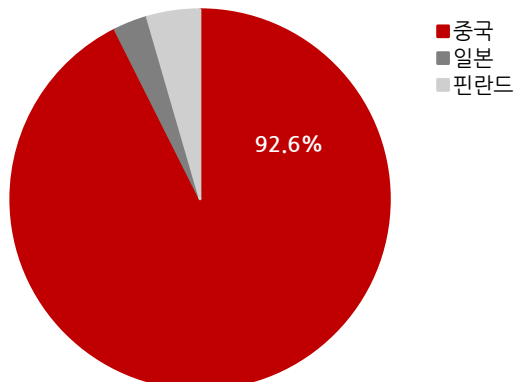


대립경과 소립경을 함께 사용해 접촉면적과 밀도 증가

자료: 유진투자증권

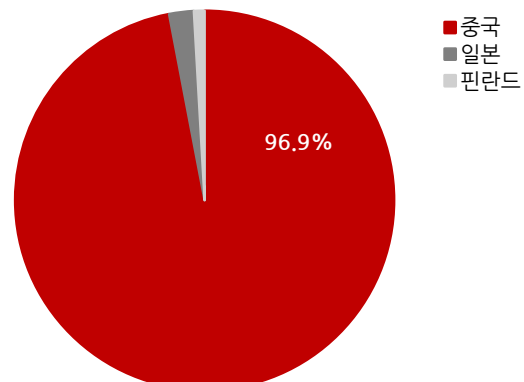
2 차전지 제조의 핵심소재 중 하나지만 국내 셀 업체들과 양극 소재 업체들은 대부분 중국 업체들에게 수입을 하는 실정이다. 2022 년 NCM 전구체의 연간 누적 수입량 중 중국에서 수입한 물량의 비중은 93%에 달하며, 2023 년 9 월까지 누적 수입량을 기준으로는 무려 97%에 달한다.

도표 21. 2022 년 전구체 수입 현황



자료: 관세청, 유진투자증권
*HS 코드: 2825902050(니켈코발트망간 수산화물)

도표 22. 2023 년(9 월 누적) 전구체 수입 현황



자료: 관세청, 유진투자증권
*HS 코드: 2825902050(니켈코발트망간 수산화물)

중국 의존도가 매우 높은 실정이다 보니 국내 양극재 업체들은 내재화를 위해 노력하고 있다. 엘앤에프는 LS 그룹과 합작해서 2029년까지 12만톤 생산 목표 계획을 밝혔다. LG화학은 고려아연과 JV(한국전구체주식회사)를 설립해 2024년 2만톤 양산을 목표로 하고 있다. 포스코퓨처엠도 포스코그룹을 통해 2030년까지 연간 44만톤을 목표로 하고 있으며 최종 목표로 하는 자급률은 74%다.

에코프로머티리얼즈는 에코프로비엠을 필두로 한 에코프로 그룹의 전구체 내재화를 담당하고 있다. 이번 공모도 내재화를 위한 CAPA 증설 자금 확보가 목적이다.

도표 23. 국내 양극재 업체들의 전구체 내재화 계획

기업	내용
에코프로비엠	에코프로머티리얼즈 2027년 21만톤 CAPA 목표, (자급률 30% 목표)
엘앤에프	LS 그룹과 JV 통해 2029년 까지 12만톤 CAPA 목표
LG 화학	고려아연 JV(한국전구체주식회사)로 2024년 연산 2만톤
포스코퓨처엠	2030년까지 연산 44만톤, 현재 15천톤(자급률 14%, 74%목표)

자료: 연론종합, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)