

Not Rated

목표주가	—
현재주가(24/12/10)	75,900원
상승여력	—

영업이익(24F,십억원)	—
Consensus 영업이익(24F,십억원)	—
EPS 성장률(24F,%)	—
MKT EPS 성장률(24F,%)	—
P/E(24F,x)	—
MKT P/E(24F,x)	—
KOSPI	2,417.84
시가총액(십억원)	5,242
발행주식수(백만주)	69
유동주식비율(%)	49.1
외국인 보유비중(%)	26.0
벤투(12M) 일간수익률	2.02
52주 최저가(원)	72,300
52주 최고가(원)	240,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-33.5	-40.2	-43.5
상대주가	-29.5	-33.2	-41.2



[배터리 메탈/소재]

최유진

choi.yoojin@miraeeasset.com

450080 · 2차전지

에코프로머티

공급망 교란 속 Top-tier 전구체 업체의 전략

에코프로머티, 양극재 전구체 생산 위한 통합 밸류체인 구축

에코프로머티리얼즈는 하이니켈 전구체 생산을 위한 통합 밸류체인을 통해 1) 원가 경쟁력 확보 뿐만 아니라 2) 글로벌 시장 점유율을 점진적으로 확대해나갈 것으로 판단한다. 동사가 보유한 기술적 진입장벽이 높은 공정을 활용해 평가 경쟁력 우위를 지속할 것으로 판단하며 안정적으로 고객사를 확보해나갈 것으로 예상한다. RMP 공정은 Ni-MCP(Metal composite precipitate) 및 Ni-MHP(Mixed hydroxide precipitate)을 포함한 다양한 원재료를 다룰 수 있는 진입장벽이 높은 기술력인 것으로 추정하며 수율 확보까지 3년 이상 소요된다는 점을 감안하면 시계열 측면에서 경쟁사 대비 우위인 것으로 판단한다. 그리고, 고순도 제련기술을 기반한 CPM 공정을 통해 동사는 적자생존 구간에서 안정적으로 고객사 확보해나갈 것으로 예상한다.

또한, 인도네시아 MHP 제련 시설 인수를 통해 업스트림을 추가로 확장할 것으로 예상하며, 이는 70% 이상의 부가가치가 창출될 것으로 판단한다. 올해 말 인도네시아 MHP 제련 인수 완료 후 25년 상반기 내 가동을 통해 양산이 가능할 것으로 예상하며 마진은 약 20% 이상일 것으로 추정한다.

3Q24 Review: 신규 고객사향 출하 반영되었으나 일회성 비용 반영

3Q24 매출액은 659억원(-1.2% QoQ, -73% YoY), 영업이익은 -385억원(적자지속)을 기록하였다. 신규 고객사향 출하 시작 및 Captive 판매량은 소폭 증가하였음에도 불구하고 LME니켈 현물 가격 하락(2분기 \$18.4/kg → 3분기 \$16.3/kg)으로 인해 평가-원가 스프레드 마진 축소 및 재고평가손실 -152억원이 반영되었다.

2025년 및 향후 전망: 신규 및 잠재 고객사에 거는 기대

1Q25부터 외부고객사향 전구체 판매량 증가 및 LME 니켈 가격 변동성 완화로 인해 흑자전환이 가능할 것으로 전망한다. 매출 물량 증가에 따른 고정비 부담 또한 완화된 것으로 예상된다. 잠재 고객사는 복수의 업체인 것으로 추정하며 샘플테스트를 진행 중인 것으로 파악한다. 이에 따라, 동사의 전구체 생산능력은 상향 조정될 것으로 예상된다. 총 6.6만톤 규모의 증설을 계획 중인 것으로 예상되며 1H25 내 3.3만톤 정도 증설 후 2H25~1H26 내 3.3만톤 추가로 증설할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	133	217	343	665	953
영업이익 (십억원)	5	13	18	39	9
영업이익률 (%)	3.8	6.0	5.2	5.9	0.9
순이익 (십억원)	2	17	15	16	5
EPS (원)	67	554	301	294	85
ROE (%)	6.1	23.4	11.8	6.8	0.9
P/E (배)	0	0	0	0	2210.5
P/B (배)	0	0	0	0	16.3
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0

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

표 1. 원재료 별 공정 형태

형태	Ni-MCP	Ni-MHP	Ni-브리켓	Ni-파우더
공정	RMP	RMP	CPM	CPM
주요 매입처	에코프로CNG	인도네시아JV/외부매입	외부매입	외부매입
Ni-브리켓 대비 할인율	30~40%	20~30%	-	-
사용 비중	10~15%	35~40%	40~45%	5~10%

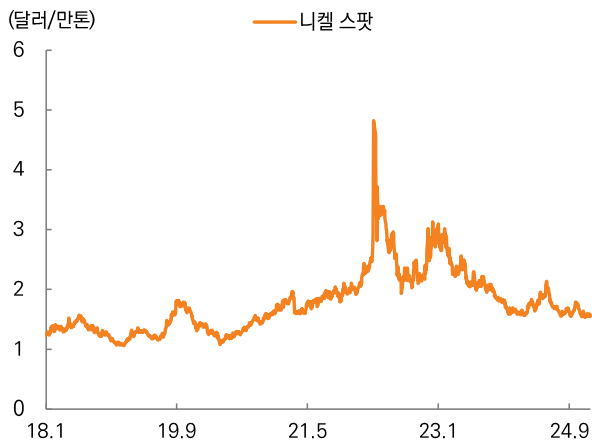
자료: 에코프로머티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 에코프로머티 전구체 생산 위한 통합 밸류체인 구축



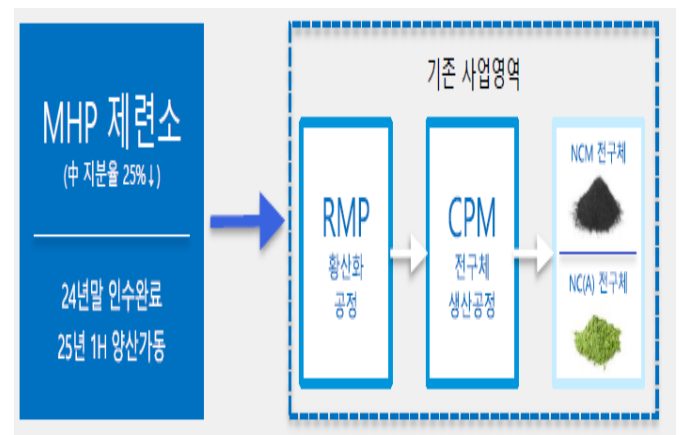
자료: 에코프로머티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. LME 니켈 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 인도네시아 MHP 제련 시설 인수 통한 업스트림 확장



자료: 에코프로머티, 미래에셋증권 리서치센터

에코프로머티 (450080)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	217	343	665	953
매출원가	198	316	610	917
매출총이익	19	27	55	36
판매비와관리비	6	9	16	27
조정영업이익	13	18	39	9
영업이익	13	18	39	9
비영업손익	-2	-3	-26	-12
금융손익	-3	-2	-11	-12
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	11	15	13	-3
계속사업법인세비용	-5	0	-3	-8
계속사업이익	17	15	16	5
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	17	15	16	5
지배주주	17	15	16	5
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	0	0	16	4
지배주주	0	0	16	4
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	20	30	60	42
FCF	-55	-117	-221	-13
EBITDA 마진율 (%)	9.2	8.7	9.0	4.4
영업이익률 (%)	6.0	5.2	5.9	0.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.8	4.4	2.4	0.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	82	133	265	576
현금 및 현금성자산	4	0	1	377
매출채권 및 기타채권	12	34	77	100
재고자산	52	88	174	95
기타유동자산	14	11	13	4
비유동자산	149	239	370	528
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	142	231	353	431
무형자산	0	0	1	5
자산총계	231	371	635	1,104
유동부채	52	159	249	267
매입채무 및 기타채무	23	35	51	42
단기금융부채	27	122	195	222
기타유동부채	2	2	3	3
비유동부채	65	66	72	38
장기금융부채	65	66	67	31
기타비유동부채	0	0	5	7
부채총계	117	225	321	305
지배주주지분	114	146	314	799
자본금	25	26	29	35
자본잉여금	76	91	276	689
이익잉여금	13	28	7	11
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	114	146	314	799

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
영업활동으로 인한 현금흐름	3	-22	-80	116
당기순이익	17	15	16	5
비현금수익비용가감	9	14	30	49
유형자산감가상각비	8	12	21	33
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	2	9	16
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-22	-51	-124	65
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-22	-43	-19
재고자산 감소(증가)	6	-36	-86	75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	5	13	3
법인세납부	0	0	-2	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-57	-94	-135	-134
유형자산처분(취득)	-58	-95	-141	-130
무형자산감소(증가)	0	0	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	-4
기타투자활동	1	1	7	0
재무활동으로 인한 현금흐름	56	112	215	394
장단기금융부채의 증가(감소)	-11	95	74	-8
자본의 증가(감소)	67	16	188	418
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	1	-47	-16
현금의 증가	3	-4	1	376
기초현금	1	4	0	1
기말현금	4	0	1	377

자료: 에코프로머티, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	0	0	0	2211
P/CF (x)	0	0	0	205
P/B (x)	0	0	0	16
EV/EBITDA (x)	4	6	4	308
EPS (원)	554	301	294	85
CFPS (원)	839	570	862	921
BPS (원)	2,287	2,774	5,428	11,584
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0
매출액증가율 (%)	63.3	58.3	94.0	43.2
EBITDA증가율 (%)	82.0	48.5	99.1	-30.1
조정영업이익증가율 (%)	158.8	40.3	121.6	-77.5
EPS증가율 (%)	731.1	-45.6	-2.5	-71.0
매출채권 회전율 (회)	26.5	15.3	12.3	11.4
재고자산 회전율 (회)	3.9	4.9	5.1	7.1
매입채무 회전율 (회)	24.8	71.4	63.6	65.8
ROA (%)	8.9	5.1	3.1	0.6
ROE (%)	23.4	11.8	6.8	0.9
ROIC (%)	11.3	6.7	10.7	-2.4
부채비율 (%)	102.6	154.2	102.0	38.2
유동비율 (%)	159.3	83.5	106.4	215.5
순차입금/자기자본 (%)	76.7	128.0	82.8	-15.7
조정영업이익/금융비용 (x)	4.6	11.3	3.4	0.6

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.