COMPANY ANALYSIS

BUY

에코프로머티 (450080)

전구체, 머티 중헌디!

Stock Price	
목표주가	119,364원
현재주가	89,700원
상승여력	33%

Stock Information	
시가총액	61,956억원
발행주식수	6,907만주
유동주식비율	48.58%
52주 최고가	244,000원
52주 최저가	42,950원
외국인 지분율	25.67%
KOSPI	2,416.86
KOSDAQ	685.42

Valuation Wide			
Multiple	2023	2024E	2025E
P/E	2210.5	N/A	N/A
MKT P/E	48.7	18.1	247.9

Share Performance			
주가상승률	1M	6M	12M
절대주가(%)	-10.0	6.9	12.8
상대주가(%)	-4.69	22.4	20.4

Price Trend

KUVIC Research Team 4

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장 41기 Senior 이재언
팀원 41기 Senior 송지우
36기 Senior 주성민
42기 Junior 서준영
42기 Junior 이주하

Who We Are

KUVIC

Key Point

동사는 국내 대표 2차전지 소재 지주사인 에코프로그룹 내 전구체 생산 기업이다. **원료를 직접 생산하는 RMP 공정과 전구체를 제조하는 CPM 공정에서의 뛰어난 기술력, 전구체 수요를 뒷받침하는 공격적인 CAPA 증설은 북미 비중국 전구체 쇼티지의 대안이 될 것**이다.

이러한 경쟁력을 바탕으로 동사는 안정적인 에코프로비엠向 캡티브 물량과 북미 전기차 OEM向 물량을 확보하였으며, 원재료 내재화율 향상에 따른 비용 절감 효과를 통한 실적 개선 또한 기대된다.

2026E 매출액 2조 66억, 영업이익 3,680억 전망

동사의 2026년 매출액은 2조 66억원(YoY +76%), 영업이익은 3,680억원(YoY +98%)로 추정하는 바이다. 또한, 영업이익률도 2025년 15.8%, 2026년 17.8%에 이를 것으로 예상한다.

2024년까지는 양극재 수요 둔화에 따른 전방 캡티브 물량의 감소로 매출액이 역성장할 것으로 예상하나, 2025년부터는 2023년까지 5% 내외였던 외판 비중이 급증하고 2026년부터는 신규 고객사가 추가됨에 따라 급격한 Q 증가가 기대되기 때문이다. FEOC 규정 하에서 북미 완성차 업체가 선택할 수 있는 비중국 전구체 기업은 동사가 유일하다. 따라서 이러한 북미 전구체 쇼티지로 인한 물량은 2025년 이후부터 본격적으로 인식될 것이라 판단한다.

투자의견 'Buy', 2024년 목표주가 '119,364원'

2026년의 당기순이익 2,844억원에 Target PER 40배를 적용해 목표주가를 산정하였다. PER 산정은 Peer PER 방식을 사용했다. **전구체 매출 비중이 90% 이상인 동사의 사업 구조를 고려하여 중국 기업들 가운데 전구체 매출액 비중이 50% 이상으로 높은 중국의 기업들을 Peer로 선정**하였다. 또한 **중국 기업들이 FEOC 규정으로 인해 기대감이 둔화되기 이전인 2022년의 PER을 사용**하였다. 2022년 Peer PER의 평균 33.3배는 전방 EV 시장의 개화에 따른 기대감이 반영되어 있는 수치이다. 그러나 당시 중국 기업들에 여러 경쟁사가 있었던 것과 달리 동사는 북미 비중국 전구체 수요 대응에서는 유일하다는 점, 배터리 셀 및 양극재 업체와의 협력 관계가 공고할수록 프리미엄을 더 높게 부여 받고 있다는 점을 고려해 추가로 멀티플을 할인하지는 않았다. 이에 2026년 목표주가 119,364원, 상승여력 33%, 매수 의견을 제시하는 바이다.

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	665	952	392	1,172	2,066
YoY (%)		*43.1%*	*-58.9%*	*199.4%*	*76%*
영업이익 (십억원)	39	8.8	-18	186	368
YoY (%)		*-77.3%*	*-305.2%*	-	*98.1%*
영업이익률 (%)	5.9%	0.9%	-4.6%	15.8%	17.8%
당기순이익 (십억원)	15.6	5	27.8	178	284.4
EPS (원)	226	68	-319	2,029	4,116
P/E (배)		1,595	-340	53.4	26.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익
자료: KUVIC 리서치 4팀

CONTENTS

I. 산업분석 4
- 높아지는 전기차 가격 매력도 3
- 주요 국가들의 전기차 관련 정책 5
- 전기차 시장의 회복, 지금 주목할 소재는 양극재·전구체 6
- 비중국 전구체 생산 CAPA는 지금 쇼티지 6
- 결국 결론은, 탈중국과 전구체 쇼티지 10

II. 기업분석 11
- 에코프로그룹 밸류체인 11
- RMP에서 CPM까지 뭐든지 머티가 DIY 11
- 빠른 CAPA 증설로 북미 준비 갈 완료! 13
- EWT: 아름다운 사람은 머문 자리도 아름답습니다.. 13
- 주가 추이 분석 14

III. 투자 Point 15
- 북미 전구체 쇼티지의 확실한 대안은 테슬라가 선택한 머티뿐! 15
- IRA 보조금 수취에 따른 P 상승 기대 16
- 원재료 내재화 몇 퍼센트까지 할 거야!! 100퍼센트!!!! 17

IV. 투자 Risk 18
- 북미에서 중국산 전구체를 사용할 가능성 18
- 트럼프 당선으로 인한 우려? Make Tesla Great Again 19

V. Valuation 20
- 매출 추정 논리 20
- 비용 추정 논리 21
- Valuation Method 22

			2024(E)			2025(E)			2026(E)		
(단위: 십억 원)	2022	2023	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
매출액	665	952	357	392	426	1,034	1,172	1,281	1,840	2,066	2,262
YoY(%)		43.1%	-62.5%	-58.9%	-55.3%	189.2%	199.4%	200.9%	78.1%	76.2%	76.6%
사업부문별 매출											
전구체	619	814	311	345	379	987	1,095	1,204	1,789	1,981	2,177
YoY(%)		31%	-61.8%	-57.7%	-53.5%	217.7%	217.7%	217.7%	81.3%	80.9%	80.8%
% of Sales	93.1%	85.5%	86.9%	88.0%	89.0%	95.5%	93.4%	94.0%	97.2%	95.9%	96.3%
상품매출	46	138	47	47	47	47	77	77	51	85	85
YoY(%)		201%	-66.1%	-66.1%	-66.1%	0.0%	64.4%	64.4%	10.0%	10.0%	10.0%
% of Sales	6.9%	14.5%	13.1%	12.0%	11.0%	4.5%	6.6%	6.0%	2.8%	4.1%	3.7%
매출원가	610	917	360	386	413	858	958	1,036	1,494	1,661	1,804
% of Sales	92%	96%	101%	99%	97%	83%	82%	81%	81%	80%	80%
매출총이익	55	36	- 2	5	13	175	214	245	342	405	458
GPM(%)	8.3%	3.7%	-0.6%	1.3%	3.0%	17.0%	18.3%	19.1%	18.6%	19.6%	20.2%
판매비와관리비	16	27	23	23	24	28	28	29	35	41	38
% of Sales	2.4%	2.8%	6.5%	6.0%	5.6%	2.7%	2.4%	2.3%	1.9%	2.0%	1.7%
영업이익	39	8	- 25	- 18	- 11	148	186	216	307	368	420
OPM(%)	5.9%	0.9%	-7.0%	-4.6%	-2.6%	14.3%	15.9%	16.9%	16.7%	17.8%	18.6%
기타이익	2	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
기타손실	15	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
금융수익	5	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
금융비용	19	23	19	23	19	19	19	19	19	19	19
법인세비용차감전순이익	13	- 4	- 34	- 27	- 20	139	177	207	298	359	412
법인세비용	- 3	- 8	- 7	- 5	- 4	29	37	43	62	75	86
당기순이익	16	5	- 27	- 22	- 16	110	140	164	235	284	326
NPM(%)	2.3%	0.5%	-7.5%	-5.6%	-3.7%	10.7%	12.0%	12.8%	12.8%	13.8%	14.4%
EPS(단위: 원)	226	68	- 387	- 319	- 227	1,600	2,029	2,381	3,402	4,116	4,714

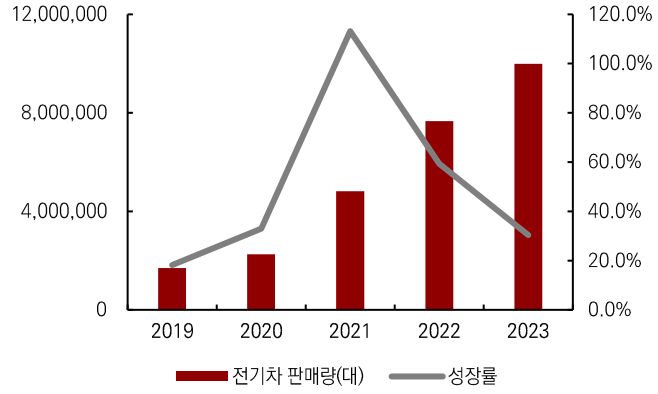
I. 산업분석

높아지는 전기차 가격 매력도

전기차 수요 둔화의 원인은 충전 인프라의 부족과 높은 가격

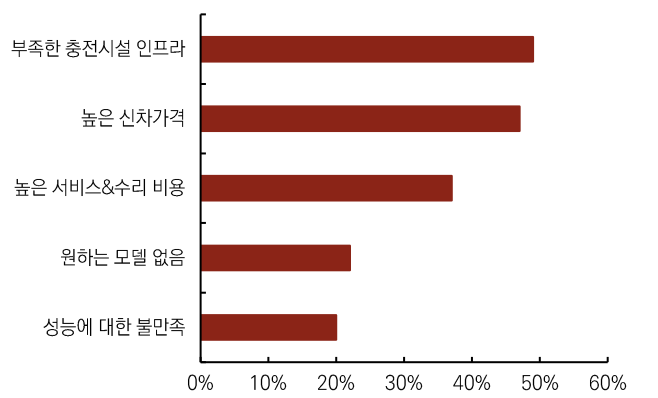
글로벌 전기차 판매량은 2019년에서 2022년까지 연평균 56% 증가하는 가파른 성장세를 보여왔지만 2023년 말부터 수요 둔화가 시작되고 전기차 캐즘에 대한 우려가 나타나기 시작했다. 소비자들의 설문조사 결과에 따르면 **전기차 구매를 망설이는 가장 큰 이유 두 가지는 부족한 충전 인프라와 높은 차량 가격인 것으로 나타났다.**

그림 1. 전기차 판매량 데이터



자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 2. 전기차 구매를 망설이는 이유에 대한 설문조사



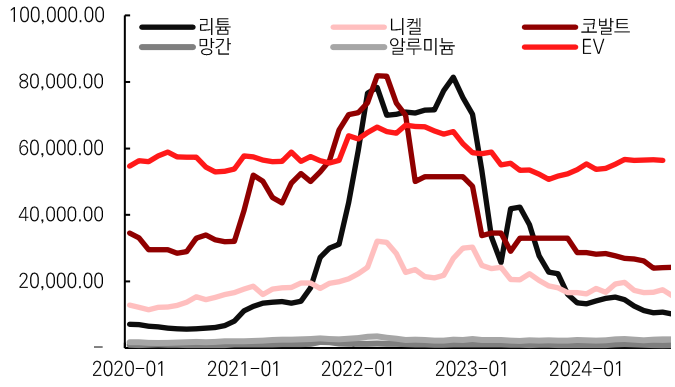
자료: The Drive, KUVIC 리서치 4팀

전기차 산업이 캐즘 구간에 진입하였고 트럼프의 당선으로 전기차 침투율이 둔화될 것으로 예상하고 있지만 여러 지표와 정책들은 업황이 크게 반등할 것을 암시하고 있어 캐즘이 빠르게 해소되고 성장세를 다시 이어갈 것으로 전망된다.

주요 광물 가격 안정화로 전기차 가격은 하락 중

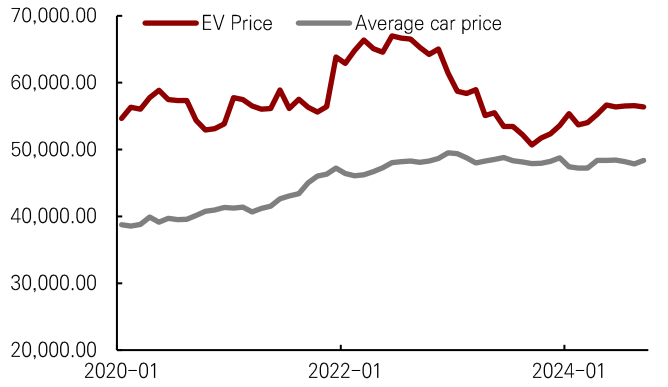
먼저, 전기차 가격이 매력적인 수준으로 내려오고 있다. 전기차 원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 배터리 가격은 주요 광물(리튬, 니켈, 코발트, 망간) 가격과 연동되어 움직인다. 2022년에 주요 광물 가격의 상승으로 전기차 가격이 크게 상승했고 이는 소비자들이 구매를 꺼리게 된 주요인이 되었다. 하지만 **최근 주요 광물 가격이 안정화되고 완성차 업체들이 부품 모듈화, 공정 자동화를 이루고 있다. 이에 따라 전기차 ASP가 빠르게 하락하고 있으며 내연기관차와 전기차의 가격 차이는 과거보다 크게 좁혀졌다.**

그림 3. 주요 광물 가격 및 EV 가격 추이 (단위: 달러/톤)



자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 4팀

그림 4. 전기차 ASP와 평균 차량 가격 비교 (단위: 달러/톤)



자료: Car Edge, KUVIC 리서치 4팀

저가형 모델 출시로 전기차 가격은 내려갈 전망

뿐만 **아니라 2025년, 2026년에 테슬라, 기아, GM 등의 완성차 업체들은 5만5천달러 대에 형성되고 있는 현 시세보다 40~50% 저렴한 2만 달러~3만 달러 수준의 저가형 전기차 모델 출시를 계획**하고 있다. 테슬라는 2025년에 모델2를 출시할 계획이며 가격은 2만 5000달러 수준으로 예상된다. 그리고 기아의 경우 EV3를 2025년에 출시할 예정으로 가격은 2만 달러 수준으로 예상된다. 저가형 전기차 모델의 보급으로 전기차의 ASP가 하락해 내연기관차(ICE)의 ASP 4만8천달러, 하이브리드차(HEV)의 ASP 4만1천달러보다 낮아지면 소비자의 진입장벽이 낮아져 전기차 판매량이 크게 증가할 것으로 예상된다.

그림 5. 테슬라 모델2

자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 6. 기아 EV3

자료: KUVIC 리서치 4팀

표 1. 업체별 전기차 판매 및 생산 전략

업체	전략
Audi	2025년부터 홀수 제품군은 내연기관차, 짝수 제품군은 전기차로 배치 2033년 내연기관차 생산 중단
GM	2025년 전기차 생산량 100만 대 목표 2035년 내연기관차 생산 중단
현대자동차	2024년 4분기부터 연산 30만대 규모 전기차 전용공장 가동 2030년 전기차 판매비중 53% 목표
Toyota	2030년 전기차 모델 30여 종 출시 목표
BMW	2025년 전기차 모델 12종 출시 목표 2030년 전기차 판매비중 50% 목표
Ford	2025년 전기 픽업트럭 F-150 생산 재개 2027년 신형 전기 픽업트럭 출시 목표
Volvo	2030년 전기차 및 플러그인 하이브리드 차량 판매비중 90%~100%, 나머지 최대 10%는 마일드 하이브리드 모델로 구성 목표
Volkswagen	2026년 벤틀리 전기차 모델 출시 및 2035년 순수 전기차 전환 2027년 스카우트 모터스 전기차 픽업트럭 및 SUV 판매 시작

자료: 각 사, 언론 보도, KUVIC 리서치 4팀

표 2. 저가형 전기차 모델

업체	모델명	가격	내용
르노	르노 4 E-Tech 일렉트릭	3만 5000유로 미만	2025년 영국 출시 예정
	트윈고 이테크(Twingo E-Tech)	2만 유로 미만	2026년 출시 예정
	스프링(Spring)	1만 8000파운드 미만	2024년 하반기 영국 출시 2024년 10월 기준 15만 대 이상 판매
스텔란티스	E-C3	2만 3300유로	2024년 2분기 출시
	C3 에어크로스	2만 7400유로	2024년 하반기 출시
BYD	Sea Lion 07	19만 위안	2024년 5월 출시
	시걸	1만 달러	2025년 유럽 출시 예정
리프모터	T03	1만 6000파운드 미만	2024년 하반기 유럽 출시
	B10	1만 4000달러	2025년 출시 예정
현대기아차	캐스퍼 일렉트릭	2000만 원 대	2024년 하반기 출시
	EV3	4000만 원 대	2024년 출시 2025년 EV2 유럽 출시 예정
테슬라	모델2	2만 5천달러	2025년 출시 예정

자료: 각 사, 언론 보도, KUVIC 리서치 4팀

주요 국가들의 전기차 관련 정책

소비자들의 전기차 구매를 장려하는 정책들도 쏟아지고 있다. 대표적으로 IRA는 미국 내 전기차 구매 시 최대 7,500달러의 세액 공제를 제공한다. 이는 소비자들의 전기차 구매 비용을 낮춰 수요를 증가시킬 수 있다. 연비 규제와 탄소 규제도 전기차 판매 매력도를 끌어올릴 수 있다. 유럽연합에서는 2021년 1km당 115.1g이었던 이산화탄소 배출량 상한선을 2025년부터 1km 당 93.6g으로 2030년에는 49.5g으로 낮추는 계획을 발표하였다. 이를 충족시키기 위해서는 현재 15%인 전동화율을 내년까지 최소 25%로 상승시켜야 한다. 따라서 내년 유럽 시장의 EV 판매량은 최소 60% 증가할 것으로 예상된다. 유럽 시장에서 전기차 판매 비중이 약 18%이고 하이브리드 차량의 판매비중이 약 25%임을 고려하면 내년 유럽의 전기차 판매량이 42% 증가할 것으로 전망된다.

***전동화율**
=(전동화 차량 수/전체 차량 수)× 100

전동화 차량에는 하이브리드, 플러그인 하이브리드, 전기차 등이 포함됨.

표 3. IRA 세액공제 요건

① 차량의 세금공제 충족 요건	
배터리부품 비율 요건 (최대 $3,750 세금공제)	· 전기차 배터리 부품(양극재, 음극재, 고체전극, 분리막, 액/고체 전해질, 배터리 셀, 배터리 모듈)의 일정비율 이상 북미에서 제조 또는 조립. · 연도별 적용 비율 : 50%(~2023.12.31) → 60%(2024.1.1~2025.12.31) → 70%(2026) → 80%(2027) → 90%(2028) → 100%(2029.1.1~)
핵심광물 비율 요건 (최대 $3,750 세금공제)	· 전기차 배터리 핵심광물(양/음극활물질 분말, 박, 바인더, 전해질염, 전해질 첨가제, 전구체)의 일정비율 이상이 미국 또는 FTA를 체결한 국가에서 채굴되거나 가공된 금속 사용 또는 재활용. · 연도별 적용 비율 : 40%(~2023.12.31) → 50%(2024) → 60%(2025) → 70%(2026) → 80%(2027.1.1~)
② 소비자의 세금공제 충족 요건	
· 부부 명의의 차량인 경우 부부 합산 연봉 $30만 이하.	
· 개인 명의의 차량인 경우 연봉 $15만 이하.	
③ 북미지역 내 최종조립 요건	
· 북미지역에서 최종조립이 이루어지는 전기차에만 세금공제가 제공됨.	

자료: 각 사, 언론 보도, KUVIC 리서치 4팀

전기차 공급망이 미국 중심으로 재편되며 탈중국화 움직임도 가속화되고 있다. 미국 입장에서 국가, 경제 안보에 위협이 되는 중국, 러시아, 북한의 기업이나 정부를 견제하는 FEOC(Foreign entity of concern) 규정은 중국의 미국向 직접 투자를 불가능하게 만들었다. 이러한 **FEOC 규정이 강화되면서 JV(Joint Venture) 설립 시에도 중국 기업의 지분, 의결권, 이사회 의석 수가 25% 이상을 차지하고 있으면 보조금 지급 대상에서 배제**되면서 중국 기업의 지분을 25% 이하로 줄이려는 시도가 이어지고 있으며, FEOC와 무관한 공급망을 이용하는 배터리 부품 관련 업체는 AMPC 규정에 따라 보조금을 받을 수 있게 되었다.

표 4. FEOC, AMPC

규정	개념 및 정의	적용 대상	내용
FEOC	전기차 배터리 공급망에서 특정 외국기관·기업에 대한 의존도를 줄이고 미국과 동맹국들의 전기차 생태계를 지원하는 규정.	중국, 러시아, 이란, 북한 정부가 지원하거나 통제하는 기업. 중국 기업이 25% 이상의 지분, 의결권, 이사회 의석을 보유한 JV	전기차 공급망에서 2024년도 이후 FEOC에 의해 제조/조립된 배터리 부품과 2025년 이후 FEOC에 의해 추출/처리/재활용된 핵심 광물의 사용제한.
AMPC	미국 첨단 제조업체의 청정 에너지 제품 생산을 장려하는 제도. 전기차 배터리, 태양광 패널, 풍력 터빈 등의 제품을 생산할 경우 세액공제.	FEOC와 무관한 공급망을 이용하는 배터리 부품 제조업체 및 필수광물 정제·가공업체. 미국에서 생산하고 세금을 납부하는 기업.	2029년까지 배터리셀 kWh당 $35, 모듈 kWh당 $35, 전극활물질은 생산 비용의 10% 환급. 2030년부터 지원 줄어들다가 2033년에 지원 종료.

자료: 각 사, 언론 보도, KUVIC 리서치 4팀

표 5. 한국-중국 전구체 JV

기업	위치	중국협력사	중국 지분: 한국 지분	내용
에코프로, SK온	새만금	GEM	49% : 51%	전구체 5만t (24년)
	인도네시아	GEM		니켈 MHP 3만t (2H24)
포스코	포항	CNGR	80% : 20%	전구체 11만t
	포항	CNGR	40% : 60%	포스코홀딩스 60%
	광양	Huayu	35% : 65%	포스코GS에코머니 65%, 화유 35%(재활용)
	포항	Huayu		
	포항	Huayu		전구체 5만t, 고순도 니켈
LG화학	새만금	Huayu		전구체 1차(26년)5만t, 2차(28년) 5만t
	중국	Huayu	51% : 49%	전구체 4만t
	구미	Huayu		
	모로코	Huayu		LFP 양극재 5만t

자료: 각 사, 언론 보도, KUVIC 리서치 4팀

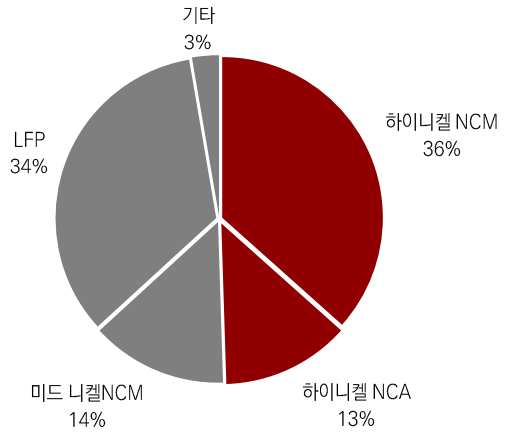
전기차 시장의 회복, 지금 주목할 소재는 양극재·전구체

1) 양극재

양극재는 배터리의 용량과 성능을 결정하는 핵심 소재

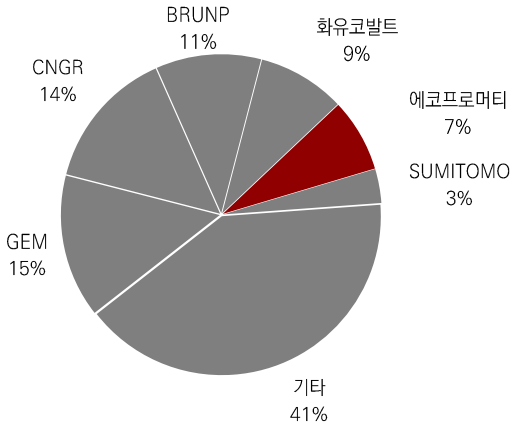
2차전지는 전기차 원가의 30~50%를 차지하고 전기차의 성능, 주행거리, 충전 시간 등을 결정짓는 가장 핵심적인 부품이다. 2차전지는 양극재, 음극재, 분리막, 전해질 등의 소재들로 구성되는데 가장 핵심이 되는 것은 양극재라고 할 수 있다. **양극재는 배터리 성능에 가장 큰 영향을 끼치며 배터리 제조 원가의 30~40%를 차지**하기 때문이다. 또한 양극재 가격 변동에 따라 배터리 가격이 결정되고 배터리 가격이 전기차의 가격 경쟁력에 가장 큰 영향을 끼치기 때문에 양극재는 전기차 수요와 가장 밀접하게 연관되어 있다.

그림 7. 전구체 수요 비중



자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 8. 2027년 하이니켈 전구체 CAPA 순위



자료: KUVIC 리서치 4팀

2) 전구체

2차전지 산업에 있어서 전구체는 양극재를 만들기 전단계에서 니켈, 코발트, 망간 등을 혼합한 화합물을 의미한다. **전구체는 양극재 원가의 약 60% ~ 70%를 차지하며, 전체 2차전지 소재 원가의 20~30%를 차지하는 핵심 소재**이다. 전구체는 보통 황산에 니켈, 코발트, 망간 등의 금속을 녹여서 만들어지며, 그 비중에 따라 배터리 용량과 안정성, 제조원가 등이 결정된다.

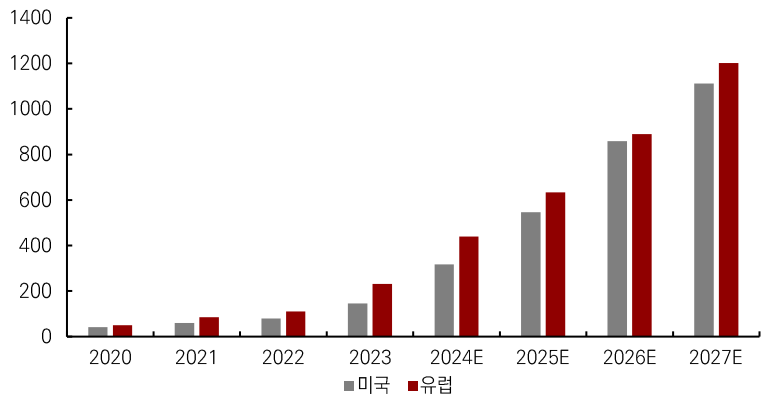
전구체를 구성하는 원재료의 비중이 배터리의 특징과 가격을 결정

표 6. 전구체 원재료별 특징 및 가격

종류	특징	최근 4년 평균 가격 (USD/톤)
니켈	에너지 밀도, 용량 ↑	19,416
코발트	안정성&수명 ↑	42,036
망간	안정성 ↑	1,042
알루미늄	출력 ↑	2,336

자료: 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

그림 9. 미국, 유럽 전구체 수요 (단위: 천 톤)



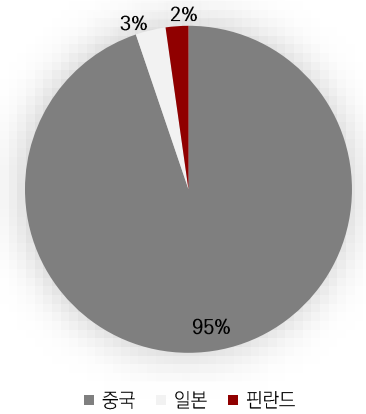
자료: 에코프로머티, KUVIC 리서치 4팀

비중국 전구체 생산 CAPA는 지금 쇼티지

1) FEOC 규정에 따른 쇼티지 발생

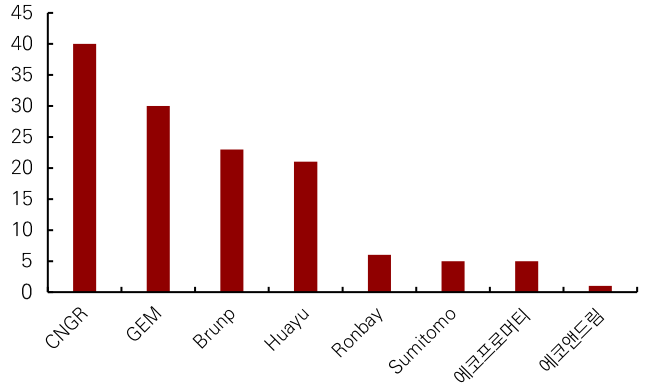
이처럼 **전구체는 2차전지 산업에 있어 핵심적인 소재임에도 불구하고 현재 우리나라 기업들은 약 87%의 전구체를 수입에 의존하고 있는 상황**이다. 또한, 우리나라뿐만 아니라 전 세계적으로 볼 때도 글로벌 전구체 시설의 90%가량이 중국에 집중되어 있다.

그림 10. 2024 전구체 수입 현황



자료: 관세청, KUVIC 리서치 4팀

그림 11. 2023년 주요기업별 전구체 생산 CAPA (단위: 만 톤)



자료: 동사 IR 자료, KUVIC 리서치 4팀

2025년부터 FEOC 규제 시행으로 중국을 제외한 국가에서 전구체 생산능력 확대 필요

그러나 2025년부터 적용되는 핵심 광물 FEOC 규정은 중국 외 전구체 수요를 촉진시킬 것으로 전망된다. **FEOC(Foreign Entity of Concern, 우려 외국 법인) 배제 규정은 2025년 1월부터 시행**되며, IRA 핵심 광물에 대해 적용된다. 이에 배터리 핵심 소재인 전구체를 생산하는 비중이 가장 높은 중국이 밸류체인 내에서 상대적 열위를 가짐으로써 북미향 전구체 공급 쇼티지가 발생할 것으로 보인다.

지역별 전구체 생산능력이 상이한 가운데, **중국을 제외한 지역에서의 생산능력만으로는 북미 전구체 수요를 감당하기 부족한 상황**이다. 이에 북미 전구체 수요를 국내 기업만으로 감당한다고 가정했을 때, 국내산 전구체 기업 CAPA가 북미 전구체 수요를 완전히 커버하지 못하기 때문에 본 리서치 팀은 **2025년도 -21%, 2026년도 -22%, 2030년도 -24% 정도의 수급 불균형이 발생할 것으로 전망한다.**

표 7. 북미向 전구체 쇼티지 비율

분류 가준	2024E	2025E	2026E	2027E	2030E
EV 수요(단위: 대)	1,570,315	2,056,320	2,707,825	3,077,825	4,719,375
BEV 수요(95% 가정)(단위: 대)	1,491,799	1,953,504	2,572,434	2,923,934	4,483,406
양극재 수요(단위: 톤)	167,082	218,792	288,113	327,481	502,142
전구체 수요(단위: 톤)	158,727	207,853	273,707	311,107	477,034
기말 기준 미국향 전구체 CAPA	72,400	233,400	303,400	416,000	516,000
북미 공급가능 전구체 공급량 (가동률 70%로 가정)	50,680	163,380	212,380	291,200	361,200
공급-수요(쇼티지)	-108,047	-44,473	-61,327	-19,907	- 115,834
쇼티지 비율	-68%	-21%	-22%	-6%	-24%

자료: 각 언론 종합, KUVIC 리서치 4팀

표 8. 국내 전구체 CAPA (단위: 톤)

기업		2024F	2025F	2026F	2027F	2030F
LG화학	익산공장	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	화유JV(취저우)	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
	한국전구체		20,000	20,000	20,000	50,000
	화유JV(새만금)			50,000	50,000	100,000
	합계	45,000	65,000	115,000	115,000	195,000
	합계(중국제외)	**5,000**	**25,000**	**25,000**	**25,000**	**55,000**
포스코퓨처엠	광양(1,2)	10,000	55,000	55,000	55,000	55,000
	화유JV(포항)			30,000	30,000	30,000
	화유JV(해외)	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
	CNGR JV(포항)		50,000	50,000	110,000	110,000
	캐나다			45,000	45,000	90,000
	기타					120,000
	합계	45,000	140,000	215,000	275,000	440,000
	합계(중국제외)	**10,000**	**55,000**	**100,000**	**100,000**	**145,000**
에코프로머티	CPM1~6	50,000	116,000	141,000	216,000	216,000
	GEM JV					
	합계	50,000	116,000	141,000	216,000	216,000
	합계(중국제외)	**50,000**	**116,000**	**141,000**	**216,000**	**216,000**
엘앤에프	JH케미칼	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	LLBS(LS JV)			60,000	60,000	120,000
	합계	5,000	5,000	65,000	65,000	125,000
	합계(중국제외)	**0**	**0**	**60,000**	**60,000**	**120,000**
에코앤드림	청주공장	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	새만금		30,000	30,000	65,000	85,000
	합계	5,000	35,000	35,000	70,000	90,000
코스모신소재	에스티엠	2,400	2,400	2,400	5,000	10,000
합계		152,400	363,400	573,400	746,000	1,076,000
합계(중국제외)		**72,400**	**233,400**	**363,400**	**476,000**	**636,000**
미국향 CAPA		**72,400**	**233,400**	**303,400**	**416,000**	**516,000**

자료:각 언론 및 IR 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

2) IRA 대응력 강화를 위한 전구체 내재화 노력

현재 국내 기업의 전구체 내재화율은 13%에 불과하다. 국내 양극재 생산 기업들은 IRA에 대한 대응력을 강화하고 전구체의 안정적 양산과 품질 강화를 위해 전구체 내재화 투자를 확대하고 있다. 계열사를 통한 전구체 및 양극재 생산의 수직 계열화를 통해 생산 비용을 절감하고 R&D, 제조 공정 최적화를 달성할 수 있으며 중국에 대한 의존도를 줄이려는 시도가 이어지고 있다.

표 9. 기업별 전구체 내재화율 현황 및 목표

기업	전구체 내재화율 (2023년)	전구체 내재화율 목표 (2027년)
포스코퓨처엠	13%	43%
에코프로비엠		33%
엘앤에프		21%
LG화학		14%

자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 4팀

결국 결론은, 탈중국과 전구체 쇼티지

탈중국화 흐름에서 에코프로머티의 경쟁력 확보가 유리한 상황

2차전지 밸류체인에서 양극재와 전구체는 중요성은 더 커져갈 것이다. 전기차가 ICE와 경쟁하려면 고성능, 고밀도의 만들기 위해 전구체의 품질 및 물량 확보가 필수적일 것이다. 따라서 2차전지 업계에서 경쟁력을 가지려면 **양극재와 전구체의 품질과 가격 경쟁력이 중요하고, 비중국 전구체 공급 쇼티지에 따른 관련 업체들은 기술 개발과 공급망 구축에 집중해야 한다는 결론**이다. 북미향 전구체 수요는 전기차 수요 회복에 힘입어 증가하지만 2025년부터 시행될 **FEOC 규정에 따라 쇼티지는 확정된 미래**라고 볼 수 있다. 이런 **비중국 전구체 공급 쇼티지를 충족시킬 CAPA와 품질을 갖고 있는 국내 전구체 회사가 경쟁 우위를** 차지할 수 있는데, **쇼티지에 대비하여 CAPA 증설을 가속화하고 있고, 좋은 품질의 전구체를 생산하는 기업인 에코프로머티를 top pick**으로 꼽을 수 있다.

II. 기업분석

동사는 양극활물질의 전단계인 전구체를 제조하는 기업이다. 동사는 2017년에는 EV용 NCM811, 2021년에는 NCM9½½ 전구체를 세계 최초로 양산했으며, 현재 하이니켈 배터리에 탑재되는 전구체를 집중 생산하고 있다.

에코프로그룹 밸류체인

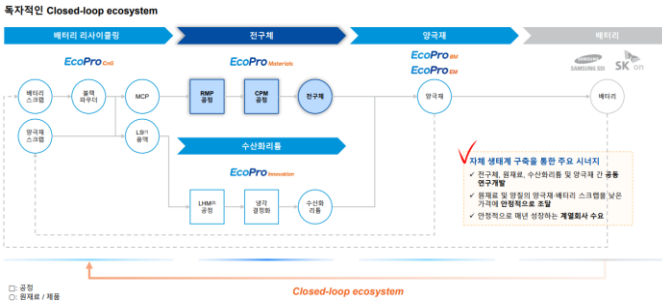
에코프로그룹은 전구체 원재료 가공부터 양극재 생산까지의 밸류체인 보유

에코프로그룹은 지주회사로 2차전지 소재와 관련된 사업을 주로 영위하고 있다. 원재료부터 양극재 생산까지의 주요 밸류체인은 **'에코프로CnG→에코프로머티→에코프로비엠'**으로, 에코프로그룹은 2차전지 소재에 대한 자체 생태계를 구축했다. 동사는 폐배터리 리사이클링 업체인 에코프로CnG로부터 MCP 원재료를 매입하여 하이니켈 전구체를 생산한다. 동사가 생산한 전구체의 대부분은 양극재 업체인 에코프로비엠으로 판매되고 있으며, 2023년을 기준으로 96%의 매출이 에코프로비엠向으로 발생했다. 동사는 높은 매출의존도에 따른 리스크를 줄이고자 현재 다수의 국내 고객사와 협의 중으로, **2024년 4분기를 시작으로 2025년에는 외부 판매 비중을 50% 이상으로 확대하는 것을 목표로 하고 있다.**

에코프로비엠의 중장기 대규모 수주 확보로 동사 또한 안정적 영업망 형성

에코프로비엠은 삼성SDI와 SK ON을 통해 BMW, Ford, VW(북미) 등의 완성차 업체에 양극재를 납품하고 있다. **에코프로비엠이 삼성SDI, SK ON과 지속적으로 중장기 공급계약을 맺으며 고객사에 성공적으로 공급해온 경험은 동사에게도 레퍼런스로 작용**하여, 이를 바탕으로 영업망을 본격적으로 확대할 수 있을 것으로 전망한다.

그림 12. 에코프로그룹 Closed-loop ecosystem



자료: 에코프로머티, KUVIC 리서치 4팀

그림 13. 에코프로비엠 중장기 공급계약 내역

계약 상대방	항목	내용
SK이노베이션 (SK ON)	계약 목적 및 내용	EV용 하이니켈 양극재(NCM) 판매 계약
	계약일	2021.09.08
	계약기간	2024.01.01~2026.12.31
	계약금액	10,110,232,000,000 원
삼성SDI	계약 목적 및 내용	하이니켈계 NCA 양극소재 공급계약
	계약일	2023.12.01
	계약기간	2024.01.01~2028.12.31
	계약금액	43,867,615,524,48 원

자료: 에코프로머티 2024년 반기보고서, KUVIC 리서치 4팀

RMP에서 CPM까지 뭐든지 머티가 DIY

동사의 매출은 전구체와 상품 매출로 나뉘는데, 이러한 매출 구조는 동사가 보유한 RMP, CPM 공정을 통해 이해할 수 있다. 동사의 생산 공정은 크게 전구체의 원재료를 얻기 위한 ① **RMP 공정**과 전구체를 제조하는 ② **CPM 공정**으로 나뉜다.

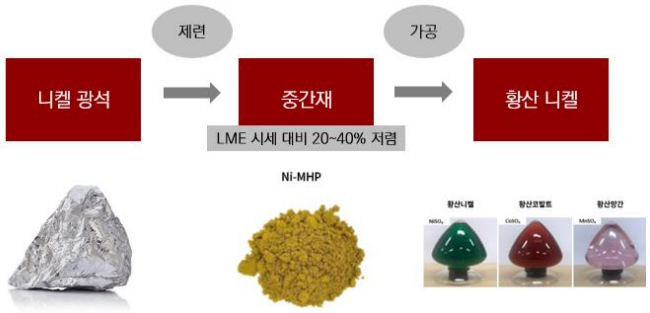
1) RMP 공정

RMP 공정을 통해 자체적으로 전구체 원료 생산 및 원가 절감 가능

RMP(Raw Material Precipitate)는 황산화 공정으로 순도가 낮은 원자재에 황산을 넣어 고순도 황산 메탈을 추출하는 과정이다. 전구체의 핵심 원재료인 니켈, 즉 고순도의 니켈을 얻기 위해서는 니켈 광석으로부터 제련, 가공의 과정을 거쳐야 한다. 니켈 광석을 제련하면

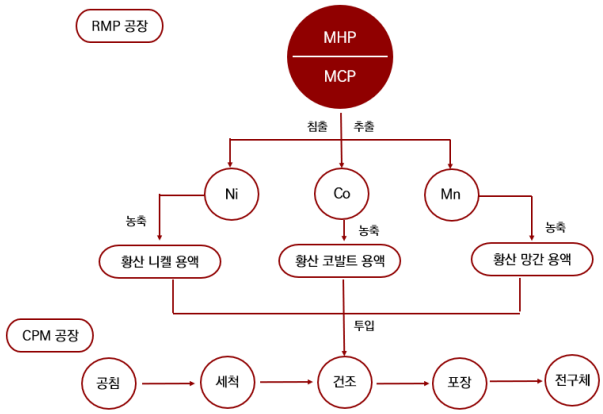
순도 30~50%의 중간재가 만들어지고, 이러한 중간재에서 니켈, 코발트, 망간 용액을 분리하여 추출한 후 황산화 과정을 거치면 전구체 제조를 위한 고순도의 금속 용액이 얻어진다. 동사는 RMP 공정을 보유함으로써 광산에서 생산되는 중간재인 **MHP(Mixed Hydroxide Precipitate)뿐만 아니라 폐배터리를 재활용한 원료인 MCP 또한 사용 가능**하다는 이점이 있다. MCP의 경우 에코프로CnG에서 공급받으며 안정적인 수급 및 원가 절감을 위한 시스템을 구축하였다. 동사는 이러한 **중간재를 LME 시세 대비 20~40% 저렴하게 매입**하여 전구체 원료를 자체 생산한다.

그림 14. 황산 니켈 생산 과정



자료: 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

그림 15. 에코프로머티 RMP, CPM 공정



자료: 에코프로머티, KUVIC 리서치 4팀

한편 MHP, MCP에는 니켈, 코발트, 망간이 5:1:1의 비율로 포함되어 있는데, 하이니켈의 전구체를 생산하는 동사는 니켈에 비해 상대적으로 적은 양의 코발트와 망간을 필요로 한다. 현재 동사는 RMP 공정을 통해 **코발트와 망간을 100% 내재화하였고 여분의 재료는 외부 판매**를 하고 있으며 이는 2023년 기준 약 15%의 상품 매출로 인식되었다.

2) CPM만 19년 차랍니다~

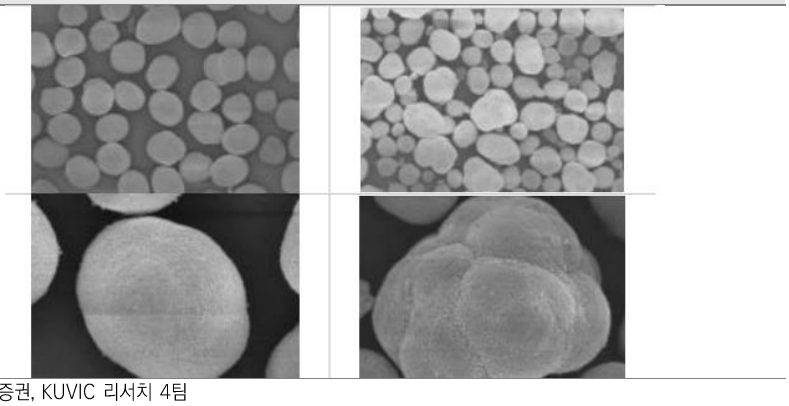
전구체는 공침* 〉 세척 〉 건조의 과정을 통해 생산됨

*공침: 금속 이온이 포함된 용액에 침전제를 추가하여 동시에 침전시키는 과정

CPM 공정은 공침법을 통해 균일한 입자 크기와 구조를 가진 침전물로 생성된 니켈, 코발트, 망간을 세척, 건조하여 불순물을 제거해 전구체를 만드는 과정이다.

전구체의 경우 제조사의 요구에 맞춰 입자의 모양과 크기를 조절해야 하기 때문에 해당 사양에 맞게 균일한 조건으로 대량 양산하기 위해서는 상당히 높은 기술력이 필요하다. 동사가 납품 예정인 테슬라의 경우도 구에 가까운 전구체 입자를 원하여 중국 기업에게 요청을 했으나, 중국 기업이 조건을 충족시키지 못하여 동사에게 생산을 맡긴 것으로 파악된다.

그림 16. 동사 전구체(좌), 중국 기업 전구체(우) 형태 비교



자료: 유진투자증권, KUVIC 리서치 4팀

가격 낮춘 고전압 미드니켈 개발로 추가적인 수요 발생 기대

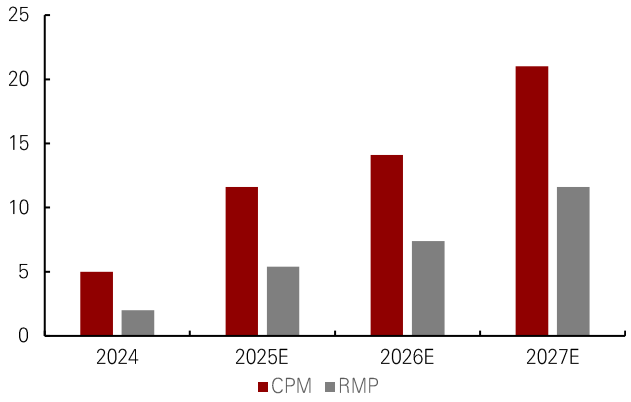
또한, 최근에는 배터리 원가 절감과 안전성 향상의 중요성이 커지면서 니켈을 40~60%로 줄이고 망간 함량을 늘린 '고전압 미드니켈' 배터리가 주목을 받는다. 망간은 상대적으로 저렴하기 때문에 **망간의 비율을 늘리면 제조 비용은 낮아지고 안전성은 향상된다.** 반면 니켈 비율이 낮아지면 에너지 밀도 또한 낮아지는데, 이는 고전압을 주어 용량을 유지하는 방식으로 해결 가능하다. **동사 또한 고전압 미드니켈을 개발하여 현재 샘플테스트를 진행 중**으로 2025년 말 혹은 2026년에 출하할 전망이다. **고전압 미드니켈 전구체는 하이니켈 전구체의 성능을 유지하지만 가격은 30% 정도 줄어들기 때문에** 양산 시 고객사들의 니즈를 충족시킬 것으로 기대된다.

빠른 CAPA 증설로 북미 준비 갈 완료!

북미向 수요에 대응할 수 있는 빠른 CAPA 증설 계획

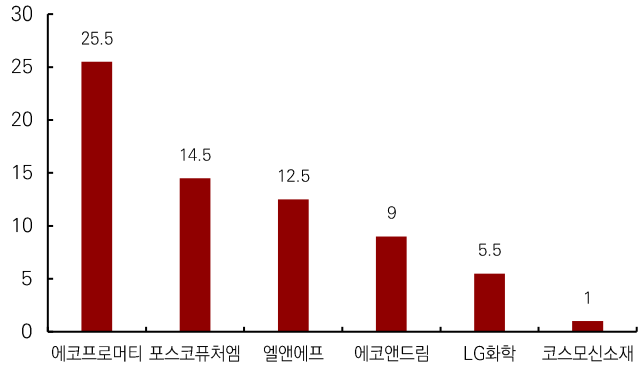
동사는 2030년까지 25.5만 톤의 전구체 생산능력을 보유하는 것을 목표로 증설 중에 있다. 현재는 연간 CPM 5만톤, RMP 2만톤의 CAPA를 보유하여 원재료의 80%를 내재화하고 있으며 추후 CAPA 확장을 통해 내재화율 100%를 달성하는 것이 목표이다. 현재 CPM 3, 4 공장을 증설 중으로, **2025년 말 기준 CPM 11.6만 톤, RMP 5.4만 톤의 CAPA를 보유할 계획이며 이는 2025년 기준 국내 업체 중 북미 수요에 대응 가능한 가장 많은 CAPA이다.**

그림 17. 에코프로머티 CAPA 확장 계획 (단위: 만 톤)



자료: 에코프로머티, KUVIC 리서치 4팀

그림 18. 2030E 북미 대응 가능한 전구체 CAPA 전망 (단위: 만 톤)



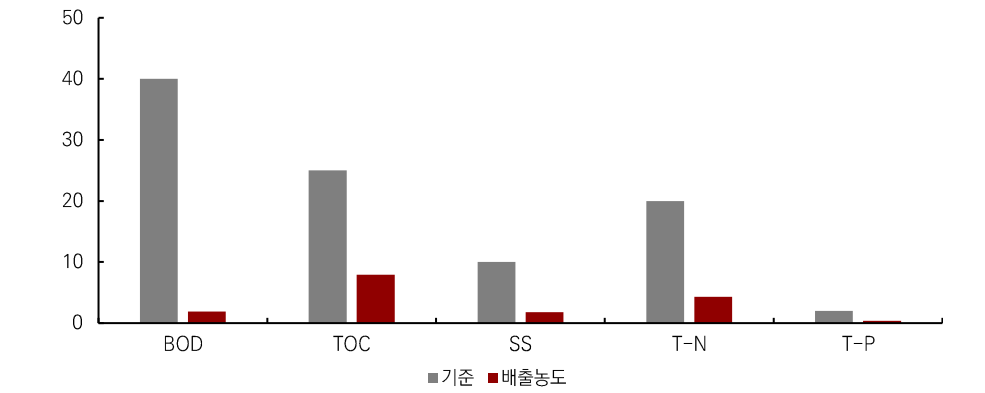
자료: 언론 종합, KUVIC 리서치 4팀

EWT: 아름다운 사람은 머문 자리도 아름답습니다..

CPM 3,4 공장부터는 친환경 양극재 밸류체인을 위한 EWT 기술이 적용된다. **EWT(Eco-friendly Wastewater Treatment)는 폐수재활용 기술로, 제조 공정 중 발생하는 폐수를 전기 분해하여 100% 재활용할 방침이다.** 전구체 제조 과정 중 발생하는 염폐수가 전구체 시설에서의 문제점으로 지적되고 있다. 올해부터 환경부에서 2차전지 기업 대상으로 폐수 관리 방안을 모색하고 있으며, EU에서도 장기적으로 재활용을 통한 원료 조달을 강제한다. 반면 중국의 경우 중국 내 환경 규제가 비교적 느슨하여 폐수 관리가 부족한데, CNGR의 경우 핀란드 공장 설립 추진 당시 황산나트륨을 발트해에 방출시키는 것에 대한 청원이 제기되었으며, CATL의 경우 헝가리 공장 건설 프로젝트를 진행할 당시 지하수 오염 우려로 인해 허가가 전면 검토되었다. **전세계적으로 폐수 방류를 막으려는 움직임에 비추어 보았을 때 이는 동사가 중국 업체 대비 강점을 가질 수 있는 부분이다.**

자체적 폐수 재활용 기술로 중국 대비 환경 규제 측면에서 경쟁력 보유

그림 19. 동사 폐수 배출 현황 (단위: ppm)

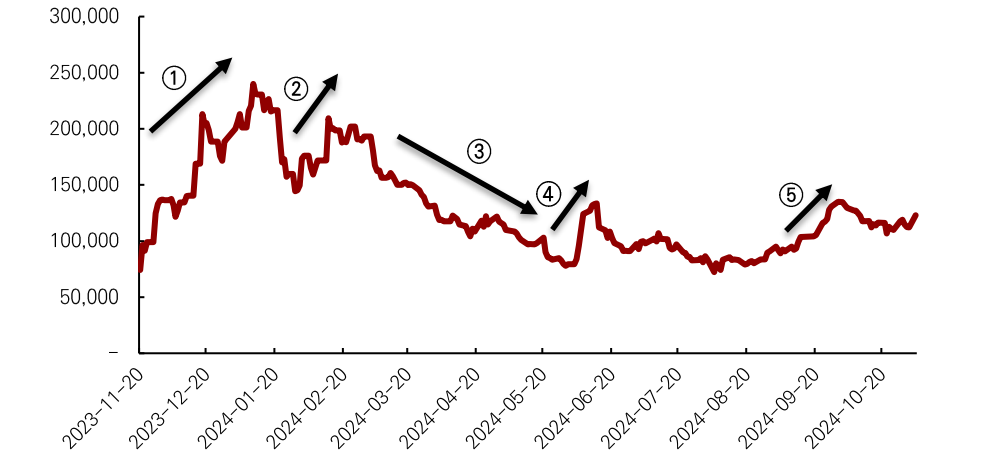


자료: 에코프로머티 2023 지속가능경영보고서, KUVIC 리서치 4팀

주가 추이 분석

동사는 2023년 11월 17일 코스피 시장에 상장했다.

그림 20. 주가 추이 분석



자료: Investing.com, KUVIC 리서치 4팀

1. 동사는 공모가의 최하단인 36,200원으로 상장했다. 미국 고금리 장기화와 글로벌 전기차 시장 성장세 둔화로 3분기 적자를 기록한 동사의 실적 개선의 여지가 불확실했던 결과이다. 그러나 2차전지 시장에 대한 긍정적 전망을 가진 개인들과 더불어 코스피200 신규 편입으로 인한 패시브 자금 유입 기대감으로 주가는 상장 이후 큰 폭으로 상승했다.

2. 테슬라의 2023년 4분기 실적이 시장 기대치를 하회하면서 전기차 시장 전망 악화로 2024년 초부터 국내의 관련 기업들이 주가가 하락세를 겪었다. 이후 동사는 2월 MSCI 편입으로 주가가 잠시 반등했다.

3. 전기차 수요 부진의 여파로 주력 고객사인 에코프로비엠의 재고조정이 있었고, 이에 동사는 적자 전환하며 주가가 하락했다.

4. EU가 중국산 전기차를 대상으로 상계관세를 매길 것이라는 소식이 국내 2차전지 업체들의 반사이익에 대한 전망으로 이어져 주가에 긍정적인 영향을 미쳤다.

5. 2차전지 기업들에 대한 저가매수세와 독일 전기차 보조금 부활로 전기차 캐즘 돌파에 대한 기대감이 주가에 반영되었다.

III. 투자 Point

북미 전구체 쇼티지의 확실한 대안은 테슬라가 선택한 머티뿐!

1) 2025년부터는 전구체도 '국산'이 대세! - 에코프로머티의 기회 포착

2025년 상반기부터 동사는 테슬라에 전구체를 직납할 가능성이 높다고 판단한다. FEOC 규정 하에서 테슬라가 취할 수 있는 비중국 전구체 대안에는 우리나라와 일본이 있다.

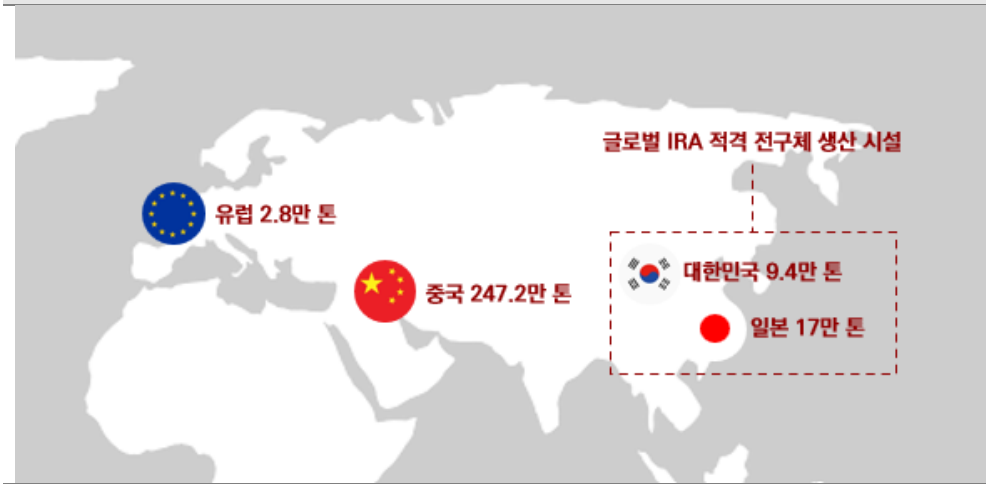
일본의 대표적인 전구체 업체에는 스미토모와 BTBM이 있다. 하지만 스미토모의 경우, 2025년 6만톤, 2026년 8만 4천톤, 2027년 12만톤, 2030년 18만톤의 CAPA 확장 계획을 가지고 있다. **이는 2030년에 21만톤의 CAPA를 계획하고 있는 동사에 비해 15% 적은 수치이다. 또한, 스미토모는 일본향 물량의 비중이 높으며, 현재는 니켈 기반이 60%, LFP 기반이 40%지만 LFP 비중을 높이고 있다. 따라서 북미 테슬라 배터리의 삼원계 채택 가능성이 높은 점을 고려할 때, 탈중국 전구체 쇼티지의 대안이 되지 못할 것**으로 판단한다.

따라서 우리나라의 전구체가 테슬라에 가장 합리적인 선택지일 것이다. 동사를 제외한 국내 전구체 생산 기업인 **에코앤드림의 경우 2025년 CAPA가 3.5만톤으로 동사에 비해 그 규모가 3분의 1 수준이고 이미 모든 CAPA가 고객사 공급 물량으로 확약**되어 있다. 반면 동사는 내년부터 2배 이상 CAPA가 급증하며 신규 공급사를 확보하기 유리한 상황이다. 따라서 동사를 테슬라의 탈중국 체인에 적합한 기업으로 판단하는 바이다.

2) 전구체 수요 증가.. 에코프로머티 '물량 걱정은 없다!'

2024년 3Q까지의 테슬라 생산량을 바탕으로 추정해보면 **2024년 연간 북미 생산량은 약 62만대 가량일 것으로 보인다. 그리고 62만대를 기준으로 대당 96kWh, 1kWh에 1.33kg의 전구체 사용을 가정할 경우, 80,000 톤가량의 전구체가 필요**하다. 그러나 전세계 전구체 공급 가능량은 아래와 같다.

그림 21. 2024년 전세계 전구체 공급 가능량



자료: 에코프로머티, KUVIC 리서치 4팀

위 80,000톤의 전구체 수요는 2024년 생산량을 바탕으로 추정한 것이므로 1) 차후 완성차 생산량 증가에 따라 함께 확대될 가능성이 매우 높다는 점, 2) 향후 탈중국 공급망망이

강화됨에 따라 위 그림의 중국 물량은 배제된다는 점, 그리고 3) 외판 물량을 대비하고자 동사가 공격적으로 CAPA를 증설하고 있다는 점을 고려해 보았을 때 동사에 큰 기회로 작용할 것이다.

추가로 2025년 기말 기준 동사의 CAPA는 11만 6천톤으로 예상되며, 2026년 테슬라의 북미 전기차 생산량이 보수적으로 2024년부터 약 4%씩 증가해 68만 대가량으로 가정할 경우, 8만 7천톤의 전구체가 필요할 것이다. 또한 **LG화학, 포스코퓨처엠 등 국내 양극재 기업들은 전구체 내재화율을 높이려는 노력을 보이고 있지만, 동사의 경우 2026년 외판 비중 타겟이 50% 이상이라는 점과 중국을 제외하고 전구체를 조달할 곳이 많지 않다는 점**을 고려하면, 테슬라 북미 전기차 생산 시 필요할 전구체의 상당 부분을 동사가 공급하게 될 것이라 판단한다.

IRA 보조금 수취에 따른 P 상승 기대

2025년 1월부터 FEOC 규정에 따라 2차전지 밸류체인 상에서의 **탈중국화가 가속화됨으로써 국내산 전구체의 경쟁우위는 더욱 커질 것이다**. IRA 보조금 정책의 시행으로 에코프로머티는 강력한 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 국산 전구체는 1kWh당 평균 $19.9로, 중국산 전구체의 ASP인 $14에 비해 약 $6 높은 수준이다. 그러나 2025년부터 핵심광물 조항이 적용되어 전구체에 IRA 보조금이 지원되면 비중국 전구체의 가격 경쟁력이 강화될 것이다.

배터리 1kWh당 전구체가 약 1.33kg가 필요하며, 현재 국내 전구체의 ASP는 1kg당 $19.9 수준이다. 이를 기준으로 차량 한 대당 전구체 원가는 약 $2,118로 산정된다. 그러나 IRA 보조금이 적용될 경우, 차량 한 대당 전구체 원가에서 약 $1,125의 세액공제 혜택을 받게 되며, 이를 1kWh 기준으로 환산하면 $10.57의 추가 프리미엄이 발생하게 된다. 이로 인해 국내 전구체는 중국산보다 높은 가격을 유지하면서도 가격 경쟁력을 확보할 수 있게 된다. 이러한 프리미엄은 단순한 보조금 혜택을 넘어, 국내 전구체 기업이 추가적인 가격 인상을 실현할 수 있는 핵심 요소다. 본 리서치 팀의 추정 결과 현재 ASP인 $19.9에 IRA 프리미엄 효과로 인해 약 $4.57의 추가 가격 인상이 가능해지며, ASP 기준 약 22%의 상승 여력을 가진다. 에코프로머티는 **추가적인 가격 인상에도 불구하고 중국산 전구체와 경쟁할 수 있는 구조를 갖추게 되며, RMP 공정을 통한 원가절감으로 매출 확대와 마진 개선이라는 두 가지 목표를 동시에 달성할 수 있는 해자 기업**이 될 수 있을 것이다.

표 10. IRA 프리미엄에 따른 전구체 P 상승여력

분류 및 세부 항목	세부 금액 및 수치
1kWh당 전구체	1.33KG
현재 ASP(단위: $)	$19.9
차량 한대 당 전구체 원가(단위: $)	**$2,118**
IRA 배터리 부품 세액공제 및 보조금	$3,750
IRA 프리미엄 적용가능한 전구체 원가(30%)	$1,125
1kWh당 IRA 전구체 프리미엄	**$10.57**
중국산 전구체 ASP	$14
차량 한 대당 중국산 전구체 원가	$1,453
IRA 프리미엄 시 전구체 원가	$993.3
전구체향 추가 지출 여력	$459.82
전구체 P 상승여력	**22%**

자료: 언론 종합, 관세청, KUVIC 리서치 4팀

원재료 내재화 몇 퍼센트까지 할 거야!! 100퍼센트!!!!

RMP 공장 CAPA 확대로 원재료 내재화율 상승

현재 동사는 2만톤의 RMP 공장을 보유하고 있으며 2027년까지 11.6만 톤의 RMP 공장을 보유할 전망이다. 니켈은 전구체 1kg 당 500g이 필요하여 전구체의 50%의 구성비를 차지한다. 즉 CPM과 RMP 공장을 연간 Full CAPA로 가정했을 때, 2027년에는 **황산 니켈을 100% 자체 조달할 수 있는 능력을 갖추게 된다.**

전구체 가격은 원재료 매입가에 가공비가 더한 값으로 책정된다. 동사는 자체 RMP 생산 설비를 보유함으로써 상대적으로 저렴하게 중간재를 매입하여 일정한 가공 비용만 부담하면 되므로 더 높은 부가가치를 창출할 수 있다. 또한 CPM 공정에서 발생한 부산물을 RMP 공정에 다시 활용할 수 있어 99% 이상의 수율 확보가 가능함이 동사의 강점이다.

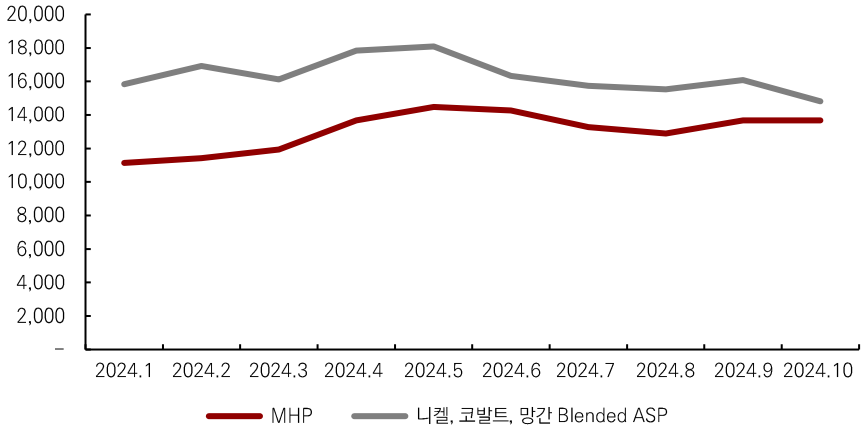
HPAL: 고압침출법으로, 니켈과 코발트가 함유된 광석에서 이들 금속을 추출하는 습식 제련 공정

추가적으로 동사는 올해 9월 인도네시아의 니켈 제련소인 '그린에코니켈'의 지분을 인수하며 니켈 제련업에도 진출하였다. 이처럼 동사는 HPAL 공정까지 밸류체인을 확장하며 전구체 산업 내에서의 입지를 공고히 하고 있다. **이처럼 동사는 타 경쟁사 대비 원가경쟁력 측면에서 우위를 확보하고 있으며 원재료 내재화율 100%를 통해 높은 OPM을 달성할 수 있을 것으로 기대한다.**

그림 22. HPAL 제련부터 시작되는 동사 전구체 밸류체인 완성 전략

자료: 에코프로머티, KUVIC 리서치 4팀

그림 23. MHP 및 원재료 가격 비교 (단위: 달러/톤)



자료: Bloomberg, KUVIC 리서치 4팀

IV. 투자 Risk

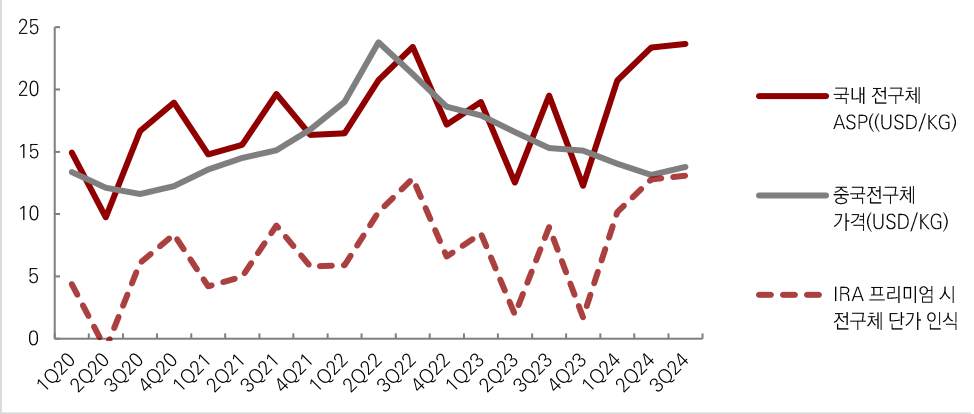
북미에서 중국산 전구체를 사용할 가능성

1) 중국 경쟁사

중국은 세계 최대의 전구체 생산국이다. 삼원계 전구체 CAPA는 2023년 말 기준 CNGR 40만 톤, GEM 30만 톤, Brunp 23만 톤, 화유코발트 21만 톤, 에코프로머티 5만 톤으로 상위 4개 기업이 모두 중국 기업이다. 그러나 국내 양극재 기업들의 생산능력 대비 전구체 내재화 비율은 낮은 편이고, **2023년 기준 전체 전구체 수입량 25.4만 톤 중 87%에 해당하는 24.5만 톤을 중국 수입에** 의존하고 있다. 즉, 중국 전구체 기업은 CAPA와 최대 원재료 시장을 필두로 가격 경쟁력을 내세우며 높은 시장 점유율을 차지하고 있다.

2) IRA 프리미엄에도 불구하고 중국산 전구체를 사용한다면?

그림 24. 국내산 전구체와 중국산 전구체 ASP 및 실제 단가 비교



자료:TRASS(한국무역통계), 언론종합, KUVIC 리서치 4팀

2020년~2024년 국내산 전구체 ASP와 중국산 전구체 ASP를 비교했을 때 국내산 전구체 ASP가 더 높은 상황이다. **그러나 1kWh당 들어가는 전구체 양 1.33kg, 전기차 한대당 80kWh의 배터리 사용을 고려한다면 1kWh당 IRA 프리미엄으로 받을 수 있는 금액은 약 $10.57**이다. 따라서 **IRA 프리미엄 고려 시 전구체 단가는 중국산 전구체에 비해 낮은 수준이기 때문에 고객사 입장에서는 국내 전구체를 사용하는 선택을 할 것**이다. 그러나 실제로 그 격차가 줄어들고 있고 만약 IRA 프리미엄을 반영한 국내 전구체 단가가 중국 전구체 단가보다 높을 경우에 전방사에서 IRA 프리미엄을 포기하고 중국산 전구체 사용하며 국내 전구체 기업의 경쟁우위는 소멸하게 된다.

그러나 1) 전구체 ASP에 큰 영향을 미치는 니켈, 코발트, 망간의 가격은 하향안정화 될 전망이므로 국내산 전구체 가격이 상승할 재료는 다소 부족하고, 2) FEOC 규정의 본격화와 유럽의 중국향 전기차 관세 부과 등 중국을 디커플링하려는 국제적 정세와 함께 3)높은 기술력과 품질의 전구체를 생산하는 동사는 추가적으로 현재 약 5만 톤의 CAPA를 2027년까지 약 21만톤으로 4배 증설하려는 움직임을 보인다는 점에서 **중국과의 경쟁우위를 점할 수 있다고 전망하기 때문에 리스크는 해소 가능하다고 판단된다.**

트럼프 당선으로 인한 우려? Make Tesla Great Again

트럼프가 미국 대통령으로 당선된 후 IRA 전기차 보조금 폐지에 대한 의사를 밝혔다. 트럼프의 뜻대로 될 경우, 전기차 구매 시 최대 7,500달러(약 1050만 원)의 보조금을 지원받을 수 없게 된다. 이에 시장은 성장세가 둔화된 전기차 시장 및 이차전지 업황의 반등이 지연될 것으로 우려하고 있다.

IRA 폐지는 조금 더 지켜봐야 하는 상황

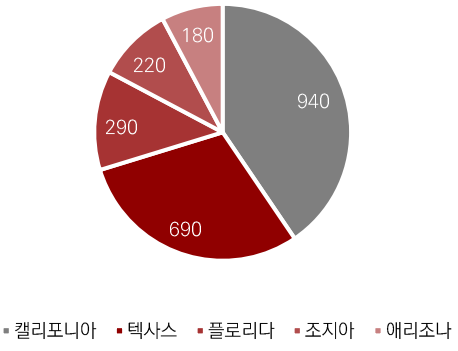
IRA가 축소될 것이라는 전망은 현실적으로 부정하기 힘들다. 그러나 폐지의 경우, IRA 입법 절차와 마찬가지로 상하원의 동의를 모두 받아야 하는데 현재 IRA를 통해 수혜를 받은 주들의 상당수가 공화당 지지 주이다. **현재까지 18명의 공화당 하원 의원과 의장이 IRA 폐지 반대 의사를 공개적으로 밝힌 상황**이며, 트럼프 지지주가 모여 있는 미국 중남부 지역은 IRA 시행 후 신규 청정 투자로 인한 일자리 창출로 인해 상당한 수혜를 받았다.

정부효율위원회(Government Efficiency Commission): 연방 정부 전체의 재정 및 성과에 대한 감사를 수행하고 개혁 권고안을 제시하는 위원회

그렇다면 테슬라에게 전구체를 공급하게 될 동사에게는 어떤 영향이 있을까? 트럼프는 일론 머스크와 이번 대선에서 긴밀한 관계에 있었다. M7 중 유일하게 공화당을 지지한 기업은 테슬라이고, 머스크는 이를 위해 1.3억 달러가량을 지출하였다. 이에 트럼프는 당선 후 머스크에게 정부효율위원회 수장을 맡겼고 이를 통해 둘은 정치적 협력의 관계에 있음을 알 수 있다. **머스크는 2024년 3분기 테슬라 어닝콜에서 자율주행차에 대한 연방승인절차를 수립할 것으로 밝혔는데,** 현재 미국은 주별로 자율주행차량에 대한 제한을 다르게 하고 있으나 연방 정부의 승인을 받게 된다면 모든 주에 자율주행차량이 허용될 것으로 기대된다. 센서, 레이더, AI등 상당한 전력을 소모하는 자율주행을 구동하기 위해서는 차량에 전기를 안정적으로 공급할 수 있는 전기차가 적합하기에 전기차로의 전환이 가속화될 수밖에 없다.

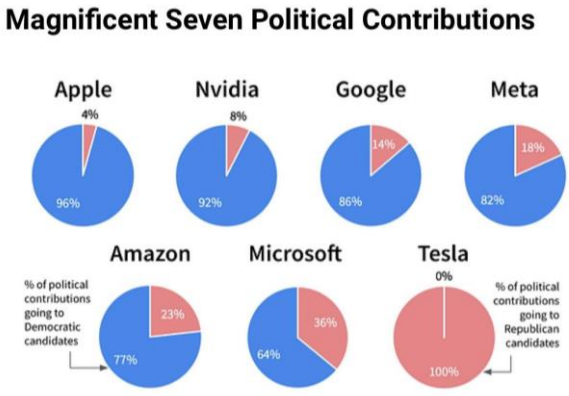
또한 일론 머스크는 전기차 보조금 폐지를 찬성한다고 밝히며 보조금 축소가 장기적으로는 테슬라에게 도움이 될 것이라고 언급한 바 있다. 다른 완성차 업체들은 전기차 생산에 많은 비용이 들어 보조금 의존도가 높았던 반면, 테슬라는 세액 공제 없이도 수익성을 확보할 수 있는 구조이다. 따라서 머스크는 보조금의 축소가 경쟁사들에게 큰 타격을 주지만 테슬라의 지위와 경쟁력은 강화될 것이라고 전망했다. 이처럼 테슬라는 타 완성차 업체들과 다른 흐름을 보일 것으로, 동사에게는 위기보다 기회로 다가올 것이다.

그림 25. IRA 신규투자액 상위 5개 주 금액 (단위: 억 달러)



자료: Rhodium, CEEPR, KUVIC 리서치 4팀

그림 26. M7 기업별 정치 후원금 비중



자료: FEC, Sparkline, KUVIC 리서치 4팀

V. Valuation

매출 추정 논리

동사의 매출액은 전구체 매출액과 상품 매출액으로 나눌 수 있다. 이 중 전구체 매출이 전체 매출액의 90~95% 내외이다. 상품 매출의 경우, RMP 공정을 마치고 난 뒤 내재화율을 초과하는 경우에만 외판이 진행된다. 따라서 **전구체 매출을 위주로 추정하였으며, 전구체 매출액은 P*Q 추정을 진행**하였다.

1) P 추정 논리

먼저 P의 경우, 수출입데이터의 NCM 전구체 수출 금액과 중량을 토대로 전구체 ASP를 산정하였다. 그리고 한국자원정보서비스 가격 전망지표를 바탕으로 리튬, 니켈, 코발트, 망간 가격은 2028년까지 하향 안정화될 것으로 가정하였고, 하이니켈 양극재 기준 광물 자원 함유 비중인 니켈 72%, 코발트 9%, 망간 8%, 리튬 11%를 기준으로 원재료 가격 하향 안정화 추이를 반영하였다. 그리고 앞서 투자 포인트에서 언급한 바와 같이 **IRA 법안 수혜를 고려했을 때 전구체로 추가 지출 가능한 여력을 판단하여 아래와 같이 Case에 따라 P를 분류**하였다.

표 11. Case에 따른 P 추정

단위: $/kg	2024	2025E	2026E
Bull Case (상승여력 22% 가정)	24.85	25.35	27.02
Base Case (상승여력 10% 가정)	22.61	23.06	24.58
Bear Case (상승여력 0% 가정)	20.37	20.77	22.15

자료: KUVIC 리서치 4팀

2) Q 추정 논리

다음으로 **Q의 경우, 에코프로비엠向, 테슬라向, 그 외 고객사向으로 구분하였으며, 동사가 공개한 2030년까지의 CAPA를 바탕으로 Q를 추정**하였다. 먼저 에코프로비엠向 Q의 경우, 지난해 캡티브 물량이 95%였다는 점, 2025년 캡티브 물량 타겟을 50%로 한다는 점을 토대로 추정하였다. 테슬라向 매출 추정 시에는 과거 북미 판매량 및 생산량 데이터를 바탕으로 향후 북미 생산량을 추정하였고, 자동차 1대당 86kWh, 1kWh에 1.33kg의 전구체가 필요함을 가정하였다.

표 12. CAPA 및 생산량 추정

단위: 톤	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
CAPA (톤)	50,000	116,000	116,000	216,000	216,000
생산량 (톤)	10,970	34,170	84,096	141,752	153,160

자료: KUVIC 리서치 4팀

이를 토대로 아래와 같이 전구체 매출액을 추정하였다. 2024년 매출액이 2023년 대비 큰 폭으로 감소하고 다시 2025년 회복되는 추이를 보일 것으로 추정하는 바이다. 이유는 올해 3Q까지 에코프로비엠向 캡티브 물량이 양극재 수요 둔화로 감소할 것으로 예상되지만 4Q24부터 확대되는 외판 물량 및 신규 고객사向 출하로 회복세를 보일 것이기 때문이다.

표 13. 전구체 매출액 추정

단위: 십억원	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Bull Case	619	814	379	1,204	3,159
YoY %		*31.4%*	*-53.5%*	*217.7%*	*162.4%*
Base Case	619	814	345	1,095	2,874
YoY %		*31.4%*	*-57.7%*	*217.7%*	*162.4%*
Bear Case	619	814	311	987	2,589
YoY %		*31.4%*	*-61.8%*	*217.7%*	*162.4%*

자료: KUVIC 리서치 4팀

비용 추정 논리

동사는 2025년, 2026년도에 CPM, RMP 공장을 증설할 계획이다. 이에 따라 운영직 직원 수와 그에 따른 종업원 급여 상승을 반영했다.

표 14. CAPA 증설에 따른 급여 추정

단위: 백만 원, 명	2023	2024E	2025E	2026E
급여(매출원가)	20,141	22,019	38,352	52,147
급여(판관비)	4,892	6,176	8,031	10,311
직원수(매출원가)	398	427	727	966
직원수(판관비)	159	197	250	314

자료: KUVIC 리서치 4팀

또한 **RMP 공정으로 인한 원재료 내재화율 증가로 매입단가가 하락할 것이며, 이는 OPM 개선으로 이어질 전망**이다. 따라서 **MHP 가격과 니켈, 망간, 코발트의 Blended ASP를 차이를 반영하여 원재료 및 소모품의 사용 항목을 추정**하였다.

표 15. RMP 공정에 따른 원재료 및 소모품의 사용 추정

단위: 백만 원	2023	2024E	2025E	2026E
원재료 및 소모품의 사용	659,939	304,772	802,988	2,026,546
% of sales	*69.28%*	*77.84%*	*68.5%*	*68.5%*

자료: KUVIC 리서치 4팀

Valuation 논리

동사의 밸류에이션은 Peer PER 방식을 사용했다. 먼저 생산 CAPA 기준 글로벌 탑 5에 속하는 아래 기업들을 후보군으로 설정하였다. 그러나 **동사는 전구체 매출 비중이 90% 내외이기에, 아래 후보군들 가운데 전구체 매출 비중이 50%를 넘는 CNGR과 GEM만을 최종 Peer로 선정**하였다.

표 16. Peer Valuation 후보군 비교

	양극재	전구체	원재료	기타	비고
CNGR	X	63.41%	18.53%	18.06%	2024년 전구체 생산 세계 1위 기업
GEM	X	57.6%	17.77%	24,77%	2027년(E) 전구체 생산 세계 1위 기업
Huayou Cobalt	29.14%	15.53%	37.66%	17.67%	양극재, 원재료 판매가 메인지만 전구체 생산 중국 3위 세계 5위 기업
Sumitomo	X	12.65%	82.80%	4.55%	일본의 대형 종합상사로 이차전지 소재 수직계열화에 강점이 있는 기업
Umicore	X	12% 이하	15%	73%	전구체 매출액 수치는 제시되어 있지 않고 Batter material 안에 포함되어 있어 12% 이하로 추정

자료 : KUVIC 리서치 4팀

Target PER은 위 두 기업의 2022년 PER을 사용하였다. 이유는 중국 기업들은 FEOC 발표 이후로 낮은 멀티플을 적용받았기 때문에 FEOC에 대한 우려가 나오기 이전 시점의 PER를 사용하는 것이 타당하다 판단했기 때문이다.

최종 Target PER은 **2022년 Peer 평균인 33.3배**를 사용하였다. 2022년 Peer PER의 평균 33.3배는 전방 EV 시장의 개화에 따른 기대감이 반영되어 있는 수치이다. **그러나 1) 당시에는 여러 중국 기업이 각광받았으나 이제는 동사가 탈중국 체인의 유일한 수혜자가 된다는 것과 2) 배터리 셀 및 양극재 업체와의 협력 관계가 공고할수록 프리미엄을 더 높게 부여 받고 있다는 것**을 고려하여 추가로 할인해주지는 않았다.

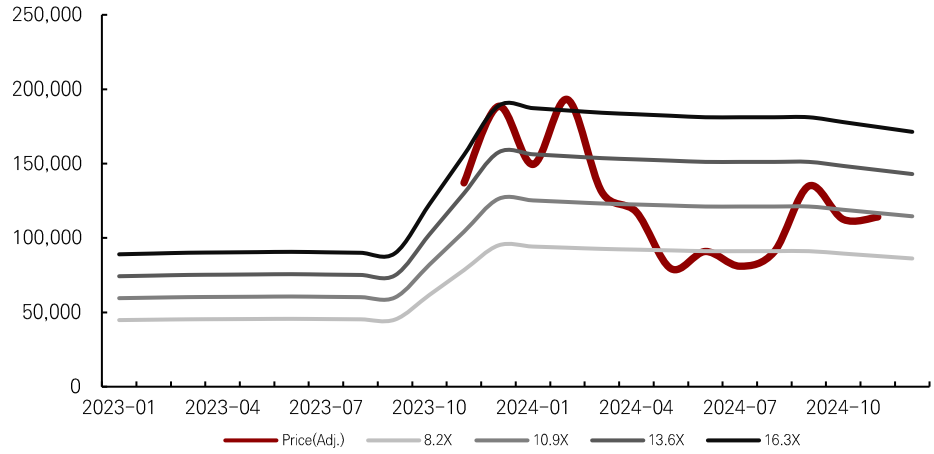
Valuation 타겟 시점은 2026년으로 하였다. 이유는 **동사의 본격적인 CAPA 증설과 북미 OEM 향 물량 발생이 본격화되는 시점이 2026년**이기 때문이다. 따라서 2026년의 당기순이익을 WACC 7.1%를 기준으로 2년 할인하여 2024년 예상 당기순이익을 구하였다. 여기에 앞서 Peer PER 방식으로 산정한 Target PER 33.3배를 부여하여 목표 주가 119,364원을 도출하였다.

표 17. Valuation – Peer PER Method (2024E)

2026년 당기순이익 (십억원)	284
WACC	7.10%
2024년 당기순이익 (WACC 기반 2년 할인) (십억원)	247
보통주 주식수 (주)	69,070,598
EPS	3,590
Target PER	33.3
Target Price (원)	119,364
상승여력	33%

자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 27. 에코프로머티 PBR Band



자료: Quantiwise, KUVIC 리서치 4팀

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.

- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.