

2020. 7. 17

캠트로스 220260

2차전지 소재 국산화의 대들보

● 핸드셋/전기전자

Analyst **주민우**
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

RA **서승연**
02. 6454-4880
sy.seo@meritz.co.kr

[회사개요]

캠트로스는 유기합성 기술과 배합기술을 바탕으로 정밀화학제품을 생산. 캠트로스가 생산하는 정밀 화학 제품군은 크게 3가지로 나뉨. 1) IT소재, 2) 의약소재, 3) 산업용소재.

IT소재는 1) 2차전지 전해액 첨가제(전해액 구성성분), 2) SOH 소재(반도체 미세 패턴 구현 위한 보조재료), 광개시제(디스플레이 포토레지스트 구성성분) 등이 대표적. 매출비중은 40% 전후. 영업이익률은 10% 이상.

의약소재는 신약 및 제네릭 완제의약품을 제조하는데 사용되는 원료 물질, 산업용소재는 가전제품, 스마트폰, 자동차, 건축 등에 사용되는 접착소재가 대표적. 매출비중은 의약소재 12%, 산업용 소재 30% 전후. 두 사업부 모두 영업이익률은 10% 이상.

[투자포인트]

1) 2차전지 전해액 첨가제: 전해액은 리튬염+유기용매+첨가제를 배합한 소재. 캠트로스는 동화기업, 솔브레인을 통해 소형전지 전해액 첨가제를 공급해 왔으나, 2H20부터 중대형전지 전해액 첨가제 공급 예정. 첨가제의 종류와 스펙에 따라 2차전지 수명, 용량 등이 좌우되는 만큼 전해액 첨가제는 매우 중요한 소재. 글로벌 첨가제 공급사는 센트럴 글라스(일본)가 대표적. 국내에는 천보와 캠트로스가 대표적. 센트럴 글라스가 보유한 중대형 전해액 첨가제 특허 때문에 시장 진입이 쉽지 않으나, 캠트로스는 센트럴 글라스가 생산하는 첨가제를 자체 기술로 특허 출원함. 향후 센트럴 글라스의 첨가제를 국산화 시키며 외형성장이 기대됨. 캠트로스의 전해액 첨가제 매출액은 2020년 120억원(+90% YoY), 2021년 240억원(+100% YoY)으로 성장할 전망.

2) PVDF(양극용 바인더): PVDF는 양극재를 알루미늄 기재 위에 접착시키기 위해 필요한 바인더. 보통 양극재+도전재+바인더를 슬러리 형태로 믹스해 알루미늄위에 코팅하는 과정을 거침. 국내 PVDF 수입 규모는 연간 1,000억원으로 추정. 향후 배터리 생산량 확대로 국내 PVDF 시장 규모는 지속 확대 예상. 현재 PVDF는 전량 수입에 의존하고 있음. 솔베이(벨기에), 아케마(프랑스), 구레하(일본)가 독과점하는 시장. 가격이 비싸고, 신제품 개발을 위한 긴밀한 대응이 어려워 국내 배터리 업체의 국산화 니즈가 매우 큰 상황.

국책과제로서 한국화학연구원에서 독점적으로 기술 이전을 받아 국산화 예정. PVDF를 시험 양산하기 위한 파일럿 공장이 6월 완공된 상태. 양산 검증과 고객사 인증 단계를 거쳐 2022년부터 매출 발생 예상. 2020년 연결 매출액이 555억원으로 예상된다는 점을 감안할 때, 1,000억원 이상 시장을 국산화 하게 될 경우 켈트로스의 외형성장은 큰 폭으로 성장 가능.

3) 이오노머: 이오노머(Perfluoro inomer)는 수소연료전지 내 전해질막과 백금 촉매 바인더의 소재. 국내 시장 규모만 2020년 기준 1,000억원 이상으로 추정되는데 현재는 전량 수입에 의존 중. 국책과제로서 한국화학연구원에서 기술 이전을 받아 국산화 예정. 2022년부터 매출 발생 예상.

[결론]

중대형 전지 전해액 첨가제 매출이 지속성장 하고, PVDF와 이오노머 국산화율을 2022년 10%, 2023년 50%로 가정시 매출액은 2020년 555억원, 2021년 704억원, 2022년 1,057억원, 2023년 2,000억원 추정.

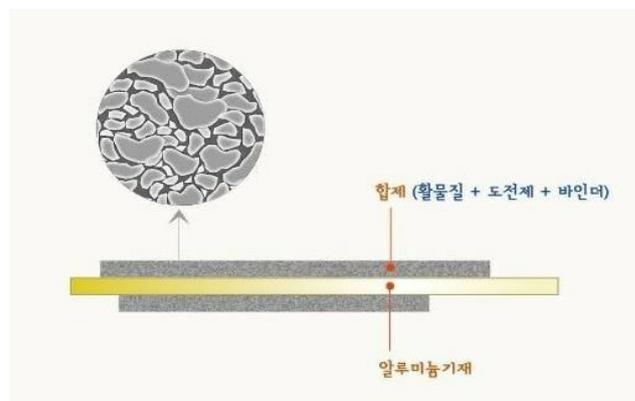
현재 주가 기준 PER은 2021년 기준 16.0배, 2022년 기준 10.1배, 2023년 기준 5.1배.

켈트로스가 현재 전해액 첨가제 비즈니스를 영위(2021년 매출비중 34%)하고 있다는 점을 감안하면, PVDF와 이오노머 국산화 매출액이 반영되지 않는 2021년 실적 기준으로도 현재 주가는 저평가 되어 있다고 판단.

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	9.7	10.7	11.5	11.9	10.2	9.0	16.7	19.6	55.5	70.4	105.7	200.4
QoQ		11.0	7.5	3.4	-14.5	-11.5	85.7	17.4				
YoY					5.4	-16.0	45.2	64.9	26.8	26.8	50.2	89.5
IT소재	2.6	3.5	3.9	4.8	2.7				27.0	40.5	54.2	66.8
전해액 첨가제	0.2	2.2	3.5	0.4	0.9				12.0	24.0	36.0	46.8
전해액 첨가제 외	2.4	1.4	0.4	4.4	1.8				15.0	16.5	18.2	20.0
의약소재	1.2	1.6	1.5	1.3	1.6				7.0	8.4	10.1	12.1
폴리머소재	3.7	3.7	3.5	3.7	3.6				15.0	15.0	15.0	15.0
상품	2.2	1.9	2.6	2.0	2.2				6.5	6.5	6.5	6.5
PVDF											10.0	50.0
이오노머											10.0	50.0
영업이익	0.1	0.7	1.4	0.4	0.6	0.5	2.3	2.6	6.0	8.1	12.9	25.3
QoQ		630.0	90.4	-73.4	73.0	-21.9	351.3	17.4				
YoY					540.0	-31.5	62.3	615.9	133.4	34.8	58.3	96.3
IT소재									3.3	5.3	7.2	9.0
전해액 첨가제									1.8	3.6	5.4	7.0
전해액 첨가제 외									1.5	1.7	1.8	2.0
의약소재									0.8	0.9	1.1	1.3
폴리머소재									1.7	1.7	1.7	1.7
상품									0.3	0.3	0.3	0.3
PVDF											1.3	6.5
이오노머											1.3	6.5
영업이익률(%)	1.0	6.8	12.1	3.1	6.3				10.9	11.6	12.2	12.6
지배순이익	(0.5)	1.3	(1.1)	0.5	1.1				5.4	7.3	11.6	22.8
주식수(mn)									28.6	28.6	28.6	28.6
EPS									190	256	406	797

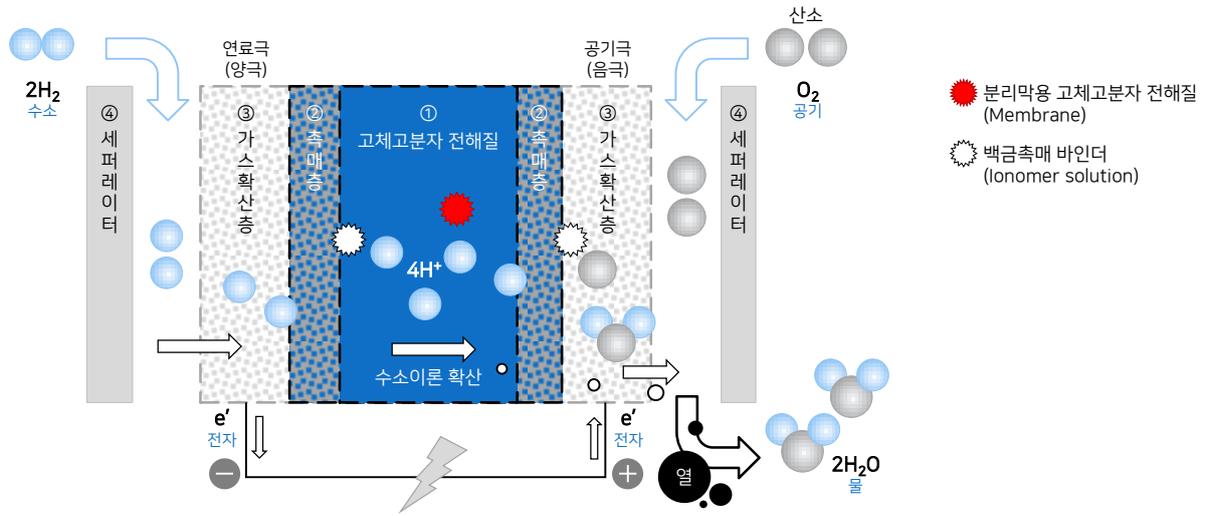
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극활물질 바인더 (PVDF)



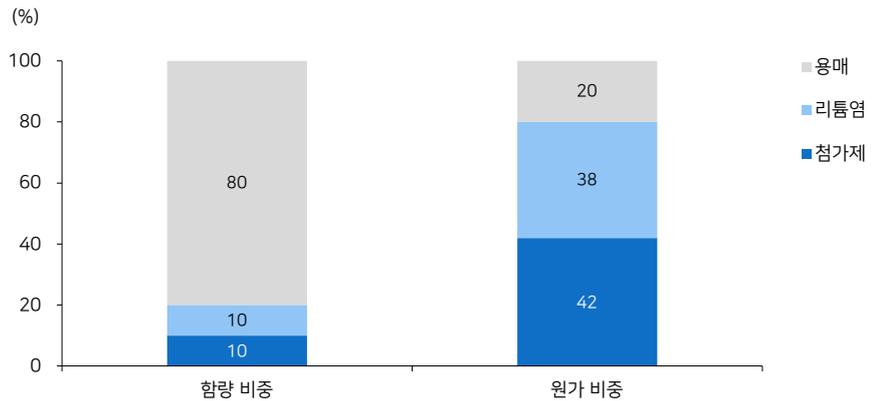
자료: 삼성SDI, 메리츠증권 리서치센터

그림2 수소 스택 전해질막과 백금촉매 바인더 (이오노머)



자료: 켈트로스, 메리츠증권 리서치센터

그림3 전해액 구성 비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.