

한국카본 (017960)

이태환 taehwan.lee@dashin.com

투자이견 N/R

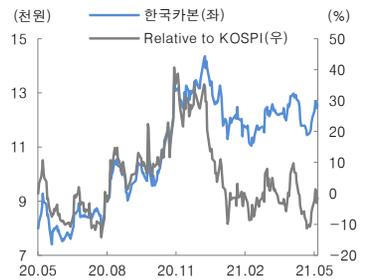
6개월 목표주가 N/R

현재주가 12,500
(21.06.04)

조선업종

KOSPI	3,240.08
시가총액	550십억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	14,350원 / 7,310원
120일 평균거래대금	120억원
외국인지분율	8.61%
주요주주	조문수 외 5 인 23.34% MITSUBISHI & CO.,LTD. 6.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.3	9.2	-1.6	40.6
상대수익률	-5.1	2.5	-17.0	-6.6



LNG 전망도 밝지만, 복합소재도 주목하자

사업개요

- -162°C의 온도에서 액화된 LNG 운송 목적의 초저온보냉재 판매 업체
- Mark-III 멤브레인 화물창의 R-PUF, IP, Triplex(2nd barrier) 등 납품. 특히, 2차방벽인 Triplex 국산화를 통해 F-Triplex는 글로벌 M/S 70% 점유, R-Triplex는 글로벌 독점 공급
- LNG사업 외에 GP(Glass Paper)사업과 복합소재사업을 영위
- GP는 바닥 장식재, 건축 내외장재, 산업용 필터 등에 적용되는 단열재
- 복합소재사업은 카본프리프레그(Carbon PREPREG)가 주요 제품으로, 납품처(소비재→산업재) 전환을 바탕으로 외형 확장할 계획

투자포인트

- 1) 1Q21 수주잔고는 5,709억원으로 든든한 잔고 상황
- 2) LNG 수급 전망 감안 시 LNG운반선 수요는 견조할 전망. 모스 타입 노후 LNG운반선의 교체 수요도 더해질 것
- 3) 매출 다각화를 위한 복합소재사업부 성장 추진 계획. 매출의 중심이 레저산업에서 자동차, 철도, 풍력 등 고부가가치 업종으로 이동 중

2021년 실적 추정

- 2021년 연간 실적은 매출액 3,770억원(-8.4% yoy), 영업이익 322억원(-57.5% yoy) 전망. 납품예정 물량 감소 및 MDI 원가 상승 부담
- R-PUF의 원료가 되는 Polymeric MDI 가격은 톤당 2,600불로 2020년 최저점 대비 +75.1% 상승. 견조한 수요 대비 공급 이슈 불거지며 수급 불균형 상태 지속. 공급차질 점차 완화되겠지만 유가 상승에 따라 연간으로 높은 레벨 예상. 전년 대비 원가 부담 나타날 것

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	273	412	377	386	433
영업이익	25	76	32	45	51
세전순이익	24	74	33	44	50
총당기순이익	18	57	24	33	38
지배지분순이익	18	57	24	33	38
EPS	403	1,305	543	755	854
PER	19.4	10.3	23.0	16.6	14.6
BPS	7,114	8,656	9,023	9,602	10,279
PBR	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2
ROE	5.7	16.6	6.1	8.1	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

기업개요

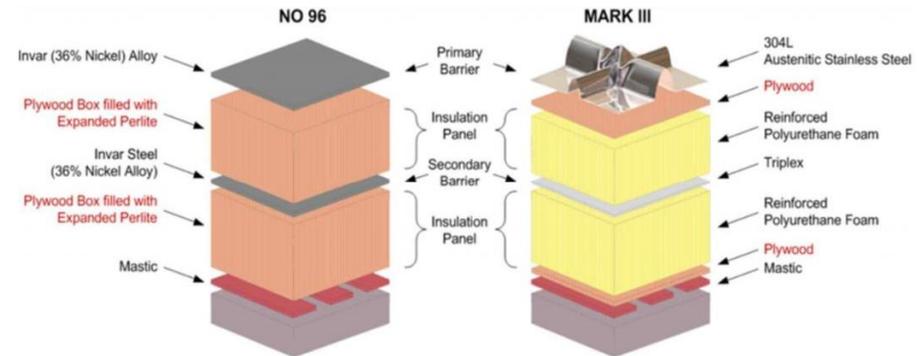
LNG선박 초저온보냉재 + 복합소재 전문업체

Mark-III LNG화물창
적용되는 R-PUF
기반의 초저온보냉재
생산 이외에 카본,
GP 사업도 영위

한국카본은 1984년 설립되어 카본소재 중심의 사업을 영위하다 2000년대부터 Mark-III 타입 LNG화물창에 필수적으로 요구되는 R-PUF(Reinforced Polyurethane Foams, 강화폴리우레탄폼) 기반의 초저온보냉재를 주력으로 생산하고 있다. 동사는 멤브레인을 제외한 모든 보냉재 제품을 납품하고 있으며, 특히 Secondary barrier 역할의 Triplex 국산화에 성공하여 글로벌 점유율 1위를 기록하고 있다. 이외에 바닥장식재, 건축 내외장재, 산업용 필터 등에 적용되는 Glass Paper 사업과 카본프리프레그(Carbon PREPREG)를 주력으로 하는 복합소재 사업을 영위하고 있다.

PU단열재 사업의 주 고객은 LNG화물창 방식으로 Mark-III 타입을 채택하고 있는 현대중공업, 삼성중공업이다. 초저온보냉재 시장은 국내 조선사들의 LNG운반선 건조 경쟁력을 기반 삼아 동사와 동성화인텍이 글로벌 과점을 하고 있는 형태이다. 선박을 통해 운반되는 LNG는 고압보관을 하더라도 일정부분 자연적으로 기화가 발생하는데, 이를 BOR(Boil Off Rate, 자연기화율)이라고 부르며 이를 낮게 관리하는 것이 손실을 줄이는 핵심이다. LNG화물창은 프랑스 GTT社의 Mark-III, NO.96 2가지로 크게 분류되며 각 타입이 서로 다른 보냉재를 쓰는데, 보냉재로 R-PUF를 사용할 경우 BOR이 더 낮게 나타나는 것으로 밝혀지면서 NO.96 타입 역시 R-PUF를 혼용하는 추세이다.

그림 91. LNG 화물창 타입별 차이 - Mark III 2nd Barrier 인 Triplex 독점 공급



자료: 성광벤드, 대신증권 Research Center

투자포인트

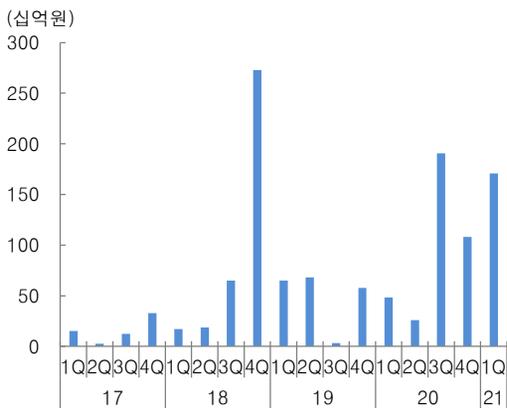
(1) 든든한 LNG 수주잔고, 내년에는 성장

든든한 수주잔고 2022년부터 매출 성장

2018~2020년 LNG선 발주세가 강하게 올라오면서 LNG 보냉제 업체들의 신규수주 흐름 역시 탄력을 받았다. 한국카본은 2018년 3,633억원을 수주한 이후 2019년 1,942억 원 수주로 흐름이 둔화되는 모습을 보였으나 2020년 3,729억원을 수주하면서 재차 수주잔고를 늘리고 있다. 올해 역시 1분기에 1,708억원 수주로 좋은 시작을 보였으며, 하반기 즈음 발주가 나올 것으로 예상되는 카타르 LNG 선박 물량까지 연내수주로 더해 질 것으로 예상하면 예년 수준 또는 그 이상을 기대할 수 있다. 1Q21 기준 수주잔고는 5,709억원 수준으로 나타나고 있다.

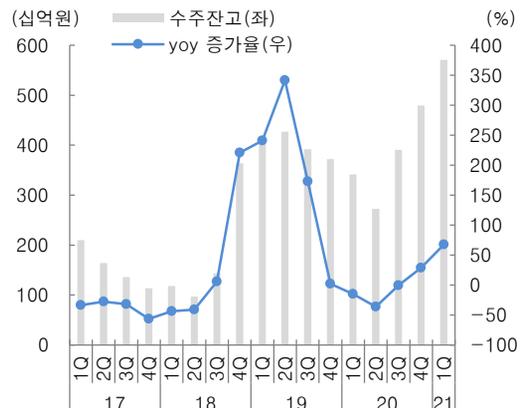
올해 매출은 납품예정 물량의 감소로 인해 역성장 나타날 것으로 전망되나, 현대중공업, 삼성중공업의 LNG선 인도 일정을 감안하면 2022년부터 매출이 다시 늘어날 것으로 전망되며 이익 개선폭도 커지리라 기대된다.

그림 92. 한국카본 신규수주 추이



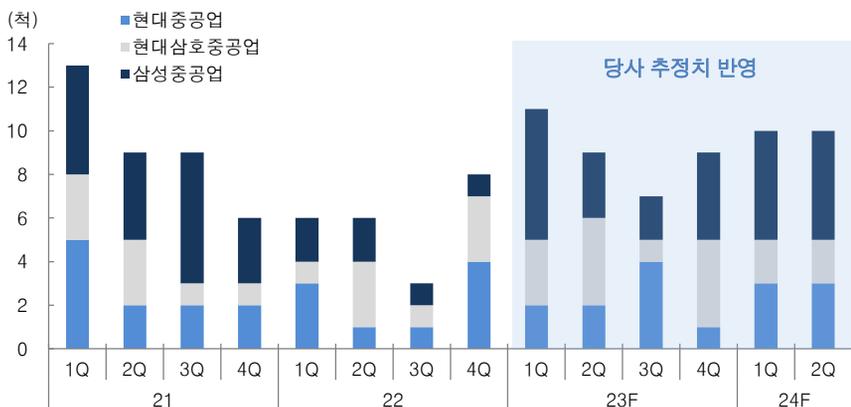
자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

그림 93. 한국카본 수주잔고 추이



자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

그림 94. 주요 조선사 LNG 운반선 인도 전망 (~2Q24)



자료: Clarkson, 대신증권 Research Center

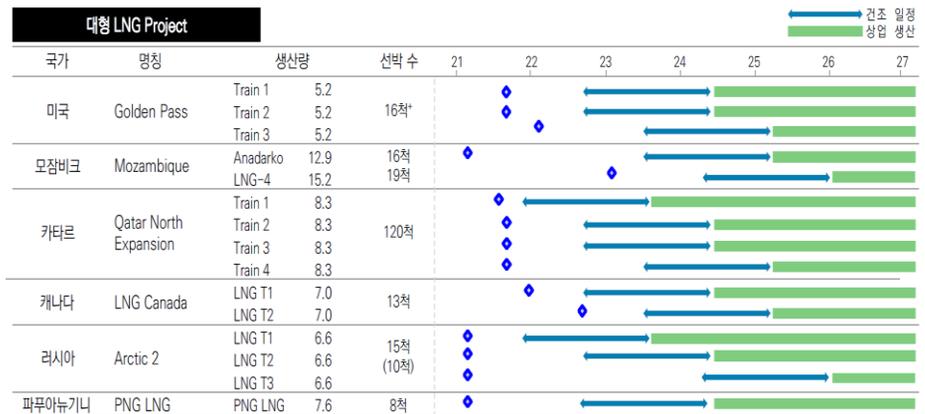
(2) LNG 수급 전망 가정 시, LNG운반선 수요는 건조할 것

LNG 수급 전망을 바탕으로 운반선 수요 가정 시, 매년 25척 발주 예상 가능. 교체물량 더해지면 그 이상 발주 가능

에너지메이저 Shell은 올해 2월 발표한 2021 LNG Report에서 글로벌 LNG 수요는 2040년 까지 연평균 +3.4% 성장하여 7억톤 수준에 도달할 것을 전망하였다. 업계에서는 LNG 수요 100만톤 증가 시, LNG운반선 추가로 1.2~1.7척이 필요하다고 보고 있다. 이를 가정하면 2040년까지 약 408척~578척 범위 내 선박이 더해져야 하는 상황으로 매년 25척의 발주를 예상할 수 있다. 현재 진행중인 주요 대형 LNG 프로젝트들의 상업생산 계획이 2025년 전후로 형성되어 있기 때문에 LNG 운반선 발주도 그 이전에 진행되어야 한다.

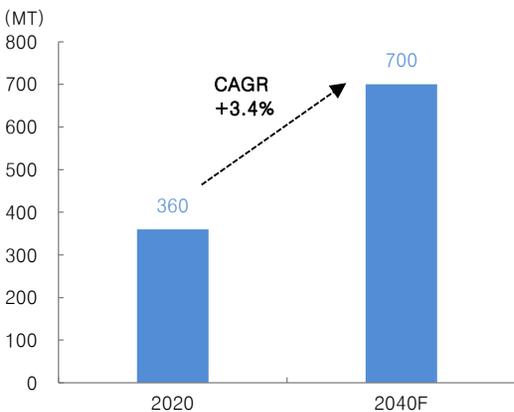
또한 현존하는 LNG운반선 중 잠재폐선 선박으로 분류되어야 할 선령 15년 이상 선박은 133척으로 비중으로 치면 20.6%다. 선령이 오래된 LNG운반선은 과거 일본 조선소가 건조했던 모스(Moss) 타입이 많고, 사이즈 측면에서도 최신 선박들과 비교하면 작은 편이다. 이미 대량의 LNG 운반이 가능한 멤브레인(Membrane) 타입으로 LNG화물창 헤게모니가 넘어왔기 때문에 향후 효율성을 감안하여 교체물량이 더해질 수 있을 것으로 판단된다.

그림 95. 대형 LNG 프로젝트 건조 및 상업생산 일정



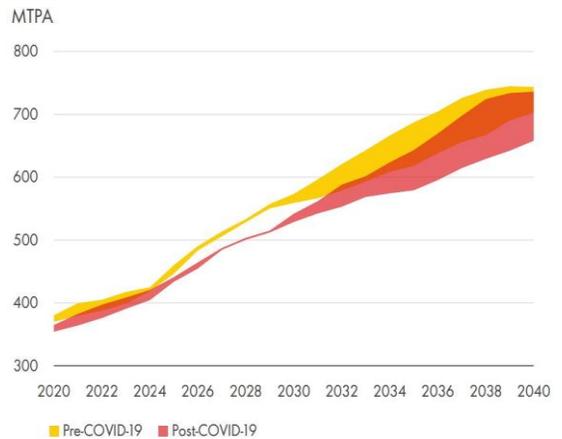
자료: 동성화인텍, 대신증권 Research Center

그림 96. 글로벌 LNG 수요 전망



자료: Shell, 대신증권 Research Center

그림 97. 글로벌 LNG 공급 전망 - 코로나 영향으로 지연



자료: Shell, 대신증권 Research Center

(3) 매출 다각화를 위한 복합소재사업 성장 추진

복합소재 사업 비중 확대될 전망.
 매출 다변화 통한 실적 안정성 부여
 - 카본프리프레그
 - 레저에서 자동차, 철도, 풍력으로
 납품처 전환
 - 중국시장 진출 위해 베트남 공장 건설

동사는 사명부터가 ‘한국카본’이고 창업 시점부터 Carbon Sheet을 생산해왔던 카본사업 업력이 오래된 회사이나, 2000년대 LNG보냉재 사업 시작 이후에는 사실상 LNG보냉재 업체로 분류되어 왔다. 최근 들어서는 LNG 보냉재 사업 매출 비중이 76%까지 올라오면서 상대적으로 카본사업이 소외되었던 감이 없지 않았다. LNG운반선 수주흐름을 바탕으로 LNG보냉재 사업 매출이 크게 성장하는 와중에도 카본 사업의 매출은 역성장을 거듭해왔다. 하지만 최근 들어 이러한 흐름에 변화 조짐이 나타나고 있다. 한국카본은 향후 10년 내 LNG보냉재와 견줄 수 있을 정도로 복합소재사업 매출을 끌어올리겠다는 목표를 갖고 있다. 그동안 LNG보냉재 사이클에만 의존했던 상태에서 복합소재로의 매출 다변화를 통해 실적의 안정성과 성장성을 끌어올리는 결정으로 여겨진다.

복합소재사업 매출 확대를 위해서 복합소재를 필요로 하는 수요처가 다양화되고 있다. 동사가 기술을 보유한 카본 프리프레그(Carbon PREPREG)는 탄소섬유를 강화섬유에 함침시킨 시트형태의 중간재로 2차 가공 후 다양한 산업군에 적용될 수 있다. 기존 동사 복합소재사업의 주 고객은 스포츠레저와 같은 소비재였으나, 최근 들어 자동차 외장재, 철도 내장판, 풍력 블레이드 등에 복합소재를 적용하는 수주 공시가 많아졌다. 눈여겨볼만한 점은 EMU-150 관련하여 올해에만 130억원의 수주를 공시하였고, 방글라데시 수출용 객차에도 29억원의 수주를 공시하면서 철도 부품회사의 입지를 다져나가고 있다는 것이다. 여기에 추가로 항공기, 배터리케이스 쪽으로도 납품처를 늘려나가면서 고부가가치 업종 부품사로 자리잡기 위한 움직임을 가져가고 있다.

그리고 한국카본은 성장성이 높을 것으로 기대되는 중국 시장 진출을 위해서 중국-아세안 역내 경제권으로 분류되어 무관세 대우를 받는 것이 가능한 베트남에 탄소섬유 중간소재 공장을 건설하였다. 향후 시장 확대 효과가 복합소재 사업부 실적에 반영될 것으로 기대되며, 의미있는 성장세가 관측된다면 복합소재사업의 가치 역시 재평가될 수 있을 것으로 전망한다.

그림 98. 다원시스 EMU-150 조감도



자료: 다원시스, 대신증권 Research Center

그림 99. 베트남 베카멕스-빈프억 공단 신축공장 가공식



자료: 한국카본, 대신증권 Research Center

실적전망

2021년 영업이익 322억원(-57.5% yoy) 예상

2021년 연간 실적은 매출액 3,770억원(-8.4% yoy), 영업이익 322억원(-57.5% yoy)을 전망한다. 올해는 납품예정 물량 감소로 일시적인 매출 공백이 발생한다. 카타르 물량은 올해 수주 이후 내년부터 인식되며 반등할 수 있을 것으로 기대된다. 그리고 원재료 가격에 영향을 미치는 Polymeric MDI 가격이 수급불균형으로 인해 크게 상승한 점이 부담스럽다. 공급차질이 점차 완화되었으나, 유가 상승으로 인해 연간으로 높은 레벨이 유지될 것으로 예상된다. 전년 대비 원가 부담이 늘어날 것으로 가정하였다. 복합소재 사업부는 변수가 많아 올해까지는 성장성이 크지 않을 것으로 보았다.

2021년 1분기 연결 실적은 매출액 1,021억원(+15.2% yoy) 영업이익 90억원(-28.5% yoy)으로 나타났다. Polymeric MDI 가격 상승의 영향으로 원가율이 올라가면서 영업이익률이 8.8%(-5.4%p yoy)로 다소 내려간 모습이 나타났다. MDI 가격이 1분기 고점을 경험한 이후 다시 안정세를 찾고 있는 점은 긍정적으로 볼 수 있다. 올해 실적과 무관하게 하반기 카타르 LNG 발주를 기점으로 주가는 단기 모멘텀에 의한 상승을 기대할 수 있다.

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

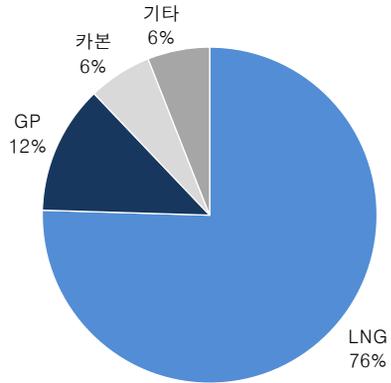
- LNG 운반선용 단일 패널을 주요 사업으로 영위 LNG 보냉재 역할을 수행하는 강화폴리우레탄폼(R-PUF) 및 트리플렉스(Triplex) 생산
- 복합소재사업부는 경량화신소재인 카본프리프레그(Carbon PREPREG)를 생산 레이저, 자동차, 철도, 풍력 등 다양한 산업에 적용 가능
- 자산 4,881억원 부채 1074억원 자본 3,807억원
- 발행주식 수: 43,960,757주 / 자기주식수: 938,592주
- 2020년 기준 배당 성향: 13.5%

주가 변동요인

- LNG 운반선 발주 흐름
- 일반 상선 LNG 추진엔진 적용 비중
- 글로벌 LNG 프로젝트 투자 흐름

주: 주식수는 보통주와 우선주 모두 포함 2021년 3월 기준
 자료: 한국거래, 대신증권 Research Center

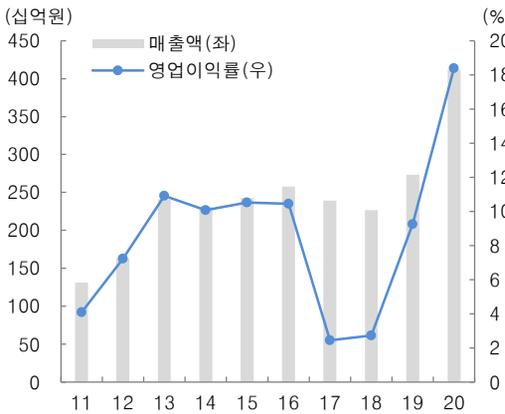
매출 비중 추이



자료: 한국거래, 대신증권 Research Center

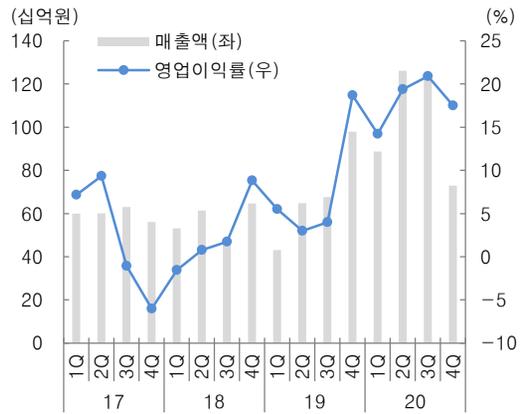
2. Earnings Driver

연간 실적 추이



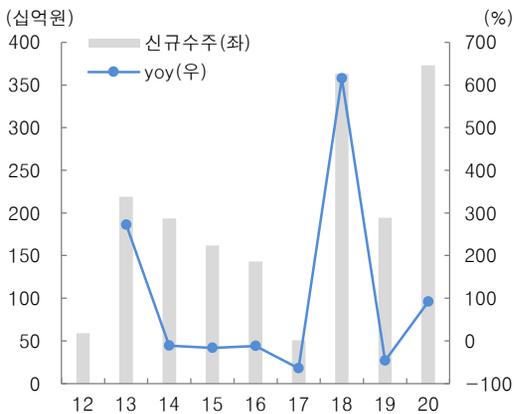
자료: 한국거래, 대신증권 Research Center

분기 실적 추이



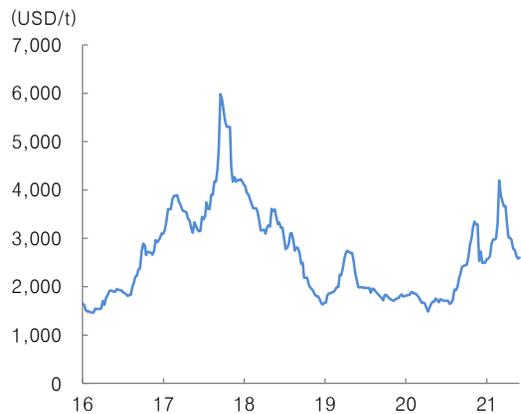
자료: 한국거래, 대신증권 Research Center

연간 LNG 신규수주 추이



자료: 한국거래, 대신증권 Research Center

Polymeric MDI (Huadong) 가격 추이



자료: Cischem, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	273	412	377	386	433
매출원가	225	307	314	311	349
매출총이익	49	104	63	75	85
판매비와관리비	24	29	30	30	34
영업이익	25	76	32	45	51
영업외수익	9.2	18.4	8.5	11.7	11.8
EBITDA	32	84	42	57	65
영업외손익	-1	-2	1	-1	-1
관계기업손익	-2	-2	-2	-2	-2
금융수익	6	14	14	14	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-4	-12	-10	-12	-11
외환관련손실	2	8	6	6	6
기타	-1	-2	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	24	74	33	44	50
법인세비용	-7	-17	-9	-11	-13
계속사업순이익	17	57	24	33	38
중단사업순이익	1	0	0	0	0
당기순이익	18	57	24	33	38
당기순이익	6.5	13.9	6.3	8.6	8.7
비재분순이익	0	0	0	0	0
재분순이익	18	57	24	33	38
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	-2	-1	0	0
포괄순이익	13	55	23	33	37
비재분포괄이익	0	0	0	0	0
재분포괄이익	13	55	23	33	37

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	403	1,305	543	755	854
PER	19.4	10.3	23.0	16.6	14.6
BPS	7,114	8,656	9,023	9,602	10,279
PBR	1.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	722	1,915	966	1,299	1,473
EV/EBITDA	8.5	5.8	10.6	7.7	6.6
SPS	6,219	9,364	8,575	8,780	9,858
PSR	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3
CFPS	731	1,902	992	1,294	1,471
DPS	120	180	180	180	180

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증감률	20.6	50.6	-8.4	2.4	12.3
영업이익 증감률	309.6	199.5	-57.5	39.9	13.3
순이익 증감률	흑전	224.1	-58.4	38.9	13.2
수익성					
ROC	9.5	26.1	9.6	12.8	13.4
ROA	6.7	17.3	6.6	8.9	9.5
ROE	5.7	16.6	6.1	8.1	8.6
안정성					
부채비율	27.1	25.7	24.7	23.2	21.6
순차입금비율	-23.9	-27.1	-25.1	-25.5	-27.0
이자보상배율	62.7	197.4	0.0	0.0	0.0

자료: 한국투자증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	221	256	253	261	275
현금및현금성자산	41	66	63	71	85
매출채권 및 기타채권	37	33	33	33	33
재고자산	87	93	93	93	93
기타유동자산	57	65	65	65	65
비유동자산	176	222	241	259	274
유형자산	129	155	177	197	215
관계기업투자지분	7	4	2	-1	-3
기타비유동자산	40	63	63	62	62
자산총계	398	478	494	520	550
유동부채	67	75	75	75	75
매입채무 및 기타채무	50	49	49	49	49
차입금	8	7	7	7	7
유동상채무	1	1	1	1	1
기타유동부채	8	18	18	18	18
비유동부채	18	22	22	22	22
차입금	9	17	17	17	17
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	5	5	5	5
부채총계	85	98	98	98	98
자본부분	313	381	397	422	452
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	85	90	90	90	90
이익잉여금	228	279	295	320	350
기타자본변동	-22	-10	-10	-10	-10
비재분부분	0	0	0	0	0
재분부분	313	381	397	422	452
순차입금	-75	-103	-100	-108	-122

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	0	69	31	42	48
당기순이익	17	57	24	33	38
비현금항목의 가감	14	26	20	24	27
감상차비	6	8	10	12	14
외환손익	0	2	1	1	1
자산평가손익	2	2	2	2	2
기타	6	13	7	9	10
자산부채의 증감	-31	-9	-4	-4	-4
기타현금흐름	0	-5	-9	-10	-12
투자활동 현금흐름	14	-65	-29	-29	-29
투자자산	23	-33	2	2	2
유형자산	-31	-32	-32	-32	-32
기타	23	0	1	1	1
재무활동 현금흐름	-2	21	-8	-8	-8
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	5	9	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-5	-8	-8	-8
기타	-2	17	-1	-1	-1
현금의 증감	12	25	-3	8	14
기초 현금	28	41	66	63	71
말 현금	41	66	63	71	85
NOPLAT	18	59	23	34	38
FCF	-8	35	1	14	19