

Company Brief

2020-02-14

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	13,000 원(상향)
증가(2020/02/13)	8,500 원
상승여력	52.9 %

Stock Indicator	
자본금	22 십억원
발행주식수	4,396 만주
시가총액	374 십억원
외국인지분율	11.5%
52 주 주가	6,440~9,160 원
60 일평균거래량	284,749 주
60 일평균거래대금	22 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.4	9.1	22.0	3.5
상대수익률	1.3	3.9	6.0	2.1



FY	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	227	273	392	395
영업이익(십억원)	6	25	40	43
순이익(십억원)	-3	18	31	33
EPS(원)	-68	414	703	761
BPS(원)	6,908	7,212	7,729	8,303
PER(배)		20.5	12.1	11.2
PBR(배)	1.0	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	-1.0	5.9	9.4	9.5
배당수익률(%)	1.4	1.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	17.5	8.7	5.7	4.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한국카본(017960)

시작된 실적 서프라이즈, 계단 성장 힌트

4Q19 어닝 서프라이즈 시현: 일회성 없이 MIX 개선의 힘

4Q19 에 매출 979 억원(YoY +51%, QoQ +45%), 영업이익 184 억원(+222%, +584%), 영업이익률 18.8%(+9.9%p, +14.8%p), 지배순이익 124 억원(흑전, +313%)으로 시장 기대치를 2 배 이상 넘는 실적 서프라이즈를 시현했다<표 1>.

실적 호조에 일회성은 없었다고 안내한다. 즉, 1) 가동률 증가와 2) MIX 개선 때문이다. MIX 개선은 ①R-PUF 와 ②Triple-X 납품이 많았다는 설명이다. 이를 좀 더 상세히 설명하면, ①보냉재 매출은 초기 R-PUF(폼)과 이후 IP(Insulation Panel)의 두 차례에 걸쳐 인식하는데, R-Puf 에서 수익성이 좀 더 높다. 이보다 더 영향이 컸던 것은 Triple-X 로 추정된다. ②Triple-X 는 동사가 독점 생산해 경쟁사에도 납품하는 제품이다. 동사는 4Q19 부터 2020 년 납품을 사전 생산하고 있고, 경쟁사도 4Q19 부터 풀 가동하고 있어, 자연스럽게 Triple-X 매출이 많았을 것이다. OPM 18.8%는 Triple-X 비중이 늘면 충분히 가능하다.

4Q19 서프라이즈는 2020 년의 힌트: 실적 계단 성장 더 확신, 어닝 상향 조정

2019 년 보냉재 10~11 개 납품에, 2020 년은 캐파를 20 척으로 늘렸고, 그 이상을 매출인식한다는 가이드이다. 즉, 2020 년의 탑라인은 전기대비 성장하고, 이익단도 4Q 의 영업이익 184 억원 곱하기 4 는 736 억원, 순이익 130 억원 곱하기 4 는 496 억원으로 단순 계산할 수 있다. 동사 시가총액은 어닝 서프라이즈 후 올라서도 3,737 억원이다.

그러나, R-PUF 가 많았던 것만큼 다음 분기는 2 차 매출 IP 가 많을 수 있고, 분기별 Triple-X 매출 비중도 불확실하다. 즉, 4Q19 의 수익성은 너무 높은 수준이고, 2020 년 연간 평균은 이보다 낮은 수준으로 예상하는 것이 합당하다.

동사 순이익 예상치를 45% 상향한다<표 4>. 2020 년 매출 3,924 억원[보냉재 매출 3,117 억원], 영업이익 399 억원(OPM 10.2%, YoY +57%), 순이익 309 억원(+70%)으로 성장한다<표 2>.

LNG 선 신조 시장도 사상최대를 대기 중: 동사 주가 리레이팅 기대 중

동사의 주가 트리거는 1) 조선사의 LNG 선 수주와 2) 실적이다. 2)는 방금 막 서프라이즈를 시현하며, 2020 년 계단 성장에 대한 확신을 강화했다. 1) LNG 선 업황도 2020 년 좋다. 삼성중공업은 ExxonMobil 과 14 척 Slot Reservation[PNG, 모잠비크 Area4 추정]을 걸어두었고, 현대중공업도 작년말 Shell 과의 8 척 계약에 딸린 옵션 8 척을 보유 중[LNG Canada 추정]이다. Total 의 모잠비크 Area1 에서 16 척을 현대중공업과 삼성중공업이 Slot 배분 받았고, 카타르 초대형 발주[1 차 40 척 추정]의 Slot Reservation 을 기다리고 있다.

타겟 PBR 1.6 배, 적정 PER 19 배에서, 동사 목표주가를 기존 11,000 원에서 13,000 원으로 상향한다<표 3>. 동사의 주가는 리레이팅 되어야 한다.

4Q19 Review: 가동률 증가와 MIX 개선으로 서프라이즈

표1. 4Q19: 매출 증가와 MIX 개선으로 영업이익률 무려 18.8%의 어닝 서프라이즈 시현
MIX 개선이라 함은, R-PUF와 Triplex-X 납품 증가를 의미

한국카본(억원)	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19@	y-y	q-q	컨센서스 (10월21일)	당사(b)	차이(a)/ (b)
매출액	646	431	648	676	979	51%	45%	795	827	18%
영업이익	57	24	19	27	184	222%	584%	61	58	218%
영업외/기타	-16	-2	4	8	-25	적지	적전	20	3	
세전이익	41	22	24	35	159	287%	350%	81	61	161%
순이익	-42	12	16	30	124	흑전	313%	53	37	231%
지배순이익	-42	12	16	30	124	흑전	313%	53	37	231%
영업이익률	8.8%	5.5%	3.0%	4.0%	18.8%	9.9%p	14.8%p	7.6%	7.0%	11.8%p
순이익률	-6.5%	2.9%	2.4%	4.4%	12.6%	19.2%p	8.2%p	6.6%	4.5%	8.1%p
영업단 일회성 요인										
재고자산 감액				-46						
파업영향										
일회성 합산	0.0	0.0	0.0	-46.0	0.0					
일회성 제거 영업이익	57	24	19	73	184					
영업이익률	8.8%	5.5%	3.0%	10.8%	18.8%					

자료: 리서치본부

표2. 한국카본 실적: 4Q19를 힌트로 2020년 영업이익률 10% 안팎 가능할 것으로 예상

매출은 보냉재 20개 납품으로 3,117억원으로 예상치 제시: 사측은 20개 이상 매출 인식을 가이던스해서 동사 목표 4,300억원보다 보수적 제시

한국카본	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출 가이드스													4,300	
매출액	431	648	676	979	856	1,016	950	1,103	2,576	2,391	2,267	2,734	3,924	3,953
영업이익	24	19	27	184	57	101	98	142	269	58	62	254	399	432
금융/기타영업외	-2	4	8	-25	2	2	2	3	-24	47	-3	-14	9	12
세전사업이익	22	24	35	159	59	103	100	145	245	105	59	239	408	444
지배주주순이익	12	16	30	124	45	78	75	110	165	7	-30	182	309	335
영업이익률	5.5%	3.0%	4.0%	18.8%	6.7%	9.9%	10.3%	12.9%	10.4%	2.4%	2.7%	9.3%	10.2%	10.9%
지배주주순이익률	2.9%	2.4%	4.4%	12.6%	5.3%	7.7%	7.9%	10.0%	6.4%	0.3%	-1.3%	6.7%	7.9%	8.5%
EPS(원)	28	36	68	281	103	178	172	251	375	17	-68	414	703	761
BPS(원)	6,862	6,873	6,854	7,212	7,315	7,493	7,664	7,729	7,189	7,059	6,908	7,212	7,729	8,303
LNG 매출	273	465	519	743	667	801	746	902	1,773	1,542	1,440	2,000	3,117	3,123
YoY										-13%	-7%	39%	56%	0%

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 1.6 배로, 목표주가 13,000 원으로 상향

표3. 한국카본 타겟 PBR 1.6 배에서 목표주가 13,000 원으로 상향: 적정 PER 19 배, EV/EBITDA 10 배

한국카본	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년
BPS	6,884	6,876	7,189	7,059	6,908	7,212	7,729	8,303
PBR(고)	1.2	1.3	1.0	1.0	1.2	1.37	1.18	
PBR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	1.09	1.10	
PBR(저)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.92	1.00	
ROE	7.2%	7.7%	5.3%	2.6%	-0.9%	5.6%	9.0%	8.9%
적용ROE	7%	6%			2.4%	7.3%	9%	9%
↳ FWD 2년	2Y	FWD 2Y			0~1Y	0~1Y	0Y	
COE(고)	6.0%	5.0%	3.9%	0.8%	2.0%	5.3%	7.6%	
COE(평)	7.8%	6.8%	4.5%	0.9%	2.5%	6.7%	8.1%	
적용ROE: 2020-2021						7.3%	8.9%	
적용COE: TRL 참조						5.0%	5.5%	
Target PBR						1.46	1.62	~ 현재 ~ 1.10
적정주가						10,545	12,552	
목표주가						11,000	13,000	
증가(2.13)							8,500	
상승여력							53%	
						타겟 시총:	5,715 억원	
						지금 시총:	3,737 억원	
한국카본	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년
EPS	511	553	375	17	-68	414	703	761
YoY	30%	8%	-32%	-95%	-500%	-711%	70%	8%
PER(고)	16.7	15.9	19.0	418.3	-119.0	22.7	12.3	
PER(평)	12.9	11.8	16.8	368.3	-95.8	18.9	12.1	
PER(저)	9.2	9.4	15.2	307.8	-77.9	15.2	10.3	
		타겟PER	20	20	20	20	19	20
		적정증가1	7,493	339 -	1,355	8,276	13,366	15,228
계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년
EBITDA(억원)	289.8	314	324	140	115	313	466	505
YoY	-8%	8%	3%	-57%	-18%	172%	49%	8%
타겟 EV/EBITDA		10	10	10	10	10	10	10
㉠영업가치		3,137	3,240	1,402	1,148	3,129	4,661	5,050
㉢순차입금	-1,157.2	-804	-1,577	-1,166	-535	-838	-1,071	-1,071
기업가치 ㉠-㉢		3,941	4,817	2,569	1,684	3,966	5,732	6,121
주당가치(원)		9,613	10,957	5,843	3,830	9,022	13,038	13,924

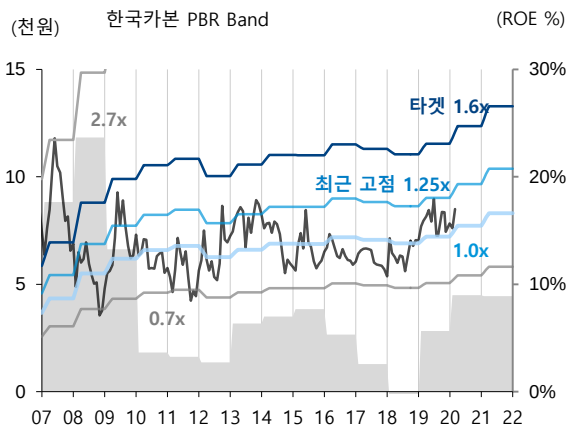
자료: 리서치본부

표4. 2020 년의 순이익 예상치 45% 상향 조정

	신규추정			기존추정			차이(신규/기존-1)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
매출액	2,734	3,924	3,953	2,583	3,789	3,872	6%	4%	2%
영업이익	254	399	369	128	295	360	99%	35%	3%
지배주주순이익	182	309	288	96	213	272	90%	45%	6%
EPS(원)	414	703	654	217	485	619	90%	45%	6%
영업이익률	9.3%	10.2%	9.3%	4.9%	7.8%	9.3%	4.3%p	2.4%p	0.0%p
순이익률	6.7%	7.9%	7.3%	3.7%	5.6%	7.0%	3.0%p	2.3%p	0.3%p
LNG 매출액	2,000	3,117	3,123	1,953	2,982	3,041	2%	5%	3%
영업이익	260	380	348	135	276	339	92%	38%	3%
영업이익률	13.0%	12.2%	11.2%	6.9%	9.3%	11.2%	6.1%p	2.9%p	0.0%p
비LNG 매출액	734	807	830	630	807	830	17%	0%	0%
영업이익	-6	18	21	-8	18	21	-20%	0%	0%
영업이익률	-0.9%	2.3%	2.5%	-1.2%	2.3%	2.5%	0.4%p	0.0%p	0.0%p

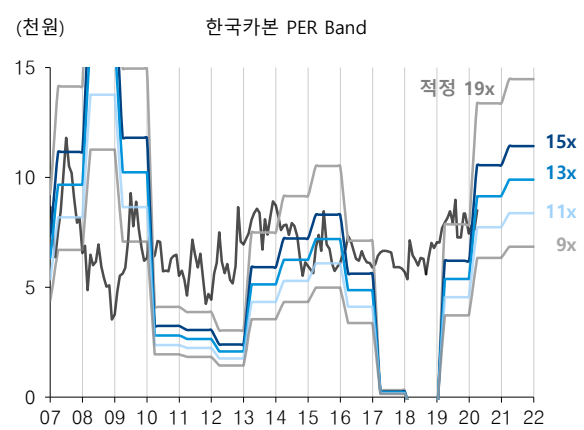
자료: 리서치본부

표5. 타겟 PB 1.6 배 vs. 전고점 1.25 배



자료: 리서치본부

표6. PER Band: 2020 년 적정 PER 19 배



자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	190	225	263	295
현금 및 현금성자산	28	40	50	73
단기금융자산	80	64	64	64
매출채권	24	66	71	79
재고자산	56	55	78	79
비유동자산	170	199	207	216
유형자산	103	118	123	128
무형자산	4	3	2	2
자산총계	360	424	471	511
유동부채	47	92	116	130
매입채무	19	59	83	97
단기차입금	8	8	8	8
유동성장기부채	-	1	-	-
비유동부채	9	15	15	16
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	3	3	3
부채총계	56	107	131	146
자배주주지분	304	317	340	365
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	85	85	85	85
이익잉여금	219	232	255	280
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	304	317	340	365

현금흐름표

(단위:십억원)	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	43	31	32	47
당기순이익	-3	18	31	33
유형자산감가상각비	5	6	7	8
무형자산감가상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-2	-1	-	-
투자활동 현금흐름	-113	-15	-10	-11
유형자산의 처분(취득)	-26	-22	-12	-13
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	-33	-15	-4	-4
재무활동 현금흐름	-4	-5	-6	-8
단기금융부채의증감	-1	1	-1	-
장기금융부채의증감	0	-2	0	0
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감	-74	11	11	23
기초현금및현금성자산	103	28	40	50
기말현금및현금성자산	28	40	50	73

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	227	273	392	395
증가율(%)	-5.2	20.6	43.5	0.7
매출원가	201	221	316	316
매출총이익	26	52	76	80
판매비와관리비	19	27	36	36
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	6	25	40	43
증가율(%)	6.0	310.6	57.3	8.2
영업이익률(%)	2.7	9.3	10.2	10.9
이자수익	2	3	3	4
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	-2	-1	-	-
기타영업외손익	-1	-4	-2	-2
세전계속사업이익	6	24	41	44
법인세비용	0	7	10	11
세전계속이익률(%)	2.6	8.7	10.4	11.2
당기순이익	-3	18	31	33
순이익률(%)	-1.3	6.7	7.9	8.5
지배주주귀속 순이익	-3	18	31	33
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	-3	18	31	34
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

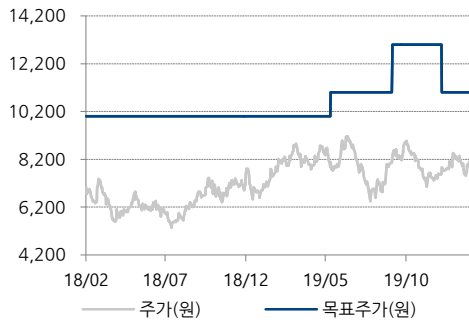
주요투자지표

	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-68	414	703	761
BPS	6,908	7,212	7,729	8,303
CFPS	70	574	877	944
DPS	100	120	200	200
Valuation(배)				
PER		20.5	12.1	11.2
PBR	1.0	1.2	1.1	1.0
PCR	99.9	14.8	9.7	9.0
EV/EBITDA	17.5	8.7	5.7	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-1.0	5.9	9.4	9.5
EBITDA 이익률	5.4	11.8	12.1	13.0
부채비율	18.6	33.6	38.6	40.0
순부채비율	-31.2	-28.6	-30.0	-34.2
매출채권회전율(x)	7.0	6.0	5.7	5.3
재고자산회전율(x)	3.7	4.9	5.9	5.0

자료 : 한국카본, 하이투자증권 리서치본부

한국카본

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-11-21	Buy	10,000	1년	-21.9%	-11.5%
2019-05-23	Buy	11,000	1년	-28.9%	-16.7%
2019-09-17	Buy	13,000	1년	-38.5%	-31.0%
2019-12-20	Buy	11,000	1년	-27.2%	-22.7%
2020-02-14	Buy	13,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 최광식)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2019-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-