

Company Brief

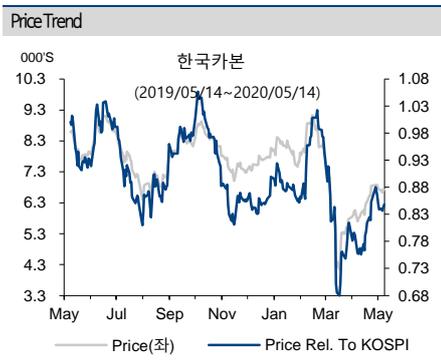
2020-05-15

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	10,000 원(상향)
증가(2020/05/14)	6,770 원
상승여력	47.7 %

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	4,396만주
시가총액	298십억원
외국인지분율	12.1%
52주 주가	4,180~9,180원
60일평균거래량	634,326주
60일평균거래대금	4.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.1	-24.0	-9.9	-21.6
상대수익률	12.5	-9.8	0.2	-14.1



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	273	398	387	405
영업이익(십억원)	25	51	43	48
순이익(십억원)	18	37	32	38
EPS(원)	403	851	730	872
BPS(원)	7,114	7,684	8,228	8,820
PER(배)	19.3	8.0	9.3	7.8
PBR(배)	1.1	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	5.7	11.5	9.2	10.2
배당수익률(%)	1.5	4.4	3.0	4.4
EV/EBITDA(배)	8.3	3.1	3.0	2.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계]  
 최광식 (2122-9197) gs.choie@hi-ib.com  
 정지훈 (2122-9199) jhjeong@hi-ib.com

한국카본(017960)

또 서프라이즈, 2Q는 서프라이즈에 수주 모멘텀도!

1Q20에 2개 분기 연속 어닝 서프라이즈 시현: 일회성 없이 레버리지, 원재료 효과

1Q20에도 매출 887억원(YoY +106%, QoQ -9%), 영업이익 126억원(+430%, -31%), 지배순이익 101억원(715%, -15%)으로 이익단위 컨센서스를 2배 안팎 웃도는 어닝 서프라이즈를 또 시현했다(표 1). 4Q19에 MIX(R-PUF, Triple-X 비중 증가) 개선이 너무 강력해 그 기저로 OPM은 14.2%로 QoQ -4.5%p이지만, 훌륭한 실적이다. ① CAPA 증설 이후 레버리지 효과, ② 원재료 가격 하락이 주요했다.

2Q20도 서프라이즈가 보임: 1Q 서프라이즈의 원인 두 가지가 모두 더 좋아짐

당사는 2분기 매출 1,009억원(QoQ +14%), 영업이익 129억원(OPM 12.8%)로 예상치를 상향한다(표 3, 4). 1분기 매출은 계획보다는 작았고, 2분기로 이월되었다는 안내이다. 따라서 ① 2~3분기 매출은 1분기보다 많고 레버리지 효과를 더 크게 보여 준다. 또한 ② 주요 원자재 MDI 가격도 1분기 -12% 하락했고, 2분기에도 -10% 하락 중이어서, 2Q20에도 실적 서프라이즈의 원인이 될 가능성이 높다(표 2).

TP 10,000 원으로 상향: 주가 트리거는 이 와중에도 발주되는 대형 LNG 들

2020년 EPS를 +20% 상향하면서, 동사의 목표주기도 기존 9,000원에서 10,000원으로 올린다. 목표주가는 타겟 PBR 1.3배에서 도출되었고, 이는 타겟 PER 12배, EV/EBITDA 멀티플 5배에 준한다.

동사는 실적이 좋을 뿐 아니라, 올해 수주도 좋다. LNG 선 3척 분량의 보냉재를 기수주했고, 연말까지 잔여 25척(+옵션 25) 분량의 LNG 보냉재 중 절반을 수주해 15척 이상(2,500억원)의 수주로, 2019년보다 강할 전망이다. 현재 2021년 캐피 대비 30% 안팎의 물량을 확보했고, 15척 수주 시, 2021년도 풀 캐파 가동이다.

환상적인 2021년까지 실적과 수주 전망에도 불구하고, 동사 주가는 Covid-19의 확산 때문에 조선 업종과 함께 크게 하락했다. 팬데믹 이후 Upstream은 CAPEX 삭감, Upstream FID 지연/취소로 움츠러 들고 있어, LNG도 투자심리가 얼어붙어, 인정할 수 밖에 없는 악재와 불확실성에 대한 "주가 선반영"이다.

그러나, Covid-19 전에 이미 FID가 내려진 러시아, 모잠비크 Area1, 나이지리아, 카타르 프로젝트는 진행되고 있고, 여기에 필요한 LNG 선 발주가 한국 조선의 계약 소식으로 알려지는 시점에 동사의 저평가가 선명히 보일 터이다. 모잠비크는 LNG 선을 용선할 해운사 4곳을 막 선정했고, 카타르는 중국 후동중화에 먼저 8+8척을 배분했지만, 라마단 이후 여름까지 나머지 52척~104척의 한국 조선사 슬롯 배분 이벤트를 기대하고 있다.

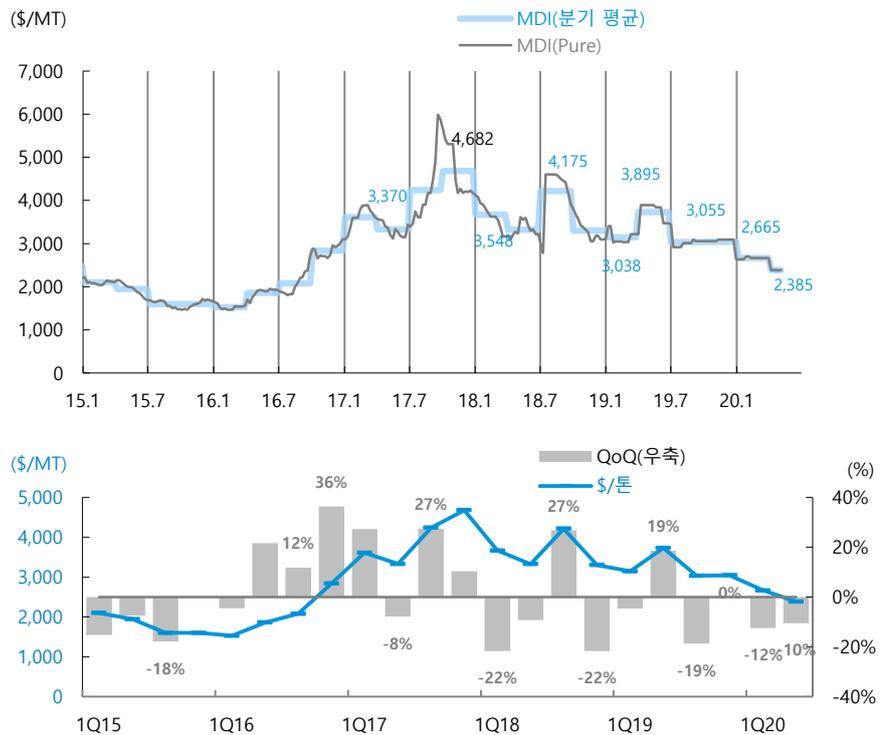
### 1Q20 Review: 4Q 만큼 놀라지는 않았지만 또 서프라이즈

표1. 4Q19가 MIX 개선(R-puf와 Triple-X 비중 증가)이었다면  
1Q20은 캐파 증설 후 레버리지 효과와 원재료비 개선 효과가 호실적을 견인

한국카본(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20@	y-y	q-q	컨센서스 4월24일	당사(b)	차이((a)/ (b))
매출액	431	648	676	979	887	106%	-9%	930	856	4%
영업이익	24	19	27	183	126	430%	-31%	87	59	113%
영업외/기타	-2	4	8	-25	14	흑전	흑전	6	16	
세전이익	22	24	35	158	140	546%	-11%	93	75	85%
순이익	12	16	30	119	101	715%	-15%	90	58	74%
지배순이익	12	16	30	119	101	715%	-15%	65	58	74%
영업이익률	5.5%	3.0%	4.0%	18.7%	14.2%	8.7%p	-4.5%p	9.4%	6.9%	7.3%p
순이익률	2.9%	2.4%	4.4%	12.1%	11.4%	8.5%p	-0.7%p	7.0%	6.8%	4.6%p
<b>영업단 일회성 요인</b>										
재고자산 감액		-46.0								
일회성 합산	0.0	-46.0	0.0	0.0	0.0					
일회성 제거 영업이익	24	65	27	183	126					
영업이익률	5.5%	10.1%	4.0%	18.7%	14.2%					

자료: 리서치본부

표2. 원재료 MDI 가격 추이: 리드타임 1 개 분기를 감안해도, 2Q20 에도 원재료 효과 보일 것



자료: 리서치본부

표3. 한국카본 실적: 2분기는 1분기 실적을 견인한 매출과 원재료 가격 하락이 더 강해져서 또또 서프라이즈를 낼 가능성 높음  
 2020년 매출은 사측의 가이드언스보다 보수적으로 보냉재 납품을 추정해, 연간 509억원 영업이익 예상은 보수적  
 2021년의 매출 정체 및 감익은 2020년의 LNG선 수주 및 업황이 결정할 것임

(억원)														
한국카본	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2016	2017	2018	2019	2020	2021
매출 가이드언스													4,300	
매출액	431	648	676	979	887	1,009	943	1,141	2,576	2,391	2,267	2,734	3,979	3,867
영업이익	24	19	27	183	126	129	101	153	269	58	62	253	509	430
금융/기타영업외	-2	4	8	-25	14	-10	-1	1	-24	47	-3	-15	4	8
세전사업이익	22	24	35	158	140	119	100	154	245	105	59	238	513	437
지배주주순이익	12	16	30	119	101	88	72	113	165	7	-30	177	374	321
영업이익률	5.5%	3.0%	4.0%	18.7%	14.2%	12.8%	10.7%	13.4%	10.4%	2.4%	2.7%	9.2%	12.8%	11.1%
지배주주순이익률	2.9%	2.4%	4.4%	12.1%	11.4%	8.7%	7.7%	9.9%	6.4%	0.3%	-1.3%	6.5%	9.4%	8.3%
EPS(원)	28	36	68	270	230	199	165	257	375	17	-68	403	851	730
BPS(원)	6,862	6,873	6,854	7,114	7,344	7,543	7,708	7,684	7,189	7,059	6,908	7,114	7,684	8,228
매출 가이드언스													보냉재 매출 가이드언스 3,600	
LNG 매출	273	465	519	806	735	836	779	979	1,773	1,542	1,440	2,063	3,328	3,123
YoY										-13%	-7%	43%	61%	-6%
수주	650	684	31	577					1,450	635	3,736	1,942	2,586	3,210

자료: 리서치본부

표4. 2020년의 순이익 예상치 또 상향 조정

	신규추정			기존추정			차이(신규/기존-1)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
매출액	3,979	3,867	4,050	3,924	3,953	4,156	1%	-2%	-3%
영업이익	509	430	484	400	432	487	27%	0%	0%
지배주주순이익	373	314	376	311	323	381	20%	-3%	-1%
EPS(원)	849	714	855	706	735	867	20%	-3%	-1%
영업이익률	12.8%	11.1%	12.0%	10.2%	10.9%	11.7%	2.6%p	0.2%p	0.2%p
순이익률	9.4%	8.1%	9.3%	7.9%	8.2%	9.2%	1.5%p	-0.1%p	0.1%p
LNG 매출액	3,328	3,123	3,280	3,117	3,123	3,280	7%	0%	0%
영업이익	494	411	465	381	411	465	30%	0%	0%
영업이익률	14.8%	13.2%	14.2%	12.2%	13.2%	14.2%	2.6%p	0.0%p	0.0%p
비LNG 매출액	651	744	770	807	830	876	-19%	-10%	-12%
영업이익	15	19	19	18	21	22	-20%	-10%	-12%
영업이익률	2.2%	2.5%	2.5%	2.3%	2.5%	2.5%	0.0%p	0.0%p	0.0%p

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PBR 1.3 배, 목표주가 10,000 원으로 상향

표5. 한국카본 목표주가 10,000 원으로 11% 상향: 타겟 PBR 1.3 배, 적정 PER 12 배, 적정 EV/EBITDA 5 배

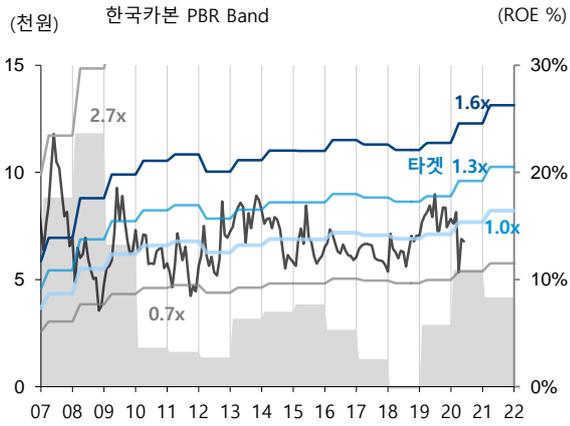
한국카본	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
BPS	6,884	6,876	7,189	7,059	6,908	7,114	7,684	8,228	8,820
PBR(고)	1.2	1.3	1.0	1.0	1.2	1.37	1.27		
ROE	7.2%	7.7%	5.3%	2.6%	-0.9%	5.8%	10.9%	8.5%	9.3%
적용ROE	7%	6%			2.4%	8.3%	10%	9%	9%
↳ FWD 2년	2Y	FWD 2Y			0~1Y	0~1Y	0Y		
COE(고)	6.0%	5.0%	3.9%	0.8%	2.1%	6.1%	7.7%		
COE(평)	7.8%	6.8%	4.5%	0.9%	2.6%	7.1%	11.0%		
적용ROE: 2020-2021						8.3%	9.7%	← 상향 조정	
적용COE: TRL 참조						5.0%	7.5%	← 유지	
Target PBR							타겟 1.3	~ 현재 0.88	~ 바닥 0.48
적정주가							9,964		
목표주가						13,000	10,000		
증가(5.14)							6,770		
상승여력							48%		

한국카본	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	511	553	375	17	-68	403	851	730	872
YoY	30%	8%	-32%	-95%	-500%	-694%	111%	-14%	19%
PER(고)	16.7	15.9	19.0	418.3	-119.0	23.3	10.9		0.0
PER(평)	12.9	11.8	16.8	368.3	-95.8	20.8	8.0		7.8
PER(저)	9.2	9.4	15.2	307.8	-77.9	15.6	4.7		0.0
							적정 12	~ 현재 8.0	~ 바닥 4.7
							타겟PER		
							적정주가2	10,210	

계정	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EBITDA(억원)	289.8	314	324	140	115	313	590	517	578
YoY	-8%	8%	3%	-57%	-18%	173%	88%	-12%	12%
타겟 EV/EBITDA		10	10	10	10	10	5	10	10
㉑ 영업가치		3,137	3,240	1,402	1,148	3,135	2,949	5,170	5,777
㉒ 순차입금	-1,157.2	-804	-1,577	-1,166	-535	-403	-1,400	-1,400	-1,642
기업가치 ㉑-㉒		3,941	4,817	2,569	1,684	3,538	4,349	6,570	7,419
적정주가3(원)		9,613	10,957	5,843	3,830	8,048	9,893	14,945	16,876

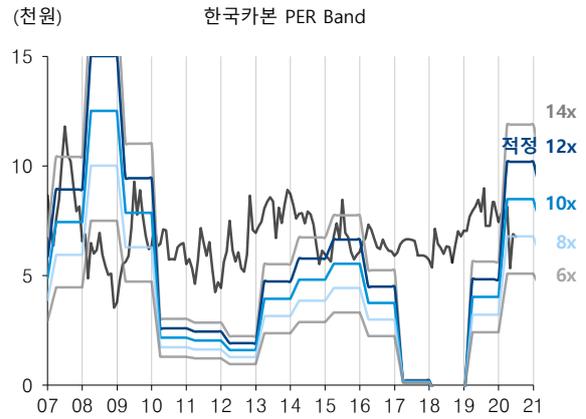
자료: 리서치본부

표6. 타겟 PB 1.3배 vs. 2019년 고점 1.4배



자료: 리서치본부

표7. PER Band: 2020년 적정 PER 12배



자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	221	263	292	330
현금 및 현금성자산	41	78	107	131
단기금융자산	55	55	55	55
매출채권	37	50	53	62
재고자산	87	80	77	81
비유동자산	176	185	189	194
유형자산	129	134	139	143
무형자산	3	3	3	3
자산총계	398	447	481	524
유동부채	67	91	101	117
매입채무	29	53	63	78
단기차입금	8	8	8	8
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	18	19	19	19
사채	-	-	-	-
장기차입금	9	9	9	9
부채총계	85	110	120	136
자배주주지분	313	338	362	388
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	85	85	85	85
이익잉여금	228	253	277	303
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	313	338	362	388

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	273	398	387	405
증가율(%)	20.6	45.6	-2.8	4.7
매출원가	225	311	309	320
매출총이익	49	87	78	85
판매비와관리비	24	36	35	37
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	25	51	43	48
증가율(%)	309.6	101.1	-15.5	12.7
영업이익률(%)	9.2	12.8	11.1	12.0
이자수익	2	3	5	5
이자비용	0	1	1	1
지분법이익(손실)	-2	-	-	-
기타영업외손익	-1	-3	-2	-2
세전계속사업이익	24	51	44	53
법인세비용	7	13	11	14
세전계속이익률(%)	8.7	12.9	11.3	13.1
당기순이익	18	38	33	39
순이익률(%)	6.5	9.5	8.5	9.6
지배주주귀속 순이익	18	37	32	38
기타포괄이익	-5	0	0	0
총포괄이익	13	38	33	39
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

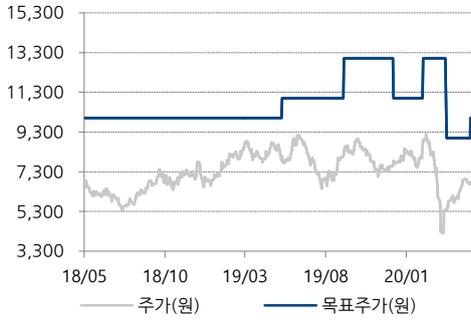
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	0	59	56	49
당기순이익	18	38	33	39
유형자산감가상각비	6	9	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-2	-	-	-
투자활동 현금흐름	14	-14	-15	-15
유형자산의 처분(취득)	-31	-13	-14	-14
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	23	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2	-7	-14	-10
단기금융부채의증감	-1	-	-	-
장기금융부채의증감	5	0	0	0
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	12	37	29	25
기초현금및현금성자산	28	41	78	107
기말현금및현금성자산	41	78	107	131

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	403	851	730	872
BPS	7,114	7,684	8,228	8,820
CFPS	549	1,046	938	1,093
DPS	120	300	200	300
Valuation(배)				
PER	19.3	8.0	9.3	7.8
PBR	1.1	0.9	0.8	0.8
PCR	14.1	6.5	7.2	6.2
EV/EBITDA	8.3	3.1	3.0	2.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.7	11.5	9.2	10.2
EBITDA 이익률	11.6	14.9	13.5	14.4
부채비율	27.1	32.4	33.0	35.1
순부채비율	-24.9	-34.0	-39.8	-43.5
매출채권회전율(x)	8.9	9.1	7.5	7.0
재고자산회전율(x)	3.8	4.8	4.9	5.1

자료 : 한국카본, 하이투자증권 리서치본부

한국카본  
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	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	-45.2%	-29.4%
2020-03-30	Buy	9,000	1년	-30.5%	-23.1%
2020-05-15	Buy	10,000	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 기관투자자 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, 정지훈)

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 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-