

# 한국카본 (017960)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	12,000 원(상향)
증가(2020/06/02)	8,750 원
상승여력	37.1 %

Stock Indicator	
자본금	22 십억원
발행주식수	4,396 만주
시가총액	385 십억원
외국인지분율	11.7%
52 주 주가	4,180~9,180 원
60 일평균거래량	989,775 주
60 일평균거래대금	7.0 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.0	6.8	17.9	10.5
상대수익률	19.8	2.6	18.2	8.3



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	10.3	12.0	10.0
PBR(배)	1.1	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	5.7	11.5	9.2	10.2
배당수익률(%)	1.5	3.4	2.3	3.4
EV/EBITDA(배)	8.3	4.5	4.6	3.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[조선/기계]

최광식 (2122-9197) gs.choie@hi-ib.com

정지훈 (2122-9199) jhjeong@hi-ib.com

## 카타르 NFE 로, 보냉재 더하기 고마진 Triple-X 까지

### 캐파증설 가동 후 4Q19~1Q20 투자릿수 영업이익률

동사는 4Q19 20기로 보냉재 CAPA를 늘렸고, 이를 풀 가동 시작한 4Q19와 1Q20 각각 18.7%, 14.2% 영업이익률로 2 개 분기 연속 서프라이즈를 시현했다. 올해 확보된 20+척 풀 가동에, 2021 년은 아직 5 척 분량을 확보 중이지만, 조선사들의 LNG 선 잔고에서 아직 보냉재를 발주하지 않은 물량들이 있다. 그런데 카타르 NFE 까지 나왔다.

### 한국카본에게 카타르란? 2024년까지의 단단한 탑라인

앞서 산업단락에서 짚었지만, 카타르 NFE 의 100+척 발주는, 이 Covid-19 펜데믹과 저유가에서도 LNG 공급 경쟁은 계속된다는 것이다. 또한 카타르 다음의 모잠비크, 러시아, 나이지리아까지 포함하면, LNG 선이 150 여척 쏟아져, 한국 조선사들은 2025년까지는 30 척~50 척의 LNG 선 인도물량을 확보하고 2026~2027 년도 20 여척을 확보한다. 동사를 비롯한 보냉재에게 단단한 5 년, 또는 8 년 물량이 확보된 셈이다. 뻑뻑해진 2026 년~2027 년의 LNG 슬롯도 교체발주나, 여타 프로젝트가 채울 가능성이 높다.

### Triple-X 수요도 폭발: 동사 뿐 아닌, 경쟁사의 성장에서도 이익을 취함

본 연구원은 동사의 최근 두개 분기 실적 서프라이즈와 경쟁사 대비 높은 수익성은 GP 사업과 함께, 보냉재의 Triple-X 에서 비롯되었다고 판단한다. 동사에게 카타르란, Triple-X 에서 엄청난 규모의 이익을 이미 확보했다는 것을 의미한다. 카타르 + 후속 사업들의 150 척이면, Triple-X 만 0.2 조원~0.4 조원 판매와 이에 연동된 상당한 매출총이익을 확보한 셈이다.

### TP 12,000 원으로 상향: 주가 트리거는 이 와중에도 발주되는 대형 LNG 들

동사 목표주가를 PER 15 배에서 12,000 원으로 상향한다. 이는 적정 PBR 1.5 배로 이전 타겟 PBR 1.3 배보다 올린 것이다.

VALUATION 멀티플 올림은, 카타르 NFE 100+척 슬롯 배분이 확정되었고, 후속 모잠비크, 러시아, 나이지리아의 LNG 공급 경쟁을 가속화시킴에 따라, 미래 수익의 가시성이 높아졌기 때문이다. 향후 5 년의 풀 가동이 결정되었다. 타겟 PER 15 배는 합당하다.

실적: 2024년까지 이 좋은 실적 그대로

그림1. 한국카본 실적: 2020년의 풀 가동은 2022년까지 지속되고, 아직은 절반 정도 차있는 2023년~2025년 슬롯도 쉽게 채워질 것

													(억원)				
한국카본	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2016	2017	2018	2019	2020	2021			
매출 가이드스													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 가이드스													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

그림2. 한국 BIG3의 LNG선 수주 → LNG 보냉재 납품 시점: 2022년까지 풀가동 확정적, 2023~2025년도 채워질 것

▶ 한국 조선의 LNG선 수주

조선소	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
HHI	3	0	0	0	6	11	9	7	2	2	2	2	30	20	0	0	0	0	0	0	0	0	0
HM													1=Type-C										
SHI	11	8	0	4	17	1	12	5	2	1	2	19	18	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DSME	10	9	2	0	5	2	7	37	8	3	3	18	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타 한국	1	1	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
한국	25	18	2	4	30	16	28	49	12	6	7	67	48	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
일본	5	2	1	0	3	4	7	8	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국	0	0	0	0	4	4	5	5	1	0	4	2	7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타																							

Mark III Captive	15	9	0	4	25	14	21	12	4	3	4	49	38	카타르, 모잠비크, 나이지리아, 러시아 등							
Mark III + NO96-FLEX	25	18	2	4	30	16	28	49	12	6	7	67	48	미래 대형 프로젝트들							

▶ 보냉재이 납품 시점 - 9개월 전: 안벽기간 도착 + 미래

조선소	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
HHI+삼호	6	9	7	1	1	0	1	4	7	10	7	4	6	9	15	20	6	0	0	0	0	0	0
SHI	8	11	11	11	3	2	3	16	3	7	1	8	5	5	17	14	2	0	0	0	0	0	0
DSME	8	11	11	7	5	3	0	4	5	1	9	19	17	14	18	6	0	0	0	0	0	0	0
기타 한국	0	0	0	1	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
한국	22	31	29	20	9	5	4	26	17	18	17	31	28	28	51	40	8	0	0	0	0	0	0
일본	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국	3	10	11	4	2	0	1	1	6	2	6	12	5	1	0	3	0	0	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0
Mark III Captive	14	20	18	13	4	2	4	22	12	17	8	12	11	14	33	34	30	22	19	15	8	0	0
Mark III + L03	17	24	22	15	6	3	4	23	14	17	11	18	17	19	39	36	34	26	23	23	15	9	0
후속 수주들																		4	41	41	37	29	15
카타르 100척																			23	23	23	15	15
모잠비크 16+20척																			8	8	10	10	
나이지리아 12척																			6	6			
러시아 10+5척																			4	4	4	4	4

자료:리서치본부

VALUATION: 타겟 PER 15 배, 목표주가 12,000 원으로 상향

그림3. 한국카본 목표주가 12,000 원으로 20% 상향: FWD 2Y EPS 에 타겟 PER 15 배, 이는 적정 PBR 1.5 배 수준

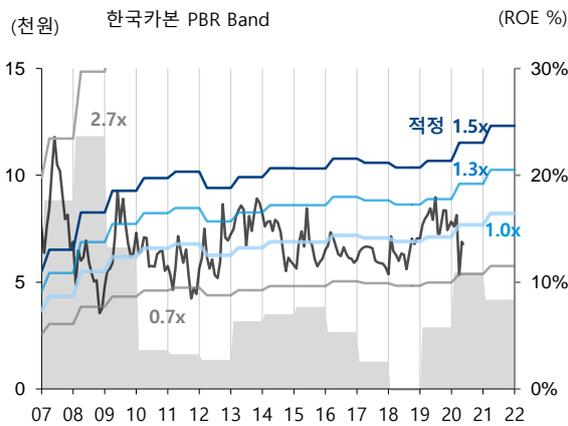
한국카본 PER	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	553	375	17	-68	403	851	730	872
YoY	8%	-32%	-95%	-500%	-694%	111%	-14%	19%
PER(고)	15.9	19.0	418.3	-119.0	23.3	10.9		0.0
PER(평)	11.8	16.8	368.3	-95.8	20.8	10.3		10.0
PER(저)	9.4	15.2	307.8	-77.9	15.6	4.7		0.0
						적정	~ 현재	~바닥
타겟PER						15	15	
적정주가						12,763	10,956	
						'20~'21 평균 11,859		
목표주가						12,000		
증가(6.2)						8,750		
상승여력						37%		

PBR VALUATION	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
BPS	6,876	7,189	7,059	6,908	7,114	7,684	8,228	8,820
PBR(고)	1.3	1.0	1.0	1.2	1.37	1.27		
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	1.18	1.14		
PBR(저)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.88	0.54		
ROE	7.7%	5.3%	2.6%	-0.9%	5.8%	10.9%	8.5%	9.3%
적용ROE	6%			2.4%	8.3%	9.6%	9%	9%
↳ FWD 3년	FWD 2Y		0~1Y	0~1Y	0~2Y			
적용ROE: 2020-2022						9.6%		
적용COE: TRL 참조						6.2%	← 2Y 중앙값~고점은 7.3%	
Target PBR						1.5	~ 현재	~바닥
적정주가						11,886		

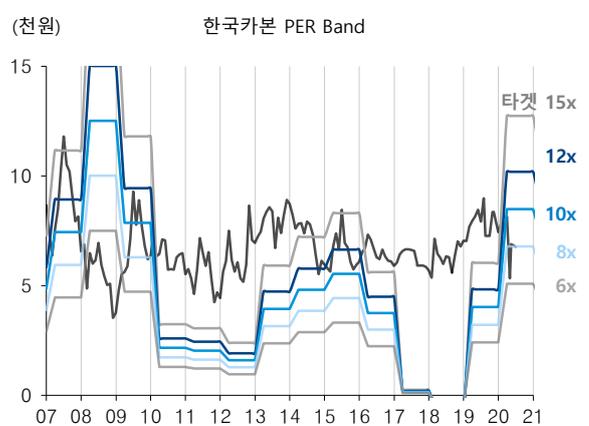
자료: 리서치본부

그림4. 적정 PBR 1.5 배



자료: 리서치본부

그림5. PER Band: 타겟 PER 15 배



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

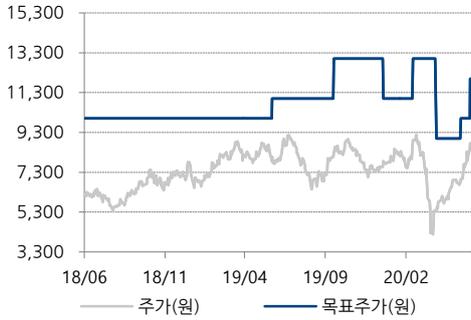
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	0	59	56	49
당기순이익	18	38	33	39
유형자산감가상각비	6	9	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-2	-	-	-
투자활동 현금흐름	14	-14	-15	-15
유형자산의 처분(취득)	-31	-13	-14	-14
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	23	0	0	0
재무활동 현금흐름	-2	-7	-14	-10
단기금융부채의증감	-1	-	-	-
장기금융부채의증감	5	0	0	0
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	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	10.3	12.0	10.0
PBR	1.1	1.1	1.1	1.0
PCR	14.1	8.4	9.3	8.0
EV/EBITDA	8.3	4.5	4.6	3.7
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 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	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	-21.7%	-12.5%
2020-06-03	Buy	12,000	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%	-