

Company Brief

2020-11-17

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	14,000 원(상향)
증가(2020/11/17)	11,700 원
상승여력	19.7 %

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	4,396만주
시가총액	506십억원
외국인지분율	18.4%
52주 주가	4,180~11,700원
60일평균거래량	1,947,312주
60일평균거래대금	19.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	32.8	65.5	54.6
상대수익률	7.8	27.2	33.5	37.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	273	418	346	378
영업이익(십억원)	25	71	47	57
순이익(십억원)	18	54	37	44
EPS(원)	403	1,231	832	1,009
BPS(원)	7,114	7,990	8,635	9,364
PER(배)	19.3	9.3	13.8	11.4
PBR(배)	1.1	1.4	1.3	1.2
ROE(%)	5.7	16.3	10.0	11.2
배당수익률(%)	1.5	3.5	1.7	2.6
EV/EBITDA(배)	8.3	4.8	6.1	4.9

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)

4 개 분기 연속 서프라이즈,
그리고 연말, 연초의 수주 모멘텀들

3Q20 또 어닝 서프라이즈 시현: 보냉재 매출 몰림, 원재료 효과 추정

3Q20 에도 매출 1,239 억원(YoY 83%, QoQ -2% | 컨센 1,028 억원), 영업이익 259 억원(864%, 6% | 컨센 133 억원), 지배순이익 190 억원(534%, 1% | 컨센 97 억원)으로 4개 분기 연속 실적 서프라이즈를 이어갔다[표 1].

통상 2Q 와 4Q 에 R-PUF 납품이 몰리는 계절성으로 기억하고 있으나, 올해는 2 분기와 함께 3 분기도 바꿨다. 또한 MDI 가격이 7 월까지 지속 하락해 원재료 비용 감소도 어닝 서프라이즈를 견인한 셈이다[표 2]. 물론 2019 연말 캐파를 20 기로 증설하고 풀가동하고 있는 고정비 효과도 연중으로 반영 중이다.

4분기 탑라인은 꺾이고 MDI도 올라서 안 좋을 듯

동사는 올해 4,300 억원 매출 가이드에 3 분기까지 누적 3,387 억원으로 이미 초과달성 추세이다. 4분기 탑라인은 797 억원(QoQ -36%) 크게 하락한다[표 3]. 이에 매출 감소에 따른 고정비 효과와 MIX 하강이 작용한다. 또한 MDI 가격이 8 월부터 반등을 시작해 4 분기에만 QoQ +50%나 올라 4 분기부터는 원재료 부담으로 작용한다[표 2]. 4분기 실적은 좋지 않다.

2021년 < 2020년 실적: 성장주로서의 멀티플 끝나감

올해 20 기 캐파에서 풀 가동하며 22~23 기의 보냉재 매출을 인식하고 있다. 그러나 동사는 2021년 18 개 안팎의 보냉재 매출 인식 스케줄로써 내년 탑라인이 올해보다 작아서 감익이 불가피하다[표 3]. 당사가 분석하는 MARK III 의 캡티브 조선사들(HHI 와 SHI)의 LNG 선 안벽공정(보냉재 납품 시점)도 2021년 28 척으로 올해 30 척보다 감소한다[표 4]. 올해는 20 기 가동을 이상으로 가동한 것이고, 2021년은 90% 수준인 것이다.

FWD 2년 EPS에 타겟 PER 15 배로 목표주가를 14,000 원으로 올리지만, 이렇듯 성장주로서 최근 4년간의 증익 사이클이 끝나가는 점은, 멀티플 부여 측면에서 애매하다.

주가 모멘텀: 러시아, 모잠비크 연말~연초로 기다리고 있고, 카타르도 빠를 수도

그러나 동사 주가는 실적보다는 향후 일감인 조선사들의 LNG 선 수주에 연동한다. 삼성중공업과 현대중공업은 연말~내년초 모잠비크 19 척을 기다리고 있고 삼성중공업은 러시아 Arctic LNG2 의 쇄빙 LNG 선 10 척 LOI 를 기다리고 있다. 또한 카타르 135 척 중 1/3~1/5 를 2021년부터 계약하게 되는데, 상반기로 빠를 수 있다는 전망이다.

조선사들의 LNG 선 수주모멘텀, 즉 동사의 주가 모멘텀은 곧 엄청나다.

3Q20 Review: 네 개 분기 연속 어닝 서프라이즈 행진

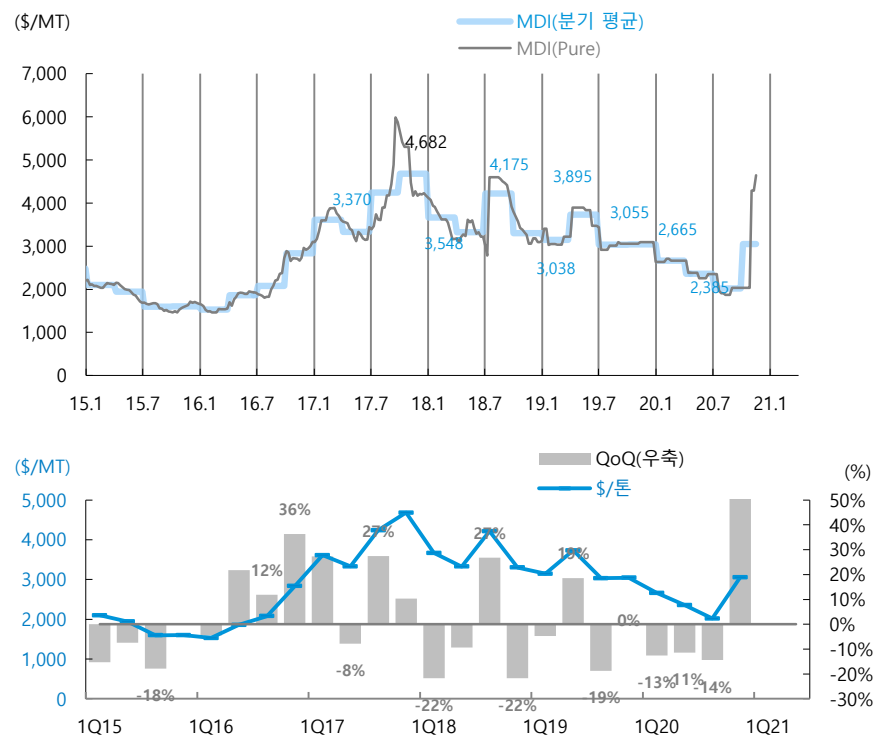
표1. 3Q도 2Q와 마찬가지로 R-PUF 납품이 몰리면서 MIX 개선과 MDI 가격 하락으로 어닝 서프라이즈 시현

한국카본(억원)	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20@	y-y	q-q	컨센서스⑥ 10월23일	당사③	차이(③/⑥) (%)
매출액	676	979	887	1,262	1,239	83%	-2%	1,008	1,116	23%
영업이익	27	183	126	245	259	864%	6%	133	193	95%
영업외/기타	8	-25	14	2	-21	적전	적전	2	-14	
세전이익	35	158	140	247	237	574%	-4%	135	179	76%
지배순이익	30	119	101	188	190	534%	1%	97	131	97%
영업이익률	4.0%	18.7%	14.2%	19.4%	20.9%	16.9%p	1.5%p	13.2%	17.3%	7.7%p
순이익률	4.4%	12.1%	11.4%	14.9%	15.3%	10.9%p	0.5%p	9.6%	11.7%	5.8%p

자료: 리서치본부

표2. 원재료 MDI 가격 3 분기까지 하락했지만

4 분기 급등 전환해, 리드타임 두고 4 분기 실적에 원재료 부담 나타날 것



자료: 리서치본부

표3. 한국카본 실적: 그러나 4Q20에 보냉재 납품이 줄어서 감익을 시작하고,
2021년은 올해의 22개 납품보다 작은 18개가 예약되어 있어서 탑라인 역성장, 이익단 역성장 불가피

(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	1,262	1,239	797	2,576	2,391	2,267	2,734	4,185	3,459
QoQ		50.4%	4.3%	44.7%	-9.4%	42.3%	-1.8%	-35.6%						
YoY					105.7%	94.6%	83.2%	-18.5%	6.2%	-7.2%	-5.2%	20.6%	53.1%	-17.3%
매출총이익	73	82	92	242	205	319	366	151	499	271	257	488	1,041	766
영업이익	24	19	27	183	126	245	259	85	269	58	62	253	714	474
금융/기타영업외	-2	4	8	-25	14	2	-21	-1	-24	47	-3	-15	-6	13
세전사업이익	22	24	35	158	140	247	237	84	245	105	59	238	708	487
지배주주순이익	12	16	30	119	101	188	190	62	165	7	-30	177	541	366
영업이익률	5.5%	3.0%	4.0%	18.7%	14.2%	19.4%	20.9%	10.6%	10.4%	2.4%	2.7%	9.2%	17.1%	13.7%
지배주주순이익률	2.9%	2.4%	4.4%	12.1%	11.4%	14.9%	15.3%	7.8%	6.4%	0.3%	-1.3%	6.5%	12.9%	10.6%
EPS(원)	28	36	68	270	230	427	433	142	375	17	-68	403	1,231	832
BPS(원)	6,862	6,873	6,854	7,114	7,249	7,653	8,085	7,990	7,189	7,059	6,908	7,114	7,990	8,635
매출 가이드스										보냉재 매출 가이드스			3,600	
LNG 매출	273	465	519	806	736	1,089e	1,089e	636e	1,773	1,542	1,440	2,063	3,550	2,716
YoY										-13%	-7%	43%	72%	-23%

자료: 리서치본부

표4. 동사와 동성화인택을 위한 Mark III 캡티브 선박의 (인도가 아닌) 안벽 공정 시점 = 보냉재 납품

▶ 한국 조선의 LNG선 수주

조선소	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
HHI	3	0	0		0	6	11	9	7	2	2	2	30	19	8	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
DSME	10	9	2		0	5	2	7	37	8	3	3	18	10	8	0	0	0	0
기타 한국	1	1	0		0	2	2	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	47	16	0	0	0	0
일본	5	2	1		0	3	4	7	8	14	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국	0	0	0		0	4	4	5	5	1	0	4	2	7	5	0	0	0	0
기타																			

Mark III Captive	15	9	0		4	25	14	21	12	4	3	4	49	37	8	카타르, 모잠비크 등 미래 대형 프로젝트들			
Mark III + NO96-FLEX	25	18	2		4	30	16	28	49	12	6	7	67	47	16				

▶ 인도 - 9개월 전: 안벽기간 도착

조선소	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
HHI+삼호	6	9	7	1	1	0	1	4	7	10	7	4	6	11	13	19	13	1	0
HM															1	0	0	0	0
SHI	8	11	11	11	3	2	3	16	3	7	1	8	5	6	16	9	4	3	0
DSME	8	11	11	7	5	3	0	4	5	1	9	19	17	13	19	6	6	2	0
기타 한국	0	0	0	1	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
한국	22	31	29	20	9	5	4	26	17	18	17	31	28	30	49	34	23	6	0
일본	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
중국	3	10	11	4	2	0	1	1	6	2	6	12	5	1	0	3	0	0	0
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	4	0	0	0	0
Mark III Captive	14	20	18	13	4	2	4	22	12	17	8	12	11	17	30	28	17	카타르 등 대형PJT 예정	
Mark III + L03	17	24	22	15	6	3	4	23	14	17	11	18	17	21	36	30	19		

자료: 리서치본부

VALUATION: 타겟 PER 15 배, 목표주가 14,000 원으로 상향

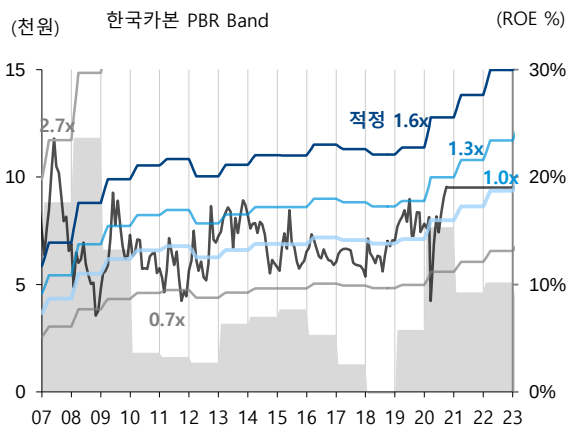
표5. 한국카본 목표주가 14,000 원 유지: 타겟 PER 15 배 x FWD 2년 EPS, 적정 PBR 1.6 배,

▶ PER VALUATION	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
EPS	375	17	-68	403	1,231	832	1,009	968
YoY	-32%	-95%	-500%	-694%	206%	-32%	21%	-4%
PER(고)	19.0	418.3	-119.0	23.3	7.6			
PER(평)	16.8	368.3	-95.8	20.8	9.3			
PER(저)	15.2	307.8	-77.9	15.6	5.3			
					적정 11	~ 현재 9.3	~ 바닥 5.3	
타겟PER	성장이 끝나는 순간 PER 10배까지 낮추어 갈것 →					15.0	15.0	10.0
적정주가						12,481	15,129	9,682
Weight						50%	50%	
목표주가						'20~'21 평균 13,805		
						14,000		
증가(11.16)						11,500		
상승여력						21.7%		

▶ PBR VALUATION	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
BPS	7,189	7,059	6,908	7,114	7,990	8,635	9,364	10,052
PBR(고)	1.0	1.0	1.2	1.37	1.23			
PBR(저)	0.8	0.7	0.8	0.88	0.91			
ROE	5.3%	2.6%	-0.9%	5.8%	15.3%	9.3%	10.2%	8.9%
적용ROE			2.4%	10.6%	12.3%	9.7%	10%	8%
↳ FWD 2년			0~1Y	0~1Y	0~1Y	0-1Y		
적용ROE: 2020-2022						9.7%		
적용COE: TRL 참조						6.0%		
						적정	~ 현재	~ 바닥
Target PBR						1.6	1.33	0.00
적정주가						13,988		

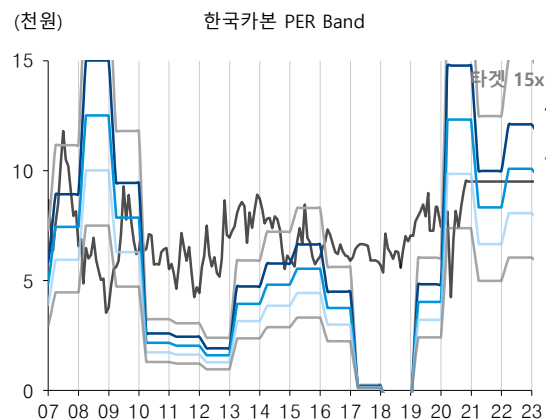
자료: 리서치본부

표6. PBR 밴드: 적정 PBR 1.6 배



자료: 리서치본부

표7. PER Band: 2021-2022 x 타겟 PER 15 배에서 적정주가 14,000 원 제시



자료: 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	221	248	278	312
현금 및 현금성자산	41	82	122	147
단기금융자산	55	55	55	55
매출채권	37	27	32	35
재고자산	87	84	69	76
비유동자산	176	185	188	194
유형자산	129	134	139	143
무형자산	3	3	3	3
자산총계	398	433	467	506
유동부채	67	63	68	75
매입채무	29	26	30	37
단기차입금	8	8	8	8
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	18	19	19	19
사채	-	-	-	-
장기차입금	9	9	9	9
부채총계	85	82	87	94
자배주주지분	313	351	380	412
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	85	85	85	85
이익잉여금	228	265	294	326
기타자본항목	-22	-21	-21	-21
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	313	351	380	412

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	273	418	346	378
증가율(%)	20.6	53.1	-17.3	9.2
매출원가	225	314	269	289
매출총이익	49	104	77	89
판매비와관리비	24	33	29	32
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	25	71	47	57
증가율(%)	309.6	182.4	-33.7	19.3
영업이익률(%)	9.2	17.1	13.7	15.0
이자수익	2	2	5	5
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	-2	-1	-	-
기타영업외손익	-1	-3	-2	-2
세전계속사업이익	24	71	49	60
법인세비용	7	17	12	16
세전계속이익률(%)	8.7	16.9	14.1	15.9
당기순이익	18	54	37	45
순이익률(%)	6.5	13.0	10.6	11.8
지배주주귀속 순이익	18	54	37	44
기타포괄이익	-5	0	0	0
총포괄이익	13	54	37	45
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

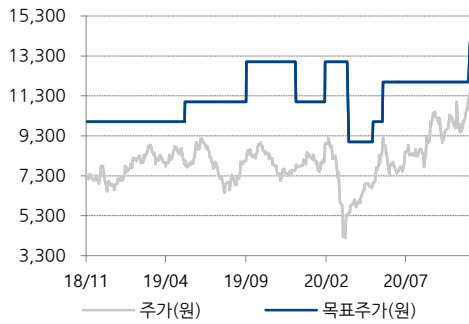
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	0	64	69	48
당기순이익	18	54	37	45
유형자산감가상각비	6	9	9	10
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-2	-1	-	-
투자활동 현금흐름	14	-15	-15	-15
유형자산의 처분(취득)	-31	-13	-14	-14
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	23	-1	0	0
재무활동 현금흐름	-2	-7	-19	-10
단기금융부채의증감	-1	-	-	-
장기금융부채의증감	5	0	0	0
자본의증감	-	0	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	12	42	40	25
기초현금및현금성자산	28	41	82	122
기말현금및현금성자산	41	82	122	147

주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	403	1,231	832	1,009
BPS	7,114	7,990	8,635	9,364
CFPS	549	1,426	1,040	1,229
DPS	120	400	200	300
Valuation(배)				
PER	19.3	9.3	13.8	11.4
PBR	1.1	1.4	1.3	1.2
PCR	14.1	8.1	11.1	9.4
EV/EBITDA	8.3	4.8	6.1	4.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.7	16.3	10.0	11.2
EBITDA 이익률	11.6	19.1	16.3	17.5
부채비율	27.1	23.3	22.9	22.9
순부채비율	-24.9	-34.0	-42.0	-44.7
매출채권회전율(x)	8.9	13.0	11.7	11.3
재고자산회전율(x)	3.8	4.9	4.5	5.2

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	-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	-24.6%	-4.2%
2020-11-17	Buy	14,000	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, 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 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 2020-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.2%	9.8%	-