

한국카본(017960)

하회

부합

상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

2분기부터 실적 개선폭 커져

예상에 부합, 올 상반기까지 MDI 장기 공급계약 물량 반영

2분기 흑자전환, 3분기 실적 개선폭 확대

MDI 가격 안정과 선가 인상 시도로 수익성 개선

Facts : 예상에 부합, 올 상반기까지 MDI 장기 공급계약 물량 반영

1분기 매출은 전년대비 11% 감소했고 영업손실 8억원으로 우리의 예상에 부합했다. 매출 감소와 MDI 가격 급등, 자회사 '에이치씨네트웍스'에서 조립산업 손상차 손 70억원 반영으로 최악을 기록했던 지난 4분기 실적 대비 빠르게 개선된 모습이다. 2011년 2달러/kg이던 MDI 가격은 2017년 4분기 6달러까지 급등하며 영업손실이 확대됐다. 그러나 상반기까지 2달러 후반에 MDI를 조달하는 공급계약을 맺었기에 4분기 대비 매출이 감소했음에도 BEP에 근접한 실적을 시현했다.

Pros & cons : 2분기 흑자전환, 3분기 실적 개선폭 확대

2017년 말 LNG 보냉재 수주잔고는 1,349억원으로 최저를 기록한 뒤 2018년 말에는 2천억원대로 올라설 전망이다. 작년 말부터 조선사들의 LNG선 수주가 급증함에 따라 최근 보냉재 inquiry가 크게 늘고 있기 때문이다. 올해 매출은 2013년 이래 최저로, 매분기 유사한 금액 수준을 보이겠으나 믹스의 변화가 크다. 2017년 상반기까지 FSRU 위주로 조선사들의 수주가 이뤄졌기 때문에 올 1분기 까지 한국카본 입장에서도 LNG선보다 FSRU에 투입될 보냉재 매출비중이 컸다. FSRU 보냉재의 스펙이 낮기에 전사 수익성도 낮았지만 점차 LNG선 투입비중이 높아지며 2분기는 흑자전환을, 3분기는 high-single의 영업이익률 달성을 예상한다. 단 4분기에는 경쟁사와 조선사에 직접 납품하는 고수익 Triplex 매출 비중이 줄며 수익성은 둔화되나 공정 스케줄 상의 일시적 현상이다.

Action : MDI 가격 안정과 선가 인상 시도로 수익성 개선

현재까지 한국 Big 3는 총 16척의 LNG선 계약을 완료해, 올해 40척 이상의 한국 조선소의 수주가 예상된다. 업종 전반에 물량에 대한 의구심은 점차 해소되고 있는 와중에, 관심사는 수익성으로 전환되고 있다. MDI 고정계약은 하반기에 끝나지만 현재 MDI 가격은 3.6달러로 안정화되고 있어 중장기적으로 수익성 개선 여지가 높다. 더불어 물량을 어느 정도 채운 조선사들은 LNG에서도 적극적인 선가 인상에 나서고 있어 저마진인 보냉재 단가도 점차 회복될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 9,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/9)	2,444
주가(5/9)	6,250
시가총액(십억원)	275
발행주식수(백만)	44
52주 최고/최저가(원)	7,380/5,210
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,688
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.4/13.7
주요주주(%)	조문수 외 5 인
	26.3
	MITSUI & CO.,LTD.
	9.6

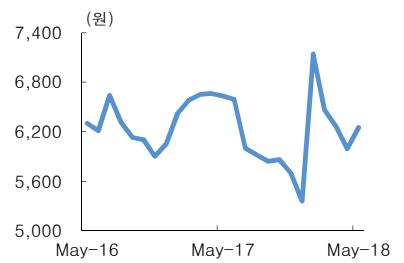
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	297.8	36.5	15.0
PBR(x)	0.7	0.8	0.8
ROE(%)	0.2	2.2	5.3
DY(%)	1.9	0.8	1.6
EV/EBITDA(x)	9.2	10.2	3.9
EPS(원)	18	171	417
BPS(원)	7,478	7,614	7,932

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.8	4.0	(6.9)
KOSPI 대비(%)	11.8	8.2	(13.5)

주가추이



자료: WISEfn

이경자

kyungja.lee@truefriend.com

김치호

chiho.kim@truefriend.com

<표 1> 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	59.9	60.0	63.0	56.2	53.2	(5.3)	(11.2)	53.5
영업이익	4.3	5.6	(0.7)	(4.3)	(0.8)	NM	NM	(1.1)
영업이익률(%)	7.2	9.3	(1.1)	(7.7)	(1.6)	6.2	(8.7)	(2.1)
세전이익	8.7	6.1	0.6	(12.4)	(0.3)	NM	NM	(0.6)
순이익	7.4	4.6	0.2	(11.6)	0.2	NM	(97.0)	(0.2)

자료: 한국투자증권

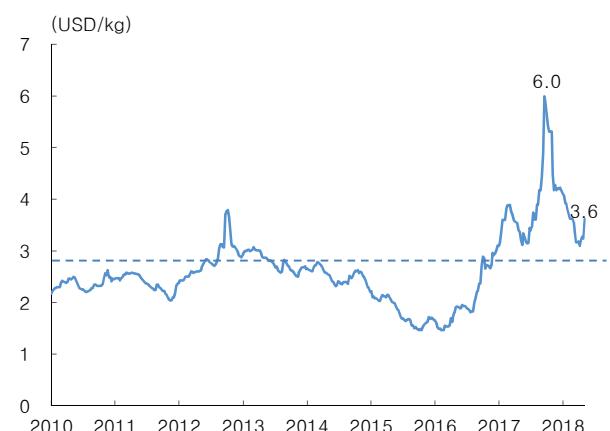
<표 2> 실적추정 요약

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출	59.9	60.0	63.0	56.2	53.2	51.6	55.0	46.9	242.5	257.6	239.1	206.7	277.5	297.6
YoY	4.0%	(28.4%)	27.4%	(15.9%)	(11.2%)	(14.1%)	(12.7%)	(16.4%)	5.0%	6.2%	(7.2%)	(13.5%)	34.3%	7.2%
LNG	40.9	38.9	40.8	33.6	33.7	29.6	33.0	25.1	155.2	177.3	154.2	121.4	190.3	207.6
카본	5.6	6.6	7.0	7.3	6.0	7.0	8.0	7.1	33.6	26.7	26.6	28.1	29.0	31.0
Glass Paper	7.6	8.1	7.7	7.3	8.0	8.0	7.0	7.3	23.5	27.2	30.7	30.3	30.3	31.0
기타	5.4	6.6	7.2	7.6	5.0	7.0	7.0	7.0	28.8	23.7	26.2	26.0	27.0	27.0
연결조정	0.5	(0.2)	0.3	0.4	0.5	0.0	0.0	0.5	1.5	2.7	1.4	1.0	1.0	1.0
원가율	84.9%	81.4%	91.2%	96.5%	92.0%	87.0%	82.0%	80.6%	81.5%	80.6%	88.4%	85.5%	84.0%	83.0%
판관비	4.8	5.6	6.2	6.3	5.1	5.5	6.0	6.4	19.2	23.1	22.8	23.0	23.0	23.0
영업이익	4.3	5.6	(0.7)	(4.3)	(0.8)	1.2	3.9	2.7	25.5	26.9	4.9	7.0	21.4	27.6
YoY	(22.7%)	(46.3%)	NM	NM	NM	(78.5%)	NM	NM	9.8%	5.3%	(81.9%)	43.1%	206.9%	28.9%
영업이익률	7.2%	9.3%	(1.1%)	(7.7%)	(1.6%)	2.3%	7.1%	5.7%	10.5%	10.4%	2.0%	3.4%	7.7%	9.3%
세전이익	8.7	6.1	0.6	(12.4)	(0.3)	1.7	4.4	3.6	30.4	24.5	3.0	9.4	22.8	29.0
순이익	7.4	4.6	0.2	(11.5)	0.2	1.3	3.3	2.7	22.7	16.5	0.8	7.0	17.1	21.7

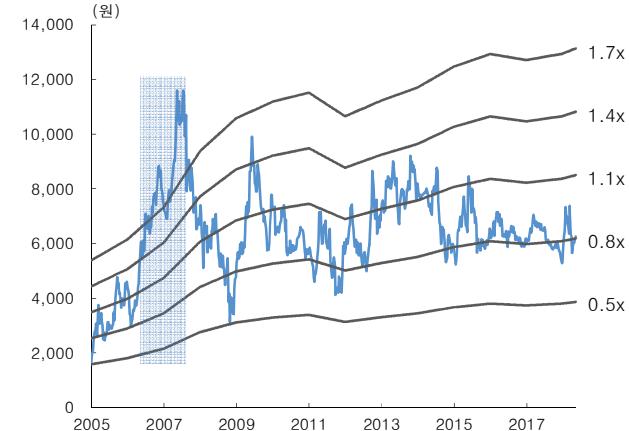
자료: 한국투자증권

[그림 1] MDI 가격



자료: Cischem

[그림 2] 한국카본 PBR 밴드



자료: 한국카본, 한국투자증권

〈표 3〉 보냉재 수요 모델

(단위: 척, 십억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
LNG 선/FSRU 발주	51	38	37	64	31	8	13	50	41	48	42
삼성 LNG 선	17	5	14	6	2	2	3	10	12	14	13
현대 LNG 선	7	9	7	8	2	2	7	15	12	14	13
대우 LNG 선	12	5	5	37	8	3	0	15	10	10	10
Big3 LNG 선/FSRU 수주	36	19	26	51	12	7	10	50	35	39	35
삼성+현대 LNG 선 수주	24	14	21	14	4	4	10	30	25	29	25
동성 보냉재 수주	209	294	303	274	189	103	106	228	286	292	295
한국카본 보냉재 수주	185	91	230	164	108	145	64	187	234	239	241

자료: 각사, 한국투자증권

〈표 4〉 조선 Big 3의 LNG선 수주

(단위: 척)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018YTD
합계	32	13	29	48	14	7	14	16
현대중공업	6	5	9	6	2	3	5	4
삼성중공업	17	4	14	5	3	1	5	4
대우조선해양	9	4	6	37	9	3	4	8

자료: 각사, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1984년 탄소섬유 및 합성수지 제조를 주사업목적으로 설립되었으며, 동사를 제외한 (주)에이치씨네트웍스 1개의 종속회사를 국내에 가지고 있음(2009년 무역, 국내외 자원개발투자 및 컨설팅을 목적으로 설립)

영업부문은 일반재 사업부문, 산업재 사업부문, 도소매 및 수출대행부문과 자원개발부문으로 이루어져 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	278	241	244	309	328
현금성자산	114	103	83	111	119
매출채권및기타채권	30	40	31	42	45
재고자산	72	67	72	97	104
비유동자산	112	126	155	154	161
투자자산	8	27	23	31	34
유형자산	80	83	87	90	93
무형자산	9	3	2	3	3
자산총계	389	366	399	463	488
유동부채	61	46	73	121	129
매입채무및기타채무	42	35	21	28	30
단기차입금및단기사채	9	9	9	9	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	10	9	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	7	5	5	5	5
부채총계	73	56	83	132	141
지배주주지분	316	310	316	330	348
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	85	85	85	85	85
기타자본	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
이익잉여금	226	222	227	240	256
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	316	310	316	330	348

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	258	239	207	278	298
매출원가	208	212	177	233	247
매출총이익	50	27	30	44	51
판매관리비	23	22	23	23	23
영업이익	27	5	7	21	28
금융수익	14	20	4	5	5
이자수익	2	2	2	2	2
금융비용	16	17	1	3	3
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(6)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	24	3	9	23	29
법인세비용	8	2	2	6	7
연결당기순이익	16	1	7	17	22
지배주주지분순이익	16	1	7	17	22
기타포괄이익	1	(1)	1	1	1
총포괄이익	17	(0)	8	18	23
지배주주지분포괄이익	17	(0)	8	18	23
EBITDA	33	11	13	27	33

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	60	(15)	43	36	25
당기순이익	16	1	7	17	22
유형자산감가상각비	5	6	5	5	5
무형자산상각비	1	1	0	1	1
자산부채변동	31	(14)	31	12	(3)
기타	7	(9)	0	1	0
투자활동현금흐름	(27)	13	(61)	(3)	(12)
유형자산투자	(13)	(10)	(10)	(10)	(8)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(14)	23	5	(7)	(1)
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
기타	0	(1)	(57)	14	(3)
재무활동현금흐름	17	(5)	(2)	(4)	(5)
자본의증가	31	0	0	0	0
차입금의순증	0	(0)	0	0	0
배당금지급	(5)	(5)	(4)	(2)	(4)
기타	(9)	0	2	(2)	(1)
기타현금흐름	4	(3)	0	0	0
현금의증가	54	(11)	(20)	28	8

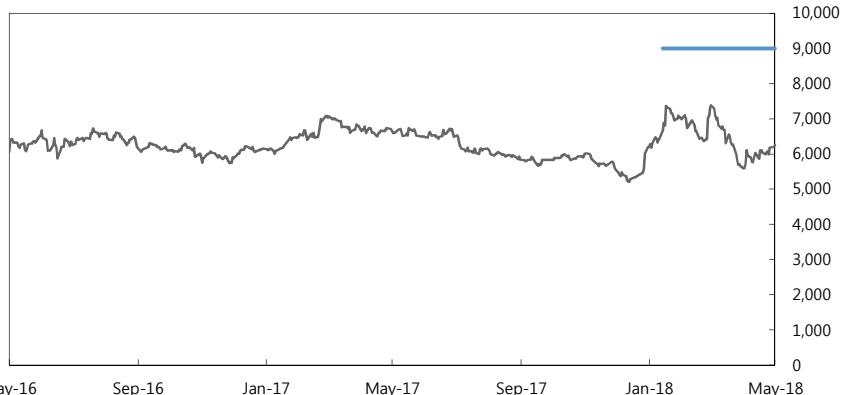
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	402	18	171	417	530
BPS	7,608	7,478	7,614	7,932	8,329
DPS	130	100	50	100	130
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.2	(7.2)	(13.5)	34.3	7.2
영업이익증가율	5.3	(81.9)	43.1	206.9	28.9
순이익증가율	(27.4)	(95.5)	844.8	143.3	27.1
EPS증가율	(30.4)	(95.5)	852.1	143.3	27.1
EBITDA증가율	3.0	(65.6)	11.3	113.3	22.4
수익성(%)					
영업이익률	10.4	2.0	3.4	7.7	9.3
순이익률	6.4	0.3	3.4	6.2	7.3
EBITDA Margin	12.9	4.8	6.2	9.8	11.2
ROA	4.5	0.2	1.8	4.0	4.6
ROE	5.5	0.2	2.2	5.3	6.4
배당수익률	2.1	1.9	0.8	1.6	2.1
배당성향	32.4	551.3	29.2	24.0	24.5
안정성					
순차입금(십억원)	(155)	(117)	(124)	(152)	(160)
차입금/자본총계비율(%)	5.6	4.4	4.3	4.1	3.9
Valuation(X)					
PER	15.0	297.8	36.5	15.0	11.8
PBR	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	2.8	9.2	10.2	3.9	2.9

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국카본(017960)	2017.02.28	NR	—	—	—
	2018.01.22	매수	9,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 9일 현재 한국카본 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.