

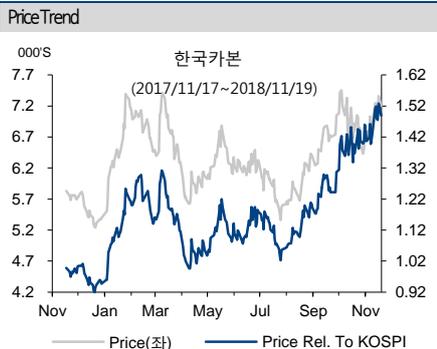
한국카본 (017960)

Buy (Initiate)

목표주가(6M)	10,000 원(신규)
증가(2018/11/16)	7,170 원

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	4,396만주
시가총액	315십억원
외국인지분율	14.0%
52주 주가	5,210~7,420 원
60일평균거래량	407,137 주
60일평균거래대금	28십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.1	24.7	6.4	23.6
상대수익률	8.6	31.2	21.0	40.7



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	239	222	227	241
영업이익(십억원)	5	3	10	12
순이익(십억원)	1	4	12	14
EPS(원)	17	90	269	322
BPS(원)	7,059	6,985	7,161	7,390
PER(배)	316.6	80.0	26.6	22.3
PBR(배)	0.8	1.0	1.0	1.0
ROE(%)	0.2	1.3	3.8	4.4
배당수익률(%)	1.9	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	10.4	15.8	9.8	8.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

IMO 로 더 뜨거워질 LNG와 보냉

이미 뜨거운 LNG 업황: 2019 년에도 뜨겁다!

이미 뜨거운 LNG 에 대한 얘기는 짧게 하겠다. 올해 한국 조선의 LNG 수주는 50 척을 넘길 듯 하고, 2019 년도 31 척을 깔고 있어 50 척을 상회할 전망이다(그림 1). 지금의 싸이클은 2000년대 카타르, 2010년초 북미 셰일가스 수출 싸이클을 합친 강도이다. 5년은 좋을 테다.

1) LNG-Fuel 확산: LNG 물동량 증가, 소형 LNG 등

현재 신조 시장에서 LNG-Fuel 보다는 당장은 CAPEX 가 싸고, 병커링 인프라를 걱정할 필요 없는 스크러버가 대세이다 그러나 Scrubber의 2차 환경 피해 등에 대한 우려와 논란도 있고, 장차 LNG 병커링 인프라가 늘면서 LNG-Fuel 이 확산될 것으로 예상된다. 2030년 20~30MTPA 의 LNG 가 선박연료로 사용되는 것이 컨센서스이다(그림 2). 동사가 할 일이 많아진다.

2) LNG-Fuel 확산: 연료 탱커

LNG-Fuel 자체가 시장을 키우는 역할도 있지만, LNG 추진선의 LNG 탱커가 새로운 시장이 된다. 현재 LNG 탱커로 Type-C, Type-B, 멤브레인 등이 사용되는데, 대형선에서는 주로 멤브레인으로 대응할 것으로 예상된다(그림 3). LNG 보냉재 시장을 양분하는 동사에게 새 시장이 열리는 것이다. CMA-CGM의 23,000-teu 컨테이너선 9척을 뺀간 중국 조선이 보냉창 9기를 동사와 동성화인텍에서 조달해갔다(그림 4).

3) NO96L03, NOG96-FLEX 등으로 고객이 50% 늘어날 것

보냉재 투자자들은 대우조선해양의 LNG 선 수주가 싫다. 대우조선해양의 NO96 은 R-PUF(폴리우레탄 폼)을 사용하지 않기 때문이다(그림 6). Mark-III 의 1/3 R-PUF 를 사용하는 NO96-L03 이 도입되었지만 확산 속도가 느리다. 올해 가을 GTT 는 BOR 0.0.7%의 NO96-FLEX 사용을 프랑스 선급에 승인 요청했다. 이 NO96-FLEX 는 MARK-III 만큼의 R-PUF 를 사용해야 한다.

시장의 2/3(SHI, HHI)만이 우리 시장이었지만 이제 100%가 된다 다만 NO96-FLEX 의 확산 확인이 필요하다.

타겟 PBR 1.4 배, 목표주가 1 만원으로, 커버리지 개시

타겟 PBR 1.4 배에, 목표주가 10,000 원으로 커버리지를 개시한다(그림 10). 우리 Triple-X 를 구매해 가는, 경쟁사는 PBR 2.5 배에 거래되고 있다.

1. 투자포인트

0. 이미 뜨겁지만, 내년에도 뜨거운 LNG 시장

뜨거운 LNG 선 시장,
내년에도 뜨거운 것

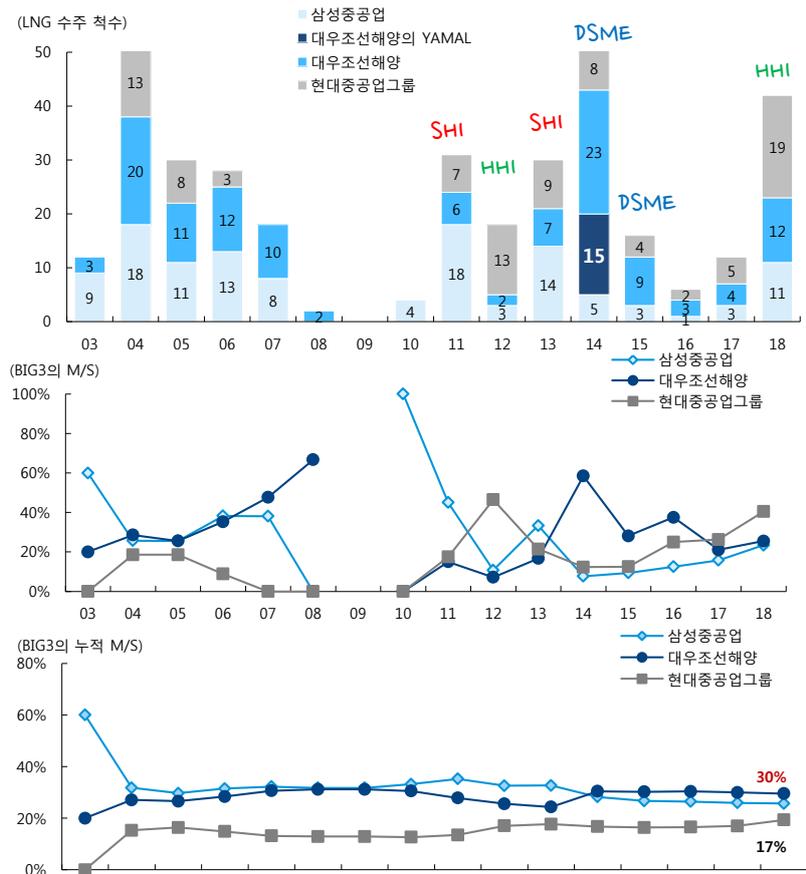
동사의 고객 SHI, HHI
수주가 많아서 더 다행

올해 한국 조선사들의 LNG 선 수주는 50 척을 넘기는 추세다.

그렇다고 올해로 끝나는 것이 아닌게, 2019년에는 모잠비크 LNG 선 16 척과 러시아 쇠빙 LNG 선 15 척 발주가 확정적이어서, 몇건만 더 붙어주면 또 50 척을 넘길 듯하다.

특히 올해 현대중공업의 선전과 삼성중공업의 하반기 수주 물이로, 동사의 고객들 수주가 많다. 고무적이다.

그림1. 한국 BIG3의 LNG와 LNG-FSRU 수주 연혁



자료: 하이투자증권 리서치센터

2. LNG-Fuel 의 확산 => LNG 선 시장 성장

LNG-Fuel 확산: 곧 LNG 선 시장도 커진다는 이야기

앞서 산업자료에서 다루었듯이 LNG-Fuel 이 LNG 벙커링 인프라 확산과 함께 천천히 늘어날 것으로 기대한다.

LNG-Fuel 선 확산은, 곧 동사의 보냉재 시장 성장을 의미한다.

그림2. 2030 년 20~30MTPA 의 천연가스(LNG)를 선박에서 사용할 것으로 예상

글로벌 해운산업이 사용하는 연료유					(백만톤)	
Source	Method	2007	2009	2011	2013	2015
IEA	Top-Down	258	246	264	254	265
IMO	Bottom-Up	352	313	327	291	298

해운업의 LNG 연료소비량 예상치					(MTPA)	
Source	2025	2030	2035	2040		
IEA - Sustainable Development	11.6	18.8	26.8	37		
IEA - New Policies	23.9	29.7	36.2	41.3		
ENGI/PWC		24 ~ 30				
Lloyds Register	8 ~ 30	10 ~ 40	15 ~ 45	20 ~ 65		
		20 ~ 30	← 컨센서스			

자료: 하이투자증권 리서치센터

3. LNG-Fuel 의 확산: 상선의 연료 저장 LNG 탱커는 신시장

LNG-Fuel 선의 LNG 연료탱커라는 시장도

일반 상선의 LNG-Fuel 선박은, LNG 선과 달리 별도 LNG 탱커를 설치해야 한다. 이에 Type-C, Type-B, 니텔 탱커 등이 있지만, 모든 선종에 적용 가능하며, 특히 대형선에서 BOR 등의 이유로 유리한 타입이 바로 동사의 멤브레인 타입이다.

중국 조선사도 멤브레인 LNG 연료탱커 한국에서 조달

안타깝게 CMA-CGM 의 23,000-teu 9 척은 중국 두 곳 조선사에 실주했지만, 결국 중국 조선사들은 멤브레인 연료탱커 9 기를 동사와 동성화인텍에 나누어 발주했다. LNG 연료탱커 4 척이 LNG 선 보냉재 1 척에 해당하는 규모이다.

LNG 연료탱커 시장 (극단적으로) 연간 LNG 선 37 척 규모

시장 전망과 같이 2030 년 LNG-Fuel 선박이 1,500 척까지 확대된다면, 그리고 모두 멤브레인을 LNG 연료탱커로 선택한다면, LNG 선 370 여척의 R-PUF 등 보냉창 시장이 생긴다. 물론 극단적인 가정이지만, 분명 시장이 커지고 있다.

그림3. LNG 추진선의 LNG 연료탱커의 종류

종류	현황	비고
Typ-C (압력식)	114K 아프라막스급 유조선 적용 완료	중소형 선종 강점
Membrane (비압력)	대형 컨테이너선 적용 설계 완료	모든 선종 적용 가능
Typ-B (비압력)	세계최초 14,700 TEU급 컨테이너선 탑재 건조 중 ('20년 인도 예정)	중대형 선종 강점
RW-LPV* (비압력)	VLOC용/컨테이너선용 연료 탱크 개발 완료	중소형 탱크 적용 선종 강점
9% 니켈 용접재	당사 개발 LNG 연료탱크 용접재 (비파괴검사 합격률 99%)	모든 연료탱크 적용

RW-IPV : Round Wall Lattice Pressure Vessel

자료: 하이투자증권 리서치센터

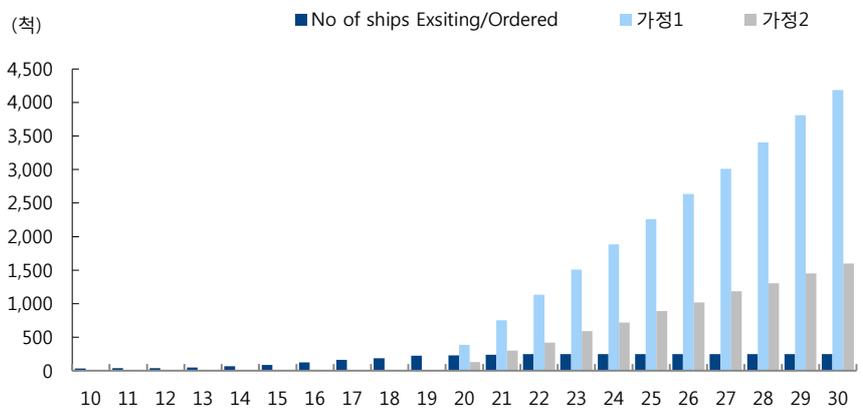
그림4. 한국카본은 CMA-CGM 이 중국 후동중화 등에 발주한 9 척 중 4 척의 LNG 연료탱커 보냉재 수주권 156 억원을 공시 | 동성화인텍도 6 월에 5 척에 해당하는 200 억원 계약을 따낸 것으로 보도

단일판매 · 공급계약 체결

1. 판매 · 공급계약 구분		기타 판매 · 공급계약
- 체결계약명		LNG추진 컨테이너선 연료탱크 보냉재 공급계약
2. 계약내역	계약금액(원)	15,570,720,000
	최근매출액(원)	239,057,382,448
	매출액대비(%)	6.51
	대규모법인 여부	미해당
3. 계약상대		Gabadi S.L.
- 회사와의 관계		-
4. 판매 · 공급지역		계약상대방이 지정하는 장소
5. 계약기간	시작일	2018-05-10
	종료일	2019-08-31

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림5. 미래 LNG-Fuel 선박 예상치



자료: 하이투자증권 리서치센터

4. MARK III-FLEX

DSME의 수주는
우리 몫 아님

동사와 동성화인텍 투자자들은 DSME의 LNG 선 수주가 싫다. DSME의 NO96-GW는 R-PUF를 사용하지 않기 때문이다.
한국 조선사들의 수주 중 2/3, 60%가 동사의 전방 시장이다.

BOR 0.07%의
NO96-FLEX

그러나 최근 GTT가 BOR을 0.7%로 강화한 NO96-FLEX를 개발해, Mock-Up을 제작해, 2020년 1분기까지 프랑스 선급의 승인을 받을 계획이다.
개발 후 마케팅 승패를 기다려보아야겠지만, 대단히 기대되는 사안이다.

동사의 시장 커버리지가 66%에서 100%로, 50% 성장할 수 있기 때문이다. 다만, 시간이 좀 필요하다.

그림6. 대표적 LNG 멤브레인 보냉창 3가지

	Mark III Flex	NO96-GW (D사 주력)	KC-1 (조선 3사 공동)
시스템 개요			
단열재 총 두께	400 mm R-PUF*	530 mm	270 mm R-PUF
BOR	0.085%/day	0.11%/day	0.12%/day
장단점	경제성/단열성능 우수	경제성/2차 방벽 기밀성 우수	경제성 낮음
적용 실적	실적 다수 (삼호 : 화물창 Leak 문제 Zero)	실적 다수	초도 제품 (KOGAS 발주 2척) (개발 착수부터 10년 이상 소요)

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림7. GTT의 보냉재 BOR 낮추어가는 중

GTT와 SHI, HHI의	MARK (BOR)	NO96 (BOR)	GTT와 DSME의	비고
Mark III	0.15%	0.15%	NO96	
		0.12%	NO96-GW	
		0.11%	NO96L03	
		0.10%	NO96L03+	
			NO96-MAX	실패
Mark III FLEX	0.09%			Gaslog가 SHI에 발주
Mark III FLEX+	0.07%	0.07%	NO96-FLEX	Mock-Up을 제작해, 1Q20 승인 목표
Mark V	0.07%			Centrica와 Gaslog가 V를 선택했다가 FLEX로 추후 변경

자료: 하이투자증권 리서치센터

II. 실적과 Valuation

1. 실적: 2020년까지 턴어라운드

2019년 LNG 부문 매출 턴어라운드 시작

2016년부터의 CR, 2017년 하반기부터의 MDI 가격 급등에 따른 수익성 하강을 지나, 2Q18 영업이익의 흑자전환에 성공했고, 3Q18에는 순이익도 흑자를 기록했다.

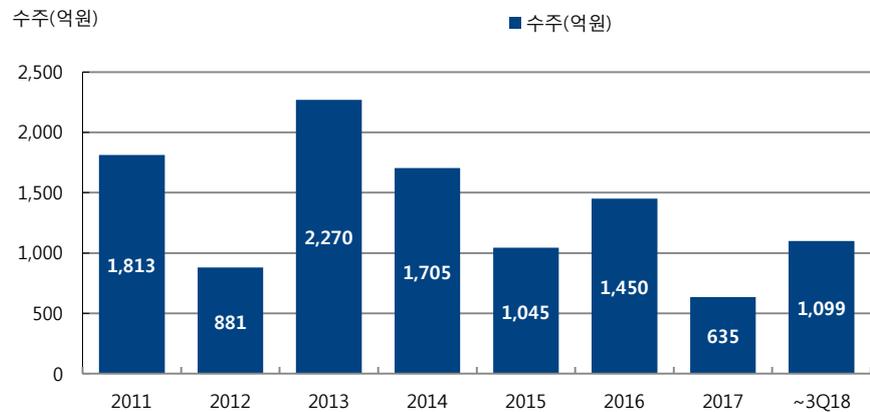
2017년의 수주 위축으로 2019년의 성장폭은 강력하지는 않지만 2018년 수주 LNG 선의 인도 시점이 주로 2020년이었던 점을 감안하면, 2019년 LNG 부문 매출은 턴어라운드를 할 것으로 추정한다.

그림8. 한국카본 실적 예상치

													(억원)		
한국카본	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2017	2018	2019	2020	2021		
매출액	599	600	630	562	532	615	474	602	2,391	2,223	2,265	2,414	2,686		
영업이익	43	56	-7	-43	-8	4	9	21	49	25	96	122	170		
금융/기타영업외	44	5	13	-81	5	-2	10	13	-19	26	60	63	65		
지배주주순이익	74	46	2	-116	2	-3	13	27	7	39	118	142	178		
영업이익률	7.2%	9.3%	-1.1%	-7.7%	-1.6%	0.6%	2.0%	3.4%	2.0%	1.1%	4.3%	5.1%	6.3%		
지배주주순이익률	12.4%	7.7%	0.4%	-20.6%	0.4%	-0.4%	2.7%	4.5%	0.3%	1.8%	5.2%	5.9%	6.6%		
EPS(원)	169	105	5	-263	5	-6	29	61	17	90	269	322	404		
BPS(원)	7,211	7,323	7,331	7,059	6,969	6,976	7,006	6,985	7,059	6,985	7,161	7,390	7,700		
LNG 매출	409	389	408	336	342	404	270	382	1,542	1,399	1,452	1,569	1,848		
YoY									-13%	-9%	4%	8%	18%		

자료: 하이투자증권 리서치센터

그림9. 미래 LNG-Fuel 선박 예상치



자료: 하이투자증권 리서치센터

2. VALUATION

타겟 PBR 1.4 배,
목표주가 1만원
커버 개시

동사의 목표주가를 타겟 PBR 1.4 배에서 10,000 원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 뜨거운 LNG 업황에 비해, 커버 재개가 늦은 감이 있지만, 앞으로 갈 길이 여전히 많이 남았기 때문에 더 면밀히 회사를 지켜보고자 한다.

LNG-Fuel 과
NO96-FLEX 의
확산은
실적 예상치를 상향할
트리거

현재 업황 정도에서 실적 성장이 지속되지만, 1) LNG-Fuel 및 멤브레인 LNG 탱커의 확산, 2) NO96L03 을 시작으로 NO96-FLEX 등의 판매로 동사 고객이 늘 때, 더 큰 폭의 성장을 도모할 수 있을 것이다.

LNG 가 코모디티화, 스팟화되는 시장에서 보냉창 업체는 할 일이 많아진다. 중장기 투자 대상이다.

그림10. 한국카본 실적 예상치

계정	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년
EPS	553	375	17	90	269	322	404	374
BPS	6,876	7,189	7,059	6,985	7,161	7,390	7,700	7,981
PBR(고)	1.3	1.0	1.0	1.1	0.0			
PBR	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0			
PBR(저)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.0			
ROE	7.7%	5.3%	0.2%	1.2%	3.6%	4.1%	5.0%	4.4%
적용ROE	6%			4.1%	4.6%	5%	5%	4%
↳ FWD 2년	FWD 2Y			2Y	1~2Y			
COE(고)	5.0%	2.8%	0.7%	2.2%				
COE(평)	6.8%	3.2%	0.8%	2.3%				
적용ROE: 2020년				4.1%	4.6%			
적용COE: TRL 참조				3.0%	3.0%			
Target PBR				1.4	1.5			
적용 BPS: 당해말				6,985	7,161			
목표주가				10,000	11,000			
증가(11.16)				7,330				
상승여력				36%				

자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

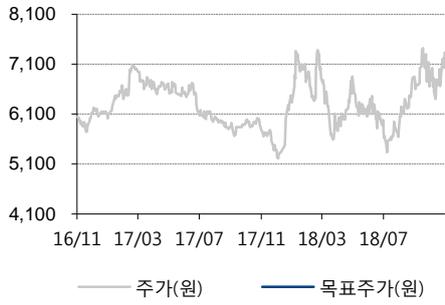
재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	241	270	261	264	매출액	239	222	227	241
현금 및 현금성자산	103	166	161	160	증가율(%)	-7.2	-7.0	1.9	6.6
단기금융자산	27	13	6	3	매출원가	212	200	198	209
매출채권	40	43	45	49	매출총이익	27	22	29	32
재고자산	67	44	45	48	판매비와관리비	22	20	19	20
비유동자산	126	135	146	157	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	83	88	92	96	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	2	2	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	366	405	407	421	영업이익	5	3	10	12
유동부채	46	87	81	85	증가율(%)	-81.9	-47.9	280.1	26.4
매입채무	21	21	24	27	영업이익률(%)	2.0	1.1	4.3	5.1
단기차입금	9	59	59	59	이자수익	2	4	7	7
유동성장기부채	-	-10	-18	-18	이자비용	0	0	0	0
비유동부채	10	11	11	12	지분법이익(손실)	-	0	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-6	0	-	-
장기차입금	5	5	5	5	세전계속사업이익	3	5	16	18
부채총계	56	98	92	97	법인세비용	2	1	4	4
자배주주지분	310	307	315	325	세전계속이익률(%)	1.2	2.3	6.9	7.7
자본금	22	22	22	22	당기순이익	1	4	12	14
자본잉여금	85	85	85	85	순이익률(%)	0.3	1.8	5.2	5.9
이익잉여금	222	222	229	239	지배주주귀속 순이익	1	4	12	14
기타자본항목	-18	-21	-21	-21	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	0	3	10	13
자본총계	310	307	315	325	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-15	20	10	10	주당지표(원)				
당기순이익	1	4	12	14	EPS	17	90	269	322
유형자산감가상각비	6	9	10	10	BPS	7,059	6,985	7,161	7,390
무형자산상각비	1	0	0	0	CFPS	166	306	497	561
지분법관련손실(이익)	-	0	-	-	DPS	100	100	100	100
투자활동 현금흐름	13	5	-4	-9	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-10	-14	-14	-15	PER	316.6	81.8	27.2	22.8
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	0.8	1.0	1.0	1.0
금융상품의 증감	-19	-5	-7	-8	PCR	32.2	24.0	14.7	13.1
재무활동 현금흐름	-5	36	-12	-4	EV/EBITDA	10.4	16.4	10.2	9.0
단기금융부채의증감	0	40	-8	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	0	0	ROE	0.2	1.3	3.8	4.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	4.8	5.4	8.7	9.4
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	18.1	31.8	29.4	29.7
현금및현금성자산의증감	-11	63	-5	-1	순부채비율	-37.6	-40.8	-38.7	-36.2
기초현금및현금성자산	114	103	166	161	매출채권회전율(x)	6.7	5.3	5.2	5.2
기말현금및현금성자산	103	166	161	160	재고자산회전율(x)	3.4	4.0	5.0	5.2

자료 : 한국카본, 하이투자증권 리서치센터

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		



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)

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 2018-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율 (%)	90.1%	9.9%	-