

# 한국카본

# BUY(유지)

017960 기업분석 | 기계

목표주가(상향)	9,800원	현재주가(12/14)	7,810원	Up/Downside	+25.5%
----------	--------	-------------	--------	-------------	--------

2018. 12. 17

## 탐방 노트: 더 보여줄 것 많다!

### Investment Points

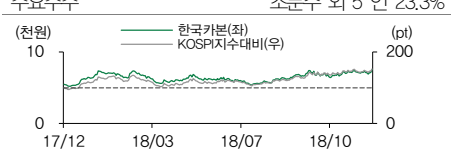
**8개월 만에 다시 방문한 밀양 1, 2공장은 작업 물량이 늘면서 LNG 및 유리섬유 사업 성장 지속:**  
 지난 4월에 이어 한국카본 밀양 1, 2공장을 지난주에 탐방하였다. 18년에 사상 최대 수주를 받은 LNG보냉재를 생산하는 2공장을 먼저 둘러보았다. 재 방문한 공장에서 야적된 LNG보냉재용 폴리우레탄폼 물량이 지난번 대비 많이 늘어난 것을 확인하였다. 주요 원소재인 MDI 가격 하락 기조 아래 주요 고객사로부터 주문받은 단열 판별의 생산량 증대는 동사의 매출 및 수익성 개선 전망을 밝게 한다. 1공장에서는 유리섬유소재로 바닥재 등에 쓰이는 Glass Paper와 LNG보냉재 2차 방벽용 FSB 및 RSB 제작 공정을 둘러보았다. 8개월 전보다 분주한 모습이 눈에 띄었고, 국내 또는 글로벌 독점 아이템으로 대기업과 동종사 납품이 19년에 더 늘어나면서 실적 개선을 이끌 전망이다.

**가시적인 LNG보냉재사업의 성장과 함께 GP사업과 카본사업의 개선 스토리 추가 전망:** 매출에 70% 이상으로 비중이 확대될 LNG보냉재 신규수주가 18년 12월 현재 3,600억원으로 사상 최대 실적이다. 현대중공업그룹 및 삼성중공업의 LNG선 수주 소식이 추가되고 있어 한국카본의 LNG보냉재 수주는 연말 및 19년에도 유의미하게 늘어날 전망이다. GP사업은 건축용 단열재부분이 성장하고 있고 카본사업은 베트남에서 공장 건설이 19년 초반에 마무리되면서 안정화가 기대된다.

### Action

**4Q18과 2019년에 뚜렷한 실적 개선 및 주요 사업부의 성장스토리가 빛을 발휘할 한국카본 BUY!**  
 한국카본 목표주가를 Target P/B 1.35배를 적용하여 9,800원으로 상향한다. 동사의 13년 신규수주가 2,270억원으로 최대치를 경신했을 때 P/B 1.35배를 적용받았다. 현시점은 13년 대비 LNG보냉재 수주 실적과 전망이 한층 밝고, GP 및 카본 사업부도 기업가치 향상에 일조할 전망이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원 원 배 %)							
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	5,210/7,810원
매출액	258	239	218	260	302	KOSDAQ /KOSPI	666/2,069pt
(증가율)	6.2	-7.2	-8.8	19.3	16.0	시가총액	3,433억원
영업이익	27	5	5	15	21	60일-평균거래량	415,853
(증가율)	5.3	-81.9	8.1	177.8	45.3	외국인지분율	14.5%
순이익	16	1	5	12	16	60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
EPS	379	17	122	272	367	주요주주	조문수 외 5인 23.3%
PER (H/L)	20.4/14.7	423.0/303.7	61.8	27.8	20.6	(천원)	10
PBR (H/L)	1.1/0.8	1.0/0.7	1.1	1.0	1.0	(원)	200
EV/EBITDA (H/L)	4.8/2.9	17.0/9.8	16.5	9.8	7.5	17/12	18/03
영업이익률	10.4	2.0	2.4	5.6	7.1	18/07	18/10
ROE	5.5	0.2	1.7	3.8	5.0	주가상승률	1M
						절대기준	3M
						상대기준	12M
							11.3
							14.3
							42.5
							11.2
							28.1
							70.1

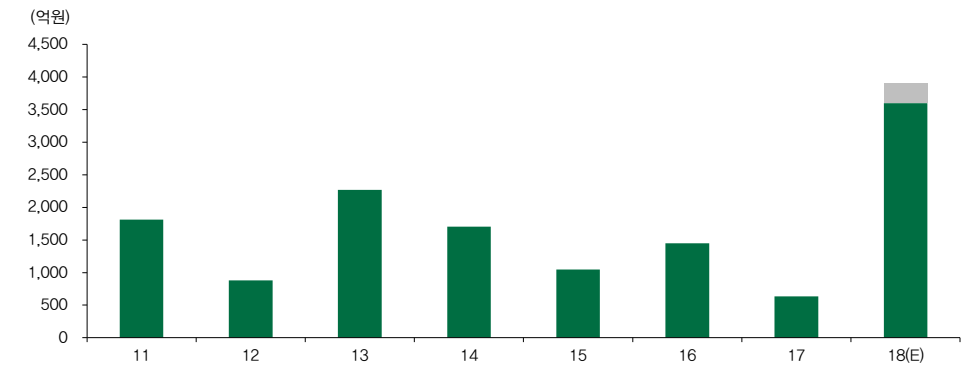


## 2018년 수주를 시작으로 2019년에는 실적까지 개선 그림 뚜렷

사상 최대 LNG보냉재 수주로 끝이 아니며 추가 수주와 함께 매출 및 수익성 개선을 시작

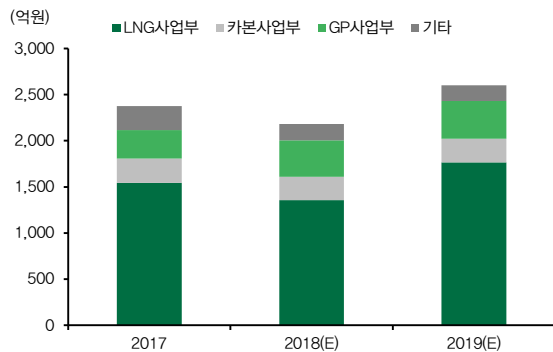
한국카본은 전체 매출에서 LNG보냉재사업부의 비중이 18년에 60% 초반에서 20년에는 70%를 넘어설 전망이다. 주력인 LNG보냉재 신규수주가 17년 635억원을 바닥으로 18년은 급반전을 보이며 사상 최대 수주실적으로 이미 3,600억원 가량을 인식하고 있다. 지금까지 연간 LNG보냉재 최대 수주 실적은 13년에 2,270억원이었고, 이를 12월 중반에 이미 58.6% 초과한 상황이다. 이러한 수주량 급증은 19년 2분기부터 매출측면에도 큰 폭의 개선을 가능하게 만들 전망이다. 현재 주요 조선소의 LNG선 옵션 물량이 20~30척 수준으로 추정된다. 12월에도 LNG선 추가 수주 소식이 신규 및 옵션 선박들로 나타나고 있다. 동사의 LNG보냉재 수주소식은 가시적으로 이들 조선소의 수주에 이어 들어줄 수 있을 전망이다.

도표 1. 한국카본의 LNG보냉재 연도별 신규수주 실적 및 전망



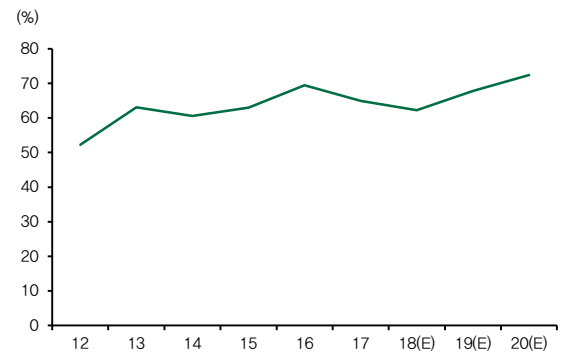
자료: 한국카본, DB금융투자

도표 2. 한국카본 주요 사업부별 매출



자료: 한국카본, DB금융투자

도표 3. 한국카본 LNG보냉재사업부 연도별 매출비중



자료: 한국카본, DB금융투자

한국카본 밀양 2공장의 LNG보냉재 제작공정을 둘러보며 8개월 전보다 생산량 급증 확인

지난 4월에 이어 한국카본의 밀양 소재 1, 2공장을 지난주에 탐방하였다. 18년에 사상 최대 수주를 받은 LNG보냉재를 생산하는 2공장을 먼저 둘러보았다. 8개월 만에 방문한 공장에서 아적된 LNG보냉재 용 폴리우레탄폼 물량이 지난번 대비 확연히 늘어난 것을 확인하였다. 주요 원소재인 MDI 가격 하락 기조 아래 주요 고객사로부터 주문받은 단열 패널의 생산량 증대는 동사의 매출 및 수익성 개선 전망을 밝게 한다. 매출에 70% 이상으로 비중이 확대될 LNG보냉재 신규수주가 18년 12월 현재 3,600억 원으로 사상 최대이다. 현대중공업그룹 및 삼성중공업의 LNG선 수주 소식이 추가되고 있어 한국카본의 LNG보냉재 수주는 연말 및 19년에도 유의미하게 늘어날 전망이다.

도표 4. 한국카본 제 2공장에 아적된 폴리우레탄폼(18/04)



자료: 한국카본, DB 금융투자

도표 5. 한국카본 제 2공장에 아적된 폴리우레탄폼(18/12)



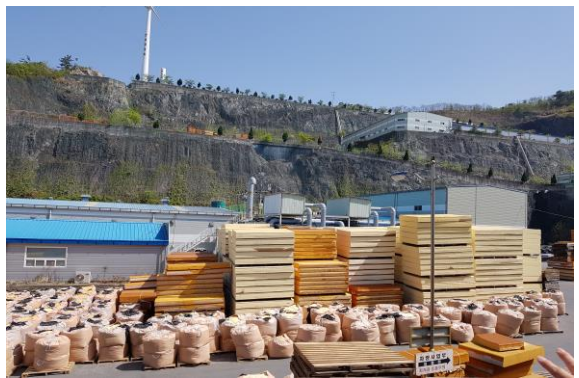
자료: 한국카본, DB 금융투자

도표 6. 한국카본 제 2공장에 아적된 폴리우레탄폼(18/12)



자료: 한국카본, DB 금융투자

도표 7. 한국카본 제 2공장에 아적된 폼 및 부산물(18/04)

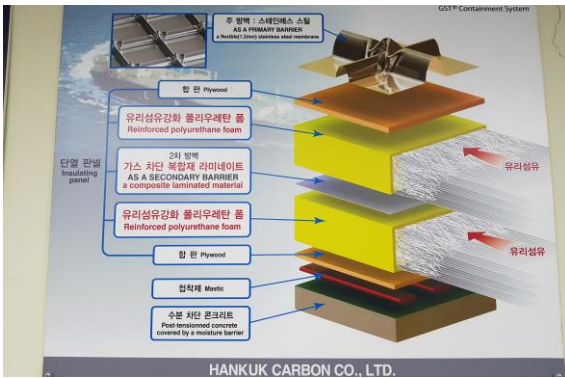


자료: 한국카본, DB 금융투자

한국카본 1공장에서 LNG보냉재 2차 방벽용 RSB/FSB 제작 공정을 돌아보며 개선을 확인

1공장에서는 유리섬유소재로 바닥재 등에 쓰이는 Glass Paper와 LNG보냉재 2차 방벽용 FSB 및 RSB 제작 공정을 둘러보았다. 2개 사업장 모두 8개월 전보다 분주한 모습이 눈에 띄었다. LNG선은 화물창 내에 -162°C의 초저온 상태를 유지하기 위해 단열 판별을 사용한다. 특히, 프랑스 GTT의 MARK III 시스템은 아래 [도표 8]처럼 2개의 크기가 다른 폴리우레탄폼으로 방벽을 형성한다. 1차 방벽이 손상될 경우 추가 누출을 막기 위해 2차 방벽의 LNG 초저온 유지를 위한 핵심 자재로 FSB(Flexible Secondary Barrier)와 RSB(Rigid Secondary Barrier)를 사용한다. RSB는 동사가 독점 공급하는 아이টে็ม으로 경쟁사에도 납품한다. FSB의 경우 프랑스 허친슨사와 시장을 양분하고 있으며 지난 12년부터 자체 기술력으로 생산을 시작하였다. 국내 또는 글로벌 독점 아이টে็ม으로 조선소 및 동종 사 납품이 19년에 더 늘어나면서 실적 개선을 이끌 전망이다.

도표 8. 한국카본 LNG단열 판별 세부 구조



자료: 한국카본, DB 금융투자

도표 9. FSB(Flexible Secondary Barrier) 제작 현장



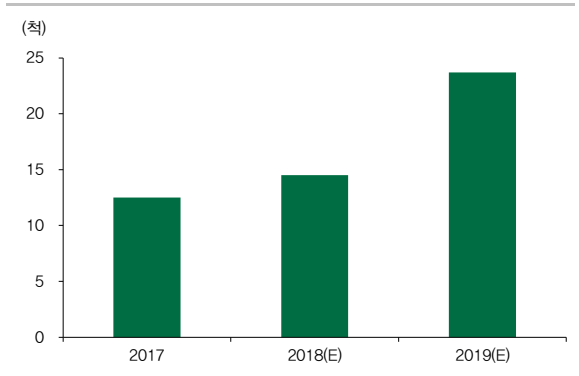
자료: 한국카본, DB 금융투자

도표 10. RSB(Rigid Secondary Barrier)제작 설비



자료: 한국카본, DB 금융투자

도표 11. 한국카본의 RSB 연도별 생산량



자료: 한국카본, DB 금융투자

GP(Glass Paper)사업부는 한국카본의 숨은 진주

1공장에서 마지막으로 유리섬유소재로 바닥재 등에 쓰이는 Glass Paper 제작 공장을 탐방하였다. GP 사업은 유리장섬유를 주원료로 하여 습식법으로 Glass Paper를 제조하고 있다. Glass Paper는 치수안정성, 내열성, 내약품성, 전기절연성, 인쇄가공성, 단열성 등의 특성으로 국내외 많은 장판 및 건축재, 외장재 제조업체에서 한국카본의 Glass Paper를 사용하고 있다. 주력인 바닥장식재의 수요가 꾸준한 가운데 패널폼단열재의 건물외관용 매출비중이 높아지고 있고 타일용이 해외수출 등 수요가 늘어나고 있다. 18년에 LNG보냉재를 비롯하여 주요 사업부의 매출은 감소세를 보였지만 GP사업부는 성장세가 뚜렷한 가운데 YoY로 29% 매출 성장을 보일 것으로 추정한다. LNG보냉재 매출이 19년부터 급증할 것이고 GP사업도 중장기적으로 성장을 이어가면서 한국카본의 기업가치 개선에 일조할 전망이다.

도표 12. GP(Glass Paper) 제작 공정



자료: 한국카본, DB금융투자

도표 13. GP가 들어간 바닥재 예)



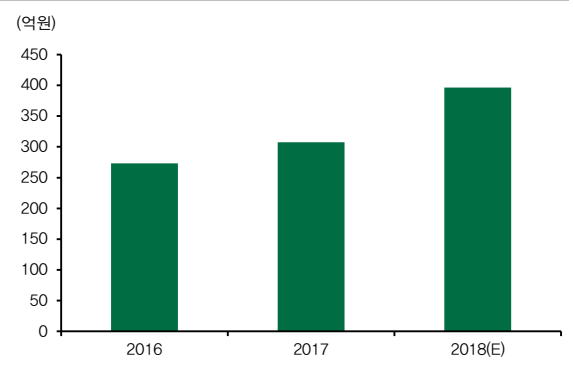
자료: 한국카본, DB금융투자

도표 14. 한국카본의 주 소재인 유리섬유와 탄소섬유



자료: DB금융투자

도표 15. GP사업부 연도별 매출액



자료: 한국카본, DB금융투자

4Q18부터 실적 개선 및 주요 사업부 성장스토리가 빛을 발휘할 한국카본 BUY!

한국카본 목표주가를 Target P/B 1.35배를 적용하여 9,800원으로 상향한다. 동사는 13년 신규수주가 2,270억원으로 최대치를 경신했을 때 P/B 1.35배를 적용받았다. 현시점은 13년 대비 LNG보냉재 수주 실적과 전망이 한층 밝고, GP 및 카본 사업부도 기업가치 향상에 일조할 전망이다.

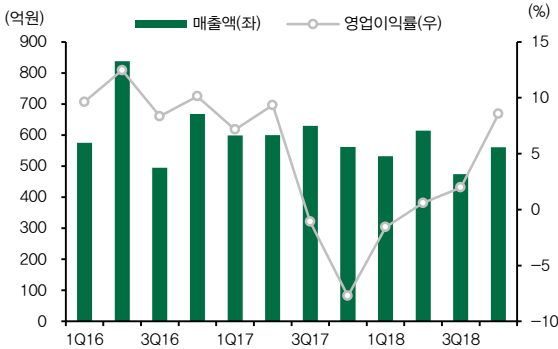
도표 16. 한국카본 4Q18실적 Preview

(단위: 십억원, %, %pt)

	4Q18E	3Q18	%QoQ	4Q17	%YoY	컨센서스	%차이
매출액	56	47	18.3	56	-0.1	62	-9.1
영업이익	5	1	411.5	-4	-210.8	2	166.7
세전이익	5	2	174.5	-12	-142.7	4	20.5
당기순이익	4	1	216.2	-12	-135.5	2	90.7
영업이익률	8.6	2.0	6.6	-7.7	16.3	2.9	5.6
세전이익률	9.4	4.1	5.4	-22.1	31.5	7.1	2.3
당기순이익률	7.3	2.7	4.6	-20.6	27.9	3.5	3.8

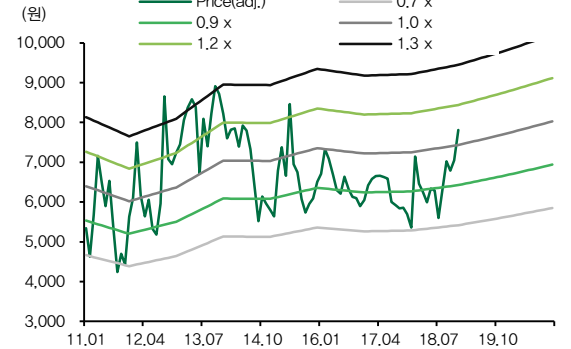
자료: 한국카본, DB금융투자

도표 17. 한국카본 분기별 매출액 및 영업이익률



자료: 한국카본, DB금융투자

도표 18. 한국카본 Forward P/B 밴드



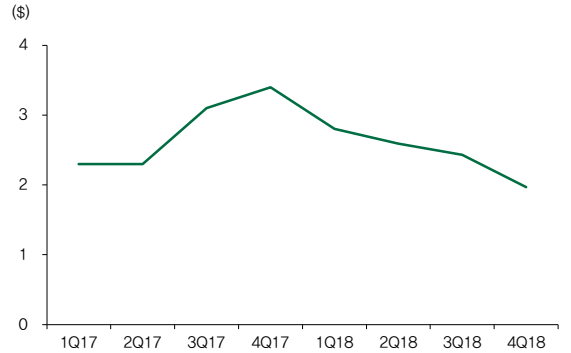
자료: DB금융투자

도표 19. LNG보냉재 소재인 MDI의 중국 스팟가격



자료: Ciscem, DB금융투자

도표 20. 한국카본 MDI가격 분기평균 추정



자료: DB금융투자

**대차대조표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	278	241	240	248	260
현금및현금성자산	114	103	111	102	105
매출채권및기타채권	30	40	37	41	46
재고자산	72	67	61	74	82
비유동자산	112	126	129	133	136
유형자산	80	83	87	91	95
무형자산	9	3	2	2	1
투자자산	8	27	27	27	27
자산총계	389	366	369	381	396
유동부채	61	46	48	51	55
매입채무및기타채무	42	35	37	41	44
단기차입금및단기차	9	9	9	9	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	10	10	10	10
사채및차입금	5	5	5	5	5
부채총계	73	56	58	62	65
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	85	85	85	85	85
이익잉여금	226	222	223	231	243
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	316	310	312	319	331

**손익계산서**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	258	239	218	260	302
매출원가	208	212	193	223	254
매출총이익	50	27	25	37	48
판매비	23	22	20	23	27
영업이익	27	5	5	15	21
EBITDA	33	11	13	22	29
영업외손익	-2	-2	2	1	0
금융손익	-2	4	4	3	2
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-6	-2	-2	-2
세전이익	24	3	7	16	21
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	1	5	12	16
자배주주지분순이익	16	1	5	12	16
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	17	0	5	12	16
증감률(%YoY)					
매출액	6.2	-7.2	-8.8	19.3	16.0
영업이익	5.3	-81.9	8.1	177.8	45.3
EPS	-31.4	-95.5	621.4	122.4	35.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

**현금흐름표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	60	-15	18	4	12
당기순이익	16	1	5	12	16
현금유출이없는비용및수익	18	3	5	8	10
유형및무형자산상각비	6	7	7	7	8
영업관련자산부채변동	31	-14	9	-13	-9
매출채권및기타채권의감소	31	-11	2	-4	-4
재고자산의감소	-2	6	5	-12	-8
매입채무및기타채무의증가	1	-7	2	4	3
투자활동현금흐름	-27	13	-5	-9	-5
CAPEX	-13	-10	-10	-10	-10
투자자산의순증	9	-19	0	0	0
재무활동현금흐름	17	-5	-4	-4	-4
사채및차입금의 증가	3	-4	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	22	0	0	0	0
배당금지급	-5	-5	-4	-4	-4
기타현금흐름	4	-3	0	0	0
현금의증가	54	-11	8	-9	2
기초현금	60	114	103	111	102
기말현금	114	103	111	102	105

**주요 투자지표**

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	379	17	122	272	367
BPS	7,189	7,059	7,088	7,266	7,540
DPS	130	100	100	100	100
Multiple(배)					
P/E	15.9	316.6	61.8	27.8	20.6
P/B	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.3	10.4	16.5	9.8	7.5
수익성(%)					
영업이익률	10.4	2.0	2.4	5.6	7.1
EBITDA마진	12.9	4.8	5.8	8.5	9.6
순이익률	6.4	0.3	2.5	4.6	5.4
ROE	5.5	0.2	1.7	3.8	5.0
ROA	4.5	0.2	1.5	3.2	4.2
ROC	10.7	0.8	2.4	6.6	8.8
안정성및기타					
부채비율(%)	23.2	18.1	18.6	19.3	19.6
이자보상배율(배)	81.5	17.3	21.6	60.1	87.3
배당성향(배)	32.4	551.3	76.4	34.4	25.4

자료: 한국거래소 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)**

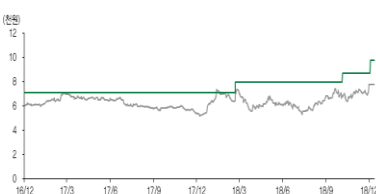
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**한국거래소 현주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/10/21	Hold	7,100	-11.3	-0.3					
17/10/21	1년경과		-13.7	3.7					
18/03/06	Buy	8,000	-21.7	-7.3					
18/10/19	Buy	8,700	-19.2	-10.2					
18/12/17	Buy	9,800	-	-					

주: \*표는 담당자 변경