

한국카본 (017960/매수)

기계

LNG보냉재 호황, 이제 시작이다

LNG보냉재 호황 사이클, 과거와 달라지고 있다

LNG보냉재 산업은 11년부터 시작된 LNG선 및 LNG 해양플랜트 발주 증가에 따라 사상 유례없는 초호황 사이클에 진입하고 있다. 이번 호황은 지난 04~06년 사이클과 달리 단기에 그치지 않고 더욱 확대, 연장되고 있다. 이유는 1) 글로벌 에너지 믹스(Energy mix)가 천연가스를 중심으로 재편되고 있고, 2) LNG-FPSO, LNG-FSRU 등 기존에 없던 해양플랜트용 수요가 매출로 이어지고 있으며, 3) 중장기적으로 미국의 셰일가스 수출로 보냉재 호황이 더 연장될 가능성이 높기 때문이다.

구조적으로 개선되는 영업 환경 : 제품 단가 상승, 수주 여건 개선

이번 사이클에서 동사의 영업 환경은 구조적으로 두 가지 측면에서 개선되고 있다. 먼저 **제품 단가가 상승하고 있다**. 이유는 1) LNG 수요 증가와 LNG선 용선료 상승에 따라 LNG선이 대형화되고 있고, 2) LNG-FSRU 등 해양플랜트용 발주 규모가 크며, 3) 제품 타입 전환으로 보냉재 투입량이 증가하고 있기 때문이다.

수주 환경도 개선되고 있다. 1) LNG 호황 사이클이 과거보다 연장될 조짐을 보이고 있고, 2) 부진했던 현대중공업의 수주 점유율이 회복되면서 공급 협상력(Bargaining Power)이 개선되고 있으며, 3) 향후 보냉재 타입 전환에 따라 고객 수가 증가할 가능성이 있기 때문이다. 특히 최근 보냉재 시장은 운송시 가스기화율(BOR)을 줄이기 위해 보냉재 두께가 늘어나는 추세이다. 이에 따라 동사 제품도 Mark-III에서 Mark-Flex 타입으로 진화하고 있고, 선주 또한 경제성이 좋은 동사 제품 타입을 선호할 가능성이 크다.

투자의견 매수, 목표주가 8,300원 유지

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 8,300원을 유지한다. 현재 주가는 12, 13년 예상 실적 기준 P/E 각각 12.2배, 6.6배이며 P/B 0.9배, 0.8배 수준이다. 특히 13년 예상 매출액 2,302억원은 동사 가이던스 2,800억원 대비 매우 보수적인 수준이며 최근 수주 호조 감안시 향후 수익 추정 상향 여지가 충분하다고 판단된다.

5월 NDR 결과 LNG 보냉재 호황 사이클 진입에는 이견이 없어 보인다. 제품 단가 상승, 제품 및 고객 다변화 가능성 등 구조적인 영업 환경 개선은 새롭게 확인한 투자 포인트이다. 2분기부터 LNG사업 매출이 급증할 것으로 예상되므로 향후에는 실적 모멘텀에 보다 주목할 필요가 있다. 최근 주가 조정은 중장기적인 매수 기회로 판단한다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E	P/B	EV/EBITDA (배)
12/10	131	8	5.9	8	266	13	20	4.6	21.6	1.1	8.4
12/11	108	5	4.4	6	189	11	-27	3.2	29.9	0.9	11.9
12/12F	170	15	9.0	13	454	21	-29	7.0	12.2	0.9	7.5
12/13F	230	30	12.8	25	846	36	-7	12.0	6.6	0.8	4.7
12/14F	310	45	14.4	37	1,254	51	3	15.6	4.4	0.7	3.3

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 한국카본, KDB대우증권 리서치센터

Small Cap 박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

Small Cap 이규선

02-768-3071

gyusun.lee@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	8,300
현재주가(12/05/18, 원)	5,560
상승여력(%)	49.3
EPS 성장률(12F, %)	122.8
MKT EPS 성장률(12F, %)	20.5
P/E(12F, x)	12.2
MKT P/E(12F, x)	8.8
KOSPI	1,782.46
시가총액(십억원)	164
발행주식수(백만주)	30
60D 일평균 거래량(천주)	276
60D 일평균 거래대금(십억원)	2
배당수익률(12F, %)	1.8
유동주식비율(%)	63.7
52주 최저가(원)	3,530
52주 최고가(원)	7,710
베타(12M, 일간수익률)	1.2
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.5
외국인 보유비중(%)	6.7

주요주주

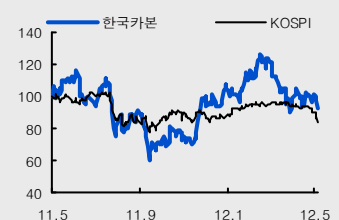
조문수 외 1인(28.99%)

국민연금관리공단(5.31%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.0	26.8	-10.5
상대주가	-1.0	29.9	6.1

주요사업

LNG보냉재, 카본섬유, 글래스페이퍼 등 산업용 소재 제조업



■ LNG보냉재 호황 사이클, 과거와 달라지고 있다

과거와 달라진

LNG보냉재 호황 사이클

LNG보냉재 산업은 11년부터 시작된 LNG선 및 LNG 해양플랜트 발주 증가에 따라 사상 유례없는 초호황 사이클에 진입하고 있다. 이번 호황은 지난 04~06년 사이클과 달리 단기에 그치지 않고 더욱 확대, 연장되고 있다. 이유는 다음과 같다.

천연가스가 미래

에너지원으로 부각

첫째, 글로벌 에너지 믹스(Energy Mix)가 천연가스로 향하고 있다. 일본 대지진 이후 원자력 발전의 매력도가 급감하고 천연가스가 경제성, 친환경성 측면에서 대체 에너지원으로 각광받고 있다. IEA 전망에 따르면 전세계 천연가스 생산량은 2035년까지 약 70% 증가한 5.1 tcm, 천연가스 수입량(물동량)은 약 100% 증가한 1.1 tcm으로 전망된다. LNG 수요 증가에 따라 LNG선, LNG해양플랜트, 육상 저장탱크 등 보냉재 전방 수요가 지속적으로 확대될 것으로 보인다.

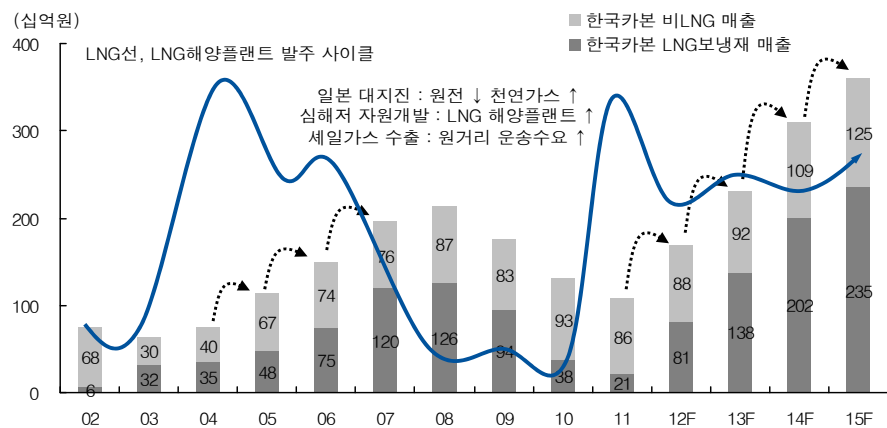
해양플랜트용 수요 확대

둘째, 기존에 없던 신규 제품 수요가 발생하고 있다. 기존 보냉재 수요는 전적으로 LNG선에 의존했다. 그러나 심해저 자원 시추 활동이 늘어나면서 LNG-FPSO(부유식 LNG 생산,저장,하역설비), LNG-FSRU(부유식 LNG 저장,재기화설비), 고정식 LNG 플랫폼 등 해양플랜트용 보냉재 수요가 증가하고 있다. 삼성중공업이 Shell사에서 수주한 LNG-FPSO의 보냉재 발주가 임박한 것으로 파악되고 금액도 일반 LNG선의 2~3배에 달할 것으로 보인다.

세일가스발 신규 수요 기대

셋째, 세일가스 개발로 보냉재 호황 사이클이 더 연장되고 있다. 미국 정부는 원유 및 천연가스 수출을 금지해왔으나 11년 말 40년 만에 LNG 수출 계획을 승인했다. 미국 Cheniere Energy사는 2015년부터 아시아, 유럽 등으로 세일가스를 수출하게 된다. 한국가스공사도 2017년부터 연간 350만톤씩 수입하기로 공급계약을 체결한 바 있다. 세일가스발 LNG선 발주는 내년부터 기대되며 이와 관련된 보냉재 매출은 2014년부터 시작될 가능성이 높다.

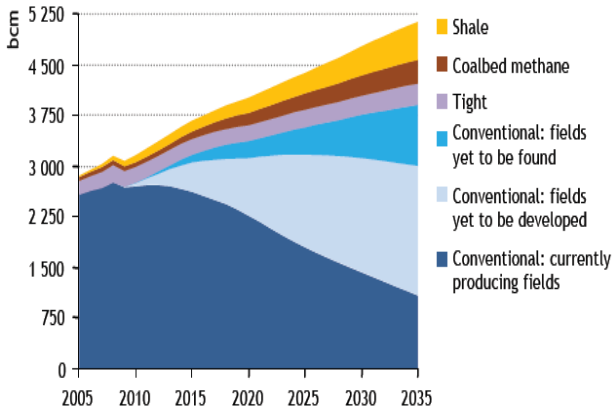
그림 1. LNG Floater 발주 사이클 및 한국카본 매출 전망 - 호황이 확장, 연장되고 있다



주: LNG Floater는 LNG선, LNG해양플랜트를 합한 개념

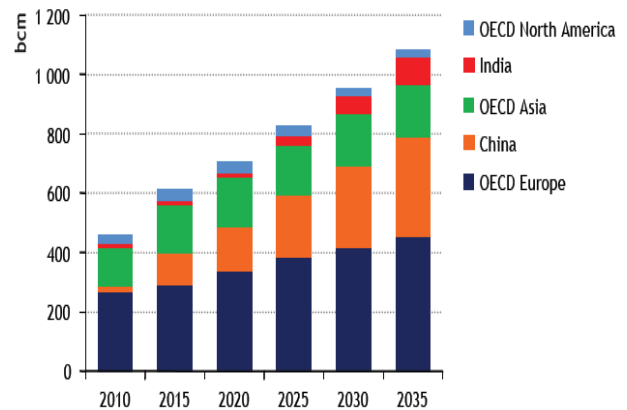
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 천연가스 생산량 전망: 심해저&셰일가스 ↑ 육상 ↓



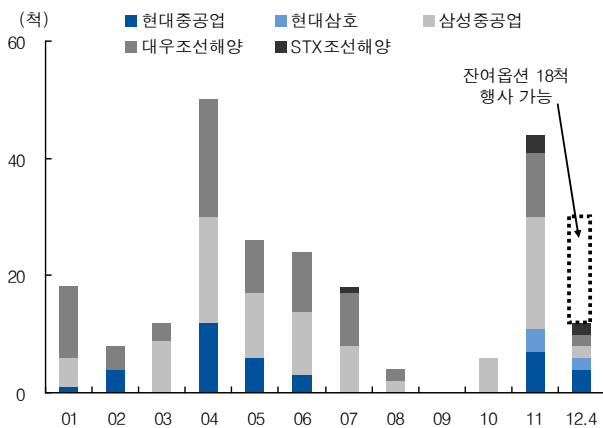
자료: IEA, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 천연가스 수입량 전망: 이머징 ↑ 북미 ↓



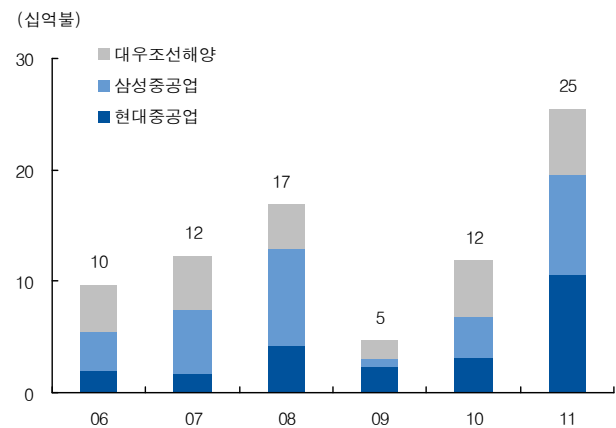
자료: IEA, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 국내 조선사 LNG선 수주량 추이



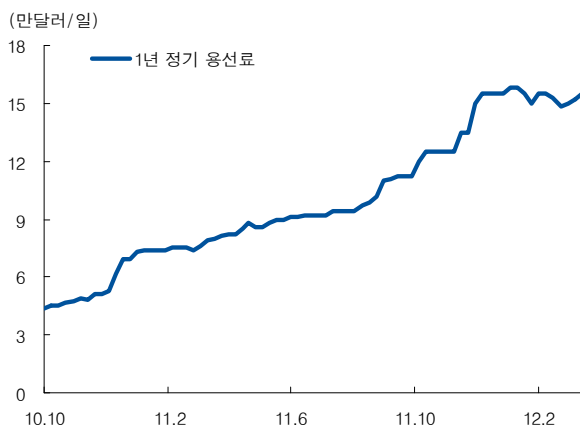
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 국내 조선사 해양플랜트 수주액 추이



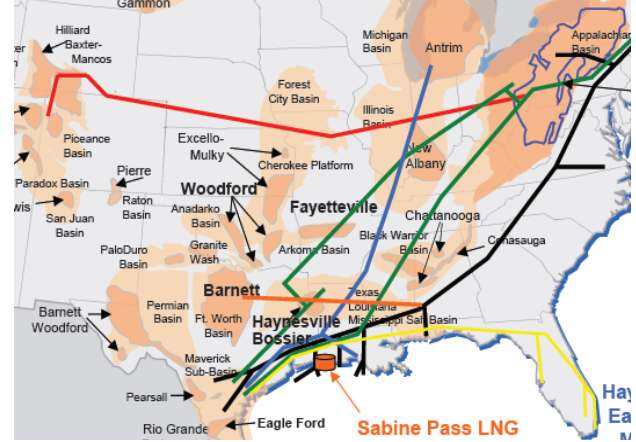
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. LNG선 용선료 추이 - 상승세 지속



자료: Fearnresearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 미국 Sabine Pass LNG 관련 가스전 및 파이프라인



자료: Cheniere, KDB대우증권 리서치센터

■ 상승하는 제품 단가

11년 하반기 이후 제품 단가 상승세 지속

보통 150,000 cbm LNG선의 척당 보냉재 제품 단가(ASP)는 1,100만불 정도로 파악된다. 그러나 11년 하반기 이후 ASP가 상승하고 있다. 동사는 지난 5월 15일 현대중공업과 43.5백만불 규모의 보냉재 공급계약 체결을 공시했다. 내용은 LNG선 2척, LNG-FSRU 1척으로 파악되고 ASP는 14.5백만불로 기존 단가보다 32%나 올랐다. ASP 상승 요인은 다음과 같다.

첫째, LNG선이 대형화되고 있다. 최근 LNG선 크기는 평균 150,000 cbm에서 160,000 cbm 위주로 커지고 있다. 이는 LNG 수요 증가와 용선료 상승에 따라 사업주가 규모의 경제를 위해 대형 선박을 선호하기 때문이다.

해양플랜트용 신규 수요

둘째, LNG-FSRU 등 해양플랜트용 발주 규모가 크다. 최근 동사가 현대중공업에서 수주한 FSRU의 용량은 170,000 cbm으로 그만큼 보냉재 단가도 증가했다. 삼성중공업이 Shell사에서 수주한 LNG-FPSO 1호기의 용량은 450,000 cbm으로 보냉재 단가도 3천만불을 상회할 것으로 예상된다. 삼성중공업과 Shell사는 향후 10호기까지 장기공급계약을 체결한 상황이다.

가스기화를 감소 위해 Mark-Flex 타입 전환 추세

셋째, 제품 타입 전환으로 보냉재 투입량이 증가하고 있다. 이유는 LNG 운송시 가스기화율(BOR, Boil Off Rate), 즉 자연 기화로 인한 손실을 줄이기 위해 보냉재 두께가 기존 270mm에서 400mm까지 늘어나는 추세이기 때문이다. 동사 제품도 기술적으로 기존 Mark-III 타입에서 Mark-Flex 타입으로 진화하고 있다. 타입 전환시 선주의 발주 비용 상승은 척당 2백만불 정도이지만 운용상 이익은 최소 5백만불 이상이므로 경제성이 충분하다고 판단된다. 게다가 북미 셰일가스 수출시 운송 거리가 더 길어지므로 BOR 감소에 대한 선주의 관심은 계속될 전망이다.

표 1. 한국카본 수주 내역 (11~12년)

(척, 백만불, 원)

계약일	완료일	발주처	사업주	척수	수주액	척당 단가	원달러 환율	비고
10-12-28	12-12-30	삼성중공업	GasLog	2	19.9	10.0	1,149	
11-04-05	13-12-31	삼성중공업	GasLog	2	19.9	10.0	1,087	
11-09-15	14-12-31	삼성중공업	GasLog, Thenamaris	7	76.6	10.9	1,100	
11-11-08	13-02-16	현대중공업	Hoegh LNG 등	4	56.0	14.0	1,115	FSRU 2척 포함
12-05-14	13-02-01	현대중공업	Maran Gas, Hoegh LNG	3	43.5	14.5	1,149	FSRU 1척 포함

자료: 한국카본, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. LNG-FSRU 이미지



주: FSRU는 Floating Storage and Regasification Unit의 약자
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 한국카본 생산 단열패널 이미지



자료: 한국카본, KDB대우증권 리서치센터

■ 수주 환경은 개선되고 과점은 지속된다

현재 동사의 고객사는 현대중공업, 삼성중공업이고, 보냉재 시장은 동사와 화인텍 2개 업체가 과점하고 있다. 대우조선해양과 STX조선해양은 96-II 타입 보냉재를 자체적으로 생산하고 있다.

05~10년 LNG선 업황은 전반적으로 동사에게 불리한 영업 환경이었다. 이는 1) 전체 수주량이 급감했고, 2) 삼성중공업과 대우조선해양 2파전 양상에 현대중공업이 부진했기에 삼성중공업 의존도가 컸기 때문이다.

11년부터 수주 환경 개선

그러나 향후에는 상당히 긍정적인 수주 환경이 기대된다. 1) LNG 호황 사이클이 확대, 연장되고 있고, 2) 현대중공업의 수주 점유율이 회복되면서 동사의 공급 협상력(Bargaining Power)이 개선되고 있으며, 3) 올해 행사 가능한 LNG선 및 LNG해양플랜트 옵션도 동사의 고객사가 타사보다 더 많이 보유하고 있고, 4) 향후 보냉재 타입 전환에 따라 고객 수가 증가할 가능성이 있기 때문이다.

보냉재 타입 전환으로 고객 수 증가 기대

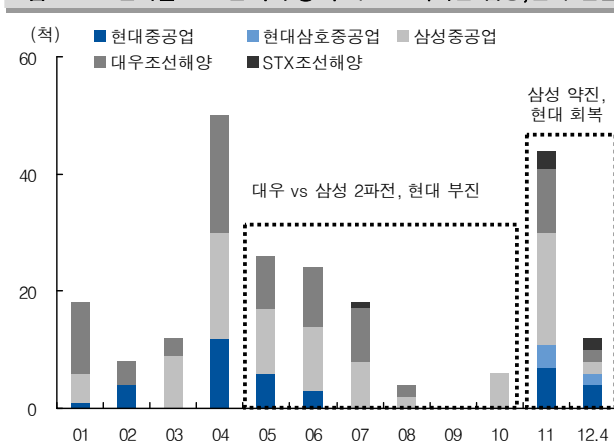
특히 보냉재 타입 전환은 동사 수주에 긍정적이다. 앞서 언급한대로 최근 보냉재 시장은 BOR을 줄이기 위해 보냉재 두께가 늘어나는 추세이다. 이에 따라 동사 제품도 Mark-III에서 Mark-Flex 타입으로 진화하고 있다. 반면 96-II 타입은 기술적으로 BOR을 더 이상 줄이기 어려운 한계점을 갖고 있어 선주 입장에서는 점차 Mark-Flex 타입을 선호할 것으로 예상된다. 향후 고객 수 증가를 기대할 수 있는 부분이다.

표 2. LNG선 보냉재 타입 구분

구분	특징	차이점	수요업체
독립형 MOSS 타입	선체와 탱크가 분리되어 있음	구(球) 형의 화물탱크	거의 사용되지 않음
SPB 타입	선박의 충돌에 의한 화물탱크의 안전성이 뛰어나	단열 패널을 조립하는 형식	
멤브레인형 Mark-III 타입	선체와 박스형의 화물탱크가 일체형	원재료 MDI 사용	삼성중공업, 현대중공업
96-II 타입	탱크의 무게가 가벼워 연비가 높고, 2차 방어벽을 사용하여 안정성이 뛰어나	원재료 화산재(펄라이트) 사용	대우조선해양, STX조선

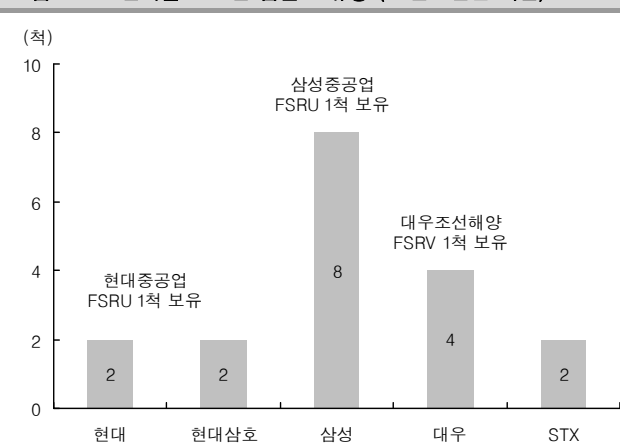
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 조선사별 LNG선 수주량 추이 - 고객사인 삼성,현대 선전



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 조선사별 LNG선 옵션 보유량 (12년 4월말 기준)



주: 각사별 LNG 해양플랜트 옵션 보유분은 막대그래프 위에 따로 표시

자료: KDB대우증권 리서치센터

■ 12년 5월 NDR 주요 Q&A 정리

Q) LNG사업부 수주 및 매출 계획은?

A) 11년 수주는 약 2천억원 달성함. 12, 13년 2년 동안 보수적으로 2,000~2,500억원 수주 예상하며, 올해 현재까지 약 700억원 수주. 향후 발주 물량 감안시 수주 예상은 보수적인 수준. LNG사업부 매출액은 11~13년 각각 214억원, 821억원, 1,500억원으로 증가할 것으로 전망. 12년 매출액은 대부분 확정이며, 13년 매출액은 70% 정도 확정된 것임.

Q) 실적 관련 리스크 요인은?

A) 먼저 원달러 환율 하락시 외형 및 수익성 감소 영향 있음. LNG사업 수주는 전액 달러 결제이고 별도의 환 헤지를 하고 있지 않기 때문. MDI 등 원자재 가격 상승시 원가 하락 우려 있음. MDI는 매출액의 약 10%를 차지. MDI 가격은 유가와 연동하는데 가격 상승시 고객사에 비용 전가가 되지 않고, 수주와 매출 발생에 최소 6개월 이상의 시차가 발생하므로 원가 상승 리스크에 노출.

Q) 신규사업인 천연고무나무 사업의 내용은?

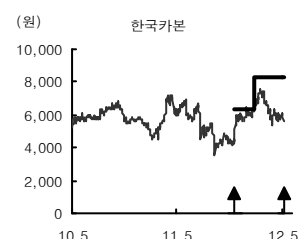
A) 2010년에 캄보디아 8천 ha를 75년간 장기 임차해 고무나무를 심기 시작해 현재 1,500~2,000 ha 식재 완료. 올해는 5년생 고무나무가 심어진 2천 ha를 추가 임대할 계획이고, 내년부터 일부 매출 발생할 전망. 사업구조는 09년말 설립한 100% 자회사 HC네트웍스가 고무 생산, 가공, 무역 등을 전담. 총 투자규모는 6천만불로 현재까지 2천만불 투입했고, 올해는 2천 ha 식재 매입 및 임대 비용 등으로 추가 2천만불 투입 예정. 자금조달은 CB/BW 발행으로 이미 완료했고 당분간 추가 조달 계획 없음. 고무사업 BEP는 천연고무 가격 톤당 2,500불(현재 3천만불대 후반) 수준이며 중장기 사업계획은 2020년 매출액 1천억원, 순이익 300억원 제시

Q) 동양텔레콤 관련 손실 경위 및 처리 방향은?

A) 동양텔레콤으로 MCCL 매출 확대를 기대하며 단순 투자 목적으로 지분 참여. 현재 투자 원금은 약 45억원이며, 올해 1분기 실적에 기타포괄손익 계정으로 약 27억원 손실 반영 처리. 동양텔레콤은 현재 법정 회생절차 중이며 구조조정 결과에 따라 올해 8월 매매 재개 여부가 결정될 전망. 이미 회계상 일부 손실 반영했고 일회성 요인이므로 향후 영업실적 미치는 영향은 제한적이라고 판단.

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(□))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



한국카본 (017960)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	108	170	230	310
매출원가	89	135	179	239
매출총이익	19	35	51	71
판매비와관리비	15	19	21	26
조정영업이익	5	15	30	45
영업이익	5	15	30	45
비영업손익	3	2	3	3
순금융비용	-2	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	7	17	32	47
계속사업법인세비용	2	4	7	10
계속사업이익	6	13	25	37
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	6	13	25	37
지배주주	6	13	25	37
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	5	13	25	37
지배주주	5	13	25	37
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	11	21	36	51
FCF	-27	-29	-7	3
EBITDA마진율 (%)	10.5	12.6	15.6	16.3
영업이익률 (%)	4.4	9.0	12.8	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.2	7.9	10.9	11.9

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	-10	-1	5	11
당기순이익	6	13	25	37
비현금수익비용가감	8	8	11	14
유형자산감가상각비	6	5	6	5
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-2	1	1	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-23	-19	-24	-29
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	-13	-13	-16
재고자산 감소(증가)	-25	-19	-20	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	12	8	11
법인세납부	0	-4	-7	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	-53	-26	-11	-6
유형자산처분(취득)	-17	-28	-13	-8
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-37	0	0	0
기타투자활동	2	2	2	2
재무활동으로 인한 현금흐름	52	0	-3	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	50	0	0	0
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-3	0	-3	-3
기타재무활동	-1	0	0	0
현금의증가	-11	-27	-9	2
기초현금	59	48	21	13
기말현금	48	21	13	15

자료: 한국카본, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	159	165	192	239
현금 및 현금성자산	48	21	13	15
매출채권 및 기타채권	30	43	55	71
재고자산	44	63	83	109
기타유동자산	4	6	9	12
비유동자산	105	127	134	137
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	67	89	97	99
무형자산	7	6	5	5
자산총계	265	292	326	375
유동부채	27	42	54	69
매입채무 및 기타채무	21	33	41	52
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	6	9	13	17
비유동부채	53	53	53	53
장기금융부채	49	49	49	49
기타비유동부채	3	3	3	3
부채총계	80	95	106	122
지배주주지분	185	198	220	254
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	18	18	18	18
이익잉여금	167	181	203	237
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	185	198	220	254

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	29.9	12.2	6.6	4.4
P/CF (x)	13.6	8.4	5.3	3.8
P/B (x)	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	11.9	7.5	4.7	3.3
EPS (원)	189	454	846	1,254
CFPS (원)	413	662	1,058	1,457
BPS (원)	6,029	6,500	7,267	8,438
DPS (원)	80	100	100	100
배당성향 (%)	39.3	20.4	11.0	7.4
배당수익률 (%)	1.4	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	-17.6	57.4	35.5	34.8
EBITDA증가율 (%)	-11.3	88.1	67.7	41.5
영업이익증가율 (%)	-39.1	224.2	94.1	51.2
EPS증가율 (%)	-29.2	140.8	86.2	48.2
매출채권 회전율 (회)	3.6	4.9	4.9	5.1
재고자산 회전율 (회)	3.4	3.2	3.2	3.2
매입채무 회전율 (회)	7.0	7.9	7.9	8.6
ROA (%)	2.4	4.8	8.1	10.6
ROE (%)	3.2	7.0	12.0	15.6
ROIC (%)	3.4	8.2	12.8	16.5
부채비율 (%)	43.2	47.9	48.4	48.0
유동비율 (%)	585.8	392.7	357.4	345.5
순차입금/자기자본 (%)	-17.1	-2.1	2.0	0.8
영업이익/금융비용 (x)	10.5			