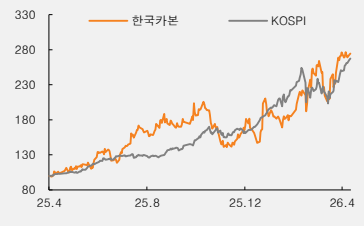


		Not Rated	
현재주가(26/4/28)		51,800원	
영업이익(26F,십억원)		-	
Consensus 영업이익(26F,십억원)		163.14	
EPS 성장률(26F,%)		23.5	
MKT EPS 성장률(26F,%)		203.11	
P/E(26F,x)		21.32	
MKT P/E(26F,x)		7.92	
KOSPI		6,641.02	
시가총액(십억원)		2,708	
발행주식수(백만주)		52	
유동주식비율(%)		63.9	
외국인 보유비중(%)		15.2	
베타(12M) 일간수익률		0.63	
52주 최저가(원)		19,490	
52주 최고가(원)		52,200	
(%)	1M	6M	12M
절대주가	27.9	36.0	162.4
상대주가	4.7	-17.9	0.7



김주희
joohee.kim@miraeeasset.com

017960 · 조선

한국카본

돈보이는 방산

MARK-III 소재 및 보냉재 완제품 생산 기업

동사는 MARK-III 소재(Triplex) 및 보냉재 완제품 생산 기업으로 국내/중국의 Triplex에서 독점적 지위, 보냉재/R-PUF는 경쟁사와 양분한다. 전년 매출액 9,088억원, 영업이익 1,309억원(OPM 14.4%)을 달성했으며 4분기 수익성이 특히 호조(OPM 16.5%)로 돋보였다. 1) 판가 인상분 비중 상승, 2) 원재료비 하락, 3) 우호적 환율 및 4) 화재 영향 제거와 더불어 외주 다변화, 자동화(로봇암)에 주력한 결과다.

전술 요인들이 연내 유효한 바 26년 실적 가시성 지속 견조하다. 경쟁사 대비 지난 4Q23~3Q24간 수주 움직임이 선별적이었는데, 현재의 공급자 우위 구도에서 ASP 개선에 유리한 입장이라고 보인다. MDI 상승분 통제(1Q26말 22.5% YoY)는 지켜 볼 부분인데, 동사에 따르면 5월까지의 재고는 기확보해 단기 영향은 제한된다.

산재한 Q 확장 요소, 방산에 쏠리는 눈

항공우주/방산 매출액은 25년 150억원에서 26년 300억 전후로 배증할 전망이다. 국내 주요 2사 라인업 전반에 탑재되며 기체 내열재, 노즐 조립체 및 발사대 등이 품목이다. 현재 내수용에 한하며, 수출용 인증 과정임을 고려하면 업사이드 리스크 풍부하다. 해외 고객사 확대도 물망으로 미국법인 출자(4/13)는 인접 CAPA 확보, 최근 투자공시(4/24, 500억원)는 역시 역량 확충 의지를 확인할 수 있는 대목이다.

이외 Q확장 요소는 1) 일본 시장 재개화, 2) 한화오션이다. 이마바리조선과 기존 두터운 레퍼런스(2015~) 이력이 장점이며 일본의 현지 LNGC 기자재 생태계가 사실상 전무한 실정인 만큼 2차SB 및 보냉재 R-PUF 전량 국내수주가 유력해 보인다. 한화오션향 No96 제품도 협상 단계로 상반기내 공식화가 가능할 전망이다.

상반기까지 편안한 실적에 리레이팅 재료 더하기

현재 12MF P/E 20.4배, P/B 3.6배에 거래되고 있다. 전통적으로 멀티플 상승 동력이 1) LNGC 선가 개선, 2) 중국향 등 고마진 Triplex를 통한 P개선에 한했으나 최근 3) 항공우주/방산 사업 가시성 강화 및 수출 파이프라인으로 무게추가 이동하였다. 상반기까지 실적 편안한 구간에서 뉴스플로우에 연계한 지속적 관심 유효하다.

** 본 자료는 26년 4월 20일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	368	369	594	742	909
영업이익 (십억원)	33	25	16	45	131
영업이익률 (%)	9.0	6.8	2.7	6.1	14.4
순이익 (십억원)	14	20	-13	20	102
EPS (원)	326	461	-293	391	1,960
ROE (%)	3.7	5.1	-3.1	4.4	19.3
P/E (배)	32.9	24.0	-39.8	30.0	15.2
P/B (배)	1.2	1.2	1.3	1.2	2.6
배당수익률 (%)	1.4	1.2	0.9	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국카본 최근 분기 및 연간 실적 추이

(십억원, %)

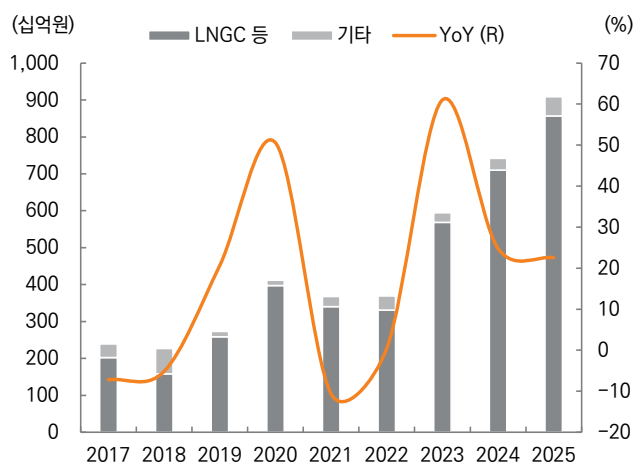
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	182.7	194.2	170.6	194.2	224.6	231.3	221.1	231.8	594.4	741.7	908.8
LNGC 등	176.6	180.7	164.9	188.0	210.6	218.6	207.0	220.4	568.5	710.2	856.6
기타	6.1	13.5	5.7	6.2	14.0	12.7	14.1	11.4	25.9	31.5	52.2
YoY (%)	77.4	45.1	9.6	-3.9	22.9	19.1	29.6	19.4	61.0	24.8	22.5
LNGC 등	79.1	45.0	9.1	-3.2	19.2	21.0	25.6	17.3	71.8	24.9	20.6
기타	39.7	46.7	27.3	-20.8	129.4	-6.1	145.9	85.2	-32.4	21.9	65.7
수주잔고	1,965	1,869	1,654	1,795	1,906	1,610	1,738	1,649	2,098	1,795	1,649
수주잔고/매출액 (x)	2.9	2.5	2.2	2.4	2.4	2.0	2.0	1.8	3.5	2.4	1.8
매출원가	161.8	160.1	144.4	157.8	174.6	179.7	171.8	169.9	531.3	624.2	695.9
매출총이익	20.9	34.1	26.2	36.4	50.0	51.6	49.4	62.0	63.2	117.6	212.9
판관비	18.3	16.3	18.5	19.0	18.9	19.9	19.5	23.6	46.7	72.1	82.0
영업이익	2.6	17.8	7.7	17.4	31.1	31.6	29.9	38.3	16.5	45.4	131.0
세전이익	1.8	15.0	11.9	-0.3	28.9	36.0	21.6	45.4	-7.1	28.4	131.9
법인세비용	1.8	6.4	-0.4	0.4	7.0	6.6	6.0	10.5	6.4	8.1	30.1
순이익 (지배)	0.0	8.7	12.3	-0.6	21.9	29.4	15.7	34.9	-13.4	20.3	101.7
매출원가율 (%)	88.5	82.4	84.7	81.3	77.7	77.7	77.7	73.3	89.4	84.1	76.6
원재료비율 (%)	69.2	71.4	76.6	50.6	46.1	45.5	46.6	45.9	67.7	66.6	46.0
판관비율 (%)	10.0	8.4	10.8	9.8	8.4	8.6	8.8	10.2	7.9	9.7	9.0
영업이익률 (%)	1.4	9.2	4.5	8.9	13.9	13.7	13.5	16.5	2.8	6.1	14.4
세전순이익률 (%)	1.0	7.7	6.9	-0.1	12.9	15.6	9.8	19.6	-1.2	3.8	14.5
순이익률 (지배, %)	0.0	4.5	7.2	-0.3	9.7	12.7	7.1	15.0	-2.3	2.7	11.2
FX (KRW/USD)	1,328	1,371	1,359	1,396	1,453	1,404	1,385	1,451	1,305	1,364	1,422
MDI (USD/MT)	2,285	2,455	2,579	2,491	2,255	2,171	2,083	2,091	2,219	2,491	2,091
FX (% YoY)	4.1	4.3	3.7	5.6	9.4	2.4	1.9	4.0	1.0	4.4	4.3
MDI (% YoY)	-1.8	6.9	13.0	12.3	-1.3	-11.6	-19.2	-16.1	4.2	12.3	-16.1

주1: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

주2: 수주잔고/매출액 배수의 경우 LNG 부문 한정, 분기는 TTM 기준

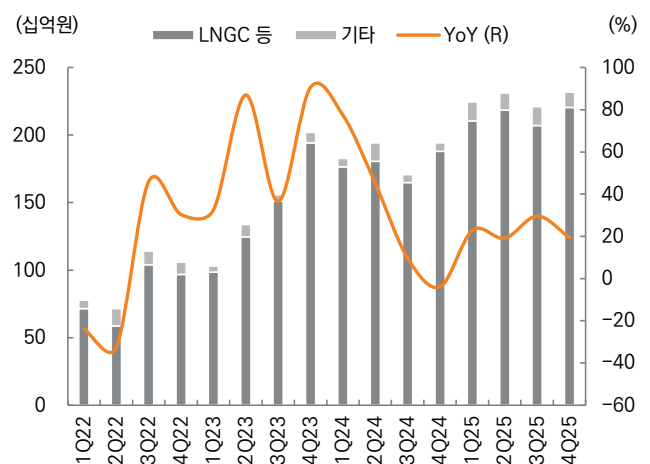
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한국카본 부문별 매출액 및 성장률 추이(연간)



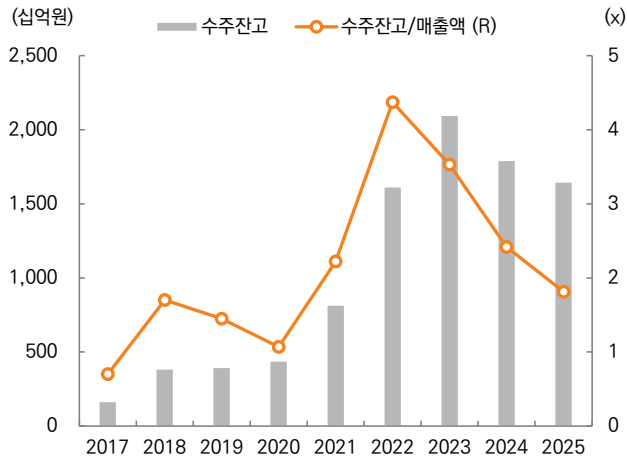
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한국카본 부문별 매출액 및 성장률 추이(분기)



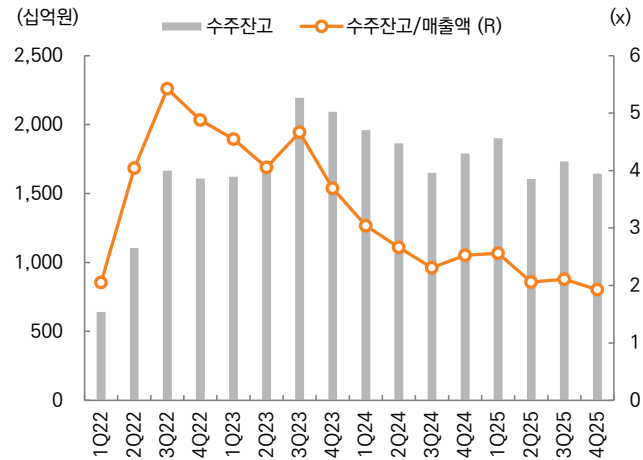
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국카본 수주잔고 및 매출액 대비 배수(연간)



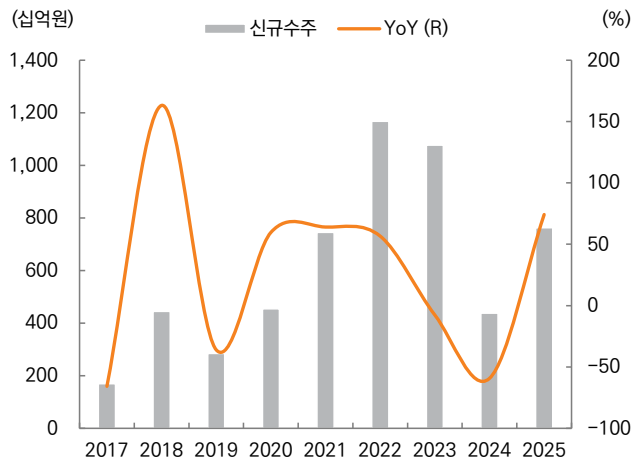
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 한국카본 수주잔고 및 매출액 대비 배수(분기)



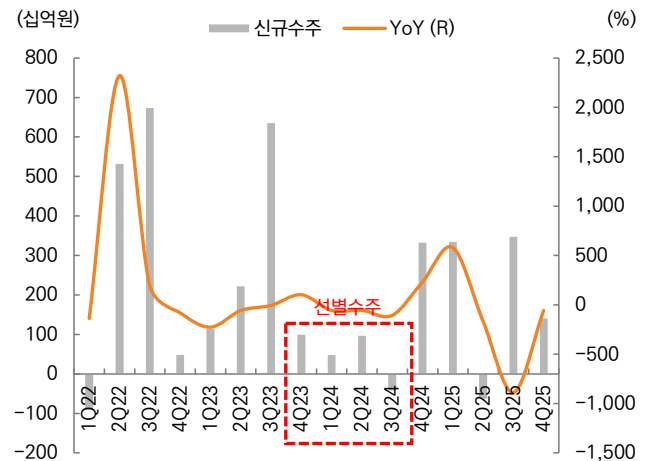
주: 매출액은 TTM 기준
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 한국카본 수주잔고 증분 및 증감률(연간)



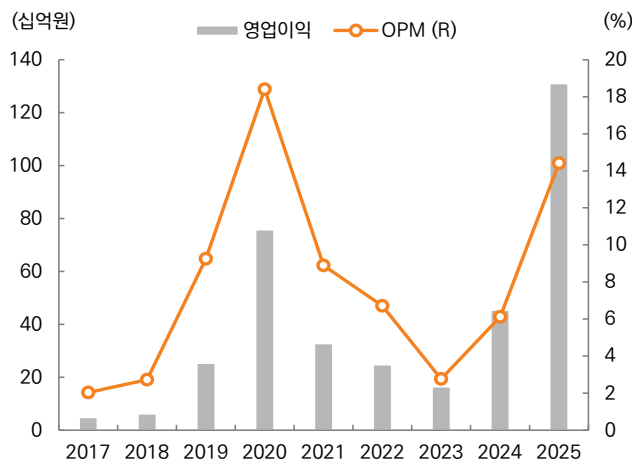
주: 연도말 수주잔고-전년도말 수주잔고+당해연도 매출액의 단순 산식
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 한국카본 수주잔고 증분 및 증감률(분기)



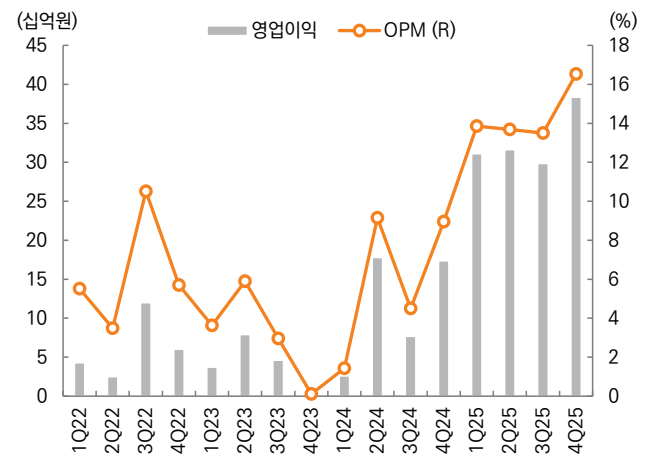
주: 분기말 수주잔고-전분기말 수주잔고+당기 매출액의 단순 산식
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 한국카본 영업이익 및 영업이익률 추이(연간)



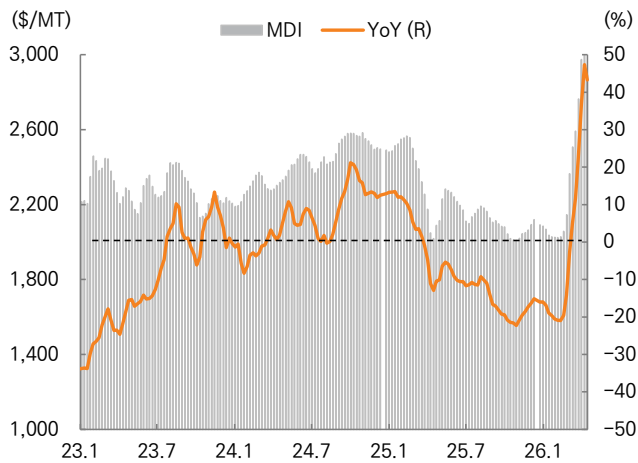
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 한국카본 영업이익 및 영업이익률 추이(분기)



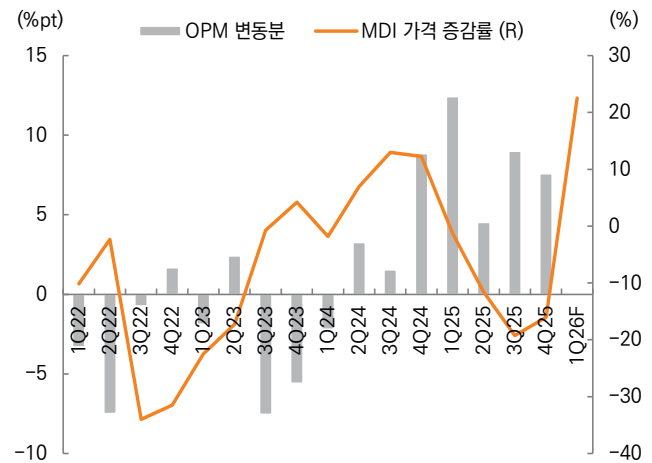
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. MDI 가격 추이



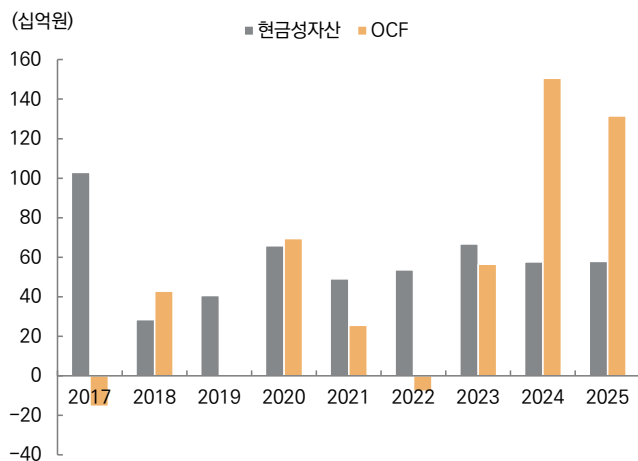
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 한국카본 분기 OPM vs. MDI 가격 증감률 추이



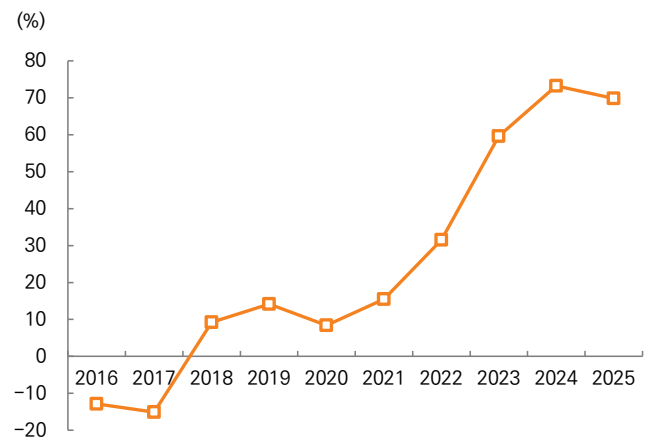
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 한국카본 현금성자산 및 영업활동현금흐름 추이



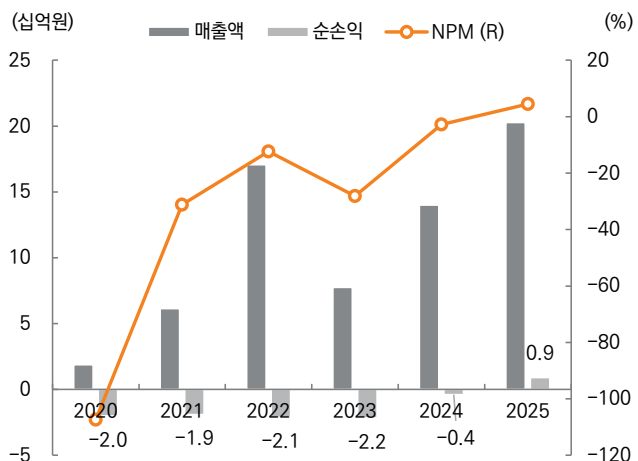
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 한국카본 부채비율 추이



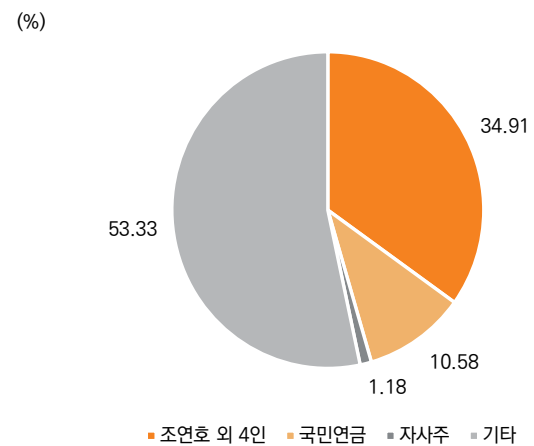
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 한국카본 베트남법인 연간 실적 추이



자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 한국카본 주주 구성(2025)



자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

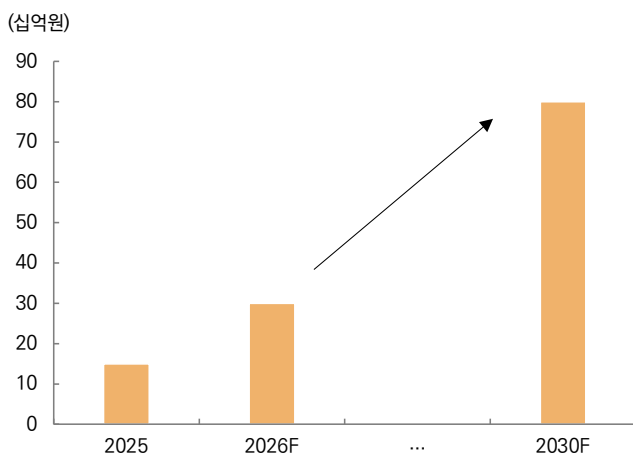
26년 항공우주/방산 매출액 100% YoY

시장이 동사에게 가장 주목하는 것은 방산업계로의 진출이다. 현재 주력 고객사는 국내 2사(한화에어로스페이스, LIG넥스원)와 2차 벤더 등이며, 기체 내열재, 노즐 조립체 및 발사대 등이 품목이다. '25년 항공우주/방산항 소재 매출액은 약 150억원 전후의 규모였으며 전사 비중은 아직 3%로 미미했다. 올해부터 주요 품목의 양산 진입 및 납품 일정으로 연간 매출액은 300억원 규모로 배증, 전사 비중 5%에 전후할 것으로 전망한다. 양산 타임라인을 고려하면 2028년 연간 800억 규모로 확장이 기대된다.

아직 국내용에만 한정되어 있는 상황으로 현재 수출용 제품 탑재 과정인 바 업사이드 리스크 풍부하다. 해외 고객사로의 다변화도 물망에 올랐다고 보인다. 수익성의 경우 숫자를 가늠할 지표로 2011년 계열분리 이전까지 그룹사 계열이었던 한국화이바(현 스페이스프로)를 참고할 수 있겠다. 유사한 제품/사업구조를 영위하면서 방산 부문 별도로 연간 2천억원의 매출액을 시현하고 있다. 이익률의 경우 미드싱글 수준이 보고된다. 결국 수출 전방 확장을 통한 대량양산이 OPM의 두자릿수 레벨업을 뒷받침할 것이다.

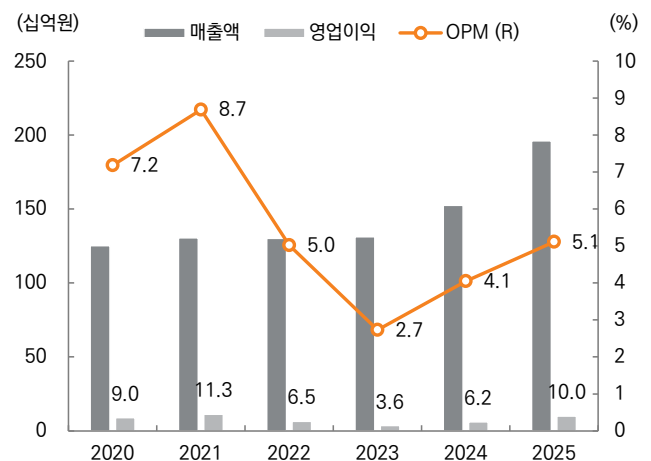
해외향 투자 뉴스플로우가 특히 지속적으로 동사의 의지를 확인할 수 있는 대목이다. 4/13 공시된 미국법인 출자(296억원) 결정은 북미 현지 생산 CAPA 확보가 주목적이다. 텍사스에 소재한 동사 미국법인은 현지 업체와 근접한 이점으로 현지 수요 인콰이어리에 대한 유연한 대응이 가능할 것으로 보인다. 지난 24일 공시된 토지/설비투자(500억원, 밀양 나노산단) 역시 신사업 추진이 목적이다. 작년 7월 자본금 205억원을 출자해 설립한 신기사(주) 블루캐스트인베스트먼트), 2022년 LX하우시스로부터 인수한 자동차/항공기 부품 제조사 C2(슬로바키아)도 유럽 지역 네트워크의 구심점으로서 잠재력을 내포한다.

그림 15. 한국카본 방산 매출액 추이 및 전망



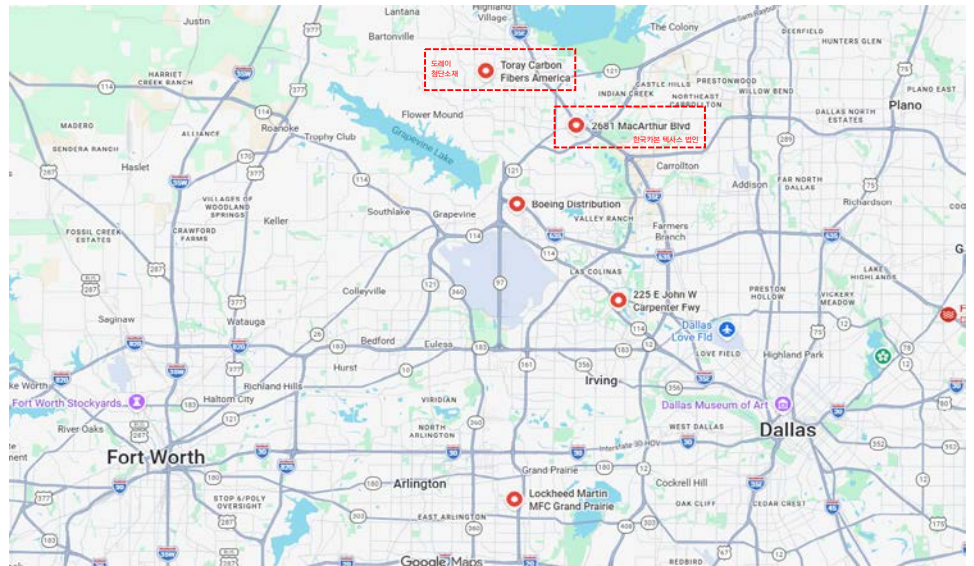
자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 스페이스프로 우주방산부문 연간 실적 추이



자료: 스페이스프로, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 동사 텍사스 법인은 항공우주/방산 산업 클러스터에 위치, 주요사와 인접한 이점



자료: Google maps

표 2. 한국카본 주요 종속기업 현황

회사명	업종	소재지	비고
(주)에이치씨네트웍스	자원개발 및 소재무역	대한민국	
HC Networks Hong Kong Co., Ltd.	일반무역, 투자 및 유통	홍콩	
HCM VINA Co., Ltd.	제조업	베트남	
HANKUK COMPOSITE UK LTD.	무역, 도소매	영국	
한국항공기술케이에이티(주)	제조업	대한민국	
한국복합소재(주)	항공기 부품 제조	대한민국	
c2i s.r.o.	제조업	슬로바키아	자동차/항공기 부품
(주)한국글로벌솔루션	제조업, 선박개조 및 수상 금속 골조 구조재 제조업	대한민국	
HANKUK COMPOSITE US INC	무역, 도소매	미국	텍사스 법인
(주)립스	제조업	대한민국	
(주)블루캐스트인베스트먼트	기타 금융 투자업	대한민국	신기사

자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 한국카본, IAI(이스라엘)와 美 걸프스트림 G280
꼬리날개 구조물 공급계약(290억원, 2022~2031)

자료: IAI

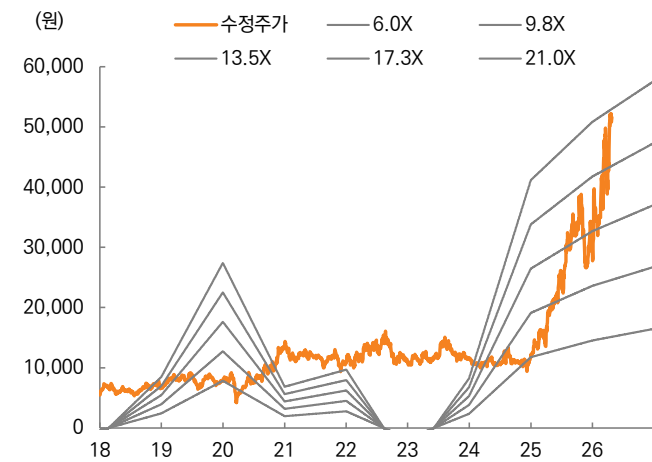
그림 19. 한국카본 2025 ADEX 부스 전경:
로켓 노즐 내열재, 연료탱크, 전자파 흡수소재 등

자료: 한국카본

밸류에이션

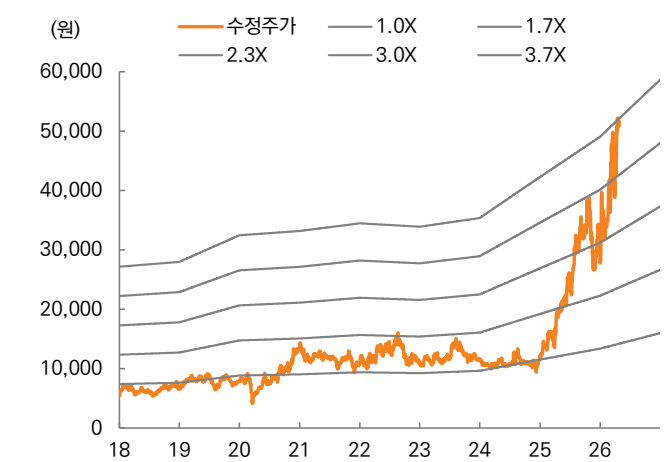
동사 주가는 현재 12MF P/E 20.4배, P/B 3.6배에 거래되고 있다. 전통적으로 멀티플 상승 동력이 1) LNGC 신조선가 개선, 2) 중국항 등 고마진 Triplex 확대 통한 P개선에 주됐으나 최근 3) 방산 사업 가시성 강화, 수출 파이프라인 부각 등으로 리레이팅의 무게추가 이동한 모습이다. 원재료비 영향을 제하면 연내 국내 조선사와 더불어 실적 편안한 구간이다. 항공 우주/방산 뉴스플로우에 연계한 관심 유효하다.

그림 20. 한국카본 12M FWD PER 밴드차트



자료: 에프엔가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 한국카본 12M FWD PBR 밴드차트



자료: 에프엔가이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 국내 조선/조선기자재 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

국가/회사명		시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
조선	HD현대중공업	70,009	23,951	25,950	3,460	4,185	2,679	3,287	25.8	26.0	26.4	21.5	6.2	5.1
	한화오션	41,029	13,796	15,458	1,679	2,108	1,371	1,746	20.1	20.9	29.8	23.4	5.5	4.4
	삼성중공업	29,348	12,724	14,360	1,590	2,015	1,215	1,598	25.2	25.6	24.2	18.4	5.3	4.1
	대한조선	3,541	1,306	1,379	352	369	301	319	24.4	21.1	11.7	11.0	2.5	2.1
	평균	35,982	12,944	14,287	1,770	2,169	1,391	1,738	23.9	23.4	23.0	18.6	4.9	3.9
엔진	한화엔진	6,768	1,601	2,015	221	319	178	256	27.5	29.5	41.4	28.8	10.0	7.4
	HD현대마린엔진	3,599	615	766	147	198	141	168	26.3	23.1	27.7	23.3	6.2	4.9
	STX엔진	2,373	969	983	106	109	83	89	21.6	18.8	28.9	27.1	5.6	4.7
	평균	4,246	1,062	1,255	158	209	134	171	25.1	23.8	32.7	26.4	7.2	5.6
보냉재	한국카본	2,708	969	1,004	163	184	125	142	19.8	19.0	21.3	18.8	3.9	3.2
	동성화인텍	892	839	904	97	117	74	90	25.4	25.0	12.3	10.1	2.8	2.3
	평균	1,800	904	954	130	150	100	116	22.6	22.0	16.8	14.4	3.3	2.8
기타	세진중공업	1,188	455	496	86	101	52	61	20.7	20.5	23.4	20.2	4.7	4.0
	성광벤드	1,255	276	322	56	68	47	58	8.0	9.3	27.3	22.2	2.2	2.1
	태광	1,214	339	381	60	73	53	64	7.6	8.6	22.9	18.8	1.8	1.7
	하이록코리아	525	225	251	60	70	50	57	11.5	12.0	10.6	9.1	1.1	1.0
	대양전기공업	293	251	268	31	34	28	31	10.0	10.0	10.6	9.7	1.0	0.9
	평균	895	309	344	58	69	46	54	11.6	12.1	19.0	16.0	2.2	1.9
평균			4,165	4,610	579	711	457	569	19.6	19.2	22.8	18.7	4.2	3.4

주: 26.04.28 종가, 추정치는 모두 에프엔가이드 컨센서스 기준

자료: 에프엔가이드, 미래에셋증권 리서치센터

한국카본 (017960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	369	594	742	909
매출원가	313	531	624	696
매출총이익	56	63	118	213
판매비와관리비	31	47	72	82
조정영업이익	25	16	45	131
영업이익	25	16	45	131
비영업손익	4	-23	-17	1
금융손익	1	0	0	-2
관계기업등 투자손익	0	-1	0	1
세전계속사업손익	29	-7	28	132
계속사업법인세비용	9	6	8	30
계속사업이익	20	-13	20	102
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	20	-13	20	102
지배주주	20	-13	20	102
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	22	-16	25	96
지배주주	22	-16	25	96
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	38	34	72	162
FCF	-40	5	90	83
EBITDA 마진율 (%)	10.3	5.7	9.7	17.8
영업이익률 (%)	6.8	2.7	6.1	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.4	-2.2	2.7	11.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	289	398	461	607
현금 및 현금성자산	54	67	58	58
매출채권 및 기타채권	47	113	138	129
재고자산	156	180	197	198
기타유동자산	32	38	68	222
비유동자산	296	394	418	436
관계기업투자등	1	0	2	2
유형자산	212	271	312	335
무형자산	2	40	42	39
자산총계	585	792	879	1,043
유동부채	156	297	369	424
매입채무 및 기타채무	62	86	109	105
단기금융부채	47	106	55	116
기타유동부채	47	105	205	203
비유동부채	25	40	36	39
장기금융부채	17	32	22	28
기타비유동부채	8	8	14	11
부채총계	181	338	405	463
지배주주지분	404	455	474	580
자본금	22	26	26	26
자본잉여금	90	182	182	121
이익잉여금	300	278	295	454
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	404	455	474	580

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
영업활동으로 인한 현금흐름	-8	57	151	132
당기순이익	20	-13	20	102
비현금수익비용가감	21	68	62	65
유형자산감가상각비	13	16	24	27
무형자산상각비	0	1	3	3
기타	8	51	35	35
영업활동으로인한자산및부채의변동	-36	12	70	-22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-38	-26	9
재고자산 감소(증가)	-64	-10	-17	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	12	35	-3
법인세납부	-15	-11	-1	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-12	-44	-82	-188
유형자산처분(취득)	-32	-51	-61	-49
무형자산감소(증가)	0	0	-6	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-18	1	4	-9
기타투자활동	38	6	-19	-130
재무활동으로 인한 현금흐름	25	-5	-82	56
장단기금융부채의 증가(감소)	34	74	-62	68
자본의 증가(감소)	0	96	0	-61
배당금의 지급	-6	-6	-5	-6
기타재무활동	-3	-169	-15	55
현금의 증가	5	13	-9	0
기초현금	49	54	67	58
기말현금	54	67	58	58

자료: 한국카본, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (x)	24.0	-39.8	30.0	15.2
P/CF (x)	11.9	9.8	7.4	9.3
P/B (x)	1.2	1.3	1.2	2.6
EV/EBITDA (x)	12.6	19.7	8.4	9.9
EPS (원)	461	-293	391	1,960
CFPS (원)	929	1,193	1,593	3,219
BPS (원)	9,330	9,282	9,660	11,536
DPS (원)	130	110	130	320
배당성향 (%)	27.6	-40.3	31.5	15.8
배당수익률 (%)	1.2	0.9	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	0.4	61.0	24.8	22.5
EBITDA증가율 (%)	-10.4	-12.0	113.3	124.6
조정영업이익증가율 (%)	-24.2	-33.6	176.0	188.1
EPS증가율 (%)	41.2	적전	흑전	400.7
매출채권 회전율 (회)	10.0	8.5	6.5	7.4
재고자산 회전율 (회)	3.0	3.5	3.9	4.6
매입채무 회전율 (회)	9.6	13.3	11.4	10.2
ROA (%)	3.7	-2.0	2.4	10.6
ROE (%)	5.1	-3.1	4.4	19.3
ROIC (%)	5.4	7.9	7.3	19.7
부채비율 (%)	44.8	74.3	85.3	79.8
유동비율 (%)	185.0	133.9	124.8	143.2
순차입금/자기자본 (%)	-0.6	12.9	-1.9	8.6
조정영업이익/금융비용 (x)	27.1	3.6	9.0	21.5

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.