

Industry Analysis
2025-09-03

조선

LNG운반선과 보냉재, 최강의 듀오

조선. 한승한



조선

LNG 운반선과 보냉재, 최강의 듀오

SK증권 리서치센터



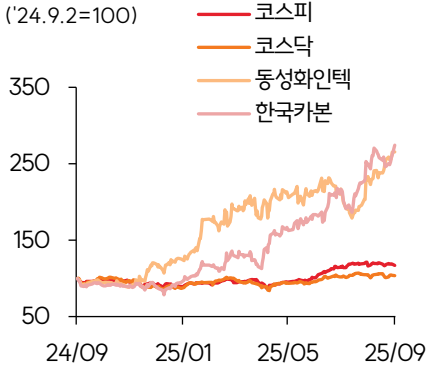
Analyst
한승한

shane.han@sks.co.kr
3773-9992

북미 중심의 LNGC 대규모 발주와 보냉재 업체의 구조적 성장

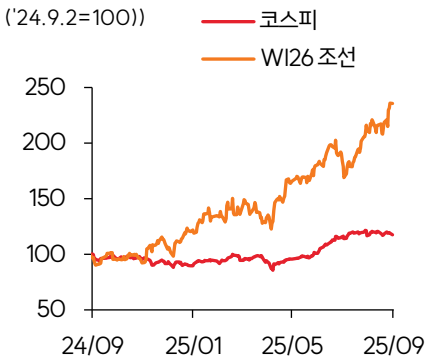
국내 조선업 상승사이클이 지속되는 가운데 이와 궤를 같이하는 조선기자재 업종 중에서도 탄소중립(Net-Zero) 전환 과정에서 LNG 수요-공급 밸런스의 확대 기조 하에 빼놓을 수 없는 수혜 종목은 보냉재 업체다. 북미 LNG 수출에 필요한 LNG 운반선을 중국 조선소에 발주할 가능성은 'O'에 가깝다. 미국의 중국 제재 강화 기조와 더불어 미국무역대표부(USTR)의 중국산 선박 및 중국 선사 소유의 선박이 미국 항만 입항 시 부과하는 수수료 조치에 대해 자유로울 수 없다. 따라서 북미 중심의 LNG 프로젝트에 필요한 LNGC는 국내 조선 3사가 수주할 수 밖에 없다. 또한 글로벌 제한적인 LNGC 건조 캐파로 인해 LNGC 신조선가는 상승세로 전환될 가능성이 높으며, 이에 따른 보냉재 업체들의 ASP 상승 효과는 지속될 것으로 예상된다. MDI를 포함한 주요 원재료 가격의 안정화 추세가 이어지고 있으며, 원가 절감 및 불량을 개선을 통한 체질 개선까지 더해지면서 이익 개선세가 계속될 전망이다. 글로벌 FEED 및 Proposed 단계의 LNG 프로젝트들에 필요한 LNGC 척 수를 기준으로 국내 조선 3사는 '26~'30년 연평균 63척의 견조한 LNGC 수주가 가능할 것으로 예상되며, 국내 보냉재 업체들의 구조적 성장 이어질 전망이다.

국내 지수 vs. 보냉재 주가 수익률 추이 (1yr)



자료 : Quantiwise, SK 증권

코스피 vs. 조선 (1yr)



자료 : Quantiwise, SK 증권

Q의 확장과 미국 진출 모멘텀으로 리레이팅 가능

1)중국 잔여 물량 수주 및 일본 조선사들의 LNGC 사업 진출로 인한 물량 수주 시 국내 조선사향으로 막혀 있던 Q의 확대 및 2)보냉재 업체들의 MASGA 프로젝트 투자를 위한 미국 진출 기대감은 주가 상승 모멘텀으로 작용할 것이다. 미국은 결국 중장기적으로 미국산 LNG 수출에 필요한 미국산 LNGC를 미국 내 조선소에서 건조하게 될 것이며, 미국 내 조선 기자재 허브 조성을 통해 미국 현지법인을 보유한 두 보냉재 업체 모두 미국 진출 가능성 상당히 높다는 판단이다. 초기 투자에 대한 리스크는 존재하나, SHIPS For America Act 등 필수 기자재 업체들에게도 보조금 및 세액공제 등과 같은 인센티브를 통해 해당 리스크가 점진적으로 감소하며 진출 가능성 높아질 것이며, 이를 통한 리레이팅 가능할 전망이다.

결론적으로 보냉재 업체들에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 제시한다. 한국 카본과 동성화인텍 두 종목 모두 주가 상승여력 충분하다는 판단이다. 이 중 SB(Secondary Barrier)를 통해 향후 실적 개선이 기대되며, 높은 수주 협상력을 통해 제한됐던 Q의 확장 가능성이 더 높다는 판단으로 종목 선호도는 한국카본 > 동성화인텍을 제시한다.

Contents

산업분석

1. 보냉재 투자전략	3
2. 보냉재 산업에 대한 이해	6
3. 글로벌 LNG 수요-공급 확대 및 LNGC 수주 전망	12
4. Q의 확대 및 미국 진출 기대감에 따른 리레이팅 필요	24

기업분석

한국카본 / 매수(유지) / 44,000 원 (상향)	34
동성화인텍 / 매수(유지) / 43,000 원(신규편입)	40

Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 03일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 보냉재 투자전략

LNG 수요-공급 밸런스 확대 기조
하에 LNG 패권국으로 군림하고
싶어하는 미국 중심의 LNG
프로젝트들의 FID 가능성 점진적으로
높아지는 중

해당 물량은 국내 조선 3사의 중장기
수주 물량

글로벌 FEED 및 Proposed LNG
프로젝트에 필요한 LNGC를 기준으로
추정 시 국내 조선 3사는 '26~'30년
동안 연평균 63척의 건조한 수주세
가능할 전망

제한된 LNGC 인도 슬랏하에 LNGC
선가 상승세 전환과 주요 원재료 가격
안정화로 실적 개선세 유지 가능

보냉재 업체들의 구조적 성장 전망

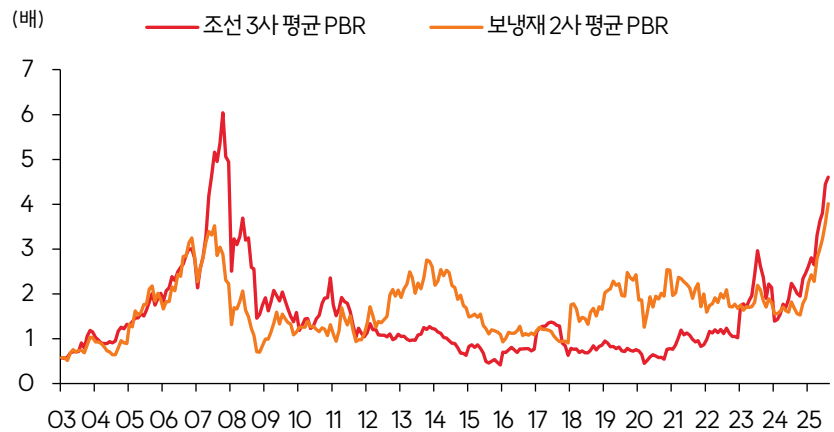
탄소중립(Net-Zero) 목표와 더불어 러-우 전쟁은 '브릿지(Bridge)' 연료 역할의 LNG 생산 및 확보의 중요성을 더욱 부각시켰고, 글로벌 LNG 수요-공급의 확대는 글로벌 LNGC 발주로 이어지는 중이다. 특히 에너지 패권국으로 계속 군림하고 싶은 미국은 어느새 글로벌 LNG 1위 수출국으로 거듭났으며, 관세를 무기로 유럽 및 아시아 국가 등을 상대로 미국산 LNG 수입처를 확보했다. 바이든 행정부가 잠정 수출 중단 조치로 인해 지연되어 왔던 북미 중심의 LNG 생산 프로젝트들은 이러한 기조 하에 FERC(미 에너지연방규제위원회) 및 DoE(미 에너지부)로부터 LNG 수출 및 건설 승인을 늘리고 있으며, 장기공급계약(SPA) 비중을 확대하면서 FID(최종투자결정) 확률을 높이고 있다. 곧 북미 중심의 LNGC 대규모 발주가 예상된다. 미국 LNG 수출에 사용될 LNGC 신조 발주를 중국 조선소에 발주 할 가능성은 매우 낮기 때문에 국내 조선 3사의 중장기 수주 물량이다.

글로벌 FEED(기본설계) 및 Proposed(제안) 단계의 LNG 프로젝트 규모 및 FID 가능성을 고려해봤을 때 향후 5년 간 연평균 약 83척의 LNG 운반선이 필요할 것으로 예상되며, 중국 조선소의 연 인도 캐파인 20척을 차감할 시 국내 조선 3사는 연평균 약 63척의 건조한 LNGC 수주세를 이어갈 것으로 전망한다. LNGC 뿐만 아니라 IMO 환경규제로 인해 글로벌 LNG 연료 추진 선대 규모가 점진적으로 확대될 예정임에 따라 LNG DF 선박의 연료 탱크에 사용되는 보냉재 매출의 성장도 기대해 볼 수 있다. 제한된 글로벌 LNGC 건조 캐파 및 인도 슬랏 내에서 LNGC 선가는 높은 레벨이 유지될 수밖에 없을 전망이며, 보냉재 업체들의 판가 인상 및 주요 원재료 가격 안정화에 따른 실적 개선세는 유지될 것이다. 구조적인 탐라인 및 이익 성장이 가능하다는 뜻이다.

조선주가 가면 결국 조선기자재도 같이 간다. 마스가 프로젝트 모멘텀 지속될 예정으로, 보냉재 업체들의 미국 진출 기대감에 따른 멀티플 확장 가능

조선 기자재 종목들의 주가는 조선사 종목들의 주가와 상관관계가 매우 높다. 특히 보냉재가 사용되는 조선 3사(HD 현대중공업, 한화오션, 삼성중공업)의 평균 PBR과 보냉재 2사의 평균 PBR 추이는 매우 유사한 흐름을 나타낸다. 1,500억 달러 규모의 MASGA 프로젝트는 중장기적으로 조선주 멀티플 확장을 견인할 재료이며, 결국 미국이 원하대로 미국산 LNGC를 미국 내에서 건조하게 될 가능성이 높다는 판단이며, 국내 보냉재 업체들의 미국 진출 기대감에 따른 멀티플 확장을 기대하며, 선제적으로 투자할 좋은 시점이라는 판단이다.

국내 조선 3사 및 보냉재 2사 평균 PBR 추이



자료: Quantiwise, SK증권
주: 2025년은 8월 말 기준

이에 더해 중국 조선소향 잔여 보냉재 물량 및 일본 조선소들의 LNGC 신조 복귀 기대감에 따라 국내 조선사향으로 막혀있던 Q의 확대까지 노려볼 수 있기에 리레이팅을 통한 주가 상승 모멘텀은 충분히 남아있다.

중국 및 일본 향 Q 확대 및 미국 진출 기대감으로 리레이팅 가능할 전망임에 따라 보냉재 비중확대(Overweight) 의견 제시

종목 선호도: 한국카본 > 동성화인텍

결론적으로 ①중국 잔여 물량 수주 및 일본 조선사들의 LNGC 사업 진출로 인한 물량 수주 시 국내 조선사향으로 막혀 있던 Q의 확대와 ②보냉재 업체들이 MASGA 프로젝트 투자를 위한 미국 진출 시 멀티플 확장이 가능할 전망임에 따라 **보냉재 업체들에 대한 비중확대(Overweight) 의견을 제시한다.** 한국카본과 동성화인텍 두 종목 모두 주가 상승여력 충분히 있다는 판단이다. SB(Secondary Barrier)를 통해 향후 실적 개선 폭이 더욱 기대되며, 보냉재 수주 협상력 또한 높으면서 제한됐던 Q의 확장을 노릴 수 있기 때문에 종목 선호도는 한국카본 > 동성화인텍을 제시한다.

보냉재 커버리지 2사 Valuation Table			
구분		한국카본	동성화인텍
매출액 (십억원)	2024	741.7	597.4
	2025E	933.4	749.3
	2026E	973.2	807.2
영업이익 (십억원)	2024	45.4	54.0
	2025E	134.4	69.4
	2026E	155.2	95.2
PBR	2024	1.2	2.1
	2025E	2.8	3.8
	2026E	2.3	3.1
PER	2024	30.0	11.4
	2025E	15.7	19.6
	2026E	14.0	13.5
ROE	2024	4.4	21.1
	2025E	20.1	21.5
	2026E	18.7	25.1
밸류에이션 방법	-	PER	
'25년 추정 EPS	(원)	2,044	1,630
'26년 추정 EPS	(원)	2,290	2,361
Target Multiple	(배)	17.3	15.0
목표주가(Target Price)	(원)	44,000	43,000
현재주가 (2025-09-02)	(원)	31,800	31,650
주가 상승여력	(%)	38.4	35.9
투자의견		매수(유지)	매수(신규편입)

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

2. 보냉재 산업에 대한 이해

(1) 보냉재란?

보냉재란 천연가스를 액화상태로 만들어 보관하기 위해 쓰이는 단열재료, 선박에서는 주로 LNG 를 싣고 나르는 LNG 운반선(LNGC) 안의 화물창 및 LNG 추진 선박의 연료탱크 안에 쓰인다.

천연가스를 액화시키면 부피를
1/600로 줄일 수 있음

많은 양의 천연가스를 운반하기 위해서 기체상태가 아닌 LNG(액화천연가스) 형태로 운반해야 부피를 1/600 까지 줄일 수 있다. 하지만 천연가스의 액화점은 -163°C 로 화물창 내부는 극저온의 상태를 유지시켜야 LNG의 기화가 되는 것을 방지할 수 있으며, 이와 동시에 냉기가 화물창 외부로 나오지 못하게 막아 선체에 파손이 가지 않게 만들어야 한다. 이러한 역할을 수행하는 필수 기자재가 바로 보냉재다.

멤브레인형 보냉재 타입 채택

1)국내

Mark-III: HD 현대&삼성중공업

NO96: 한화오션

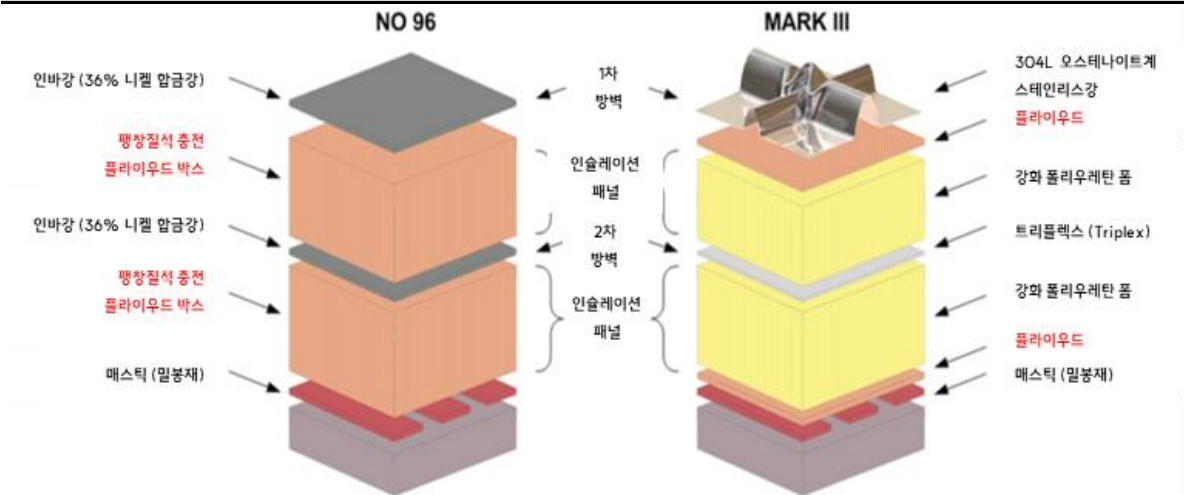
2)중국

Mark-III: 양쯔신푸, 다렌, CMHI, 장난

NO96: 후둥중화조선

글로벌 멤브레인(Membrane)형 LNG 화물창 라이선스는 프랑스의 'GTT(Gaztransport&Technigaz)'가 독점하고 있으며, 한국 및 중국 조선소는 멤브레인 방식을 사용한다. 멤브레인형 보냉재는 'MARK-III'와 'NO96' 2 가지 타입으로 나눌 수 있다. 국내 조선사 중 HD현대(HD현대중공업&HD현대삼호)와 삼성중공업은 'MARK-III' 타입을, 한화오션은 'NO96' 타입을 채택하고 있다. 중국 조선소 중에는 후둥중화조선이 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있으며, 나머지 4 개 조선사(양쯔신푸, 다렌, CMHI 장수, 장난)는 전부 MARK-III 를 채택하고 있다.

보냉재 타입별 구조 및 구성 요소



자료: GTT, SK 증권

MARK-III 타입 멤브레인 보냉재 구조 및 특징 비교

구조 (MARKIII)	특징		
	구분	MARK-III	NO96
	1차 방벽	스테인리스강	36% 니켈강(Invar Steel, 인바강)
	2차 방벽	트리플렉스(Triplex) (알루미늄+유리섬유)	36% 니켈강(Invar Steel, 인바강)
	보냉재	강화폴리우레탄폼 (R-PUF)	펄라이트 충전상자

자료: GTT, SK 증권

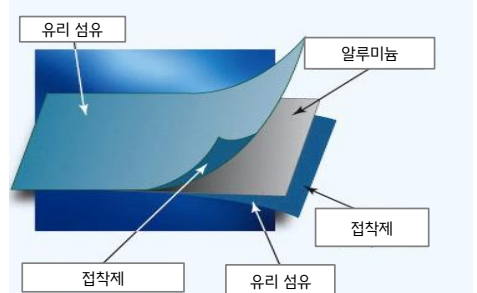
MARK-III 타입 보냉재
2차방벽(Secondary Barrier)에
사용되는 '트리플렉스'는 한국카본이
독점

여기서 중요한 점은 한국카본과 동성화인텍 둘 모두 MARK-III 를 채택하고 있지만,
2 차 방벽(SB, Secondary Barrier)에 사용되는 알루미늄+유리섬유 소재의 '트리
플렉스(Triplex)'는 한국카본이 독점하고 있다.

20~30% 이상의 높은 마진율로 추정되는 '트리플렉스'

'트리플렉스(Triplex)'는 평균적으로 보냉재 매출액에서 약 25% 내외의 비중을 차지하고 있으며, 정확한 마진율이 공개되지 않았으나 **약 20~30% 이상의 높은 마진율을 기록하는 것으로 추정된다**. 트리플렉스는 유형에 따라 FSB(Flexible Secondary Barrier)와 RSB(Rigid Secondary Barrier)로 나눌 수 있는데, FSB는 유리섬유와 알루미늄 사이에 고무를 추가하여 패널 이음매에 사용되고, RSB는 평평한 패널 부분에 사용된다.

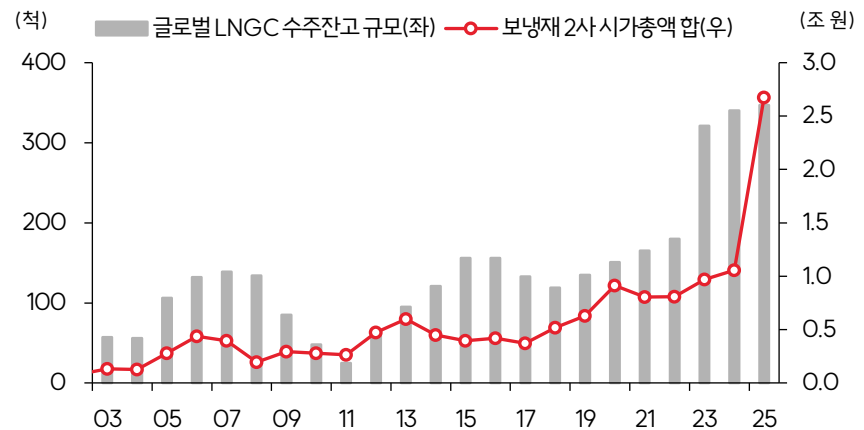
MARK-III 타입 보냉재 2차방벽에 사용되는 '트리플렉스(Triplex)' 구조

구조	특징
 유리 섬유, 알루미늄, 접착제	- 유리섬유 + 알루미늄 + 유리섬유 구조 - FSB(Flexible Secondary Barrier), RSB(Rigid Secondary Barrier)로 구분 - FSB는 유리섬유와 알루미늄 사이에 고무 추가 - RSB는 패널, FSB는 패널 이음매에 사용

자료: 한국카본, GTT, SK 증권

국내 보냉재 산업은 한국카본과 동성화인텍 두 기업이 양분하고 있다고 봐도 무방하다. 따라서 글로벌 LNG 운반선 수주잔고 규모와 보냉재 2사의 합산 시가총액은 높은 상관관계를 갖는다.

글로벌 LNGC 수주잔고 규모 및 보냉재 2사 시가총액 합산 추이



자료: Clarkson, Quantifwise, SK 증권
주: 2025년은 8월 말 기준

조선소의 LNG 운반선 수주부터 보냉재 업체로의 발주로 이어지기까지 약 6 개월의 리드타임이 발생한다. 러-우 전쟁 이후 국내 조선사의 LNG 운반선 수주잔고가 증가하면서 보냉재 업체들의 수주부터 납품까지의 걸리는 시간이 기존 대비 길어지는 추세다.

평균적으로 반제품 55~60%, 완제품 40~45% 비중으로 나눠서 매출 인식

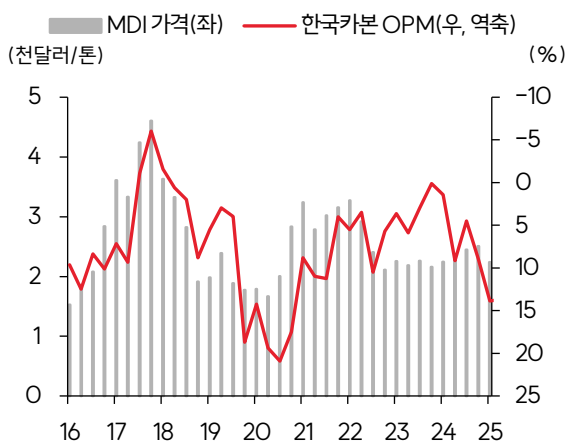
조선소 LNGC 수주 후 보냉재 매출 인식까지 최소 1년에서 1년 반 이상 소요

보냉재 업체의 매출은 보통 반제품 상태에서 한 번, 그리고 나머지 완제품이 인도될 때 한 번 인식된다. 반제품과 완제품의 매출 비중을 나눠보면 평균적으로 반제품이 55~60%, 완제품이 40~45% 정도이며, 원자재 투입분이 상대적으로 낮은 반제품이 마진이 조금 더 높은 편이다. 반제품의 경우 선박인도 6~10 개월 이전, 완제품의 경우 선박인도 3개월~5개월 이전쯤 납품이 완료된다. 따라서 조선소의 LNG 운반선 계약 체결 이후 보냉재 업체의 첫 매출 반영까지는 최소 1 년에서 1 년 반 정도의 시간이 소요되며, 최근 높은 백로그 레벨로 길어지는 추세다

보냉재 업체의 OPM은 핵심원자재 MDI 가격과 역의 상관관계

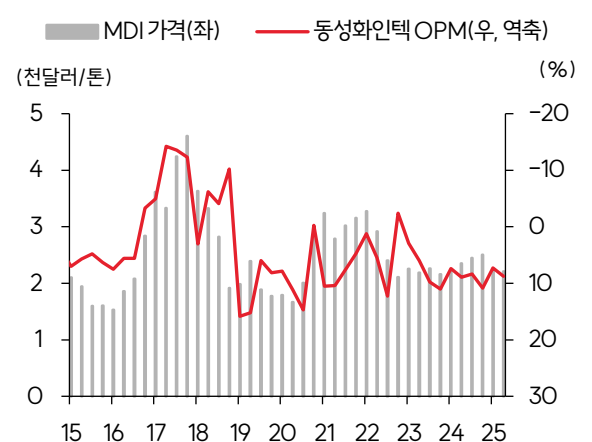
보냉재 납품 단가는 LNG 운반선의 선가 상승에 의해 쉽게 가격 전가가 발생하는 구조는 아니다. '21년부터 이어진 가파른 선가 상승에도 불구하고, 보냉재 판가 상승은 연간 약 5% 밖에 이루어지지 않았다. 보냉재 업체의 마진 구조는 선가상승 요인보다 원자재 가격 변동에 더 크게 노출되어 있다. 보냉재의 핵심 원자재인 MDI 의 가격이 하락하면 보냉재 기업의 마진율이 상승하는 역의 상관관계 구조를 가진다.

한국카본 OPM 및 MDI 가격 추이



자료: Quantiwise, Bloomberg, SK 증권

동성화인텍 OPM 및 MDI 가격 추이



자료: Quantiwise, Bloomberg, SK 증권

중국 및 한국의 MDI 생산 캐파 확대로
작년 하반기부터 가격 안정화 추세

중국의 캐파 증설에 따른 공급과잉으로 인해 글로벌 MDI 캐파 대비 실질 수요를 나타내는 Utilization은 '23년 기준 약 82%에서 '32년 약 76%까지 감소할 것으로 예상된다. 더군다나 국내 보냉재 업체들은 금호미쓰이화학으로부터 MDI를 주로 공급하는데, 금호미쓰이화학 또한 지난 '21년 여수 MDI 생산 공장 증설을 위해 4천억 원 규모의 투자를 결정했고 올해 4월 공장 증설이 완료되어 MDI 연간 생산량을 기존 41만 톤에서 61만 톤까지 확대했다. MDI 가격 안정화는 작년 하반기부터 시작됐으며, 점진적인 공급확대에 따른 가격 안정화 기조는 올해 및 내년에도 계속 유지될 것으로 전망한다. MDI가 원재료 비중에서 약 35%로 가장 많은 비중을 차지하기 때문에 가격 안정화에 따른 보냉재 업체들의 이익 개선세 유지를 전망한다.

MDI 가격 추이



자료: Bloomberg, SK증권

러-우 전쟁 이후 가격이 급상승했던
목재 가격도 작년 하반기부터 안정화
추세

국내 보냉재 업체들은 목재를 GTT가 인증하고 있는 러시아 및 북유럽 업체로부터 조달해야 하는데, 러-우 전쟁 이후 목재 수급이 어려워지면서 가격이 가파르게 상승하면서 원가 비용에 부담을 안겼었다. 하지만 최근 보냉재 원가의 약 10~15% 비중을 차지하는 목재 가격 또한 안정화 국면에 진입하면서 보냉재 업체들의 원가율 감소에 따른 이익 성장에 도움이 될 것으로 전망한다.

일일기화율(BoR) 낮추기 위해 NO96-LO3+와 Super+ 타입에 R-PUF 혼용

글로벌 선주들이 일일기화율(BOR, Boil Off Rate)을 0.1% 이하로 요구하기 시작하면서 기존의 MARK-III 타입 뿐만 아니라 NO96-LO3+ 일부 및 NO96-Super+ 타입부터 기존 글래스울(GW)에 강화폴리우레탄폼(R-PUF)이 혼용되기 시작했다. 국내 대형 조선 3 사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션 또한 NO96-LO3+과 NO96-Super+ 를 채택한 LNG 운반선 수주 물량이 증가하며 국내 보냉재 업체의 매출원 확대에 이어졌다.

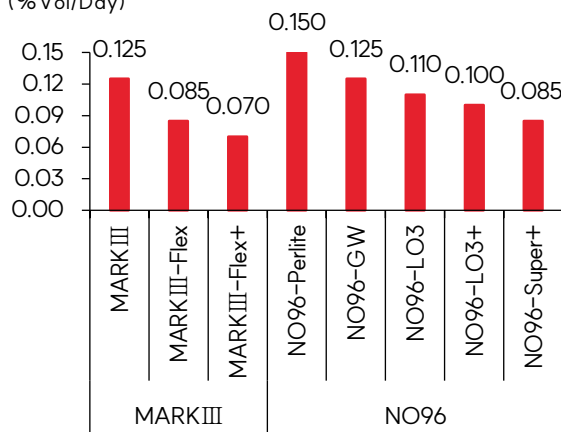
MARK-III 기준으로 환산한 R-PUF 사용 척 수:
NO96-LO3+: 0.5척
NO96-Super+: 1척

NO96-LO3+ 타입을 MARK-III 와 LNGC 척 수 기준으로 치환했을 때 0.5:1 비율이며, NO96-Super+의 타입의 경우 R-PUF 판넬을 1차와 2차 단열 공간에 모두 적용하기 때문에 Mark-III 와 1:1 비율의 R-PUF 가 사용된다.

한화오션의 LNGC 수주잔고 중 NO96 종류별 비중은 대략적으로 NO96-GW 가 60% 이상, NO96-LO3 및 LO3+가 30% 이상, NO96-Super+가 10% 미만 정도를 차지하는 것으로 파악된다. 글로벌 LNGC 선주들의 낮은 BOR 요구가 이전 대비 증가한 것은 맞으나, BOR 이 낮은 상위 제품일수록 가격이 상승하기 때문에 NO96 타입에서 R-PUF 사용 비중 확대는 보수적으로 접근할 필요가 있다.

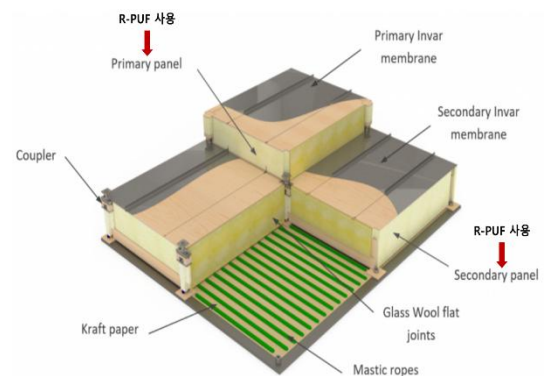
MARK-III 와 NO96 제품별 일일기화율(BOR)

(% Vol/Day)



자료: GTT, SK 증권

NO96-Super+에 R-PUF 혼용 사용



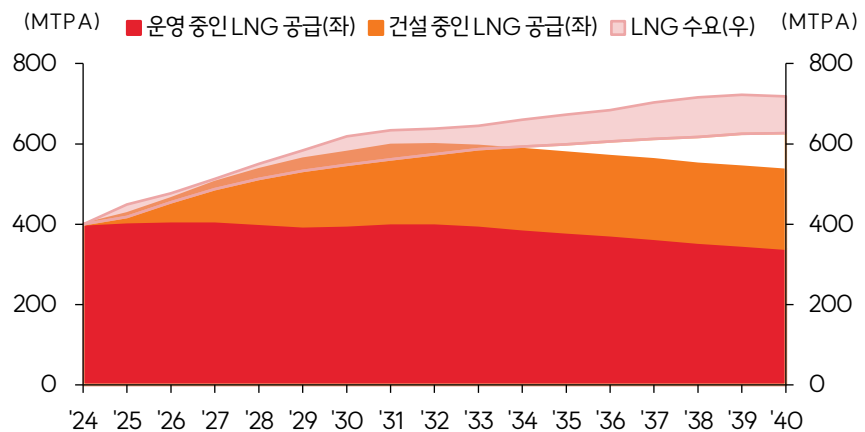
자료: GTT, SK 증권

3. 글로벌 LNG 수요-공급 확대 및 LNGC 수주 전망

(1) 글로벌 LNG 수요-공급 확대

글로벌 LNG 수요-공급의 확대는 LNG 운반선의 발주 확대로 이어지고, 이는 곧 LNG 보냉재 업체 수주로 이어진다. 글로벌 탄소중립(Net-Zero) 목표 달성을 위한 과정에서 LNG 수요는 점진적으로 증가할 수밖에 없는 구조이며, 2035년까지 연평균 약 3~4%의 꾸준한 성장이 예상된다. 특히 러-우 전쟁 이후 에너지 안보에 대한 중요성 확대와 동시에 친환경에너지 전환 속도가 기존 예상 대비 감소하면서 글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 계속 증가하는 추세다.

글로벌 LNG 수요-공급 전망

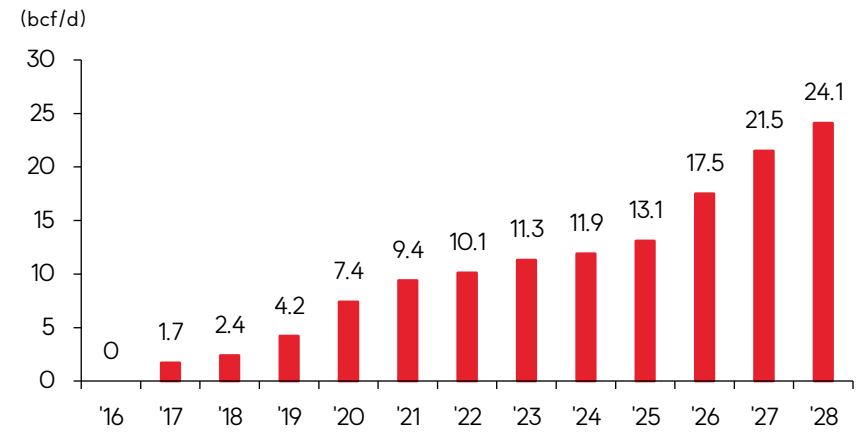


자료: Shell, SK 증권

'23년부터 글로벌 1위 LNG
수출국인 미국은 지속적인 생산 캐파
확장 중

이러한 기조에 맞추어 미국은 LNG 를 기반으로 에너지 패권국으로 군림하기 위해 LNG 생산량을 공격적으로 늘려왔으며, 2023 년도부터는 카타르와 호주를 제치고 LNG 수출량 1 위가 됐다. EIA 에 따르면 '24 년 말 기준 약 미국의 LNG 수출량은 11.9 Bcf/d 에서 '30 년 21.5 Bcf/d 까지 약 80%가 확대될 것으로 전망되며, 이에 따라 LNG 수출 Capa 도 확대될 예정이다.

미국 LNG 수출 Capa 규모 추이 및 전망



자료: EIA, SK 증권

카타르 LNG 생산 캐파 확대 계획:

'24년 77MPTA

'27년 126MPTA

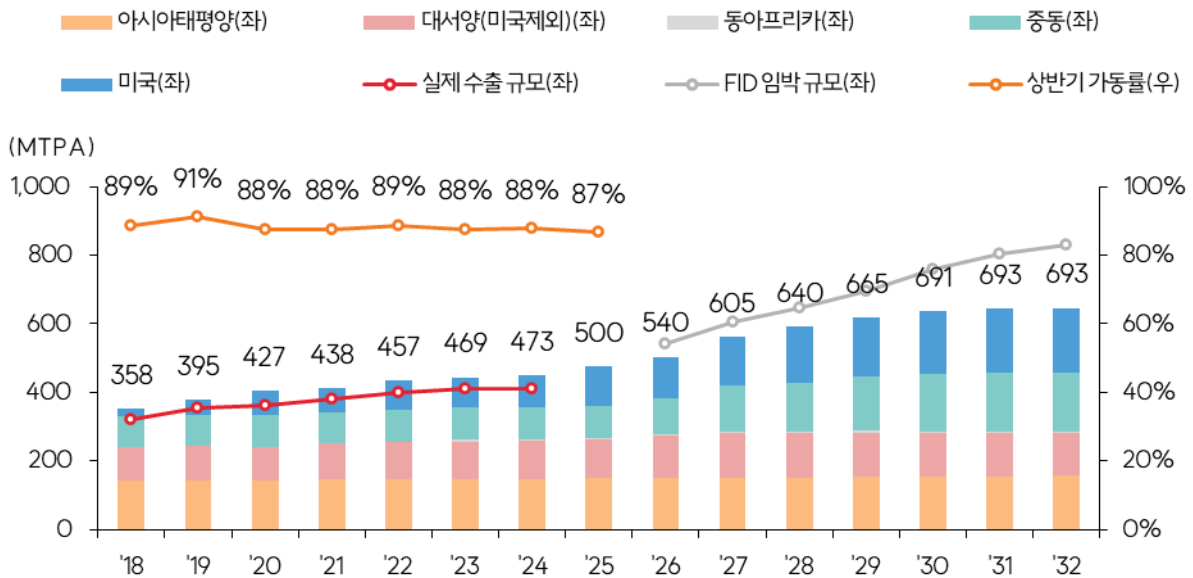
'30년 142MPTA

글로벌 LNG 수출 3 위 국가인 카타르는 North Field Expansion 프로젝트를 통해 '24년 기준 77MPTA 의 LNG 생산능력을 '27년 126MPTA 까지 점진적으로 확대할 계획을 발표했다. 이는 기존 North Field East(NFE) 프로젝트를 110MPTA 까지 확대하고, 여기에 더해 North Field South(NFS) 프로젝트를 통해 126MPTA 까지 점진적으로 늘릴 계획에 따른 수치다. 작년에는 새로운 North Field West(NFW) 프로젝트를 통해 '30년까지 LNG 생산량을 142MPTA 규모까지 확대할 계획을 발표했다.

카타르 LNG Expansion에 필요한
추가 신조 LNGC 척 수는 20 척 이상

카타르 북부 가스전 프로젝트 중 North Field East(NFE)와 North Field South(NFS)에 필요한 LNGC 는 모두 발주가 완료됐으며, '30년 기준 16MPTA 규모의 추가 생산 프로젝트인 North Field West(NFW)에 필요한 LNGC 의 신조 발주가 필요한 상황이다. 174K-CBM 기준으로 해당 규모의 LNG 운송에 필요한 LNGC 는 약 20 척 이상으로 추정된다.

글로벌 LNG 액화(Liquefaction) 캐파 추이



자료: Affinity LNG, ICIS, Kpler, SK 증권

(2) 국내 조선 3사의 메인 타겟인 북미 LNG 프로젝트

북미 LNG 프로젝트에 필요한
LNGC는 한국 조선 3사의 타겟

북미 LNG 수출에 필요한 LNG 운반선을 중국 조선소에 발주할 가능성은 'O'에 가깝다. 미국의 중국 제재 강화 기조와 더불어 미국무역대표부(USTR)의 중국산 선박 및 중국 선사 소유의 선박이 미국 항만 입항 시 부과하는 수수료 조치에 대해 자유로울 수 없기 때문이다. 따라서 **북미 중심의 LNG 프로젝트에 필요한 LNGC는 국내 조선 3사가 수주할 가능성이 매우 높다.** 따라서 향후 국내 조선 3사의 상선부문의 이익 성장을 견인할 LNGC 수주는 북미 LNG 생산 프로젝트들 중심으로 살펴보아야 한다.

북미 LNG 프로젝트 규모
FEED: 21개, 130MTPA = 238 척
PRO: 34개, 269MTPA = 382 척

2025년 8월 기준 북미 지역 기초설계(FEED) 단계의 LNG 프로젝트는 총 21개로, 약 130MTPA 규모의 LNG 운송을 위해 238 척의 LNGC가 필요하다. 아직 제안(Proposed)단계의 LNG 프로젝트들은 총 34개로, 약 269.1MTPA 규모의 LNG 운송을 위해 382 척의 LNG 운반선이 필요하다.

미국 LNG 프로젝트가 FID(최종투자결정)로 넘어가기 위한 중요 요건들 중 규제 허가 확보인 '연방에너지규제위원회(FERC)의 건설 승인 및 미 에너지부(DoE)의 수출(특히 비 FTA) 승인' 혹은 이에 대한 기한 연장이 확대되는 중으로, 투자자 및 오프테이커가 가장 싫어하는 수출 및 건설 허가 만료에 대한 우려가 해소되는 중이다.

FID 및 FID 가능성 높은 북미 LNG 프로젝트						
구분	LNG 프로젝트명	지역	운영사	생산량 (Mtpa)	계약 (SPA)	비고
'25년 FID 확정	Argentina FLNG Phase 1-FLNG1	아르헨티나	Southern Energy	2.4	-	기존 Gimi FLNG 재배치
	Woodside Louisiana LNG Phase 1	미국	Woodside	16.5	-	'29년 첫 LNG 생산 목표, 2개 트레인 증설 가능성 존재
	Corpus Christi Midscale Trains 8&9	미국 동부	Cheniere	5.0	-	기존 1.5MTPA 액화 설비 2기 + 2MTPA 추가 증산
	CP2 Phase 1	미국 동부	Venture Global	14.4	-	건설 시작
'25~'26년 내 FID 가능성 높은 프로젝트	Genting FLNG	인도네시아	Genting	1.2	지분 투자	건설 시작. 타설 진행
	Woodfibre	캐나다 서부	Pacific O&G	2.1	90% 이상	건설 순조롭게 진행 중이며, 첫 LNG 모듈 투입
	Qatar North Field West	카타르	Qatar Energy	16.0	지분 투자	
	Coral Norte FLNG	모잠비크	ENI	3.4	지분 투자	삼성중공업과 초기 계약 체결
	Rio Grande Train 4	미국 동부	Next Decade	5.9	약 80%	3월 FERC 예비 승인, 9월 FID 목표
	Rio Grande Train 5	미국 동부	Next Decade	4.5	약 45%	6월 EPC 계약 체결, 9월 FID 목표
	Delfin FLNG1	미국 동부	Delfin	3.3	100%	해양교통청(MARAD) 및 에너지부(DoE) 승인 완료, 연내 FID 목표
	Argentina FLNG Phase 1-FLNG 2	아르헨티나	Golar/YPF	3.5	지분 투자	
	Port Arthur LNG Phase 2	미국 동남부	Sempra	13.5	지분 투자	에너지부(DoE) 승인 완료, FERC로부터 건설 승인 완료, 연내 FID 목표
기타 FID 가능성 높은 프로젝트	Argentina FLNG Phase 2	아르헨티나	YPF/Shell	12	지분 투자	
	Lake Charles	미국 동부	Energy Transfer	16.4	65%	미국 에너지부(DoE) 신규 승인 신청 진행 중
	Sabine Pass Stage 5 expansion	미국 동부	Cheniere	14.0	50%	6월 FERC 공동 승인 신청, '26년 FID 목표
	Commonwealth LNG	미국 동부	Commonwealth LNG	9.5	약 50%	에너지부(DoE) 승인, 6월 FERC 건설 승인 완료, 최근 5MPTA SPA 체결
	CP2 Phase 2	미국 동부	Venture Global	5.5	0%	'26년 FID 목표
	LNG Canada Phase 2	캐나다 서부	Shell	14.0	지분 투자	
	PNG expansion	파푸아뉴기니	Total/Exxon	4.2	지분 투자	
	Sur LNG	오만	Oman LNG	3.8	0%	오만에서 확장 계획 발표 (4번째 Train)
	Mozambique LNG-1	모잠비크	TotalEnergies	13.1	잠정 중단	25년 내 TotalEnergies가 프로젝트 재개 전망
	Saguaro Energia Phase 1&2	멕시코 서부	Mexico Pacific	15	약 90%	FID는 2phases로 나뉘어 예상: 2trains + 1train / 미국 에너지부 연장 승인 필요

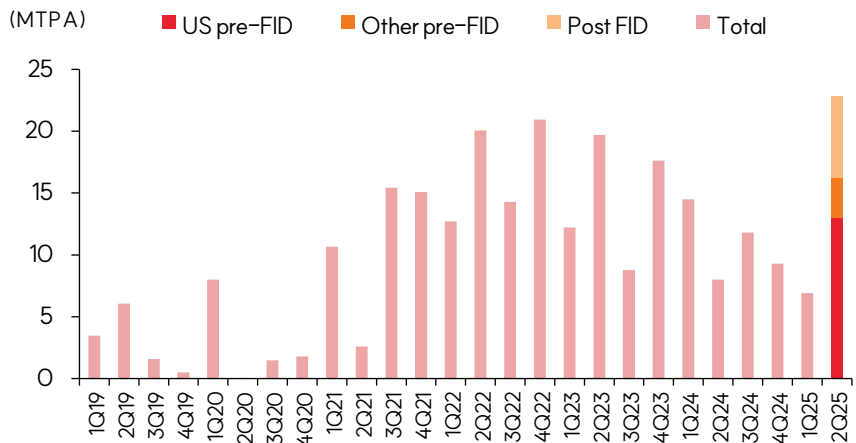
자료: GTT, SK증권

실제로 지난 8 월 22 일에는 미국 에너지부(DoE)는 Energy Transfer 의 Lake Charles LNG 시설에 대해 비 FTA 국가로의 LNG 수출 시작 시한을 '29 년까지 연장하는 것에 대해 승인하면서 프로젝트 상업성 확보와 FID 추진에 대한 시간 및 여건을 확보했다. 또한 지난 8 월 21 일 미 연방에너지규제위원회(FERC)는 Glenfarne 의 Texas LNG 프로젝트의 공사 완료 및 가동 시작 시한을 '29 년까지 연장하는 것에 대해 승인했다.

북미 FEED 단계 LNG 프로젝트 FID
가능성 높아지는 중

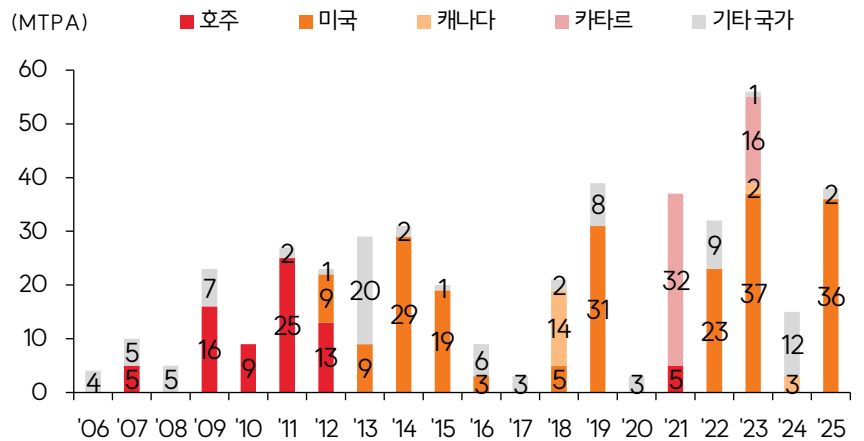
최종투자결정(FID)을 위한 상업적 기반 확보인 장기공급계약(SPA) 비중도 점진적으로 늘어나는 추세이며, 이러한 기조에 따라 올해 2분기에는 미국을 포함한 이례적인 규모의 글로벌 SPA 체결을 기록한 바 있다.

글로벌 LNG 구매-공급계약(SPA) 체결 규모 추이



자료: GTT, SK 증권

연도별 글로벌 LNG 생산 프로젝트 중 FID(최종투자결정) 규모



자료: GTT, SK 증권

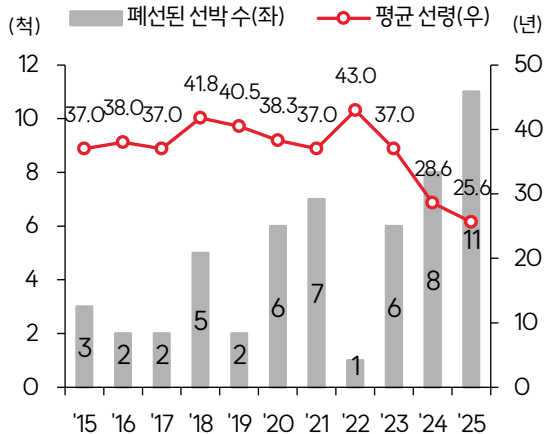
(3) 노후선대 교체 수요

올해 글로벌 LNGC 폐선 척 수 역대
최고치 경신

노후 LNGC 선대 비중 13.1%로, 폐선
속도 빨라지는 중

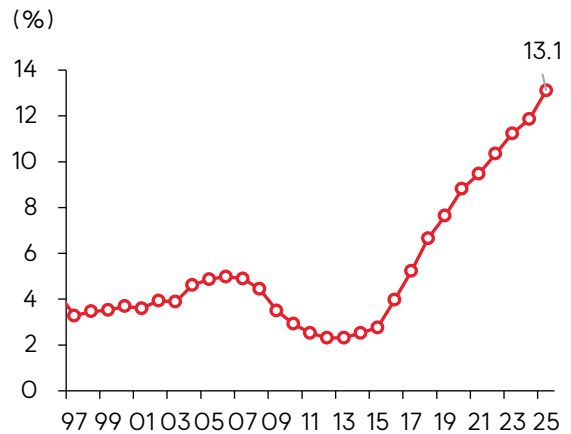
글로벌 LNGC 폐선 척 수는 올해 현재까지 역대 최고 규모인 11 척을 기록하고 있으며, 최근 단기적 LNGC 운임 약세와 남은 기간까지 고려하면 더 확대될 전망이다. 글로벌 LNGC 선대 중 선령 20년 이상의 노후선대 비중(CBM 기준)은 '25년 8월 기준 약 13.1%를 차지하고 있다. 해당 선대들의 점진적으로 강화되는 IMO 환경규제 속에서 올해 폐선된 연간 LNGC 척 수는 11 척으로 역대 최고 규모이며, 노후 스팀터빈 LNGC 선대들의 평균 폐선 선령이 점진적으로 낮아지면서 25.6년까지 내려왔다. 이러한 점들을 고려하면 향후 5~6년 내에 폐선이 단행될 가능성이 높다. 이는 현재 시장에서의 선대 공급과잉 및 낮은 운임은 스팀터빈 노후 LNGC 선대의 폐선 속도를 증가시킴과 동시에 신조 발주 수요 증가로 이어질 전망이다.

글로벌 LNGC 폐선 척 수 및 폐선 연령 추이



자료: Affinity LNG, ICIS, Kpler, SK 증권

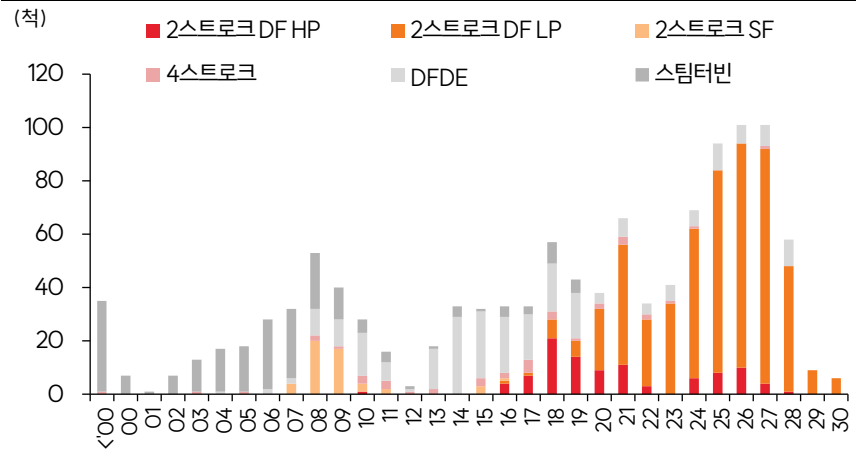
선령 20년 이상의 노후 LNGC 선대 비중 추이



자료: Clarksons, SK 증권

현재 글로벌 운항중인 LNGC 선대는 총 845 척이며, 이 중에서도 탄소배출량이 많고, 운항 효율성이 낮은 스팀터빈 선대들이 총 215 척으로 현재 선대 중 약 25.4%를 차지한다. 이들 모두 점진적으로 폐선될 잠재적 교체 수요이며, 최근 단기적으로 낮은 LNGC 운임은 해당 수요를 더욱 확대시켜 향후 신조 발주 트리거로 이어질 것을 예상한다.

엔진 타입 및 인도 연도별 글로벌 LNGC 선대 및 수주잔고



자료: Clarksons, SK 증권

(4) 글로벌 LNGC 발주 및 조선 3사의 수주 규모 전망

글로벌 LNG 프로젝트 규모

FEED: 35 개, 224MTPA = 328 척

PRO: 80 개, 492MTPA = 663 척

글로벌 선주들은 LNG 프로젝트의 생산 규모를 기반으로 발주를 내기 때문에 LNGC 발주를 전망하기 위해서는 향후 글로벌 LNG 생산 프로젝트들의 규모에 따른 필요 척 수를 살펴봐야 한다. 2025 년 8 월 기준 기초설계(FEED) 단계의 LNG 프로젝트는 총 35 개로, 약 223.7MTPA 생산량의 운송을 위해 328 척의 LNG 운반선이 필요하다. 아직 제안(Proposed)단계의 LNG 프로젝트들은 총 80 개로, 약 492.3 MTPA 의 생산량의 운송을 위해 663 척의 LNG 운반선이 필요하다.

물론 해당 프로젝트 모두 FID(최종투자결정)으로 이어진다는 보장은 없을뿐더러, 현재 글로벌 선대 중에서 해당 생산량 운송을 위해 단기 혹은 장기 용선 계약을 맺을 수 있는 잉여 선대가 있기 때문에 해당 척 수만큼 신조 발주가 나오지 않을 수도 있다.

하지만 LNGC 시장은 글로벌 LNG 수요-공급 규모와 LNGC 선대 규모를 정확히 숫자로 매칭시켜서 공급 부족 혹은 과잉 정도가 얼마인지 쉽게 판단할 수 없다. 그 이유로 크게 3가지를 꼽을 수 있다.

1) 운임비 절감 보다 운송 확보가 최우선

①LNG 화주에게는 '운임비 절감' 보다는 '운송 확보'가 최우선: LNG 계약은 대부분 20년 단위의 장기판매계약(SPA)이다. 따라서 LNG 생산자는 매 주기마다 LNG 수출을 하는데, 이를 수송할 선박이 없으면 납기 불이행으로 신용도 추락과 함께 수백만 달러 벌금이 발생하기 때문이다.

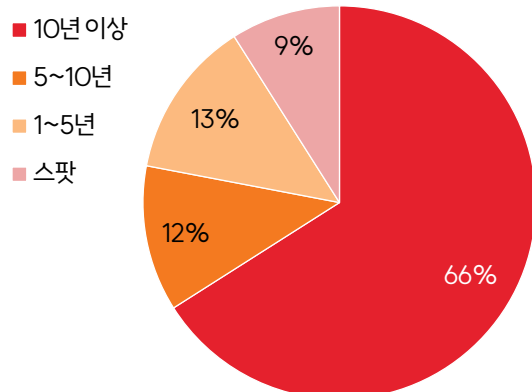
2) 높은 변동성을 띄는 LNGC 운임

②LNGC 운임 시장은 변동성이 큼: 공급과잉의 논리로 단순하게 낮은 운임에 배팅해서 단기 용선 및 Spot 비중을 높였다가 운임 급등 시 LNG 화주 입장에서 큰 손실을 입게 된다. 따라서 장기계약 및 고정운임 형태로 사업성 위험을 헷지하는 전략을 선호할 수밖에 없다. 대형 LNG 화주들은 평균적으로 장기 용선 60~70%, 단기 용선&Spot 30~40% 비중으로 구성한다.

3) 제한적인 LNGC 인도 슬롯

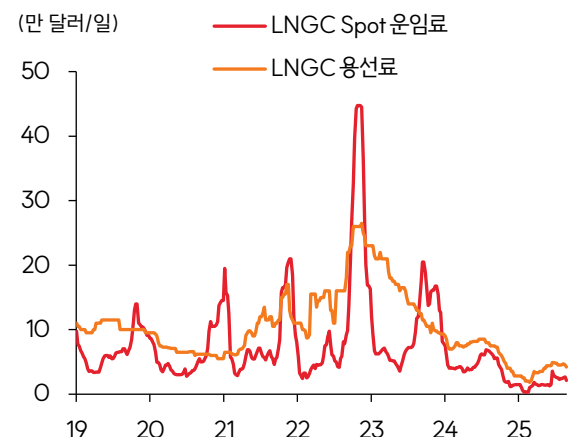
③글로벌 LNGC 인도 슬롯은 제한적: 공급 과잉에 따른 운임하락이 예상되면, 오히려 빠른 선박 확보를 통해 낮은 용선료로 장기 계약을 확보하기 위한 수요가 급증하기도 한다. 이에 따라 시장에서 Spot 용선 선대는 빠르게 소모되며, 뒤이어 선주들 간의 상대적 단납기 인도 슬롯 확보 경쟁이 치열해지면서 LNGC 단기 발주 수요가 증가하는 역설적인 상황이 발생하기도 한다.

글로벌 LNGC 선대 용선 계약 비중



자료: Clarksons, SK 증권

LNGC 스팟 운임 및 용선료 추이



자료: Clarksons, SK 증권

현재 건설 중인(UC) 단계, 기초설계(FEED) 단계, 그리고 제안(PRO) 단계의 2030년까지 글로벌 LNG 프로젝트들의 필요한 LNG 운반선 척 수를 기반으로 FEED 단계의 FID 가능성을 시나리오별로 각각 50%, 40%, 30%의 확률로 가정했으며, Proposed 단계는 FID 가능성을 30%로 가정했다. 또한 해당 LNG 프로젝트들 중 '33년까지 가동예정인 수치만 반영했다.

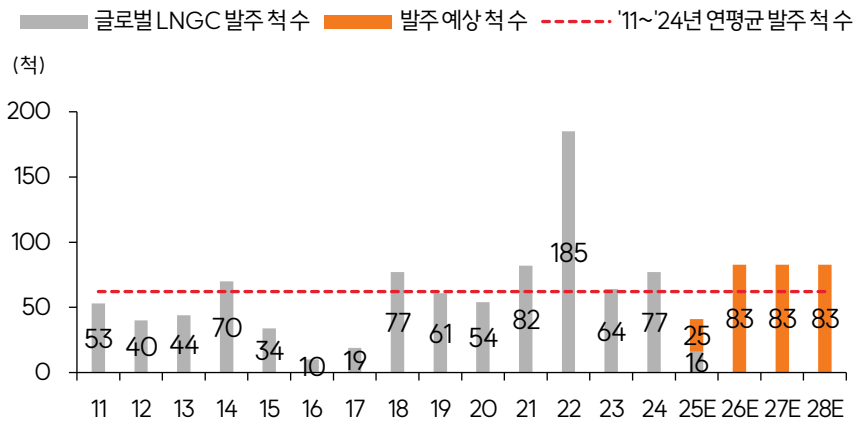
'26~'30년 국내 조선 3사의 연평균 63척의 건조한 수주세를 전망

현재로선 국내 조선사의 수주 가능성이 없는 러시아 LNG 프로젝트를 제외하고 계산된 LNGC 척 수에서 현재 글로벌 수주잔고 및 중국 조선소의 연평균 인도 캐파인 20척의 수주를 차감하고, 2010년 이전의 노후선대 교체수요를 더해줬다. 이에 따른 '26~'30년 기간동안 국내 조선 3사의 연평균 LNGC 수주 척 수는 63척으로, 건조한 LNGC 수주세를 이어갈 것으로 전망한다.

국내 조선 3사의 연평균 LNGC 수주 전망				
구분	구분	가중치	척 수	비고
건설 중 (UC)	A	100%	358	러시아 프로젝트 제외
기초설계 (FEED)	B	30%	87	
		40%	116	
		50%	145	
제안 (PRO)	C	30%	143	174k-cbm 미만 급 제외
합계	D=A+B+C	FEED 30%	587	
		FEED 40%	616	
		FEED 50%	645	
글로벌 LNGC 수주잔고	E	-	296	2025년 8월 기준, 174k-cbm 급 기준
2005년 이전 건조된 스팀터빈 선대 교체 수요	F	-	94	174k-cbm 기준
2033년까지 필요한 LNGC 척 수	G=D-E+F	FEED 30%	385	LNGC 발주 후 인도까지 약 3년 소요 가정
		FEED 40%	414	
		FEED 50%	443	
2026~2030 국내 조선소 연 평균 수주 전망	H=(G/5)-20	FEED 30%	57	중국 조선소 수주 물량 제외 (연평균 20척 가정)
		FEED 40%	63	
		FEED 50%	69	

자료: SK증권 추정

글로벌 LNGC 발주 규모 추이 및 전망



자료: Clarkson, SK 증권 추정

(5) 보냉재는 LNG 추진 연료 선박에도 쓰인다

LNG 연료 추진 선박 연료 탱크에도
보냉재가 사용됨

한국카본과 동성화인텍이 제작하는 멤브레인형 보냉재 납품은 LNG 운반선에만 국한되지 않는다. LNG 를 추진 연료로 사용하는 상선에도 사용되는데, 연료 탱크의 형태에 따라 차이가 있다. 보통 멤브레인형 LNG 연료 탱크의 단열재로 한국카본과 동성화인텍이 제작하는 보냉재가 주로 사용된다. 물론 IMO Type C 탱크에는 동성화인텍의 제품인 'S-FINE' 단열 시스템이 단열재로 사용되기도 한다.

선박의 독립형 탱크는 IMO Type A/B/C 로 나뉘지나, Type A 의 경우 사실상 사장된 수준이며, Type B 의 경우 일본 IHI 가 만든 IHI-SPB 가 대표적이지만 최근 신규 발주에는 거의 사용되지 않고 있다. 따라서 현재는 Type C 가 전형적인 LNG 연료 탱크로 사용되는 중이다. 하지만 선박의 크기가 커지거나 운항거리가 길수록 연료 탱크의 크기도 커져야 하기 때문에 C 타입 탱크 대신 공간 효율이 좋은 멤브레인형 탱크를 사용하게 된다.

대형 선박 중심의 멤브레인형 LNG
연료 탱크에 주로 보냉재 사용

‘21년 글로벌 병목현상부터 탭티어 라이너들의 LNG DF 컨테이너선 대규모 발주가 시작됐으며, 현재 글로벌 수주잔고에 12K-TEU 급 이상 기준으로 약 227 척의 대형 LNG DF 컨테이너선이 쌓여 있다. 선박의 사이즈 및 해당 선박의 항로 및 운항거리에 따라 LNG 연료 탱크의 크기 또한 달라지게 되며, 대형 컨테이너선은 평균적으로 장거리 항로를 운항하기 때문에 C 타입 연료 탱크보다 용량이 더 큰 멤브레인형 연료 탱크를 사용한다.

평균적으로 12K~15K TEU 급에는 약 12K-CBM 급 연료 탱크가, 15K~20K TEU 급에는 약 14K-CBM 급 연료 탱크가, 20K TEU 이상급에는 18,600K-CBM 급 연료 탱크가 사용된다. 현재 글로벌 수주잔고 중 국내 조선사가 수주한 대형 LNG DF 컨테이너선에 필요한 멤브레인형 연료 탱크는 약 1,189K-CBM 이며, 이를 LNGC 표준 선형인 174K-CBM 기준으로 나누면 **약 6.8 척분의 보냉재의 추가 발주가 필요할 것으로 추정된다.**

컨테이너선 규모별 LNG DF 척수 및 연료 탱크 용량

컨테이너선 사이즈	LNG 연료 탱크 용량 (단위: CBM)	척 당 평균 연료 탱크 개수
12~15K TEU	12,000	1
15~20K TEU	14,000	1.5
20K+ TEU	18,600	2

자료: SK 증권

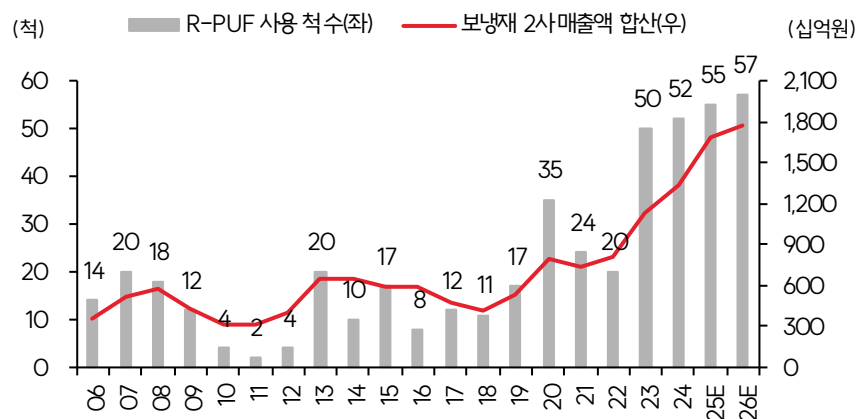
국내 조선사의 수주잔고 중 대형 LNG DF 컨테이너선 연료 탱크에 필요한 보냉재 추정

컨테이너선 사이즈	LNG 연료 탱크	인도 예정 연도				합계
		2025	2026	2027	2028	
12~15K TEU	척 수 (척)	0	0	0	0	0
	탱크 용량 (CBM)	0	0	0	0	0
15~20K TEU	척 수 (척)	3	5	11	27	46
	탱크 용량 (CBM)	63,000	105,000	231,000	567,000	966,000
20K+ TEU	척 수 (척)	0	0	4	2	6
	탱크 용량 (CBM)	0	0	148,800	74,400	223,200
합계	척 수 (척)	3	5	15	29	52
	탱크 용량 (CBM)	63,000	105,000	379,800	641,400	1,189,200
	174K-CBM 기준 (척)	0.4	0.6	2.2	3.7	6.8

자료: Clarksons, SK 증권

결론적으로 LNGC 발주 전망 및 LNG 연료 추진 선박 규모, 수주부터 보냉재 납품까지의 리드타임, 그리고 이 중 R-PUF 가 사용되는 척 수를 고려하여 추정할 시, 보냉재 2사의 매출액 합산은 '25년 1조 6,827억원, '26년 1조 7,803억원을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

R-PUF 사용 척 수 및 보냉재 2사의 매출액 합산 추이 및 전망



자료: Clarksons, 각 사, SK 증권 추정
주: R-PUF 사용 척 수는 보냉재 납품 시점 기준

4. Q의 확대 및 미국 진출 기대감에 따른 리레이팅 필요

(1) 중국으로의 Q 확대

글로벌 탄소중립(Net-Zero) 달성을 위한 과정에서 브릿지 연료로서 LNG에 대한 수요는 점진적으로 증가하고 있었고, '22년 러-우 전쟁이 발발하면서 글로벌 LNG 및 LNGC 수요는 급격하게 증가하기 시작했다. 이로 인해 카타르를 포함한 글로벌 LNG 생산 확대가 진행됐고, 이에 필요한 LNGC 발주 수요는 국내 조선 3사의 건조 캐파를 월등히 뛰어넘었기 때문에 중국 조선소들은 해당 물량 수주를 위해 LNGC 건조 사업에 뛰었다.

중국에 MARK-III 타입을 채택한 조선소들이 늘어남

과거 중국은 후동중화조선만이 유일하게 LNGC 건조 트랙레코드를 보유하고 있었으나, 나머지 4개 조선사(양쯔신푸, 다롄, CMHI 장수, 장난)들이 GTT MARK-III 타입의 화물창 라이선스를 취득하며 LNGC 수주하기 시작했다. 이전까지 '20년 3척, '21년 4척에 불과했던 중국 조선사들의 LNGC 수주 규모는 '22년에는 55척이라는 역대급 수주 실적을 기록했으며, '23년 13척, '24년 28척을 수주하면서 LNGC 시장의 점유율을 높이고 있다.

중국 조선소 GTT 라이선스 취득 및 LNGC 수주 내역

영문명	중국 조선소	계약일 (공시일)	내용/규모	보냉재 타입	사이즈 (,000)	납기
Yangzi Xinfu SB(Yangzijiang)	양쯔신푸(양쯔장)	2022-09-08	Technical Assistance and License Agreement			
		2022-12-12	첫 계약 / LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	4Q25 ~ 2Q26
		2023-07-26	LNG 연료 탱크 컨선 10척	MARK III	240TEU	2Q26 ~ 1Q28
Dalian Shipbuilding	다롄	2022-06-23	첫 계약 / LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	3Q25 ~ 1Q26
		2022-10-18	LNGC 3척	MARK III Flex	175CBM	3Q26 ~ 4Q26
		2023-01-26	LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	3Q26
		2023-07-11	LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	4Q26 ~ 1Q27
		2023-09-05	LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	1Q27 ~ 3Q27
		2023-09-19	LNGC 3척	MARK III Flex	175CBM	1H27 ~ 1Q28
		2024-07-17	LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	1Q28 ~ 2Q28
		2024-10-10	LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	3Q27
CMHI (Jiangsu)	CMHI(장수)	2022-10-10	Technical Assistance and License Agreement			
		2023-04-18	첫 계약 / LNGC 4척	MARK III Flex	180CBM	1Q26 ~ 1Q27
		2024-07-03	LNGC 1척	MARK III Flex	180CBM	3Q27
		2024-11-12	LNGC 1척	MARK III Flex	180CBM	3Q27

Jiangnan	장난	2019-06-26	LNG 연료 탱크 컨선 5척	MARK III Flex	150TEU	2H21~1H22
		2020-06-03	LNG 연료 탱크 컨선 4척	MARK III	230TEU	2H20~1H21
		2021-05-18	LNG 연료 탱크 컨선 6척	MARK III	150TEU	4Q23~3Q24
		2021-08-31	첫 계약 / LNGC1척, 중국 첫 MARK III	MARK III Flex	80CBM	4Q23
		2022-03-17	LNG 연료 탱크 컨선 4척	MARK III	140TEU	2H24~1H25
		2022-04-05	LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	1Q25~2Q25
		2022-10-18	LNGC 3척	MARK III Flex	175CBM	3Q26~4Q26
		2023-09-26	LNGC 2척	MARK III Flex	175CBM	1Q27~2Q27
		2024-09-19	ULEC 6척	MARK III	150CBM	1Q27~3Q27
Hudong Zhonghua Shipbuilding	후동중화	2024-06-24	LNGC 10척	NO96 Super+	271CBM	1Q30~4Q31
		2024-10-23	LNGBV 1척	MARK III Flex	18.6CBM	4Q26
		2025-01-14	LNGC 6척	NO96 Super+	271CBM	1Q30~4Q31

자료: GTT, SK 증권

Yoke Technology가 커버하지 못하는 잔여 물량에 대한 수주로 중국향 Q 확대 기대

현재 중국 조선소가 건조하고 있는 LNG 운반선에 필요한 보냉재는 Yoke Technology(장수요케테크놀로지)가 주로 공급하고 있다. Yoke는 약 14~15척 정도의 생산캐파를 보유하고 있는 것으로 추정되며, 현재 캐파 증설을 단행 중인지 혹은 계획이 있는지는 파악되지는 않는다. Clarkson 데이터를 기반으로 추정한 중국 조선사들의 LNGC 인도는 올해부터 '27년까지 연평균 약 19척이다. 이는 Yoke가 커버하지 못하는 잔여물량에 필요한 보냉재는 결국 한국 보냉재 업체들에 공급받아야 하는 상황이며, 한국카본과 동성화인텍 모두 해당 물량을 수주하기 위해 중국 현지에서 영업 중인 것으로 확인된다.

해당 물량을 두 기업 중 어느 곳이 몰아서 받을지, 아니면 양분해서 받을지에 대해 예단하기 어려우나, 한국카본의 수주 가능성이 조금 더 높다는 판단이다. 이유는 대응 속도 보다는 수주 협상력에 있다. 대응 속도에서 큰 차이가 나지 않을 것으로 추정하는 이유는, 한국카본은 최근 신규 발포 라인 증설을 완료했는데, 기존 라인을 다시 가동시켜 필요한 CNC 기기만 구매하면 6개월 내에 납품이 가능하다. 이와 마찬가지로 동성화인텍 또한 발포라인 기준 40척 캐파이기 때문에 CNC 기기만 구매하면 보냉재 생산을 확대할 여유가 있기 때문에 두 기업 모두 빠른 대응은 충분히 가능하다.

결국 수주 협상력 우위는 SB(Secondary Barrier)에 있다. 한국카본은 작년부터 일부 SB 물량을 중국 조선소에 납품한 것으로 확인되며, 올해부터 온기 기준으로 중국향 SB 납품 물량은 더욱 확대될 전망이다. SB 의 경우 국내 보냉재 업체 중에서는 한국카본이 독점을 하고 있기 때문에 이를 기반으로 수주 협상력을 높일 수 있다는 판단이다. 해당 물량을 동성화인텍이 수주한다고 하더라도 해당 보냉재에 필요한 높은 마진율의 SB 는 결국 한국카본에게 발주할 수밖에 없기 때문에 둘 중 누가 수주하더라도 크게 아쉬울 것이 없다.

(2) 일본으로의 Q 확대 기대

일본의 조선업 부활 계획

일본 조선사들이 최근 LNGC 건조 사업에 다시 진입하려는 움직임이 포착되고 있다. 일본 정부와 집권 자민당이 조선업 부활을 위해 국가가 건설 및 정비를 주도하는 이른바 '국립 조선소' 설립을 검토 중이다. 이와 더불어 일본조선사업협회(JSIA)의 신임 회장인 이마바리 조선 CEO 는 지난 6 월 19 일 취임식에서 2030 년까지 약 9 조 4,500 억원을 투자해 일본 조선업의 글로벌 점유율을 최소 20%로 끌어올림과 동시에 선박 생산량을 2 배로 확대하는 것을 목표로 제시했다.

일본 조선소들의 LNGC 건조 사업 재개를 위한 움직임

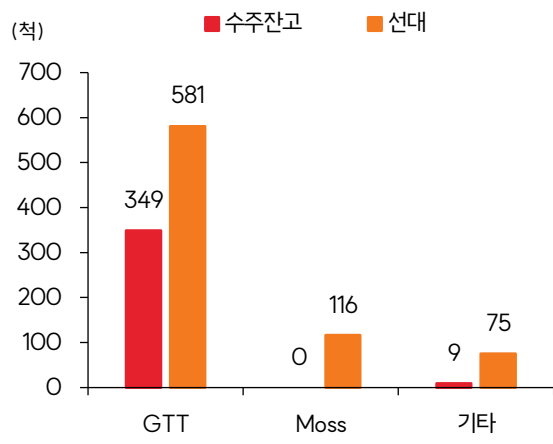
일본 조선 기업들은 미국 시장을 겨냥해 자동차운반선, LNGC, 쇄빙선 계약 수주를 노리고 있으며, 이를 통해 중국 공급업체에 대한 전략적 대안으로 자리매김할 가능성이 있다. 일본 또한 한국과 마찬가지로 미국 조선업 투자에 있어 미국 LNG 를 수출할 때 필요한 LNGC 건조 사업을 포함시키는 방안이 현실적일 것이다.

하지만 그 과정은 쉽지 않을 것으로 예상된다. 일본은 '19 년도 이후 LNGC 건조 및 인도 경험이 단 한 척도 없으며, 수주 또한 마찬가지다. ①GTT 멤브레인이 아닌 Moss 타입의 LNG 화물창 기술 선택, ②보수적 투자로 슬롯 부족, ③높은 인건비 및 자재비로 가격경쟁력 열위 ④숙련 용접공 및 엔지니어들의 고령화로 인한 인력난 등의 이유로 LNGC 시장에서 도태됐기 때문이다.

일본 주요 조선사들 중 상선 사업에
철수 한 곳도 많음

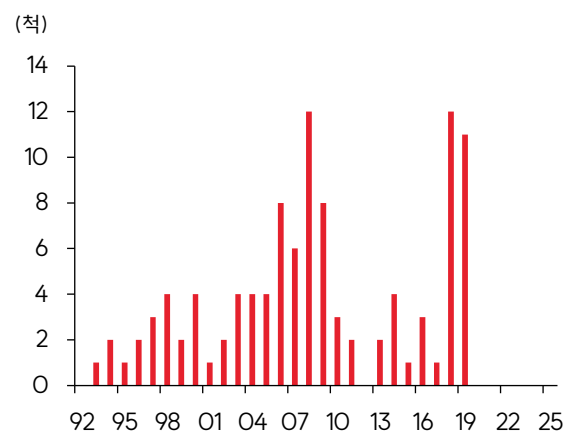
일본도 GTT 멤브레인 화물창 LNGC 를 건조해본 경험이 있으나, 일본에서도 메인 조선사인 미쓰비시중공업(MHI), 가와사키중공업(KHI), 이마바리조선소 정도이며, 이 중 미쓰비시중공업의 경우 LNGC 를 건조했던 Goyagi 야드를 '19~'22 년도에 걸쳐 Oshima 조선에 매각하면서 이미 상선 건조 사업에서 철수했으며, 해당 조선소가 건조했던 멤브레인형 LNGC의 인도는 각각 '02, '09년으로 오래된 상황이다.

화물창별 글로벌 LNGC 선대 및 수주잔고



자료: Clarksons, SK 증권

일본 조선소의 연도별 LNGC 인도 척 수 추이



자료: Clarksons, SK 증권

일본 조선소들이 LNGC 건조 사업에 다시 진입하기 위해서는 설비 및 인력 부문의 투자와 함께 서플라이 체인 확보 등의 선제적 요건 충족이 우선되어야 하며, 글로벌 선주들의 선택을 받아 의미 있는 점유율 확보까지는 상당한 시간과 비용이 소요될 것으로 예상된다. 단기 내 한국 및 중국 조선업에 대한 위협은 제한적일 것이다.

일본 조선소들의 LNGC 건조 사업
재개를 빠르게 원하면 현실적인 방안은
국내 보냉재 업체로의 발주일 것

오히려 일본 조선소들이 LNGC 시장으로 빠르게 재진출 하려면 한국 보냉재 업체 (한국카본, 동성화인텍)로의 발주를 통해 빠른 보냉재 수급 확보가 현실적인 방법일 것이며, 현실화될 시 국내 조선소향으로 막혀 있던 Q 가 열리면서 리레이팅을 통한 주가 상승여력을 충분히 기대해볼 수 있다.

(3) 미국 진출을 통한 멀티플 확장 기대

마스가 프로젝트 하에 보냉재 업체들의
미국 진출 기대감에 따른 리레이팅 필요

한-미 정부 간 1,500억 달러 규모의 MASGA(Make America Shipbuilding Great Again) 프로젝트를 통해 조선사 뿐만 아니라 조선업 밸류체인 전반의 미국 진출이 예상되며, 해당 모멘텀 통한 주가 상승이 기대되는 시점이다. 보냉재 업체들의 미국산 LNGC 건조를 위한 진출 시, 멀티플 확장으로 리레이팅이 필요하다.

USTR의 LNGC 의무화 비율 조치는
잠정 폐지. 하지만 향후 재개 가능성
배제할 수 없음

특히 미국산 LNG 수출에 사용되는 LNG 운반선 중 미국산 비율을 의무화하려는 움직임이 포착되는 중이다. USTR(미 무역대표부)는 '29년부터 미국 LNG 수출의 1%를 미국산 LNGC로 운송하고, '47년에는 최대 15%까지 그 비중을 확대하려고 했으나, 산업계의 반발과 현실성이 낮다는 이유로 '미국산 선박 사용 의무 및 비 미국산 LNG 운반선에 대한 수출 라이선스 정지' 조항을 잠정적으로 제거했다.
하지만 이는 단기 내 현실성을 고려한 잠정적인 완화 조치이며, Annex-IV 자체가 폐지된 것이 아니기 때문에 한화필리조선소 같은 미국 내 조선소의 건조 역량만 갖춰진다면 해당 조항을 다시 발효시킬 수 있는 가능성 배제할 수 없다.

또한 SHIPS for America Act의 Section 420에도 미국 LNG 수출에 대해 초기 5년간 2%, 이후 점차 증가하여 '43년까지 15% 비율을 미국산 LNGC를 통해 운송해야 한다는 조항이 명시되어 있다. USTR 조치는 행정명령 기반의 규제이나, SHIPS for America Act는 법률이기 때문에 향후 의회 통과 시 USTR 조치와 무관하게 법률적 의무인 SHIPS for America Act 조항을 따를 수밖에 없게 된다.

SHIPS for America Act - Title 4 Section 420					
구분	적용 대상	조항	조항명	특이 내용	
Title 4	국제 상업의 미국 선박 (Vessels of the United States in International Commerce)	Subtitle B: 화물 우선권 (Cargo Preference)	Section 420	미국 조선산업 활성화법	▶ 해당 조항은 기존 S.3467/H.R.6724 법안을 포함 ▶ 주요 목표: - 2043년까지 미국산 선박이 전체 해상 LNG 수출의 15% 운송 - 2035년까지 전체 해상 원유 수출의 10% 운송

자료: U.S.Senate, SK증권

향후 미국 내에서 미국산 LNGC 건조
시 시장 선가 대비 3~4 배 높은 가격에
보냉재 또한 판가 인상 가능

아직은 한화 필리조선소를 포함해 미국 내에서 LNGC 를 건조할 수 있는 조선소는
없으나 이를 위한 투자가 MASGA 를 통해 본격적으로 집행되기 시작했으며, 향후
미국 내 조선소에서 미국산 LNGC 를 건조하게 될 시 비싼 미국 인력, 비싼 원자재,
환경규제, 안정 규정 등의 이유로 인해 시장 선가 대비 최소 3~4 배 이상의 비싼 선
가로 발주될 가능성이 높으며, 보냉재를 포함한 필수 기자재들의 판가 또한 선가에
연동되어 높아질 수밖에 없을 전망이다.

SHIPS For America Act 승인 시,
미국 진출 기자재 업체들 25%
세액공제 가능

올해 4 월 30 일에 민주당 상원의원 마크캘리 주도하에 공동발의 됐던 'SHIPS for
America Act'의 주요 내용 중 Title 7- Tax Provisions(세금조항)의 Section 706
은 '조선소 투자 세액공제' 항목으로, ["This section establishes a **25% investment
tax credit** for any investment made by a taxpayer into a qualified shipyard facility in
the United States, which includes shipyards for civil and military oceangoing vessels,
and manufacturers that make critical components or equipment for such vessels."]
라고 명시되어 있다. 따라서 미국 진출 기자재 업체(엔진, 보냉재, 터보차저 등)도
'Qualified Facility'로 인정되면 25% 세액공제를 받을 수 있게 된다.

SHIPS For America Act 에 더해
MARAD 의 미국 정부 보조금 및
용자보증까지 받을 시 투자 리스크
줄이며 미국 진출 가능성 높아질 것

따라서 투자비용, 인력수급, 인증절차 등 모든 것이 확보되어 있는 국내와 달리 미국
내 투자 시 원가 단에서 부담될 수밖에 없으나, SHIPS for America Act 의 승인 시
Section 706(세액공제 25%)+Section 701(선박투자 세액공제 33~40%) 등 세
제 인센티브가 붙으면 중장기적 투자수익률은 개선될 것이다. 추가로 미국 정부 보
조금 및 용자보증(MARAD Title XI)까지 조합되면 손실 리스크는 더욱 줄어들게 되
면서 보냉재와 같은 국내 조선 핵심 기자재 업체들의 미국 진출 가능성 높아질 것으
로 전망한다.

SHIPS for America Act – Title 7 Section 701~706				
구분	적용 대상	조항	조항 명	특이 내용
Title 7	세금 조항 (Tax Provisions)	Section 701	미국 선박 투자 세액공제	▶ 미국 내에서 다음을 수행하는 경우, 33% 세액공제(Investment Tax Credit) 부여: - 외항선 건조 - 동력 개조(Repower) - 재건(재구성, Reconstruction) ▶ 조건: 선주가 해사청(MARAD)과 다음을 약정해야 함: - 선박을 최소 10년간 미국 국적 등록 - VISA/VTA 또는 기타 자발적 협정에 참여 - 필요 시 환수(clawback) 조항 적용 ▶ 추가 인센티브: - +5%: 미국 본사 선박보험사(P&I Club)와 보험계약 체결 시 - +2.5%: 미국 본사 선급의 설계·분류 기준에 따라 설계된 경우
		Section 702	해양안보 관련 지원금의 소득 제외	▶ 다음 프로그램으로 받은 지원금은 과세소득에서 제외: - 해양안보 프로그램(MSP), 조선 금융 인센티브 프로그램, 케이블 보안 프로그램(Cable Security Program), 탱커 보안 프로그램(Tanker Security Program), 전략상선단(SCF), 중소조선소 보조금 프로그램, 항만 인프라 개발 프로그램
		Section 703	국내 운항 30일 제한 폐지	▶ 현행법상 국내통세(Tonnage Tax)는 30일 미만 운항 시 비적용되었으나, > 해당 30일 제한을 폐지
		Section 704	적격 해운활동	▶ IRS는 다음을 '핵심 해운활동(Core Activities)'으로 인정해야 함 - COGSA(해상물품운송법)에 따라 발행된 선하증권상 미국 항만을 출입하는 해상운송 의무 전반
		Section 705	적격 선박 정의 확대	▶ 미국 선박 중 다음 조건을 만족하면, 그 회사의 전체 선박을 통세 과세 체계(Tonnage Tax Regime) 적용 대상으로 인정 - ISA, VTA 또는 기타 자발적 해운 협정 참여
		Section 706	조선소 투자 세액공제	▶ 미국 내 다음 시설에 대한 투자에 대해 25% 세액공제 부여: - 민간 및 군용 외항선 조선소 - 해당 선박에 필요한 핵심 부품 제조사

자료: U.S.Senate, SK 증권

이미 한국 정부는 이미 수십조원 규모의 민간·공공 패키지 제안을 통해 미국 현지 선박 인프라 구축, 기술 이전, 공동 건조, MRO 허브 설치 등을 포함한 전략적 로드맵을 제시했으며, 이에 대한 일환으로 기업 차원에서 이전 대비 구체적인 투자 계획이 발표되고 있다.

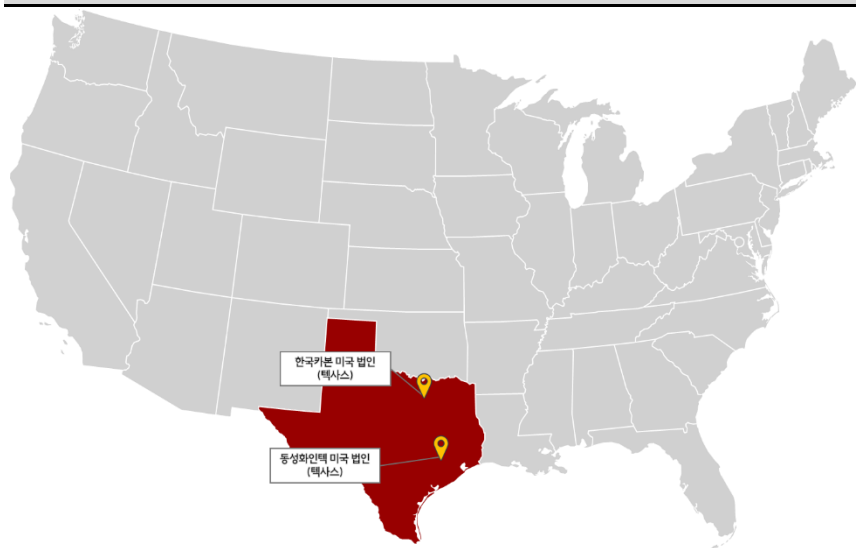
HD 현대는 미국 서버리스 캐피탈, 산업은행과 함께 '한-미 조선 산업 공동 투자 프로그램' 조성을 위한 양해각서(MOU)'를 체결했으며, 이를 통해 수십억 달러 규모 투자프로그램을 조성해 미국 조선소 인수 및 현대화, 공급망 강화를 위한 기자재 업체 투자, 자율 운항·인공지능(AI) 등 첨단 기술 개발 등에 투자하기로 결정했다.

삼성중공업은 미국 비거 마린 그룹의 조선소와 가공 공장을 현대화하고 운영 노하우를 전수할 계획이며, 향후 지분 투자나 공동 사업 수주를 통해 계획을 구체화하고 미군 함정 MRO 사업에도 참여한다는 방침이다. 또한 미국 내 조선 기자재 클러스터와 조선업 숙련공 및 선원 양성 트레이닝 센터 조성까지 협력을 확대할 계획이다.

한화그룹은 기자재 투자에 대한 구체적인 발표 내용을 언급하지는 않았으나, 결국에는 향후 한화 필리조선소에서 미국산 LNGC 건조를 위해서 보냉재가 반드시 필요할 것이다. 아직은 한화필리조선소가 LNGC 건조할 수 있는 역량이 부족하기 때문에 설비 투자 및 인력 양성을 진행 중에 있고, 지금은 미국산 LNGC 시장을 선점하기 위해 한화오션에 하도급 발주 형태로 접근하고 있다.

한국카본과 동성화인텍 두 보냉재 업체 모두 현재 미국 텍사스주에 현지법인을 보유하고 있다.

한국카본과 동성화인텍의 미국 법인 위치



자료: 각 사, SK 증권

동성화인텍의 경우, '15년 7월 동사와 미국 현지업체가 각각 50% 지분을 투자해 미국 현지 합작법인인 'Dongsung Finetec America'를 설립한 적 있으며, 이를 통해 루이지애나 소재의 세일가스 수출 및 액화 플랜트에 사용되는 단열재 공급 및 시공 사업을 본격화했다. 이후 사업 확장세가 기대에 미치지 못해 '19년 'Dongsung Finetec America' 청산 이후 현지 영업 및 투자를 DSFI(Dongsung Finetec International)로 이관했다. 해당 법인은 텍사스주 휴스턴에 위치해 있으며, 북미 LNG 시장을 겨냥한 영업 관리 및 투자 거점 법인으로 PU 단열재 및 초저온보냉재와 세일가스 플랜트 건설에 필요한 단열 및 보냉재 제품을 생산·판매하고 있다.

한국카본의 경우, '23년 8월에 미국 현지법인 'HANKUK COMPOSITES US INC'를 설립했다. 동성화인텍과 마찬가지로 텍사스주 Lewisville 에 위치해 있으며, 무역업 및 항공소재 개발, 미국 내 투자 관리 등 북미 시장 개발 및 신규 고객 유치를 위해 운영 중이다.

중장기적 관점에서 국내 보냉재 업체들의 미국 진출 가능성 높다는 판단으로, 미국 진출을 통한 리레이팅 기대

결국 시간의 문제일 뿐 중장기적 관점에서 국내 보냉재 업체들의 미국 진출과 동시에 미국산 LNGC 건조 협력이 진행될 것으로 예상되며, 현지 생산업체와 협력하거나 국내에서 모듈 형태로 제작 후 현지 조립 방식으로 충분히 대응이 가능할 것이다. 보냉재 업체 또한 미국 진출에 따른 리레이팅 충분히 기대할 수 있다.

Company Analysis

한국카본 (017960/KS)

이익 성장은 보장, Q 확장과 미국 진출 모멘텀 기대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 44,000 원(상향)

현재주가: 31,800 원

상승여력: 38.4%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수	5,191 만주
시가총액	1,651 십억원
주요주주	
조연호(외4)	34.28%
국민연금공단	7.25%

Stock Data

주가(25/09/02)	31,800 원
KOSPI	3,172.35 pt
52주 최고가	32,900 원
52주 최저가	9,410 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



체질 개선 이후 북미 LNGC 수주를 통한 장기 성장동력 확보 예상

동사는 올해 2 분기부터 ① 한국신소재와의 합병 시너지, ② 원가 절감, ③ 신규 생산라인의 불량률 개선, ④ ASP 상승 등의 이유로 일회성 요인 없는 체질 개선에 성공했다. 5대적 저수익성 물량인 '21년 수주분의 납품이 거의 완료됐으며, '22~'23년 수주분의 ASP 상승 효과는 아직 온전히 반영되지 않은 상황으로 올해 하반기부터 본격적인 ASP 상승 효과에 따른 실적 개선세를 기대한다. 올해 3 월 HD 현대중공업이 발주한 2,636 억원의 보냉재 계약을 제외하면 '24 년부터 수주를 거의 하지 않았기 때문에 경쟁사 대비 '27 년 납품 슬롯의 여유가 있다. 따라서 향후 수주 퍼포먼스는 견조할 것으로 예상되며, '24 년 하반기부터의 선가 하락분을 반영한 수주 물량이 상대적으로 적기 때문에 이에 따른 ASP 상승 폭 우려는 제한적이라는 판단이다. 올해 4 분기부터 본격적인 대규모 북미 LNGC 발주가 시작될 것으로 예상됨에 따라 동사의 수주잔고 레벨 다시 높아질 것이며, 글로벌 제한된 인도 슬롯으로 인해 LNGC 선가는 다시 상승세로 전환될 것으로 예상하며, 이를 통한 향후 ASP 상승효과에 따른 실적 개선세 이어갈 것으로 전망한다. 또한 Mark-III 타입을 채택한 중국 조선사향 SB 납품이 작년 말부터 이어지고 있으며, 올해부터는 온기 기준으로 본격적인 중국향 SB 납품을 통해 차별화된 이익 성장을 보여줄 것으로 예상된다. 이에 따라 올해 연간 매출액 9,334 억원, 영업이익 1,344 억원, '26 년 매출액 9,732 억원, 영업이익 1,552 억원 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 44,000 원으로 상향

한국카본에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가 기존 41,000 원에서 44,000 원으로 상향한다. 목표주가는 '27 년 추정 EPS 2,550 원에 Target P/E 17.3 배를 적용하여 산출했다. 한국신소재와의 합병 시너지 효과를 통한 체질 개선으로 향후 이익 개선세 이어갈 예정임에 따라 실적 추정치 상향 조정했으며, 북미 LNGC 대규모 발주를 통한 수주잔고 레벨의 확대, 국내 조선사향으로 제한되어 있던 Q 물량의 확장 기대감, 그리고 미국 시장 진출 기대감 등 다수의 모멘텀을 통한 멀티플 확장이 예상되기에 이를 앞둔 시점에서 선제적 매수 타이밍이라는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	369	594	742	933	973	1,020
영업이익	십억원	25	16	45	134	155	173
순이익(지배주주)	십억원	20	-13	20	106	119	132
EPS	원	461	-259	392	2,044	2,290	2,550
PER	배	24.0	-44.9	30.0	15.7	14.0	12.6
PBR	배	1.2	1.3	1.2	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	12.5	19.4	8.3	9.4	7.9	6.9
ROE	%	5.1	-3.1	4.4	20.1	18.7	17.5

한국카본 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	변경 전				변경 후				컨센서스			
	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	238.3	239.2	933.4	973.2	238.3	239.2	933.4	973.2	220.5	244.7	921.1	892.0
영업이익	32.4	34.3	129.4	146.9	34.8	36.8	134.4	155.2	29.5	36.4	128.6	126.5
영업이익률	13.6%	14.3%	13.9%	15.1%	14.6%	15.4%	14.4%	15.9%	13.4%	14.9%	14.0%	14.2%

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한국카본 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
매출액	224.6	231.3	238.3	239.2	243.0	240.1	243.8	246.3	933.4	973.2	1019.8
YoY	22.9%	19.1%	39.7%	23.2%	8.2%	3.8%	2.3%	3.0%	25.8%	4.3%	4.8%
QoQ	15.7%	3.0%	3.0%	0.4%	1.6%	-12%	1.6%	1.0%	-	-	-
영업이익	31.1	31.6	34.8	36.8	38.0	38.1	39.1	40.1	134.4	155.2	172.8
YoY	1091.9%	78.0%	353.1%	111.7%	22.0%	20.4%	12.1%	8.9%	195.7%	15.5%	11.4%
QoQ	79.1%	1.7%	10.1%	5.6%	3.2%	0.4%	2.6%	2.5%	-	-	-
영업이익률	13.9%	13.7%	14.6%	15.4%	15.6%	15.9%	16.0%	16.3%	14.4%	15.9%	16.9%

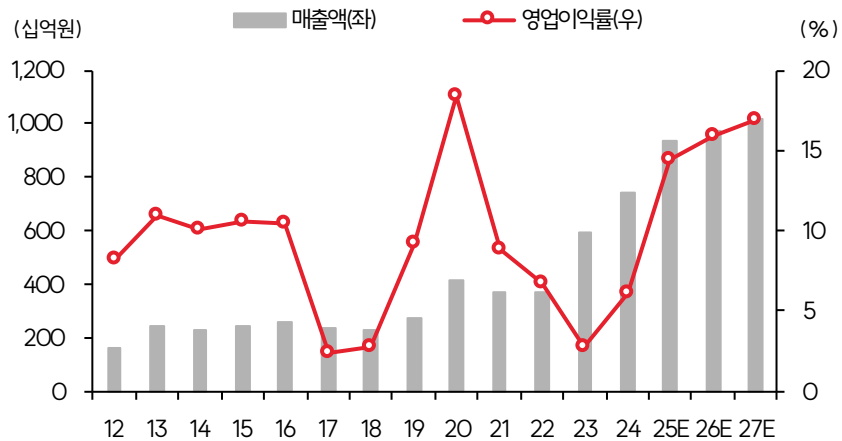
자료: Quantiwise, SK 증권 추정

한국카본 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'27년 추정 EPS	(A)	원	2,550	
Target P/E	(B)	배	17.3	'11~'13년과 '18~'20년 평균 P/E에 15% 프리미엄 적용
주당주가가치	(C)	원	43,988	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	44,000	
현재주가	(E)	원	31,800	2025년 9월 2일 증가
상승여력	(F)	%	38.4	(F) = (D-E)/(E)

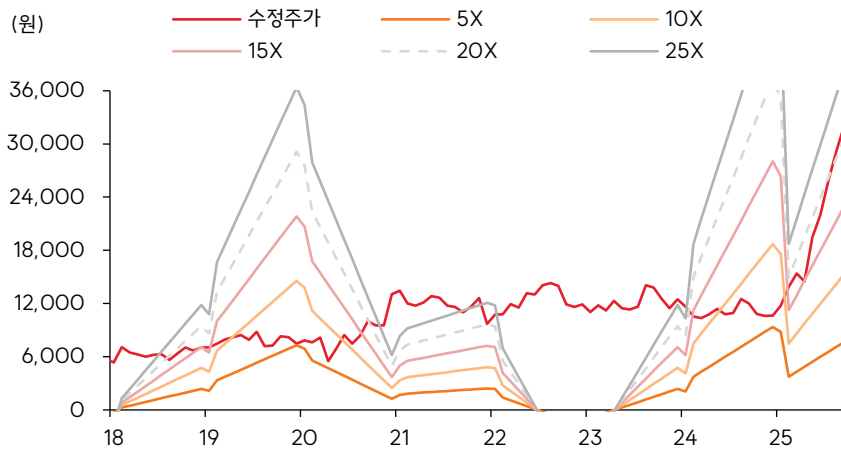
자료: 한국카본, SK 증권 추정

한국카본 실적 추이 및 전망



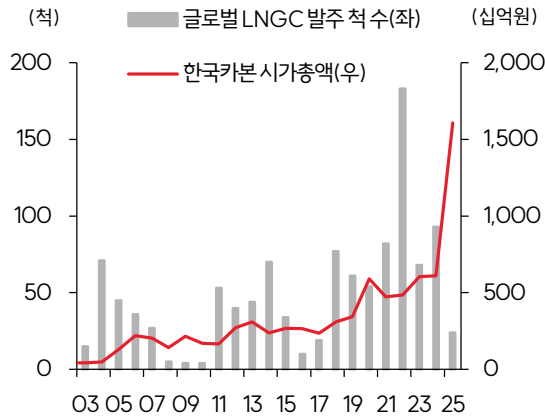
자료: 한국카본, SK 증권 추정

한국카본 PER Band Chart



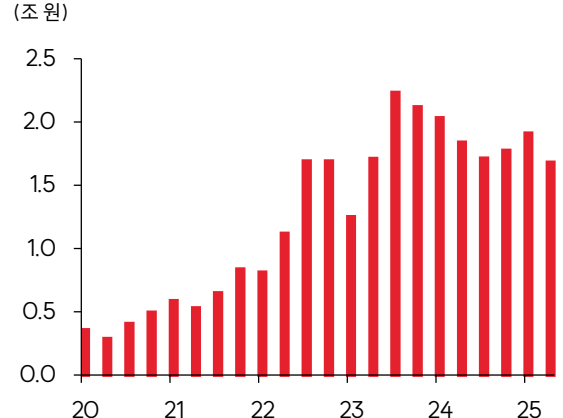
자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 및 한국카본 시가총액 추이



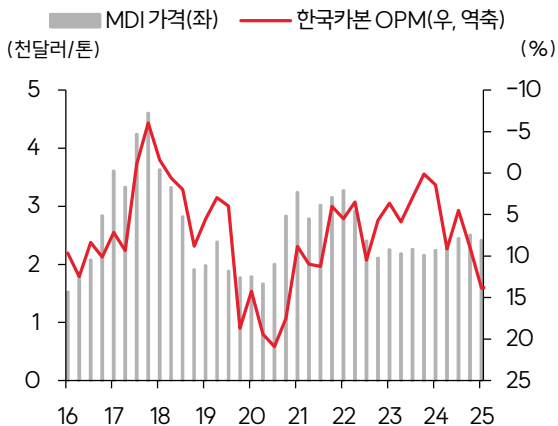
자료: 한국카본, Clarkson, SK 증권

한국카본 분기별 수주잔고 규모 추이



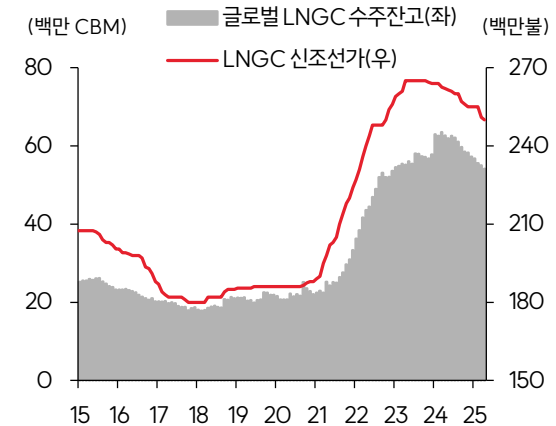
자료: 한국카본, SK 증권

MDI 가격 및 한국카본 OPM 추이



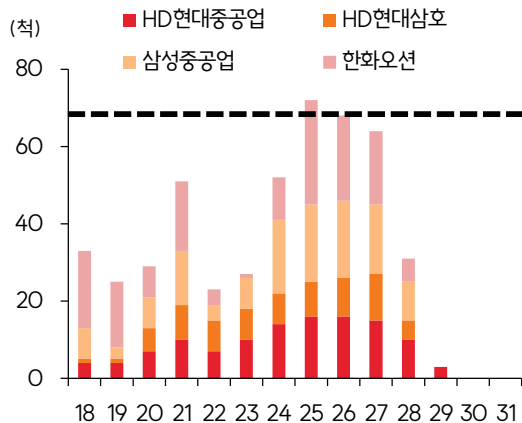
자료: 한국카본, Bloomberg, SK 증권

글로벌 LNGC 수주잔고 및 신조선가 추이



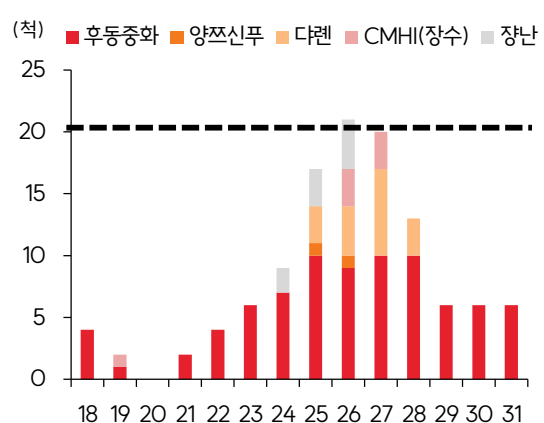
자료: Clarkson, SK 증권

한국 조선소 LNGC 인도 및 인도 예정 척 수



자료: Clarkson, SK 증권

중국 조선소 LNGC 인도 및 인도 예정 척 수



자료: Clarkson, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	398	461	521	594	668
현금및현금성자산	67	58	106	159	210
매출채권 및 기타채권	116	143	113	122	131
재고자산	180	197	191	199	209
비유동자산	394	418	443	463	505
장기금융자산	53	33	28	28	28
유형자산	271	312	346	369	413
무형자산	40	42	39	36	34
자산총계	792	879	964	1,058	1,173
유동부채	297	369	338	319	309
단기금융부채	106	55	56	51	54
매입채무 및 기타채무	86	109	114	105	102
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	40	36	46	46	46
장기금융부채	32	22	33	33	33
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	338	405	384	365	355
지배주주지분	455	474	581	693	819
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	182	182	191	191	191
기타자본구성요소	-29	-29	-21	-21	-21
자기주식	-27	-27	-19	-19	-19
이익잉여금	278	295	388	500	626
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	455	474	581	693	819
부채와자본총계	792	879	964	1,058	1,173

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	57	151	137	123	138
당기순이익(손실)	-13	20	106	119	132
비현금성항목등	68	62	58	72	78
유형자산감가상각비	16	24	28	32	36
무형자산상각비	1	3	3	3	2
기타	51	36	26	37	39
운전자본감소(증가)	12	70	1	-30	-32
매출채권및기타채권의감소(증가)	-38	-26	31	-9	-9
재고자산의감소(증가)	-10	-17	2	-8	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	12	35	-11	-8	-3
기타	-21	-3	-54	-74	-80
법인세납부	-11	-1	-27	-36	-40
투자활동현금흐름	-44	-82	-99	-57	-82
금융자산의감소(증가)	9	-12	-32	-2	-2
유형자산의감소(증가)	-51	-61	-62	-55	-80
무형자산의감소(증가)	-0	-6	-0	0	0
기타	-2	-3	-4	-0	-0
재무활동현금흐름	-5	-82	7	-12	-4
단기금융부채의증가(감소)	11	-81	-29	-5	3
장기금융부채의증가(감소)	5	4	42	0	0
자본의증가(감소)	96	0	9	0	0
배당금지급	-6	-5	-6	-7	-7
기타	-112	0	-9	0	0
현금의 증가(감소)	13	-9	48	53	51
기초현금	54	67	58	106	159
기말현금	67	58	106	159	210
FCF	5	90	75	68	58

자료 : 한국카본, SK증권 추정

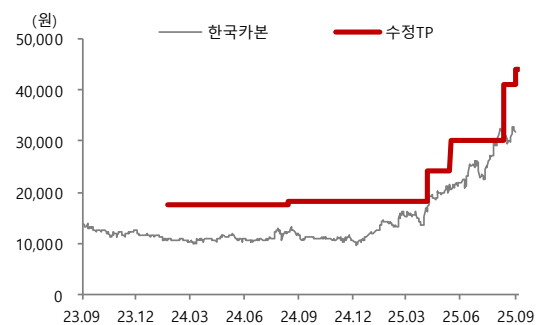
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	594	742	933	973	1,020
매출원가	531	624	719	735	760
매출총이익	63	118	214	238	260
매출총이익률(%)	10.6	15.9	22.9	24.5	25.5
판매비와 관리비	47	72	80	83	87
영업이익	16	45	134	155	173
영업이익률(%)	2.8	6.1	14.4	15.9	16.9
비영업손익	-24	-17	2	0	0
순금융손익	-0	0	-2	-1	1
외환관련손익	0	6	-4	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	-7	28	136	155	173
세전계속사업이익률(%)	-1.2	3.8	14.6	15.9	16.9
계속사업법인세	6	8	30	36	40
계속사업이익	-13	20	106	119	132
중단사업이익	-0	-0	-0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	20	106	119	132
순이익률(%)	-2.3	2.7	11.4	12.2	13.0
지배주주	-13	20	106	119	132
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.3	2.7	11.4	12.2	13.0
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-16	25	95	119	132
지배주주	-16	25	95	119	132
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	34	72	166	190	211

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	61.0	24.8	25.8	4.3	4.8
영업이익	-33.6	176.0	195.7	15.5	11.4
세전계속사업이익	적전	흑전	379.9	13.7	11.4
EBITDA	-12.0	113.3	130.2	14.5	11.3
EPS	적전	흑전	421.9	12.0	11.4
수익성 (%)					
ROA	-2.0	2.4	11.5	11.8	11.9
ROE	-3.1	4.4	20.1	18.7	17.5
EBITDA마진	5.7	9.7	17.7	19.5	20.7
안정성 (%)					
유동비율	133.9	124.8	154.3	186.2	216.2
부채비율	74.3	85.3	66.1	52.7	43.3
순차입금/자기자본	11.0	-2.1	-18.9	-24.4	-26.9
EBITDA/이자비용(배)	7.5	14.2	22.6	22.5	26.0
배당성향	-40.3	31.5	6.2	5.5	4.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-259	392	2,044	2,290	2,550
BPS	9,282	9,660	11,542	13,706	16,129
CFPS	73	902	2,645	2,953	3,286
주당 현금배당금	110	130	130	130	130
Valuation지표 (배)					
PER	-44.9	30.0	15.7	14.0	12.6
PBR	1.3	1.2	2.8	2.3	2.0
PCR	158.5	13.0	12.1	10.9	9.8
EV/EBITDA	19.4	8.3	9.4	7.9	6.9
배당수익률	0.9	1.1	0.4	0.4	0.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.09.03	매수	44,000원	6개월		
2025.08.14	매수	41,000원	6개월	-24.81%	-19.76%
2025.05.16	매수	30,000원	6개월	-15.96%	8.17%
2025.04.07	매수	24,000원	6개월	-18.68%	-11.04%
2024.08.16	매수	18,300원	6개월	-32.25%	-8.03%
2023.10.17	매수	17,500원	6개월	-36.30%	-26.91%



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 03일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

동성화인텍 (033500/KQ)

LNG 사이클 속 주목해야 할 종목

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 43,000 원(상향)

현재주가: 31,650 원

상승여력: 35.9%



Analyst
한승한

shane.han@sk.com
3773-9992

Company Data

발행주식수	2,999 만주
시가총액	949 십억원
주요주주	
동성케미컬	37.94%
Morgan Stanley & Co. International plc	5.42%

Stock Data

주가(25/09/02)	31,650 원
KOSDAQ	794.00pt
52주 최고가	32,150 원
52주 최저가	10,730 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



ASP 효과 및 원재료 가격 안정화로 하반기부터 실적 개선 폭 기대

중국 조선사향 LNG DF 선박의 연료 탱크에 사용되는 보냉재 발주 인콰이어리가 확대되고 있으며, 경쟁사 대비 육상 LNG 설비용(저장탱크 및 파이프라인) 보냉재 납품 경험 많기 때문에 공통분모인 LNGC 및 LNG 추진 선박을 제외하면 육상 쪽 투자포인트가 있다. '22 년 러-우 전쟁 이후 수급이 어려웠던 목재와 더불어 주요 원재료인 MDI 의 가격 안정화 추세가 작년 하반기부터 이어지고 있으며, 이러한 추세는 내년까지 이어질 것으로 전망됨에 따라 올해 뿐만 아니라 내년도 실적 개선세는 유지될 것으로 예상된다. 작년 하반기부터 LNGC 신조선가의 하락세가 이어져 왔으나, 실제 조선 3 사의 수주단가의 하락은 상당히 제한적이었으며, 올해 체결한 경쟁사의 보냉재 단일공급계약의 ASP 는 오히려 증가한 점을 고려했을 때 향후 동사가 수주할 보냉재 계약에 대한 ASP 하락 가능성은 제한적이라는 판단이다. 또한 과거 상대적 저수익성의 '21~'22 년 수주물량이 대부분 소화됐으며, 올해 남은 하반기부터는 납품 물량도 상반기 대비 많다. 또한 '22 년 수주분 중 상대적 높은 계약 단가의 물량 일부와 더불어 '23 년 수주분이 납품될 예정이기 때문에 ASP 효과도 상반기 대비 더 크게 나타날 예정임에 따라 가파른 실적 개선세를 시현하며 두 자리 수의 분기 OPM 달성할 것으로 예상된다. 동사의 보냉재 캐파는 34 척이지만, 발포라인은 40 척 이상이기 때문에 일본으로부터 CNC 기기만 수입하면 추가 생산 라인 및 부지 증설 없이 캐파 확대 대응이 가능하기 때문에 중국 조선사향 보냉재 수주 시 국내 조선사향으로 대체했던 Q 의 확장에 따른 리레이팅 가능성은 충분하다. 외주 없는 온전한 납품 물량 증가와 더불어 주요 원재료의 가격 안정화에 따라 '25 년 매출액 7,493 억원, 영업이익 694 억원, '26 년 매출액 8,072 억원, 영업이익 952 억원을 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 매수 및 목표주가 43,000 원으로 커버리지 재개

동성화인텍에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 43,000 원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 '27 년 추정 EPS 2,838 원에 Target P/E 15.0 배를 적용하여 산출했다. 중국 뿐만 아니라 LNG 추진 선박 및 육상용 LNG 설비를 통한 탑라인 성장과 미국 진출 기대감에 따른 주가 상승 여력 충분하다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	434	534	597	749	807	880
영업이익	십억원	15	40	54	69	95	114
순이익(지배주주)	십억원	8	30	39	49	71	85
EPS	원	283	993	1,312	1,630	2,361	2,838
PER	배	38.3	12.3	11.4	19.6	13.5	11.2
PBR	배	2.1	2.0	2.1	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	배	16.9	7.7	6.5	10.0	7.3	5.8
ROE	%	5.8	18.6	21.1	21.5	25.1	24.3

동성화인텍 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	172.4	193.3	189.6	194.1	196.8	199.1	203.5	207.8	597.4	749.3	807.2
YoY	25.6%	40.2%	38.8%	4.5%	14.2%	3.0%	7.3%	7.1%	11.9%	25.4%	7.7%
QoQ	-7.2%	12.2%	-1.9%	2.4%	1.4%	1.2%	2.2%	2.1%	-	-	-
영업이익	12.5	16.9	18.7	21.2	22.3	23.2	24.2	25.4	54.0	69.4	95.2
YoY	23.8%	37.2%	64.1%	5.2%	77.8%	37.2%	29.2%	20.1%	35.2%	28.5%	37.2%
QoQ	-37.7%	35.0%	10.7%	13.0%	5.3%	4.2%	4.3%	5.0%	-	-	-
영업이익률	7.3%	8.8%	9.9%	10.9%	11.3%	11.7%	11.9%	12.2%	9.0%	9.3%	11.8%

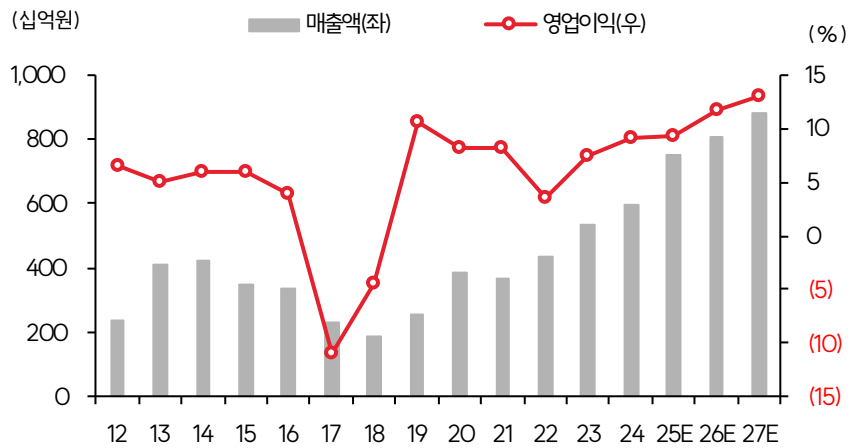
자료: Quantwise, SK 증권 추정

동성화인텍 목표주가 산출

항목	구분	단위	적정가치	비고
'27년 추정 EPS	(A)	원	2,838	
Target P/E	(B)	배	15.0	'11~'13년과 '18~'20년 평균 P/E 적용
주당주주가치	(C)	원	42,570	(C) = (A) * (B)
목표주가	(D)	원	43,000	
현재주가	(E)	원	31,650	2025년 9월 2일 종가
상승여력	(F)	%	35.9	(F) = (D-E)/(E)

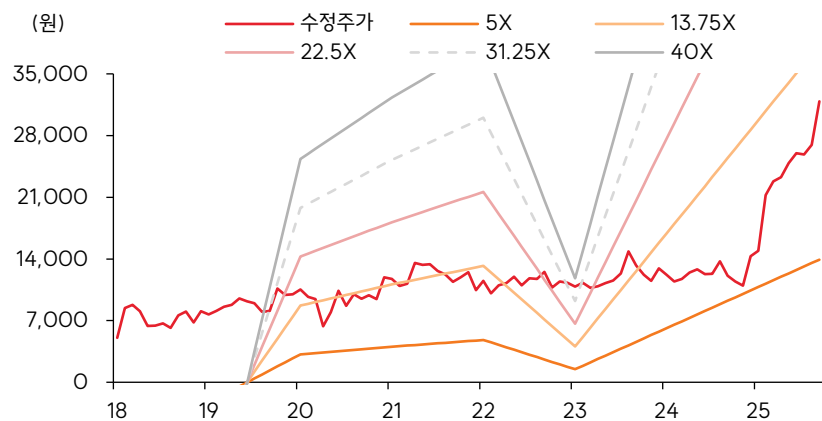
자료: 동성화인텍, SK 증권 추정

동성화인텍 실적 추이 및 전망



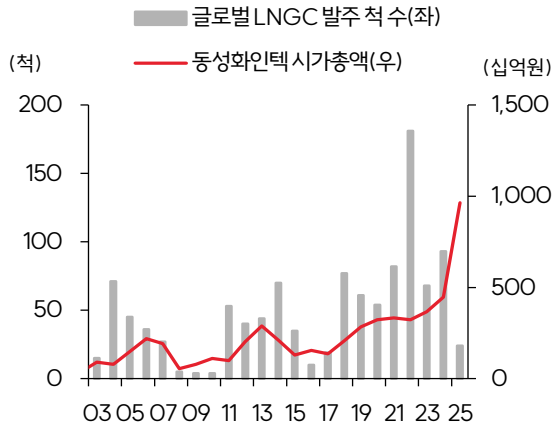
자료: 동성화인텍, SK 증권 추정

동성화인텍 PER Band Chart



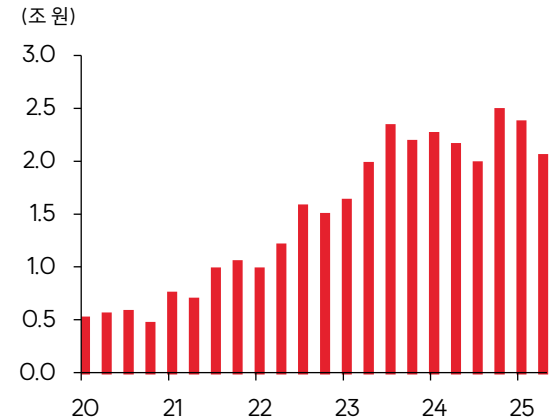
자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 LNGC 발주 및 동성화인텍 시가총액 추이



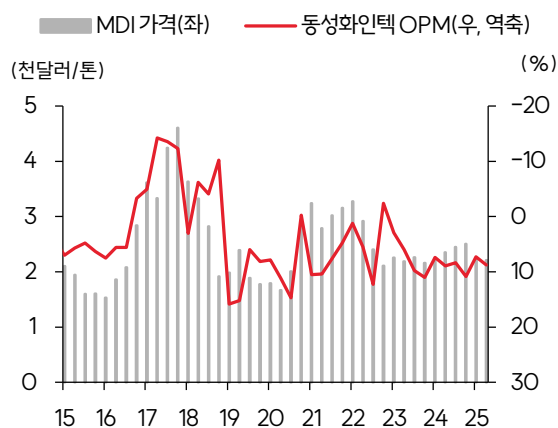
자료: Clarksons, Quantwise SK 증권

동성화인텍 분기별 수주잔고 규모 추이



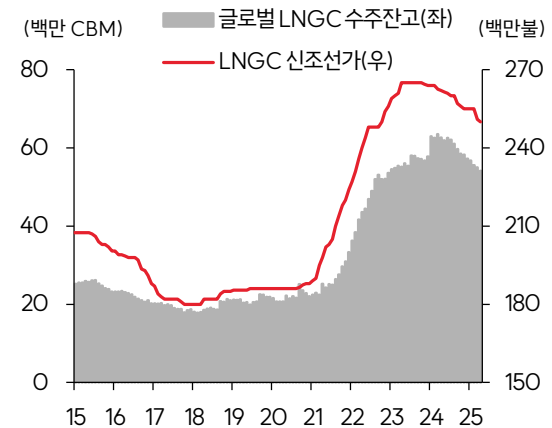
자료: 동성화인텍, SK 증권

MDI 가격 및 동성화인텍 OPM 추이



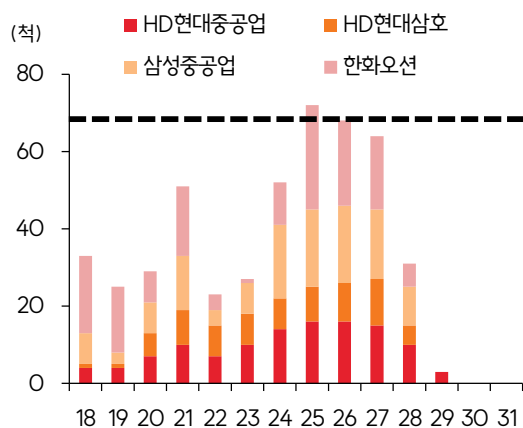
자료: 동성화인텍, Bloomberg, SK 증권

글로벌 LNGC 수주잔고 및 신조선가 추이



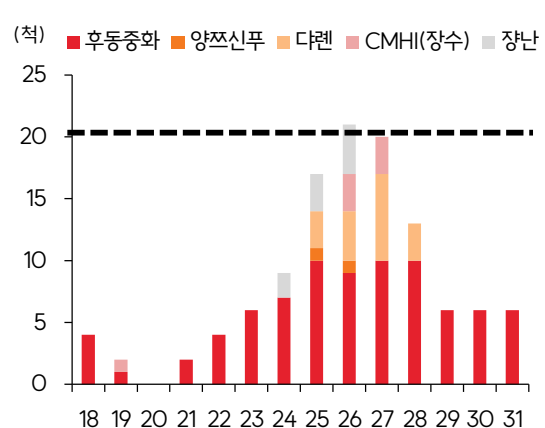
자료: Clarksons, SK 증권

한국 조선소 LNGC 인도 및 인도 예정 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

중국 조선소 LNGC 인도 및 인도 예정 척 수



자료: Clarksons, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	230	307	357	402	471
현금및현금성자산	27	57	136	165	213
매출채권 및 기타채권	41	83	59	63	69
재고자산	151	153	160	171	187
비유동자산	135	148	147	154	159
장기금융자산	2	2	1	1	1
유형자산	121	136	139	145	150
무형자산	1	1	0	0	0
자산총계	364	455	504	556	630
유동부채	182	245	243	234	234
단기금융부채	37	35	9	10	11
매입채무 및 기타채무	47	89	74	76	80
단기충당부채	2	1	1	1	1
비유동부채	11	8	9	9	9
장기금융부채	3	1	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	193	253	252	243	243
지배주주지분	171	202	252	312	387
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	77	77	81	81	81
기타자본구성요소	-9	-9	-1	-1	-1
자기주식	-8	-8	-0	-0	-0
이익잉여금	87	119	157	218	292
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	202	252	312	387
부채와자본총계	364	455	504	556	630

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	65	68	110	64	81
당기순이익(손실)	30	39	49	71	85
비현금성항목등	24	32	37	38	43
유형자산감가상각비	9	11	13	14	15
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	14	21	24	24	28
운전자본감소(증가)	18	5	40	-25	-23
매출채권및기타채권의감소(증가)	-0	-42	24	-4	-6
재고자산의감소(증가)	-22	-8	-10	-11	-16
매입채무및기타채무의증가(감소)	-16	22	-5	2	4
기타	-10	-18	-34	-42	-51
법인세납부	-3	-8	-18	-22	-27
투자활동현금흐름	-17	-22	-18	-24	-24
금융자산의감소(증가)	0	0	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-16	-23	-16	-20	-20
무형자산의감소(증가)	-1	-0	-0	0	0
기타	-1	2	-2	-4	-4
재무활동현금흐름	-48	-16	-22	-10	-10
단기금융부채의증가(감소)	-35	-5	-10	1	1
장기금융부채의증가(감소)	-3	-3	-2	0	0
자본의증가(감소)	2	0	4	0	0
배당금지급	-10	-7	-10	-10	-10
기타	-2	0	-4	-0	0
현금의 증가(감소)	-0	30	78	30	47
기초현금	27	27	57	136	165
기말현금	27	57	136	165	213
FCF	49	44	93	44	61

자료 : 동성화인텍, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	534	597	749	807	880
매출원가	463	503	632	661	710
매출총이익	71	95	117	147	170
매출총이익률(%)	13.2	15.8	15.6	18.2	19.3
판매비와 관리비	31	41	48	51	56
영업이익	40	54	69	95	114
영업이익률(%)	7.5	9.0	9.3	11.8	13.0
비영업손익	-2	-3	-5	-2	-2
순금융손익	-4	-1	1	2	3
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	38	51	64	93	112
세전계속사업이익률(%)	7.2	8.5	8.5	11.5	12.7
계속사업법인세	8	12	15	22	27
계속사업이익	30	39	49	71	85
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	49	71	85
순이익률(%)	5.6	6.6	6.5	8.8	9.7
지배주주	30	39	49	71	85
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	6.6	6.5	8.8	9.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	29	39	49	71	85
지배주주	29	39	49	71	85
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	49	65	83	109	129

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	22.9	11.9	25.4	7.7	9.0
영업이익	161.5	35.1	28.5	37.2	19.8
세전계속사업이익	174.4	33.2	25.9	45.5	20.2
EBITDA	127.6	31.8	27.0	32.1	18.1
EPS	250.9	32.1	24.2	44.9	20.2
수익성 (%)					
ROA	8.4	9.6	10.2	13.4	14.4
ROE	18.6	21.1	21.5	25.1	24.3
EBITDA마진	9.2	10.9	11.0	13.5	14.6
안정성 (%)					
유동비율	125.9	125.6	146.7	171.7	201.3
부채비율	113.0	125.0	100.0	77.9	62.8
순차입금/자기자본	6.8	-11.6	-50.8	-50.3	-52.6
EBITDA/이자비용(배)	10.1	29.1	131.1	239.9	261.6
배당성향	24.4	25.8	21.4	14.8	12.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	993	1,312	1,630	2,361	2,838
BPS	5,962	7,010	8,421	10,433	12,922
CFPS	1,305	1,680	2,070	2,825	3,332
주당 현금배당금	250	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER	12.3	11.4	19.6	13.5	11.2
PBR	2.0	2.1	3.8	3.1	2.5
PCR	9.4	8.9	15.4	11.3	9.6
EV/EBITDA	7.7	6.5	10.0	7.3	5.8
배당수익률	2.0	2.3	1.1	1.1	1.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.09.03	매수	43,000원	6개월		
2023.10.17	매수	17,000원	6개월	-2.63%	89.12%



Compliance Notice

작성자(한승한)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 03일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------