

동성화인텍(033500)



SMIC

2024년 11월 29일

I'm 동성Fine텍 Thank you

매수 시그널 보냉재 시그널 보냉재

동사는 LNG운반선의 핵심 기자재인 초저온 보냉재를 생산하며 다가올 LNG 운반선 초호황기에 따른 수혜 강도가 그 어떤 기업보다 두드러질 것이다. 보냉재 안에서도 동사는 1차방벽(Membrane)과 단열재인 R-PUF를 직접 제작하고, 2차방벽을 구입하여 최종 보냉재를 생산한다. 국내 조선사는 지속해서 동사에 CAPA증설을 요구하고 있고, 23년부터 이어진 공격적인 CAPA 증설을 통해 동사는 마침내 그동안 볼 수 없었던 증익 모멘텀을 경험할 준비가 되었다. 달라질 동성화인텍, 기대해도 좋다.

Point ① - LNG Never Dies

LNG는 죽지 않는다. LNG를 향한 전세계의 수요는 대기중이며 이를 만족시키기 위한 공급 역시 만반의 준비중이다. 트럼프의 재임과 함께하는 미국 LNG 수출 확대와 아직 죽지 않은 카타르의 LNG 프로젝트는 다양한 국가로의 물동량 증가로 이어져 LNG운반선의 폭발적인 발주를 일으킬 것이다. 모든 상황은 동사를 위해 준비됐다.

Point ② - Show and Prove

보냉재를 찾는 고객들은 동사의 Q 증가를 간절히 원한다. 고객사의 요청으로 이루어진 CAPA의 증가에도 불구하고 동사는 견고한 가동률을 보일 것이 확정적이다. 국내와 중국의 경쟁사는 동사에게 상대가 되지 않으며, 동사는 공급자 우위 시장의 Main Player로 P의 상승까지 누릴 준비가 되었다. 동사의 자신감을 확인해보자.

Valuation

25E BPS 7,715원에 Target PBR 2.67x을 적용한 목표주가 20,600원, 투자 의견 BUY를 제시한다. 동사에게는 이제 수주 모멘텀과 이익 모멘텀 모두가 도래했다. 지속되던 피크아웃 논란을 털어내며, LNG가 계속되는 이상 동사의 성장도 ING일 것이다.

추정 연결손익계산서 (단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	387,986	365,039	434,152	531,409	137,271	137,846	136,546	157,385	561,784	737,132	933,254
YoY(%)	53.2%	-5.9%	18.9%	22.4%	-1.3%	0.4%	-0.9%	15.3%	5.7%	31.2%	26.6%
매출원가	316,995	306,160	393,537	463,430	117,962	116,561	116,067	131,768	482,358	620,546	761,165
매출총이익	70,991	58,879	40,614	67,978	19,309	21,284	20,479	25,617	79,426	116,586	172,089
GPM(%)	18.3%	16.1%	9.4%	12.8%	14.1%	15.4%	15.0%	16.3%	14.1%	15.8%	18.4%
판매비와관리비	39,015	28,700	25,337	30,638	9,183	8,952	9,060	10,518	37,713	46,143	55,332
영업이익	31,976	30,179	15,277	37,340	10,126	12,332	11,419	15,099	41,712	70,444	116,757
OPM(%)	8.2%	8.3%	3.5%	7.0%	7.4%	8.9%	8.4%	9.6%	7.4%	9.6%	12.5%
금융손익	(4,802)	(3,004)	(2,351)	(4,007)	(386)	(327)	(370)	(225)	(1,307)	(1,837)	(1,551)
기타손익	(4,664)	6,475	989	3,546	1,560	(7,843)	207	7,884	1,808	1,496	2,541
공동기업 및 관계기업 투자손익	32	2	4	2	-	3	-	-	3	3	2
세전순이익	22,540	33,652	13,918	36,880	11,301	4,165	11,256	22,758	42,216	70,106	117,750
법인세비용	1,263	7,189	5,497	8,133	2,608	898	2,554	6,159	12,219	20,291	34,081
당기순이익	21,278	26,464	8,422	28,746	8,693	3,267	8,702	16,599	29,997	49,814	83,669
NPM(%)	5.5%	7.2%	1.9%	5.4%	6.3%	2.4%	6.4%	10.5%	5.3%	6.8%	9.0%

Rating

Buy

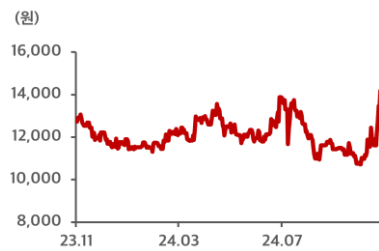
목표주가: 20,600 원

현재주가: 14,310 원

상승여력: 42%

12M 추가추이

시가총액 4,291 억 원



Key Metrics

EPS(25E) ₩8,284

PBR(25E) 2.67x

ROE(25E) 23.6%

B/S data (3Q24)

자산 총계 3,787 억원

부채 총계 1,965 억원

자본 총계 1,821 억원

주요 주주

(주)동성케미컬 39.19%

자사주 3.19%

SMIC 2 팀

팀장 49 기 이대영

팀원 49 기 이효진

50 기 김남호

50 기 노현성

50 기 오태한

CONTENT

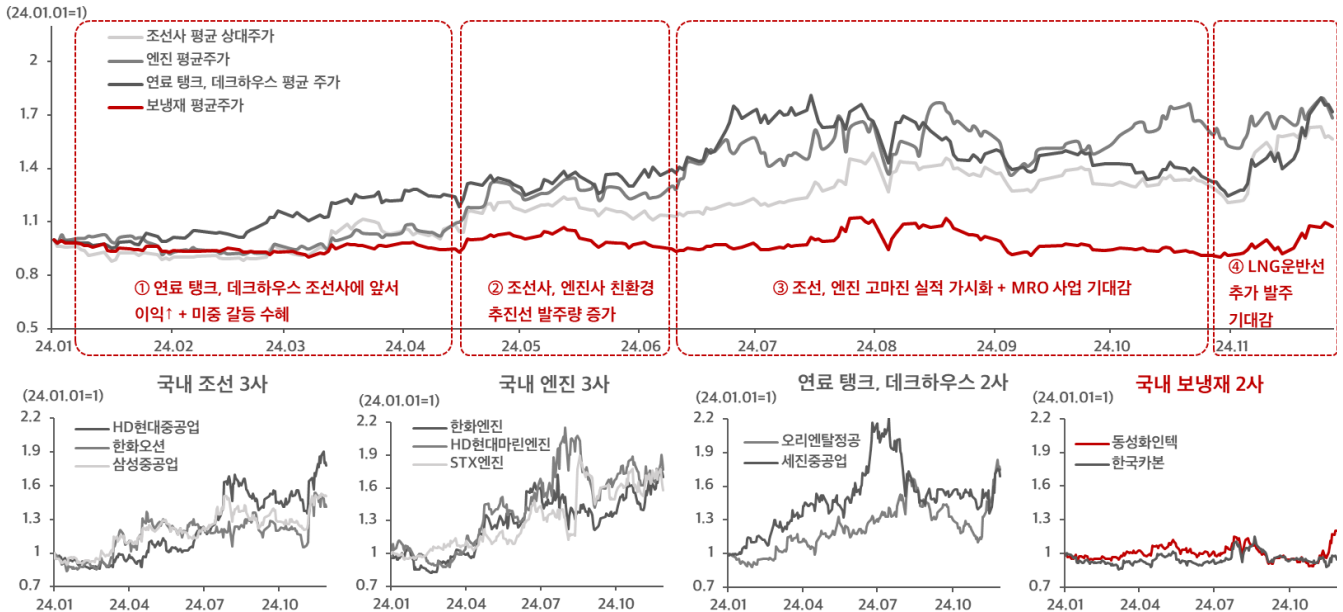
1. 매수 시그널 보냉 - 투자 Idea	3
2. 보냉재를 부탁해 - 산업, 기업분석	4
3. LNG Never dies - 투자포인트 1	9
4. Show an Prove - 투자포인트 2	17
5. Valuation - PBR Method	22
6. Appendix	31

1. 투자 Idea - 매수 시그널 보냉

24년 조선업에
훈풍이 불다

24년 2분기 이후 국내 조선사들과 조선기자재 업계에는 훈풍이 불어오기 시작했다. 조선사는 21-22년 컨테이너선 교체 발주, LNG 운반선 초 호황기를 지나 고가물량이 매출로 인식되며 실적 턴어라운드가 도드라졌고 IMO 규제로 인해 앞당겨진 친환경 선박 교체 수요에 따른 기대감에 엔진사들도 연초 대비 평균 68% 상승하며 조선업에도 온기가 들어왔음을 보였다. 그러나 유독 LNG 운반선의 핵심 기자재인 보냉재 제작업체들의 주가는 시장의 관심에서 소외되었다.

도표 1-1. 24년 조선업 관련 기업 주가 추이



출처: KRX, SMIC 2팀

동사는 조선업의
훈풍에 합세 x

보냉재 기업이 다른 조선 관련 기업과는 다르게 소외되었던 이유는 ① 계속 해서 쌓이는 수주잔 고에도 제한적인 CAPA와 조선사의 백로그 증가에 따라 지연되는 매출인식 때문에 Top-Line 확장에 한계를 가지고 있었다는 점과 ② 친환경 추진선 발주 Cycle 속 LNG연료 탱크에는 동사의 주력제품이 아닌 스프레이 형태의 제품이 제한적으로 들어가 수혜의 강도가 약했고, ③ 22년 LNG 운반선의 폭발적인 발주 이후 LNG 운반선에 대한 Peak Out 우려가 극심했기 때문이다.

LNG운반선 추가
발주 가능성 ↑

그러나, 차가운 시선과 관성에 의한 편향을 드디어 깨어낼 동사다. 트럼프가 승인 예정중인 17개의 추가 LNG 수출 터미널과 각국의 LNG 수요 증가에 따라 동사는 그 어느때보다 공격적인 CAPA증설을 끝내 본격적인 증익을 경험할 준비가 되었다. 환경규제가 만든 LNG 수요의 증가는 지정학적 이슈와 글로벌 패권을 거머쥐기 위한 경쟁이 더해져 재차 LNG운반선의 초호황기를 만들어 낼 것이다. LNG의 친환경 추진선 교체 Cycle에서는 다소 소외되었던 동사가 드디어 억눌렸던 주가의 하방압력을 뿌리치고 온전한 수혜를 받을 타이밍이 온 것이다.

동사는 수혜 받을
준비 완료

따라서 투자포인트 1에서는 지속적으로 동사의 주가를 억눌렀던 LNG 운반선 Peak Out을 각국의 LNG 수요와 LNG 수출 터미널의 확대를 통한 공급의 관계 아래 지속적인 LNG 운반선 발주가 있음을 엄밀히 분석하고, 투자포인트 2에서는 공급자 우위 상황에 있어 P와 Q의 본격적인 상승 초입에 있음을 증명하여 동사가 세상의 변화 속 강력한 수혜를 받을 주인공임을 주장한다.

2. 산업, 기업분석 - 보냉재를 부탁해

LNG 관련 기업 주가↑ 트럼프의 대통령 당선 이후 주요 LNG 미드스트림 기업은 평균 18.8% 상승하는 등 LNG와 관련한 기업들의 주가움직임이 심상치 않다. 업스트림, 다운 스트림 관련 기업 역시 덩달아 주가의 호조세를 보이고 있으며 이제는 LNG의 시대가 오고 있음을 알렸다. 투자포인트에 들어가기 앞서, 트럼프가 촉발한 거대한 LNG의 물동량 아래 어떤 기업이 온전한 수혜를 누릴 지 알아보자.

2.1. LNG 밸류체인

천연가스 운송과정에 따른 분류 다른 화석연료보다 수분이나 황 등의 불순물을 적게 함유하여 친환경 에너지 자원으로 각광받는 천연가스는 생산 이후 운송하는 과정이나 보관하는 방식에 따라 LNG(Liquefied Natural Gas), CNG(Compressed Natural Gas), PNG(Pipeline Natural Gas)로 분류할 수 있다.

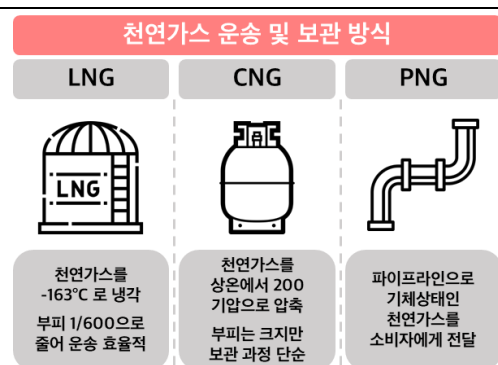
LNG는 부피를 줄여 운송 LNG는 기체 상태의 천연가스를 -163°C 이하로 냉각하면 액체 상태로 변하여 부피가 1/600으로 줄어든다는 점을 이용하여 운송에 용이하다는 특징을 가지고 있다. 반면 CNG는 기체 상태의 천연가스를 상온에서 200기압으로 압축한 것으로 LNG보다 부피가 커 효율은 떨어지지만 비교적 단순한 방식으로 사용될 수 있기 때문에 버스 등 대중교통에 사용된다. PNG는 기체 상태로 산지에서부터 파이프를 연결하여 소비자에게 천연가스를 전달하는 방식이다.

운송과정에서 효율적인 LNG의 중요성 ↑ 천연가스는 특정 지역에서만 생산되기 때문에 생산지에서 수요지로 운송하는 과정에서 경제적 효율을 위해 다양한 방법이 고려되고 있는 것이다. PNG 방식은 천연가스를 냉각 및 압축하는 과정 없이 운송한다는 점에서 편리하지만 파이프라인 인프라 구축을 위한 비용이 크고, 물리적 거리가 먼 경우 LNG 방식으로 운송하는 것이 효율적이기 때문에 LNG 방식에 집중하고 있다.

LNG 운반선의 중요성 ↑ LNG는 장거리 운송의 경제적 이익 뿐만 아니라 각국의 에너지 안보를 위해서 더욱 각광받고 있다. 러시아와 우크라이나의 전쟁 이후 노드스트림 파이프라인은 폭파되었고, 24년 12월 31일 러시아에서 EU로 향하는 파이프라인의 경로에 있는 우크라이나는 LNG 수송 계약을 종료하여 더 이상 러시아의 천연가스를 EU로 공급하지 못하게 했다. 지정학적 혼란이 가중된 현재, 각국의 에너지 안보를 위해서는 다양한 공급처에서 천연가스를 공급받아야 하기 때문에 파이프라인으로의 운송이 아닌 LNG가 주목받으며 LNG운반선의 발주가 이어지고 있는 것이다.

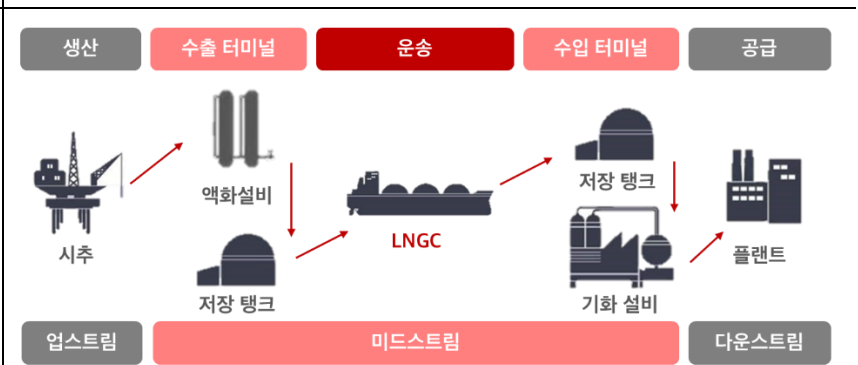
LNG 운반 과정에서 보냉재가 필요 LNG를 운송하는 과정에서 천연가스의 손실을 막기 위해 -163°C 를 유지해야 되기 초저온 보냉재가 LNG 운송 전과정에 필요하다. LNG의 주 성분인 메탄의 화학적 특성상 미세한 열유입이나 외부의 충격에도 쉽게 기화되기 때문에 경제적 손해뿐 아니라 폭발의 위험을 막기 위해서 자연 기화를 막을 수 있는 초저온 보냉재는 필수적이다.

도표 2-1. 천연가스 운송 및 보관 방식



출처: SMIC 2팀

도표 2-2. LNG 밸류체인

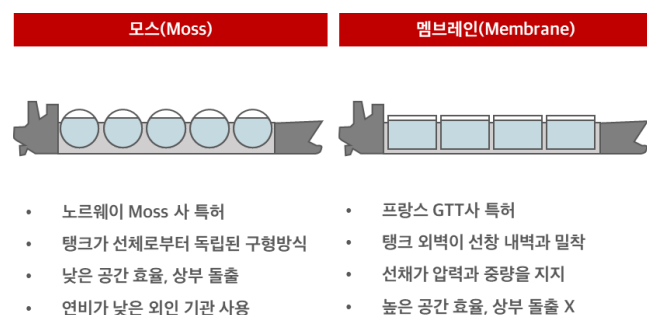


출처: SMIC 2팀

2.2. LNG 보냉재 산업

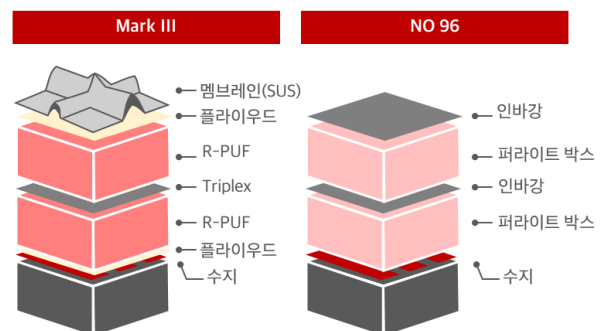
<p>초저온 보냉재는 LNG운반선의 핵심 기자재</p>	<p>보냉재는 쉽게 기화되는 LNG를 보존하기 위한 핵심 기자재이다. 특히 LNG를 이송하는 주요 수단인 LNG운반선에서는 외벽의 표면온도와 화물창의 온도차이가 200℃ 이상 차이 나기 때문에 -163℃ 를 유지할 수 있는 보냉재가 필요하며, 파도의 충격을 완화시킬 수 있는 기술적 소재를 요한다. 극저온 상태를 유지하더라도 화물창 내에서 LNG는 매일 0.15% 자연적으로 기화되기 때문에 자연 기화율(BOR, Boil Off Rate)을 낮춰 손실을 최소화하는 것이 LNG 운반선의 수익성과 직결된다. 보냉재가 LNG운반선의 핵심 기자재인 이유이다.</p>
<p>LNG화물창은 모스형과 멤브레인형으로 분류</p>	<p>초저온 보냉재를 탑재한 LNG화물창은 모스형(Moss Type)과 멤브레인형(Membrane Type)이 있으며 선가의 약 25%를 차지한다. 모스형은 선체와 화물칸이 분리되어 있어 충돌이 발생하더라도 화물창에 미치는 위험성이 적지만 탱크가 선체로부터 독립된 구형 방식이며, 상부가 돌출되어 전방의 시야를 가리고 공간효율이 좋지 않다. 프랑스 GTT사가 개발한 멤브레인형은 탱크 외벽이 선창 내벽과 밀착되어 공간 효율이 좋고 가격 역시 저렴하여 선주들은 멤브레인형 LNG운반선을 선호한다. 24년에는 LNG 운반선의 95% 이상이 멤브레인형으로 발주되고 있다.</p>
<p>LNG운반선 보냉재 Mark III와 NO96</p>	<p>이제는 주요 LNG 화물창이 된 멤브레인형 화물창은 보냉재의 단열재료 구성에 따라 Mark III와 NO96으로 나뉜다. 보냉재는 1차방벽과 2차방벽 그리고 그 사이를 메워주는 단열재(Insulation)로 구성되어 있는데, Mark III와 NO96은 각각 1,2차 방벽과 단열재의 구성재질이 달라 각각 자연 기화율과 안전성에 차이가 있다. NO96은 2중 용접으로 충격에 강해 LNG 누출 가능성이 적어 안정성이 높지만, R-PUF 비중이 높은 Mark III는 자연기화율이 낮아 경제성을 챙길 수 있다. 현대중공업과 삼성중공업은 Mark III, 한화오션과 중국의 후둥중화는 NO96을 사용하고 있다.</p>
<p>Mark III VS NO96</p>	<p>자연 기화율을 낮추는데 강점이 있는 Mark III의 1차방벽은 두께 1.2mm의 저탄소 스테인리스강이 사용되며, 2차방벽에는 Triplex, 단열재는 강화 우레탄폼(R-PUF, Reformable Polyurethane Foam)으로 구성되어있다. 가스 누출에 강점이 있는 NO96의 1차 방벽과 2차 방벽은 두께 0.7mm의 36% 니켈강으로 구성되어 있으며 단열재는 Glass-wool을 주로 사용하였다.</p>
<p>보냉재는 자연 기화율을 낮추는 것이 중요</p>	<p>그러나 자연 기화율이 0.005%p만 저감되더라도 선박당 120억원의 비용 절감이 가능하기 때문에 NO96방식을 채택하던 조선사로 발주를 넣는 선주들은 자연기화율이 낮은 Mark III를 선호하였다. 이에 따라 NO96방식을 사용하던 한화오션이나 후둥중화는 GTT에 NO 96방식도 자연기화율을 더욱 낮춘 신제품 개발을 요구하였고 GTT는 단열재 제작 시 Glass-wool과 R-PUF를 혼합한 NO96 L03과 NO96 L03+를 개발하였다. 선주들은 더욱 낮은 BOR을 원하였고 GTT사는 단열재에 R-PUF만 사용하여 BOR을 0.085% 수준으로 낮춘 NO96 Super+를 개발하였다.</p>

도표 2-3. 모스형, 멤브레인 형 LNG 화물창



출처:GTT, SMIC 2팀

도표 2-4. Mark III, no96 구성재질



출처: GTT, SMIC 2팀

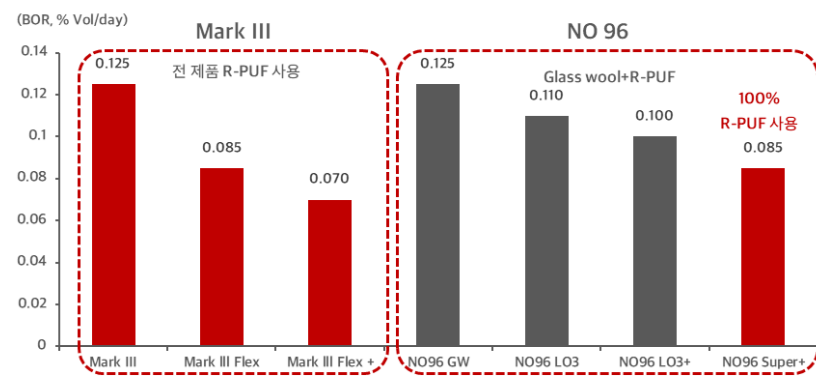
R-PUF 적용 제품의 확장 = 국내 보냉재 기업 수혜

R-PUF 적용 제품군의 확대는 국내 보냉재 기업들의 수혜로 이어졌다. 국내 보냉재 기업인 동사와 한국카본은 각각 Mark III향 1차방벽과 2차방벽을 생산함과 동시에 R-PUF를 생산하고 있었기 때문이다. Mark III에만 주로 납품했던 국내 보냉재 기업들의 제품이 NO 96향으로 납품되기 시작하였고 그 시작은 24년이였다. NO96 보냉재를 사용하던 한화오션이 24년 3월 NO96 LO3+ LNG운반선의 보냉재를 동사에게 처음으로 발주한 것이다. 따라서 올해를 기점으로 국내 보냉재 기업의 제품군 확대에 따른 본격적 수혜를 전망할 수 있다.

동사와 한국카본은 다른 제품을 생산

동사는 Mark III 보냉재의 1차방벽(Membrane)과 R-PUF를 제작하고, 한국카본은 2차방벽(Triplex)과 R-PUF를 생산한다. 동사가 생산하는 1차방벽은 동사와 비상장사인 TMC가 대부분 생산하고 2차방벽은 한국카본이 독점적으로 생산한다. 동사는 한국카본에게 2차방벽을 구입하고 한국카본은 1차방벽을 주로 TMC에게 구입하여 시공 후 최종 보냉재를 조선사에 납품한다.

도표 2-5. Mark III, NO96의 자연기화율



출처: GTT, SMIC 2팀

도표 2-6. 보냉재 기업의 생산 가능 보냉재

보냉재 업체	동성화인텍	한국카본	기타 업체
1차 방벽	직접 생산	생산 X	TMC
2차 방벽	생산 X	FSB,RSB 생산	Hutchison
폴리우레탄폼	직접 생산	직접 생산	
단열파이프	직접 생산	직접 생산	
Poly Wood	직접 생산	생산 X	

출처: 동사, SMIC 2팀

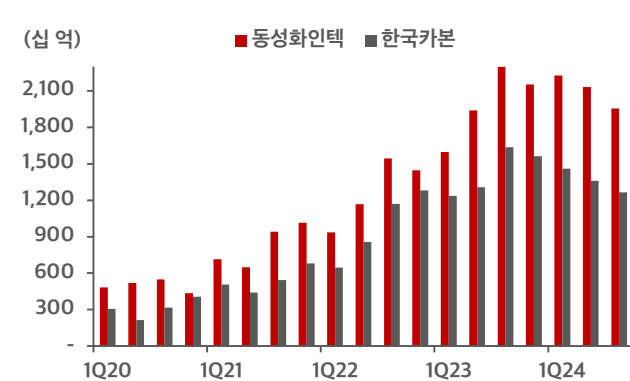
국내 보냉재기업의 경쟁자 Yoke

국내에서는 잘 알려져 있지 않지만, Jianguo Yoke Technology도 국내 기업에 새로이 대항하는 중국 보냉재 기업이다. 중국 조선사의 LNG운반선 수주와 함께 성장한 Yoke는 연간 12척의 NO96 GW 제품만을 생산 가능하였지만, 24년 Mark III향 CAPA 증설을 완료하여 국내에서 감당하지 못하는 물량을 받아 선사들의 레퍼런스를 쌓아가는 중이다. 게다가 24년 이전까지 한국카본이 대부분을 독점하던 Triplex의 생산인증을 받아 24년부터 생산에 돌입했다. 한국카본의 독점 구조가 붕괴된다면 전체 2차방벽의 10%를 차지하던 2차방벽의 가격 하락이 일어날 수 있다.

그러나 선주는 국내 보냉재 기업을 선호

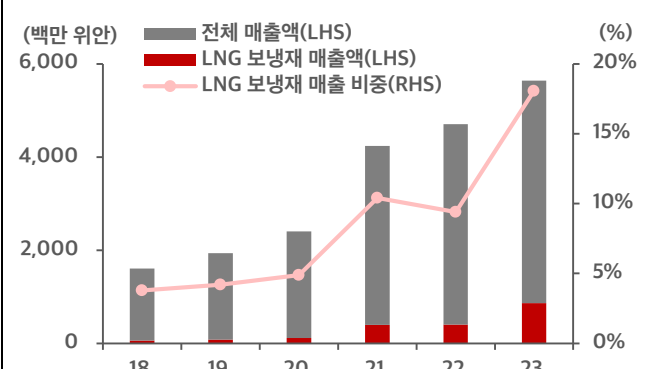
그러나 사업의 규모가 조 단위인 LNG 사업의 특성상 선주들은 조선사를 바꾸더라도 기자재는 기존에 사용하던 기자재를 원한다. 따라서 국내 조선사들은 국내 보냉재사에 CAPA증설을 요구하였고 동사와 한국카본은 발빠르게 CAPA 증설에 나서 현재 각각 34척 30척으로 증설하였다.

도표 2-7. 동사, 한국카본 수주잔고



출처: Dart, SMIC 2팀

도표 2-8. Jianguo Yoke Technology 보냉재 매출비중



출처: Cninfo, SMIC 2팀

2.3 동성화인텍 기업분석

세상이 주목하고 있는 LNG의 밸류체인부터 보냉재의 필요성과 특성까지 확인했다면, 지금부터는 그 수혜를 어느 기업보다 온전히 누릴 수 있는 동사를 면밀히 살펴보자.

동성화인텍의 출범	동사는 85년 삼정화인으로 설립되어 폴리우레탄 정밀 화학 사업을 시작하였고, 98년 LNG운반선 용 보냉재 사업에 진출해 국내 LNG운반선의 성장을 이끈 주역이 되었다. 이후 09년 동성그룹으로 편입하였고 13년 동성화인텍으로 상호를 변경하여 글로벌 보냉재 산업을 이끌고 있다.
대부분의 매출은 보냉재 판매	동사의 사업부는 초저온 보냉재와 PU(Polyurethane) 단열재 시스템을 개발 및 생산하는 PU 단열재 사업부와 냉매 및 방재시스템 제품을 공급 및 판매하는 가스 사업부로 구성된다. 24년 3분기 매출 기준으로 96.3%가 PU단열재 사업부에서 발생했으며 3.7%가 가스사업부에서 발생하였다. 가스사업부는 수입해 온 냉매 및 방재시스템 제품을 공급하며 매출 비중이 크지 않다.
완제품을 조선사에 제공	PU 단열재 사업 부문은 KPX케미칼, 애경유화를 포함한 국내 기업과 다국적 MDI 생산 기업으로부터 Polyol, MDI, TDI 등의 원재료를 납품 받은 뒤 가공하여 단열재를 제작한다. 이 중 일부는 전방의 건설, 자동차, 바이오산업으로 향하지만 대부분의 판매 제품은 추가적인 가공 재료를 POSCO와 금호미쓰이 화학에서 제공받아 배합 및 숙성의 과정을 거쳐 R-PUF를 생산하고, 1차 방벽인 멤브레인 제조를 위해 2차 가공을 진행한다. 완성된 제품은 국내 조선사로 향하게 된다.
2차방벽 가격의 하락은 동사 수혜	동사는 보냉재의 완제품을 직접 시공하여 조선사로 납품한다. 동사가 제작한 1차방벽에 Poly wood를 접착한 뒤 2차방벽 사이에 R-PUF를 겹겹이 접착하여 완제품을 제작한다. 이때 2차방벽인 Triplex는 FSB(Flexible Secondary Barrier)와 RSB(Rigid Secondary Barrier) 중 조선사가 요구한 제품을 한국카본에서 구매하여 완제품을 완성하는 구조이다. 현재까지는 2차방벽 시장에서는 한국카본의 독점체계가 이루어졌지만, Yoke의 등장과 더불어 허치슨의 공급확대로 인한 2차방벽의 가격 하락이 발생할 수 있어 이는 동사의 비용 감소로도 이어질 수 있다.
동사의 매출인식 구조	동사는 조선사의 선박 수주 이후 6-9개월 뒤 조선사로부터 보냉재를 수주받는다. 이후 선박이 완성되고 선주에게 인도되기 전 최종적으로 선박에 보냉재를 접합하는 과정을 거쳐야 하기 때문에 6-9개월 전 동사는 조선사에게 보냉재를 납품한다. 조선사는 동사에게 다량의 선박에 해당하는 보냉재를 한 번에 수주하고, 동사는 각 선박에게 인도될 때마다 차례로 매출을 인식한다. 과거에는 보냉재 수주 시기와 보냉재 인도 시기의 기간이 2년이었지만 현재는 조선사의 백로그가 3년이상 유지되며 동사의 보냉재 인도 기간도 이에 따라 2.5-3년으로 증가하였다.

도표 2-9. 동사 Business Model

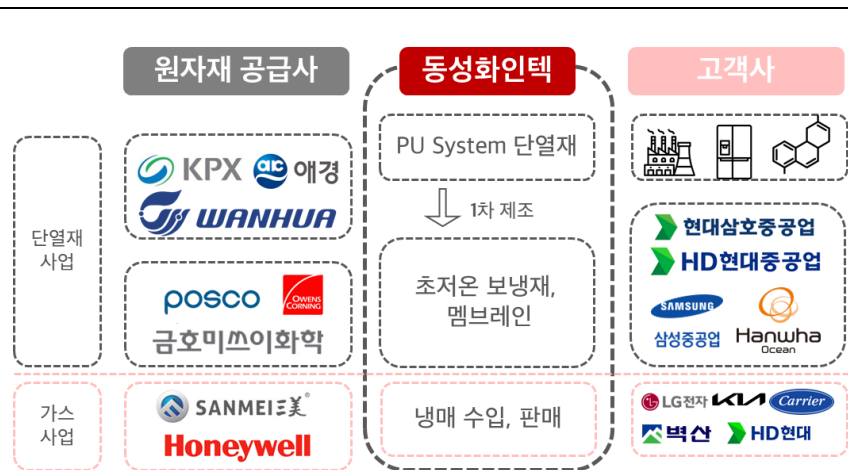
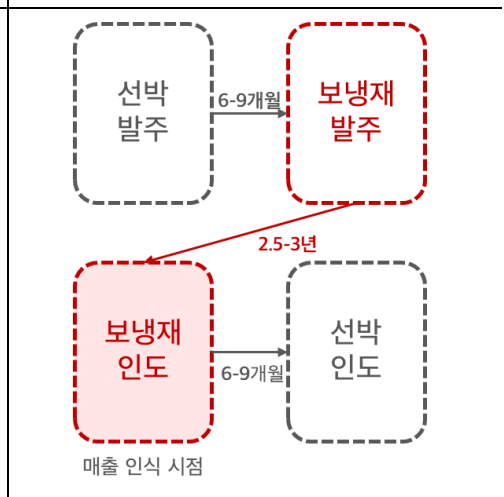


도표 2-10. 동사 매출인식 구조



출처: 동사, SMIC 2팀

출처: SMIC 2팀

2.4 동성화인텍 재무구조

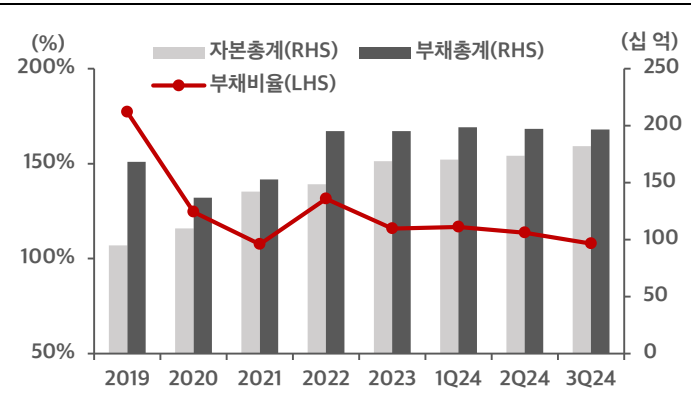
부채비율 문제 x

동사 부채비율은 수주물량 확대에 따라 부채로 인식되는 선수금이 쌓여 지속적으로 100% 이상의 높은 수치를 기록하고 있어 단순히 부채비율이 높다고 재무구조가 부실하다고 판단할 수 없다. 더욱이 동사는 재무구조 개선을 위해 23년 단기차입금의 61.73%을 상환하였다.

높은 배당성향

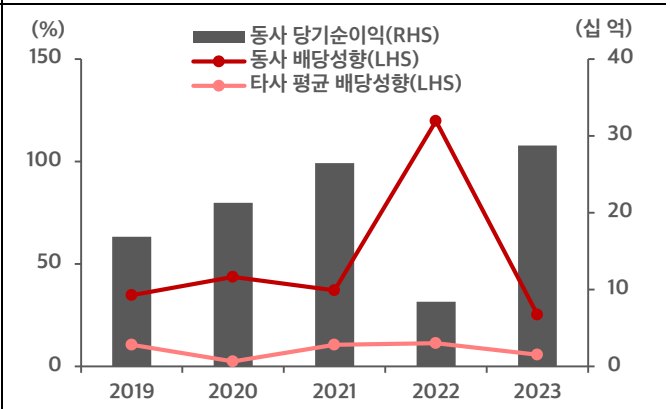
동사는 지속적으로 높은 배당성향도 유지하고 있다. 당기순이익이 급격히 줄었던 22년을 제외하고 5년간의 평균 배당성향은 35.18%으로 타 조선 기자재 업체와 비교해도 높은 수준을 유지한다. 23년에는 화재와 CAPEX 투자로 인해 하락하였지만 25년에는 배당성향 상승이 기대된다.

도표 2-11. 동사 부채비율 추이



출처: Dart, SMIC 2팀

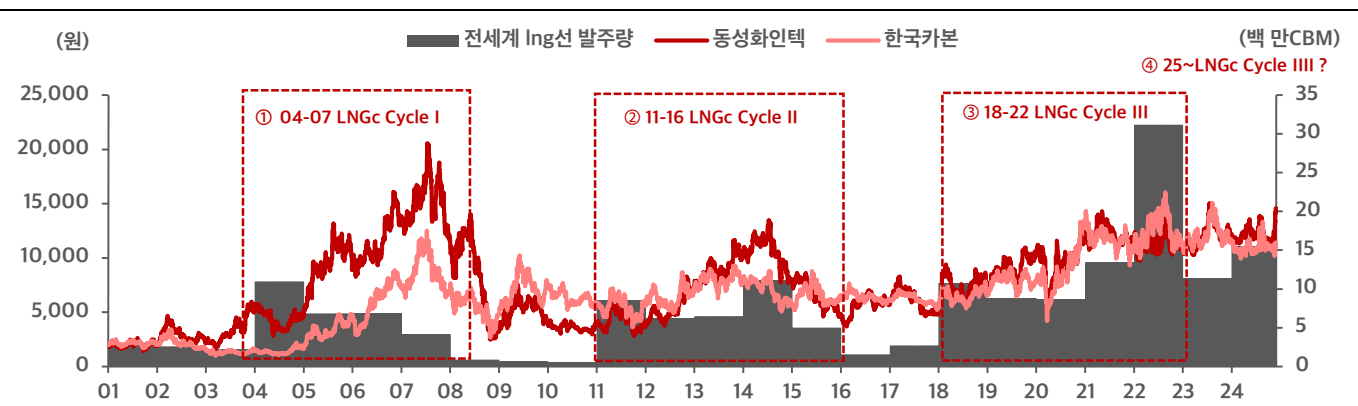
도표 2-12. 조선기자재 배당성향



출처: Dart, SMIC 2팀

2.4 주가분석

도표 2-13. 동사 주가분석



출처: Clacksons, KRX, SMIC 2팀

3번의 LNG 운반선 Cycle

사이클 산업의 대표적인 조선업과 케를 같이하는 동사의 주가를 장기 시계열로 확인해보자. 상술하였듯, 동사의 수주는 LNG운반선 발주에 따라 6-9개월 이후에 동사의 수주로 이어진다. 동사가 받은 수주는 2년 뒤 동사의 매출로 직결되기에 동사의 주가는 LNG선 발주량이 급격히 증가한 04-07년 Cycle I, 11-16년 Cycle II, 18-22년 Cycle III에 맞추어 큰 상승을 보여왔다.

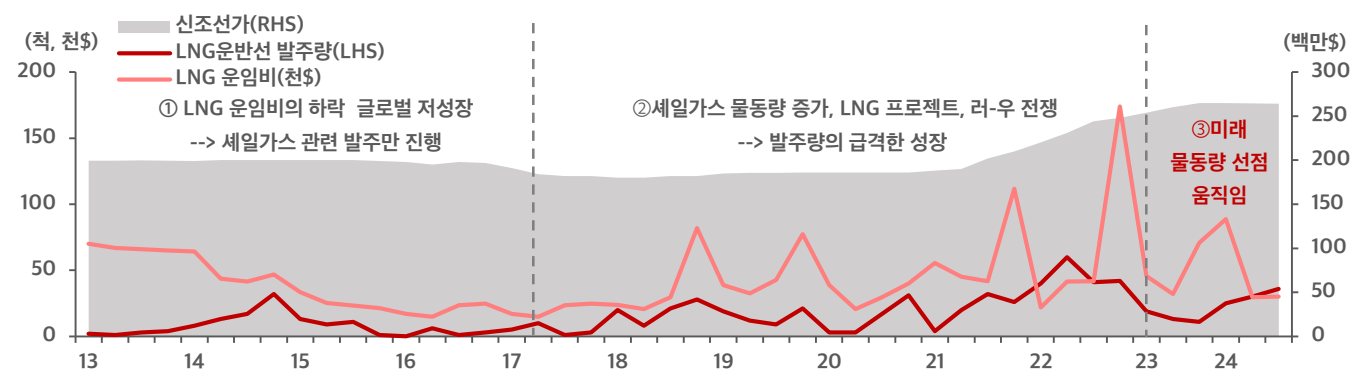
LNG운반의 추가발주는 동사의 수혜?

Cycle I에서 동사의 주가는 LNG운반선 발주 이후 매출의 증익이 드러날 때 상승하는 모습을 보였다. 이후 Cycle II에서 시장은 과거의 증익 현상을 학습하여 LNG운반선의 발주량과 움직이는 모습을 보였다. 그리고 Cycle III에서는 LNG운반선의 거대한 발주가 이루어졌음에도 불구하고 동사의 주가는 과거와 같이 움직이지 않았다. 바로 조선기자재가 갖는 한계로 생산여력이 충분해도 조선기자재는 조선사가 준비가 되지 않으면 Top-Line의 드라마틱한 변화를 만들어낼 수 없고 Cycle 산업 특성상 다가올 Peak Out에 대한 우려가 있었기 때문이다. 그러나 동사는 공격적으로 CAPA를 증설하고 있고, LNG운반선의 발주는 쏟아질 예정이다. *재! 달라진 동사를 보자*

3. 투자포인트 1 - LNG Never Dies

- 과거를 통해 미래를 보자
- 동사의 보냉재 수주가 채워지기 위해서는 LNG운반선의 발주가 계속 이뤄져야 한다. 흔히 선박의 발주는 운임비와 비례한다고 알려져 있다. 그러나, 운임비와 발주량이 완벽한 비례 관계를 보이지 않는다는 사실은 운임비 외 요소가 작용하고 있음을 의미한다. 동사가 미래에도 성장할 수 있는지 예측하기 위해서 LNG운반선의 발주가 이뤄진 조건들을 과거를 통해 알아봐야 한다.
- ①암울했던 과거
- ①11년, 12년에 발주된 LNG운반선이 13년부터 인도되기 시작하면서 LNG운반선 운임은 하락하기 시작했다. 이와 동시에 13년부터 발주량은 감소하기 시작했다. 14년의 소폭 증가분은 미국의 셰일가스 프로젝트로 인해 가스공사 등 국가 기관에 의해 이뤄진 물량으로 운임과 무관하다. 그 후 15년부터 저유가를 동반한 글로벌 저상장 시대를 만나며 발주량은 0척을 찍기도 했다.
- ②발주량의 급격한 성장
- ②17년, 약속했던 미국이 셰일가스를 수출하기 시작했다. 예상보다 증가한 물동량을 선점하기 위한 발주량이 13년 10척에서 18년 83척으로 폭발적으로 증가했다. 19-21년에 카타르, 모잠비크 등 다양한 국가의 LNG 프로젝트를 통해 발주량은 크게 증가했다. 더 나아가, 22년 러-우 전쟁으로 인한 에너지 안보 수요의 폭발로 183척이라는 들어보지 못한 수의 발주량을 기록하게 된다.
- ③미래를 위한 준비
- ③23년부터 현재까지는 21년 수준의 발주량을 유지하고 있다. 최근 하락한 운임과 대조적으로 증가하는 발주량은 미래의 물동량을 선점하기 위한 움직임이 존재한다는 걸 의미한다.
- LNG 운반선 발주 조건
- 과거 14년 동안 LNG운반선 발주량을 움직인 건 1)국가 단위의 LNG 프로젝트와 그 결과로 인한 2)물동량의 증가임을 유추할 수 있다. 운임비의 움직임과 함께한 LNG운반선 발주량은 기존에 발주한 LNG선만으로 확보하지 못한 물동량의 결과값이었다.
- LNG에 대한 우려
- 즉, 동사의 미래 실적은 1) 아직 시작되지 않은 LNG 프로젝트의 규모와 수가 큰 지, 2)프로젝트 결과로 증가된 수출량을 흡수할 충분한 수요가 있는지에 따라 달라진다. 혹자는 313척이라는 최근 3개년 발주량 수를 근거로 LNG운반선의 추가 발주 모멘텀은 없다고 주장한다. 또는, LNG 프로젝트가 아무리 많이 가동되어도 글로벌 수요는 공급량을 따라가지 못해 물동량은 획기적으로 증가하지 않는다고 말한다. 이와 같은 LNG의 피크아웃과 관련된 시각은 조선 기자재 중 LNG와 가장 연관 깊은 동사의 주가를 오랜 기간 억누른 요인 중 하나다.
- 동사의 잔고는 채워진다
- 투자포인트 1은 LNG의 ①공급 측면과 ②수요 측면에서 LNG 피크아웃을 논하기에는 이르다는 점을 밝히고자 한다. 즉, LNG운반선의 추가 발주는 멈추지 않고 계속 이뤄질 것이며, 필수 기자재 보냉재를 향한 수요는 동사의 수주잔고를 끊임없이 채울 수 있음을 논할 것이다.

도표 3-1. 과거 LNG발주량 분석



출처: Clarksons, SMIC 2팀

3.1. 핸들이 고장난 LNG 공급

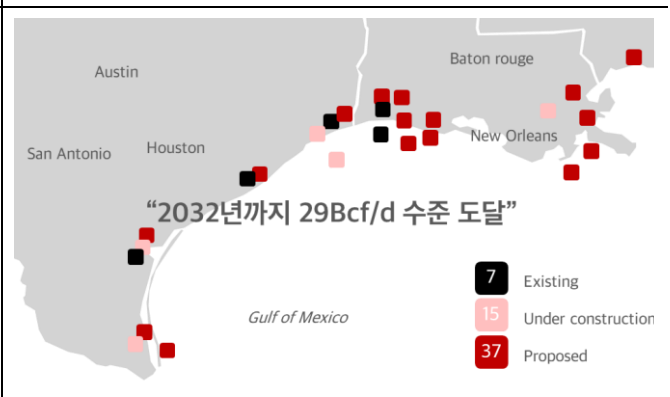
LNG 프로젝트의 구조	LNG 터미널 프로젝트는 LNG에 대한 소비 심리와 상관없이 LNG운반선의 추가 수요를 즉시 창출한다. 이는 LNG 프로젝트 성격에서 기인한다. 프로젝트를 진행하는 회사는 국가에 계획을 제안(Propose) 후, 승인을 받은 후 구체적 프로젝트 계획(FEED)을 세워 최종 투자 결정(Final, Investmend Decision, FID)을 내린다. 프로젝트는 큰 금액이 장기간 소요되기에 FEED단계에서 선주사들과 LNG 운송 계약을 체결하여 프로젝트에 필요한 자금을 마련한다.
허겁지겁 발주하는 선주사	FEED단계에서의 운송 계약이 10년 이상의 장기 계약이라는 점은 선주사의 가용 가능한 선박 수를 축소시킨다. 이는 최근 터져 나오는 프로젝트로부터 계약을 체결하기 위한 선주사들은 발주 주문으로 이어져 조선사들의 LNG선 백로그가 3년을 넘게 되었다.
거대한 프로젝트가 온다	동사의 수주로 직결될 LNG선의 발주는 앞으로도 지속될 수 있을까? 이에 대한 답으로 아직 남은 LNG 프로젝트의 규모는 거대하고, 늘어난 수출 터미널들의 가동률이 높게 유지될 수 있음을 논해보고자 한다. 최근 LNG 프로젝트를 선두하고 있는 두 나라, 미국과 카타르를 만나보자.
<p>1) 미국은 LNG 파느라 정신이 없다</p>	
세일 혁명과 함께한 미국 LNG 수출	세일 혁명과 함께 미국은 급격히 LNG를 수출량을 늘리기 시작하여 23년 기준 전통적 LNG 수출 대국이었던 호주, 카타르를 꺾고 21%의 글로벌 1위의 점유율을 차지했다. 미래 미국 LNG 수출의 성장은 생산량 증가와 함께한 미국의 ①인프라 투자와 ②신규 계약 조건이 뒷받침할 거다.
<p>① 미국의 인프라 투자는 다 계획이 있다.</p>	
수출터미널부터 늘어난다	LNG를 수출하기 위해서는 생산시설, 생산된 가스를 목적지까지 인도해주는 파이프, 기체의 가스를 LNG운반선에 실기 위해 필요한 수출터미널을 거쳐야 한다. 최근 미국은 걸프만 지구를 중심으로 LNG 수출 터미널을 공격적으로 증설하기 시작했다. 이는 현재 가동중인 총 7개의 수출 터미널들의 23년 용량 85.78백만 톤을 넘는 92백만 톤의 과부하된 수출량을 해소하기 위해서다.
폭발하는 터미널 용량	미국은 늘어나는 글로벌 LNG수요를 통한 자국의 무역수지 개선을 노리고자 공격적인 수출 터미널 증설 계획을 세웠다. 발표된 계획에 의하면 미국은 30년까지 총 34개의 추가 수출 터미널을 설치한다. 추가되는 총 용량은 260백만 톤으로 현재 처리 용량의 약 3배 수준이다.
멀지만 가까운 미래	증설 계획은 먼 미래이기에 진행될지 불확실하다는 주장은 앞서 언급한 LNG 피크아웃 주장의 근거다. 그러나, 이미 건설중인 터미널 수와 용량은 각각 9개, 97.5백만 톤이다. 더 나아가, 본격적인 발주가 시작되는 FEED 단계의 프로젝트 용량만 91.53백만 톤이다.

도표 3-2. 주요 FEED 단계 프로젝트

구분	가동연도	용량(백만 톤)
Delta LNG	2030	20.00
Freeport LNG	2028	5.10
Gulf LNG	2029	10.00
Magnolia LNG Trains 1-2	2030	4.40
Alaska LNG	2028	20.00
Lake Charles LNG Train 2	2029	5.50
Magnolia LNG Trains 3-4	2030	4.40
Cameron LNG Train 4	2030	6.75
Lake Charles LNG Train 1	2030	5.50
Port Arthur LNG Phase 2	2028	5.00
기타	2028-2030	4.88
합계		91.53

출처: Clarksons, SMIC 2팀

도표 3-2. 주요 LNG 수출 터미널 위치



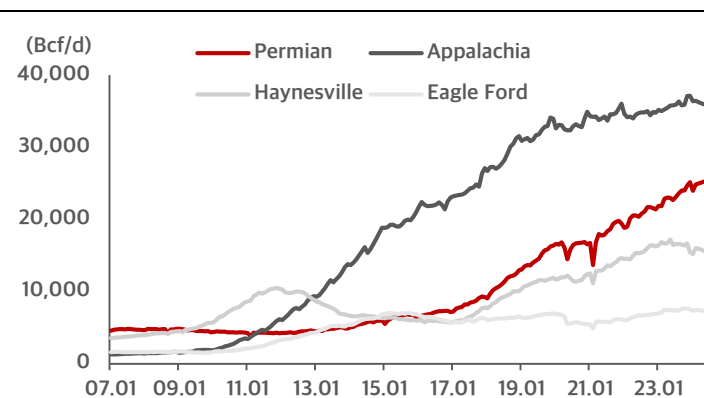
출처: EIA, SMIC 2팀

트럼프는 미래를 앞당긴다	트럼프의 취임은 LNG선 추가 발주를 가속화할 것이다. 트럼프는 자국 내에서 생산하는 에너지 자원을 통해 에너지 시장 주도권을 장악하려는 움직임을 보였다. 이에 대한 일환으로 취임 즉시 바이든이 승인을 동결했던 LNG 터미널 프로젝트 17건을 재승인할 예정이다. 해당 터미널들의 총 용량은 50.41백만 톤이다. 카타르가 63백만 톤의 프로젝트로 총 122척 발주한 사실을 고려하면, 향후 추가로 발주 될 수 있는 선박은 100척 가량을 알 수 있다.
터미널을 뒷받침하는 파이프라인도 증설	트럼프를 등에 업은 미국은 신규 LNG 터미널들을 가동시키기 위해 준비하고 있다. 터미널의 증설이 수출 증가로 직결되기 위해서는 수출 터미널로 이어지는 경로인 파이프라인도 준비되어야 한다. 이미 24년 9월 미국 최대 석유/가스 생산지역인 Permian 분지와 걸프만 지역의 LNG 수출 터미널을 잇는 Matthehorn 가스 파이프라인이 9월 시험가동을 시작했다. Matthehorn의 일일 최대 운송 능력은 2.5Bcf/d로 걸프만 지역 주요 파이프라인 운송능력 11.5Bcf/d의 22%다.
가스 생산에 대한 우려	파이프라인의 증설은 가스 생산량 감소에 대한 우려를 불식시킬 것이다. 24년 3분기 천연가스 가격이 안정화되었음에도 감산이 이뤄진 점이 이런 우려를 야기했다. 그러나 이는 천연가스의 수요가 감소하여 생산자들이 내린 판단이 아닌, 파이프라인 병목 현상이 원인이었다.
너무 많아서 못 팔았다	병목 현상은 천연가스 생산자로 하여금 천연가스를 돈 주고 처분해야 하는 상황을 만들었다. Permian의 천연가스 생산량은 20년 17Bcf/d에서 25Bcf/d로 증가했다. 기존 파이프라인이 이를 감당하지 못하자 천연가스 허브에 재고가 축적되기 시작했다. 이에 23년 백만 BTU당 2달러에 판매하는 천연가스를 24년 3분기에 5.2달러를 지불하고 처분해야 했다. 천연가스 생산자들은 과다 생산된 가스를 태워 없애는 동시에 생산 자체를 줄인 것이다.
미국, 에너지 패권을 향하다	추가 파이프라인과 함께하는 LNG 수출 터미널의 증설은 유례없던 LNG 물동량 증가로 직결되어 LNG운반선의 수요를 늘릴 것이다. 이미 3분기 컨퍼런스 콜에서 셰일 생산 업체들은 새로운 파이프라인의 가동을 근거로 기존 유정의 감축을 끝내고 신규 유정을 가동한다고 언급했다. 또한 26-28년도에 추가적인 7.3Bcf/d 규모의 파이프라인 증설이 예정돼 있다. 늘어난 생산량과 파이프라인은 확장된 LNG 터미널을 끝없이 가동시킬 것이다.

② 목적지 제한? 미국은 없다

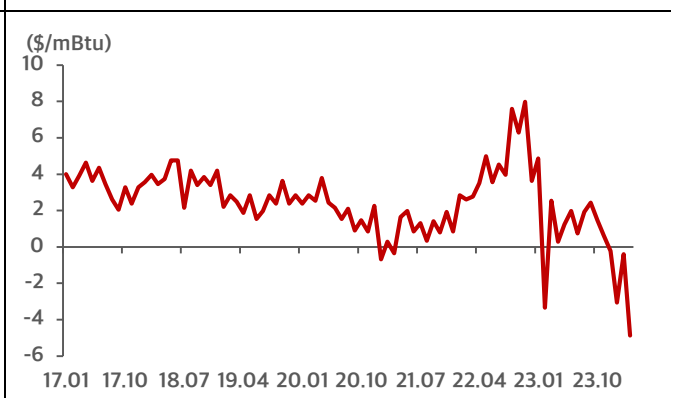
미국의 1등 비결	미국은 전통적 LNG 수출 국가인 호주, 카타르보다 늦게 진입한 주자다. 이에 미국은 이들과는 다르게 목적지 제한 조건을 배제한 판매 정책을 통해 수출 점유율을 높여 23년 수출량 1위의 자리를 차지할 수 있었다. 목적지 제한이 없는 계약은 20-40년까지의 누적 계약 기준 절반 이상으로, LNG 수입국으로부터의 강한 수요를 확인할 수 있다.
-----------	--

도표 3-4. 페르미안 천연가스 생산량



출처: EIA, SMIC 2팀

도표 3-5. Waha Hub 천연가스 가격



출처: Bloomberg, SMIC 2팀

너도나도 원하는 계약 LNG 수입국은 과다수입의 위험을 회피할 수 있기 때문에 목적지 제한이 없는 계약을 선호한다. 목적지 제한 조건은 LNG를 수입한 국가의 자국 수요가 수입량을 전부 처리하지 못하더라도 판매국의 승인 없이 제3국으로의 재판매를 금지하는 조항이다. 80%이상의 LNG 계약이 10년 이상의 장기 계약이란 사실은 LNG 수입국이 공급을 유연하게 조절할 수 없음을 의미한다. 이런 수입국의 부담을 노린 결과 미국이 후발주자로서 빠르게 성장할 수 있었다.

늘어나는 물동량 목적지 제한 없는 계약의 증가는 글로벌 LNG 물동량 증가에 일조할 것이다. 이는 러-우 전쟁 당시 유럽의 미국산 LNG 수입 비중이 급격히 증가한 사실을 통해 알 수 있다. 21년 28%였던 미국산 수입이 22년 42%, 23년 45%까지 상승했다. 장기계약만으로 급작스러운 유럽 수요 증가를 감당할 수 없자, 단기간에 움직일 수 있는 미국산 LNG가 유럽으로 유입됐다.

트럼프, 어떻게든 판다 24년 5월 바이든은 비FTA국가향 LNG 수출 승인을 중단시켰다. 대부분의 유럽 국가가 미국과 FTA를 체결하지 않았기에 이는 미국 LNG 수출량 증가에 회의적 시선을 야기했다. 그러나, 미국산 에너지의 압도적 수출을 통한 에너지 패권을 외치는 트럼프는 승인을 재개할 것이 분명하다.

2) 카타르 : 아직 한 발 남았다

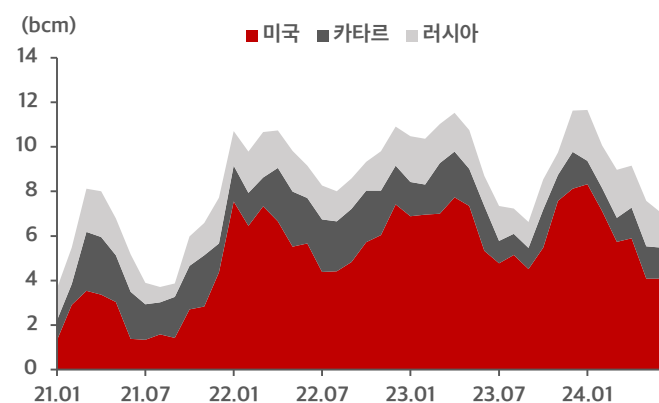
카타르 터미널 과부하 카타르의 불씨는 아직 꺼지지 않았다. 카타르는 매년 77-80백만 톤의 LNG를 수출하며 23년 기준 글로벌 수출량의 20%를 담당했다. 이 수출량은 현재 카타르 수출 터미널의 용량의 100%이다. 카타르는 과부하를 해결하고자 63백만 톤 용량의 LNG 터미널 프로젝트를 발표했다.

끝인 줄 알았지? 아직 많다 해당 프로젝트들로 인해 22년부터 총 122척의 LNG운반선이 발주됐다. 그렇다면, 해당 프로젝트와 관련된 발주는 다 끝난 것일까? **24년 11월 에너지 기업 카타르에너지는 20척의 추가 발주를 한국에 할 예정이라고 밝혔다.** 더 나아가, 24년 3월 발표된 16백만 톤 3차 프로젝트와 관련된 발주는 아직 가시화되지 않았다. 카타르로부터 50척가량의 LNG운반선 발주를 기대해도 좋다.

3.2. 받아먹을 준비 완료!

수요도 든든하다 LNG운반선의 발주는 미래의 높은 운임비에 대한 기대 아래 일어난다. LNG 수출 터미널 프로젝트의 성격으로 인해 LNG 소비 심리와 상관없이 즉각적인 LNG운반선 발주로 이어지지만, 결국 LNG 수요가 없다면 물동량이 감소해 운임비는 떨어져 다운사이클로 이어질 것이다. 심지어, 장기 계약이어도 운송량의 탄력적 조정이 가능하다는 점은 LNG 수요 감소 시 물동량 감소에 의한 운임비의 하향 압력을 가중시킨다. 그러나 걱정마라, LNG의 수요는 30년 그 너머까지 이어질 가능성이 농후하다. 이를 LNG 수입의 큰 손들인 유럽, 인도, 일본을 통해 논증하겠다.

도표 3-6. 유럽 LNG 국가별 수입량



출처: EIA, SMIC 2팀

도표 3-7. 카타르 건설중 프로젝트 현황

구분	용량(백만 톤)	가동연도
North Field LNG Expansion Train 1	7.8	2025
North Field LNG Expansion Train 2	7.8	2026
North Field LNG Expansion Train 3	7.8	2026
North Field LNG Expansion Train 4	7.8	2026
North Field LNG Expansion Train 5	7.8	2027
North Field LNG Expansion Train 6	7.8	2028
North Field LNG Expansion Train 7	8	2029
North Field LNG Expansion Train 8	8	2030
합계용량	62.8	

출처: QatarEnergy, SMIC 2팀

1) 유럽은 LNG 없이 못 살아

유럽은 정말 수요를 줄일까?

유럽은 글로벌 LNG 수입의 30%를 담당하기에 글로벌 수요의 큰 축이다. 혹자는 유럽의 23년과 24년의 LNG 수입 감소는 유럽의 장기적 LNG 수요 감소의 시작임을 주장한다. 이에 대한 근거로 ①높은 천연가스 비축량, ②높은 재생에너지 비중, ③러시아 파이프라인 재가동을 제시한다.

추운 겨울, 가스는 필수

①11월 유럽의 겨울이 시작되자 높은 천연가스 비축량은 빠르게 소모되어 유럽의 LNG 수요는 여전히 견고할 것임이 증명됐다. 유럽의 따뜻했던 겨울은 24년 10월 LNG 재고 수준을 작년보다 낮은 수준으로 유지하게끔 했다. 그러나, 겨울이 시작된 24년 11월 2주동안 4bcm이 인출되었으며 이는 동일 기간 5년 평균 인출량의 4배이다. 이로 인해 유럽 천연가스 벤치마크인 TTF의 12월물은 2월 28.8유로에서 11월 48.7유로로 크게 증가하였다.

더 추워지는데? 더 필요하다

겨울철의 유럽 천연가스 소모량의 증가는 내년 3월 이후 재고 인입 시즌의 LNG 수요를 증가시킨다. 유럽은 에너지 안보를 위해 매년 3월 LNG 재고 수준을 90%까지 충족시키는 정책을 시행중이다. 이상기후로 인해 일찍 시작되고 더 추워질 겨울은 LNG 매년 인입량의 증가량을 더욱 크게 만들 것이며, 더 높은 재고 수준의 유지를 유발할 것이다.

유럽의 신재생 에너지가 온다

②유럽의 신재생 에너지로의 전환은 천연가스 수요 감소 주장의 가장 큰 근거다. 유럽의 신재생 에너지 발전량은 꾸준히 증가하여 23년 에너지 생산량의 24%를 차지했다. 유럽은 50년까지 현재 천연가스 소비의 55%를 재생 가능 및 저CO2가스로 전환하는 목표를 설정했다. 또한, 러시아 전쟁은 유럽 국가들로 하여금 천연가스 의존도를 줄이기 위해 친환경에너지 투자를 증가시켰다.

아직 너네 순서 아냐

그러나, 본 보고서는 유럽이 목표한 신재생에너지로의 전환은 5년 이상의 시간이 걸릴 것으로 예상되기에 30년까지 LNG 수요는 견조할 것이라 주장한다. 이에 대한 근거로 신재생에너지 발전량의 변동성과 전력 인프라 투자의 병목을 제시한다.

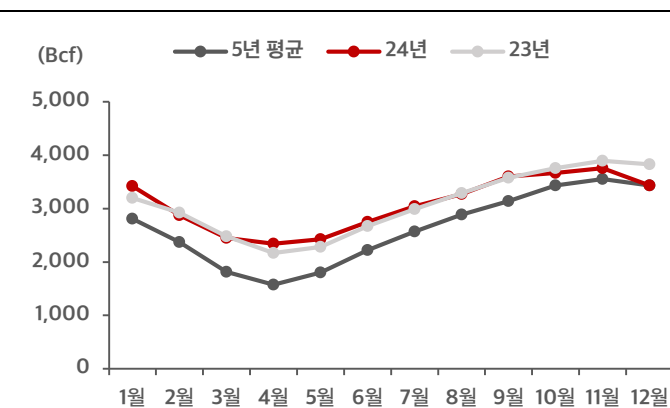
너무나 큰 변동성

에너지 안보가 주목받는 현 시대에서 재생에너지의 변동성은 재생에너지로의 즉시 전환을 가로막는 요소로써 작용할 것이다. 유럽의 신재생에너지 중 풍력은 단일 에너지원으로서 30%의 비중을 차지한다. 그러나, 21년 9월 영국발 정전 사태부터 24년 9월 가동률 감소로 인한 전기요금 인상에서 알 수 있듯이 풍력에너지는 그 성격상 에너지 생산 변동성이 크다.

뒷받침할 전력망 부재

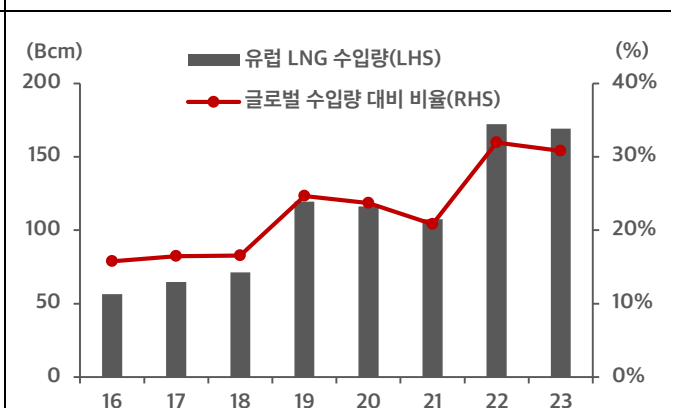
또한, 재생에너지의 비중이 높아지기 위해서는 전력망 투자가 필수다. 신재생에너지 발전소로부터 실수요공간까지의 거리가 멀기에 재생된 전력을 손실 없이 가정에 보낼 수 있는 효율적인 전력망이 필요하다. 그러나, 유럽 전력망의 40% 수준이 40년 이상된 노후화된 설비다. 이를 인지한 유럽집행위원회는 23년 전력망 개선 작업에 5,840억 유로를 투자하기로 결정했다.

도표 3-8. 유럽 가스 재고 추이



출처: GIE, SMIC 2팀

도표 3-9. 연도별 유럽 LNG 수입량



출처: EIA, SMIC 2팀

투자도 오래 걸린다 전력망 투자는 오랜 시간 소요될 것으로 예상된다. 전력망 투자의 순서는 높은 전압으로 송전된 전력을 가정용 전압으로 변환해주는 변환기 설치 다음 전선이 교체된다. 그러나, 24년부터 유럽 변압기 리드타임이 기존 9-12개월에서 2배 걸리기 시작했다. 지멘스, 히타치 등의 글로벌 변압기 생산업체가 Capa 확장에 소극적인 모습을 보인 결과, 유럽의 전력기기 PPI는 꾸준히 상승해 24년 10월 118.6pt을 기록했다. 변압기 교체부터 애를 먹기에 전력망 투자는 쉽지 않아 보인다.

러시아가 돌아와도 두렵지 않다 ③러-우 전쟁 이후 러시아의 파이프라인이 재가동되어 LNG 수요가 감소할 가능성 역시 낮다. 유럽과 러시아를 연결하는 노드스트림 파이프는 폭파됐으며 25년에 추가적으로 우크라이나를 경유하는 우렌고이 파이프도 공급을 중단해 러시아의 유럽향 천연가스 수출은 20% 감소할 예정이다. 더 나아가, 트럼프는 과거 러시아 가스 파이프라인에 대한 제재를 부과했으며 이번 재임 기간동안 LNG수출을 확보하고자 하는 그의 정책 기조 상 비슷하게 대처할 가능성이 크다. 유럽도 트럼프에 미국산 LNG 공급 확대를 제안하는 등 LNG 수입처를 다양화하고 있다. 따라서, 세 가지 근거를 통해 유럽의 장기적 LNG 수요는 견고히 유지될 것임을 알 수 있다.

2) Rising Star 인도

인도는 천연가스가 고프다 인도의 LNG 수입량은 13년부터 연 평균 5.6% 성장하여 23년 기준 단일 국가 기준으로 4위를 차지할만큼 빠르게 성장했다. 인도는 여기서 만족하지 않는다. S&P는 인도의 LNG 수입량이 30년까지 현재의 2배인 40백만 톤까지 증가할거라 예측했다. 이에 화답하듯이 국영 에너지 공사 GAIL은 LNG가스 수입을 연간 5.5백만 톤에서 30년까지 23백만 톤으로 늘리겠다고 발표했다.

천연가스 먹을 준비 완료 인도의 LNG 수입을 뒷받침할 인프라 구축도 이어지고 있다. 인도는 북부 지역이 산맥으로 가로 막힌 지리적 특성상 파이프라인을 가용하지 못해 LNG 수입의 전량을 해상을 통해 조달한다. 이에 최대 수입 터미널 Dabhol의 용량을 30년까지 현재 5백만 톤에서 12백만 톤으로 확장하는 프로젝트를 시작했다. 이를 사용처까지 연결할 다운스트림 파이프라인도 6,000km 증설한다.

비료야~ 천연가스 먹어야지~ 인도의 LNG 수입 증가를 위한 준비는 천연가스 소비량 중 30%를 차지하는 비료 산업의 성장을 뒷받침하기 위해서다. 비료의 주요 원재료인 요소가 생산 원가의 70%를 차지하며, 천연가스는 요소의 생산에 필요하다. 그리고 인도는 요소 수입 중단 계획을 24년 5월에 발표했다.

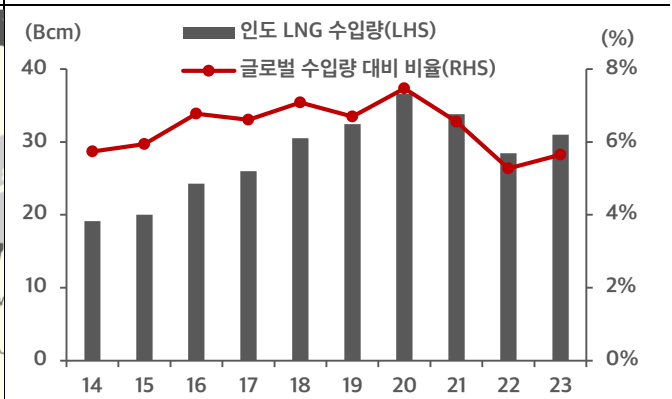
비료의 안정적 공급에 대한 열망 인도의 요소 수입 중단은 비료 값 안정을 도모하기 위해서다. 70%의 농업 분야 종사자를 위해 정부는 요소 가격에 민감하게 반응할 수밖에 없다. 이는 22년 러-우 전쟁 당시 요소 수급 불안 당시 9.8백만톤의 중국 요소를 사재기한 이유기도 하다. 인도가 세계 2위의 요소 생산국임에도 불구하고 요소 순수입국이라는 점은 비료의 안정적 공급에 대한 욕구의 크기를 가늠할 수 있다.

도표 3-10. 러시아 발 파이프라인 현황



출처: 언론종합, SMIC 2팀

도표 3-11. 연도별 인도 LNG 수입량



출처: EIA, SMIC 2팀

요소 어서가고
천연가스 어서오고

요소의 수입 중단은 필연적으로 인도의 LNG의 수입 증가로 이어진다. 비료의 소비량은 30년까지 135백만 톤으로 2배 성장하지만, 인도는 천연가스 생산국이 아니기 때문이다. 또한, 인도의 자원 가격에 대한 높은 수요 탄력성은 앞으로의 LNG 수입을 증가시킬 예정이다. 인도는 23년 카타르발 LNG공급 장기계약의 30%를 체결하면서 그 대가로 가격 인하 협상에 성공했다. 또한, 미국은 타 생산국에 비해 낮은 가격을 이용해 인도에 대한 침투율을 증가시킬 것이다.

3) 아시아의 오래된 용, 일본

오래된 용은
건재하다

일본은 LNG 수입 의존도가 높은 국가로 항상 글로벌 수입량 순위 1-2위를 차지한다. 최근 일본의 원자력 발전 재개는 자국 LNG 소비량을 감소시켰으나, LNG 수입량은 유지되고 있다. 일본 정부의 향후 10년간 최소 1억 톤의 LNG 수입량 유지 계획이 진행되고 있다는 증거다.

남았어? 팔아!

일본의 LNG 공급 과잉 우려로 인한 수입량 감소는 LNG 재수출로 해결된다. 일본 도쿄가스는 베트남, 인도네시아 등 동남아시아 위주로 30개 이상의 LNG 발전소 프로젝트에 참여하는 동시에 LNG 수입 터미널 건설에도 투자했다. 이는 일본의 LNG 초과 수입분을 수출하기 위한 밀착업이다. 이미 일본의 LNG 재수출은 18년 1,497만 톤에 223년 3,685만 톤으로 급성장중이다.

되팔기 위한 밀착업

재수출을 위한 LNG 계약 체결 개선도 진행중이다. 21년까지 일본이 구매한 LNG의 53%는 목적지 제한 조건이 존재했으나 23년 이 비율이 42%까지 감소했다. 정부는 30년까지 LNG 수입 계약의 70%는 목적지 제한 없이 체결할 거라 밝혔다. 세계 1위의 수입국은 그 수입량을 감소시키기는커녕, 재수출을 통해 글로벌 LNG 물동량을 증가시키는 허브의 역할을 하게 될 것이다.

3.3. 결국, LNG선박의 발주는 이어진다

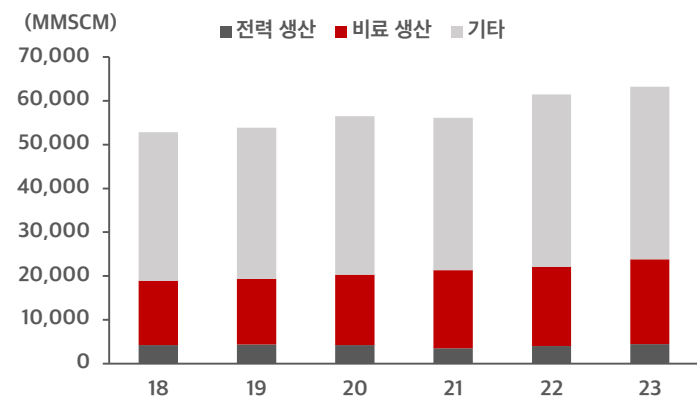
일시적 현상에 불과

LNG선에 대한 우려는 낮아진 신조선가와 운임료에서 기인한다. 24년 6월 264.5백만 달러였던 신조선가는 11월 260백만 달러로, Spot 운임료는 3만 달러에서 11,250달러로 하락했다. 본 보고서는 이 현상이 일시적이라 판단한다. 1) LNG 프로젝트 관점과 2) 폐선의 관점에서 설명하겠다.

① LNG 프로젝트 감당 가능해?

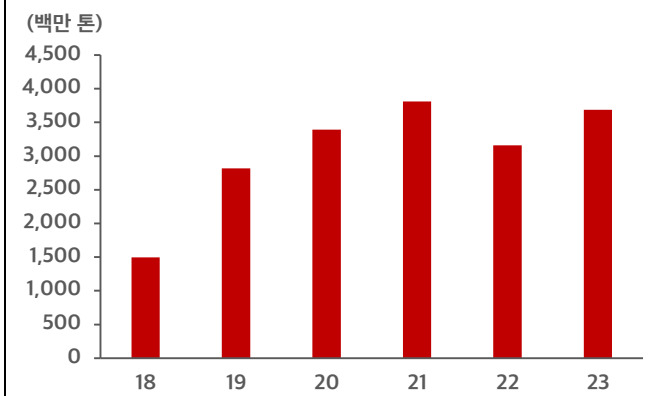
[3.1.]에서 논의했듯이, LNG 프로젝트의 확장은 고정적인 LNG 선박의 주문으로 이어진다. [3.2.]에서는 대기하고 있는 글로벌 수요들로 인해 신규 LNG 터미널들의 가동률이 높을 것임을 역설했다. 즉, 기존 프로젝트에 계약된 LNG선은 신규 프로젝트를 위해서 가동될 수 없음을 의미한다.

도표 3-12. 인도 천연가스 소비 분야



출처: Ministry of Petroleum And Natural Gas, SMIC 2팀

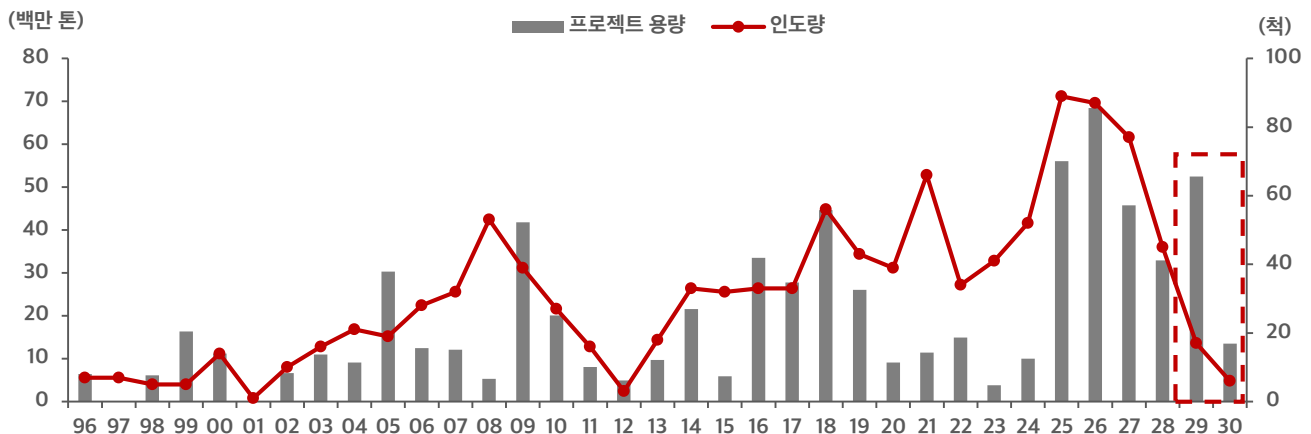
도표 3-13. 일본 LNG 재수출



출처: NGI, SMIC 2팀

발주 증가는 필연	신규 프로젝트 대비 인도 예정된 선박 수가 적은 29년을 기일로 하는 LNG운반선 발주가 증가할 수 밖에 없다. [도표 3-14]를 통해 알 수 있듯이 매 연도 인도되는 LNG운반선은 그 해 가동하기 시작한 LNG 터미널의 용량과 비례한다. 앞서 논의했듯, LNG 프로젝트의 건설 단계에서부터 장기 LNG 운송 계약이 체결되기 때문이다. 그러나, 29년에는 인도 예정 선박 수가 너무 적다.
29년 발주 대기중	이는 조선사들이 아직 29년 슬롯을 개방하지 않았기 때문이라고 판단한다. 글로벌 LNG운반선의 대다수를 수주 받는 한국 조선소에서 현재 29년이 인도일인 LNG운반선 계약은 현대중공업의 3척이 유일하다. 조선업에서 고부가가치 상품인 LNG선의 수주를 포기했을 확률은 희박하다.
다 계획이 있었구나	최근 LNG운반선 신조선가의 하락은 조선소의 합리적 의사결정의 결과다. 28년 가동 예정인 LNG 수출 터미널 용량은 32.9백만 톤으로 29년까지의 예상치 중 가장 작은 수다. 이에 따라 LNG 프로젝트 FEED 단계에서 창출된 선박 발주는 비교적 적다. 조선사는 유휴 슬롯을 가장 효율적으로 운영하기 위해 타 선박보다 고부가가치의 LNG운반선 중 단기 납기 가능한 계약을 체결한 것이다. 단기 건조가 가능하다는 점은 스펙이 낮아 비교적 저렴한 계약임을 알 수 있다.
② 폐선? 오히려 좋아	
나 떨고 있니	폐선은 조선업에서 다운사이클의 시작으로 여겨진다. 공급 과잉으로 인해 낮아진 운임이 유지비보다 크면, 선주사들이 매각을 통해 스크랩 가격을 얻는 결정을 하기 때문이다. 선박 공급의 감소로 운임 상승이 이뤄지기 전까지 추가 발주가 일어나지 않아 업계가 두려워하는 시그널이다.
나쁜 시그널이 아니다	운임료의 일시적 하락은 선주사들의 폐선을 촉진시켰다. 24년 10월까지 3척에 그쳤던 LNG운반선 매각이 1달만에 7척으로 늘었고, 추가적으로 5척의 매각 논의가 이뤄지고 있다. 그러나, 이는 추가 LNG선 발주를 오히려 촉진시킬 밑거름에 불과하다.
언젠가는 일어날 일	그 힌트를 폐선 당한 LNG운반선이 모두 스팀 터빈이라는 점에서 얻을 수 있다. IMO는 30년까지 온실가스 배출량 20%, 50년까지 100% 감축하는 정책을 펼쳤다. 이에 연비와 추진효율이 낮은 스팀터빈 선박은 이미 퇴출 중이었다. 즉, 운임료의 일시적 하락으로 인한 폐선의 증가는 다운사이클의 초입이 아닌 언젠가는 발생했어야 할 환경 규제 충족 움직임이 가속화된 것이다.
29년만을 바라보며	더 나아가, 상기 언급했던 29년 가동 예정 LNG 터미널의 용량과 부족 선박 수는 폐선과 Proposed 단계를 고려하지 않은 수치다. 즉, LNG운반선 발주와 관련된 부정적 시그널은 일시적 일 뿐 아니라 내용상 부정적인 일이 아니다. 29년 폭발할 발주량을 온전히 느껴보자.

도표 3-14. 과거 프로젝트 용량과 인도량 관계



출처: Clarksons, SMIC 2팀

4. 투자포인트 2 - Show and Prove

P, Q의 증가 드러나기
시작할 것

'매출이 명확하다. 마진이 적다. 실적이 뻥히 보이는 기업 아닌가?' 동사는 보냉재라는 과점시장의 점유율 1위 플레이어임에도 불구하고, 동사에 대한 오해는 주가의 상방을 막고 있었다. 그렇다면 동사는 시장의 관심에서 멀어진 채 작은 불씨와 같이 서서히 꺼져만 가야 하는가? 동사는 이를 거부한다. 보냉재를 찾는 조선사들은 Q 증가를 간절히 바라고 있으며, 공급자 우위 시장은 자연스럽게 P의 증가로 이어진다. 이제 동사는 작은 불씨가 아닌, 타오르는 핫볼로 거듭날 것이다.

4.1 전방의 수요로 증가하는 동사의 Q.

Cycle 산업에서
부담스러운 증설

동사에게 CAPA 확장이란 부담스러운 선택이다. 조선업은 사이클 산업이기에 업사이클이 끝나면 무거운 고정비 부담을 떠안아야 하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 동사는 공격적인 증설을 단행하고 있다. 실제로 동사의 CAPA는 19년 15척에서 26년 38척으로 150% 이상 증가할 전망이다. 위험을 감수하면서도 이렇게까지 공격적으로 CAPA를 증설하는 배경은 무엇일까?

전방에서 요청한
CAPA 증설

고정비의 부담을 떠안으면서 CAPA를 증설하는 이유는 조선사 3사의 요청이 자리하고 있다. 조선 3사는 동사와 한국카본의 CAPA를 확인한 후 LNG운반선을 인도하는 시점까지 보냉재 수급이 어렵다 판단되면 양 사에 증설을 요청하게 된다. 다시 말해, 동사와 한국카본의 CAPA 증설은 전방에서 필요로 하는 보냉재의 수요에 비해 공급이 적다는 사실을 의미한다.

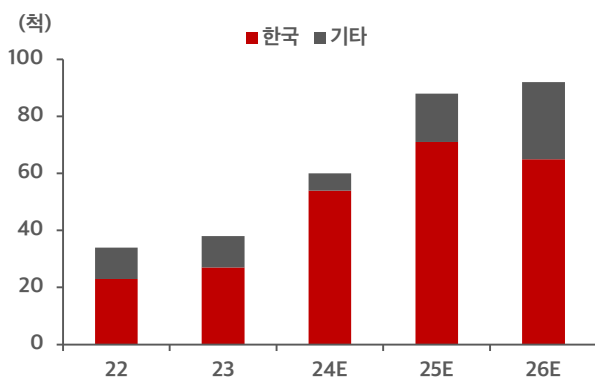
새로 맞이한 동사의
고객사 한화오션,
후동중화

동사는 증설을 통해 새로운 잠재 고객으로 합류한 한화오션과 후동중화를 위한 물량을 준비하고 있다. 한화오션과 후동중화는 BOR 감소를 위해 각각 NO96 LO3+, NO96 Super+를 주력 제품군으로 택하였다. NO96 LO3+의 경우 Mark III 타입 절반 분의 R-PUF가, NO96 Super+의 경우 Mark III 타입과 동일한 양의 R-PUF가 필요하기에 이들은 동사의 잠재 고객이 된 것이다. 이로써 동사는 삼성중공업, 현대중공업으로 한정되었던 대형 고객의 수를 단숨에 두 배로 늘리게 되었다. 그리고, 한화오션의 경우 마침내 올해 3월 동사와 운반선용 보냉재 공급계약을 체결하였다.

CAPA의 가동률은
29년까지 지속

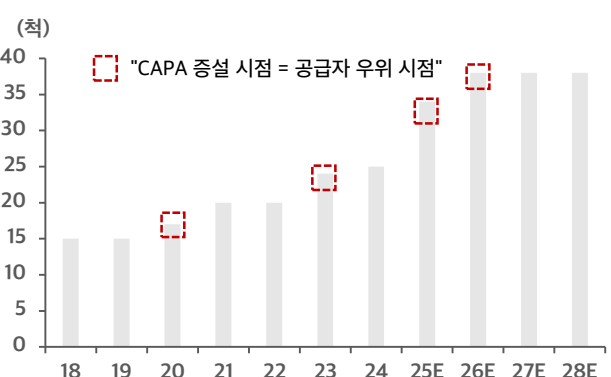
공격적으로 증설한 CAPA의 가동률은 적어도 28년까지 지속해서 유지할 수 있다. 시장에는 '증설할 때 팔아라.'라는 격언이 존재한다. 이는 무분별한 CAPA 증설은 Q의 증가가 아니라 증설에 필요한 C의 증가만을 의미하기에, CAPA 확장 시 그 배경을 정확히 파악해야한다는 의미이다. 그러나 동사의 경우 해당 격언을 뒤집어 '증설할 때 사라'라는 새로운 격언을 제시하며, CAPA를 확장되어도 가동률을 유지해 매출이 폭발적으로 증가할 것임을 지금부터 논증한다.

도표 4-1. LNGC 인도량



출처: Clarksons, SMIC 2팀

도표 4-2. 동사 CAPA 변화 추이



출처: 동사, SMIC 2팀

4.2 동사의 가동률은 견조하다.

증설에 따른 가동률 유지는 가능한가?	Q 확장에 의한 공격적인 CAPA 증설에는 이유가 있었다. 지금부터는 동사의 CAPA가 전부 가동될 수 있을 지 전방의 수요와 함께 숫자로 확인해보자. 이를 보이기 위해서는 ① 전방 조선사로 부터 오는 보냉재의 수요와 ② 동사 및 경쟁사들의 CAPA 추이를 확인해야한다.
보냉재 수요의 수치적 확인	보냉재에 대한 수요는 조선사가 공급해야하는 LNG운반선의 양에 연동되며, [도표 4-3.]에서 각 조선사가 연도별로 인도해야하는 선박 수를 확인할 수 있다. 보냉재 필요량의 경우 인도 예정인 선박 수를 동사의 CAPA 기준으로 환산한 수치를 의미한다. 즉 Mark III 타입과 NO96 super+의 경우 1척, 그 절반 분의 R-PUF가 필요한 NO96 L03+의 경우 0.5척, NO96 GW 등 R-PUF가 들어가지 않는 기타 LNG운반선의 경우 0척으로 두었으며, 보냉재 필요량은 이를 합산한 것이다.
여전히 보냉재 공급은 부족	보냉재 공급은 여전히 부족하다. 급격히 증가하는 보냉재 수요에 대응하기 위한 CAPA가 아직까지도 부족한 실정이기 때문이다. GTT의 인증을 받고 R-PUF를 생산할 수 있는 업체는 동사, 한국카본 ,그리고 중국의 Jiangsu Yoke Technology로 총 3사에 불과하다. 이들이 공급 가능한 보냉재량을 파악하기 위해, 경쟁사들의 CAPA 변화 추이에 대해 알아보자.
한국카본 CAPA 30척	한국카본의 경우 Mark III 타입 기준 30척의 CAPA를 지닌다. 한국카본은 23년 25척의 CAPA를 가졌으나, 같은 해 4월 화재로 4척 규모의 CAPA가 손실되었다. 이때 한국카본은 동사에게 2~3척분의 생산을 위탁한 바 있으며, 증설을 진행해 3Q24부터 30척 규모의 CAPA를 가동 중이다.
CAPA 18척의 Yoke, 아직은 상대 아니다	Yoke의 생산능력 확장은 동사에게 위협이라고 느낄 수 있지만, 아직까지는 상대가 되지 않는다. Yoke는 23년 말 R-PUF 생산 능력을 갖추어 Mark III 타입 기준 18척의 CAPA가 추가되었고, 후 동중화에 현재 납품을 진행하고 있다. 또한 동사와 한국카본의 CAPA로 소화하지 못하는 국내 조선사의 물량도 일부 소화하고 있다. 그러나, 국내 조선사들이 검증된 국내 제품을 선호하는 것은 물론 중국의 Mark III 타입 플레이어도 동사와 계약 협의를 진행하고 있다. 즉, 동사의 CAPA 확장이 마무리된다면 조선소들의 손길은 Yoke가 아닌 동사를 향할 것이다.

도표 4-3. LNG 선박 선사별 인도량

선사별 LNG운반선 인도 계획 현황								
(단위: 척)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Hanwha Ocean	4	1	12	27	19	15	5	-
Hyundai HI (Ulsan)	7	10	14	15	17	15	9	3
Hyundai Mipo	-	-	1	-	-	-	-	-
Samsung HI	4	8	20	19	19	15	10	-
Hyundai Samho HI	8	8	7	10	10	11	1	-
Hudong Zhonghua	4	6	7	9	10	10	10	8
Dalian Shipbuilding	-	-	-	3	4	7	3	-
CMHI (Jiangsu)	-	-	-	-	3	3	-	-
Nantong CIMC SOE	2	-	-	-	-	-	-	-
Jiangnan SY Group	1	-	2	2	3	2	-	-
Yangzi Xinfu SB	-	-	-	1	1	-	-	-
선박 총합	30	33	63	86	86	78	38	11
보냉재 필요량	19	26	54	70	78	71	35	9

출처: Clarksons, SMIC 2팀

숫자로 확인해보자 지금부터는 예정된 보냉재 공급 타임라인과, 증설될 CAPA를 모두 고려해 동사의 수혜를 숫자로 가능해보자. 동사의 보냉재 공급은 조선사의 선박 인도 시점의 9개월에서 1년 전에 이루어진다. 예를 들어 R-PUF를 활용하는 보냉재의 경우 24년 6월 인도되는 선박들을 위한 공급 시점은 23년 6~9월 즈음이며, 이는 동사의 22년과 23년의 CAPA를 활용해 생산되는 것이다. 즉 24년 인도 선박에 대한 보냉재 생산 가능량은 22, 23년 CAPA의 평균으로 설정할 수 있으며, 연도별 공급 가능량을 [도표 4-4.]에 정리하였다.

생산시설 가동률 유지 가능 결론적으로, 동사의 CAPA 증설이 완료되어도 생산시설 가동률은 유지 혹은 증가세를 보일 것이다. 25년과 26년에 인도되는 선박을 위한 보냉재 필요량은 생산 가능량보다 많으며, 이는 24년과 25년 가동률이 현재 수치 이상으로 유지 혹은 증가될 것임을 의미한다.

재고자산 변화 추이를 통해 입증 가능 이에 대한 완벽한 증거는 동사의 재무제표에서도 확인할 수 있다. 동사의 재고자산 변화 추이를 한 번 들여다보자. 동사의 재공품과 원재료는 꾸준히 증가하고 있음에도 불구하고 재고는 감소하고 있다. 이는 현재 가동률이 93%임에도 불구하고 생산 속도 대비 수요 물량이 많다는 것으로, 동사의 CAPA 증설이 타당한 결정임을 입증한다.

동사의 가동률 지속해서 견조할 것 동사의 가동률은 26년 이후에도 견조할 것이다. 표를 보면 이러한 의문이 들 수 있다. 27년부터는 보냉재 필요량보다 생산 가능량이 더 많은 것을 확인할 수 있는데, 그렇다면 26년부터는 가동률이 감소한다고 말할 수 있는 것인가? 결론부터 말하자면 그렇지 않다. 증설되는 CAPA 기준으로 29년까지 생산 가능한 물량보다 동사가 소화해야 하는 물량이 더 크기 때문이다.

28, 29년에도 보냉재 수요 견조 우선 28, 29년 보냉재 필요량은 표에 기재된 것보다 증가한다. 현재 조선 3사들은 27년까지 도크를 채워두고 28, 29년 인도 선박에 대해 선별 수주를 받고 있다. 즉 28, 29년에 기재된 보냉재 필요량은 확정된 수치가 아니라, 앞으로 추가 발주에 따라 증가하는 수치라는 점을 염두하자.

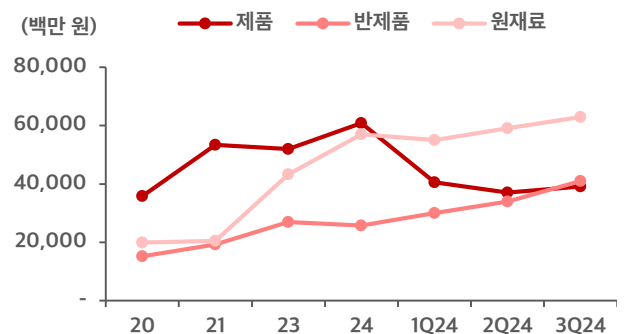
가동률 감소 x LNG 물동량에 대한 분석을 바탕으로 29년까지 예상되는 동사의 가동률을 추정하였으며, 이를 매출 추정에서 보다 자세히 기재하였다. 29년 예상되는 LNG 물동량은 33억 4,200만 톤으로, 이를 운송하기 위해서는 29년까지 208대의 추가 LNG운반선이 필요하다. 동사의 CAPA 점유율 45%를 고려하면 87대의 추가 수요가 발생하며, 이를 동사가 이미 수주 받은 선박 수와 합산하면 동사는 29년까지 191척의 분의 보냉재를 생산해야 한다. 그런데 동사의 CAPA가 100%의 가동률을 유지하여도 29년까지 생산 가능한 보냉재 양은 186척이므로, 동사의 가동률은 29년까지 감소하지 않는다는 결론을 도출하였다. 보다 엄밀한 추정 논리는 매출 추정에 모두 기재하였다.

도표 4-4. 보냉재 수급

보냉재 수급 (단위: 척)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
동성화인텍	20	24	26.5	34	38	38	38	38
한국카본	20	21	25.5	30	30	30	30	30
YOKE	0	5	18	18	18	18	18	18
3사 총합	40	50	70	82	86	86	86	86
보냉재 생산 가능량	39	40	45	60	76	84	86	86
보냉재 필요량	19	26	54	70	78	71	35	9

출처: 각 사, SMIC 2팀

도표 4-5. 재고자산



출처: 동사, SMIC 2팀

경쟁사의 과도한
CAPA증설 걱정 X

마지막까지 의문을 풀어보자. **경쟁사의 과도한 CAPA 증설이나 신규 업체의 진입으로 총 생산량이 수요량을 초과하지는 않을까?** 다행히 보냉제 업체뿐만 아니라 조선업 전반은 CAPA 증설에 보수적이다. 조선업이 시크리컬 산업이기 때문이다. 과거 조선소 및 협력업체들의 몰락을 돌아보았을 때, 업사이클에서의 과도한 증설이 다운사이클에서 거대한 부메랑으로 돌아온다는 사실은 업계에서 통용되는 뼈아픈 교훈이다. 때문에 수요량 대비 부족한 생산량을 메꾸기 위한 증설은 충분히 가능하나, 경쟁사들이 과도한 CAPA 증설을 감행할 가능성은 현저히 낮다.

신규 경쟁자의
진입도 어려움

보냉제 사업의 기술적 해자로, 신규업체의 진입 또한 쉽지 않을 전망이다. BOR이 0.005%p만 늘어나도 선박 당 120억 원의 비용 증가가 발생한다. 동사의 경우 보냉제 단열에 결정적 영향을 주는 기포의 수를 2배 늘린 기술력을 가지고 있다. 이를 통해 동사는 0.15%의 기존 BOR을 44% 감소시켜 세계 최저 BOR인 0.085%를 달성하였다. 이는 선박 당 비용을 1,500억 이상 절감했다는 것을 의미한다. 자연스레 선주들은 신규 업체보다 동사의 보냉제를 선호하게 된다.

사례로도 확인 가능

신규업체 진입의 어려움은 Yoke의 사례로도 확인할 수 있다. 보냉제 생산 3사 중 비교적 신규 진입자라고 할 수 있는 Yoke의 경우, 2018년부터 R-PUF 타입의 보냉제를 생산하고자 하였으나 6년이 지난 올해에서야 처음 납품에 성공하였다. 때문에 신규 업체가 진입을 시도하더라도, 생산 시스템을 구축하고 실제 납품까지 6년의 시간을 소비한 Yoke의 전례를 따를 가능성이 높다.

동사의 증설
= Top Line ↑

지금까지의 논의를 종합하여, **동사의 CAPA 증설은 온전한 Q 증가로 반영될 것임을 다시 한 번 확인한다.** 즉 동사의 매출은 Q 증가분만으로도 24년에 대비하여 25년 36%, 26년까지는 52% 상승하는 것이다. 더불어, 증설된 CAPA를 반영하였음에도 수요량 대비 생산량이 부족함을 확인하였으므로, 추가적인 증설 및 이로 인한 매출 증대까지 합리적으로 기대해 볼 수 있다.

3.4 중국의 도전으로 Q 감소? 오히려 Q 증가의 기회

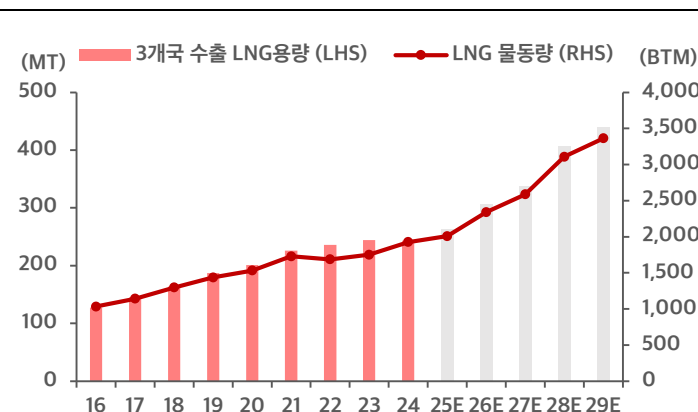
중국 조선사에게
납품?

'중국으로 납품 가능한가요?' 최근 동사를 비롯한 조선 기자재 업체에게 공통적으로 가지는 시장의 의문이다. 의문의 기저에는 우려와 기대가 모두 존재한다. 조선업에서 중국 조선사들이 우위를 점할 시 국내 조선사는 물론 기자재 업체의 실적까지도 악화될 것을 염려하는 우려와, 중국을 기회의 땅 삼아 Q 증가를 이룰 것이라는 기대이다. 우려를 해소하고, 기대를 부각시켜보자.

중국 조선사의
위협

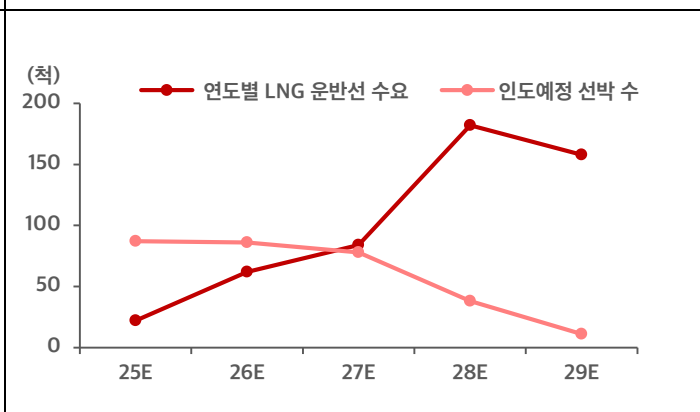
LNG운반선 수주에서의 위기론은 최근 중국의 LNG운반선 수주 증가에서 기인한다. 중국 조선사가 인도한 LNG운반선은 올해 단 9척이었지만, 27년에는 최소 22척 이상으로 증가할 예정이다. 또한 카타르에너지가 발주한 Q-Max LNG운반선은 중국 조선소가 24척 전량 독식하였다. 그렇다면 선주들이 수요는 이제 국내 조선사가 아닌 중국을 향하기 시작한 것일까?

도표 4-6. LNG 수출량 및 물동량



출처: Clarksons, SMIC 2팀

도표 4-7. LNG 수요량과 선박



출처: Clarksons, SMIC 2팀

선주들은 국내 조선사를 선호

여전히 선주들은 국내 조선사를 선호하며, 최근 중국의 수주는 국내 조선사의 선별 수주로 인한 것이다. 중국의 Q-Max 독식은 일견 부정적인 뉴스처럼 들리지만 실상은 다르다. 당초 카타르는 중국이 아닌 국내 조선사에 건조를 먼저 문의하였다. 그러나 국내 조선사들은 보다 고마진 제품을 수주하기 위해 Q-Max 건조를 택하지 않은 것이다. Q-Max는 표준 선형보다 25% 가격이 높으나, 2척씩 병렬 건조가 불가능하기 때문에 수익성이 낮기 때문이다. 즉 카타르의 물량이 중국을 향한 것은 국내 조선사의 경쟁력 약화를 의미하지 않는다.

중국이 성장해도 동사에게는 기회

설령 중국이 LNG운반선 수주를 지속적으로 이어나간다 해도, 이는 동사에게 오히려 기회가 된다. 국내 조선사가 CAPA증설에 보수적인 상황에서, 중국의 수주는 동사의 잠재적 수주 물량의 증가를 의미하기 때문이다. 한마디로, 이미 잡아둔 집토끼에 더불어 확보할 수 있는 산토끼가 추가적으로 생기는 것이다. 그렇다면, 동사의 중국 향 납품 가능성은 어떻게 될까?

동사의 고객사 ↑

시장 신규 진입자의 특성과 동사의 최근 행보는, MARK III형 중국 납품 가능성을 강화한다. 대련 조선, CMHI 등 5개 조선사는 MARK III 타입의 보냉재를 채택하며 LNG운반선 시장에 진입하였다. 신규 진입자는 지속적인 수주 계약을 위해 초기 인도 선박에서 기술적 우수성을 증명해야 한다. 때문에, 이들은 Yoke 대비 기술적 우위를 갖추고 오랜 납품 레퍼런스가 있는 동사를 선호할 수밖에 없다. 실제로 동사는 Mark III 향으로 중국 조선소와 공급 계약 협상을 진행중이라고 밝힌 바 있으며, 불과 한 달 전 결정된 4척 분의 CAPA 증설의 목적 자체가 '중국 수요를 대비'하기 위함이었다. 이를 미루어 볼 때 MARK III 향으로 납품 계약이 임박했을 것이라 판단한다

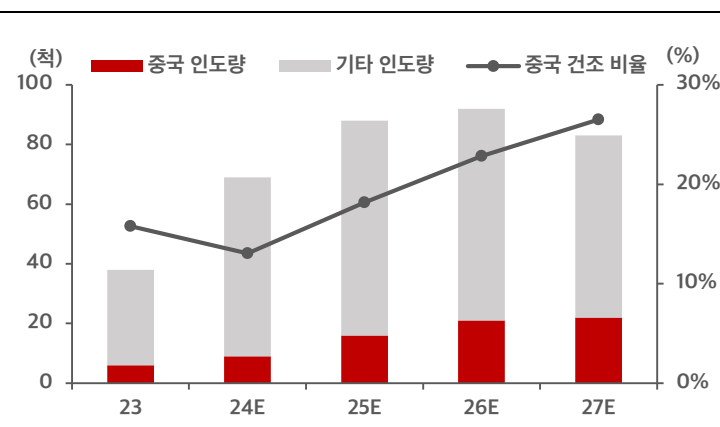
고객사 추가 가능성 ↑

후동중화가 기존에도 동사의 고객이라는 점은 LNG운반선향 보냉재 계약 가능성을 높인다. 후동중화는 이미 2010년대부터 동사에게 LNG추진선향 연료탱크와 보냉재를 공급받고 있기에, 같은 NO96 계열인 한화오션의 전례처럼 동사의 고객사 될 가능성은 언제든지 열려있는 것이다.

3.5 협상력 강화로 인한 P 증대

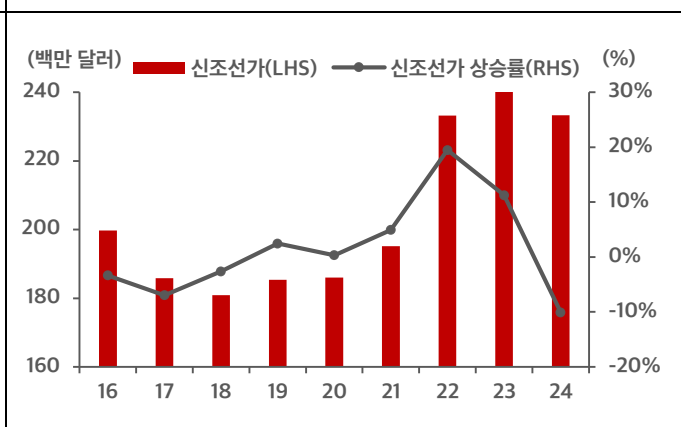
동사의 보냉재의 판가는 LNG운반선 신조선가와 연동된다. 보냉재 판가는 기본적으로 협상력의 관점에서 결정되며, 판가 인상을 주장할 수 있는 가장 명확한 수치적 근거가 LNG운반선 신조선가이기 때문이다. 예를 들어 신조선가가 5% 상승했다면, 동사 또한 보냉재 판가를 5% 이하의 범위에서 인상을 요구할 수 있는 구조인 것이다.

도표 4-8. 중국 LNGC



출처: Clarksons, SMIC 2팀

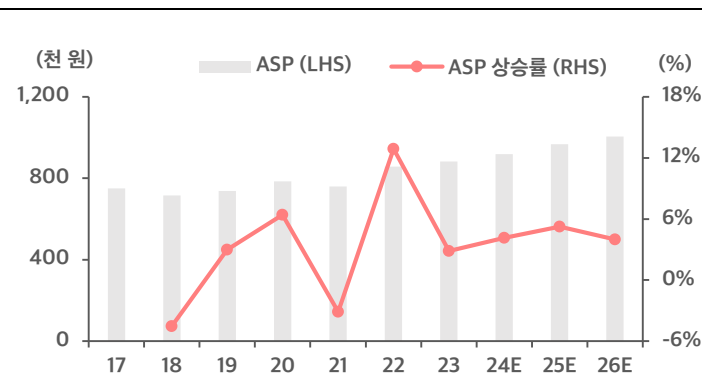
도표 4-9. LNG운반선 신조선가



출처: Clarksons, SMIC 2팀

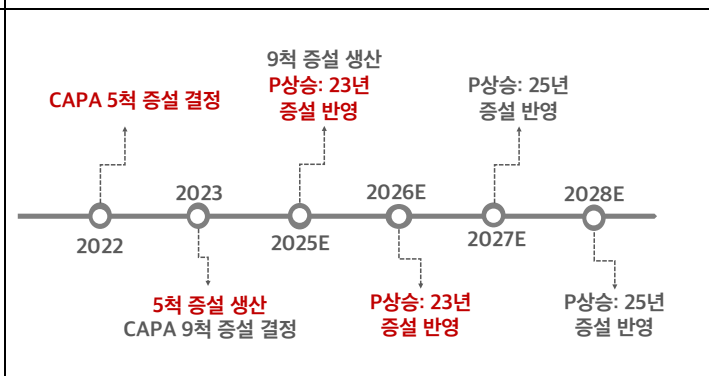
평가 상승비 반영	인상된 판가는 계약 구조로 인해 2~3년 후의 매출 증가로 이어진다. 전술했듯, 동사는 보냉재를 인도할 때 매출을 인식한다. 20년까지는 계약 시기와 인도 시기의 기간이 2년이었지만, 조선사의 백로그가 길어지며 21년부터는 동사의 인도 기간도 2.5년~3년으로 증가하였다. 즉 신조선가의 영향으로 결정된 보냉재 판가 또한 2.5~3년 뒤인 인도 시점에 드러나는 것이다. 실제로 21년 신조선가는 4.9% 상승했는데, 이에 24년 매출로 인식된 동사의 보냉재 판가는 1.8% 상승하였다.
공급자 우위는 판가로	공급자 우위로 인한 보냉재 판가 상승이 나타난 대표적 사례로는 19년의 경우를 들 수 있다. 조선사 입장에서는 21년 인도가 예정된 LNG 운반선을 위해 36척 규모의 보냉재가 필요하였으나, 동사와 한국카본의 19년도 CAPA 합은 30척이었기에 공급 부족 현상이 발생했다. 이에 조선3사는 증설이 완료되는 20년도 물량에 대한 판가 상승을 전제로 양 사에 증설을 요청하였다.
공급자 우위 효과: 13%의 판가 상승	공급자 우위 효과는 13%의 판가 상승을 가져왔다. 전술했듯이 당시에는 2년의 보냉재 인도 기간이 있었기에, 20년의 판가는 22년의 매출에 반영된다. 그리고 22년에 공시된 양 사의 판가는 모두 전년 대비 13% 상승하였다. 20년 LNG 신조선가 증가분은 0.3%로 사실상 변화하지 않았다는 점에 비추어 볼 때, 해당 판가 상승은 순수한 공급자 우위 효과만으로 일어난 것이다.
두 가지 수혜를 모두 받을 25년 P	자연스레 의문이 생긴다. 내년도 매출로 인식될 보냉재 판가는 어떠한 것인가? 이를 위해서는 3년 전인 22년도 신조선가 증가율을 확인해야한다. 22년도 평균 LNG운반선 신조선가는 2억 3,300만 달러로, 이는 21년도 평균인 1억 9,500억 달러 대비 무려 19.5%나 상승한 수치이다. 이로써 동사는 22년도 신조선가 상승의 효과로 내년도 P 성장을 보장받게 된 것이다. 구체적으로 21년의 LNG운반선가 상승률 대비 보냉재 판가의 상승률을 22년에도 적용하면, 7% 정도의 판가 상승을 기대할 수 있다. 해당 판가 상승은 동사의 매출원가와 관계없이 협상력의 차원에서 발생한 순수한 P 상승이기에, 동사는 OPM 개선의 수혜까지 한 몸 받을 전망이다.
공급자 우위도 반영된다	공급자 우위 효과로 인한 매출 증대는 25년~26년에 걸쳐 다시 한 번 발생할 전망이다. 수요량 대비 생산량이 부족한 상황에서, 조선사는 22년 다시 한 번 동사에 CAPA 증설을 요청하였다. 이에 동사는 22년 20척 규모의 CAPA에서 5척 증설을 결정하였고, 23년 확장된 CAPA를 갖추게 되었다. 23년 물량의 경우 2.5년~3년의 인도 기간을 거쳐 25년과 26년의 매출에 기여하기에, 다가오는 내년과 내후년 P 상승으로 인한 매출 증대와 OPM 개선을 기대할 수 있다.
28년까지 P 걱정은 없다.	27년, 28년에 인식되는 P 또한 상승할 것이다. 전술했듯 25년에는 CAPA가 25척에서 34척까지 늘어난다. 이에 2.5~3년 후인 27, 28년에 인식되는 보냉재 판가 또한 상승하는 것이다. 공급자 우위에 의한 매출 증대는 내년부터 시작되어 최소 28년까지는 지속적으로 이어질 전망이다.

도표 4-10. 동사 보냉재 ASP



출처: 동사, SMIC 2팀

도표 4-11. 공급자 우위 : 동사 증설 및 판가 상승



출처: 동사, SMIC 2팀

5.Valuation - PBR Method

본 보고서는 투자포인트 1을 통해 글로벌 LNG 물동량이 증가할 수밖에 없으며, 투자포인트2를 통해 LNG 사이클의 수혜를 온전히 받는 것은 동사임을 논증하고 있다. LNG에 대한 넘치는 수요는 투자포인트 1을 통해 서술된 바, 공급에 대한 정량적 분석을 통해 LNG 운반선 추가 발주량을 엄밀히 추정한다. 이를 통해 동사에게 추가되는 수주 물량을 추정하고, 이를 소화하기 위해 29년까지 최대 CAPA만큼의 생산량이 가동됨에 기반하여 매출의 Q를 추정한다.

이후 투자포인트 1에서 서술한 공급자 우위 시장, 신조선가와 보냉재 ASP의 상관 관계를 통해 P 증가를 논증하고, CAPA 증설을 통한 Q 증가를 함께 단열재 사업부문의 매출을 추정한다.

5.1. 신규 수주 추정 및 가동률 추정

미국, 카타르, 호주는 전세계 LNG 거래량의 60%를 담당하는 수출 터미널을 가지고 있다. 투자포인트 2에서 서술한 LNG프로젝트들의 용량을 추가하여 미래 수출 터미널 용량을 구한다. 이후 과거 가동률 추이를 통해 국가별 수출 LNG 용량을 추정하고 3개국 합을 구한다.

국가별 LNG 터미널 용량															
(단위: 백만 톤)	구분	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
3개국 합	LNG 수출량	127	145	164	187	201	226	236	244	243	263	306	338	406	439
	CAPA	187	187	201	234	234	234	244	244	292	317	381	457	550	567
	가동률	68%	78%	82%	80%	86%	97%	97%	100%	83%	83%	80%	74%	74%	78%
미국	LNG 수출량	3	12	21	34	46	69	78	87	89	106	129	146	202	248
	CAPA	31	31	36	69	69	69	79	79	128	152	184	244	337	354
	가동률	9%	40%	58%	49%	67%	101%	99%	110%	70%	70%	70%	60%	60%	70%
카타르	LNG 수출량	80	78	77	78	77	78	79	78	77	77	98	113	125	113
	CAPA	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	109	125	125	125
	가동률	103%	101%	100%	101%	100%	101%	103%	102%	100%	100%	90%	90%	100%	90%
호주	LNG 수출량	45	56	67	75	78	79	79	80	77	79	79	79	79	79
	CAPA	80	80	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
	가동률	56%	70%	76%	86%	89%	90%	90%	91%	88%	90%	90%	90%	90%	90%

각국의 가동률 산정 논리는 다음과 같다. 미국의 경우 24년 CAPA가 50MT가량 늘었을 때도, 70%의 가동률을 유지한 것으로 보아 이후 CAPA 증설시에도 이 수준을 유지 가능할 것이라 추정하였다. 27년, 28년의 CAPA 증분을 감안하면 이 수치가 공격적인 가정으로 보일 수 있다. 하지만 폭발적으로 증가하는 데이터센터향 전력수요를 고려하면 충분히 달성 가능한 수치이다. 블룸버그에 따르면 27년, 28년의 미국 외 데이터센터 전력수요는 각각 138.6GW, 181.6GW로 26년 대비 32%, 72% 성장한다. 이는 24년 수요의 4배, 6배에 해당하는 수치인데, 이러한 급격한 변화를 수용가능한 에너지원은 30년까지 LNG가 유일하다.

카타르의 경우 16년 이후 증설 내역이 없어 증설 시 가동률이 90%로 하락한다 가정하였고, 그 다음 해 증설이 없는 경우 100%의 가동률로 원복한다 가정하였다. 카타르 수출 터미널은 21년부터 최대 가동률을 오버하고 있고, 이런 과부하를 해소하고자 추가 증설을 진행했다. 따라서 증설에 따른 가동률 10% 하락은 보수적 추정임을 알 수 있다. 호주의 경우 증설계획이 없고, 지금까지 꾸준히 90%대의 가동률을 보여 29년까지 CAPA와 수출량 모두 유지된다 가정하였다. 위 가정을 종합해 3개국의 25년부터 29년까지 3개국의 LNG수출량을 추정했다.

LNG 선박 수요															
(단위: 백만 톤)	구분	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
3개국 LNG 수출량		127	145	164	187	201	226	236	244	243	263	306	338	406	439
(x) 물동량 / 수출량		812%	786%	790%	768%	762%	765%	716%	716%	793%	765%	765%	765%	765%	765%
LNG 물동량 (billion ton mile)		1,033	1,142	1,297	1,436	1,533	1,730	1,688	1,751	1,927	2,010	2,341	2,587	3,109	3,363
(÷) 선박당 물동량 (billion ton mile/척)		2.26	2.32	2.43	2.50	2.53	2.64	2.42	2.40	2.50	2.53	2.58	2.61	2.64	2.61
LNG 선박 수		458	492	534	576	607	656	698	728	772	794	907	991	1,178	1,288
추가 LNG 수요		-	-	-	-	-	-	-	-	-	22	113	84	187	111
(-) 인도 예정 선박 수		-	-	-	-	-	-	-	-	-	87	86	78	38	11
추가 계약 필요 선박 수		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-65	27	6	149	100
총 추가 수요		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	216

3개국의 LNG 수출량을 토대로 LNG 물동량을 추정하고, 과거 물동량과 LNG 선박수의 상관관계 를 통하여 년도별 LNG 선박의 수요를 추정하였다. LNG선박 추가수요의 보수적 추정을 위해 각 환산인자는 다음과 같이 추정하였다. 물동량/수출량의 경우 전쟁으로 인해 LNG가격이 급등하여 중국 수입감소가 심했던 22년, 23년을 제외하면 700% 후반대를 보인다. 24년부터 상승세에 있지만 보수적 추정을 위하여 21년 수치로 flat처리하였다. 선박당 물동량은 추가되는 선박이 가장 많은 28년에 과거 21년 수준의 피크를 찍고 이후 하락한다고 가정하였다. 이는 21년에 추가된 선박수가 49대로 24년 이전 가장 많았고, 이는 선박당 부하가 가장 컸던 시기였기 때문이다.

상기 추정을 통해 구한 추가 LNG 선박 수요에서 이미 계약으로 나와있는 선박수를 감산하여 추 가로 계약이 필요한 선박수를 산출한다. 이 수치를 25년부터 29년까지 더한 값이 곧 29년까지 인도되어야 하는 선박의 추가 계약건수이다. 즉 216대의 추가 LNG선박 계약이 필요하다. 이 수 치는 노후선박 및 환경규제 미달 선박의 폐선 여부를 포함하지 않은 보수적 수치이다.

구분	수치 (백만 원)	비고
~29년 인도 예정 LNG 선박중 미계약건	216척	
29년 동사 점유율(CAPA 기준)	45%	
동사 기대 계약건 수	97척	
동사 추가 수주 금액	2,422,379	28~29년 ASP MIX
동사 수주잔고	1,961,903	
~29년 소화해야할 총 수주잔고	4,384,282	24~29년 ASP MIX
29년까지 소화해야 할 선박수	195척	
29년까지 소화 가능한 물량	186척	

각 LNG 선박은 보냉재를 필요로 한다. 29년까지 추가로 필요한 보냉재는 208척 분량이고, 29년 생산량 기준 동사 점유율인 45%를 고려하면 97대의 추가 수요가 기대된다. 여기에 28년 매출 로 인식되는 선박당 보냉재 가격을 곱하면 29년까지 해소되어야 할 동사의 수주금액이 나온다. 기존 동사의 수주잔고와 더하면 총 4조 규모이고, 이는 195척에 해당하는 수치이다.

29년까지 동사가 소화 가능한 보냉재 물량은 총 186척이다. 따라서 위 물량을 소화하기 위해서는 매년 공격적으로 증설되는 CAPA에도 100% 가동률을 유지해야 한다.

5.2. 매출 추정

동사의 사업부는 보냉재를 만드는 단열재 사업부와 프레온가스 등 냉매를 만드는 가스사업부로 나뉜다. 동사 매출의 95% 이상을 차지하는 단열재 사업부는 Mark III 향 매출과 No 96 향 매출 로 나눌 수 있다. 각 매출은 선박당 보냉재 가격과 선박수를 곱하여 추정하였다.

단열재 사업 부문 (단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
단열재 매출	344,869	407,809	507,289	131,939	131,347	131,511	150,707	538,240	713,588	909,710	914,235	930,477	947,007
YoY(%)	-7%	18%	24%	13%	-4%	10%	13%	6%	33%	27%	0%	2%	2%
Mark III	344,869	407,809	507,289	131,939	131,347	131,511	150,707	538,240	644,531	813,951	818,000	832,532	847,322
ASP (보냉재/CBM)	0.76	0.86	0.89	0.92	0.93	0.92	0.90	0.90	0.97	1.01	1.01	1.03	1.05
YoY(%)	-3.1%	12.9%	3.6%	3.4%	0.7%	-0.6%	-1.6%	1.8%	6.9%	4.0%	0.5%	1.8%	1.8%
보냉재 용량(CBM/척)	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801	23,801
보냉재 가격 /척	18,089	20,421	21,159	21,873	22,016	21,873	21,530	21,530	23,019	23,940	24,059	24,486	24,921
선박수	*19	20	24	6	6	6	7	25	**28	34	34	34	34
NO 96	-	-	-	-	-	-	-	-	69,057	95,759	96,235	97,945	99,685
보냉재 용량(CBM/척)	-	-	-	-	-	-	-	-	11,900	11,900	11,900	11,900	11,900
보냉재 가격 /척	-	-	-	-	-	-	-	-	11,509	11,970	12,029	12,243	12,461
선박수	-	-	-	-	-	-	-	-	6	8	8	8	8

* 21년의 CAPA는 20척이지만 22년 지연 1척 존재, Dart 제품 180억 증가

** 25년 증설분이 온전히 반영될때 까지 1분기 소요

선박 당 보냉재 가격은 단위부피당 보냉재 가격에 한 선박에 들어가는 보냉재 용량을 곱하여 계산한다. Mark III 기준 한 선박당 보냉재는 23,801 CBM이 들어가고, NO 96에는 그에 절반인 11,900CBM이 들어간다. 따라서 선종에 따라 선박당 보냉재 가격이 두배 차이가 난다.

$$\text{보냉재 매출} = \text{선박 당 보냉재 가격} \times \text{선박 수}$$

P를 결정하는 보냉재의 ASP는 단위부피당 가격이고 이러한 가격은 과거 신조선가와 공급자우위 구도로부터 결정된다. 해당 ASP는 과거 계약시점에 결정된다. 그 당시 신조선가 상승률을 반영하여 가격이 매겨지게 되는데, 계약시점과 매출 인식시점 간의 딜레이는 2.5년에서 3년 수준이다. 본 추정에서는 3년의 딜레이를 가정하였다. 즉 21년의 계약의 ASP는 24년 매출로 반영된다는 논리를 사용하여 ASP 상승률을 추정하였다. ASP 상승률은 다음과 같다.

ASP 산정 방식									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ASP	0.76	0.86	0.89	0.90	0.97	1.01	1.01	1.03	1.05
YoY(%)	-3.1%	12.9%	3.6%	1.8%	6.9%	4.0%	0.5%	1.8%	1.8%
신조선가	195.2	233.2	259.4	263.0	276.2	290.0			
YoY(%)	4.9%	19.5%	11.3%	1.4%	5.0%	5.0%			
할인율	36%	36%	36%	36%	36%	36%			
할인 후 ASP 성장률	1.8%	6.9%	4.0%	0.5%	1.8%	1.8%			

동사 IR에 따르면 23년 수주분의 ASP 상승률은 4%였다. 당시 신조선가 상승은 11.3%수준이고, 따라서 신조선가 상승의 36% 수준의 할인을 적용하였다는 것을 알 수 있다. 이후 ASP 상승률은 21년부터 신조선가 상승의 36%를 적용하여 추정했다. 22년의 신조선가는 19.5% 상승해 25년 6.9%의 ASP 상승을 만들어냈다. 이는 공격적인 수치로 보일 수 있으나, 22년은 조선사들이 동사에게 CAPA확장을 부탁하는 공급자 우위 시장이었기 때문에 충분히 가능한 성장률이다.

24년 이후의 신조선가는 계속하여 상승할 것이다. 무리한 저가수주를 하며 CAPA를 채우던 중국 선사들의 백로그는 한국 조선사보다 길어졌고, 트럼프 당선까지 이뤄지며 더 이상의 염가수주는 어려워 것으로 보인다. 이에 새로운 LNG 모멘텀이 있는 현재는 이전 IMO환경규제로 인한 사이클이 있고, 중국의 염가수주도 없던 21년과 유사하다. 따라서 당시 신조선가 상승률인 5%가 2025년에도 적용하였고, 이후 보수적 추정을 위해 flat처리하였다.

가스사업부문													
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
가스사업부문	20,170	26,342	24,120	5,331	6,499	5,036	6,678	23,544	23,544	23,544	23,544	23,544	23,544

가스사업부문은 상업용 에어컨 및 차량용 에어컨에 사용되는 냉매를 수입 판매한다. 추정에서는 동사의 해당사업부 매출이 전체 매출의 5% 미만인 점을 고려하여 24년 이후 추정치는 직전 3개년 average flat처리하였다. 최종 매출 테이블은 다음과 같다.

매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	365,039	434,152	531,409	561,784	737,132	933,254	937,779	954,021	970,551
YoY(%)	-6%	19%	22%	6%	31%	27%	0%	2%	2%
PU 단열재 사업 부문	344,869	407,809	507,289	538,240	713,588	909,710	914,235	930,477	947,007
% of sales	94%	94%	95%	96%	97%	97%	97%	98%	98%
가스 사업부문	20,170	26,342	24,120	23,544	23,544	23,544	23,544	23,544	23,544
% of sales	6%	6%	5%	4%	3%	3%	3%	2%	2%

5.3. 비용 추정

(1) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

매출원가 및 판매비와관리비 추정											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	387,986	365,039	434,152	531,409	137,271	137,846	136,546	157,385	561,784	737,132	933,254
YoY(%)	53.2%	-5.9%	18.9%	22.4%	-1.3%	0.4%	-0.9%	15.3%	5.7%	31.2%	26.6%
매출원가	316,995	306,160	393,537	463,430	117,962	116,561	116,067	131,768	482,358	620,546	761,165
매출원가율(%)	81.7%	83.9%	90.6%	87.2%	85.9%	84.6%	85.0%	83.7%	85.9%	84.2%	81.6%
GPM(%)	18.3%	16.1%	9.4%	12.8%	14.1%	15.4%	15.0%	16.3%	14.1%	15.8%	18.4%
원재료비	203,965	191,051	253,712	304,162	81,959	81,417	77,242	92,056	332,674	405,713	496,146
% of sales	52.6%	52.3%	58.4%	57.2%	59.7%	59.1%	56.6%	58.5%	59.2%	55.0%	53.2%
종업원급여	28,056	29,587	29,558	34,126	9,225	8,629	9,907	9,733	37,494	44,566	50,144
% of sales	7.2%	8.1%	6.8%	6.4%	6.7%	6.3%	7.3%	6.2%	6.7%	6.0%	5.4%
감가상각비 및 무형자산상각비	5,777	6,079	5,711	5,663	1,559	1,593	1,848	2,354	7,354	9,078	9,138
% of sales	1.5%	1.7%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%	1.2%	1.0%
외주가공비	44,512	45,727	69,992	73,616	12,640	12,885	13,033	14,742	53,300	96,963	122,761
% of sales	11.5%	12.5%	16.1%	13.9%	9.2%	9.3%	9.5%	9.4%	9.5%	13.2%	13.2%
소모품비	7,583	7,387	7,276	8,290	2,426	2,338	2,808	2,524	10,095	13,284	16,535
% of sales	2.0%	2.0%	1.7%	1.6%	1.8%	1.7%	2.1%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
기타	27,102	26,330	27,288	37,574	10,153	9,699	11,228	10,360	41,440	50,942	66,442
% of sales	7.0%	7.2%	6.3%	7.1%	7.4%	7.0%	8.2%	6.6%	7.4%	6.9%	7.1%
판매비와관리비	39,015	28,700	25,337	30,638	9,183	8,952	9,060	10,518	37,713	46,143	55,332
판매비율(%)	10.1%	7.9%	5.8%	5.8%	6.7%	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	6.3%	5.9%
OPM(%)	8.2%	8.3%	3.5%	7.0%	7.4%	8.9%	8.4%	9.6%	7.4%	9.6%	12.5%
급여	10,808	10,728	9,525	10,645	2,919	2,606	2,751	3,047	11,323	14,976	16,851
% of sales	2.8%	2.9%	2.2%	2.0%	2.1%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	1.8%
지급수수료	8,480	8,553	6,731	9,059	1,988	2,344	2,765	2,714	9,811	12,289	15,558
% of sales	2.2%	2.3%	1.6%	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
감가상각비 및 무형자산상각비	1,393	780	683	3,705	964	973	981	1,511	4,430	5,468	5,504
% of sales	0.4%	0.2%	0.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.6%
운반비	4,537	3,359	4,698	6,323	2,005	2,108	1,575	2,173	7,860	9,020	11,861
% of sales	1.2%	0.9%	1.1%	1.2%	1.5%	1.5%	1.2%	1.4%	1.4%	1.2%	1.3%
기타	13,797	5,280	3,700	907	1,307	921	988	1,072	4,289	4,390	5,557
% of sales	3.6%	1.4%	0.9%	0.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%

금액적 중요성을 띄는 원재료비, 종업원 급여, 외주가공비 위주로 엄밀히 추정하였으며 특이사항이 존재하는 계정들은 별도의 논리에 따라 추정을 진행하였다. 그외 비용은 변동비 및 고정비로 분류한 후 매출과 연동하거나 Average Flat 및 3개년 이동평균을 적용했다.

종업원급여 추정											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024E	2025E	2026E
직원 수 (명)	476	460	456	493	513	527	546	562	562	647	718
총 인건비	38,864	40,315	39,083	44,770	12,144	11,235	12,658	12,780	48,817	59,542	66,995
매출원가 급여	28,056	29,587	29,558	34,126	9,225	8,629	9,907	9,733	37,494	44,566	50,144
안분비율(%)	72.2%	73.4%	75.6%	76.2%	76.0%	76.8%	78.3%	76.2%	76.8%	74.8%	74.8%
판매비 급여	10,808	10,728	9,525	10,645	2,919	2,606	2,751	3,047	11,323	14,976	16,851
안분비율(%)	27.8%	26.6%	24.4%	23.8%	24.0%	23.2%	21.7%	23.8%	23.2%	25.2%	25.2%
MIXED 1인당 급여	82	88	86	91	24	21	23	23	91	92	93

먼저 ①급여의 경우 사업보고서에 공시된 인건비와 직원 수를 활용해 추정하였다. 동사는 CAPA 증설이 진행되는 시점에 직원 수를 크게 늘려왔다. 19년 4분기 10척 초반에서 20척 초반으로 증설할 당시 CAPA증설기에 23%, 다음해 6%의 인원이 증가했다. 마찬가지로 올해 진행된 CAPA 증설과 내년 추가 CAPA증설을 고려할 때 유사한 인원증가가 예상됨에 따라 24년 CAPA 증설분이 가동되고 추가 증설이 진행되는 25년에는 지난 20~21년 직원 증가율 평균치를 활용하였다. 26년 역시 CAPA 추가 증설분이 가동됨에 따라 23~24년 직원 증가율 평균치를 적용해주었다. 실제로 24년 3분기동안 전년대비 11%의 인원증가가 이뤄진 바, 합리적인 추정으로 볼 수 있다.

1인당 급여의 경우 인건비와 직원 수를 바탕으로 동사의 지난 임금인상 기초, 물가상승률을 고려하여 3년 증가율 avg flat 처리하였다. 동사는 종업원 급여를 매출원가와 판매비에 나누어 반영하고, 안분비율이 매해 일정함에 따라 과거 4개년 평균 안분비율을 활용해 안분하였다.

원재료비 추정 (단위: 백만 원, CUM, 원)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024E	2025E	2026E
원재료비	191,051	253,712	304,162	81,959	81,417	77,242	92,056	332,674	405,713	496,146
PU 단열재	453,775	475,302	570,628	143,568	141,996	143,102	166,607	595,025	737,831	904,438
Mark III (cum)	453,775	475,302	570,628	143,568	141,996	143,102	166,607	595,025	666,428	809,234
% of 총 판매수량	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	90.3%	89.5%
NO 96 LO3+ (cum)	-	-	-	-	-	-	-	-	71,403	95,204
% of 총 판매수량	-	-	-	-	-	-	-	-	9.7%	10.5%
총 판매수량 당 원재료비(원)	421,025	533,790	533,030	570,870	573,377	539,770	552,531	559,137	549,872	548,568
MDI 원재료비(달러/ton)	2,311	1,417	1,516	1,522	1,670	1,787	1,889	1,717	1,700	1,709
YoY(%)	66.5%	-38.7%	7.0%	0.4%	9.7%	7.0%	5.7%	13.2%	-1.0%	0.5%
plywood 원재료비(달러/ton)	335	338	281	283	279	268	264	264	266	262
YoY(%)	46.2%	0.7%	-16.6%	0.5%	-1.2%	-4.0%	-1.6%	-6.2%	0.7%	-1.6%
원/달러 평균 환율	1144.61	1292.2	1306.6	1331.6	1373.3	1358.5	1372.2	1358.9	1358.9	1358.9

②원재료비는 단열재 판매량과 원재료 가격 등을 활용해 추정하였다. 동사는 Mark III와 NO96에 보냉재를 각각 납품하는데, 제품 간의 차이는 없음에 따라 두 타입 선박 모두에 들어가는 보냉재의 총합을 원재료비로 나눠 판매수량 당 원재료비를 역산하였다.

동사의 주요 원재자재는 보냉재 PU(폴리우레탄)의 원재료인 Polymeric MDI와 방벽을 만드는 Plywood, 이들을 접착하는 glue와 철강 등이 있다. 동사는 이 중 MDI, Plywood가 동사의 원재료비에서 높은 비중을 갖는다고 언급한 바 있다. 또한 동사는 통상 원재료를 달러로 구입함에 따라 환율도 영향을 미친다. 실제로 앞서 역산한 원재료비와 MDI, Plywood 가격과 환율 간 다중회귀분석을 진행한 결과 결정계수 0.98로 높은 상관성을 나타냈다. 이에 각각에 대해 개별 추정을 진행한 후 회귀결과식을 활용하여 4Q24~26년 판매량당 원재료비를 계산했다.

MDI는 석유로 만들어지는 벤젠을 주 원료로 한다. 20~21년 걸프만 허리케인 영향으로 가격이 일시적으로 상승한 후 현재는 하향 안정 추세에 있다. 또한 동사의 주요 국내 공급처인 금호미쓰이화학이 올해 3분기 공장증설을 완료하였고, MDI 가격을 결정짓는 원유 가격의 경우에도 사우디의 감산 완화 가능성과 미국의 원유 생산 확대에 따라 가격이 안정화될 것임을 반영하였다. Plywood의 경우 러시아 공급망 이슈로 21년 가격이 상승하였으나 현재는 생산량 확대로 가격이 하향 안정되었다. 23년부터는 라트비아 업체와 물량베이스 장기계약을 체결하며 가격 변동성이 더욱 완화될 예정임을 반영하여 추정하였다. MDI는 Platts, Plywood는 Fred의 수치를 활용하였다. 환율의 경우 원화약세가 당분간 지속될 매크로 환경을 고려하여 24년 수준을 flat하게 적용하였다. 이후 매출 추정을 통해 추정된 보냉재 판매량을 바탕으로 최종 원재료비를 도출하였다.

동사의 ③ 외주가공비는 연료탱크 납품 시 매입해오는 탱크 비용과 협력사를 통한 인력 및 생산 비용으로 구성되어, 변동비 성격을 갖는다. 최근에는 연료탱크向 납품이 줄어들고 운반선向 매출이 늘어난다는 투자포인트의 논리에 따라, 협력사를 통한 인력수급 비용이 주로 발생할 것으로 추정하였다. 실제로 24년부터 외주가공비가 크게 감소한 것을 확인할 수 있다. 최근 동사는 CAPA증설에 맞춰 협력사를 통해 추가 인원을 채용 중임에 따라 외주가공비가 재차 확장될 것임을 반영하여 매출상승기인 22년부터 24년 3분기까지 매출 대비 비중 평균 flat하여 계산하였다.

감가상각비와 무형자산상각비의 경우 CapEx에 주의하여 추정하였다. 자본집약적인 기자재 산업의 특성을 반영하고자 기보유 자산의 감가상각비 외에도 최근 3개년 자산 취득액 평균을 활용한 유지 CapEx를 반영하였다. 전술했듯 동사는 지난 10월 이사회에서 4척 규모 증설을 의결했다. 따라서 해당분을 확장 CapEx로 반영하였다. 자세한 추정 Table은 [Appx 6.7]에 수록하였다.

이외 ⑤ 지급수수료의 경우 모회사 동성케미칼에 매년 매출 대비 일정 비중을 지급하고 있음에 따라 3개년 매출 대비 비중 평균치를 사용하였다. ⑥기타비용의 경우 공사손실충당부채 인식 이후 안정화되어 최근 3개년간 매출 대비 일정량 발생함에 따라 매출대비 비중 3년 avg flat하였다.

(2) 영업외손익 추정

영업외손익 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
영업외손익	(9,435)	(9,464)	3,475	(1,361)	(459)	503	(338)	993
금융손익	(4,802)	(4,802)	(3,004)	(2,351)	(4,007)	(1,307)	(1,837)	(1,551)
기타손익	(4,664)	(4,664)	6,475	989	3,546	1,808	1,496	2,541
공동기업 및 관계기업 투자손익	32	2	4	2	3	3	3	2

기타손익은 합리적 추정이 불가능한 계정의 경우 0 Flat 처리하였다. 당사는 조선사와 외환거래 비중이 높은 기업으로 외환차익과 외화환산이익, 외환차손과 외화환산손실이 매년 발생한다. 급격한 원화약세로 22~23년에 외환차익 및 차손이 크게 발생하였으나, 급격한 원화 강세나 달러 초강세의 가능성은 낮다고 판단하였다. 실제로 24년 3분기까지 해당 계정들이 21년 수준으로 안정화 되었음에 따라, 5yr average 반영을 통해 추정하였다. 이자손익은 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 진행했다. 자세한 추정 Table은 [Appx 6.4~6.6] 에 수록하였다.

법인세비용은 유효법인세율의 직전 3개년 Average로 Flat 처리한 후, 세전순이익에 적용하였다. 자세한 추정 Table은 [Appx 6.8] 에 수록하였다.

(3) 지배지분 자본변동표 추정

추정 지배지분 자본변동표								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	3Q24	2024E	2025E	2026E
기초자본	94,893	109,768	142,042	148,616	168,857	168,857	191,595	230,933
(+) 당기순이익	21,278	26,464	8,422	28,746	20,662	29,997	49,814	83,669
(-) 배당금	(5,859)	(9,288)	(9,817)	(10,083)	(7,258)	(7,258)	(10,477)	(17,398)
배당성향(%)	34.7%	43.7%	37.1%	119.7%	25.2%	25.2%	34.9%	34.9%
(-) 복합금융상품전환	4,357	16,585	7,324	2,148	-	-	-	-
(+) 그 외 자본변동	(4,900)	(1,487)	644	(570)	(91)	-	-	-
기말자본	109,768	142,042	148,616	168,857	182,169	191,595	230,933	297,204
가중평균자본	102,331	125,905	145,329	158,736	182,169	180,226	211,264	264,068
ROE(%)	20.8%	21.0%	5.8%	18.1%	11.3%	16.6%	23.6%	31.7%

배당금의 경우, 당사는 매해 30% 이상의 배당을 진행했으나 24년은 CapEx투자로 일시적으로 배당금을 줄였다. 당사는 증식으로 인한 현금확보로 내년부터 다시 30% 이상의 배당수준을 회복할 것임을 언급하였고, 주당 350원을 지속 지급해왔음에 따라 주당 350원 배당을 가정하여 배당성향을 flat하였다. 이외 합리적 추정이 어려운 기타 자본변동 또한 0 Flat 처리하였다.

(4) 최종 손익계산서 Table

최종 손익계산서는 다음과 같다.

추정 연결손익계산서											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	387,986	365,039	434,152	531,409	137,271	137,846	136,546	157,385	561,784	737,132	933,254
YoY(%)	53.2%	-5.9%	18.9%	22.4%	-1.3%	0.4%	-0.9%	15.3%	5.7%	31.2%	26.6%
매출원가	316,995	306,160	393,537	463,430	117,962	116,561	116,067	131,768	482,358	620,546	761,165
매출총이익	70,991	58,879	40,614	67,978	19,309	21,284	20,479	25,617	79,426	116,586	172,089
GPM(%)	18.3%	16.1%	9.4%	12.8%	14.1%	15.4%	15.0%	16.3%	14.1%	15.8%	18.4%
판매비와관리비	39,015	28,700	25,337	30,638	9,183	8,952	9,060	10,518	37,713	46,143	55,332
영업이익	31,976	30,179	15,277	37,340	10,126	12,332	11,419	15,099	41,712	70,444	116,757
OPM(%)	8.2%	8.3%	3.5%	7.0%	7.4%	8.9%	8.4%	9.6%	7.4%	9.6%	12.5%
금융손익	(4,802)	(3,004)	(2,351)	(4,007)	(386)	(327)	(370)	(225)	(1,307)	(1,837)	(1,551)
기타손익	(4,664)	6,475	989	3,546	1,560	(7,843)	207	7,884	1,808	1,496	2,541
공동기업 및 관계기업 투자손익	32	2	4	2	-	3	-	-	3	3	2
세전순이익	22,540	33,652	13,918	36,880	11,301	4,165	11,256	22,758	42,216	70,106	117,750
법인세비용	1,263	7,189	5,497	8,133	2,608	898	2,554	6,159	12,219	20,291	34,081
당기순이익	21,278	26,464	8,422	28,746	8,693	3,267	8,702	16,599	29,997	49,814	83,669
NPM(%)	5.5%	7.2%	1.9%	5.4%	6.3%	2.4%	6.4%	10.5%	5.3%	6.8%	9.0%

5.4. Valuation - Historical PBR Method

(1) Why PBR?

자산대비 이익창출력
+ ROE 성장성 반영
= PBR Method

조선업은 자본집약적인 사이클 산업에 해당하고, 동사의 이익과 주가는 이러한 사이클에 동행한다. 물론, 현재 동사의 이익창출능력이 견조하고, 투자포인트에서 서술하였듯 LNG 운반선의 추가 수주 가능성 및 P*Q상승으로 인한 이익 체력의 지속성을 강조하고 있음을 감안할 때 PER도 사용 가능한 방법 중 하나일 것이다. 그러나, 조선 기자재업을 영위하는 동사는 한정된 CAPA, 즉 자산을 활용하여 현금흐름을 창출한다. 따라서 조선업 사이클에 따라 변동성이 큰 비용 대비 이익지표보다는 자산 대비 이익창출력으로 평가받는 것이 보다 적합할 것이다. 또한, 본 보고서의 'LNG 운반선 수주 모멘텀의 초입'에서 성장하는 ROE를 보여주는 동사의 가치를 온전히 반영하기 위해서는 PBR Method가 가장 적합한 Valuation이라고 판단하였다.

(2) Why Historical PBR?

동사의 미래를
가장 잘 보여주는
과거의 동사

먼저 동사의 유일한 국내 peer는 한국카본으로, 동사의 가치를 평가하는 데 있어 Peer PBR은 효과적이지 않다고 판단하였다. 한국카본은 보냉재 사업부의 매출이 대략 80% 수준이고, 그 중에서도 LNG 선박 항은 약 70% 수준으로 추정된다. 뿐만 아니라 사업 다각화를 통해 카본 등 신소재를 중심으로 신규투자를 진행하고 있다. 반면 동사는 매출의 96%가 보냉재에서 발생하고 있고, 이에 지난 시계열을 보면 LNG선 업사이클에 동사가 한국카본에 비해 더 큰 베타로 움직이는 것을 알 수 있다. 따라서, 현재 LNG선 발주 업사이클에 있는 동사의 가치를 가장 잘 반영할 수 있는 것은 과거 LNG선 업사이클에 있던 동사 자신에 대한 시장의 평가일 것임에 따라 Historical TTM PBR Method를 사용하였다.

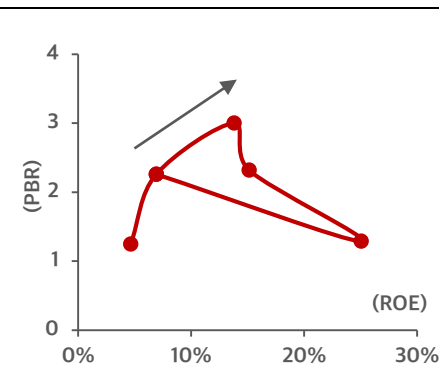
수주 기대감
+ 이익 증가
= 현재와 가장 유사

PBR은 현재의 높은 ROE 뿐만 아니라, 미래 ROE의 지속성을 내포하는 지표이다. 동사의 경우 ROE의 지속가능성이 전방의 LNG선 지속 수주 여부로 판단할 수 있기에, 수주절벽이 예상되는 시기에 주가가 곧바로 하락했고, 수주가 기대되는 시점에 주가는 상승했다. 즉, 대규모 전방의 수주에 대한 기대감이 존재하는 시점이 곧 동사의 기대감으로 작용하는 것이다. 따라서 과거 이익의 증가와 수주 기대감을 동시에 받았던 시점이 현재의 동사와 가장 유사한 시점일 것이다.

과거 사이클에서
찾는 유사 시점

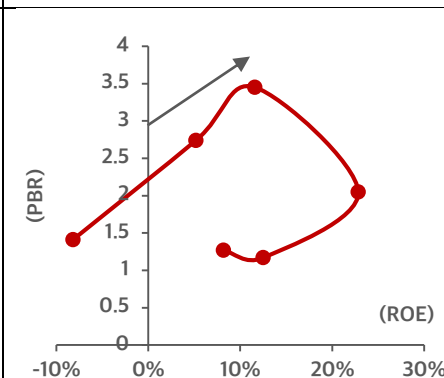
동사는 수주산업 특성상 실적이 후행함에 따라 전방의 업황이 좋은 시기와 겹쳐지는 구간이 짧다. 현재는 투자포인트에서 서술하였듯 실적이 본격화되며 높은 ROE를 유지하는 구간에 있으며, 동시에 전방의 수주 모멘텀 또한 앞두고 있다. 따라서 과거 사이클 중 ROE 상승이 본격화됨과 동시에 수주 기대감을 동시에 받았던 시점을 찾아보자.

도표 5-1. 04~08년 ROE-PBR 경로분석



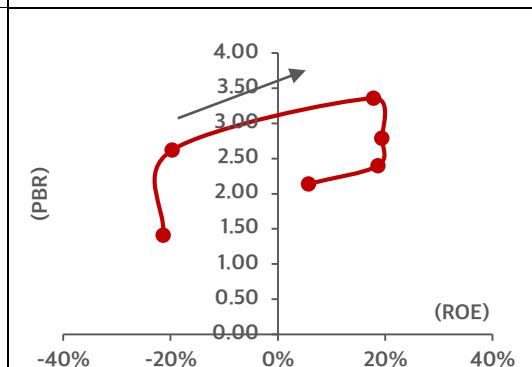
출처: Quantiwise, SMIC 2팀

도표 5-1. 11~16년 ROE-PBR 경로분석



출처: Quantiwise, SMIC 2팀

도표 5-2. 17~22년 ROE-PBR 경로분석



출처: Quantiwise, SMIC 2팀

PBR 상승 ROE 상승
ROE 상승 PBR 하락
PBR 하락 ROE 하락

동사에게는 세 번의 사이클이 존재했다. 주가와 글로벌 LNG 선박 발주량, ROE 추이를 살펴보면 동사는 주주를 받고 실적에 반영되지 않은 상태로 기대감으로 주가가 상승하고, 이후 실적에 반영되며 ROE가 올라가지만 전방 발주 사이클 업황 다운턴으로 PBR이 하락한다. 이후 주주잔고를 소진하고 ROE도 따라 하락하며 주가가 하락하며, 이후 주주에 대한 기대감으로 반등하게 된다. 주주 모멘텀으로 먼저 주가가 오르고, 이익 상승이 따라붙는 구조인 것이다. 실제로 17년 사이클에서는 주가 반영이 더욱 빨라져 이익 증가 구간에는 기울기가 거의 수평에 가까웠다.

(3) Target Multiple 선정

주주 모멘텀과
이익 모멘텀의
콜라보는 12~13년

본 보고서는 1Q12~2Q13 당시 동사의 평균 PBR(TTM) 2.67x를 Target PBR로 제시한다. 동사에게는 ① 멀티플이 주도하는 주주 모멘텀과 ② ROE가 주도하는 이익 모멘텀이 존재하는데, 현재 동사는 두가지 모두가 다가오는 시점이다. 동사에게 이러한 기간은 12년 말~13년 구간과 19년 말~21년 구간이 유일했다. 다만 20년에는 코로나 및 전방 경기 둔화 우려로 인해 ROE에 대한 합당한 PBR을 받지 못했고, 실제로 ROE와 PBR이 유의한 상관계수를 보이지 않는다.

실적 본격화
+ 주주 모멘텀
= 현재와 유사

동사는 12~13년 당시 높은 주주잔고를 바탕으로 실적이 본격화되고, 동시에 추가 주주 모멘텀이 최소 2년은 이어질 것이라는 기대를 받았다. 뿐만 아니라, LNG 벙커링 선박이 화두가 되며, LNG 연료선박 또한 컨테이너선을 시작으로 벌크선과 유조선 등으로 확산이 시작되던 시기였다. 전방 LNG에 대한 수요는 일본 원전사고로 인한 천연가스 발전 증가와 미국의 셰일혁명이 시작되며 LNG 액화플랜트 건설 승인을 기다리는 프로젝트가 약 13건에 달했을 정도로 LNG 및 에너지 수출의 패러다임이 변화하던 시기였다. 이에 선박 발주량 증가를 합리적으로 유추할 수 있었음에 따라, 현재 투자포인트에서 서술한 LNG 수출량 증가와 유사한 상황이었음을 알 수 있다.

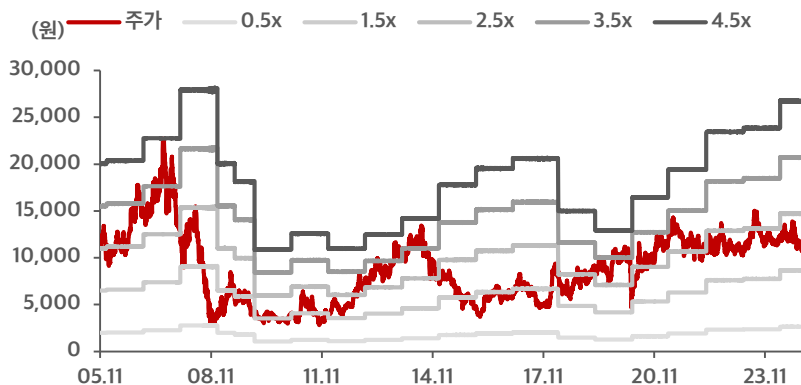
탐라인 성장과
ROE 상승
주주 모멘텀까지

앞서 투자포인트에서 동사는 CAPA 증설 및 P 상승을 통한 탐라인 성장으로 ROE가 더욱 높아질 것이며, LNG 생산 및 수출의 구조적 증가의 수혜를 타고 추가 주주를 받으며 높아진 ROE를 지속적으로 유지할 수 있을 것임을 서술한 바 있다. 즉, 1Q12~2Q13에 확장되는 LNG 수출 및 물동량 증가로 받았던 기대감을 다시금 받을 것임을 논증하는 바이다.

LNG 수출 증가로
매출 증가의 서막

당시 전방 상황은 미국으로부터 촉발된 LNG 수출 증가의 서막이었다. 그러나 당시 동사의 ROE 평균 수준은 10% 정도였으나, 동사의 현재 ROE는 약 18%에 달하며 미래 추정 ROE는 약 30% 수준임을 고려할 때 적용에 무리가 없는 멀티플이다. 또한 동사의 1Q12~2Q13 PBR-ROE 회귀분석 결과 결정계수 0.7의 유의한 상관관계를 보이고, 회귀식에 동사의 25년 추정 ROE인 23.6%를 대입할 경우 약 3.2x의 PBR이 추산됨에 따라, 충분히 보수적인 멀티플이라고 판단된다.

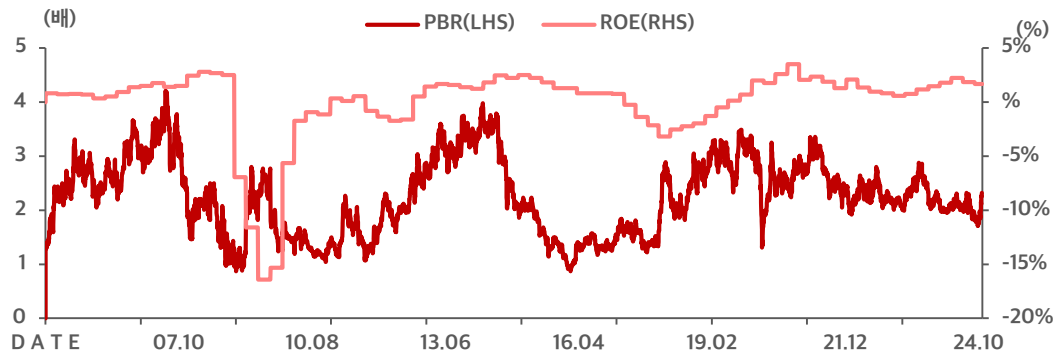
상기 논의를 모두 종합하여, 25E BPS 7,715원에 Target PBR 2.67x를 곱한
목표주가 20,600원, 투자의견 BUY를 제시한다.



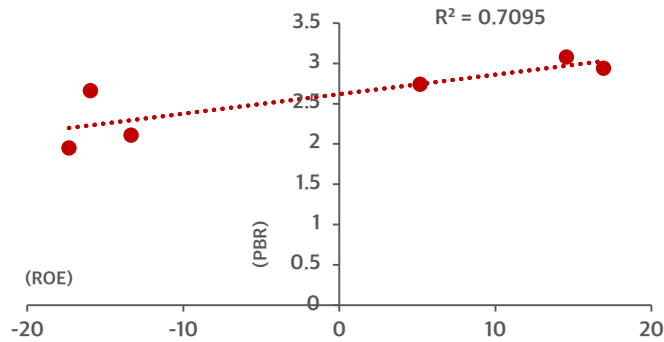
Valuation - PBR Method (2025E)	
지배지분 기말자본 (백만 원)	230,933
유통가능주식수 (주)	29,933,129
2025(E) BPS (원)	7,715
Target PBR Multiple	2.67x
ROE (%)	23.6%
목표주가 (원)	20,600
Implied PER	11.32x
현재주가 (원)	14,520
상승여력	42%

6. Appendix

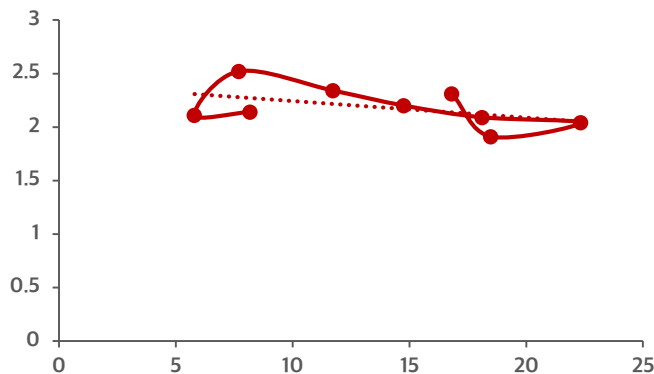
6.1. 동사 PBR(TTM) 및 ROE 추이



6.2. 1Q12~2Q13 동사 PBR(TTM), ROE(TTM) 추이



6.3. 동사 2022~2Q24 경로분석



6.4. 영업외손익 추정

영업외손익 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
영업외손익	(9,435)	(9,464)	3,475	(1,361)	(459)	503	(338)	993
금융손익	(4,802)	(4,802)	(3,004)	(2,351)	(4,007)	(1,307)	(1,837)	(1,551)
기타손익	(4,664)	(4,664)	6,475	989	3,546	1,808	1,496	2,541
공동기업 및 관계기업 투자손익	32	2	4	2	3	3	3	2

6.5. 금융손익 추정

금융손익 추정								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
금융손익	(4,802)	(3,004)	(2,351)	(4,007)	(1,083)	(1,307)	(1,837)	(1,551)
금융수익	157	64	86	878	753	1,003	455	455
이자수익	157	64	86	878	753	1,003	455	455
금융비용	4,960	3,067	2,437	4,885	1,835	2,311	2,292	2,005
금융기관차입금	1,601	553	1,639	3,591	911	1,214	2,034	1,747
리스이자	116	225	10	442	241	322	258	258
전환사채	3,243	2,173	-	-	-	-	-	-
교환사채	-	116	788	852	683	775	-	-

이자부자산 유효이자율								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부자산	23,693	23,190	27,146	26,934	14,002	14,002	14,002	14,002
현금및현금성자산	23,693	23,190	27,146	26,934	14,002	14,002	14,002	14,002
평균 이자부자산	23,381	23,441	25,168	27,040	20,468	20,468	14,002	14,002
이자수익	157	64	86	878	753	1,003	455	455
유효이자율(%)	0.7%	0.3%	0.3%	3.2%	3.7%	4.9%	3.2%	3.2%

이자부부채 유효이자율(금융기관차입금)								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
기말 이자부부채	24,934	47,483	56,249	21,527	21,598	21,598	33,125	25,416
단기차입금	11,670	45,705	56,249	21,527	21,598	21,598	33,125	25,416
유동성장기차입금	13,264	1,778	-	-	-	-	-	-
평균 이자부부채	65,577	36,208	51,866	38,888	21,562	21,562	27,361	23,507
금융기관차입금	1,601	553	1,639	3,591	911	1,214	2,034	1,747
유효이자율(%)	2.4%	1.5%	3.2%	9.2%	4.2%	5.6%	7.4%	7.4%

6.6. 기타손익 추정

기타손익 추정								
(단위: 십억 원)	2020	2021	2022	2023	~3Q24	2024E	2025E	2026E
기타손익	(4,664)	6,475	989	3,546	(6,076)	1,808	1,496	2,541
기타수익	7,915	10,922	18,035	21,429	6,739	15,966	13,266	13,468
수수료수익	258	205	85	47	33	40	55	40
외환차익	4,346	4,773	13,129	16,883	4,454	5,939	9,014	9,014
외화환산이익	921	1,445	2,329	210	203	270	1,035	1,035
파생상품거래이익	564	395	193	1,719	326	435	782	979
파생상품평가이익	-	304	529	264	416	555	449	423
유형자산처분이익	12	24	15	28	8	-	-	-
무형자산처분이익	61	-	-	-	-	-	-	-
사용권자산폐기이익	0	1,294	31	-	11	11	-	-
유형자산손상차손환입	-	348	-	-	-	-	-	-
잡이익	1,753	1,787	1,725	2,278	1,287	8,716	1,930	1,978
채무면제이익	-	347	-	-	-	-	-	-
기타비용	12,579	4,448	17,046	17,884	12,814	14,158	11,769	10,927
외환차손	7,139	2,992	10,084	15,117	2,909	3,878	7,842	7,842
외화환산손실	1,852	746	1,525	372	448	597	1,018	1,018
파생상품거래손실	44	81	3,750	1,680	476	635	2,022	1,445
파생상품평가손실	382	465	1,229	537	105	140	635	438
유형자산폐기손실	-	-	12	2	1,126	1,126	-	-
재고자산폐기손실	13	-	-	-	5,960	5,960	-	-
유형자산처분손실	39	68	-	16	2	3	10	10
유형자산손상차손	1,246	-	-	-	-	-	-	-
사용권자산손상차손	1,648	-	-	-	-	-	-	-
기부금	62	34	90	22	59	78	63	55
잡손실	155	62	357	136	32	43	179	119
재해손실	-	-	-	-	1,697	1,697	-	-

6.7. 감가상각비 및 무형자산상각비

유형자산 감가상각비 - CapEx 반영 전									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
건물(40년)	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361
구축물(40년)	178	178	178	178	178	178	178	178	178
기계장치(8년)	2,551	2,551	2,551	2,551	2,551	2,551	2,551	2,551	
차량운반구(5년)	65	65	65	-	-	-	-	-	
공구와기구(5년)	183	183	183	-	-	-	-	-	
비품(5년)	1,008	1,008	1,008	-	-	-	-	-	
합계	5,347	5,347	5,347	4,091	4,091	4,091	4,091	4,091	1,540

*장부가와 상각비를 고려한 잔여내용연수 산출, 신규 CapEx 투자를 가정하여 상각비 추정함

건설중인자산 대체(토지, 기계장치, 구축물, 비품)									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
기초	7,443	10,879	12,374	9,227	8,063	7,632	7,472	7,414	
취득	24,974	22,564	12,564	12,564	12,564	12,564	12,564	12,564	
대체	21,539	21,069	15,711	13,728	12,995	12,723	12,623	12,586	
건물	2,585	2,528	1,885	1,647	1,559	1,527	1,515	1,510	
구축물	431	421	314	275	260	254	252	252	
기계장치	17,016	16,645	12,412	10,845	10,266	10,052	9,972	9,943	
비품	1,508	1,475	1,100	961	910	891	884	881	
기타	10,879	12,374	9,227	8,063	7,632	7,472	7,414	7,392	

*건설중인 자산 안분 비율은 21~3Q24 평균인 건물, 구축물, 기계장치, 비품 0.12 : 0.02 : 0.79 : 0.07 사용

유형자산 Capex 추정									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
구축물(40년)	144	108	108	108	108	108	108	108	108
기계장치(8년)	441	308	308	308	308	308	308	308	308
차량운반구(5년)	13	67	67	67	67	67	67	67	67
공구와기구(5년)	214	145	145	145	145	145	145	145	145
비품(5년)	1,230	897	897	897	897	897	897	897	897
건설중인자산	24,974	22,564	12,564	12,564	12,564	12,564	12,564	12,564	12,564
합계	27,015	24,089	14,089	14,089	14,089	14,089	14,089	14,089	14,089

*확정 CapEx는 건설중인자산 대체 금액, 유지 CapEx는 24년의 경우 3Q금액 연환산, 이후는 과거 3개년 취득 계정 AVG

투자부동산 - 취득분 반영 전									
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
건물(40년)	34	34	34	34	34	34	34	34	34
구축물(40년)	21	21	21	21	21	21	21	21	21
기타	6	6	6	6	6	6	6	6	6
합계	61	61	61	61	61	61	61	61	61

* 동사는 유형자산 외 투자부동산(건물, 구축물)에 대한 감가상각을 추가로 반영

* 23년 기말 장부가 기준 건물 및 구축물의 잔존 내용 연수는 15년 이상, 최근 3개년 간 별도의 취득 부재하므로 추정 기간에 대해 flat 처리.

감가상각비 - CAPEX 및 투자부동산 반영 후									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
유형자산	8,169	10,910	12,999	13,602	15,376	16,528	15,190	16,475	
건물(40년)	1,426	1,489	1,536	1,577	1,616	1,655	1,692	1,730	
구축물(40년)	192	206	216	226	235	244	253	262	
기계장치(8년)	4,717	6,852	8,442	9,836	11,158	12,453	11,187	12,469	
차량운반구(5년)	68	79	92	40	54	67	67	67	
공구와기구(5년)	212	254	283	129	158	145	145	145	
비품(5년)	1,555	2,029	2,429	1,793	2,154	1,964	1,846	1,802	
투자부동산	61	61	61	61	61	61	61	61	
건물(40년)	34	34	34	34	34	34	34	34	
구축물(40년)	21	21	21	21	21	21	21	21	
기타	6	6	6	6	6	6	6	6	
합계	8,230	10,971	13,060	13,663	15,437	16,589	15,251	16,536	

무형자산상각비 - CapEx 반영 전									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
산업재산권(5년)	18	18	18	18	18	-	-	-	
소프트웨어(5년)	100	100	100	100	100	-	-	-	
합계	118	118	118	118	118	118	118	118	

무형자산 취득 추정									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
산업재산권(5년)	106	106	106	106	106	106	106	106	106
합계	106	106	106	106	106	106	106	106	106

* 과거 3개년 취득 계정 AVG

무형자산 감가상각비 - CAPEX 반영 후									
(단위: 십억 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
산업재산권(5년)	18	18	18	18	18	-	-	-	
소프트웨어(5년)	121	142	164	185	206	106	106	106	
합계	139	160	181	203	224	106	106	106	

사용권자산									
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
건물	3,166	3,166	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152	
차량운반구	246	246	246	246	246	246	246	246	
기타	3	3	3	3	3	3	3	3	
합계	3,415	3,415	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401	1,401

* 23년 건물 리스료, 차량운반구 리스료 급증, 내용연수 3년으로 상각하는 것으로 보이므로 해당 상각비 추이 24,25년 반영, 이후에는 3년평

* 차량운반구, 기타자산 리스료 상각비는 매해 비슷한 수치이므로 3개년평균치 사용

감가상각비와 무형자산상각비 안분									
(단위: 백만 원)	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	2024E	2025E	2026E	
매출원가	5,711	5,663	1,559	1,593	1,848	7,354	9,078	9,138	
안분비율 (%)	89.3%	60.5%	61.8%	62.1%	65.3%	62.4%	62.4%	62.4%	
판매비와 관리비	683	3,705	964	973	981	4,430	5,468	5,504	
안분비율 (%)	10.7%	39.5%	38.2%	37.9%	34.7%	37.6%	37.6%	37.6%	
합계	6,395	9,368	2,523	2,566	2,829	11,784	14,546	14,642	

6.8. 법인세비용 추정

법인세비용 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
세전순이익	22,540	33,652	13,918	36,880	42,216	70,106	117,750
법인세비용	1,263	7,189	5,497	8,133	12,219	20,291	34,081
유효법인세율(%)	5.6%	21.4%	39.5%	22.1%	28.9%	28.9%	28.9%

6.6. 동사연결재무상태표 및 연결현금흐름표

연결재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	3Q24
자산	294,813	344,010	364,280	378,750
유동자산	178,475	225,835	229,757	232,075
현금 및 현금성자산	23,190	27,146	26,934	14,002
매출채권 및 기타채권	43,110	37,818	40,524	53,569
계약자산	5,036	15,613	2,816	1,710
재고자산	96,798	132,761	150,816	151,458
기타금융자산	1,530	1,274	1,698	1,114
기타유동자산	8,811	11,222	6,969	10,222
비유동자산	116,338	118,176	134,522	146,675
당기손익-공정가치측정자산	146	146	146	146
유형자산	110,459	111,592	120,761	134,631
무형자산	526	429	599	532
투자부동산	3,263	3,242	3,178	3,131
기타금융자산	514	286	6,764	4,771
기타비유동자산	1,258	1,198	741	-
부채	152,771	195,395	195,423	196,581
유동부채	135,108	178,546	185,158	188,189
매입채무 및 기타채무	50,639	68,265	54,007	60,488
단기차입금	45,705	56,249	21,527	21,598
사채	9,170	2,100	11,542	12,225
당기법인세부채	6,389	1,567	5,288	3,379
기타유동부채	23,206	50,366	92,796	90,499
비유동부채	17,663	16,848	10,265	8,391
매입채무 및 기타채무	250	285	318	321
이연법인세부채	4,893	5,537	6,250	5,725
기타금융부채	12,520	11,027	3,697	2,345
자본	284,084	297,231	337,713	364,338
지배기업소유주지분	142,042	148,616	168,857	182,169
자본금	14,833	15,212	15,325	15,325
자본잉여금	67,973	74,918	76,953	76,953
기타자본구성요소	(8,529)	(8,529)	(8,529)	(8,529)
기타포괄손익누계액	(74)	(71)	(105)	(56)
이익잉여금	67,840	67,086	85,213	98,476
자본과부채총계	436,855	492,626	533,136	560,919

연결현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	3Q24
영업활동현금흐름	(5,617)	9,729	64,725	18,576
영업으로부터 창출된 현금흐름	(2,301)	20,725	71,573	27,429
이자수취	64	86	878	753
이자지급	(925)	(1,484)	(4,239)	(1,156)
배당금수취	2	4	2	3
배당금지급	-	-	-	-
법인세납부(환급)	(2,457)	(9,601)	(3,490)	(8,451)
투자활동현금흐름	(5,049)	(4,420)	(16,971)	(21,690)
대여금의 감소	-	-	5	7
대여금의 증가	-	-	-	-
임차보증금의 감소	1	511	294	59
임차보증금의 증가	(523)	(219)	(861)	(347)
기타보증금의감소(증가)	-	39	(88)	(46)
유형자산의처분	492	23	130	9
유형자산의취득	(4,993)	(4,725)	(15,630)	(21,088)
무형자산의처분	34	-	-	-
무형자산의취득	(59)	(7)	(820)	(284)
투자부동산의 처분	-	-	-	-
투자부동산의 취득	-	(42)	-	-
제3자에 대한 선금금 및 대여금	-	-	-	-
재무활동현금흐름	10,469	(521)	(47,834)	(9,699)
단기차입금의 증가	74,477	119,109	109,200	31,199
단기차입금의 상환	(40,449)	(107,670)	(143,741)	(31,061)
장기차입금의 증가	-	-	-	-
장기차입금의 상환	(13,528)	(1,778)	-	-
전환사채의 감소	(12,363)	-	-	-
교환사채의 증가	12,317	-	-	-
금융리스부채의 지급	(697)	(365)	(3,211)	(2,578)
배당금지급	(9,288)	(9,817)	(10,083)	(7,258)
환율변동효과 반영전 현금의 순증가(감소)	(197)	4,788	(80)	(12,812)
현금 및 현금성자산의 환율변동효과	(306)	(831)	(132)	(120)
현금및현금성자산의순증가(감소)	(503)	3,956	(212)	(12,932)
기초현금 및 현금성 자산	23,693	23,190	27,146	26,934
기말현금 및 현금성 자산	23,190	27,146	26,934	14,002

6.7. 국가별 LNG 프로젝트 진행상황

국가	이름	상태	용량(MT)	가동 시작일
미국	Sabine Pass	Active	30.6	2016
미국	Cove Point	Active	5.3	2018
미국	Corpus Christi	Active	15.3	2019
미국	Freeport	Active	15.3	2019
미국	Elba Island	Active	2.5	2019
미국	Calcasieu Pass	Active	10.0	2022
미국	Under Construction	Under Construction	10.4	2024
미국	Plaquemines	Under Construction	20.0	2024
미국	LNG Canada	Under Construction	14.0	2024
미국	Fast LNG Altamira	Under Construction	4.2	2024
미국	Golden Pass	Under Construction	15.6	2025
미국	Energia Costa Azul	Under Construction	3.0	2025
미국	Fast LNG Louisiana	Proposed	2.8	2025
미국	Salina Crux	Proposed	2.7	2025
미국	Magnolia	Proposed	8.0	2026
미국	CP2	Proposed	20.0	2026
미국	Grand Isle	Proposed	4.2	2026
미국	Port Arthur	Under construction	12.0	2027
미국	Rio Grande	Under Construction	16.2	2027
미국	Woodfire	Under Construction	2.1	2027
미국	Cedar FLNG	Proposed	3.0	2027
미국	Saguaro Energia	Proposed	15.0	2027
미국	AMIGO FLNG	Proposed	7.8	2027
미국	Vista Pacifico	Proposed	4.0	2027
미국	Proposed	Proposed	5.1	2028
미국	Commonwealth	Proposed	8.4	2028
미국	Lake Charles	Proposed	15.0	2028
미국	Driftwood	Proposed	26.0	2028
미국	Delta	Proposed	20.0	2028
미국	Texas	Proposed	4.0	2028
미국	Ksi Lisims FLNG	Proposed	12.0	2028
미국	Tilbury	Proposed	2.5	2028
미국	Delfin FLNG	Proposed	13.0	2029
미국	Gulfstream	Proposed	4.0	2029
미국	Proposed	Proposed	14.9	2030
미국	Gulf LNG	Proposed	10.0	2030
미국	Proposed	Proposed	3.0	2031
미국	Proposed	Proposed	12.0	TBD
미국	Proposed	Proposed	10.8	TBD
미국	Proposed	Proposed	14.0	TBD
미국	Proposed	Proposed	12.0	TBD
미국	Avocet	Proposed	8.0	TBD
미국	Alaska	Proposed	20.0	TBD
카타르	North Field East (NFE)	Under Construction	32.0	2026
카타르	North Field South (NFS)	Under Construction	16.0	2027
카타르	North Field South (NFS)	proposed	16.0	2030

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.