



1. 뜨거운 전방은 보냉재마저 뜨겁게 만드는 중 - 투자포인트 ①

북미발 LNG 플랜트 투자가 사상 최대 규모로 확정되며, 역대 최대 수준의 LNGc 수요가 현실화되고 있다. 전방이 폭발하며 보냉재 산업도 전례없는 확장의 문턱에 서 있다. 선박 한 척당 보냉재 적용량이 확대되고 중국 시장까지 개화되며 Q는 더욱 증가한다. 동시에 LNGc 발주량 증가로 보냉재 P의 레벨업까지 이어질 것이다.

2. 새로운 시장이 열린다 - 투자포인트 ②

LNGc 중심으로 형성돼 온 보냉재 시장이 변화의 기로에 서 있다. LNGc 외 다양한 선종에서 보냉재 적용이 확대되며, 동사는 단일 사이클 의존 구조에서 벗어나 새로운 성장 동력을 확보하고 있다. 구조적으로 확장되는 수요와 불가피한 증설, 그리고 그 중심에 선 동사, 새로운 시장이 열리는 순간이다.

3. 보냉재 받고 SB까지, Why not? - Sub Point

거대한 LNG 사이클의 최대 수혜자는 바로 동사이다. 동사는 글로벌 SB를 독점 공급하는 강력한 경쟁 우위를 바탕으로, 이번 LNGc 업사이클의 폭발적 수혜를 온몸으로 누릴 것이다. 이 같은 구조적 성장 흐름 속에서, 탑라인과 바텀라인에서의 성장은 단순 기대가 아닌, 실적을 통해 증명될 것이다.

4. Valuation - Historical PER Method

동사의 2027E EPS 3,746원에 Historical peer 12MF PER 17.1x를 적용한 64,000원을 목표 주가로 제시한다. 동사는 다가올 폭발적인 LNGc 발주 사이클에서 한국뿐 아니라 중국 조선소 물량까지 수주하며 수혜의 중심에 서있을 것이다. 그러나 이제 동사의 성장은 LNGc에만 국한되지 않는다. LNG D/F 컨테이너선, VLEC, FLNG 등 다양한 성장 동력을 확보한 동사는 보냉재 쇼티지를 앞세워 구조적인 성장을 맞이하게 될 것이다.

추정포괄손익계산서									
(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	367,827	369,271	594,417	741,741	455,835	494,665	950,500	1,104,874	1,242,564
YoY(%)	-10.6%	0.4%	61.0%	24.8%	20.9%	31.2%	28.1%	16.2%	12.5%
매출원가	306,978	313,198	531,263	624,158	354,261	381,775	736,036	831,700	912,470
매출총이익	60,850	56,073	63,154	117,583	101,574	112,890	214,464	273,174	330,094
GPM(%)	16.5%	15.2%	10.6%	15.9%	22.3%	22.8%	22.6%	24.7%	26.6%
판매비와관리비	28,117	31,275	46,688	72,136	38,823	39,151	77,974	80,027	84,615
영업이익	32,732	24,798	16,466	45,446	62,751	73,739	136,490	193,147	245,480
OPM(%)	8.9%	6.7%	2.8%	6.1%	13.8%	14.9%	14.4%	17.5%	19.8%
기타수익	10,157	8,104	21,725	2,842	810	1,382	2,191	2,309	2,407
기타비용	17,543	151	44,213	1,719	1,777	890	2,668	1,383	1,041
지분법이익(손실)	(2,254)	(19)	(598)	(103)	(91)	(149)	(240)	(240)	(240)
금융수익	13,078	16,505	17,196	23,600	32,544	2,251	34,795	2,251	34,795
금융비용	7,711	20,337	17,640	41,628	29,379	3,160	32,538	3,160	32,538
세전이익(손실)	28,460	28,900	(7,063)	28,439	64,858	73,173	138,031	192,925	248,863
법인세비용	14,109	8,639	6,383	8,115	13,644	15,394	29,038	40,586	52,354
계속영업이익(손실)	14,351	20,261	(13,446)	20,324	51,214	57,779	108,993	152,338	196,509
중단이익	(3)	(0)	(3)	(3)	(0)	(3)	(3)	(3)	(3)
당기순이익	14,349	20,261	(13,449)	20,321	51,214	57,777	108,990	152,336	196,506
NPM(%)	3.9%	5.5%	-2.3%	2.7%	11.2%	11.7%	11.5%	13.8%	15.8%

Rating

Buy

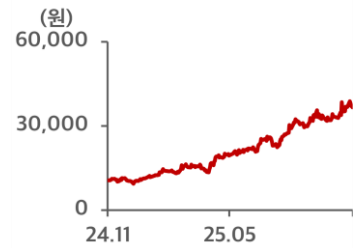
현재주가 : 36,600 원

목표주가 : 64,000 원

상승여력: 74.9%

12M 추가추이

시가총액 1조 8,998 억 원



Key Metrics

EPS(25E) 2,077 원

PER(TTM) 30.2x

PER(12MF) 17.8x

B/S Data (2Q25)

자산 총계 9,314 억 원

부채 총계 4,058 억 원

자본 총계 5,256 억 원

주요 주주

조연호 외 4인 34.28%

국민연금공단 10.01%

자사주 2.97%

SMIC 4 팀

팀장 51기 양성준

팀원 51기 임어진

51기 전지훈

52기 백주연

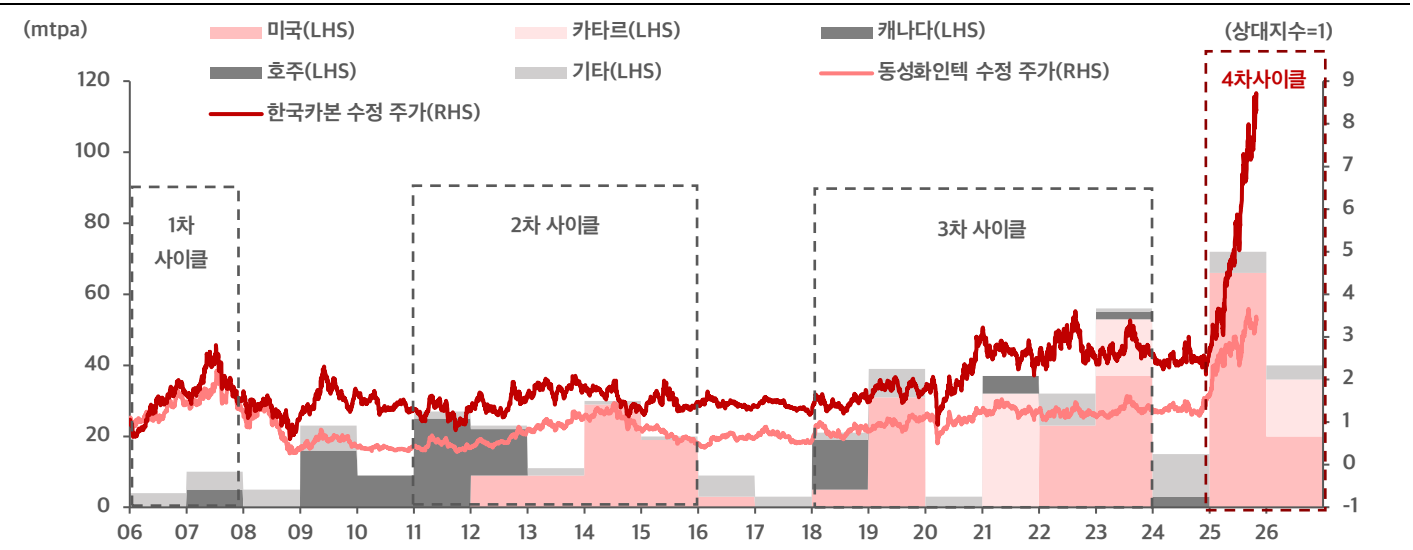
52기 이형주

CONTENTS

1. Large New Growth - Intro	03
2. 아직도 LNG? 이제부터 LNG! - 산업 및 기업분석	04
3. 뜨거운 전방은 보냉재마저 뜨겁게 만드는 중 - 투자포인트 ①	09
4. 새로운 시장이 열린다 - 투자포인트 ②	16
5. 보냉재 받고 SB까지, Why not? - Sub Point	20
6. 매출추정	23
7. Valuation - Historical peer PER method	27
8. Appendix	33

1. Large New Growth - Intro

도표 1-1. 보냉재 기업 주가 및 국가별 FID 통과 프로젝트 규모



출처: GTT, KRX, SMIC 4팀

과거 대비 2.5배 규모 역대급 규모의 LNGc 4차 사이클에 진입한 지금, 가장 큰 수혜를 볼 기업은 보냉재 기업이다. 본 사이클의 직접적 수혜를 받는 보냉재 기업 서에서는 지금이 과거 사이클 대비 2.5배의 발주량이 예정되어 있는 전례 없는 규모의 LNGc 4차 사이클임을 주장한다. 1차, 2차 사이클의 전체 LNGc 발주량의 연평균 규모가 약 590만 CBM, 639만 CBM이었음을 감안할 때, 이번 사이클의 LNGc 발주량 규모는 연평균 약 1,508만 CBM으로 과거 1,2차 사이클의 약 2.5배에 달한다. 그리고 공급처가 다양한 선종으로 분산된 조선 섹터 내 다른 기업들에 비해, 모두 LNG 운반 및 사용 선박에 집중된 보냉재 기업은 사이클의 이 수혜를 가장 강하게 받을 player다. [도표 1-1]

기타 LNG 선종 수요까지 더해지며 보냉재 수요 물량은 동사의 캐파를 넘어설 정도로 크게 증가할 것이다. LNGc 외 선종에서 발생하는 보냉재 수요는 LNGc 규모로 환산 시 27년 19척, 28년 25척으로 매우 빠르게 증가할 것으로 추정된다. 그러나 LNGc 수요로도 이미 생산능력이 부족한 동사는 이를 감당하기 위해 증설이 필수적이다. 과거 사이클에서는 전방 LNGc 조선사의 제한된 생산 캐파로 인해 동사의 성장 여력 또한 제약을 받았으나, 기타 선종 수요 증가에 따른 증설로 동사의 업사이드는 점점 더 확대될 것이다. 과거와 다른 현재의 주가 흐름이 보여주듯, 동사는 구조적 성장 국면에 진입했다.

SB 독점 공급으로 동성화인텍 대비 성장성↑ 동사는 SB 독점 공급 기업이라는 점에서 경쟁사 동성화인텍보다 성장성이 더 큰 투자처이다. 혹은 동사와 동성화인텍은 LNGc 물량을 양분해 수수한다는 점에서 성장성이 유사하다고 볼 수도 있다. 그러나 'SB 독점 공급'이라는 강력한 경쟁우위를 가진 동사는 성장성이 훨씬 크다. 동사는 중국 신규 LNGc 조선사들에 SB를 공급함에 따라 동성화인텍에 비해 훨씬 더 많은 공급망을 확보하게 될 것이다. 한국 조선사들의 LNGc 쏟아지는 물량과 더불어 중국 조선사의 SB 공급까지, 한국과 중국 조선사에 모두 공급하며 전세계 LNGc 발주의 수혜는 동사를 향한다.

동사는 수익성까지 개선되는 중 심지어 합병으로 인한 원재료비 절감까지 이루어지고 있기에, 수익성 측면에서도 동성화인텍보다 더 매력적인 투자처이다. 과거 동사는 기업 한국신소재에서 주요 원재료 중 하나인 유리섬유를 공급받았다. 그러나 23년 9월, 동사는 한국신소재를 흡수합병하였고, 원재료비 절감으로 수익성이 빠르게 개선되고 있다. 동사는 폭발적 탑라인 성장과 더불어 수익성까지 개선되고 있다.

2. 아직도 LNG? 이제부터 LNG! - 산업 및 기업분석

2.1. LNG 산업분석

효율적 운송을 위한 LNG 밸류체인

LNG(Liquefied Natural Gas)는 -163°C 저온에서의 냉각을 통해 부피를 1/600으로 축소시킨 액화 천연가스로, 25년 기준 전세계 에너지 공급 중 24%를 차지하는 매우 중요한 자원이다. 천연가스는 기체 상태에서 사용의 편리함이 있는 반면, 큰 부피를 차지해 운송 및 보관이 어렵다. 따라서 운송 및 공급 과정에서의 효율을 위해 다음과 같은 복잡한 밸류체인이 형성되어 있다. 우선 업스트림 단계에서는 천연가스 자원의 탐사 및 생산이 이루어진다. 그리고 미드스트림 단계에서는 천연가스를 액화시켜 부피를 줄이고 운송한다. 마지막으로 다운스트림 단계에서는 다시 LNG를 기화시킨 후 수요에 따른 유통이 이루어진다. [도표 2-1]

LNGC 조선과 기자재 시장은 국내 기업들이 과점

LNGC(Liquefied Natural Gas Carrier)는 미드스트림 단계에서 LNG를 운송을 담당하는 특수선으로, 쉽게 기화되는 LNG의 손실을 최대한 막아 경제적 효율성을 높이는 것이 핵심인 선박이다. LNGC 시장은 국내 조선사가 약 70%의 점유율을 차지하고 있는 시장으로, LNGC의 핵심 기자재인 보냉재 역시 국내 기업들이 국내 및 중국 조선소 물량을 모두 공급한다.

밸류체인 내 기업들의 수요 증가는 신규 LNG 프로젝트가 견인

이러한 LNGC 조선사를 포함해 밸류체인 내 기업의 수요를 견인하는 것은 신규 LNG 프로젝트의 증가다. LNG 프로젝트란 미국, 카타르 등 LNG 생산국에서 공급을 위해 실행하는 대규모 에너지 인프라 개발 사업을 뜻한다. 즉, 신규 프로젝트가 증가하면 LNG 운송 물량이 증가함에 따라 LNGC 수요가 증가한다. 최근 미국 트럼프 취임 후 바이든 정권 하에서 중단되었던 프로젝트들의 승인이 재개되며 25년 하반기와 26년 수출 용량은 총 112.5mtpa에 달할 것이다. 또한, LNG 프로젝트 계약은 SPA(Sales and Purchase Agreement)로 체결되기에 신규 프로젝트가 밸류체인 내 미치는 영향은 약 15~20년으로, 장기간 지속된다. [도표 2-2]

FID 통과하면 사실상 프로젝트 실행 확정

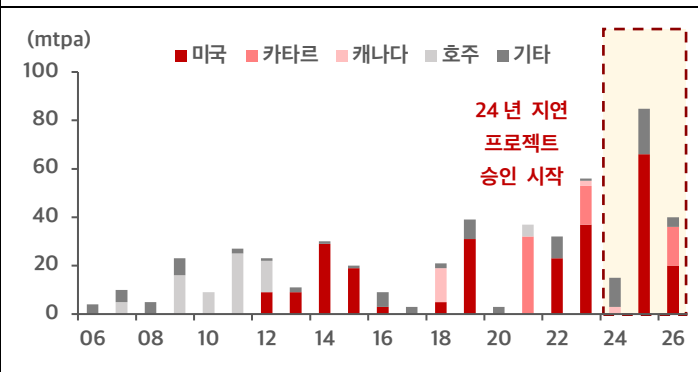
LNG 프로젝트는 각국 여러 정부 기관의 4단계 승인 절차를 걸쳐 신중하게 결정되며, 마지막 단계인 FID 단계 통과가 사실상 실행 확정을 의미한다. 승인 절차는 첫째는 Proposed 단계로, 프로젝트 수출 허가 신청 초안을 제출한다. 둘째는 Pre-FEED 단계로, 경제성과 환경 리스크를 검토한다. 셋째는 FEED 단계로, 실질적인 설계 검토를 통해 투입 비용을 확정한다. 이 모든 과정을 거친 후에야 FID단계에 도달하는데, FID는 시공 착수 직전의 단계로 투자자가 건설을 결정하는 단계다. 각 단계 통과 확률은 약 30~40%로, 이를 통해 향후 신규 LNG 프로젝트 수를 가늠할 수 있다. FID 승인 프로젝트 수는 각국의 정책 및 LNG 수요에 영향을 받는다.

도표 2-1. LNG 밸류체인



출처: SMIC 4팀

도표 2-2. FID 통과 LNG 프로젝트 수 및 추정치



출처: GTT, SMIC 4팀

2.2. 보냉재 산업분석

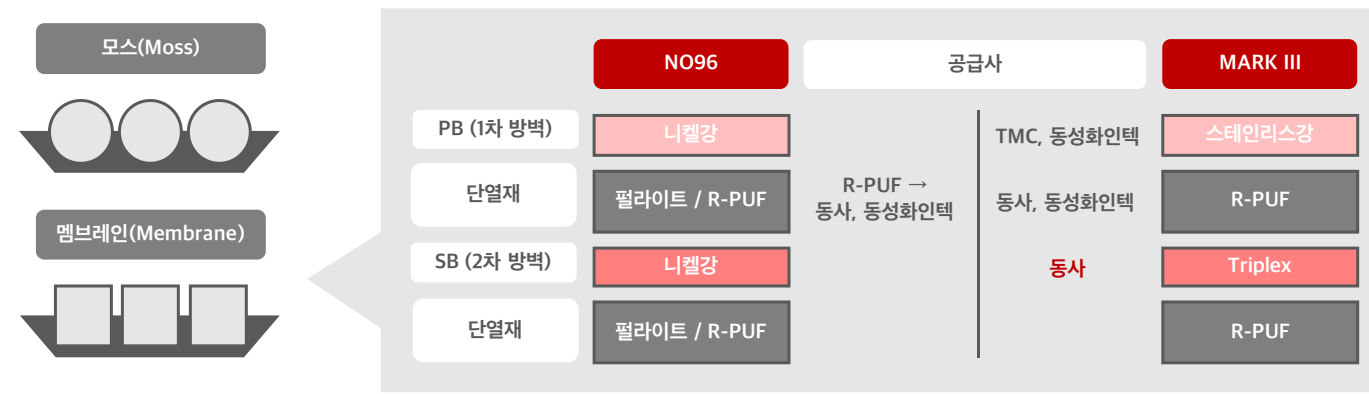
LNG 경제적 효율은 보냉재에 달려있다

LNGc의 핵심은 BOR(Boil Off Rate) 최소화, 그리고 보냉재는 BOR을 결정하는 핵심 기자재이다. 보냉재는 LNG를 극저온 상태에서 보관하기 위한 단열용 소재다. BOR은 화물창 내에서 자연적으로 기화되는 자연기화율을 의미한다. BOR이 낮을수록 LNG 손실률이 낮아 경제적 효율성이 높다. 보냉재의 종류 및 성능에 따라 BOR은 0.07%에서 0.15%까지 다양한데, 174k급 LNGc가 20일간 항해한다고 가정하면 손실률은 각각 1.39%, 2.96%로 크게 차이난다. 이는 금액으로 환산하면 무려 약 2억 7천만 원에 달하는 큰 규모이다. LNG 가격이 상승할수록 BOR은 더욱 중요해진다.

보냉재 시장은 동사와 동성화인텍이 양분

보냉재 시장은 사실상 동사와 동성화인텍이 양분하고 있다. 24년 기준 LNGc 발주량 중 70%가 국내 기업이 수주한 것으로, LNGc 시장은 국내 조선사들의 점유율이 매우 높은 시장이다. 그리고 국내 조선사들의 보냉재는 모두 동사와 동성화인텍이 공급한다. 국내 조선사들의 LNGc 점유율이 견고하게 유지되는 이상, 레퍼런스를 통해 확보한 신뢰성을 바탕으로 동사와 동성화인텍의 지위 역시 견고할 것이다. 해외 보냉재 공급 기업으로는 중국 Yoke가 유일한데, 18년부터 R-PUF 개발을 시도하였음에도 24년에야 처음 납품했을 만큼 기술력이 매우 부족하다. 또한 후술하겠으나, 조선 기자재는 신뢰도가 매우 중요해 선주들은 국내 기업을 택할 수밖에 없다.

도표 2-3. 보냉재의 종류 및 구성



출처: SMIC 4팀

보냉재 대부분은 멤브레인 화물창형

BOR 최소화가 곧 수익성인 LNGc 조선사들은 대부분 멤브레인 화물창을 채택하고, 보냉재 역시 멤브레인형을 채택한다. 화물창은 LNGc 안에서 LNG를 초저온 상태로 안전하게 운반하는 저장고로, 모스형과 멤브레인형으로 나뉜다. 모스형은 구형으로 평평한 선창 내벽과 완전히 밀착되지 않아 공간 효율이 낮다. 반면, 멤브레인형은 화물창 외벽이 선창 내벽과 완전히 밀착되는 직사각형 구조로, 24년 기준 LNG 운반선의 95% 이상이 멤브레인형으로 발주되었다. 멤브레인형 기술은 프랑스의 GTT사가 독점하고 있으며, 조선사들은 GTT와 라이선스 계약을 맺어 기술을 이용한다. 보냉재 공급사는 그 기술에 맞춰 생산하나, 로열티는 조선사만이 지불한다. [도표 2-3]

멤브레인 중 MARK III이 더 BOR이 낮다

멤브레인형 화물창은 다시 NO96과 MARK III, 두 유형으로 나뉘며, MARK III은 NO96에 비해 BOR이 낮아 경제적 효율성이 높다. 두 유형의 가장 큰 차이는 방벽과 단열재를 구성하는 소재로, 이에 따라 안전성과 BOR 등 주요 성능에 차이가 발생한다. NO96은 방벽을 용접하여 연결하기에 외부 충격에도 LNG 누출 가능성이 낮고 안전하다. 그러나 BOR이 약 0.1%로, 0.07%인 MARK III에 비해 높다. BOR 0.05%의 차이도 174k 규모 LNG가 20일간 항해할 시 발생할 손실 금액으로 환산하면 무려 1.7억에 달한다.

SB에는 Triplex 소재가 쓰인다
멤브레인 화물창은 단열재와 방벽으로 구성되고, 방벽은 PB(Primary Barrior, 1차 방벽)과 SB(Secondary Barrior, 2차 방벽) 두 개가 있다. 방벽은 LNG가 누출을 방지하는 막으로, 1차 방벽은 LNG와 접촉하는 면의 방벽이고, 2차 방벽은 1차 방벽이 손실될 경우 LNG 누출을 막는 방벽이다. MARK III의 경우 PB에는 스테인리스강 멤브레인, SB에는 Triplex라는 소재가 쓰인다. 동 동사의 PB는 TMC로부터 공급받고, SB는 자체 생산하며, 동성화인텍의 PB는 자체 생산하고 SB는 동사가 공급한다. 즉, 동사는 동사와 동성화인텍의 SB를 모두 생산한다.

Triplex는 동사가 독점 공급
Triplex는 유리섬유 사이에 알루미늄을 접착한 샌드위치 구조로 구성되어 있는데, GTT의 높은 품질조건을 만족시킨 기업만이 납품 가능하다. Triplex는 FSB(Rigid Secondary Barrier)향과 RSB(Flexible Secondary Barrier)향 두 가지로 나뉘는데, FSB는 유연성이 필요한 곡면이나 코너에 쓰이고, RSB는 평면부에 쓰이는 방벽이다. 사각형 구조인 멤브레인은 FSB의 비중이 훨씬 높다. 현재 FSB 생산 기업은 동사와 허치슨이 있는데, 허치슨은 대부분 육상용을 생산하고, RSB는 동사가 모든 국내, 중국 LNGc 조선소에 공급하기에 전체 시장에 거의 독점 공급 중이다.

보냉재 공급 타임라인
LNGc 조선사의 선박 생산 타임라인 내 보냉재 수주 및 납품 시점은 [도표 2-5]와 같다. 조선소가 LNGc를 수주받으면, 조선소는 약 6~12개월 뒤 보냉재를 포함한 기자재를 발주한다. 다음으로, 보냉재 기업이 수주받은 후 납품까지는 약 15개월이 소요된다. 그러나 22년 이후 조선사 수주잔고가 쌓이며 보냉재 납품이 지연되고 있고, 공시 계약 기간 기준 평균 34개월이 소요되고 있다. 보냉재가 조선사에 납품되면, 조선사의 최종 선박 납품은 6개월 뒤 진행된다. [도표 2-5]

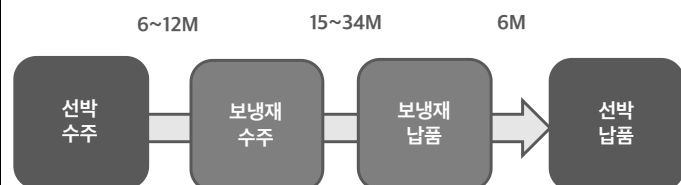
LNG 저장에 필요한 모든 선박에 보냉재가 필요하다
LNGc 외에도 VLEC, FLNG, LNG DF 컨테이너선 등 LNG 저장 시설이 필요한 선박에는 모두 보냉재가 필요하다. 전술했듯, LNG는 보관 시 극저온을 유지해 자연기화율을 최소화하는 것이 중요하기 때문이다. LNG DF 컨테이너선, VLEC, LNG BV 한 척에 필요한 보냉재 양은 LNGc에 비해 각각 7~21%, 86%, 7~10%로 적지만 최근 이 선박들의 수요가 증가함에 따라 LNGc 외 선박의 보냉재 수요 역시 증가하고 있다. 게다가 FLNG의 경우 LNGc에 비해 2배 더 많은 보냉재가 필요해 FLNG의 수요 증가는 보냉재 기업의 수주 증가에 더 큰 영향을 미친다.

전방 조선사 증설 요구 전제 조건은 판가 인상
발주량이 보냉재 기업의 생산능력을 초과하면 전방 조선사는 증설을 요구하고, 보냉재 기업은 이때 판가 인상 협상력을 갖게 된다. 보냉재는 선박의 수익성으로 직결되는 핵심 기자재이나 공급 기업은 사실상 동성화인텍과 동사밖에 없고, 두 기업은 공급자 우위를 갖는다. 실제로 조선 3사는 21년 LNGc 인도를 위해 36척 규모의 보냉재가 필요했으나, 해당 보냉재가 발주되는 19년 두 보냉재 기업의 총 CAPA는 30척으로 부족했다. 따라서 조선 3사는 증설이 완료되는 22년 생산되는 보냉재 판가의 13% 인상을 전제로 보냉재 기업의 CAPA 증설을 요구했다.

도표 2-4. 보냉재 시리즈별 BOR 및 R-PUF 비중

보냉재 시리즈별 BOR 및 R-PUF 비중								
구분	NO96					MARK III		
	한화오션, 후동중화조선					HD 3사, 삼성중공업, 중국 4사		
재택 조선사	Perlite	GW	L03+	Max	Super+	Flex	Flex+	NEXTI
기술 구분								
BOR	0.15%	0.13%	0.10%	0.085%	0.085% ↓	0.085%	0.07%	0.07% ↓
R-PUF 비중	0%	0%	50%	100%	100%	100%	100%	100%

도표 2-5. 보냉재 공급 타임라인



출처: GTT, SMIC 4팀

출처: 동사 IR, SMIC 4팀

2.3. 불 속에서 더욱 강해진 보냉재 기업

MARK III 소재 및 보냉재 완제품 생산 기업 동사는 국내 및 중국의 Triplex는 독점, MARK III 보냉재 및 P-RUF는 동성화인텍과 시장을 양분하는 보냉재 생산 기업이다. 24년 기준 동사 매출의 95.7%는 MARK III 보냉재의 소재 및 완제품에서 발생하였다. 완제품은 국내 LNGc 조선사(HD 3사, 삼성중공업)로 납품되고, 소재는 타 보냉재 생산 기업(동성화인텍) 및 NO96 채택 LNGc 조선사(한화오션, 후동중화조선)로 납품된다. 그 외 기타 매출은 낚시대 등 탄소섬유 상품에서 발생하나, 그 비중은 4.3%로 매우 적다.

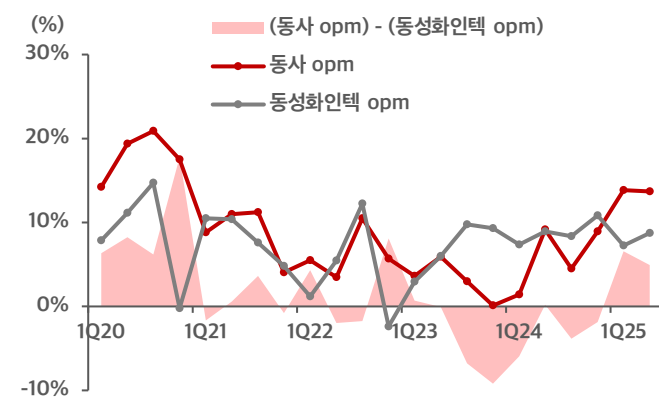
마진 20%의 Triplex 동사와 동성화인텍과의 가장 큰 차이는 고마진의 Triplex를 독점 공급한다는 점이다. Triplex는 현재 동사 매출의 무려 30%(완제품 내 Triplex 매출 포함)를 차지하며, 마진 20% 이상으로 수익성이 매우 높은 제품이다. NO96을 채택하는 2개 기업 외에는 국내 및 중국의 모든 LNGc 조선사는 Triplex를 필요로 하고, 심지어 동성화인텍도 동사로부터 공급받기에 LNGc 시장 수요 증가는 필연적으로 동사 Triplex의 수요 증가로 이어진다. 심지어, 23년 이후 양쯔신푸, 다렌 등과 같은 신규 중국 MARK III LNGc 조선사향으로도 납품하며 공급망이 점점 더 확장되고 있다.

전화위복 23년 4월 동사는 밀양공장 화재로 전체 약 17%의 CAPA가 소실되었으나, 오히려 복구와 함께 10척 분을 더 증설했다. 사고 후 복구 기간에 해당하는 23년 2분기부터 24년 1분기까지는 수주 물량을 동성화인텍에 외주하며 발생한 운송비 및 복구 비용으로 인해 OPM이 약 0.1%까지 감소하였다. 그러나 공장 정상화가 시작된 24년 2분기 OPM 9.2%, 25년 2분기에는 13.7%로 사고 발생 전 분기에 비해서도 약 10%p 증가했다. 또한, 23년 4분기부터 실적에 반영된 한국신소재 합병 효과는 원재료비 절감을 통한 OPM 개선으로 이어졌다. [도표 2-6]

LNGc 발주량 증가에 따라 수주잔고 증가 22년 러-우 전쟁으로 인해 LNGc 발주량이 폭발적으로 증가한 이후, 동사의 수주잔고 역시 크게 증가했다. 동성화인텍의 수주잔고가 동사에 비해 지난 5년간 평균 약 7억 정도 더 많으나, 이는 각 사의 기타 사업부의 수주 금액 차이 때문이다. 양사 모두에 IR로 확인한 결과, 전방사의 보냉재 수주 물량은 차별없이 CAPA 여력에 따라 나누어 받는다. 최근 23년 이후 수주잔고 증가율이 다소 둔화된 것은 22년 이후 조선사들의 리드타임이 길어지며 보냉재도 그에 맞춰 함께 길어졌기 때문이다. 전방사 물량이 점차 소화되며 보냉재 수주 역시 꾸준할 것이다. [도표 4-1]

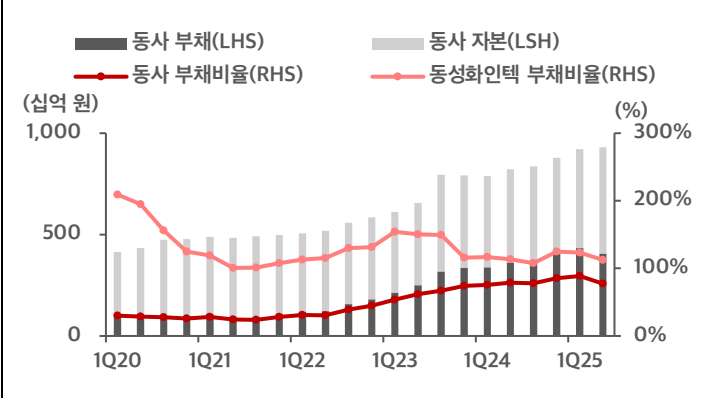
부채비율 증가는 선수금 증가에 따른 긍정적 신호 22년부터 부채비율이 증가하는 것은 선수금 증가 때문으로, 동사의 협상력이 강화된 결과다. 22년 이후 보냉재 수요가 빠르게 증가하자 동사의 협상력 역시 강화되었고, 선수금을 받는 제품의 비중이 증가했다. 또한 납품량도 증가함에 따라 선수금도 함께 증가했다. 그리고 부채 증가에도 여전히 부채비율은 100%를 하회하여 재무 안정성은 우려하지 않아도 된다. [도표 2-7]

도표 2-6. 동사 및 동성화인텍 OPM



출처: DART, SMIC 4팀

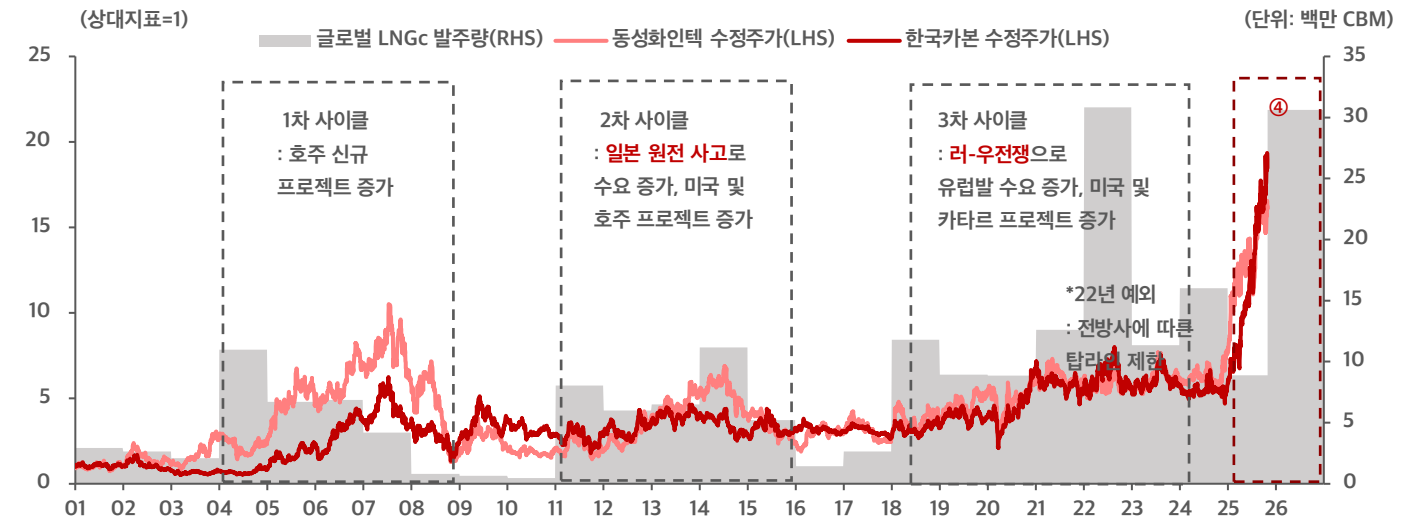
도표 2-7. 동사 및 동성화인텍 부채비율



출처: DART, SMIC 4팀

2.4. 주가 분석

도표 2-8. 동사, 동성화인텍 주가 및 글로벌 LNGc 발주량



출처: KRX정보데이터시스템, SMIC 4팀

이번 사이클 핵심 수혜 기업인 동사, ytd 175% 상승

역대급 규모의 LNGc 4차 사이클을 맞이한 동사의 주가는 올해 무려 174%나 상승하였다. LNGc 조선사 주가 상승률의 평균, 동성화인텍의 주가 상승률이 각각 155%, 103%임을 고려할 때 동사의 주가는 밸류체인 내에서도 가장 큰 폭으로 상승하였다. 이러한 주가 흐름을 통해 시장은 동사를 이번 사이클에서 수혜가 가장 크게 나타날 핵심 기업으로 인식하고 있음을 확인할 수 있다.

동사의 주가는 LNGc 발주량에 연동된다

과거 동사의 주가 driver는 LNGc 발주량으로 인한 실적 상승 기대감이었다. 1차 사이클 시기에는 LNGc 발주가 6~9개월 뒤 동사의 수주로 반영됨에 따라 주가가 반응했다. 시장은 이러한 1차 사이클에서의 경험을 통해 LNGc 발주가 필연적으로 동사 수주로 이어진다는 것을 확인했고, 2차 사이클부터는 LNGc 발주가 동사 주가에 바로 선반영되는 흐름을 보이기 시작했다.

22년 물량은 전방사 생산능력에 따라 즉시 반영되지 못했다

22년 발주량이 주가에 즉시 반영되지 못한 것은, 조선기자재 업종의 특성상 성장 상방이 전방 조선사의 생산능력에 의해 제한되었기 때문이다. 22년의 급격한 발주 증가로 전방 조선사의 리드타임이 길어졌고, 이로 인해 동사의 보냉재 매출 인식 시점 역시 지연되었다. 실제로 동사의 보냉재 납품 시점은 기존 평균 약 15개월에서 22년 이후 약 34개월로 늘어났다. 다만 이는 단기적인 시차에 불과하며, 결국 해당 물량은 모두 동사의 실적으로 이어진다.

성장 상방이 열리며 새로운 국면에 진입

그러나 동사는 성장 상방이 열리며 새로운 성장 국면에 진입했고, 이로 인해 주가는 가파르게 상승하고 있다. 후술하겠으나, LNGc와 더불어 VLEC, FLNG, LNG DF 등 기타 선종향 보냉재 수주까지 빠르게 증가하고 있다. 이제 동사는 오직 LNGc 보냉재 공급에만 의존하는 기업이 아닌, 다양한 LNG 선박의 보냉재를 아우르는 기업으로 거듭나고 있다. 또한, 중국의 신규 LNGC 조선사들이 MARK III 보냉재를 채택함에 따라, 동사는 SB 공급망을 중국으로까지 확대하며 국내뿐 아니라 중국 조선사로의 공급도 본격화할 것이다.

과거 주가 하방 압력도 모두 해소 완

게다가 증여 이슈와 화재 복구 문제는 모두 해결되었고, 과거 동사 주가의 하방 압력 요소들은 모두 해소되었다. 우선, 동사의 증여 이슈는 24년 하반기 모두 해결되었다. 동사의 회장은 23년 한국신소재를 흡수합병한 후 24년 하반기까지 동사 지분 13%를 장남에게 증여하였고, 현재 동사의 지분은 장남과 회장이 각각 23%, 6% 소유하고 있다. 또한, 23년 4월 발생한 밀양공장 화재사고로 인한 피해 역시 1년만에 모두 빠르게 복구되었다. 동사의 주가 상승을 막는 장애물은 모두 제거되었고, 폭발적 주가상승을 맞이할 준비를 마쳤다.

3. 뜨거운 전방은 보냉재마저 뜨겁게 만드는 중 - 투자포인트 ①

보냉재 산업은 전방 LNGc의 수요 증가에 힘입어 P와 Q가 모두 성장하는 구조적 성장 국면에 진입했다. 최근 북미를 중심으로 LNG 플랜트 FID가 연이어 확정되며 전방에서는 사상 최대 규모의 LNGc 발주가 가시화되고 있다. 이와 동시에 선박 한 척당 보냉재 투입량이 증가하고, 중국 조선소로 시장이 확장되면서 보냉재 자체의 수요 또한 과거보다 크게 늘어나도 있다. 무엇을 상상하던 향후 몇 년간 국내 보냉재 시장은 지금보다 더 커질 것이다.

3.1. LNG 플랜트는 역대급 공급 사이클에 직면

압도적인
3차 사이클

이번 LNG 플랜트 증설 규모는 압도적이며 이러한 추세는 당분간 지속될 것이다. 글로벌 LNG 시장은 25년부터 30년까지 역대 최대 규모의 수출 설비 확장 국면에 돌입할 것이 분명하다. 이미 FID가 결정되었거나 건설 중인 LNG 플랜트에서만 약 300 bcm/yr 이상의 LNG 캐파가 증가할 것으로 보이며 향후 5년 동안 LNG 액화 플랜트 캐파가 약 60% 가량 성장할 것으로 보인다. 특히 25년 단일 연도에 FID가 승인된 플랜트 규모는 어마어마한 수준으로, 전 세계적으로 한 해에 이만한 규모의 FID가 발생한 것은 역사상 최초이다. [도표 3-1]

미국이 이끈다

미국은 올해 LNG FID 시장의 절대 강자로 부상했다. 25년 상반기 기준, 전 세계 승인된 LNG 물량의 약 90%가 미국에서 발생했으며, 이는 관세 및 대내외 불확실성 속에서도 이뤄낸 성과라는 점이 놀라운 대목이다. 이번 승인 규모는 미국 역사상 단일 연도 기준으로 최대치로, 북미 LNG 플랜트 확장이 본격적인 궤도에 진입했음을 의미한다. Rio Grande LNG, Louisiana LNG 등 대형 프로젝트들이 잇따라 FID를 통과하며 미국 중심의 LNG 공급 확대 기조가 더욱 명확해지고 있다. [도표 3-2]

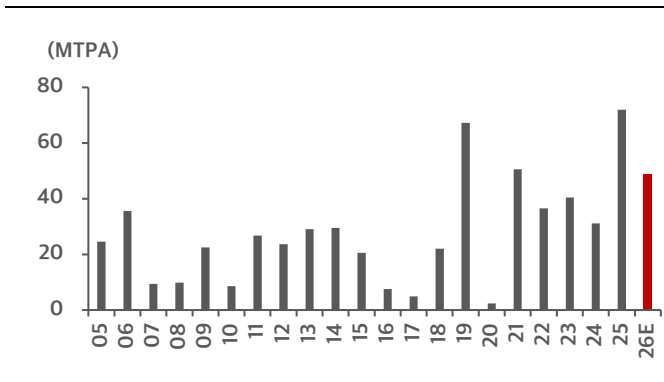
트럼프의
전폭적 지원

북미의 LNG 증설 사이클은 트럼프의 강력한 정책적 지원 아래 속도를 내고 있다. 트럼프 1기부터 추진된 LNG 수출 확대 정책이 2기에서도 지속되면서, 미국 LNG 산업은 정책적 안정성을 확보했다. 트럼프가 2기 정권을 확보하자마자 24년 바이든에 의해 중단되었던 비FTA 국가 대상 LNG 수출 승인을 재개하며, 얼어붙었던 FID 시장에 활력을 불어넣었다. 또한 무역수지 정상화를 위한 관세 협상 과정에서 LNG 수출을 전략적으로 활용하며, 북미 LNG 공급 확대에 대한 강력한 의지를 보여주고 있다. 트럼프의 LNG 공급 확대 정책은 몇 년 내에 수치료 실현될 것이다.

카타르도
증설한다

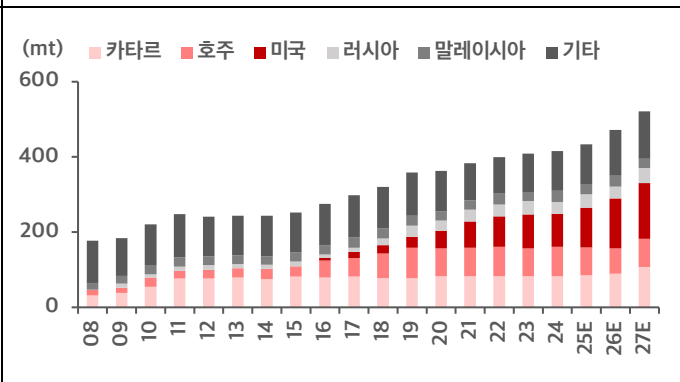
카타르 또한 글로벌 LNG 공급 확대의 핵심 허브로 부상하고 있다. 노스필드 확장을 통해 24년 기준 77 MTPA였던 생산 능력을 30년까지 142 MTPA로 확대할 계획이다. 구체적으로, 기존 NFE 프로젝트는 110 MTPA까지 증설되며, NFS 프로젝트는 126 MTPA로 단계적 확대를 추진될 것이며 24년에 추가적으로 발표한 NFW로 30년 목표치에 도달할 것이다. 이를 종합하면, 카타르는 30년까지 전 세계 LNG 시장에서 영향력을 한층 강화하게 될 전망이다.

도표 3-1. LNG 수출 FID 추이 국가별 LNG 수출량 추이



출처: Clarksons, SMIC 4팀

도표 3-2. 국가별 LNG 수출량 추이



출처: Clarksons, SMIC 4팀

3.2. 수요가 받쳐주는 사이클

안정적 수요 보장

LNG 공급 확대는 안정적인 수요 기반에서 이루어지고 있음이 명확하다. 2Q25 기준 증가하는 플랜트 물량에 맞춰 체결된 LNG SPA(Sales and Purchase Agreement)는 지난 10년간 역대 세 번째로 높은 규모를 기록했다. 특히 미국 천연가스 프로젝트별 장기 매매 계약 현황을 보면, 이미 30년 이후까지 많은 물량이 장기계약으로 확보되어 있으며, FID 이후에도 추가 장기 구매 계약이 체결되는 사례가 다수 존재한다. [도표 3-3]

근거 ① 장기 계약

폭발적으로 증가하는 LNG 장기계약은 글로벌 LNG 수요가 구조적으로 견고함을 보여주는 확실한 신호다. 이는 전 세계 주요 국가와 기업이 에너지원 확보의 안정성을 위해 장기계약이 필수적이라는 공감대를 형성하고 있기 때문으로 풀이된다. 일각에서는 플랜트 증설에 따른 공급 과잉 우려를 제시하나, 본서는 이러한 우려를 과도한 해석으로 판단하며, 향후 LNG 시장은 장기적 수요와 공급의 균형 속에서 안정적 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. [도표 3-4]

주요 고객: 아시아

아시아권 경제 성장은 향후 글로벌 LNG 수요 확대의 핵심 동력으로 작용할 전망이다. 글로벌 LNG 수요는 꾸준히 증가할 것이며 2040년 글로벌 LNG 수요는 25년의 약 50%까지 증가할 것이다. 해당 성장은 신흥 경제권(Emerging Growth Market)이 주도할 것이다. 해당 국가에서는 산업용 가스 수요 증가와 전력 소비 확대에 힘입어 천연가스 수요가 꾸준히 늘어날 것으로 예상되며, 공급 증가에 따른 가격 안정이 이루어질 경우, 가격에 민감한 해당 국가에서 추가적인 에너지 수요가 유입되어 LNG 수요는 더욱 확대될 것이다.

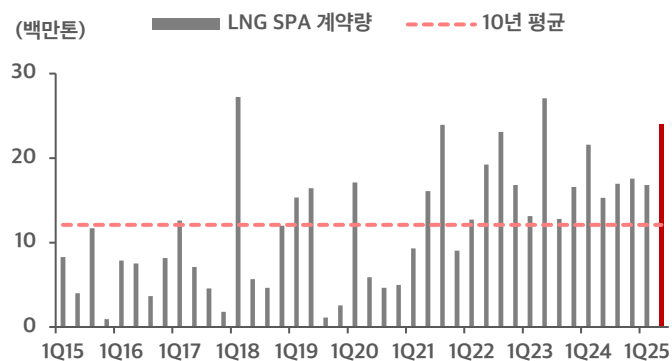
아시아권의 친환경 에너지 수요

아시아권 국가들의 친환경 에너지 수요 또한 LNG 수요 확대의 주요 원인이다. 아시아, 태평양 시장에서는 온실가스 배출(GHG) 감축과 에너지 안보 강화를 위해 LNG 의존도를 전략적으로 높이는 방안을 추진하고 있다. 중국과 인도의 석탄 발전 비중이 각각 61%, 75%에 달하며, 동남아 지역의 석탄 발전 비중 또한 39%에 이르는 상황에서 가스 발전으로의 전환은 임박한 미래이며, 에너지원 전환 수요까지 유입될 경우 LNG 수요 확대 폭은 더욱 클 것이다.

AI DC발 전력 수요

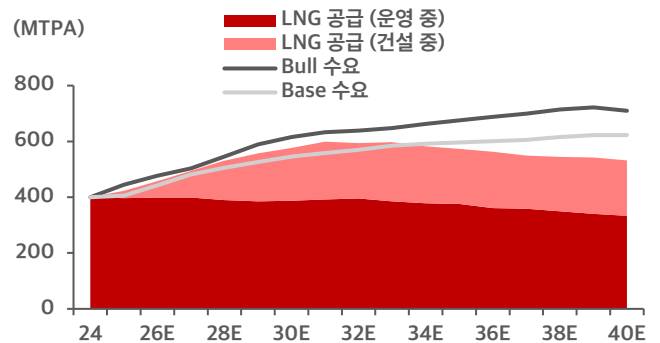
AI 데이터센터의 전력 수요 증가는 향후 글로벌 LNG 수요 확대의 새로운 동력으로 작용할 전망이다. 과거 에너지 수요는 주로 인구 증가, 산업화, 도시화에 의해 결정되었으나, AI 산업은 이제 또 하나의 구조적 수요처로 부상하고 있다. 글로벌 데이터센터의 전력 소비는 30년까지 두 배 이상 증가할 것으로 예상되며, 미국 외 지역에서도 데이터센터 수요가 발전원 선택과 공급망 전략에 중요한 영향을 미치고 있다. 급증하는 전력 수요를 신속히 충족할 수 있는 에너지원으로서 LNG가 주목받고 있으며, 이는 LNG 시장의 지속적 성장세를 뒷받침하는 요인 중 하나다.

도표 3-3. LNG SPA 계약 추이



출처: Clarksons, SMIC 4팀

도표 3-4. LNG 수요 공급 전망



출처: IEA, SMIC 4팀

3.3. 현실적으로 LNGc 얼마나 증가할까

LNG 플랜트 증가는
LNGc 증가로 귀결

LNG 플랜트 증설은 필연적으로 LNGc 수요 증가로 이어진다. 액화 플랜트에서 생산된 LNG는 대부분 수출을 전제로 하기 때문에, 액화 이후에는 반드시 해상 운송을 통해 수입국의 재기화 터미널로 이송되어야 한다. 과거 LNG 플랜트 증설 당시 플랜트 증설에 맞춰 LNGc 수가 급격히 증가했던 것을 확인할 수 있으며, 이번 사이클에서도 동일한 구조적 수요가 발생할 것으로 전망된다.

현실적인
발주 규모 산정

LNG 플랜트의 폭발적 증가로 인한 현실적인 LNGc 신조 발주량은 어느 정도일까. 과거 LNG 플랜트 증설 사이클 대비 이번 증설 규모가 압도적 수준이므로, 기존 사이클에서 관찰된 LNGc 발주량과 비슷하거나 이를 상회하는 규모의 신조 발주가 합리적으로 예상된다. 단순히 'LNGc 수요 증가'라는 막연한 표현에 그치지 않고, 향후 예상되는 발주량을 정량적으로 분석함으로써, 실제 시장에 미칠 영향을 구체적으로 파악할 필요가 있다. [도표 3-5]

도표 3-5. 2025년 FID 확정 및 26년까지 FID 통과가 유력한 LNG 프로젝트별 LNGc 예상 발주량

2025년 FID 확정 LNG 플랜트에서 예상되는 LNGc 발주 물량							
지역	국가	프로젝트	운영사	FID 시점	가동 시작	수출 물량 (MTPA)	예상 발주량
중남미	아르헨티나	Argentina LNG Phase 1 FLNG 1	Southern Energy	2025	2027	2.5	5
북미	미국	CP2 LNG - Phase 1	Venture Global	2025	2027	14.4	30
아프리카	모잠비크	Coral North FLNG	Eni etc.	2025	2028	3.4	4
북미	미국	Corpus Christi - Midscale Trains 8-9	Cheniere	2025	2028	1.4	6
북미	미국	Louisiana LNG 1	Woodside	2025	2029	5.5	16
북미	미국	Louisiana LNG 2	Woodside	2025	2029	5.5	16
북미	미국	Louisiana LNG 3	Woodside	2025	2029	5.5	11
북미	미국	Rio Grande LNG Train 4	NextDecade	2025	2030	6	12
북미	미국	Port Arthur LNG - Phase 2	Sempra	2025	2030	13.5	29
북미	미국	Rio Grande LNG Train 5	NextDecade	2025	2031	6	12
합계							141

2025년 공사 재개된 LNG 플랜트에서 예상되는 LNGc 발주 물량							
지역	국가	프로젝트	운영사	FID 시점	가동 시작	수출 물량 (MTPA)	예상 발주량
아프리카	모잠비크	Mozambique LNG	Total Energy	2019	2030	12.8	17

2025년 2026년 FID 통과할 것이 유력한 LNGc 발주 물량							
지역	국가	프로젝트	운영사	예상 FID 시점	가동 시작	수출 물량 (MTPA)	예상 발주량
중남미	아르헨티나	Argentina LNG Phase 1 FLNG 2	Golar/YPF	2026E	2028	3.5	7
북미	미국	Delfin FLNG 1	Fairwood Group	25.11E	2029	4.4	9
북미	미국	Delfin FLNG 2	Fairwood Group	2026E	2029	4.4	9
북미	미국	Texas LNG (2)	Glenfarne Energy Transition	2025E	2029	4	9
북미	미국	Lake Charles LNG Train 1	Energy Transfer	2026E	2030	5.5	12
중동	카타르	Qatar North Field West	Qatar Energy	-	2030	16	20
북미	미국	Lake Charles LNG Train 2	Energy Transfer	2026E	2032	5.5	12
북미	미국	Lake Charles LNG Train 3	Energy Transfer	2026E	2033	5.5	12
합계							90

출처: Clarksons, SMIC 4팀.

확정 물량만 140척

향후 예상되는 확정 LNG 운반선(LNGc) 신조 발주량은 2H25와 26년에만 약 140척에 달할 것으로 전망된다. 이는 건설 중인 LNG 플랜트 중 25년에 FID 통과된 플랜트에서만 예상되는 수주량으로, 이는 과거 FID 통과 플랜트의 잔존 발주 수요를 제외하고, 신규 허가 플랜트만을 기준으로 산출한 매우 보수적인 추정치다. 또한 이 수치는 불가항력 사유로 중단됐다가 올해 재개된 모잠비크 프로젝트 17척을 제외한 것으로, 해당 LNGc는 국내 조선소 29년 슬롯에서 건조될 예정이나 20년에 이미 수주된 지연 물량이므로 신규 수주에는 포함하지 않았다.

가능성 높은 것
90척

1년 내 FID 통과가 유력한 프로젝트에서만 약 90척 규모의 LNGc 신조 발주가 추가로 발생할 것으로 예상된다. 본 추정치는 FEED(Front-End Engineering Design) 단계 프로젝트 중 ① 복수의 SPA(Sales and Purchase Agreement) 확보 여부, ② FTPD(Final Technical Project Description) 체결 여부, 그리고 ③ 디벨로퍼의 명확한 FID 가이드선스 제시 여부를 종합적으로 고려해 산출한 결과다. 해당 프로젝트들은 25년 이후에도 LNG 플랜트 증설 사이클을 지속시킬 프로젝트들이다.

30년까지 이어지는 수주 이러한 흐름은 단기적인 발주 사이클이 아닌, 30년까지 이어지는 구조적 성장 국면으로 판단된다. 향후 가시화될 LNG 플랜트의 증설 흐름에 따라 27년부터 30년까지 연평균 약 51척 규모의 LNG 운반선 발주가 지속될 것으로 전망된다. 해당 추정치는 이미 건설 중이거나 FID 통과가 유력한 26년 프로젝트를 제외하고 산출한 것으로, FEED 단계의 프로젝트는 약 30%, 제안(Proposed) 단계의 프로젝트는 약 20% 수준에서 FID에 도달할 수 있다는 보수적 가정에 기반한다. 프로젝트의 특성상 추진 과정에서 일정 변수가 존재하나, 현재 확인되는 개발 진척도와 시장의 구조적 수요를 고려할 때, 이는 충분히 현실적인 수준의 전망으로 판단된다. [도표 3-6]

미국발 수주는 이번 사이클의 중심에는 명확히 미국이 자리한다. 미국은 중국에 대한 제재를 강화하며, 중국산 선박과 중국 선사 보유 선박의 자국 항만 입항 시 추가 수수료를 부과하는 등 해운·조선 분야에서도 압박을 확대하고 있다. 외교적 관계를 고려했을 때, 북미 지역에서 추진되는 LNG 수출 프로젝트용 LNGc가 중국 조선소에 발주될 가능성은 사실상 없다고 보는 것이 합리적이다. 2H25, 26년에 본격화될 LNGc 신조 수주의 수혜는 한국 조선 3사로 집중될 수밖에 없다.

3.4. 노후된 LNGc 교체수요도 붙는다

노후 LNGc 교체 수요도 있다 노후 LNGc의 교체 수요 또한 중장기 성장 동력으로 작용할 전망이다. 현재 전세계에서 운항 중이거나 수주 잔고에 포함된 LNGc 중 약 40%는 구형 엔진을 탑재하고 있다. 이들 선박은 연료 효율이 낮고, 최신 환경 규제를 충족하기 위해 추가 비용이 발생할 가능성이 높아, 점진적인 세대 교체 수요로 이어질 것이다. 특히 IMO의 탄소배출 규제 강화와 운항 효율성 지표 적용 확대를 감안하면, 노후 LNGc의 교체는 선택이 아닌 필수로 자리잡을 것이다. [도표 3-7]

교체 수요가 활발할 매크로 상황 최근 LNG 운임이 약세를 보이면서 운항 효율성 제고와 비용 절감의 중요성이 한층 부각되고 있다. 노후 LNG 운반선의 BOR은 최신형 대비 높기 때문에 항해 중 손실되는 LNG의 양이 많다. 운임이 강세일 때는 일정 부분의 비효율을 감수해도 운항 수익성이 확보되었으나, 현 시장과 같은 운임 약세 국면에서는 스팀터빈 추진 LNGc의 수익성이 사실상 저하된 상태다. 실제로 현재 스팀터빈 LNGc의 약 16%가 유힬 상태에 있으며, 노후 선박의 폐선 규모 역시 사상 최고 수준이다. 이러한 흐름은 노후 LNGc를 대체하기 위한 신규 발주 수요로 이어질 것으로 전망된다.

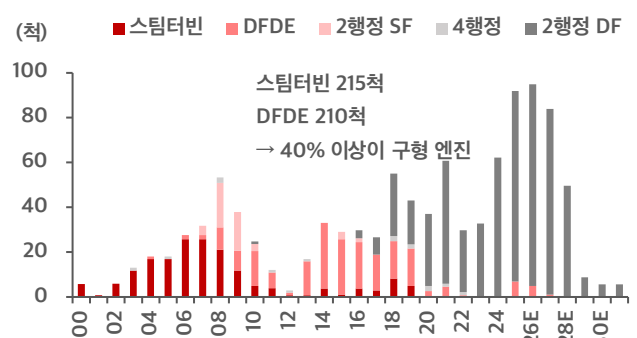
탄소 규제 지연 영향은 제한적 IMO 탄소 규제가 1년 연기되었으나 영향은 제한적이다. 해당 일정 지연이 친환경선 중심의 발주 흐름을 근본적으로 변화시키기에 부족하기 때문이다. 또한 가스선은 운반하는 연료로 운항하는 것이 경제적으로 효율적이라는 특징이 있기 때문에 환경규제와 무관하게 친환경 LNGc에 대한 수요가 발생한다. 운송 중인 LNG를 추진 연료로 함께 사용함으로써 연료 운반 효율을 높이고, 경제적·환경적 측면 모두에서 비용 절감 효과를 기대할 수 있기 때문이다.

도표 3-6. 27-30년 연평균 발주량 산출

27-30년 연평균 발주량 산출		
구분	선박 수	산식
FEED 단계의 LNG 플랜트발 LNGc 예상 물량	62	A
Proposed 단계의 LNG 플랜트발 LNGc 예상 물량	140	B
27-30년 간 발주 가능 규모	202	C=A+B
27-30년 연평균 발주 전망	51	C / 4

출처: Clarksons, SMIC 4팀

도표 3-7. LNGc 엔진 타입별 세대 추이



출처: Clarksons, SMIC 4팀

3.5. LNGc 증가는 보냉재 수요 증가로 귀결

LNGc 발주 확대
→ 보냉재 수요 증가

LNGc 발주 확대는 필수 기자재인 보냉재 수요 증가로 직결된다. LNGc는 천연가스를 -163°C 의 극저온 상태로 운반해야 하기 때문에 저장 탱크를 극저온으로 유지하고, 내부 물질이 외부로 흘러나오지 않게 보관하는 것이 필수적이다. 보냉재는 화물창 내 온도를 안정적으로 유지하고, 냉기가 선체로 전달되어 발생할 수 있는 손상을 방지하는 핵심 역할을 수행하기 때문에 LNGc의 필수불가결한 기자재이다. 따라서 전방에서의 LNG 플랜트 증가로 인한 국내 조선 3사의 LNGc 수주 증가는 곧바로 보냉재 수요 확대로 이어진다.

폭발적 수주 잔고
전망

동사의 수주 잔고는 향후 LNGc 수요에 발맞춰 폭발적으로 증가할 것이다. 과거 추이를 봤을 때, 글로벌 LNGc 발주량이 LNG 플랜트 증설 혹은 공급망 문제 때문에 급증하는 구간에 국내 보냉재 2사의 수주 잔고 역시 동반 상승하는 것이 관찰된다. 22년 국내 보냉재 2사의 수주잔고가 급증하는 것 역시 전방에서 발생한 대규모 LNGc 수주에 기인한 것으로, 당시 전고점을 기록하였다. 현재는 당시 물량을 소화 중이나, 2H25와 26년에 22년과 유사한 규모의 LNGc 발주가 이어질 경우, 동사의 수주는 다시 한번 최고 수준을 경신할 수 있는 기회를 맞이하게 된다. [도표 3-8]

LNGc 수주 확대는
동사에게 호재

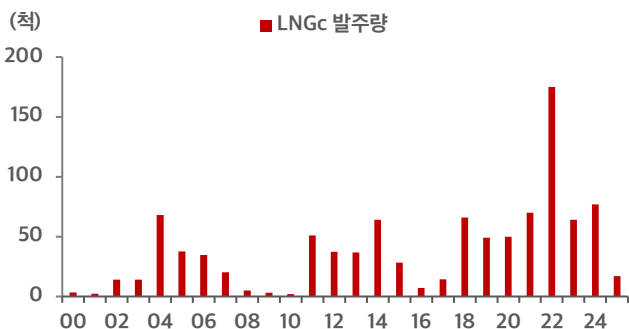
한국 조선소의 LNGc 수주 확대는 동사에 직접적인 수혜로 작용할 전망이다. 동사는 국내 조선 3사에서 발생하는 LNGc용 보냉재를 경쟁사인 동성화인텍과 과점하고 있으며, Mark-III 보냉재에 들어가는 필수 부품인 SB를 사실상 독점하고 있다. 따라서 경쟁사인 동성화인텍이 수주한 물량에도 SB는 동사가 제작해서 경쟁사에게 납품한다. 기자재사로서, 전방 LNGc 시장의 확장은 국내 보냉재 2사의 수혜로 직결되기에 동사와 경쟁사의 수주가 급증할 전망이며, 독점 생산하는 SB 물량 역시 고려하면 동사는 자체 수주분 외에도 경쟁사 물량의 일부까지 흡수하는 구조로, 수주 증가, 매출 성장과 수익성 개선이 동반될 것으로 예상된다. [도표 3-9]

3.6. LNGc 척당 보냉재는 증가 중

보냉재 업계에 유리한
선박 구성 변화

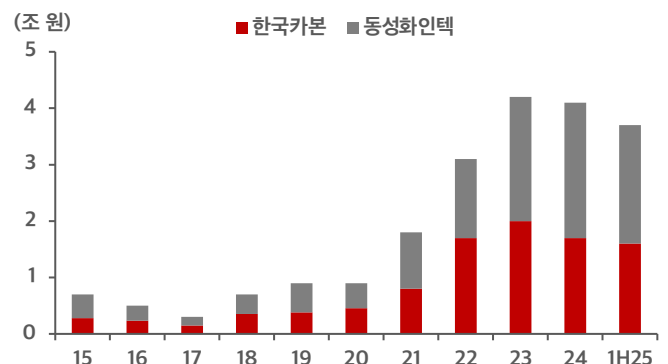
LNGc 한 척당 요구되는 보냉재 수량은 Mark-III 타입과 NO96 타입 모두에서 증가하고 있다. 두 화물창 타입은 각기 다른 이유로 보냉재 수요 확대를 견인하고 있다. Mark-III 계열은 Mark-III Flex, Mark-III Flex+ 등으로 진화하면서 보냉재 두께가 두꺼워지고 있으며, 이에 따라 선박 한 척당 보냉재 투입량이 증가하고 있다. 반면 NO96 계열은 NO96-LO3+, NO96-Super+ 등 신규 사양 채택이 확대되며, 기존에는 없던 신규 수요를 창출하고 있다. 결국 두 타입 모두 보냉재 산업의 구조적 성장을 이끄는 방향으로 변화되고 있으며, 이는 LNGc 발주 증가와 맞물려 보냉재 업계 전반에 전례없는 수혜를 안겨줄 것이다.

도표 3-8. 글로벌 LNGc 발주 현황



출처: Clarksons, SMIC 4팀

도표 3-9. 국내 보냉재 2사 수주잔고 추이



출처: DART, SMIC 4팀

향후 Mark-III Flex+, NO96 NO3+ 채택은 불가피

전술했듯이, 이러한 변화는 카타르 선주들이 BOR을 0.1% 이하로 명시적으로 제한한 데 따른 결과다. Mark-III 타입에서 Mark-III Flex 이상 버전의 비중은 20년 83%에서 25년 97%로 증가했으며, NO96 타입에서 NO96 NO3+ 비중은 같은 기간 18%에서 36%로 증가했다. [도표 3-10]

Mark-III : 두께가 증가하며 수요 증가

① Mark-III 타입에서는 Mark-III에 비해 두꺼운 Mark-III Flex와 Mark-III Flex+의 비중이 증가하면서 적당 더 많은 보냉재가 투입되고 있고, 이는 보냉제 업체의 ASP를 높여주는 요인으로 작용하고 있다. 20년 이후 인도되는 LNGc 선박은 대부분 Mark-III 이후 버전이다. Mark-III, Mark-III Flex, Mark-III Flex+의 두께는 각각 270mm, 400mm, 480mm으로 Mark-III 대비 각각 48%, 78% 더 많은 보냉재를 필요로 한다. 19년을 기준으로 LNGc 척수는 동일하다고 가정하고 버전의 비중을 반영할 경우 28년에는 19년 대비 20% 더 많은 보냉재가 필요하다.

NO96: 신규 수요 발생 중

② NO96 타입에서는 NO96 NO3+ 채택 비중이 늘어나면서 보냉재 신규 수요가 발생하고 있다. 기존의 NO96 LO3는 R-PUF를 사용하는 Mark-III와 달리 인슐레이션 패널로 펄라이트 충전상자를 사용하기 때문에 보냉재를 필요로 하지 않았다. 그런데 NO96 LO3+부터는 인슐레이션 패널이 펄라이트 충전상자에서 R-PUF로 바뀌면서 보냉재 수요가 새롭게 발생했다. 후술하겠지만, BOR 문제로 향후 NO96 LO3+와 NO96 Super+의 비중은 확대될 것이며 이에 따라 동사에 R-PUF 수주도 꾸준히 발생할 것이다.

3.7. 중국 조선사의 국내 보냉재 수요 증가

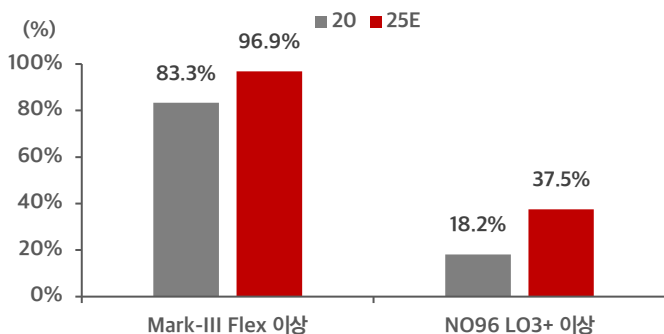
동사의 보냉제에 대한 중국 측 수요 증가

전세계 LNGc 수요 증가로 중국이 수주하는 LNGc가 증가하고 있다. 18년 중국 후동중화에서 건조한 LNGc 글래스스톤호에서 엔진 고장 문제가 발생하며 중국산 LNGc에 대한 수요가 급감했었다. 그런데 22년 LNGc 수요가 급증하자, 카타르를 필두로 한 해외 선주가 중국 조선소에 LNGc를 발주하는 물량이 확대되었다. 기존에는 NO96 타입에 대한 발주만 있었지만 24년 11월 Jiangnan이 Abu Dhabi Marine Operation에 Mark-III Flex를 인도하면서 Mark-III 타입 LNGc에 대한 해외 레퍼런스가 발생하기 시작했다.

Yoke의 캐파로는 중국 내 물량을 감당할 수 없다

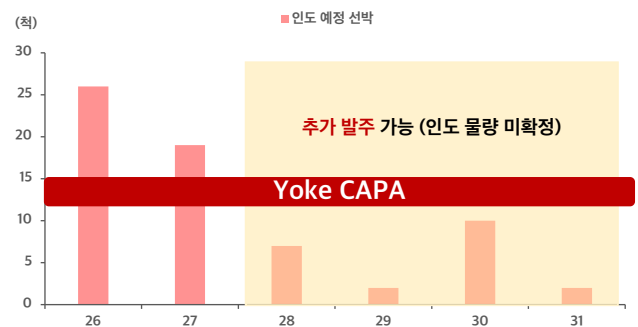
중국 조선소의 해외 수주는 증가하지만 현재 Yoke의 캐파로는 이에 대한 보냉재를 모두 공급할 수 없다. 시장에서는 Yoke가 1년에 공급할 수 있는 물량은 불과 12~15척 규모라고 판단하고 있다. 중국 조선사가 1년에 인도해야 하는 척 수에 한참 못 미친다. GTT에 따르면, 27년 인도 예정 물량은 NO96 10척, Mark-III 9척이며, 28년 인도 예정 물량은 NO96 6척, Mark-III 3척이다. 26년 상반기에 수주해도 28년에 인도가 가능하다는 점과 2H25, 26년에 LNGc 발주가 급증할 것을 고려하면 28년 인도 예정 물량은 현재의 9척보다 더 많을 것이다. [도표 3-11]

도표 3-10. Mark-III 이상, NO96 LO3+ 이상 비중



출처: GTT, SMIC 4팀

도표 3-11. 연도별 중국 조선소 인도 예정 LNGc



출처: GTT, SMIC 4팀

Mark-III 레퍼런스가 약한 Yoke

또한, 해외 선주가 중국 조선소에 발주하는 Mark-III 타입 LNGc 보냉재 일부는 한국에서 공급할 가능성이 크다. 과거 R-PUF만 생산하던 Yoke는 가격 경쟁력을 바탕으로 후반부 업체를 연결해 삼성중공업에 보냉재 납품을 시도했었다. 당시, Yoke가 납품했던 보냉재의 불량률이 60%를 넘으면서 이후 Yoke는 한동안 Mark-III 레퍼런스가 없었다. 이러한 이유로 해외 선주들 중 일부는 보냉재 공급 업체로 국내 보냉재 기업을 지정할 가능성이 높다.

3.8. LNGc 발주량 증가로 보냉재 P도 상승 중

발주량이 급증하며 보냉재 업체의 가격 협상력이 강화

대규모 LNG 프로젝트들로 LNGc 발주량이 증가함에 따라 보냉재 업체의 가격 협상력이 강화되어 보냉재 P가 상승하고 있다. 22년 카타르발 LNGc 발주량이 급증하며 국내 조선소들은 수년치 슬롯을 확보하게 되었다. 발주량이 갑작스럽게 증가하다 보니 핵심 기자재인 보냉재 생산 CAPA가 부족해지는 현상이 발생했고 전방사인 조선사는 동사와 동성화인텍에 CAPA 증설을 요청하게 되었다. 전방사인 조선소에서 먼저 증설을 요구할 정도로 시장 주도권이 이동하면서 보냉재 업체들은 가격 협상에서 확실한 우위를 점하게 되었고, 이는 보냉재 단가 상승으로 직결되었다.

기술력 기반 과점 시장이라는 점 때문에 이러한 현상은 심화

국내 보냉재 시장이 고도의 기술력에 기반한 과점 구조를 형성하고 있다는 점은 이러한 흐름을 더욱 심화시키고 있다. 후방 과점 기업은 전방 시장이 호황일 때 큰 수혜를 누린다. 전방 조선사들이 LNGc 호황을 누리기 위해서는 필수 기자재인 보냉재가 안정적으로 공급되어야 하는데 이를 담당하는 기업이 극소수에 불과하기 때문이다. 결국 조선소들은 시장 호황을 누리기 위해 후방 보냉재 업체를 다각도로 지원할 수밖에 없다. 지원 비용이 추가적으로 소요되더라도 유무형의 지원을 제공하는 것이 우월전략이다. 심지어 국내 보냉재 업체들과 해외 기업들의 기술력 격차가 커서 국내 조선소들은 이들에게 더욱 의존할 수밖에 없다.

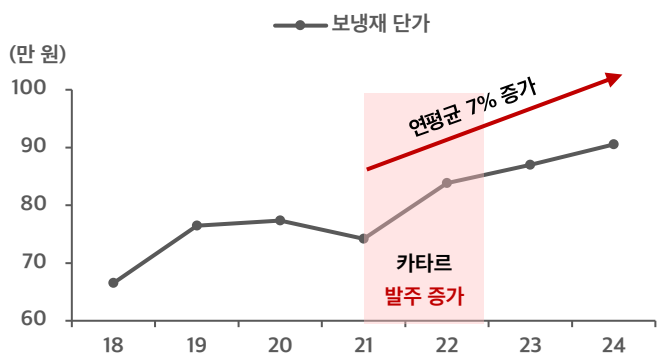
보냉재 기업에 유리한 계약이 이루어지는 중

실제로 25척 이후의 증설은 조선사의 강력한 요청으로 조선사로부터 선수금을 받고 Capex를 진행했으며, 21년 이후 보냉재 단가도 연평균 7% 상승하는 등 보냉재 기업에 유리한 환경이 조성되고 있다. 3Q24 25척에서 30척으로 증설, 4Q24 30척에서 34척으로 증설은 외부 차입을 거의 하지 않고 조선소의 지원을 받아 이루어졌다. [도표 3-12]

LNG 수요의 지속적 확대로 보냉재 업체 증설은 이어질 것

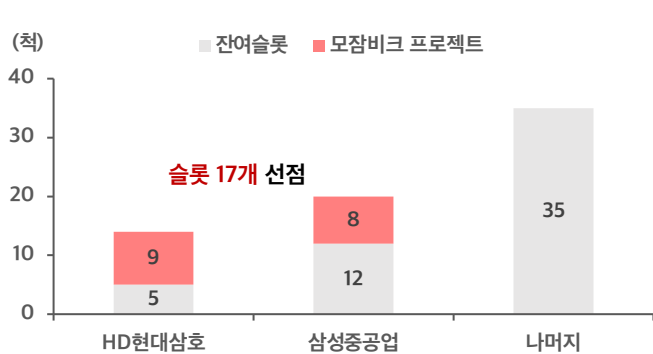
LNG 수요의 지속적인 확대는 향후 LNGc 발주 확대를 담보해줄 것이고, 22년의 과정이 다시 반복될 것이다. 전술했듯이, 아시아권 경제성장 등으로 인해 LNG의 수요가 계속 증가하고 있다. 자연스럽게 LNG 공급 계약도 증가하고 있고, 공급사들은 납기를 맞추기 위해 LNGc 확보에 열중하고 있다. 현재 LNGc 슬롯만으로는 이를 감당하기 어려워 국내외 조선소는 끈임없이 증설 압박을 받을 것이다. 모잠비크 LNG 프로젝트가 재개되며 당장 29년 LNGc 생산 슬롯부터 엄청난 쇼티지가 예상된다. 조선사들이 증설을 하게 되면 22년 발생했던 보냉재 업체에 대한 증설 요구 현상이 반복될 것이고 국내 보냉재 업체는 지속해서 수혜를 입을 것이다. [도표 3-13]

도표 3-12. 연도별 보냉재 단가 추이



출처: Dart, SMIC 4팀

도표 3-13. 29년 LNGc 잔여 슬롯



출처: GTT, SMIC 4팀

4. 새로운 시장이 열린다 - 투자포인트 ②

기존에는 LNGc에 국한되어 있던 보냉재 수요가, 최근 들어 다양한 선종으로 확산되고 있다. 이는 LNG 사이클에 대한 의존도를 완화시키는 동시에, 새로운 성장 축을 형성하고 있음을 시사한다. 새롭게 열리는 시장, 그리고 이에 대응한 캐파 확충의 흐름에 주목할 필요가 있다. LNGc를 넘어, 새로운 시장으로 확장 중인 보냉재 사업의 변화를 살펴보자.

4.1. 선종 다양화로 노려보는 시장의 확장

새로운 폭발적 시장

보냉재 수요는 더 이상 LNG 운반선에 한정되지 않는다. 최근 들어 FLNG, VLEC, LNG 추진선 등 다양한 선종으로 보냉재 적용 범위가 확대되고 있어, 전방 시장의 저변이 구조적으로 넓어지고 있다. 본 장에서는 선종별 보냉재 수요 발생 구조를 검토하고, 국내 조선 3사와 중국 조선소가 확보한 확정 및 유력 수주 물량을 기반으로 향후 추가 보냉재 수요를 추정해 동사의 시장 확장 가능성을 살펴보자

기타 선종발 폭증

LNGc를 제외한 기타 선종의 보냉재 수요가 급증함에 따라 증설은 불가피하다. 국내 및 중국 조선소의 확정·준확정 수주잔고를 기준으로 산출한 기타 선종 보냉재 수요는 2027년 약 LNGc 19척(174k CBM 기준), 2028년 23척 규모로 추정된다. 반면 동사와 동성화인텍의 연간 합산 캐파는 약 68척에 불과하며, 국내 조선소의 LNGc 물량만으로도 2027년 51척, 2028년 55척이 소진될 전망이다. 즉, 현 캐파로는 기타 선종에서 발생하는 추가 수요를 수용하기 어렵다. 중국의 경우 Yoke는 자국 내 LNGc 수요도 충족하기에 역부족인 상황으로, 향후 중국 조선소에서 발생하는 기타 선종 보냉재 수요 일부가 국내 업체로 유입될 가능성이 높다. 결과적으로 글로벌 보냉재 수급 타이트화는 국내 업체의 증설과 실적 성장으로 직결될 전망이다. [도표 4-1]

해당 수치는 보수적

심지어 전술한 보냉재 수요는 추가 발주가 없을 것이라고 가정한 매우 보수적인 수치다. 본 추정치는 국내외 조선소 오더북에 반영된 선박과, 발주 사실이 공식적으로 확인된 건 중 미반영분을 포함한 보수적 계산 결과다. 즉, 추가 발주가 전혀 없더라도 확보된 물량만으로도 구조적인 수요 증가가 발생하는 것이다. 더욱이 2028, 2029년 인도가 예상되는 LNG DF 컨테이너선 및 FLNG 프로젝트가 본격화될 경우, 실제 보냉재 수요는 현 추정치를 상회할 가능성이 매우 높다.

단계적 캐파 증설 전망

이러한 수요 확대에 대응하기 위해 동사의 보냉재 생산능력(CAPA)은 현 연간 34척에서 2026년 36척, 2028년 40척 수준으로 단계적으로 확장될 것이다. 동사는 국내 조선 3사의 보냉재 물량을 동성화인텍과 양분하고 있으며, 글로벌 SB를 사실상 독점하고 있다. 이에 따라 전방의 폭발적인 수요 증가는 필연적으로 동사의 Q와 CAPA 증설로 귀결된다. 그런데 전술한 것처럼 밸류체인 내 필수 기자재 공급업체인 동사는 이러한 쇼티지 국면에서, 단가 인상 효과까지 누리게 될 것이다. 따라서 동사는 증설 이후 물량(Q) 증가뿐 아니라 단가(P) 개선으로 수익성이 크게 확대될 것이다.

도표 4-1. LNGc외 타 선종에서 필요로 하는 보냉재 규모 산출

LNGc 외 타 선종에서 필요로 하는 보냉재 규모 산출										
국가	선종	구분	저장 용량 174k LNGc (K CBM) 필요 보냉재		조선소 연간 인도량			해당 인도 시점에 필요 보냉재량		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E		
한국	LNG DF 컨선	12-15K TEU	12	6.9%	0	0	14	0	0	1.0
		15-20K TEU	21	12.1%	5	11	27	0.6	1.3	3.3
		20K TEU 이상	37.2	21.4%	0	4	2	0.0	0.9	0.4
	VLEC	-	124.5	86.2%	1	12	3	0.9	10.3	2.6
	FLNG	-	-	200%	0	2	3	0.0	4.0	6.0
	LNG BV	9.1DWT	12	6.9%	0	1	0	0.0	0.1	0.0
		12.3DWT	18	10.3%	0	4	7	0.0	0.4	0.7
중국	LNG DF 컨선	12-15K TEU	12	6.9%	2	2	8	0.1	0.1	0.6
		15-20K TEU	21	12.1%	2	12	57	0.2	1.4	6.9
		20K TEU 이상	37.2	21.4%	8	4	7	1.7	0.9	1.5
합계							4	19	23	

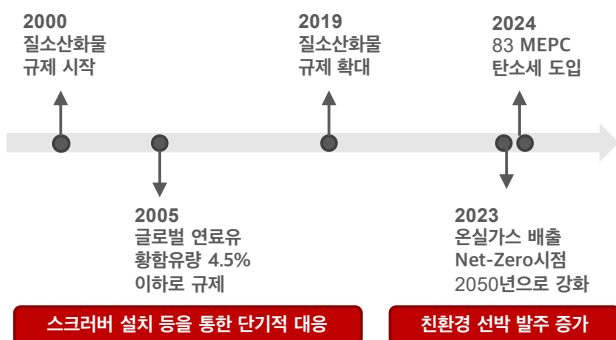
출처: Clarksons, SMIC 4팀

LNG DF 컨선의 기여	선종별로, LNG DF 컨테이너선 Q의 폭발적인 증가는 동 시기 보냉재 수요를 견인하는 주요 요소이다. LNG DF 컨테이너선의 적당 보냉재 소요는 174K급 LNGc 대비 약 10% 수준에 불과하지만, 27~28년 인도 물량이 급증함에 따라 총수요는 결코 미미하지 않다. 친환경 컨테이너선으로의 전환은 24년 기준 아직 7.7%밖에 이루어지지 않았고, 관련 규제로 인한 교체 수요 역시 견조하기에 해당 수요 사이클은 이제 초입이라고 판단하며, 구조적 수요 확대에 대응한 증설이 필수적이라 판단한다.
VLEC, FLNG도 기여	동 시기 인도가 집중되는 VLEC와 FLNG향 수요 역시 주목된다. 업계에 따르면 VLEC 1척에는 174K급 LNGc 대비 약 86%, FLNG 1기는 LNGc 2척에 해당하는 보냉재가 요구된다. 제조 공정 또한 LNGc와 유사해, 단순 인력 확충이나 근무 시간 연장만으로는 수요 급증에 대응하기 어렵다. 현재 국내 조선 3사는 27~28년 인도 예정인 VLEC 다수와 복수의 FLNG 파이프라인을 확보하고 있어, 관련 발주가 현실화될 경우 보냉재 업체의 구조적 증설은 불가피할 전망이다.
동사 수주잔고에 반영되면 증설할 것	그럼에도 불구하고 동사와 경쟁사가 아직 본격적인 증설 계획을 언급하지 않는 이유는, 해당 물량의 수주가 대부분 아직 확정되지 않았기 때문으로 판단된다. 기자재 업체는 일반적으로 조선소의 발주 계획이 구체화될 때 증설을 단행하는 보수적 전략을 취한다. 이는 증설 이후 램프업까지의 소요 기간이 짧아, 전방 수요가 가시화된 이후에도 대응이 가능하기 때문이다. VLEC·FLNG 등 비전통 선종은 LNGc 대비 건조 및 상용화 경험이 제한적이어서, 조선소의 수주 이후 기자재 발주까지 약 1.5년의 시차가 발생하는 특징이 있다. 해당 선박에 대해 조선소의 계약 시점과 발주 시차를 고려할 때 해당 물량은 아직 동사의 수주잔고에 온전히 반영되지 않은 것으로 보인다. 따라서 해당 물량이 동사와 경쟁사에게 수주되기 시작하면, 해당 물량을 제 시간에 소화하기 위해서는 증설이 반드시 필요하다.

4.2. IMO 규제로 지속될 LNG D/F 수요, 보냉재 수요도 꾸준히 증가한다

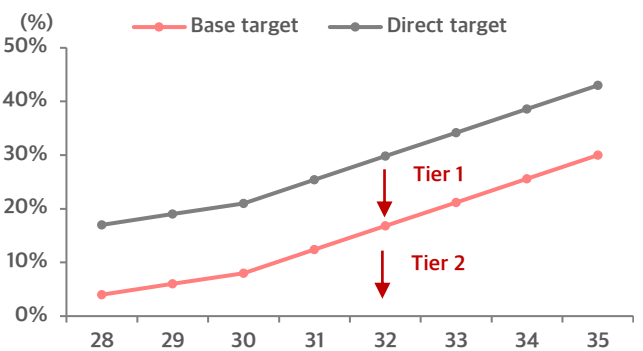
탄소세까지 부과하며 점점 더 강해지는 IMO 규제	IMO는 선박의 온실가스 감축을 지속적으로 압박해왔고, 심지어 이번 MEPC 83에서는 처음으로 탄소세를 부과하기 시작했다. IMO는 25년 4월 열린 83차 MEPC 회의에서 '선박 온실가스 감축을 위한 중기조치'를 승인했다. 이 조치에 따르면, 5,000톤 이상의 선박은 한 해 배출된 에너지당 온실가스 배출량이 IMO가 정한 목표치를 초과할 경우 탄소세를 내야 한다. 만일 10,000TEU급 컨테이너선이 1년 간 배출하는 온실가스 중 10%가 기준을 초과할 경우, 전체 운항비 대비 무려 10%에 달하는 탄소세 152만 달러를 지불해야 할 정도로 이번 규제는 매우 강력하다. [도표 4-2]
온실가스 감축 요구는 매년 강화될 예정	게다가 온실가스 감축 요구는 매년 점차 강화될 예정으로, 선주들에 대한 규제 압박도 지속적으로 높아질 것이다. 이번 탄소세 금액은 두 target로 구분되는 Tier를 기반으로 탄소세 부과금이 결정된다. Tier1은 Base target 충족, Direct target 미충족에 부여되고, Tier2는 두 target을 모두 충족하는 선박에 부여된다. 이때, Tier1 선박은 온실가스 초과분톤당 380달러, Tier2 선박은 약 100달러에 달하는 지불해야 한다. 심지어 이 target이 요구하는 감축률은 매년 빠르게 증가할 예정이다. [도표 4-3]

도표 4-2. IMO 규제 및 업계 대응



출처: 삼일회계법인, SMIC 4팀

도표 4-3. 연도별 IMO 83차 MEPC target



출처: DNV, SMIC 4팀

기존 대체 연료 선박 중 67%가 LNG 이번 규제 승인 이전에도 IMO는 온실가스 감축 규제를 지속적으로 강화해왔기에 전체 컨테이너 선의 약 69%가 이미 대체연료 추진 방식을 채택하고 있으며, 이 중 LNG가 67%로 가장 높은 비중을 차지한다. LNG는 사용할 경우 기존 연료인 중유 대비 온실가스 배출량 약 11%를 감축할 수 있어 규제 대응에 용이하다. 게다가 LNG DF의 경우 이미 대형 컨테이너선 급까지 완전히 상용화되어 있어 컨테이너선 선주들이 규제에 가장 빠르게 대응할 수 있는 선택지였다.

LNG가 경제성, 안정성 측면에서 메탄올보다 우월하다 메탄올은 전체 컨테이너선 대체연료 중 약 31%를 차지하며 두 번째로 많이 사용되고 있으나, LNG에 비해 경제성 및 안정성이 훨씬 부족한 연료이다. 우선, 메탄올은 에너지 밀도가 낮아 LNG에 비해 더 큰 탱크를 필요로 하고, 이는 운항의 경제성을 떨어트린다. 메탄올은 부피 1L당 에너지 함량이 18.2MJ인 반면, LNG는 22MJ로 메탄올에 비해 더 높다. 즉, 같은 부피의 탱크에 저장된 LNG는 메탄올보다 무려 약 21% 더 높은 에너지를 낼 수 있는 것이다. 또한, 25년 기준 운항되고 있거나 건조 중인 LNG DF는 누적 1,200척 이상, 메탄올 추진선은 약 300척 내외이다. 따라서 LNG 선박에 대한 설계 및 유지 보수 시스템이 메탄올에 비해 안전성에 대한 신뢰가 높고, 설계 및 유지보수 시스템이 더 잘 갖추어져 있으며, 기술적 성숙도가 높다.

LNG가 경제성, 안정성 측면에서 메탄올보다 우월하다 그리고 IMO 규제가 점점 더 강화되는 상황에서, 향후 LNG 컨테이너선 연료의 선택지는 메탄올 대신 오직 LNG만 쓰일 수밖에 없다. 현재 LNG 컨테이너선 연료로 쓰이는 메탄올은 90%가 그레이 메탄올이다. 그러나 그레이 메탄올은 온실가스 배출량이 LNG에 비해 약 42%나 더 많아 IMO 규제를 충족하기 매우 어렵다. 현재 메탄올 연료 선박 발주의 가장 큰 이유는 저렴한 인프라 구축 비용이다. 하지만 IMO 규제 강화로 인한 탄소세가 인프라 구축 비용 절감분보다 커질 경우, 메탄올을 사용할 유인이 사라지기에 향후 컨테이너선이 사용할 수 있는 연료는 LNG밖에 없다. [도표 4-4]

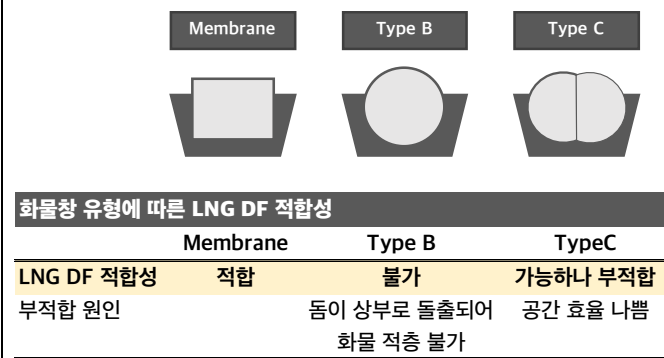
그린메탄올은 상용화가 거의 되지 않았다 또한, 온실가스 배출량이 적은 메탄올인 그린 메탄올을 채택하는 것 역시 불가능하다. 그린 메탄올은 바이오매스 혹은 재생에너지로 만든 수소를 통해 생산하는 메탄올이다. 따라서 석탄을 태워 생산하는 그레이 메탄올에 비해 온실가스 배출량이 약 45.2% 적다. 그러나 그린 메탄올은 현재 전세계적으로 갖춰진 인프라가 거의 없어 빠른 시일 내 상용화되는 것이 거의 불가능하다.

LNG DF 컨테이너선 수요는 동사 보냉재 수요로 직결된다 LNG DF 컨테이너선의 증가는 멤브레인 보냉재 수요 증가로 이어지고, 이는 바로 동사의 수주로 직결된다. 현재 발주되는 대형 LNG DF 컨테이너선은 사실상 모두 멤브레인 보냉재를 사용하고, 멤브레인 보냉재 시장은 동사와 동성화인텍이 양분하고 있기 때문이다. 전체 보냉재의 유형에는 Type B(모스형), Type C, 멤브레인형이 있는데, Type B의 경우 구형 탱크라 갑판 위 평평한 공간이 필요한 컨테이너선에는 사용이 불가하다. Type C의 경우, 원통형 구조이기에 멤브레인형에 비해 공간 효율이 약 43% 떨어져 현재는 거의 채택하지 않는다. 이러한 이유로 LNG DF 컨테이너선의 수요 증가는 동사 보냉재 수요 증가를 의미한다. [도표 4-5]

도표 4-4. 컨테이너선 연료별 에너지당 탄소배출량

컨테이너선 연료별 에너지당 탄소배출량				
(단위: gCO2eq/MJ)	중유(기준연료)	LNG	그레이 메탄올	그린 메탄올
에너지당 탄소배출량	78.2	70.7	100.4	69.1
중유 대비(%)		90%	128%	88%
상용화 정도	높음	높음	높음	매우 낮음
IMO 규제 적합성	부적합	적합	부적합	적합

도표 4-5. 화물창 유형에 따른 LNG DF 적합성



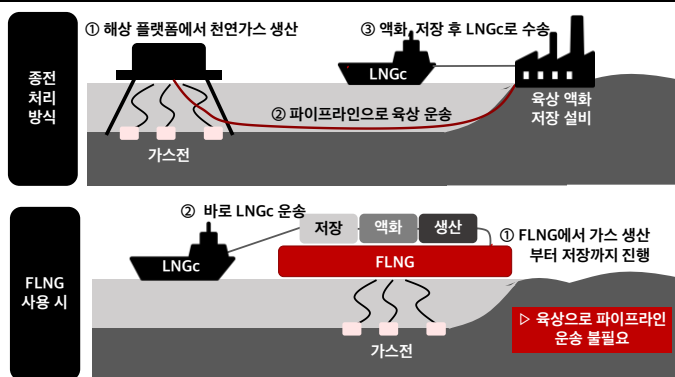
출처: 기후솔루션, SMIC 4팀

출처: GTT SMIC 4팀

4.3. 앞날이 창창한 FLNG

FLNG발 보냉재 수요 대두	FLNG 1기는 LNGc 2척 분량의 보냉재를 요구하기에 향후 동사의 CAPA 증설을 견인하는 핵심 동력으로 작용할 것이다. 도표 4-9에서 확인되듯, 2027~2028년 인도 예정인 FLNG 프로젝트가 다수 대기 중이다. 국내 조선사의 FLNG 수주 본격화와 더불어 글로벌 FLNG 시장이 개화 단계에 진입함에 따라, FLNG 항 보냉재 수요는 일시적 현상이 아닌 구조적 성장 국면에 접어들 것으로 판단된다.
FLNG의 우위	FLNG 시장은 해상 생산 효율성과 경제성 측면에서 우위를 가진다. 해상에서 천연가스의 정제·액화·저장을 일괄 수행할 수 있는 유일한 솔루션으로, 기존 해상 가스전 대비 투자 효율성이 좋기 때문이다. 과거에는 해저 파이프라인을 통해 육상 플랜트로 이송 후 정제·액화 과정을 거쳤으나, FLNG는 해상에서 생산부터 하역까지 원스톱으로 수행한다. 이에 따라 해저 파이프라인 설치가 불필요해지고, 상업성이 낮아 개발이 어려웠던 중·소규모 및 심해 가스전에서도 경제성이 확보된다. [도표 4-6]
확대되기 시작하는 FLNG 시장	이러한 경쟁력을 기반으로 FLNG는 향후 빠른 속도로 확대될 전망이다. 현재 상업 운전 중인 FLNG는 8기에 불과하나, 수주잔고를 감안하면 가동 예정 물량은 13기 수준으로 확대될 전망이다. 향후 파이프라인 또한 견조하다. 제안(22기) 및 FEED(4기) 단계의 프로젝트만 26건에 달하며, 이 중 일부만 FID를 통과하더라도 향후 FLNG 발주는 폭발적으로 증가할 것이다.
삼성중공업의 수혜	글로벌 FLNG 수요의 증가는 국내 조선소, 특히 삼성중공업의 수혜로 직결될 것이다. FLNG는 고도의 LNG 액화 및 저장 기술을 요구하는 해양 플랜트로, 독보적인 LNGc 건조 역량을 보유한 한국 조선소가 우위를 점하고 있다. 그중 삼성중공업은 현재까지 총 5기의 FLNG를 수주하며 세계 최대 실적을 확보한 상태다. 최근에는 모잠비크 Coral North 프로젝트의 예비작업 계약을 체결하고, Delfin 프로젝트의 LOA를 수령하는 등, 연내 본계약 체결이 예정된 프로젝트들은 순탄하게 진행되고 있다.
추후 파이프라인도 창창	삼성중공업의 FLNG 사업은 2026년 이후에도 강한 성장세를 지속할 것이다. 삼성중공업은 Delfin 1호기의 LOA를 수령한 데 이어, 2호기 건조를 위해 도크를 비워두기로 사전 합의한 상태다. 2호기는 내년 FID가 예상(인도 시점 2029년)되어 수주 가능성이 높게 점쳐진다. 이외에도 캐나다 Western FLNG(Ksi Lisims), Golar 프로젝트 등 대형 FLNG 프로젝트가 대기 중이며, 아르헨티나 등 사업도 추진되고 있다. 현재 진행 중인 FEED 및 제안 단계의 다수 프로젝트를 감안하면, 글로벌 FLNG 수요는 중장기적으로 지속될 전망이며, 삼성중공업에 해당 수주가 집중될 가능성이 높다. [도표 4-7]
FLNG 수주는 보냉재 업체 수혜	삼성중공업의 FLNG 수주 확대는 중장기적으로 동사의 보냉재 수요를 견인할 것이다. FLNG는 해상에서 천연가스를 액화한 뒤 선체 내 탱크에 저장해 운반선으로 재적재하는 구조로, 저장탱크에는 필수적으로 보냉재가 적용된다. 특히 FLNG는 단위 선박당 보냉재 적용 면적이 큰 고부가가치 선종으로, 관련 수주 확대는 동사의 중장기 수익성 개선에 직접적인 긍정 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

도표 4-6. 육상 플랜트와 FLNG 차이



출처: 가스신문, SMIC 4팀

도표 4-7. 삼성중공업 FLNG 수주잔고 및 수주 유력 물량

삼성중공업 FLNG 수주잔고 및 향후 수주가 유력한 물량			
구분	프로젝트명	디벨로퍼	가동 시작
확정	PFLNG Tiga (FLNG)	Petronas Carigali	2027
	Cedar (FLNG)	Cedar LNG Partners	2028
미확정	Argentina LNG Phase 1 FLNG 1	YPF	2027
	Argentina LNG Phase 1 FLNG 2	YPF	2028
	Port Delfin 1 (FLNG)	Delfin	2029
	Ksi Lisims (FLNG 1)	Western LNG	2029
	Coral North (FLNG)	Eni	2028
	MKIII	Golar	-

출처: Clarksons, 언론종합, SMIC 4팀

5. 보냉재 받고 SB까지, Why not? - Sub Point

동사와 동성화인텍, 둘 중에 어떤 종목을 택해야 하는가? 고민하는 투자자에게 본서는 SB를 독점적으로 공급하는 동사를 그 답으로 제시한다. 동사의 SB는 세계적으로 그 기술력을 인정받고 있으며, 기술력과 레퍼런스로 구축한 해자를 바탕으로 동사의 탑라인과 바텀라인을 든든하게 지원하고 있다. 왜 동성화인텍이 아니라 동사여야 하는지, SB의 영향력으로 그 이유를 소개한다.

5.1. 동사의 SB, 안 쓸 수가 없다

동성화인텍: 보냉재
동사: 보냉재 + SB

동사는 국내 및 중국 시장에 SB를 독점적으로 공급하고 있는 기업으로, 보냉재만을 공급하는 동성화인텍 대비 이번 LNGc 사이클의 수혜 폭이 훨씬 클 것이다. 과거 동사의 매출 중 보냉재 비중은 약 80% 수준으로, LNGc 사이클에서 보냉재 비중이 90% 이상이었던 동성화인텍 보다 크게 outperform 하기 어려웠다. 그러나 동사는 최근 보냉재 비중이 약 95%까지 상승하며 동성화인텍과 비슷한 수준에 도달했으며, 보냉재에서 핵심이 되는 SB까지 독점 공급하고 있기 때문에 향후 LNGc와 기타 선종 발주 확대 국면에서 더 큰 폭의 수혜를 받을 것이다. [도표 5-1]

SB는 고도의 기술력과 품질 신뢰성을 요구

SB는 Mark-III 화물창의 핵심 구성 요소로, 고도의 기술력과 품질 신뢰성이 요구되어 타 기업의 진입이 사실상 불가능한 영역이다. SB는 PB에서 LNG가 누출되더라도 최소 15일간 액체를 완벽히 격납해야 하며, 내부 온도를 일정 수준 이상으로 유지할 수 있도록 설계되어야 한다. 이러한 성능을 구현하기 위해서는 고난도의 탄소섬유 기술이 요구된다. 동사는 탄소섬유 기술에 강점이 있어 SB를 성공적으로 개발할 수 있었지만 다른 보냉재 업체들은 아직 SB를 성공적으로 개발하지 못했다.

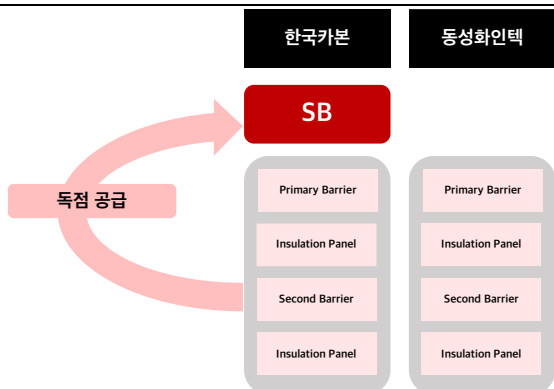
GTT가 인정한 동사의 기술력

동사의 압도적인 기술력은 LNGc 화물창 시장을 독점하고 있는 GTT가 자사 공식 사이트를 통해 동사의 SB 기술력을 공식적으로 인증하고 있다는 점에서도 확인할 수 있다. 동사가 세계 최초로 개발한 고강도 아라미드 FSB는 17년 GTT의 인증을 획득한 이후 현재까지 사용되고 있다. 해당 제품은 기존 유리섬유 FSB 대비 인장강도가 상온에서 50%, -170도의 초저온 환경에서 약 10% 향상된 제품이다. 기술력이 검증된 동사의 SB를 대체할 유인이 없기 때문에 향후에도 GTT 화물창에는 동사의 SB가 지속적으로 사용될 가능성이 높으며 SB 시장에서 동사의 지위는 공고하게 유지될 것이다. [도표 5-1]

단가가 높아 탑라인 성장에 기여할 것

보냉재 단위당 SB의 기여도는 무려 25% 수준으로, 전체 매출에서 절대적인 비중을 차지하며 이를 별도로 공급하는 동사는 LNG 사이클에서 가파른 성장을 보여줄 것이다. KDB 산업은행에 따르면 21년 한 척당 SB 단가는 30억이었으며, 동사 사업보고서상 상승률을 반영하면 25년 반기 말 단가는 대략 44억 수준이다. 보냉재 전체의 단가를 바탕으로 역산 시 보냉재 한 개당 SB의 비중은 무려 20~25%에 달한다. SB를 보냉재의 두 배 이상 공급할 수 있다는 점을 감안하면 SB를 별도로 판매하는 동사가 LNG 3차 사이클에서 동성화이텍에 비해 더 큰 폭으로 성장할 수밖에 없음을 자명하다. [도표 5-2]

도표 5-1. 동사 제품 도식화



출처: SMIC 4팀

도표 5-2. 유리섬유 FSB와 고강도 아라미드 FSB 비교

유리섬유 FSB vs 고강도 아라미드 FSB		
구분	E-glass FSB	Aramid FSB
연장강도	약 280 Mpa	약 293 Mpa
변형 저항성 (탄성계수)	약 5 Gpa	약 10.7 Gpa
내열/충격성 (극저온 피로)	슬로싱/열응력 반복 시 균열 가능성 존재	극저온 반복 하중에서도 피로 강도 20~30% 향상, 균열 전파 지연

출처: SMIC 4팀

현재 보냉재 매출의 20%는 타사향 SB 매출

실제로 SB는 이미 동사의 탑라인에 크게 기여하고 있다. 24년 기준 동사의 산업재 부문 매출액은 약 6,748억이었고, 이 중 SB 매출은 약 1,500억이다. 연간 보냉재 매출 중 약 20%가 타사향 SB에서 발생하고 있는 것이다. 동사와 달리 동성화인텍은 20%에 달하는 추가적인 매출을 얻지 못한다. 보냉재 수주 주체와 관계없이 SB 공급은 동사를 통해 이루어질 수밖에 없기 때문에 사이클이 지속될수록 동사와 동성화인텍의 성장 격차는 더욱 벌어질 것이다. [도표 5-3]

수익성도 좋은 SB

SB는 고부가가치 제품으로, SB 판매량 증가는 동사의 탑라인 성장뿐 아니라 바텀라인 개선에도 크게 기여할 것이다. 동사가 사업보고서를 통해 구체적인 영업이익률을 제시하고 있지는 않지만, 본서는 보수적으로 SB의 영업이익률을 20% 수준으로 추정했다. SB를 생산하지 않는 동성화인텍의 OPM이 23년 7.5%, 24년 9% 정도였다는 점과 동사의 전사 OPM이 23년 2.8%, 24년 6.1%였다는 점을 고려하면 SB의 OPM은 가히 높은 수준이다. 보냉재 매출에서 SB 기여도가 20% 가량인 점을 고려하면 SB는 향후 동사의 영업이익에 크게 기여할 것이다.

5.2. 중국에서도 빛나는 동사의 SB

중국향 SB도 증가 중

동사는 국내를 넘어 중국의 Mark-III 타입 LNGc에도 SB를 독점 공급하고 있다. 보냉재의 경우 R-PUF 형태로 NO96 타입에도 공급이 가능하지만 SB는 Mark-III 타입에만 공급이 가능하다. 24년 5월 중국 에너지 기업인 JOVO Energy에서 Jiangnan에 Mark-III 타입 LNGc를 처음으로 발주하기 시작하면서 동사의 중국향 SB 매출도 발생하기 시작했다. SB는 기술력과 레퍼런스 확보가 절대적인 제품이기 때문에 중국 선주들도 품질과 신뢰성이 검증된 동사의 SB를 채택할 수 밖에 없는 상황이다. 단혀있던 동사의 Q가 중국 조선소로 확장되고 있다. [도표 5-4]

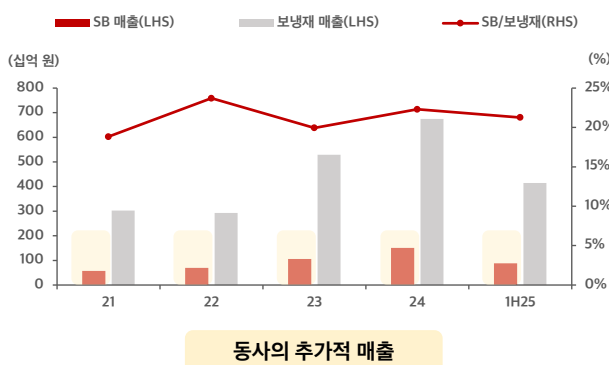
27년까지 21척 규모의 SB가 납품될 것

동사는 27년까지 확정된 중국향 SB만으로 무려 185억의 영업이익을 창출하게 될 것이다. 이는 동사의 최근 2년 영업이익 합산액이 620억인 점을 감안하면 엄청난 성과다. 구체적으로 동사가 27년까지 중국에 공급할 예정인 SB는 총 21척 규모로, 26년 13척 규모, 27년 8척 규모로 인도될 것이다. 이를 현재 단가 기준으로 환산하면 약 924억이므로 동사가 중국향 SB 공급만으로 창출하는 매출은 무려 924억, 영업이익은 185억에 달하게 된다. 이는 확정된 금액으로 향후 동사의 확실한 하방이 되어준다.

향후 중국 조선소향 SB 공급은 증가할 것

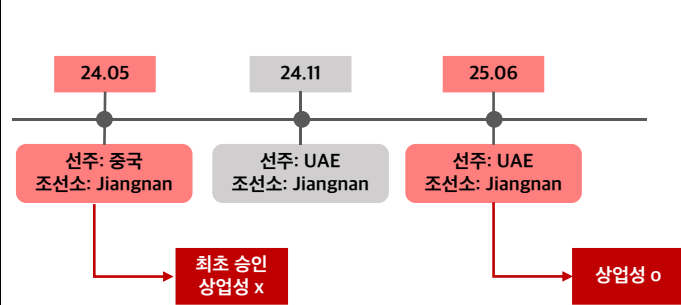
기확정된 물량에 더해 국내 조선소의 LNGc 생산 슬롯 쇼티지가 현실화되면서, 일부 Mark-III 타입 LNGc 물량이 중국 조선소에 발주될 것이고 이에 따라 동사의 고객사는 확대될 것이다. 북미와 카타르에서 대규모 LNG 프로젝트가 동시에 진행됨에 따라 LNGc 슬롯 쇼티지가 발생할 조짐이 보이고 있다. 국내 조선소가 보유한 LNGc 생산 슬롯은 연간 69척인데, FID 확정으로 2년동안 발주가 예상되는 물량은 23척(카타르 20척)이다. 마스가 프로젝트를 바탕으로 관세 협상을 진행 중인 현 시점에서, 국내 조선소는 북미 LNG 프로젝트에서 발주되는 LNGc 물량을 우선 수주할 가능성이 높다.

도표 5-3. 타사향 SB 매출 비중



출처: DART, 동사 IR, SMIC 4팀

도표 5-4. 중국 Mark-III 타입라인



출처: Clarksons, SMIC 4팀

카타르는 시간이
축박하다

특히 카타르는 국내 조선사의 긴 리드타임을 기다릴 여유가 없어 Mark-III 타입 LNGc를 중국 조선사에 발주할 것이다. 카타르 NFW 프로젝트는 30년부터 가동이 시작될 예정이라 국내 조선사의 긴 리드타임을 기다리기에 일정은 촉박하다. 카타르는 이미 20년에 카타르 LNG 프로젝트의 초기 물량으로 약 3.5조 규모의 LNG 운반선 16척을 중국 조선소에 발주한 경험이 있다. 또한 중국은 22년 카타르와 27년에 걸쳐 83조 규모의 LNG 수입 계약을 체결한 주요 수입국이다. 이를 고려하면 카타르발 20척이 중국 조선소로 발주될 가능성이 충분하다.

SB 하나만으로도
충분히 매력적인 동사

구체적으로 10척의 Mark-III 타입 LNGc가 중국 조선소로 발주될 것이다. 이는 과거 사례를 통해 추론해볼 수 있다. 카타르 LNG 프로젝트가 시작된 20년 이후 카타르가 발주한 LNGc는 Mark-III 타입 67척, NO96 타입 61척이었다. NFW 관련해 발주하는 LNGc 20척도 비슷한 비율로 발주될 가능성이 높다. 이를 고려하면 중국 조선소가 카타르 선주로부터 수주받을 Mark-III 물량은 인도 기준으로 28년 5척, 29년 5척일 것이고, 이에 대한 보냉재 공급은 27년과 28년에 5척씩 이루어질 것이다. [도표 5-5]

Mark-III 레퍼런스
문제도 곧 해결

중국 조선소들이 최근 Mark-III 타입 LNGc 레퍼런스를 확보하며 과거 수주에 걸림돌이 되었던 레퍼런스 문제도 빠르게 해소되고 있다. Jiangnan은 24년 5월 중국 최초로 레퍼런스 확보용 선박을 성공적으로 인도하였으며 24년 11월에는 UAE 소재 해외 기업에 LNGc를 성공적으로 인도하였다. 이어 25년 6월에는 DSIC가 상업성을 갖춘 LNGc를 성공적으로 인도했다. 이처럼 Mark-III 타입 LNGc 레퍼런스 확보가 본격화되면서, 카타르 등 해외 선주들의 중국 조선소 발주도 점차 현실화되고 있다.

SB 레퍼런스를
확보하지 못한 Yoke

중국 내 보냉재 업체가 SB 시장에 침투할 우려도 없다. SB와 같은 주요 기자재는 레퍼런스가 절대적으로 중요하다. 중국 조선소들의 Mark-III 레퍼런스는 쌓여가고 있지만 아직 중국 내에서 SB 레퍼런스를 확보한 기업은 없다. 중국 내에서 보냉재 기술이 가장 뛰어난 Yoke 역시 마찬가지다. 국내 기업과 Yoke의 기술 격차를 고려할 때 향후에도 경쟁자는 없을 것으로 보인다.

SB 캐파는 충분

현재 동사의 SB 캐파 역시 문제없다. 동사의 SB 캐파는 80척 이상으로 추정되며 이는 과거 70척 수준이던 캐파가 23년 밀양 공장 화재 이후 재건 과정에서 보냉재 라인 증설과 함께 확대된 결과이다. 현재 국내 SB 수요는 동사 34척, 동성화인텍 34척 등 총 68척 규모로, 현재 캐파만으로도 중국향 물량을 충분히 대응할 수 있다. 또한 SB 역시 보냉재와 마찬가지로 수주와 납품 간 일정한 시차가 존재하며, 추가 증설에도 장기간이 소요되지 않기 때문에 중국 조선사의 추가 발주에도 신속한 대응이 가능하다. [도표 5-6]

SB 하나만으로도
충분히 매력적인 동사

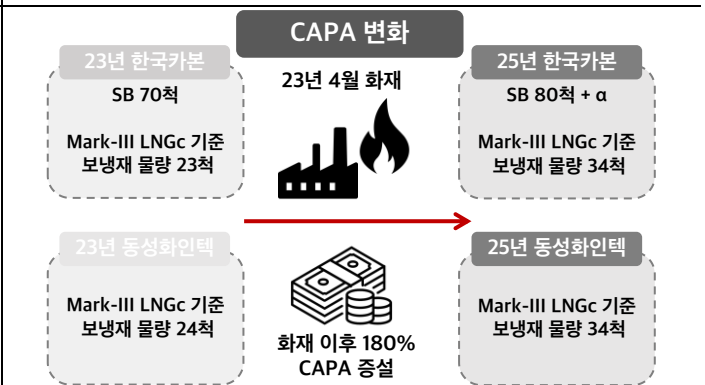
상기 논의를 종합할 때, SB 하나만으로도 이번 LNG 사이클에서 동성화인텍 대신 동사를 매수해야 하는 이유는 충분하다. 동사는 압도적인 기술력과 전세계에서 인정받는 레퍼런스로 아무도 침범할 수 없는 해자를 구축해놓았고, 그 해자로 인해 높은 영업이익률을 누리고 있다. 장기간 지속될 LNG 사이클 하에서 사이클의 수혜를 더 많이 받을 곳은 바로 동사이다.

도표 5-5. 중국향 SB 공급 스케줄 (카타르 반영)

중국 Mark-III LNGc향 SB 예정 스케줄 (단위: 척)				
	1H25	2H25E	2026E	2027E
SB 납품 시점	3	5	13	13
양쯔 신푸	1	1	-	-
장난	1	2	2	-
대련	1	1	8	6
CMHI	-	1	3	2
카타르발(예정)	-	-	-	5
중국 Mark-III LNGc	-	3	13	13
양쯔 신푸	-	1	1	-
장난	-	1	4	-
대련	-	1	5	10
CMHI	-	-	3	3

출처: Clarksons, 언론 종합, SMIC 4팀

도표 5-6. 화재 이후 SB 캐파 증가



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

6. 매출추정

본서는 투자포인트 1에서 LNGc의 신조발주량 증가로 인한 동사 Full CAPA 지속 생산의 필요성을, 투자포인트 2에선 여기에 기타선종의 요구 보냉재량까지 추가되어 동사가 CAPA를 증설해야 함을 증명하였다. 또한 Sub Point에선 이러한 보냉재 호황 속 SB를 독점한 동사에 주목해야 함을 논증하였다. 이에 동사의 매출을 산업재와 일반재로 분류하고, 산업재에 포함된 보냉재 매출을 엄밀히 추정하였다. 상기논의를 종합한 동사의 최종 매출추정 Table은 다음과 같다.

최종 매출추정 Table									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	367,827	369,271	594,417	741,741	455,835	494,665	950,500	1,104,874	1,242,564
YoY (%)	-10.6%	0.4%	61.0%	24.8%	20.9%	35.6%	28.1%	16.2%	12.5%
산업재	340,431	331,019	568,541	710,205	429,136	478,465	907,601	1,061,975	1,199,665
% of sales	92.6%	89.6%	95.6%	95.7%	94.1%	96.7%	95.5%	96.1%	96.5%
일반재	27,396	38,251	25,876	31,536	26,699	16,200	42,899	42,899	42,899
% of sales	7.4%	10.4%	4.4%	4.3%	5.9%	3.3%	4.5%	3.9%	3.5%

6.1 산업재 매출추정

(1) 보냉재 매출추정

동사의 산업재는 보냉재와 건축 자재 등의 비보냉재로 나뉜다. 먼저 보냉재 매출의 기본적인 추정 논리는 "LNGc 적당 보냉재 ASP x LNGc 선박 Q" 이다. 전술하였듯, LNGc 신조발주량 증가와 기타선종의 요구 보냉재량 급증, SB 독점의 경쟁력이 투자포인트이므로, 조선사에 직접 납품하는 보냉재와 동성화인텍, 중국향으로 납품하는 SB의 매출을 나누어 엄밀히 추정하였다.

① 조선사항 보냉재 매출 추정

조선사항 보냉재 매출 추정									
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
조선사항 보냉재 매출	245,669	223,417	423,826	524,303	326,353	369,867	696,220	811,859	925,097
LNGc 적당 보냉재 ASP					21,757	21,757	21,757	22,552	23,127
선박 수 (척)			23	30	15	17	32	36	40

먼저 25년 조선사항 보냉재 ASP는 1H25 보냉재 매출을 램프업 기간을 반영한 동사 생산 선박 수로 나누어 구하였다. 이후 추정기간의 ASP는 국내 조선사 LNGc 평균 인도선가의 연간 상승률을 50% 할인한 증가율을 반영하였다. LNGc 선가가 오를 때, 보냉재 단가는 30~70%의 할인율을 적용받는다. 동성화인텍 IR에 의하면 23-24년 수주단가가 연간 5% 상승하였다. 30%를 할인하면, 23년 수주 물량이 반영되는 26년 ASP 증가율이 5%로 동일하지만, 22년 수주물량 혼재를 고려하여 보수적으로 50%를 채택했다. 동사 IR을 통해 확인한 현재 보냉재 단가는 선종별로 다르지만 200~250억 수준으로 형성되어 있으므로, 합리적인 수치라 판단했다.

인도선가의 상승률에 대하여 할인률을 반영한 이유는 보냉재의 ASP가 과거 조선사와의 계약 시점의 신조선가를 반영하여 결정되기 때문이다. 22년 LNGc 대량 발주 이후, 보냉재 수주와 납품 시점의 평균 기간이 2년에서 3년까지 증가하며, 신조선가가 달랐던 시점의 물량이 혼재되어 있다. 이에 신조선가가 아닌 조선 3사 LNGc 평균 인도선가를 사용하였다. 일반적으로 조선사의 선박 인도 시점으로부터 6개월 전 납품이 완료되므로, 무리한 추정은 아니라고 판단된다.

ASP 상승이 가능한 이유는 조선사 신조발주량이 급증할 때, 보냉재 업체의 제한적 CAPA로 인해 공급자 우위가 형성되어 신조선가 상승분의 일부를 P 상승분으로 보장받기 때문이다. 3Q24 처럼 조선사가 보냉재 업체에 CAPA 증설을 요구할 만큼, 보냉재 요구량이 증가하는 경우가 이에 해당한다. 현재 보냉재 요구량 급증을 고려할 때, 동사는 충분히 P 상승을 보장받을 수 있다.

조선사항 보냉재 ASP 추정									
(단위: 백만 원, 백만 달러)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
LNGc 적당 보냉재 ASP					21,757	21,757	21,757	22,552	23,127
YoY (%)					-	-	-	3.7%	2.6%
한국 LNGc 평균 인도선가	176	188	192	204	219	219	219	235	247
YoY (%)	6.0%	6.8%	2.1%	6.3%	7.4%	7.4%	7.4%	7.3%	5.1%
할인율	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%

Q는 보냉재 요구량 급증으로 인한 쇼티지로 인하여, CAPA를 납품 시점에 맞춰 26년 36척, 27년 40척으로 증설하고, Full CAPA 생산을 유지할 것을 가정하였다. 먼저 현재 수주잔고와 투자포인트에서 전술한 LNGc 신조 발주 물량에 대한 정량적 분석을 통해, Full CAPA로 생산을 지속하여야만 적기에 납품이 가능하다고 판단했다. 이후 기타 선종과 NO-96 계열 LNGc에 요구되는 보냉재를 동사가 영위하는 Mark-III 계열 LNGc 선박용 보냉재로 환산하여 정량적 분석을 했다.

선박 인도 시점 기준으로 27년 71척, 28년 80척 수준의 보냉재가 요구되므로, 현재 Full CAPA로도 매년 발생하는 수요를 감당할 수 없기 때문에 CAPA 증설을 할 것이라 예상하였다. 보냉재 업체의 짧은 램프업 소요 기간으로 인한 보수적 증설 경향을 반영하여, 선박 인도 시점의 전년도까지 요구 보냉재량을 정확히 채울만큼의 CAPA 증설만을 가정하였다.

구분	수치 (단위: 척, 백만 원)	비고
국내 조선사 LNGc 선박 계약 예상 선박 수	211	FID 확정 및 유력 물량
동사 점유율 (CAPA 기준)	50%	
동사 계약 예상 척 수	106	
동사 추가 수주 금액	2,449,823	27~28년 mixed ASP
동사 현재 수주잔고	1,682,890	
현재 수주잔고 환산 LNGc 선박 수	75	25~27년 mixed ASP
예상 수주잔고 합계	4,132,713	
예상 수주잔고 환산 LNGc 선박 수	180	
동사 현재 연간 CAPA	34	

이제부터 CAPA 증설 후 Full CAPA 생산을 유지할만큼 가파른 LNGc 신조 발주 물량 급증에 대한 정량적 분석을 살펴보자. 먼저 투자포인트 1에서 구한, FID 통과가 확정되었거나 유력한 LNG 플랜트에서 예상되는 신조 발주 물량은 211척이다. 해당하는 LNG 플랜트는 북미 또는 FLNG이기 때문에, 한국 조선사가 수주할 것으로 판단했다. 이에 동사와 동성화인텍의 CAPA가 연간 LNGc 34척으로 동일하므로, CAPA 기준 점유율인 50%를 고려하여 동사가 LNGc 106척의 보냉재를 신규 수주할 것으로 기대된다. 동사 수주잔고를 LNGc 선박 수로 환산하면 75척이므로, 확실한 LNGc 신조 발주 물량만으로도 현재 CAPA로는 향후 5년 간 Full CAPA 생산이 요구된다.

단일판매공급계약 공시물량 납품시점 배분																
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
2021	55,003	55,003	43,035	43,035	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2022	-	-	-	-	74,402	108,487	127,652	127,652	164,507	130,421	111,257	111,257	-	-	-	-
2023	-	-	-	-	-	-	-	27,652	27,652	27,652	27,652	-	101,389	101,389	101,389	101,389
2024	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2025	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65,904	65,904	65,904	65,904
분기별 합계	55,003	55,003	43,035	43,035	74,402	108,487	127,652	155,303	192,158	158,073	138,908	111,257	167,293	167,293	167,293	167,293
연도별 합계				196,077				465,844				600,396				669,173
ASP								21,757				22,552				23,127
척수								21				27				29

동사는 현재 CAPA로는 Full CAPA 생산을 가정해도 27년까지 기존 LNGc 수주 물량 소화만이 가능하다. 단일판매공급계약 공시물량을 통해 볼 때, 27년엔 23년과 25년 수주 물량이 혼재되어 있으며, 미공시 수주 물량도 유사한 경향을 띠는 것이라 판단했다. 따라서 CAPA 증설 없인 LNGc와 기타선종의 27-28년 선박 인도 시점까지 필요한 보냉재를 생산할 수 없다. [Appx 8.2]

국내 주요 조선사 LNGc 수주 현황

(단위: 척)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Mark-III 계열	35	19	27	41	45	46	47	38
HD현대중공업	11	7	11	14	16	16	16	9
삼성중공업	15	4	8	19	20	20	19	19
HD현대삼호	9	8	8	8	9	10	12	10
NO-96 계열	18	4	1	11	22	23	17	7
한화오션	18	4	1	11	22	23	17	7
Mark-III 계열 LNGc 인도량	35	19	27	41	46	46	47	38
Mark-III 계열 LNGc 잔여슬롯	-	-	-	-	1	-	-	11

투자포인트 2에서 전술했듯, 기존의 Mark-III 계열 LNGc의 수주물량 증가에 더해, 선종과 전방사 다양화로 요구 보냉재량이 급증하며 쇼티지가 발생한다. 따라서 구체적으로 얼마나 보냉재가 요구되는지 정량적 분석을 하였다. 먼저 Mark-III 계열의 LNGc는 28년까지 조선사 역시 Full CAPA 생산을 지속할 것으로 판단했다. 22년 카타르가 48척의 LNGc를 26년 인도 슬롯까지 한꺼번에 발주하며, 발주경쟁이 과열되고 결과적으로 리드타임이 4년까지 길어졌다. 그러나 25년 들어 LNGc 발주가 지연되며, 리드타임이 2~3년까지 줄어 정상적인 기간으로 돌아왔다. 이에 28년 인도를 위한 발주가 1H26까지 진행된다면 28년 잔여 슬롯까지 채울 것으로 예상된다.

LNGc 외 선종에서 필요로 하는 보냉재량 산출

국가	선종	구분	저장 용량 174K LNGc		연간 인도량			국내 보냉재 업체 요구 보냉재량			
			(K CBM)	필요 보냉재	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
한국	LNGc	Mark-III 계열	174	100%	46	47	49	46	47	49	
		한화오션 (NO-96 R-PUF)	43.5	25%	24	17	23	6	4	6	
	기타 선종	LNG DF 컨선	12-15K TEU	12	7%	0	0	21	0	0	1
			15-20K TEU	21	12.1%	5	11	27	0.6	1.3	3.3
			20K TEU 이상	37.2	21.4%	0	4	2	0.0	0.9	0.4
		VLEC	-	124.5	86.2%	1	12	3	0.9	10.3	2.6
		FLNG	-	-	200%	0	2	3	0.0	4.0	6.0
		LNG BV	9.1DWT	12	6.9%	0	1	0	0.0	0.1	0.0
	12.3DWT		18	10.3%	0	4	7	0.0	0.4	0.7	
	중국	LNGc	후동중화 (NO-96 R-PUF)	43.5	25%	9	11	18	0.1	0.5	2.4
후동중화항			174	7%	1	0	1	0.1	0.0	0.1	
기타 선종		LNG DF 컨선	12-15K TEU	12	7%	2	2	8	0.1	0.1	0.6
			15-20K TEU	21	12%	2	12	57	0.2	1.4	6.9
			20K TEU 이상	37	21%	8	4	7	1.7	0.9	1.5
LNG BV		12.3DWT	12	7%	0	1	1	0.0	0.1	0.1	
합산 필요 보냉재량							56	71	80		

이후 NO-96 계열 LNGc와 기타선종의 현재 시점 Order Book과 예상 수주를 합하여, Mark-III 계열 LNGc 선박 수로 환산하였다. 이 수치는 이미 27년 71척, 28년 80척으로 동사와 동성화인텍의 합계 CAPA 68척을 훨씬 초과한다. 따라서 동사와 동성화인텍은 현재 수준의 Full CAPA를 유지해도 전방사의 필요 보냉재량을 충족시킬 수 없을 만큼의 쇼티지가 발생한다는 것을 정확한 수치로서 알 수 있다. 이에 동사와 동성화인텍에서 27-28년 인도량을 채우기 위해 각각 그 전년도인 26-27년 보냉재 CAPA를 증설하는 가정은 합리적이라 판단했다.

② SB 매출추정

트리플렉스(SB) 매출 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
SB 매출	57,000	69,397	105,580	150,509	88,134	96,947	185,082	223,816	248,268
LNGc 척당 SB ASP	3,000	3,470	4,061	4,427	4,407	4,407	4,407	4,568	4,684
동성화인텍 선박 수 (척)	19	20	24	30	17	17	34	36	40
중국항 선박 수 (척)	-	-	2	4	3	5	8	13	13

동사가 독점 생산하고 있는 SB는 조선사항 보냉재에 포함되어 있는 물량을 제외하고, 동성화인텍과 중국향으로 납품하는 매출을 별도로 추정하였다. P는 동사가 생산하는 트리플렉스의 가격 추이를 반영하였고, Q는 동성화인텍과 중국의 생산 선박 수이다. 이때 Q는 동성화인텍의 경우, Mark-III 계열 LNGc 기준으로 환산, 중국향은 Mark-III 계열 선박으로 한정하였다.

중국 생산 선박 수는 Clarkson의 Order Book과 카타르 NTW에서 예상되는 LNGc 수주 물량을 합하여 추정했다. Sub Point에서 전술하였듯, 카타르는 북미의 LNGc 발주량으로 인해 중국에 발주할 것이다. 이때 NO-96 계열 후동중화의 CAPA가 제한적이므로, Mark-III 계열 조선사에도 수주할 수 밖에 없다. 이는 곧 동사의 보냉재 수요처가 중국까지 확장된다는 것을 의미한다.

트리플렉스(SB) ASP 추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
LNGc 적당 SB ASP	3,000	3,470	4,061	4,427	4,407	4,407	4,407	4,568	4,684
YoY (%)	-3.9%	15.7%	17.0%	9.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	3.7%	2.6%

SB의 25년 이후 추정 기간의 ASP는 조선사항 LNGc 보냉재와 동일하게 국내 조선 3사 LNGc 평균 인도선가 상승률을 50% 할인하여 반영하였다. 먼저 SB의 주요 고객사인 동성화인텍의 보냉재 ASP 또한 동사와 동일한 원리로 LNGc의 인도선가 상승률이 할인되어 반영될 것이라 판단했다. 동사의 SB 독점을 고려한다면, 동성화인텍의 보냉재 가격 상승률을 상회하여도 무리가 없다. 그러나 22-24년 SB의 ASP 상승률은 동성화인텍을 상회했지만, 1H25에 -0.5% 소폭 역성장하며 하회하였다. 이에 동성화인텍 ASP와 유사하게 상승하도록 보수적으로 추정하였다.

(2) 비보냉재 매출추정

산업재 매출추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
산업재 매출	340,431	331,019	568,541	710,205	429,136	478,465	907,601	1,061,975	1,199,665
YoY (%)	-14.3%	-2.8%	71.8%	24.9%	20.1%	35.6%	27.8%	17.0%	13.0%
보냉재 매출	302,669	292,814	529,406	674,812	414,487	466,814	881,302	1,035,676	1,173,365
% of sales	82.3%	79.3%	89.1%	91.0%	90.9%	94.4%	92.7%	93.7%	94.4%
비보냉재 매출	37,762	38,205	39,135	35,393	14,649	11,651	26,299	26,299	26,299
% of sales	10.3%	10.3%	6.6%	4.8%	3.2%	2.4%	2.8%	2.4%	2.1%

동사의 비보냉재 매출은 주로 GP(Glass Paper)라고 하는 유리 섬유로 구성된다. GP는 주로 건축 자재에 사용되므로 주로 건설경기와 연동되는 경향을 보인다. 이에 건설 성수기인 상반기가 비수기인 하반기에 비해 매출이 더 높은 계절성을 띤다. 따라서 1H25 매출에 1H24 대비 2H24 매출 감소율 -20.5%를 반영하여 2H25 매출을 추정하였다. 이후 추정 기간은 본서의 투자포인트에서 다루지 않았으며, 합리적 추정이 어려워 25년 매출을 Flat하였다.

6.2 일반재 매출추정

일반재 매출추정

(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
일반재 매출	27,396	38,251	25,876	31,536	26,699	16,200	42,899	42,899	42,899
YoY (%)	92.1%	39.6%	-32.4%	21.9%	36.0%	36.0%	36.0%	0.0%	0.0%

일반재 매출은 카본시트와 유리섬유시트로 구성된다. 낚시대, 골프채 등 레저용품과 항공, 철도, 방위 산업 등에 가볍고 강도가 높은 복합재료를 납품한다. 24년 기준 매출비중이 4.3%로 미미하며, 다양한 산업을 전방으로 두고 있어서 합리적인 추정이 어렵다. 비보냉재와 유사하게 상반기가 하반기에 비해 매출이 더 높은 계절성을 띠므로, 1H25 매출에 1H24 대비 2H24 매출 감소율 -39.3%를 반영하여 2H25 매출을 구한 뒤, 이후 추정 기간은 25년 매출을 Flat하였다.

7. Valuation - Historical peer PER method

7.1. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

동사 비용은 금액적 중요성이 높고, 합리적인 추정이 가능한 원재료비, 인건비, 감가상각비 및 상각비, 외주가공비 위주로 추정하였다. 이때 감가상각비의 경우 동사가 올해 4척 분량의 CapEx를 투자했다는 점과 전술했듯 27년에 2척 분량의 추가 CapEx 투자가 필요하다는 점을 반영하여 엄밀하게 추정하였다. 이외에 금액적 중요성이 크지 않은 대손상각비는 2H25 이후 zero flat 가정했다. 상기 논의를 종합한 매출원가 및 판매비와관리비 테이블은 아래와 같다

매출원가 및 판매비와관리비 추정									
(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	367,827	369,271	594,417	741,741	455,835	494,665	950,500	1,104,874	1,242,564
YoY(%)	-10.6%	0.4%	61.0%	24.8%	20.9%	31.2%	28.1%	16.2%	12.5%
매출원가	306,978	313,198	531,263	624,158	354,261	381,775	736,036	831,700	912,470
매출원가율(%)	83.5%	84.8%	89.4%	84.1%	77.7%	77.2%	77.4%	75.3%	73.4%
GPM(%)	16.5%	15.2%	10.6%	15.9%	22.3%	22.8%	22.6%	24.7%	26.6%
원재료비	205,215	186,672	390,542	351,876	225,291	248,575	473,867	552,832	613,980
% of Sales	55.8%	50.6%	65.7%	47.4%	49.4%	50.3%	49.9%	50.0%	49.4%
인건비	22,173	28,054	36,182	48,530	29,718	30,558	60,276	63,782	70,926
% of Sales	6.0%	7.6%	6.1%	6.5%	6.5%	6.2%	6.3%	5.8%	5.7%
감가상각비	8,193	10,765	12,847	17,114	11,586	11,664	23,250	24,857	27,049
% of Sales	2.2%	2.9%	2.2%	2.3%	2.5%	2.4%	2.4%	2.2%	2.2%
외주가공비	18,977	17,306	43,754	83,694	26,228	29,539	55,767	67,319	77,622
% of Sales	5.2%	4.7%	7.4%	11.3%	5.8%	6.0%	5.9%	6.1%	6.2%
기타비용	52,420	70,400	47,938	122,945	61,438	61,438	122,876	122,910	122,893
% of Sales	14.3%	19.1%	8.1%	16.6%	13.5%	12.4%	12.9%	11.1%	9.9%
판매비와 관리비	28,117	31,275	46,688	72,136	38,823	39,151	77,974	80,027	84,615
판매비율(%)	7.6%	8.5%	7.9%	9.7%	8.5%	7.9%	8.2%	7.2%	6.8%
OPM(%)	8.9%	6.7%	2.8%	6.1%	13.8%	14.9%	14.4%	17.5%	19.8%
인건비	13,196	14,791	18,009	27,159	16,911	17,105	34,016	35,994	40,026
% of Sales	3.6%	4.0%	3.0%	3.7%	3.7%	3.5%	3.6%	3.3%	3.2%
감가상각비	1,132	2,097	3,002	3,839	1,663	1,551	3,213	3,435	3,738
% of Sales	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
무형자산상각비	47	106	788	2,859	1,701	1,762	3,462	3,520	3,578
% of Sales	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
대손상각비	83	(285)	(23)	1,593	(186)	-	(186)	-	-
% of Sales	0.0%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타비용	13,659	14,566	24,913	36,686	18,734	18,734	37,468	37,077	37,273
% of Sales	3.7%	3.9%	4.2%	4.9%	4.1%	3.8%	3.9%	3.4%	3.0%

(1) 원재료비 추정

원재료비 추정									
(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25	2025E	2026E	2027E
원재료비	205,215	186,672	390,542	351,876	225,291	248,575	473,867	552,832	613,980
보냉재 매출	302,669	292,814	529,406	674,812	414,487	466,814	881,302	1,035,676	1,173,365
% of 보냉재 sales	67.8%	63.8%	73.8%	52.1%	54.4%	53.2%	53.8%	53.4%	52.3%
MDI × 환율	3,027	3,966	3,303	3,355	3,498	3,311	3,404	3,379	3,313
MDI(\$/kg)	2.65	3.07	2.53	2.46	2.45	2.38	2.41	2.37	2.32
평균 환율(원/달러)	1,144	1,292	1,305	1,364	1,428	1,393	1,411	1,428	1,428

동사 원재료비는 한국신소재와의 3Q23 합병으로 인해 원재료 가격 변화 등을 이용해 합리적으로 추정하는 것이 불가능해 % of 보냉재 sales를 활용했다. 동사는 23년 7월 한국신소재와 합병 이후 LNG 운반선 단열재 핵심자재를 내재화했고 덕분에 21~23년에 비해 24년, 1H25 % of sales가 크게 감소했다. 그러나 분기별로 그 비중을 살펴보면 원재료의 매입 스케줄이 일정하지 않아 편차가 매우 커 원재료 가격 변화나, 기타 회귀분석 등을 통한 분석이 합리적이지 않다.

따라서 24년, 1H25 % of sales를 기초로, 이후에도 비슷한 비율이 유지될 것이라고 가정했다. 이러한 가정은 동사 원재료비에서 가장 큰 비중을 차지하는 MDI가 하락 안정화 추세에 있어, 환율을 감안하더라도 원재료비가 크게 증가하는 일은 제한적일 것임을 고려했을 때 합리적이다. MDI kg당 가격 추이와 분기별 원재료비 추이는 [Appx. 8.3.]에 첨부했다.

(2) 인건비 추정

인건비 추정									
(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25	2025E	2026E	2027E
인건비(A)	35,368	42,845	54,191	75,689	46,629	47,663	94,292	99,776	110,952
매출원가	22,173	28,054	36,182	48,530	29,718	30,558	60,276	63,782	70,926
% of 인건비	62.7%	65.5%	66.8%	64.1%	63.7%	64.1%	63.9%	63.9%	63.9%
판매관리비	13,196	14,791	18,009	27,159	16,911	17,105	34,016	35,994	40,026
% of 인건비	37.3%	34.5%	33.2%	35.9%	36.3%	35.9%	36.1%	36.1%	36.1%
종업원 수	492	489	741	796	858	858	858	874	908
임원(P)	56	96	74	85	83	83	83	83	83
임원(Q)	40	37	36	27	27	27	27	27	27

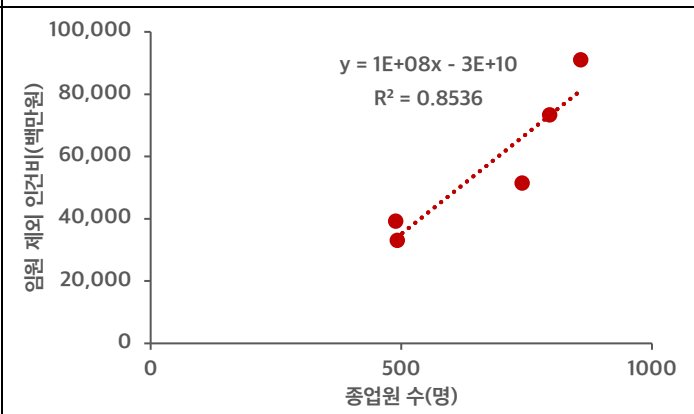
동사 인건비는 종업원 수와 인건비의 회귀분석을 통해 도출했다. 이는 동사의 생산부문 종업원 수와 1인당 급여가 비합리적인 수준으로 변하므로, 과거 P를 고려하여 추후 인건비를 산출하는 것이 부적절하기 때문이다. 이때 26년 종업원 수는 동사 IR이 외주가공비를 향후 줄일 것이라고 밝힌 점을 고려해 23~25 CAGR을 반영하여 증가시켰고 27년의 경우 CapEx가 증가되는 점을 고려해 26년보다 높은 YoY 성장률을 적용했다. [도표 7-1], [도표 7-2]

도표 7-1. 부문별 인건비 추정의 한계

인건비 추정					
(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25
인건비(A)	35,368	42,845	54,191	75,689	46,629
매출원가	22,173	28,054	36,182	48,530	29,718
% of 인건비	62.7%	65.5%	66.8%	64.1%	63.7%
판매관리비	13,196	14,791	18,009	27,159	16,911
% of 인건비	37.3%	34.5%	33.2%	35.9%	36.3%
종업원수 × 급여(B)	26,116	29,515	35,312	28,770	27,266
과리율(A/B)	135.4%	145.2%	153.5%	263.1%	171.0%
관리부문(P)	50	52	49	56	28
관리부문(Q)	271	295	379	403	430
생산부문(P)	46	55	39	10	30
생산부문(Q)	221	194	362	393	428
임원(P)	56	96	74	85	83
임원(Q)	40	37	36	27	27

출처: DART, SMIC 4팀

도표 7-2. 종업원 수와 인건비 회귀분석



출처: DART, SMIC 4팀

(3) 외주가공비 및 기타비용 추정

동사 성격별 분류상 기타비용에 외주가공비가 포함되어 있어, 기타비용에서 외주가공비를 제외한 후 기타비용은 별도로 추정했다. 외주가공비의 경우 동사 보냉재 매출과 상관관계가 매우 높아 회귀분석을 이용했으나 24년의 경우 화재로 인해 외주가공비의 비중이 높았으므로 식 산출

시 제외했다. 다만 전술했듯 동사가 외주가공의 비중을 줄일 것이므로, 2H25E 외주가공비를 1H25 외주가공비를 활용해 추정된 뒤, 25년 보냉재 매출에 회귀분석식을 적용한 값과 비교해 과거 추이의 70.1% 정도의 외주가공비만을 사용할 것이라고 가정했다. 이를 바탕으로 26, 27년의 외주가공비를 산출했다. 회귀분석 결과는 [Appx. 8.4.]에 첨부했다.

외주가공비를 제외한 기타비용의 경우 고정비의 성격이 강하다는 점을 고려해 추정했다. 기타비용은 금액적으로 중요함에도 불구하고 사업보고서상 이를 전혀 분리하여 제공하지 않는다. 그러나 합병 이후 시점인 1H24, 2H24, 1H25 반기 단위로 분석하는 경우 금액의 절대적 크기가 800억 수준으로 매우 유사하다. 이에 26, 27년 기타비용은 25년 기타비용을 1H25의 2배 처리한 값을 바탕으로 moving average 처리했다. 외주가공비 및 기타비용 table은 아래와 같다.

기타비용 추정									
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
기타비용(외주 제외)	66,079	84,966	72,850	159,631	80,172	80,172	160,344	159,987	160,166
보냉재 매출	302,669	292,814	529,406	674,812	414,487	466,814	881,302	1,035,676	1,173,365
외주가공비	18,977	17,306	43,754	83,694	26,228	29,539	55,767	67,319	77,622
기타비용(외주 포함)	85,056	102,272	116,604	243,325	106,400	109,711	216,111	227,306	237,788
기타비용(외주 제외)	66,079	84,966	72,850	159,631	80,172	80,172	160,344	159,987	160,166
매출원가	52,420	70,400	47,938	122,945	61,438	61,438	122,876	122,910	122,893
% of 기타비용	79.3%	82.9%	65.8%	77.0%	76.6%	76.6%	76.6%	76.8%	76.7%
판매비와관리비	13,659	14,566	24,913	36,686	18,734	18,734	37,468	37,077	37,273
% of 기타비용	20.7%	17.1%	34.2%	23.0%	23.4%	23.4%	23.4%	23.2%	23.3%

(4) 감가상각비 및 상각비 추정

감가상각비 및 상각비는 유지 CapEx에 증설에 따른 추가 CapEx를 반영해 추정했다. 동사가 CAPA를 4척 분량 늘리는데 필요한 CapEx는 사업보고서상 향후 투자계획을 참고해 반영했으며, 26년 2척, 27년 4척 분량의 증설 시에 필요한 CapEx는 위 금액의 절반만큼 반영하였다. 감가상각비는 과거추이와 1H25 감가상각비를 고려해 매출원가와 판매관리비에 안분해주었고, 상각비는 매출원가에 반영되지 않으므로 판매관리비에만 반영해주었다.

유형자산/무형자산/사용권자산 CapEx				상각비 - CapEx 반영 후				상각비 추정			
(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E	(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E	(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E
건물	4,852	2,699	5,045	건물 (30년)	3,808	3,898	4,066	유형자산감가상각비	26,463	28,292	30,787
건축물	2,527	2,527	2,527	건축물 (15년)	1,819	1,987	2,156	매출원가	23,250	24,857	27,049
기계장치	10,097	8,039	12,154	기계장치 (7년)	17,355	18,503	20,239	% of 상각비	87.9%	87.9%	87.9%
기타유형자산	2,111	2,111	2,111	기타유형자산 (5년)	3,482	3,904	4,326	판매관리비	3,213	3,435	3,738
산업재산권	50	50	50	산업재산권 (7년)	43	50	57	% of 상각비	12.1%	12.1%	12.1%
상표권	-	-	-	상표권	1	1	1	무형자산상각비	3,462	3,520	3,578
개발비	-	-	-	개발비	20	20	20	매출원가	-	-	-
기타무형자산	253	253	253	기타무형자산 (5년)	167	218	268	% of 상각비	0.0%	0.0%	0.0%
고객관련무형자산	-	-	-	고객관련무형자산	1,537	1,537	1,537	판매관리비	3,462	3,520	3,578
기술관련무형자산	-	-	-	기술관련무형자산	1,508	1,508	1,508	% of 상각비	100.0%	100.0%	100.0%
컴퓨터 소프트웨어	-	-	-	컴퓨터 소프트웨어	186	186	186				
합계	19,889	15,678	22,139	합계	29,925	31,812	34,365				

7.2. 기타손익, 금융손익, 법인세비용 추정

기타손익의 경우 대체로 합리적인 추정이 불가능해 0 flat, 25년 flat, moving average를 활용해 추정했다. 금융손익의 경우 이자수익과 이자비용의 경우 이자부자산과 이자부부채를 고려하여 추정했으며 특히 단기상품들은 처분 및 상황을 반영해 주었다. 또한 상쇄효과가 있는 외환차손 등의 항목들은 묶어서 따로 처리했으며 이외의 합리적 추정이 불가능한 자산 및 부채의 경우 flat 처리했다. 법인세비용은 이익이 안정화된 1H25 유효법인세율 flat 처리했다. 기타손익, 금융손익 및 법인세비용의 자세한 추정 table은 [Appx. 8.5.], [Appx. 8.6.], [Appx. 8.7.]에 첨부했다.

7.3. 최종 포괄손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 포괄손익계산서는 다음과 같다.

추정포괄손익계산서									
(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25E	2025E	2026E	2027E
매출액	367,827	369,271	594,417	741,741	455,835	494,665	950,500	1,104,874	1,242,564
YoY(%)	-10.6%	0.4%	61.0%	24.8%	20.9%	31.2%	28.1%	16.2%	12.5%
매출원가	306,978	313,198	531,263	624,158	354,261	381,775	736,036	831,700	912,470
매출총이익	60,850	56,073	63,154	117,583	101,574	112,890	214,464	273,174	330,094
GPM(%)	16.5%	15.2%	10.6%	15.9%	22.3%	22.8%	22.6%	24.7%	26.6%
판매비와관리비	28,117	31,275	46,688	72,136	38,823	39,151	77,974	80,027	84,615
영업이익	32,732	24,798	16,466	45,446	62,751	73,739	136,490	193,147	245,480
OPM(%)	8.9%	6.7%	2.8%	6.1%	13.8%	14.9%	14.4%	17.5%	19.8%
기타수익	10,157	8,104	21,725	2,842	810	1,382	2,191	2,309	2,407
기타비용	17,543	151	44,213	1,719	1,777	890	2,668	1,383	1,041
지분법이익(손실)	(2,254)	(19)	(598)	(103)	(91)	(149)	(240)	(240)	(240)
금융수익	13,078	16,505	17,196	23,600	32,544	2,251	34,795	2,251	34,795
금융비용	7,711	20,337	17,640	41,628	29,379	3,160	32,538	3,160	32,538
세전이익(손실)	28,460	28,900	(7,063)	28,439	64,858	73,173	138,031	192,925	248,863
법인세비용	14,109	8,639	6,383	8,115	13,644	15,394	29,038	40,586	52,354
계속영업이익(손실)	14,351	20,261	(13,446)	20,324	51,214	57,779	108,993	152,338	196,509
중단이익	(3)	(0)	(3)	(3)	(0)	(3)	(3)	(3)	(3)
당기순이익	14,349	20,261	(13,449)	20,321	51,214	57,777	108,990	152,336	196,506
NPM(%)	3.9%	5.5%	-2.3%	2.7%	11.2%	11.7%	11.5%	13.8%	15.8%

7.4. Valuation - Historical peer PER method

(1) Why PER?

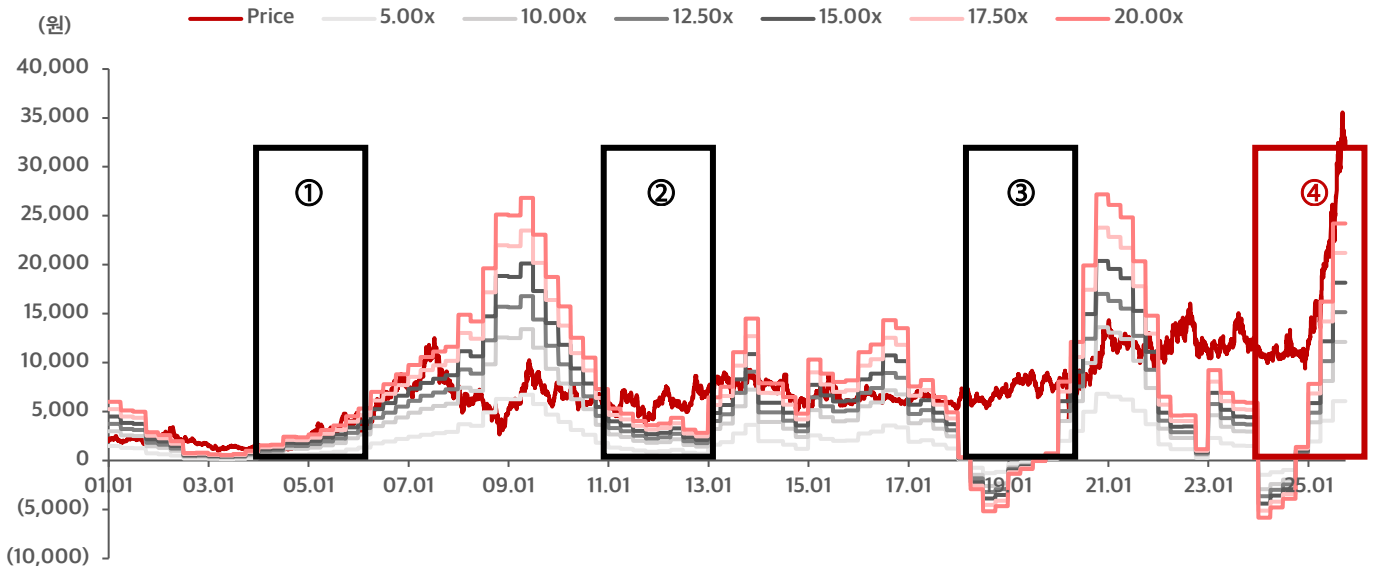
본서에서는 ① 폭발적인 LNG 공급이 LNGc 발주로 그리고 다시 동사의 보냉재 발주로 이어질 수밖에 없음을 ② LNGc의 보냉재 수요에만 의존했던 동사의 전방이 확장되며 구조적인 변화가 일어나고 있음을 논증했다. 특히 동사는 독점적 공급이 가능한 SB를 바탕으로 중국 LNGc에 SB를 납품하게 될 것이며, 그러한 래퍼런스는 보냉재 공급으로도 이어질 것이다. 이처럼 동사는 단순히 LNGc에만 의존했던 과거와 달리 기타 선종으로, 중국향으로 새로운 성장을 앞두고 있다.

따라서 동사의 전례 없는 이익규모와 성장성을 주가에 녹여내기 위해서는 PER method가 적합하다고 판단한다. 과거 동사의 이익과 주가는 자본집약적 사이클 산업인 조선업의 호, 불황의 영향을 받아 cyclical한 모습을 보였다. 그러나 18년부터 시작된 LNG 시장의 큰 성장이라는 흐름은 꾸준한 LNGc 발주로 나타났고, 26년 이후 전방 시장이 다각화되며 구조적 성장 국면에 접어들 것이다. 또한 동사는 한국신소재와의 합병 이후 원재료비를 크게 절감하는데 성공하여, 매출 성장과 비용 감소의 시너지를 통해 큰 폭의 바텀라인 성장도 맞이할 것으로 기대된다. 이를 종합했을 때 이익의 '지속성'을 넘어 '성장'할 동사의 가치를 평가하기 위해선 PER이 합리적이다.

(2) Why not historical PER method?

동사는 현재 역사상 가장 높은 PER을 부여받고 있다. 이는 25년 연달아 어닝 서프라이즈가 발생하며 시장 참여자들이 역대급 LNGc 사이클에서 동사의 향후 이익에 대해 큰 기대감을 가지고 있기 때문이다. 따라서 과거 동사가 부여받았던 PER을 target PER로 제시하는 것은 동사의 향후 이익의 지속성과 성장을 보여줄 수 없으므로 부적절하다.

도표 7-3. 동사 PER band 및 각 LNG 사이클 초입

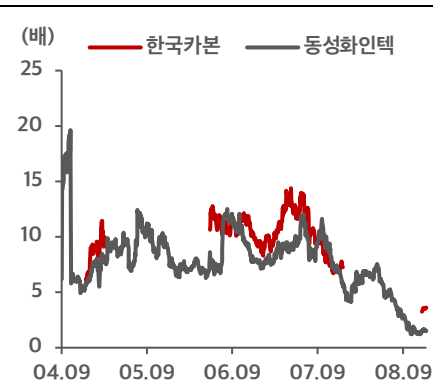


출처: KRX정보데이터시스템, Quantiwise, SMIC 4팀

(3) Target Multiple 선정

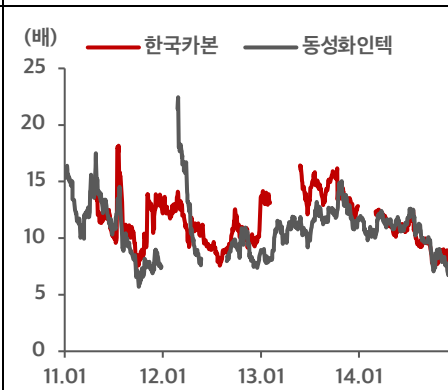
동사의 Target Multiple을 선정하기 위한 peer로 동성화인텍은 적절하지 않다. Sub point에서 동사의 SB 독점 공급 능력과 해자로 인하여, 전방 시장이 개화하는 이번 사이클에서 경쟁사인 동성화인텍보다 우위에 있을 수밖에 없음을 논증했다. 과거 LNG 사이클에서는 동사와 동성화인텍이 부여받는 밸류가 비슷했지만 3차 사이클 이후 동사가 동성화인텍에 비해 꾸준히 더 높은 밸류를 부여받고 있다는 점에서도 peer PER method는 부적절하다. [도표 7-3, 4, 5]

도표 7-4. 1차 사이클 12MF PER 비교



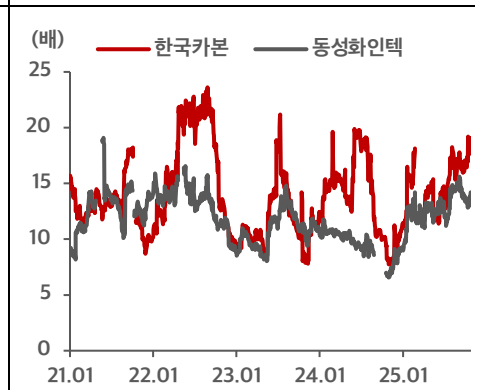
출처: Quantiwise, SMIC 4팀

도표 7-5. 2차 사이클 12MF PER 비교



출처: Quantiwise, SMIC 4팀

도표 7-6. 3, 4차 사이클 12MF PER 비교



출처: Quantiwise, SMIC 4팀

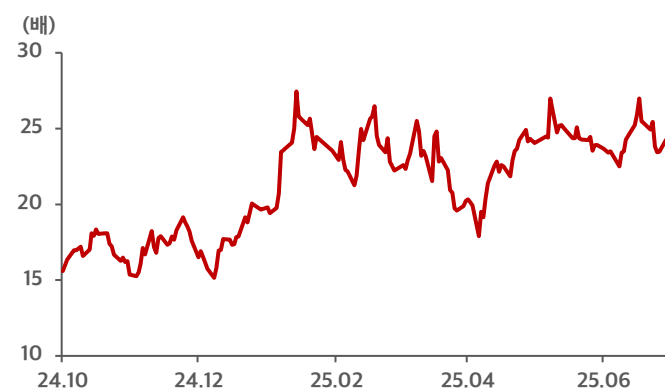
따라서 한화엔진의 1Q25 12MF PER 17.1x를 Target Multiple로 제시한다. 한화엔진이 해당 시기에 높은 밸류를 부여받을 수 있었던 이유는 당시 주력제품인 저속 D/F 엔진이 중국의 선박엔진 제조역량으로는 제작하기 어려워, 한국 조선소뿐 아니라 중국 조선소에서도 크게 수요가 증가하며 쇼티지가 발생했기 때문이다. LNGc 발주 증가에 따라 D/F 엔진의 수요가 증가하고 컨테이너선에도 D/F 엔진이 탑재되기 시작하며 수주잔고가 쌓였고, D/F 엔진이 과점이었던 덕분에 중국이라는 새로운 전방까지 맞이했던 당시 한화엔진의 상황은 전술한 동사의 상황과 매우 유사하다.

동사는 LNGc 빅사이클에서 보냉재를 과점해 납품하고 있을 뿐 아니라 LNGc 초과 발주에 따라 중국 조선소의 SB 물량은 확정적으로, 심지어 보냉재 물량까지 수주받을 것이다. 뿐만 아니라

LNG DF 컨테이너선의 증가와 더불어 VLEC, FLNG 등의 새로운 선종에 동사 보냉재가 납품됨에 따라 보냉재 소티지 국면에 접어들며 공급자 우위 시장이 나타나게 될 것이다. 이처럼 동사가 맞이하게 될 새로운 시장과 구조적 성장을 고려한다면 Target Multiple 17.1x는 매우 합리적인 수치다. 특히 한화엔진이 이후 CAPEX를 증가시키고 공격적으로 수주받으며 1Q25 12MF PER 23.3x를 부여받았다는 점을 고려하면, 투자포인트에서 전술한 것처럼 동사가 CAPEX 투자 움직임을 실제로 보여주는 경우 향후 추가 멀티플 리레이팅 여지도 충분하다.

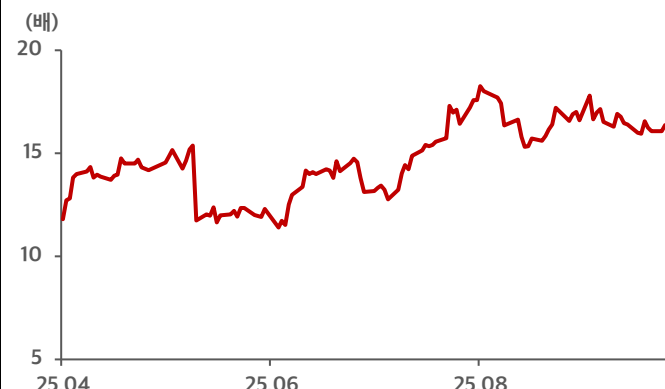
동사의 25~27년 EPS 성장률은 34.3%로 동사에게 부여한 멀티플 17.1x를 고려하면 PEG는 0.5배 수준이다. 동사와 같이 이익이 폭발적으로 성장하는 국면에 있는 기업에게 PEG 0.5는 보수적인 수치다. 따라서 전술했듯이 동사의 향후 증설 의지와 실제 수주 현황들을 통해 동사의 실제 구조적 성장이 이뤄지고 있음을 트래킹하며 홀딩 또 홀딩할 것을 권고한다.

도표 7-7. 한화엔진 4Q24~2Q25 12MF PER 추이



출처: Quantiwise, SMIC 4팀

도표 7-8. 동사 최근 6개월 12MF PER 추이



출처: Clarksons, Quantiwise, SMIC 4팀

(4) 최종 Valuation Table

상기 논의를 종합해 2027E EPS 3,746원에 Target Multiple 17.1x를 적용한 목표 주가 64,000원 상승여력 74.9%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Historical PER method (27E)	
2027E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만원)	196,506
유통주식수	50,922,993
발행주식수 (단위: 주)	52,463,699
자기주식수	1,540,706
2027E EPS (단위: 원)	3,746
Target PER Multiple	17.10x
목표주가 (단위: 원)	64,000
현재주가 (단위: 원)	36,600
상승여력	74.9%

8. Appendix

8.1. 연결 BS, CF

연결재무상태표				
(단위: 백만원)				
	2021	2022	2023	2024
자산	498,356	585,334	792,428	878,969
유동자산	247,792	289,164	398,231	460,860
현금및현금성자산	49,048	53,577	66,698	57,565
단기금융상품	15,573	13,165	13,022	8,598
유동매출채권	34,457	39,272	101,112	126,502
유동 대여금 및 수취채권	8,080	11,986	14,663	35,984
유동 당기손익인식금융자산	34,547	7,446	9,881	19,695
AC 유동 금융자산	10,634	5	-	-
유동파생상품자산	-	-	-	-
유동재고자산	90,814	156,268	180,214	197,476
당기법인세자산	2	1	3	6
기타유동자산	4,638	7,443	12,639	15,034
매각예정 분류비유동자산, 처분자산집단	18	18	4	2
비유동자산	250,547	296,152	394,192	418,106
장기금융상품	-	-	352	277
비유동 대여금 및 수취채권	1,313	23,777	23,598	2,303
비유동 당기손익인식금융자산	45,818	37,445	32,100	27,884
FVOCI 비유동금융자산	86	81	154	125
AC 비유동금융자산	8,517	6,930	120	120
관계기업투자	784	1,021	417	1,874
유형자산	184,645	212,464	271,301	312,076
투자부동산	-	-	15,731	15,686
사용권자산	4,646	5,837	6,091	9,519
무형자산	2,288	2,254	39,710	42,413
비유동 순확정급여자산	-	2,617	1,962	4,271
순이연법인세자산	1,570	2,867	1,768	631
기타비유동자산	879	858	889	929
부채	109,357	181,166	337,774	404,682
유동부채	93,991	156,337	297,365	369,168
유동매입채무	27,637	37,376	42,473	66,744
기타 유동 미지급금	16,490	24,295	44,015	42,477
유동으로 분류되는 미지급비용	7,854	9,733	15,008	9,660
기타장기중업원급여부채	-	-	1	35
단기입대보증금	69	69	804	1,128
유동 차입금(사채 포함)	7,098	44,318	89,232	47,232
유동성 장기차입금	15,949	853	15,250	5,931
유동파생상품부채	-	-	-	-
유동 당기손익인식금융부채	391	1,059	8,836	8,836
당기법인세부채	6,892	5,750	3,078	11,687
유동 리스부채	676	1,524	1,561	1,647
기타 유동부채	10,935	30,617	84,883	173,791
비유동부채	15,359	24,822	40,402	35,506
기타 비유동 미지급금	109	165	274	278
비유동 당기손익인식금융부채	-	271	-	9,974
전환상환우선주부채	2,713	-	-	-
신주인수권부사채	-	-	200	-
비유동 금융기관 차입금(사채 제외)의	2,281	15,953	21,105	18,063
비유동 리스부채	908	1,244	992	3,527
순확정급여부채	2,737	405	692	-
기타장기중업원급여부채	-	-	45	349
이연법인세부채	4,154	-	4,981	2,619
기타 비유동 부채	1,511	6,784	2,113	696
매각예정처분자산집단 부채	6	7	7	8
자본	388,999	404,168	454,654	474,286
지배기업의 소유주 귀속되는 자본	388,999	404,168	454,654	474,286
납입자본	96,940	96,940	192,790	192,790
보통주자본금	21,980	21,980	25,954	25,954
주식발행초과금	74,960	74,960	166,835	166,835
이익잉여금(결손금)	284,714	299,947	278,295	294,861
기타포괄손익누적액	(1,193)	(1,258)	(720)	2,351
OCI금융자산평가손익	(3,298)	(3,435)	(2,266)	(2,265)
지분법기타포괄손익변동	(140)	(287)	(462)	(462)
해외사업환산이익	2,244	2,464	2,009	5,079
기타자본구성요소	8,538	8,538	(15,711)	(15,715)
자본과부채총계	498,356	585,334	792,428	878,969

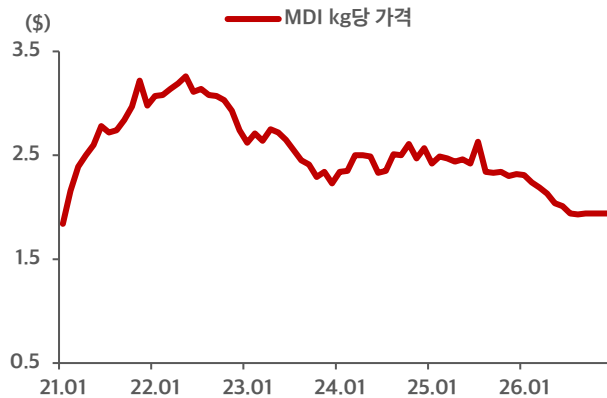
연결현금흐름표				
(단위: 백만원)				
	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	25,505	(7,799)	56,520	150,534
계속영업영업활동순현금흐름	-	(7,799)	56,523	150,536
영업에서 창출된 현금흐름	44,032	4,873	66,743	152,581
계속영업이익(손실)	14,349	20,261	(13,446)	20,324
당기순이익조정용 위한 가감	31,010	20,584	68,296	62,359
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(1,326)	(35,972)	11,894	69,899
이자수취	1,922	2,937	3,866	2,087
이자지급	(448)	(1,077)	(4,638)	(3,199)
배당금수취	509	962	1,178	276
법인세환급(납부)	(20,509)	(15,495)	(10,626)	(1,208)
중단영업영업활동순현금흐름	(2)	0	(3)	(2)
투자활동현금흐름	(33,364)	(11,525)	(44,429)	(81,607)
단기금융상품의 처분	29,046	15,558	17,008	14,250
장기금융상품의 처분	-	-	-	100
NI 금융자산의 처분	85,324	54,849	23,420	38,406
AC 금융자산의 처분 - 투자활동	26,533	12,216	6,507	-
FVOCI 금융자산, 관계기업투자처분	0	-	-	73
사업결합으로 인한 현금유입액	305	-	-	-
임차보증금의 감소	66	469	393	1,059
정부보조금의 수취	-	85	1,546	340
단장기대여금및수취채권의 처분	1,795	1	9	2,262
매각예정분류 처분	-	-	11	-
기계장치의 처분	241	37	11	9
토지의 처분	3,817	-	-	-
건물의 처분	651	-	-	-
구축물의 처분	32	-	-	0
기타유형자산의 처분	23	12	29	114
투자부동산의 처분	8,932	-	-	-
건설중인자산의 처분	-	-	-	19
단기금융상품의 취득	14,808	(13,370)	(15,595)	(11,966)
장기금융상품의 취득	-	-	(822)	(25)
단장기대여금및수취채권의 취득	(1)	(20,000)	-	(5,022)
NI 금융자산의 취득	(59)	(23,104)	(21,295)	(50,334)
NI 측정금융부채의 정상	(2,600)	(391)	(1,801)	(1,059)
AC 금융자산의 취득 - 투자활동	(131,317)	(406)	(4)	-
FVOCI 금융자산의 취득	(3,213)	(1,940)	(2)	(0)
사업결합으로 인한 현금유출액	(381)	(104)	-	-
관계기업에 대한 투자자산의 취득	-	-	-	(1,371)
임차보증금의 증가	(661)	(2,976)	(1,901)	(974)
토지의 취득	(569)	(1,247)	(1,957)	(109)
건물의 취득	(5,448)	(3,129)	(702)	(747)
구축물의 취득	(580)	(3,148)	(4,024)	(409)
기계장치의 취득	(5,905)	(3,451)	(6,255)	(8,475)
기타유형자산의 취득	(994)	(2,160)	(2,249)	(1,875)
건설중인자산의 취득	(23,558)	(19,220)	(36,163)	(49,033)
투자부동산의 취득	-	-	(362)	-
무형자산의 취득	(34)	(105)	(231)	(6,266)
선급금 및 미지급금의 지급	-	-	-	(574)
재무활동현금흐름	(8,871)	25,074	(5,264)	(81,665)
임대보증금의 증가	402	-	190	426
단기차입금의 증가	1,695	43,545	95,940	59,875
장기차입금의 증가	460	14,526	7,606	9,862
임대보증금의 감소	(603)	(1)	(0)	(201)
단기차입금의 상환	(1,927)	(6,325)	(83,241)	(124,261)
유동성장기차입금의 감소	(820)	(15,949)	(1,250)	(16,225)
주식발행비, CPS의 감소	-	(3,168)	(63)	-
장기차입금의 상환	-	-	(977)	(3,550)
리스부채의 지급	(334)	(1,102)	(1,940)	(2,177)
자기주식의 취득으로 인한 현금의 유출	-	-	(15,937)	-
배당금지급	(7,744)	(6,453)	(5,593)	(5,414)
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(33)	(1,221)	(204)	3,605
연결현금 및 합병변동으로 인한 변동	6,498	6,498	6,498	6,498
현금및현금성자산의순증가(감소)	(16,764)	4,529	13,121	(9,133)
기초현금및현금성자산	65,809	49,048	53,577	66,698
기말현금및현금성자산	49,048	53,577	66,698	57,565

8.2. 단일판매공급계약 공시 내역

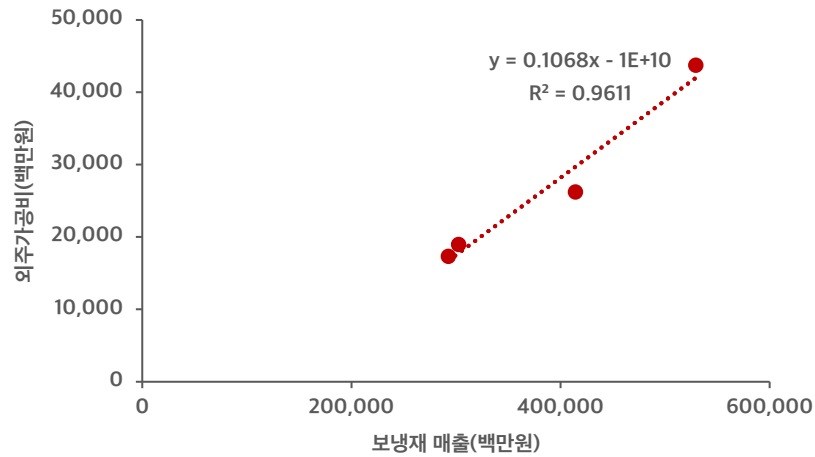
단일판매공급계약체결 공시							
계약 내용	계약 시작	계약 종료	계약 기간 (월)	금액 (백만 원)	계약 상대방	고시 환율	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2019-10-23	2021-03-10	16.6	48,109	현대중공업	1171.4	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2020-01-20	2021-05-06	15.5	31,635	현대삼호	1158.8	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2020-04-08	2021-07-30	15.7	16,832	현대중공업	1222.4	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2020-08-24	2022-12-31	28.2	194,542	삼성중공업	1185.3	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2020-12-08	2030-12-31	120.8	415,210	삼성중공업	1389.5	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2021-02-08	2028-03-31	85.7	162,126	현대삼호	1124	
LNG 운반선 및 에탄운반선용 초저온 보냉재 2차 방벽 복합소재(RSB)	2021-03-19	2023-12-31	33.4	43,990	동성화인텍	1131.8	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2021-07-19	2023-01-20	18.1	15,250	현대삼호	-	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2021-07-19	2023-12-29	29.4	78,556	현대중공업	1145.7	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2021-09-06	2023-10-15	25.3	31,284	현대삼호	1157.3	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2021-09-06	2024-04-21	31.5	47,873	현대중공업	1157.3	
LNG 수송선 및 LNG 추진선의 초저온 보냉자재	2021-12-14	2024-11-12	35.0	172,140	삼성중공업	1178.8	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2021-12-28	2023-09-30	21.1	32,160	현대중공업	1186.7	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2021-12-28	2023-11-28	23.0	16,080	현대삼호	1186.7	
LNG 운반선 화물창용 및 LNG 추진선 연료탱크용 초저온 보냉자재	2022-06-29	2025-11-05	40.3	47,421	현대중공업	1292.9	
LNG 운반선 화물창용 및 LNG 추진선 연료탱크용 초저온 보냉자재	2022-06-29	2025-11-05	40.3	191,755	현대삼호	1292.9	
LNG 수송선 및 LNG 추진선의 초저온 보냉자재	2022-07-27	2026-12-31	53.2	445,027	삼성중공업	1312.8	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2022-11-01	2025-11-30	37.0	58,432	현대삼호	1421.7	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2022-11-01	2026-02-28	39.9	136,341	현대중공업	1421.7	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2022-11-01	2026-06-29	43.9	76,658	삼성중공업	1421.7	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2023-06-21	2028-08-31	62.4	167,635	삼성중공업	1282.2	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2023-07-17	2027-12-31	53.5	405,557	현대중공업	1266.1	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2023-07-17	2026-09-30	38.5	110,606	현대삼호	1266.1	
LNG 수송선 화물창용 초저온 보냉자재	2025-03-04	2027-12-31	33.9	263,616	현대중공업	1458.7	

8.3. MDI kg당 가격 추이 및 분기별 원재료비

분기별 원재료비							
(단위 : 백만원)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
원재료비	212,248	119,380	143,382	40,009	49,105	108,803	116,488
보냉재 매출	201,959	182,750	194,212	170,621	194,158	224,562	231,273
% of 보냉재 sales	105.1%	65.3%	73.8%	23.4%	25.3%	48.5%	50.4%



8.4. 외주가공비 회귀분석



8.5. 기타손익 추정

기타손익 추정										
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25	2025E	2026E	2027E	2028E
기타수익	10,157	8,104	21,725	2,842	810	1,382	2,191	2,309	2,407	2,302
임대료수익	401	122	296	1,005	(49)	523	474	592	690	586
유형자산처분이익	2,880	16	22	6	5	5	11	11	11	11
지분법처분이익	-	-	-	44	-	-	-	-	-	-
잡이익	451	532	962	1,778	853	853	1,706	1,706	1,706	1,706
보험금수익	-	-	20,444	-	-	-	-	-	-	-
기타수익	6,425	7,434	0	9	-	-	-	-	-	-
기타비용	17,543	151	44,213	1,719	1,777	890	2,668	1,383	1,041	1,174
감가상각비, 상각비	647	98	106	445	102	102	203	203	203	203
유형자산처분손실	54	0	52	144	970	-	970	-	-	-
재고자산감모손실	-	-	13,652	-	-	-	-	-	-	-
유형자산손상차손	12,131	9	20,067	-	597	-	597	-	-	-
무형자산손상차손	4,523	-	8,129	693	3	-	3	-	-	-
기타손실	189	43	2,207	437	107	789	896	1,180	837	971

8.6. 이자수익, 이자비용 및 금융손익 추정

금융손익 추정										
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25	2025E	2026E	2027E	2028E
금융손익	1,419	(3,832)	(443)	(18,028)	3,166	(908)	2,257	1,556	1,784	1,784
금융수익	3,520	2,908	5,482	5,960	2,699	2,251	4,950	4,367	4,529	4,529
이자수익	2,011	1,945	4,304	5,083	2,553	2,122	4,675	4,092	4,253	4,253
배당금수익	512	962	1,178	276	146	129	276	276	276	276
기타수익	997	-	-	602	-	-	-	-	-	-
금융비용	852	3,114	4,839	7,932	3,118	3,160	6,278	2,812	2,745	2,745
이자비용	384	914	4,526	5,058	2,983	2,983	5,965	2,499	2,432	2,432
기타비용	468	2,200	312	2,874	136	177	312	312	312	312
금융손익	(1,249)	(3,626)	(1,087)	(16,056)	3,584	-	3,584	-	-	-
외화환산손익	(1,829)	(1,311)	(494)	142	(854)	-	(854)	-	-	-
외환차손	(1,010)	1,397	979	6,237	(3,420)	-	(3,420)	-	-	-
파생상품평가손익	-	-	-	-	(7,584)	-	(7,584)	-	-	-
NI자산손익	1,590	(3,712)	(1,573)	(22,434)	15,443	-	15,443	-	-	-

이자수의 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25	2025E	2026E	2027E
이자수익	2,011	1,945	4,304	5,083	2,553	2,122	4,675	4,092	4,253
유효이자율(%)	2.4%	2.5%	5.4%	7.6%	2.4%	2.4%	5.3%	6.1%	6.4%
이자부자산	83,772	76,294	80,192	66,560	105,624	87,790	87,790	66,975	66,910
현금및현금성자산	49,048	53,577	66,698	57,565	93,233	75,399	75,399	66,554	66,506
단기금융상품	15,573	13,165	13,022	8,598	8,241	8,241	8,241	-	-
단기 AC금융자산	10,634	5	-	-	3,756	3,756	3,756	-	-
장기금융상품	-	2,617	352	277	275	275	275	301	284
장기 AC금융자산	8,517	6,930	120	120	120	120	120	120	120

이자비용 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25	2025E	2026E	2027E
이자비용 추정	384	914	4,526	5,058	2,983	2,983	5,965	2,499	2,432
유효이자율(%)	1.5%	1.5%	3.3%	6.9%	4.9%	4.9%	9.8%	6.7%	7.8%
이자부부채	26,003	62,649	137,348	72,873	61,181	61,181	61,181	37,512	31,244
단기리스부채	676	1,524	1,561	1,647	1,469	1,469	1,469	1,559	1,558
단기차입금	7,098	44,318	89,232	37,232	15,210	15,210	15,210	-	-
유동성장기차입금	15,949	853	15,250	5,931	5,518	5,518	5,518	5,518	-
CB, BW	-	-	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	-	-
장기차입금	-	-	200	-	11,576	11,576	11,576	11,576	11,576
장기리스부채	2,281	15,953	21,105	18,063	17,407	17,407	17,407	18,858	18,109

8.7. 법인세비용 추정**법인세비용**

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1H25	2H25	2025E	2026E	2027E
법인세비용	14,109	8,639	6,383	8,115	13,644	15,394	29,038	40,586	52,354
세전이익	28,460	28,900	(7,063)	28,439	64,858	73,173	138,031	192,925	248,863
유효법인세율(%)	49.6%	29.9%	-90.4%	28.5%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 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. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.