

2025. 10. 27

금융으로
만나는 새로운 세상

IBKS 조선 In-Depth

냉각의 미학, 보냉재가 뜨겁다

조선/기계 오지훈

02) 6915-5662

jihoonoh@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목, 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

1. 보냉재: 시장의 오해와 진실.....	3
2. LNGc 발주: 2028년 슬롯도 실질적으로 이미 '완판' 이라 판단.....	6
LNGc 사이클 점검: 발주, 지연된 것일까, 취소된 것일까?.....	6
발주 지연의 이유: 1) 길어진 백로그, 2) 지정학적 리스크, 3) 운임 약세.....	7
발주 전망: 2028년 슬롯도 '이미 완판' 이라 전망하는 이유.....	10
노후선까지 더하면 LNGc 슬롯 부족은 이미 기정 사실화.....	12
3. 수주: 수주가 아니라 잔고를 봐야한다.....	13
수주: 감소 추세일 수밖에 없는 이유.....	13
수주 잔고: 잔고는 여전히 견조한 흐름. 수주 M/S는 의미 없음.....	14
4. 실적: 2027년까지 성장을 전망하는 이유.....	15
컨센서스: 2026년 매출 감소? 섬불리 판단하지 말자.....	15
물량(Q): LNGc는 조금 감소해도 필요한 보냉재는 티끌 모아 증가합니다.....	16
가격(P): 고선가 물량은 이제야 반영 시작.....	23
원가(C): 핵심 원재료 가격 하향 안정화 추세 지속 전망.....	25
5. 밸류에이션: LNG 3차 사이클, 1~2차 사이클 멀티플 살펴보기.....	27
과거: 1~2차 사이클 당시 PER 14~16배 수준.....	27
현재: 과거 대비 높아진 멀티플, 그럴 수밖에.....	28
6. 투자전략: 양사 모두 강력 매수 추천.....	29
Appendix: 보냉재 개요.....	30
보냉재 개발: LNG 해상운송 시대 개막.....	30
보냉재 종류: Mark-III vs. NO 96.....	32
BOR(Boil-Off Rate, 일일기화율)의 중요성.....	34
기업분석.....	35
한국카본: 한국을 넘어 중국, 어쩌면 전 세계로.....	36
동성화인텍: 늦은만큼 가파를 것이다.....	40

1. 보냉재: 시장의 오해와 진실

오해 #1: 2028년 LNGc 슬롯, 완판 불가?

한국의 2028년 LNGc
슬롯도 실질적으로
‘완판’이라 판단

당사는 2028년 한국 조선소의 LNG 운반선(LNGc) 건조 슬롯은 실질적으로 이미 ‘완판’된 상태라 판단한다. 1) 공급 측면에서 2028년에는 고수익성의 컨테이너선 인도가 증가함에 따라 LNGc 최대 건조 능력이 기존 72척에서 65~68척으로 다소 감소할 예정이다. 2) 수요 측면에서는 미국의 CP2 LNG 액화플랜트, 모잠비크 LNG 등 현재 외신에 공개된 발주 문의만으로도 30척이 확인된다. 이에 따라 2028년 한국 조선업은 최소 66척의 LNGc를 인도할 것으로 예상된다(본문 11쪽 표 2 참조).

오해 #2: 보냉재 신규 수주가 가장 중요?

수주 감소는 4년치
수주잔고 확보 이후
자연스러운 과정.
수주 M/S 보다는
수주잔고 M/S가 더 중요

신규 수주 점유율보다 수주잔고 점유율이 더 의미 있는 지표라 판단한다. 시장에서는 2024년 한국카본과 2025년 동성화인텍의 수주 공백을 우려하고 있다. 실제로 한국카본의 2026~2027년 매출액 컨센서스가 2025년 대비 역성장하는 이유는 2024년 보냉재 수주가 전무했기 때문이다. 다만 두 보냉재 업체는 2022년에 4년치 물량을 확보한 이후에도 현재 2년 치 이상의 충분한 잔고를 유지하고 있어, 수주 공백이 즉시 매출 공백으로 이어지지는 않을 것이다. 국내 보냉재 시장은 사실상 두 업체가 양분하고 있으며, 양사의 생산능력은 유사한 수준이다. 실제로 수주잔고 점유율 역시 두 회사가 40~60% 범위 내에서 균형을 이루고 있다.

오해 #3: 2027년 LNGc 인도 척 수가 감소해서 보냉재 매출 성장 정체?

한국과 중국이 필요한
보냉재 수요 감안하면
2027년까지 매출과 이익
모두 성장

한국 조선소의 2027년 LNGc 인도 척 수는 2026년 대비 4척 감소한다. 그러나 한국과 중국의 LNGc 뿐만 아니라 보냉재가 적용되는 기타 선종의 수요를 종합적으로 고려할 때, 한국카본과 동성화인텍 모두 매출과 이익은 2027년까지 동반 성장할 가능성이 높다. (한국과 중국의 모든 보냉재 수요를 정리한 데이터는 본 보고서가 유일하다(본문 4 쪽 표 1 참조)).

2027년까지 매년 역대 최고 매출 갱신, 사상 최고 수익성 전망

조선기자재 엔진, 탱크
업체들은 27~28년 실적
기준 밸류를 받고 있음.
보냉재도 27년 기준
밸류에이션을 해야 함이
마땅하다고 판단

보냉재 업종은 최소 2027년까지 매년 역대 최고 매출을 갱신할 전망이다. 이는 LNG 1,2차 사이클 대비 생산능력이 두 배 확대된 결과이며, 현재 진행 중인 LNG 3차 사이클에서는 역대 최고 수준의 수익성 달성도 충분히 가능할 것으로 보인다. 주요 원재료인 MDI 가격이 유가 안정화와 중국 화학업체들의 증설로 하향 안정화되고 있어 원가 부담이 크게 완화되고 있기 때문이다. 현재 조선기자재 업체 중 엔진 업체들과 탱크 업체는 2027~2028년 기준 밸류에이션이 반영되고 있다. 당사는 한국 조선업의 2028년 LNGc 슬롯도 실질적으로 완판 상태라 판단하며 보냉재 업체들 역시 2027년 기준 밸류에이션 하는 것이 타당하다고 본다.

투자전략: LNG 운반선 발주 폭풍전야, 보냉재 매수로 대비할 때

한국카본 투자포인트:
독점 생산하는 고마진
제품으로 높은 수익성

동성화인텍 투자포인트:
상대적으로 가파른 수익성
개선 속도, 저렴한
밸류에이션

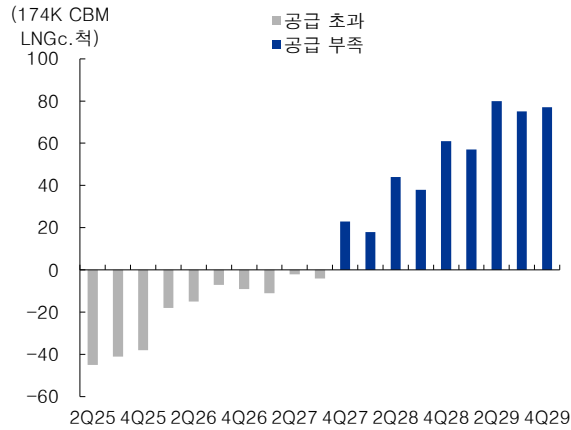
보냉재 업종에 대한 비중확대 의견을 제시하며, 양사 모두에 대해 강력 매수 의견을 제시한다. LNG 3차 사이클과 2025년 4분기~2026년 상반기에 재개될 LNG 운반선 발주에 대비해, 지금이 보냉재 2사 매수로 대응해야 할 때다. 한국카본은 고마진 제품인 SB(Secondary Barrier, 이차방벽용 필름 소재)를 독점 생산하며 동종업체 대비 높은 수익성을 기록하고 있다. 동성화인텍은 현재 영업이익률이 한 자릿수 수준에 머물러 있으나, 3Q25부터 단가 상승과 원가 하락이 반영되며 경쟁사 대비 수익성 개선 속도가 더욱 가파를 전망이다. 과거 LNG 1차 사이클 당시 연간 17%의 영업이익률을 기록하며, 19%를 달성했던 한국카본에 필적하는 수익성을 입증한 바 있기 때문이다.

표 1. 보냉재 필요 물량 시뮬레이션 Case 1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정

No	단위: 천 CBM, %, 척, 십억원	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(천 CBM)													
2	1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	3,102	2,784	2,243	2,462	3,244	7,010	3,912	4,200	6,940	9,068	10,798	11,795	8,158
3	2. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	3,532	1,656	2,935	1,989	4,478	6,460	3,734	4,724	7,606	9,883	10,886	11,391	6,312
4	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재 YoY(%)													
5	1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	-4%	-10%	-19%	10%	32%	116%	-44%	7%	65%	31%	19%	9%	-31%
6	2. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	19%	-53%	77%	-32%	125%	44%	-42%	27%	61%	30%	10%	5%	-45%
7	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재 YoY(척)													
8	1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	-1	-2	-3	1	4	22	-18	2	16	12	10	6	-21
9	2. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	3	-11	7	-5	14	11	-16	6	17	13	6	3	-29
10	보냉재 2사 매출 합계													
11	보냉재 2사 매출 합계 YoY(%)	-10%	1%	-21%	-12%	27%	52%	-8%	10%	40%	19%	25%	1%	4%
12	한국카본, 동성화인텍 매출 합계(십억원)	590	593	470	415	527	800	733	803	1,128	1,339	1,674	1,690	1,751
13	한국카본	243	258	239	227	273	412	368	369	594	742	921	892	912
14	동성화인텍	347	335	231	188	253	388	365	434	534	597	753	798	840
15	Case 1. 선박 인도 9개월 전 보냉재 납품 가정													
16	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(C=A+B)	3,102	2,784	2,243	2,462	3,244	7,010	3,912	4,200	6,940	9,068	10,798	11,795	8,158
17	LNGc %	98%	90%	100%	100%	99%	95%	92%	97%	98%	93%	95%	86%	88%
18	VLEC %	2%	10%	0%	0%	1%	4%	5%	2%	0%	0%	0%	9%	2%
19	LNG BV %	0%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	3%	3%
20	컨테이너 D/F %	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	1%	2%	3%	1%	1%	4%
21	FLNG %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	6%
22	한국 총 필요 보냉재(A+B-2, 천 CBM)	3,362	3,566	4,081	4,281	3,515	8,145	4,341	4,128	7,254	10,141	10,499	10,948	8,066
23	한국 Mark-III 계열(A-B-1+A+B+A+B, 천 CBM)	3,102	2,784	2,213	2,462	2,648	6,749	3,732	4,128	6,819	8,214	8,546	9,282	7,022
24	한국 NO-96 계열(B-2, 천 CBM)	521	1,565	3,737	3,639	1,734	2,792	1,218	0	870	3,855	3,906	3,332	2,088
25	중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(B-B-1+7+8+9)			30		596	261	180	72	122	854	2,253	2,513	1,136
26	한국, 중국 SB 필요량(174_K LNGc 척수 기준, C/174)	18	16	13	14	19	40	22	24	40	52	62	68	47
27	한국 SB(A/174, 척)	18	16	13	14	15	39	21	24	39	47	49	53	40
28	중국 SB(B/174, 척)					3	2	1		1	5	13	14	7
29	한국													
30	① LNGc	3,622	4,095	5,950	6,101	4,382	9,258	4,762	4,034	7,590	11,575	11,996	11,742	8,384
31	①-1, Mark-III 계열	3,102	2,531	2,213	2,462	2,648	6,466	3,544	4,034	6,720	7,720	8,090	8,410	6,296
32	삼성중공업	1,393	844	1,395	880	896	2,816	870	1,050	2,988	3,492	3,492	3,486	2,784
33	HD현대중공업	1,012	1,338	818	1,234	1,056	2,084	1,102	1,766	2,340	2,662	2,858	3,010	2,114
34	HD현대삼호	697	349		348	696	1,566	1,572	1,218	1,392	1,566	1,740	1,914	1,398
35	①-2, NO-96 계열	521	1,565	3,737	3,639	1,734	2,792	1,218		870	3,855	3,906	3,332	2,088
36	한화오션, Hanwha Philly Shipyard	521	1,565	3,737	3,639	1,734	2,792	1,218		870	3,855	3,906	3,332	2,088
37	② VLEC		253				282	188	94		48	48	476	239
38	삼성중공업		253				141	94					48	192
39	HD현대중공업						141	94	94		48	48	284	47
40	HD현대삼호												144	
41	③ LNG BV		12		8			18	57				49	162
42	④ 컨테이너 D/F(인도 당해년도 납품 가정)									98	185	60	48	139
43	⑤ FLNG(30개월 전 납품 가정)										261	348	348	348
44	중국													
45	⑥ LNGc	344	697	901	174	596	537	563	712	1,472	2,266	4,103	3,681	3,202
46	⑥-1, Mark-III 계열(후동중화 외)			30		596	189	55	30	80	700	2,189	2,115	880
47	⑥-2, NO-96 계열(후동중화)	344	697	871	174		348	508	682	1,393	1,566	1,914	1,566	2,322
48	⑦ VLEC												288	144
49	⑧ LNG BV					19	19	27		34	15	33	291	92
50	⑨ 컨테이너 D/F						72	125	42	42	154	64	110	112

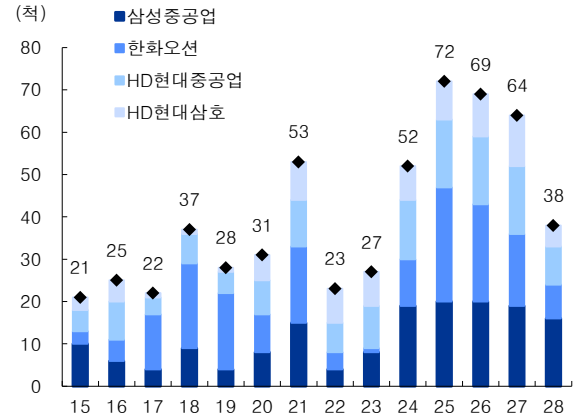
자료: Clarksons, GTT, Dart 전자공시, IBK투자증권

그림 1. LNGc 공급 수요 차이: 4Q27부터 다시 LNGc 공급 부족 진입, 노후선 교체 시점에 따라 더 앞당겨 질 가능성도 있음



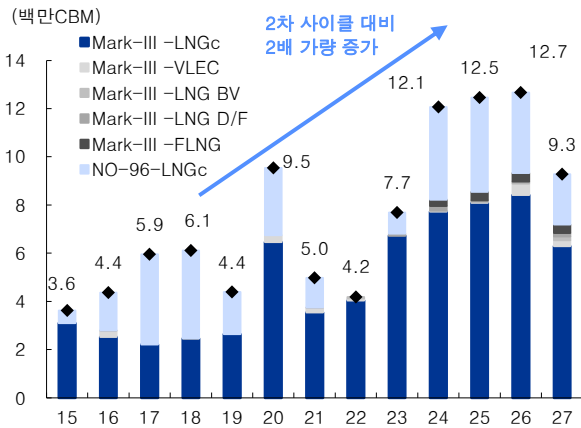
자료: Capital Clean Energy, IBK투자증권

그림 2. 한국 LNGc 인도 스케줄: 2027년 전년대비 4척이 감소하나 다른 보냉재가 필요한 선종들에서 충분히 메꿀 수 있음



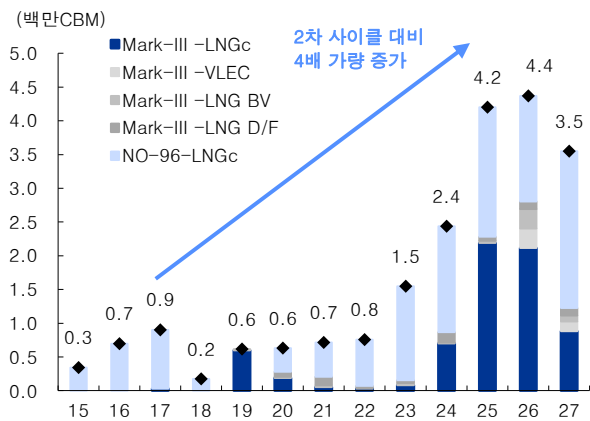
Note: 2025년 한화오션 수주에 Hanwha Philly SY에서 수주한 LNGc 2척 포함
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 3. 한국 보냉재 필요 물량-선박 인도 9개월 전 납품 가정



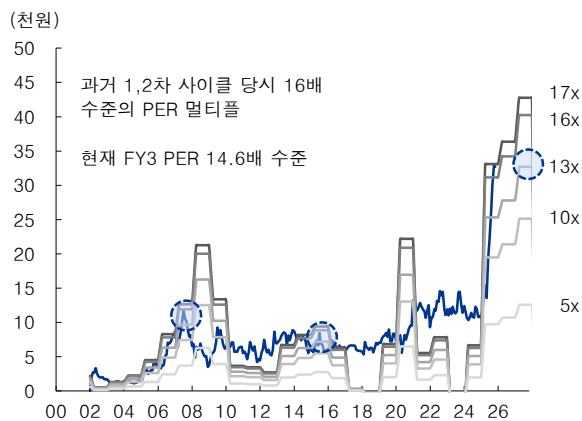
자료: Clarksons, GTT, IBK투자증권

그림 4. 중국 보냉재 필요 물량-선박 인도 9개월 전 납품 가정



자료: Clarksons, GTT, IBK투자증권

그림 5. 한국카본 PER 밴드: FY3 PER 14.6배 수준



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 6. 동성화인텍 PER 밴드: FY3 PER 9.6배 수준



자료: Quantiwise, IBK투자증권

2. LNGc 발주: 2028년 슬롯도 실질적으로 이미 ‘완판’이라 판단

LNGc 싸이클 점검: 발주, 지연된 것일까, 취소된 것일까?

슬로우했던 LNGc 발주.
시장은 LNGc 발주에 대한
우려 제기

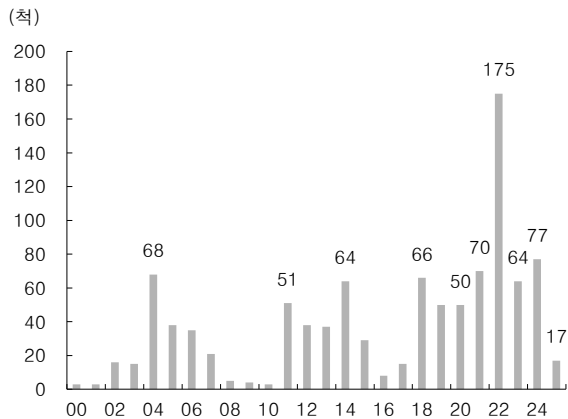
2025년 4월까지 글로벌 LNGc 발주는 단 4척에 그쳤다. 여기에 2028년 납기 슬롯에 대한 인콰이어리도 많지 않자, 시장에서는 그동안 당연시되던 LNGc 발주 흐름이 둔화될 수 있다는 우려가 제기되기 시작했다. 이는 최근 몇 년간 LNGc 발주가 예외적으로 강세를 보였고, 고수익성 선종인 LNGc가 조선업 실적 개선의 핵심 동력이었던 점에서 비롯된 것이다. 따라서 LNGc 수주 감소는 곧 조선사의 수익성 약화로 이어질 수 있다는 시장의 경계심이 확산되고 있다.

당사는 한국 조선업의
2028년 LNGc 슬롯도
실질적으로 ‘완판’이며
4Q25~1H26에 LNGc
발주가 재개될 것이라
전망

당사는 4Q25~1H26에 LNGc 발주가 재개될 것이라 전망한다. 그동안 1) 길어진 백로그, 2) 지정학적 리스크, 3) 운임 약세 등의 이유로 발주가 지연된 것은 사실이나, 발주가 지연된 이유들이 모두 해소되는 국면에 있기 때문이다. 또한 2028년 한국 조선소가 실질적으로 수주할 수 있는 LNGc 슬롯도 20척 수준밖에 남지 않았다고 판단하며, 2028년 한국 조선소의 LNGc 슬롯도 ‘완판’될 가능성이 높다고 전망한다.

그림 7. 글로벌 LNGc 발주 현황:

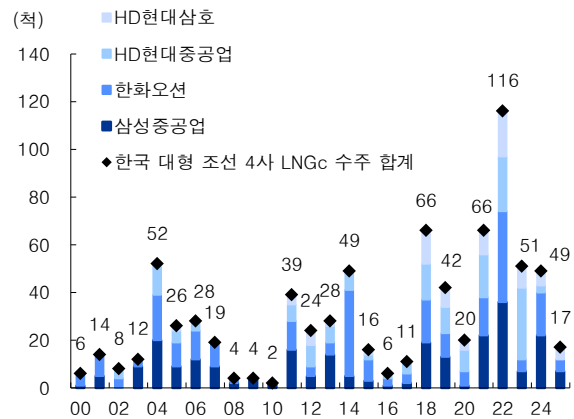
2025년 YTD 17척 발주, YoY 발주 감소는 불가피하지만,
한국의 2028년 슬롯은 ‘완판’될 가능성 높다고 판단



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 8. 한국 대형 조선 4사의 연도별 LNGc 수주 현황:

2025년 발주는 하반기부터 재개되었지만 여전히 적음,
다만 한국의 2028년 슬롯은 ‘완판’될 가능성 높다고 판단



Note: 2025년 한화오션 수주에 Hanwha Philly SY에서 수주한 LNGc 2척 포함
자료: Clarksons, IBK투자증권

발주 지연의 이유: 1) 길어진 백로그, 2) 지정학적 리스크, 3) 운임 약세

1) 길어진 백로그

LNGc 2023년 발주 물량
리드타임이 4년까지
길어짐, 이후 정상화 중

길어진 백로그는 해운사들에게 발주 부담으로 작용해 왔다. 2022년 카타르가 48척의 LNGc를 2026년 인도 슬롯까지 한꺼번에 발주하면서 LNGc 발주 경쟁이 과열된 바 있다. 그 결과 2023년에는 리드타임이 4~5년에 달하는 장기 물량이 전체의 45%를 차지했는데, 이는 과거 10년 평균(2~3년 45%, 3~4년 40%)과 비교해도 발주 과열이 얼마나 심각했는지를 보여준다.

2028년 LNGc 인도를
위해서는 2026년 상반기
까지 발주해도 충분

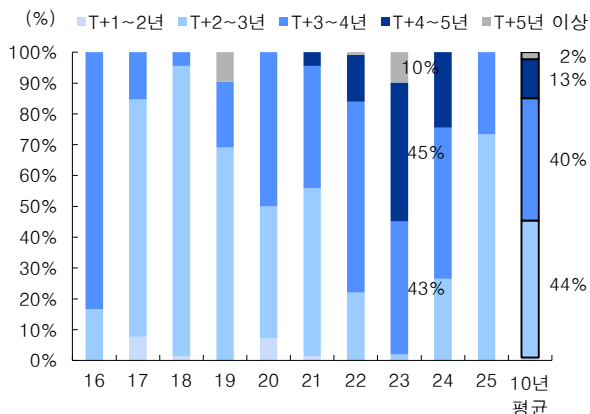
그러나 2025년 들어 LNGc 발주가 다소 지연되면서, 과도하게 늘어났던 백로그에 대한 우려는 상당 부분 해소되었다. 현재 한국 조선소에 LNGc를 발주할 경우 약 2~3년 후인 2028년에 인도가 가능한 상황으로, 시장은 점차 정상적인 리드타임 구간으로 복귀하고 있다. LNGc는 설계와 기자재 발주를 포함할 경우 최소 2.5년의 건조 기간이 소요된다. 따라서 2028년 인도를 위한 발주는 2026년 상반기까지 진행되어도 충분한 상황이다.

2) 지정학적 리스크

2024년 바이든 행정부의
신규 LNG 프로젝트 수출
허가 중단으로 LNG
프로젝트들 지연. 그러나
트럼프 행정부 출범 이후
지연되었던 프로젝트들의
FID 진행 중

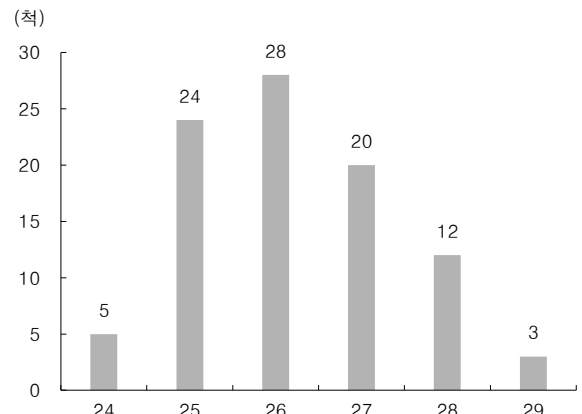
2024년 바이든 행정부가 신규 LNG 프로젝트의 수출 허가를 일시 중단하면서 CP2 LNG, Rio Grande LNG 등 주요 프로젝트들의 FID가 연기됐다. 동시에 미중 무역 갈등이 심화되며 중국 에너지 기업들이 미국산 LNG 장기 구매 계약을 주저하면서, 관련 LNGc 발주도 함께 늦춰졌다. 그러나 트럼프 행정부 출범 이후 에너지 수출 확대 정책이 재개되면서 상황은 반전됐다. 2025년 들어 CP2 LNG와 Rio Grande LNG 프로젝트가 연이어 FID를 통과했고, 이에 따라 지연됐던 LNGc 발주가 4Q25~1H26부터 본격적으로 재개될 가능성이 높아졌다고 판단한다.

그림 9. 한국 조선소 LNGc 계약일자별 리드타임 비중 추이:
2023년에 4년 이후 슬롯 계약이 무려 절반 이상, 정상화 중



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 10. 한국 조선소 카타르 LNGc 인도 예정 스케줄: 카타르는
2022년 당시 4년 후인 2026년 LNGc 슬롯까지 예약,
카타르 외 해운사들에게는 발주 부담으로 작용



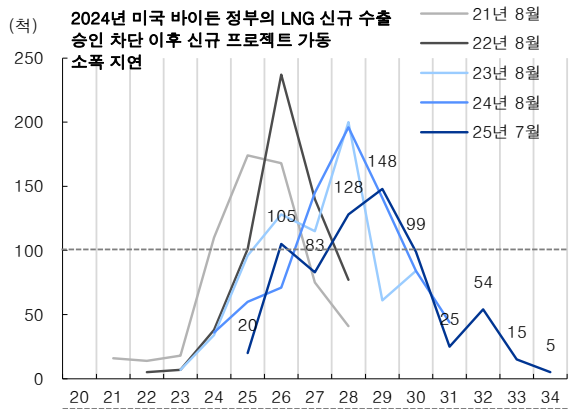
자료: Clarksons, IBK투자증권

3) LNGc 공급 과잉으로 인한 운임 약세

2026년 LNGc 운임 회복
및 금리 인하로 발주 재개
전망

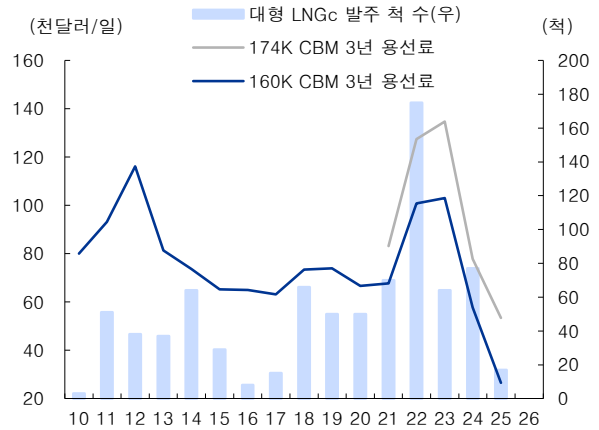
현재 LNGc 운임 약세가 지속되며 해운사들의 발주여력이 소폭 감소한 상태이다. LNGc 운임이 약세인 이유는 2024년 미국 바이든 정부의 LNG 신규 수출 승인 차단 이후 신규 프로젝트들의 가동은 소폭 지연된 반면, LNGc의 경우 3~4년 전에 이미 발주가 되었기 때문에 2025년은 LNGc 공급 과잉 상태이기 때문이다. 다만, 2026년부터 지연되었던 프로젝트들이 가동됨에 따라 2025년의 공급 과잉이 절반 수준으로 감소하고, 4Q27에는 다시 LNGc 공급 부족 상태로 진입한다. 또한 해운사들은 통상 선박금융을 활용해 선박을 발주하는데 금리도 인하 추세에 있어 2026년, LNGc 운임 반등과 함께 발주가 본격적으로 진행될 것이라 전망한다.

그림 11. LNG 액화플랜트 건설 중, FEED 단계 연도별 용량 추이



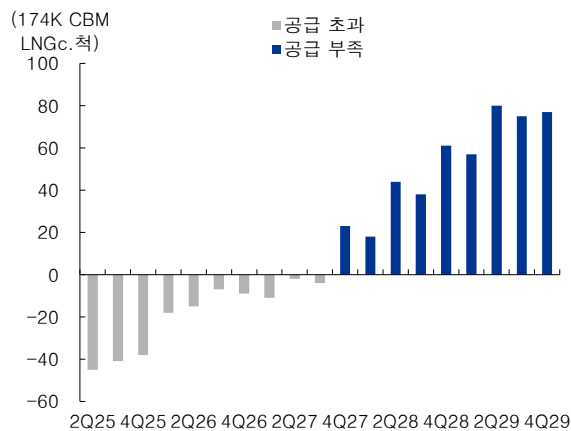
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 12. LNGc 스팟 운임, 신조 발주 추이



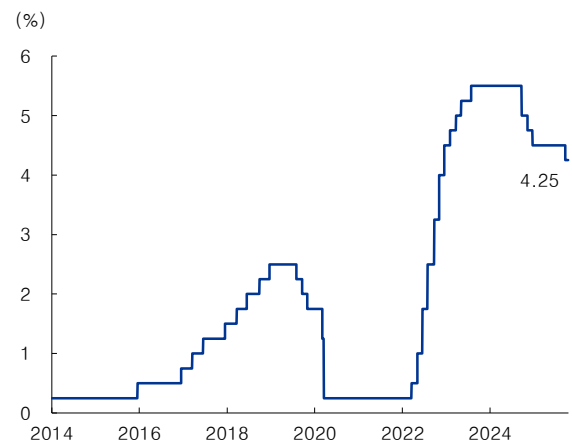
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 13. LNGc 공급 수요 차이: 4Q27부터 다시 LNGc 공급 부족 진입, 노후선 교체 시점에 따라 더 앞당겨 질 가능성도 있음



자료: Capital Clean Energy, IBK투자증권

그림 14. 미국 기준금리 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

4) 발주 지연이 무색하게 LNG 시장 펀더멘탈은 여전히 견조

2Q25 역대 세 번째로
많은 LNG SPA 계약 체결

LNGc 발주가 일시적으로 지연되고 있으나, LNG 시장의 펀더멘탈은 여전히 견조하다. 실제로 2025년 2분기 글로벌 시장에서는 지난 10년 중 세 번째로 많은 LNG 구매계약(SPA, Sales and Purchase Agreement)이 체결됐다. 특히 주목할 점은, 이 중 절반 이상이 미국의 Pre-FID(최종투자결정 전) 프로젝트에서 체결되었다는 것이다. FID 이전 단계에서 SPA를 확보했다는 것은 프로젝트의 수익성과 추진 안정성이 충분히 뒷받침되고 있음을 의미하며, 향후 FID 승인으로 이어질 가능성이 높다.

25년 상반기 미국에서만
역대 연간 최대치에
근접한 36MTPA의 LNG
액화플랜트 FID 체결

또한 2025년 상반기에만 미국 내에서 36MTPA 규모의 LNG 액화플랜트가 FID를 통과했다. 이는 역사적으로 FID가 가장 활발했던 2023년(37MTPA)에 거의 근접한 수준으로, 여전히 글로벌 LNG 투자가 왕성하게 진행되고 있음을 보여준다. 미국을 중심으로 한 신규 액화플랜트의 가동은 향후 대규모 운송 수요를 유발할 수밖에 없으며, 이에 따라 LNG 운반선(LNGc) 발주 역시 재개될 가능성이 높다.

현재 발주 지연은 구조적
둔화라기보다는 단기적
조정 국면에 불과.
4Q25~1H26 발주 재개
전망

결국 현재의 발주 공백은 구조적 둔화라기보다 단기적 조정 국면에 불과하다. 글로벌 LNG 생산능력 확대, FID 승인 증가, 그리고 에너지 안보를 중시하는 정책 기조가 맞물리며, LNGc 발주는 다시 대규모로 재개될 전망이다. LNGc는 설계와 기자재 발주를 포함할 경우 최소 2.5년의 건조 기간이 소요된다. 따라서 2028년 인도를 위한 발주는 2026년 상반기까지 진행되어도 충분한 상황이다. 4Q25~1H26, 본격적으로 LNGc 발주가 재개될 것이라 전망한다.

그림 15. LNG SPA 계약 추이: 2Q25에 과거 10년 중 역대 세 번째로 많은 LNG 구매 계약 체결

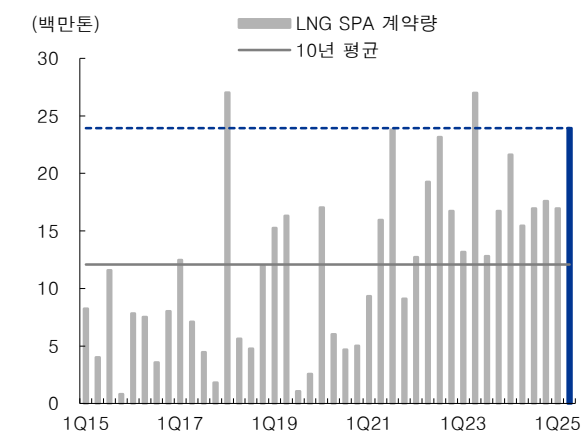
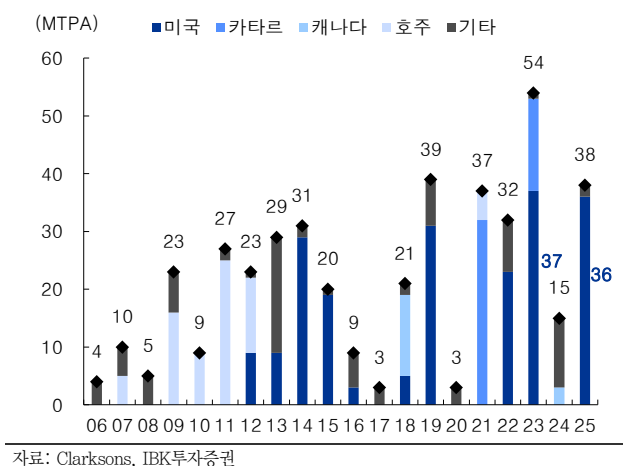


그림 16. 국가별 LNG 수출 FID 추이: 미국 2025년 상반기에만 36MTPA FID 완료, 연간 최대치인 37MTPA에 버금가는 수준



발주 전망: 2028년 슬롯도 ‘이미 완판’이라 전망하는 이유

한국 조선업의 2028년 LNGc 슬롯도 실질적으로 이미 ‘완판’이라 판단하는 이유 세 가지

1) 2028년 고수익성의 컨테이너선 인도 증가, LNGc 최대 캐파는 소폭 감소 예정

LNGc 발주 환경이 우호적이지 않고, 2025년 발주가 지연되고 있는 것도 사실이지만, 당사는 한국 조선업의 2028년 수주 가능한 LNGc 슬롯은 이미 실질적으로 ‘완판’ 상태라 판단한다. 1) 2028년 역대 두 번째로 많은 고수익성의 컨테이너선이 인도 예정이기 때문에 LNGc 수주 가능 슬롯이 소폭 감소할 것으로 추정하는데, 2) 그동안 지연된 토탈에너지스의 모잠비크 LNGc가 발주될 가능성이 높으며, 3) 이미 외신에 공개된 발주 문의 내용들만으로도 2028년 LNGc 슬롯은 부족할 가능성이 높기 때문이다.

2) 모잠비크 LNG 프로젝트 재개, 2028~2029년 슬롯에 나눠서 17척 발주 전망

1) 2028년 한국 조선업은 역대 두 번째로 많은 고수익성의 컨테이너선이 인도 예정이기 때문에 LNGc 최대 인도 척수가 소폭 감소할 전망이다. 컨테이너선은 상선 중 크기가 가장 크고, 특히 최근에는 DF선 위주로 발주되기 때문에 LNGc 다음으로 건조 기간도 길고 공수가 많이 들어간다. 따라서 컨테이너선의 수주가 증가하면 상대적으로 LNGc를 건조할 수 있는 슬롯이 감소할 수밖에 없다. 다만 LNGc 최대 수주 가능 척 수가 감소한다고 실망할 필요는 없다. 최근 수주하는 컨테이너선 역시 200백만 달러 이상의 고수익성 선박이고, 안벽 계류 기간이 LNGc 대비 6개월가량 짧기 때문에 도크 회전율은 오히려 개선되는 효과가 있기 때문이다.

2) 그동안 지연된 모잠비크 LNGc가 올해 안으로 발주 가능성이 높다고 판단한다. 모잠비크 LNG 프로젝트는 아프리카 역사상 최대 규모의 외국인 투자 사업으로 토탈에너지스가 운영을 맡고 있다. 토탈에너지스는 모잠비크 LNG를 위해 40척의 신규 LNGc 발주를 계획했고, 2020년 HD현대삼호와 삼성중공업에 17척 건조의향서(LOI)를 맺었었다, 그러나 2021년 모잠비크의 치안 악화로 토탈에너지스가 불가항력을 선언하면서 프로젝트는 장기 중단 상태에 들어가고 관련 발주도 중단되었다. 4년이 넘게 지연된 프로젝트이지만, 올해 안으로 재개될 가능성이 높다고 판단한다. 지난 7월 모잠비크 프로젝트 재개 보도 이후 10/3 모잠비크 대통령이 토탈의 불가항력 선언을 해제할 조건이 충족되었다 밝혔다고 로이터통신은 보도했다. 프로젝트는 2029년 가동을 목표로 하며, 선박 인도는 2028년과 2029년에 나뉘어 발주될 가능성이 높다고 판단한다.

그림 17. 모잠비크 LNG 프로젝트 개요



자료: Total Energies, IBK투자증권

그림 18. 10/3 모잠비크 대통령은 토탈의 불가항력 선언을 해제할 조건이 충족되었다고 밝힘. 2029년 가동 목표



자료: Reuters, IBK투자증권

3) 이미 외신에 공개된
발주 문의에서만 최소
21척의 수요 예상

3) 이미 외신에 공개된 2028년 슬랏의 LNGc 발주 문의만 최소 21척에 달하며, 모두 한국이 수주할 가능성이 높다고 판단한다. 지난 7월 미국 벤처글로벌사는 CP2 LNG 액화플랜트가 최종 투자 결정 승인했다. CP2는 연간 28MTPA의 LNG 생산능력을 보유 중이며 이를 운송하기 위해서는 30척의 LNGc가 필요하다. 다만 30척을 모두 신규로 발주할 가능성은 낮으며 최소 12척의 신조 발주를 전망한다. 이 외에도 캐피탈 마리티엄, 에퀴노르, 가스로그 등에서 9척의 LNGc 발주 의향을 밝혔다. 해당 회사들이 모두 미국, 유럽계라는 점을 감안하면, 한국이 21척의 LNGc를 모두 수주할 가능성이 높다고 판단한다.

한국 조선업의 LNGc 최대 개파는 72척(한화오션 23척, 삼성중공업 20척, HD현대중공업 16척, HD현대삼호 13척)으로 추정되는데, 앞서 서술한 컨테이너선을 감안하면 28년 실질 LNGc 수주 가능 슬랏은 65~68척이라 판단한다. 따라서 28년에는 약 20~23척 수준의 여유 슬랏만 남게 되기 때문에 2028년 한국 조선업의 LNGc 슬랏도 실질적으로 이미 '완판'이라 판단한다.

표 2. 국내 주요 조선사 선종별 수주 현황: 2028년 무려 67척의 고수익성의 컨테이너선 인도 예정. 2024년 75척의 컨테이너선 인도 당시 52척의 LNGc 인도, 2028년 68척의 LNGc 슬랏을 가정하더라도, 이미 외신에 공개된 내용들만으로도 한국 조선업의 2028년 LNGc 슬랏은 실질적으로 '완판'

(단위: 척)	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	2028년 추가분
HD현대중공업	34	44	37	39	44	46	35	58	40	3	
LNGc	8	11	7	11	14	16	16	16	9	3	
LPGc	7	11	5	10	4	7	13	26	7	0	
컨테이너	5	13	6	15	22	21	5	7	26	0	HMM 4
탱커	9	7	19	2	0	2	0	10	0	0	
기타	5	2	0	1	4	0	0	0	0	0	
삼성중공업	37	40	30	30	43	36	31	47	30	0	
LNGc	9	15	4	8	19	20	20	19	19	4	모잠비크 4
LPGc	1	2	2	0	0	2	0	9	1	0	
컨테이너	12	6	4	15	24	11	9	13	1	0	
탱커	11	14	20	7	0	3	2	6	13	0	
기타	4	3	0	0	0	0	0	0	0	0	
한화오션	27	32	17	26	28	43	34	37	21	3	
LNGc	9	18	4	1	11	22	23	17	7	0	
LPGc	0	0	2	6	4	0	3	7	0	0	
컨테이너	7	5	5	8	12	16	0	4	16	3	HMM 4
탱커	11	9	6	11	1	0	7	9	2	0	
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
HD현대삼호	26	30	30	33	31	31	33	44	29	0	
LNGc	6	9	8	8	8	9	10	12	10	4	모잠비크 5
LPGc	0	2	4	10	4	1	4	9	6	0	
컨테이너	3	2	5	6	17	16	10	11	18	0	
탱커	13	10	10	7	1	2	9	12	0	0	
기타	4	7	3	2	1	3	0	0	0	0	
LNGc 합계	32	53	23	28	52	67	69	64	45	11	CP2 12
LNGc 잔여슬랏	-	-	-	-	-	2	0	6	20~23	61	Capitol Maritime 4
LNGc Mark-III 합계	23	35	19	27	41	45	46	47	38	11	Equinor 4
VLEC 합계	1	5	4	2	0	1	1	13	3	0	Gaslog 1
컨테이너 합계	27	26	20	44	75	64	24	35	61	3	총합 21

자료: IBK투자증권

노후선까지 더하면 LNGc 슬롯 부족은 이미 기정 사실화

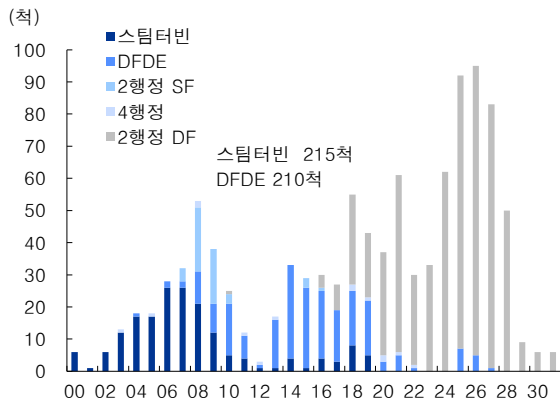
환경 규제에 의한 노후
LNGc 수익성 악화

설령 신규 프로젝트에서 2028년 LNGc 슬롯을 모두 채우지 못한다 하더라도 크게 우려하지는 않는다. 노후선 교체 발주로도 어마어마한 수요가 대기 중이기 때문이다. 현재 전 세계에서 운항 중이거나 잔고에 포함된 대형 LNGc 1,056척 중 약 40%가 구형 엔진을 탑재하고 있다. 이 중 스팀터빈 LNGc는 215척(20%), DFDE는 210척(20%)으로, 상당수가 향후 환경 규제 강화에 따른 비용 상승 압박에 직접적으로 노출되어 있다.

운임 약세로 노후 LNGc
경제성 악화 → 유헴,
폐선 상태로 이어져 이를
대체하기 위한 신규 발주
수요 발생 전망

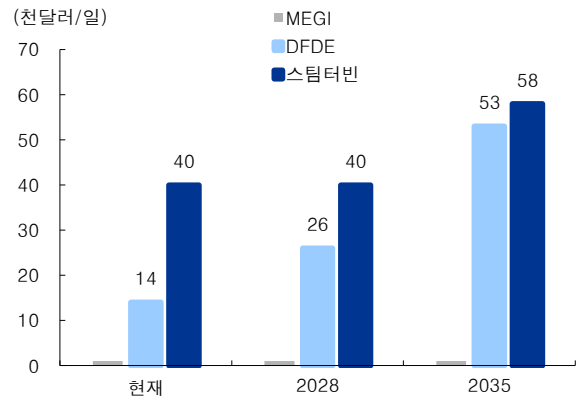
환경 규제뿐 아니라, 최근의 운임 약세도 노후 LNGc의 경제성을 빠르게 악화시키는 요인으로 작용하고 있다. 스팀터빈 LNGc는 하루 평균 증발가스율(BOR)이 0.15%로, 최신형 LNGc(0.1% 미만) 대비 높은 수준이다. 즉, 항해 중 자연적으로 손실되는 LNG의 양이 많아 효율성이 떨어진다는 의미다. 운임이 강세일 때는 이 문제가 일부 상쇄되지만, 현재처럼 운임이 약세인 시장에서는 스팀터빈 LNGc의 수익성이 사실상 상실된 상태다. 실제로 현재 스팀터빈 LNGc의 약 16%가 유헴 상태로, 이는 역대 최고 수준에 해당한다. 또한 2025년 들어 노후 LNGc의 폐선 규모 역시 사상 최대 수준을 기록하고 있어, 향후 폐선 선박을 대체하기 위한 신규 발주 수요가 지속적으로 발생할 것으로 예상된다.

그림 19. LNGc 엔진 타입별 선대 추이



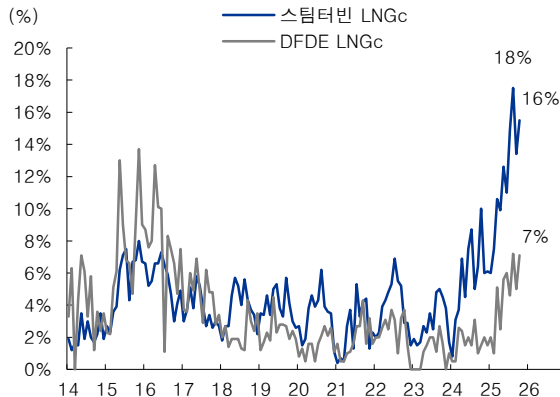
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 20. LNGc 엔진 타입별 IMO 환경 규제 비용 전망



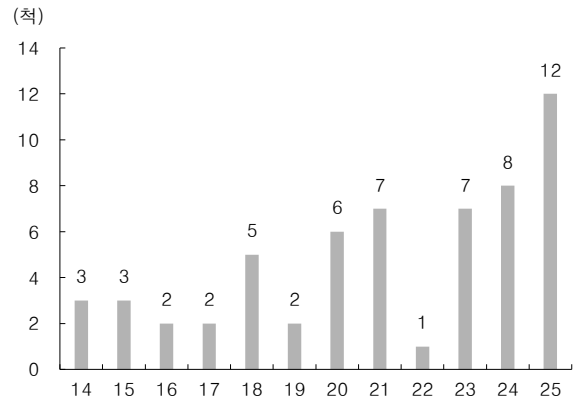
자료: GTT, IBK투자증권

그림 21. LNGc 유헴(idle) 상태 선박 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 22. LNGc 폐선 추이: 역대 최고치 갱신 중



자료: Clarksons, IBK투자증권

3. 수주: 수주가 아니라 잔고를 봐야한다

수주: 감소 추세일 수밖에 없는 이유

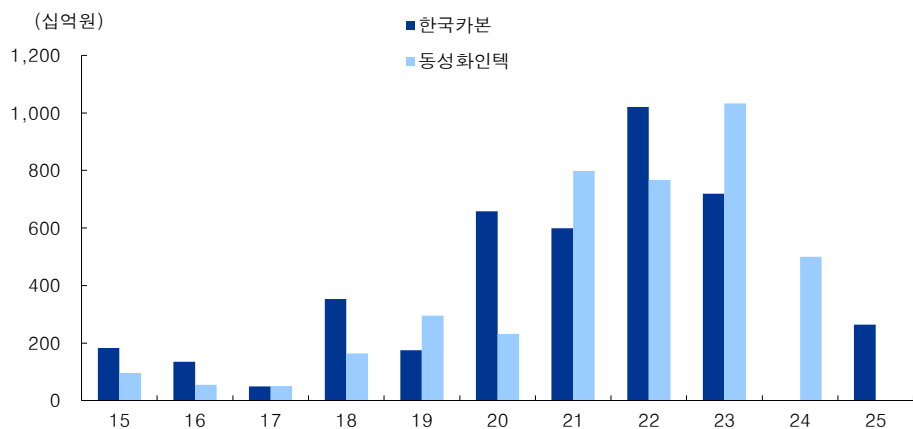
보냉재 2사 합산 수주 금액
2022년 1.79조 원을 기록
후 감소 중

2022년 수주 금액은
조선소의 과도한 LNGc
수주로 일시적 급등,
현재는 두둑히 쌓인
수주잔고를 해소 중

최근 보냉재 2사의 수주 금액이 감소세를 보이면서 일부에서는 이에 대한 우려의 시각도 제기되고 있다. 실제로 2022년과 2023년 두 회사의 합산 수주 금액은 각각 1.79조 원, 1.75조 원으로 사상 최대치를 기록했다. 그러나 이후 2024년에는 한국카본의 보냉재 수주가 전무했으며, 2025년에는 동성화인텍의 수주도 없는 상황이다.

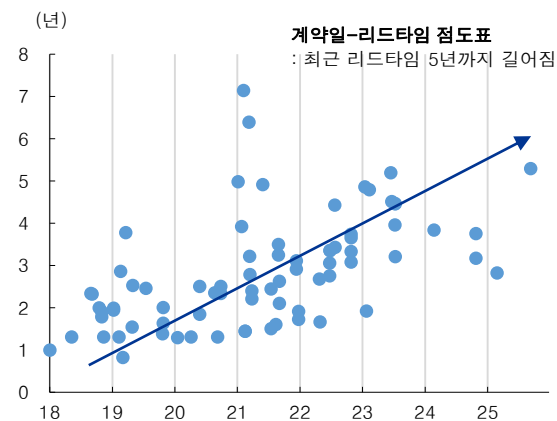
당사는 이러한 수주 감소가 우려 요인이 아니라 자연스러운 조정 과정이라고 판단한다. 2022년 한국 조선업이 LNGc 110척을 수주했던 것은 과열 국면이었으며, 이에 따라 보냉재 업체들의 2022~2023년 수주 실적 또한 일시적으로 급등한 결과였다. 현재는 당시 확보한 대규모 수주잔고를 해소하는 단계로, 이는 정상적인 사이클 조정 국면에 해당한다. 실제로 보냉재 2사의 리드타임은 최근 3~5년까지 길어지고 있어, 이미 충분한 잔고가 확보된 상황에서 신규 수주가 줄어드는 것은 불가피한 흐름이라 판단한다.

그림 23. 보냉재 2사 연도별 수주 금액 추이



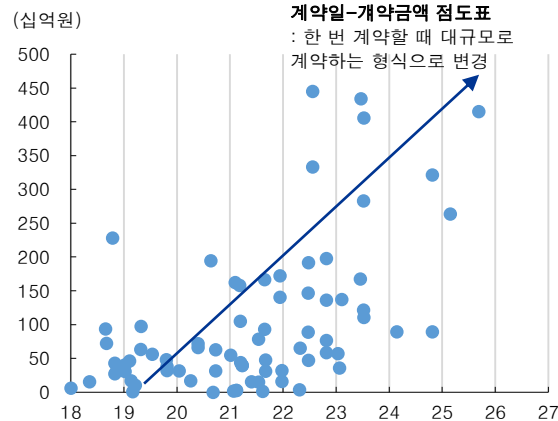
자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 24. 보냉재 2사 계약일-리드타임 점도표:
최근 리드타임 길어지는 추세



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 25. 보냉재 2사 계약일-계약금액 점도표: 조금씩 자주 계약하던
관례에서 한 번에 대규모로 계약하는 추세로 변경



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

수주 잔고: 잔고는 여전히 견조한 흐름. 수주 M/S는 의미 없음

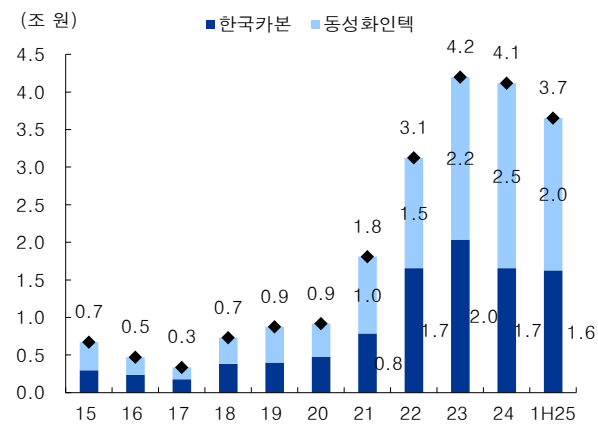
수주잔고/매출액 비율
2022년 3.9년→1H25년
2.2년까지 하락. 부진이
아닌 정상화 과정으로
해석

보냉재 2사의 수주잔고는 여전히 견조한 수준을 유지하고 있다. 2Q25 기준 양사의 합산 수주잔고는 약 3.7조 원으로, 이는 2025년 예상 매출액 컨센서스 합산액 1.7조 원의 2.2배에 해당한다. 이는 약 2년치 물량이 이미 확보되어 있다는 의미다. 참고로 2022년에는 수주 과열로 인해 수주잔고 해소 기간(수주잔고/매출액 비율)이 최대 3.9년까지 확대된 바 있으며, LNG 2차 사이클 당시 평균은 약 1.8년 수준이었다. 따라서 현재의 수주 감소는 부진이 아니라, 2022년의 과열 국면 이후 정상화 과정으로 해석하는 것이 타당하다.

수주잔고가 두둑히 쌓인
발주 호황 상태에서는
수주 M/S 중요하지 않음

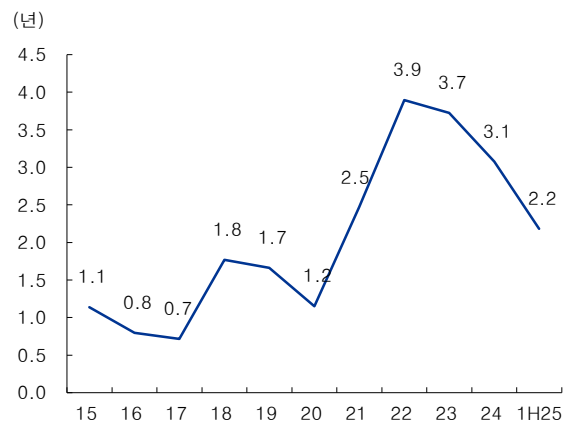
또한, 당사는 단기 수주 점유율(M/S)보다 수주잔고 기반의 M/S가 더 중요한 지표라고 판단한다. 이미 충분한 잔고가 확보된 상황에서는 일시적인 수주 공백이 실적에 미치는 영향이 제한적이기 때문이다. 한국의 LNGc 인도 캐파가 한정된 상황에서, 국내 조선소들이 풀 캐파로 LNGc를 수주하고 있는 현 시점에는 보냉재 2사가 자연스럽게 물량을 분점하는 구조가 유지될 것으로 전망된다.

그림 26. 보냉재 2사 연도별 수주 잔고 금액 추이



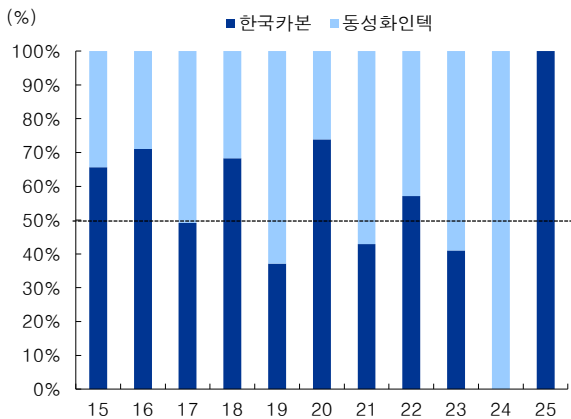
자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 27. 보냉재 2사 연도별 합산 수주잔고/매출액



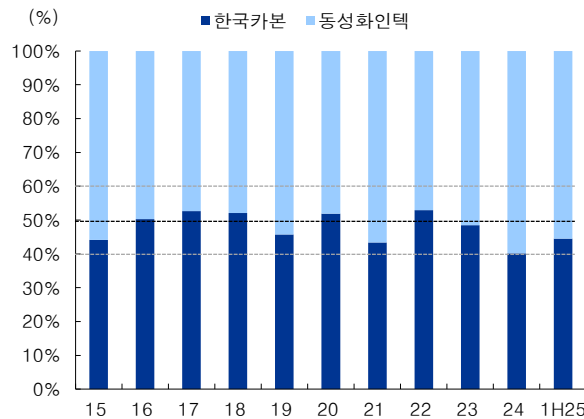
자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 28. 보냉재 2사 수주 M/S 추이: 2018년까지는 카본이 우세하나, 2019년 이후 번갈아가며 많이 수주, M/S 의미 없음



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 29. 보냉재 2사 수주잔고 M/S 추이: 2018년까지는 카본이 우세하나, 2019년 이후 번갈아가며 많이 수주, M/S 의미 없음



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

4. 실적: 2027년까지 성장을 전망하는 이유

컨센서스: 2026년 매출 감소? 선불리 판단하지 말자

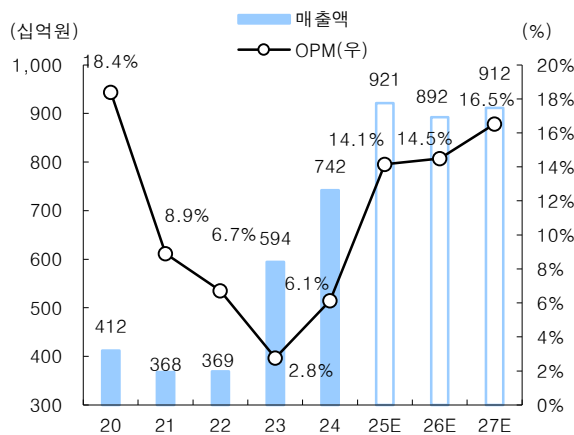
상반되는 보냉재 업체의
실적 전망치

- 1) LNGc 인도 소폭 감소해도
- 2) 보냉재가 필요한 기타
- 선종들에서 수요가 증가하며
- 3) 중국향 수출 물량까지
- 고려하면 양사 모두
- 2027년까지 실적 성장 전망

보냉재 업체들의 매출 컨센서스를 살펴보면 상반되는 모습이다. 한국카본의 매출은 2025년을 고점으로 감소~정체인 반면 동성화인텍의 매출 컨센서스는 상승한다. 이처럼 보냉재 양사의 컨센서스가 상반되는 가장 큰 이유는 당사는 1) 2027년 한국 조선업의 LNGc 인도 예정 척 수가 감소하고 2) 한국카본이 2024년 보냉재 수주가 전무했기 때문이라 판단한다.

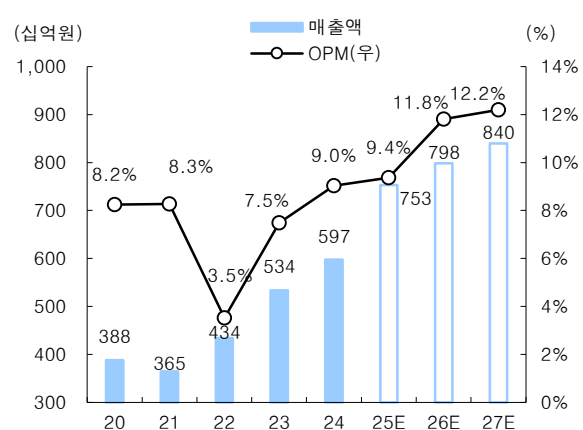
그러나, 선불리 판단하지 말아야 한다는 것이 당사의 의견이다. 1) LNGc 인도 예정 척 수는 소폭 감소하더라도, 2) FLNG, VLEC, LNG BV, LNG D/F에서 추가적으로 필요한 보냉재와 3) 중국향 보냉재 물량까지 감안한다면 2027년까지 필요한 보냉재 물량은 성장할 것으로 추정하기 때문이다. 또한 이미 한국카본과 동성화인텍은 플캐파로 가동 중이다. 2024년 수주가 없었다고 우려할 필요가 없다. 결국 한국 조선업의 LNGc 최대 캐파인 70척을 소화하기 위해서는 보냉재 2사가 사이좋게 양분하여 보냉재를 납품할 수밖에 없기 때문이다.

그림 30. 한국카본 연간 실적 및 컨센서스



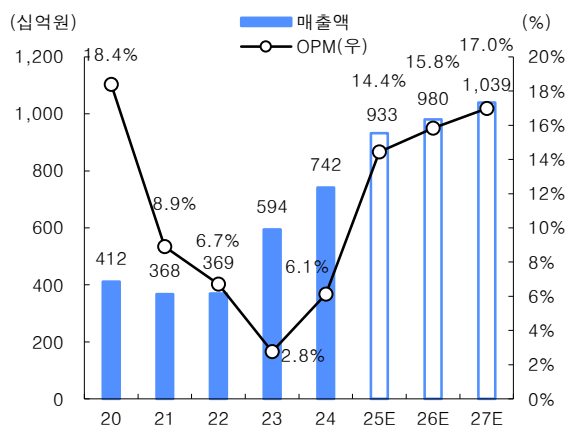
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 31. 동성화인텍 연간 실적 및 컨센서스



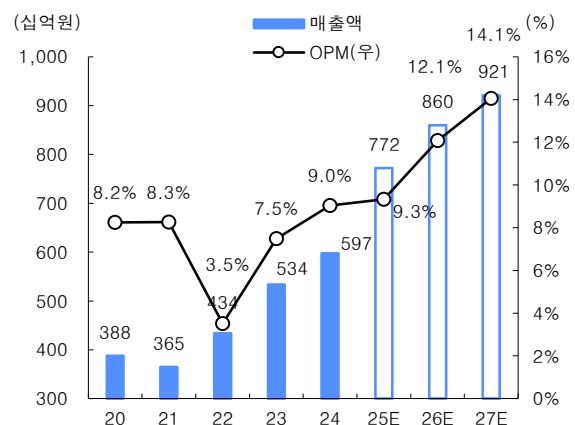
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 32. 한국카본 당사 실적 추정치



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 33. 동성화인텍 당사 실적 추정치



자료: Quantwise, IBK투자증권

물량Q: LNGc는 조금 감소해도 필요한 보냉재는 티끌 모아 증가합니다

1) 기본적으로 필요한 물량: LNGc에서 필요한 보냉재

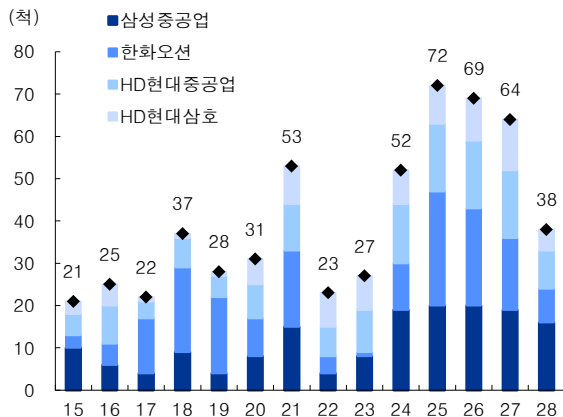
한화오션의 러시아향 LNGc 6척을 제외하면 한국 조선업은 25년 67척→26년 68척→27년 64척의 LNGc 인도 예정. 인도 예정 척 수 크게 감소하지는 않음

클락슨 데이터에 따르면 한국 조선업의 대형 LNGc 인도 척 수는 2025년 72척→2026년 69척→2027년 64척으로 감소한다. 그러나 수주잔고의 세부내역을 살펴봐야 한다. 한화오션은 현재 잔고에 러시아로부터 수주한 6척의 LNGc를 보유 중인데, 해당 선박들은 과거에 이미 건조를 완료했음에도 불구하고 러-우 전쟁 영향으로 인도만 되지 않은 상태이다. 즉, 해당 6척에서 필요한 보냉재는 이미 과거에 납품되었으므로 필요 보냉재 물량 계산에서 차감해주어야 한다. 한화오션이 잔고 내 보유 중인 러시아 선박 6척은 2025년 5척, 2026년 1척 인도 예정이기 때문에 해당 선박을 차감하면 한국 조선업의 LNGc 인도 예정 척 수는 2025년 67척→2026년 68척→2027년 64척 수준이다. LNGc 인도 예정 척 수는 생각만큼 많이 감소하지 않는다.

Mark-III Flex, Flex+와 같은 두꺼운 보냉재 비중이 증가하며 더 많은 보냉재 필요

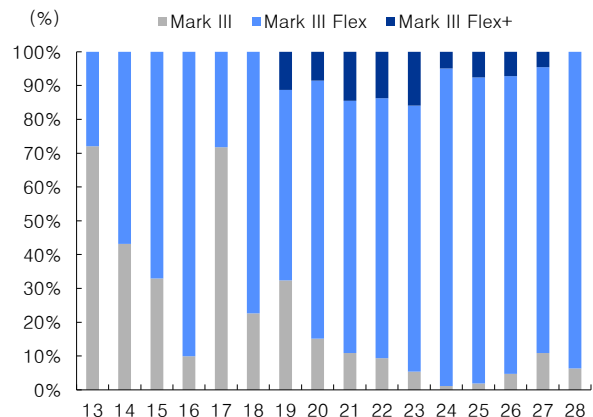
더불어 보냉재 세부 종류도 감안해야 한다. 2020년 이후 인도되는 LNGc 선박부터 Mark-III Flex, Mark-III Flex+ 비중이 대부분을 차지한다. Mark-III는 보냉재 두께가 270mm인 반면 Mark-III Flex는 400mm, Mark-III Flex+는 480mm로 각각 Mark-III 대비 48%, 78% 더 두껍다. 두꺼운 만큼 더 많은 보냉재가 필요하다.

그림 34. 한국 LNGc 인도 스케줄 추이: 25년을 피크로 LNGc 인도 척 수가 감소하는 것처럼 보이나, 25년 5척, 26년 1척 한화오션의 러시아향 물량이 포함됨. 과거에 건조 후 인도만 못한 6척을 제외할 시, LNGc 인도 예정 척 수는 25년 67척→26년 68척→27년 64척으로 크게 감소하지는 않음



Note: 한화오션의 인도 예정 척수 25년 5척, 26년 1척의 러시아 물량 포함, 2028년 필리핀조선소 인도 예정 LNGc 2척 한화오션에 포함
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 35. 한국 Mark-III 계열 세부 사용 비중 추이: 2020년 이후 인도 선박부터 Mark-III 대비 보냉재를 각각 48%, 78% 더 사용하는 Mark-III Flex, Flex+ 계열 비중 증가



자료: GITT, IBK투자증권

2) 티끌 모아 태산: VLEC, FLNG, LNG BV, LNG D/F 컨테이너에 필요한 보냉재

2026~2028년 LNGc 외
선종에서 총 LNGc 19척
분량의 수요 발생 전망

LNGc 인도 예정 척 수가 2027년에 전년대비 4척이 감소하는 것은 사실이다. 그러나 4척이 감소한다고 우려할 필요는 없다. VLEC(대형에탄운반선), LNG BV(LNG 병커링선), LNG D/F(이중연료) 컨테이너, FLNG(LNG 해양생산저장설비) 등에서 2026~2028년 최소 LNGc 19척 분량의 보냉재가 필요하기 때문이다.

VLEC: 잔고에서 LNGc
8척 분량의 보냉재 필요

VLEC는 영하 163도에서 액화하는 LNGc와 달리 영하 89도에서 에탄을 액화하여 운송하는 선박이다. VLEC는 통상적으로 99~150K CBM급으로 건조되어 174K CBM급 LNGc 대비 크기가 약 57~87% 수준이다. 또한 액화점이 높아 174K CBM급 LNGc 대비 필요한 보냉재 양은 약 48% 수준에 그친다. 그러나 최근 한국 조선업의 VLEC 수주가 증가하고 있다. 과거 연간 4~5척 인도에 그쳤던 VLEC는 2027년에만 13척이 인도 예정이다. 한국 조선업이 잔고에 보유 중인 VLEC는 17척이며 VLEC에서 LNGc 8척 분량의 보냉재가 필요하다.

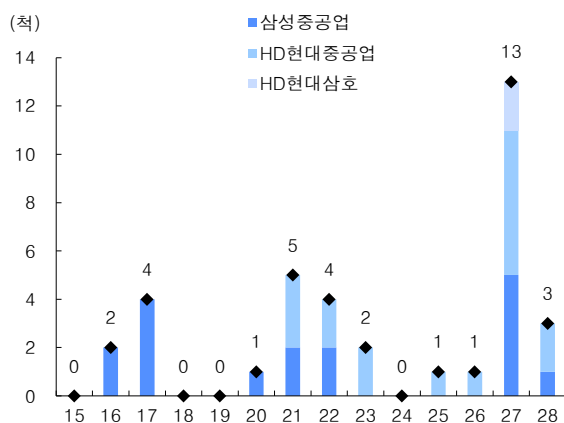
FLNG: 매년 최소 LNGc
2척, 잔고에서 6척 분량의
보냉재 필요

FLNG는 인도 예정 기 수는 적으나, 한 기 당 LNGc 2척 분량의 보냉재가 필요하다. 현재 삼성중공업이 잔고에 2기의 FLNG를 보유 중이고 추가적으로 한 기에 대해서는 아직 계약 전이지만 이미 건조 중인 상태이다. 더불어 미국의 Delfin, 캐나다의 Western LNG, 아르헨티나 등 다수의 수주 파이프라인을 보유 중이다. FLNG에서는 매년 최소 LNGc 2척, 잔고에서 최소 6척 분량의 보냉재가 필요하다.

LNG BV: 잔고에서 LNGc
1.5척 분량의 보냉재 필요

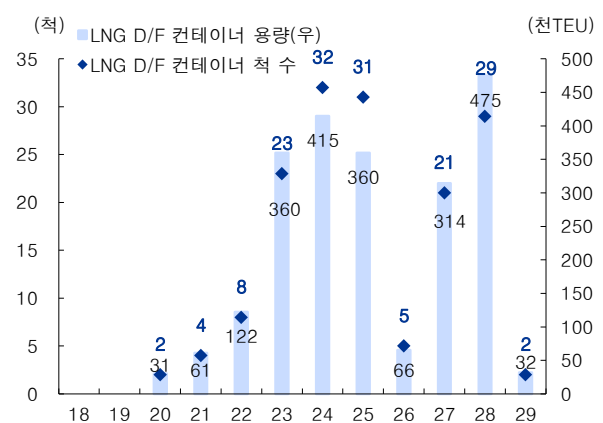
마지막으로 LNG BV는 LNGc와 마찬가지로 LNG를 운송하지만 크기가 작은 선박이다. LNG BV는 과거에는 10K CBM급 미만의 소형 선박 위주로 건조되었으나, 최근에는 18~20K CBM급으로 대형화되는 추세이다. HD현대미포는 현재 잔고에 총 12척의 LNG BV(18K CBM 11척, 12K CBM 1척)를 보유 중이며, 2027~2028년에 걸쳐 인도할 예정이다. LNG BV에서도 LNGc 1.25척 분량의 보냉재가 필요하다.

그림 36. 한국 VLEC 인도 스케줄 추이: VLEC는 174K CBM급
LNGc 대비 척 당 45~50% 수준의 보냉재 필요



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 37. 한국 LNG D/F 컨테이너 선박 인도 스케줄 추이:
174K CBM급 LNGc 대비 척 당 7~10% 수준의 보냉재 필요



자료: Clarksons, IBK투자증권

LNG D/F 컨테이너선:
잔고에서 최소 LNGc 3척
분량의 보냉재 필요

최근 친환경 교체 발주가 가장 활발히 진행된 컨테이너선에서 D/F 탱크용 보냉재로 최소 LNGc 3척 분량의 보냉재가 필요하다고 전망한다. 한국 조선업이 잔고에 60척이 넘는 LNG D/F 컨테이너 선박을 보유 중임에도 불구하고 필요한 보냉재가 적은 이유는 1) D/F 선박의 화물창 용량이 작고, 2) 모든 LNG D/F 선박이 LNGc와 같은 보냉재를 사용하지는 않기 때문이다. 1) LNG BV와 유사하게 LNG D/F 선박 화물창의 크기는 통상 12~18K CBM으로 174K CBM급 LNGc 대비 7~10% 수준이다.

2) 모든 LNG D/F 선박이 LNGc와 같은 보냉재가 요구되는 탱크를 사용하지 않는다. LNG 화물창에는 크게 Type B, Type C, 멤브레인형, 3가지 탱크가 있다. 이 중 Type C 탱크는 주로 소형 LNG D/F 선박에 장착되는 반면, Type B와 멤브레인형 탱크는 대형 컨테이너, 탱커에 장착되며 특히 멤브레인형 탱크는 주로 LNG D/F 컨테이너선에 장착된다. GTT에 따르면 2025년 3월 말 기준 선대와 잔고 내의 LNG D/F 컨테이너선 485척 중 25%인 122척이 멤브레인형 탱크를 채택 중이다.

그림 38. 멤브레인형 탱크: LNGc 화물창과 동일하게 2차 방벽 필요



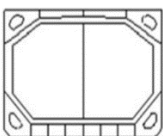
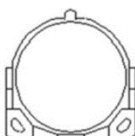
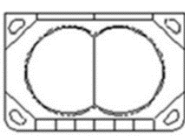
자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 39. Type C 탱크(상단)과 Type B 탱크(하단)



자료: 언론보도, IBK투자증권

표 3. 가스 운반선의 탱크 종류 및 특징

구분	멤브레인형(일체형) 탱크	독립형 탱크		
	Mark III, NO96 등	Type A	Type B	Type C
형상				
주요형태	선체형상	직사각형(Prismatic)	구형(Moss), 자립형 프리즘형(SPB)	원통형(Sylindrical)
구조적 특징	선체가 직접 탱크를 지지	독립된 별도의 구조가 탱크를 지지		
단열재 설치 방식	선체 내벽과 멤브레인 사이	탱크 외벽 또는 선체내벽과 2차방벽 사이	탱크 외벽	탱크 외벽 또는 이중벽 사이
단열재 종류	패널식 폼(R-PUF)	패널식 폼(스티로폼 블록 등)		스프레이 폼(PUF)
공간 효율성	매우 좋음	좋음	나쁨	보통
주요 적용 선박	대형 LNGc	중소형 LNGc	대형 LNGc(Moss), 중소형 LNGc(SPB)	소형 LNGc, LNG 추진선

자료: IMO, GTT FR, IBK투자증권

3) 수출 물량: 중국향 수출 보냉재

중국 잔고에서 Mark-III
계열 선종으로부터 LNGc
21~25척 분량의 보냉재
필요

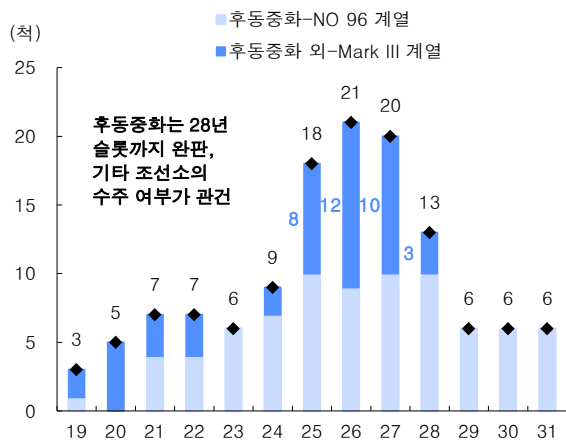
중국은 기존에는 LNGc를 많이 건조하지는 않았다. 과거 LNGc 건조 시장에 진입하려 시도했으나, 선박 품질 문제가 발생하며 LNGc 시장에서는 한동안 퇴출된 적이 있었다. 그러나 글로벌 LNGc 수요가 한국의 캐파 대비 크게 증가하며 중국은 자국 발주, 중동발 발주로 연간 20척까지 캐파를 확장한 상태이다.

중국에서 LNGc를 가장 많이 건조하는 조선사는 후동중화로 연간 최대 10척을 건조 중이다. 2025년부터는 대련 조선, 장난 조선, 양쯔이 조선 등 신규 야드들이 LNGc 시장에 진입한 상태이다. 후동중화와 신규 플레이어들의 가장 큰 차이점은 후동중화는 한화오션과 같이 NO 96 타입 보냉재를 사용하는 반면 신규 진입자들은 대부분 Mark-III 타입 보냉재를 사용한다는 점이다.

중국에도 Yoke라는 보냉재 업체가 존재하지만 정확한 생산 능력은 확인되지 않고 있다. 다만 당사는 Yoke는 NO 96 타입 보냉재 생산에 상대적으로 특화된 업체라 판단한다. 중국은 2023년까지 연간 불과 5~7척의 LNGc를 인도할 수 있는 생산 능력을 보유 중이었는데, 그마저도 대부분 후동중화에서 건조되는 NO96 타입 LNGc였기 때문이다. 이후 2025~2027년 글로벌 LNGc 슬롯 쇼티지로 인한 낙수효과로 중국의 신규 조선사들이 LNGc 시장에 진입하며 중국의 Mark-III 보냉재 수요가 급격히 증가한 상태이다.

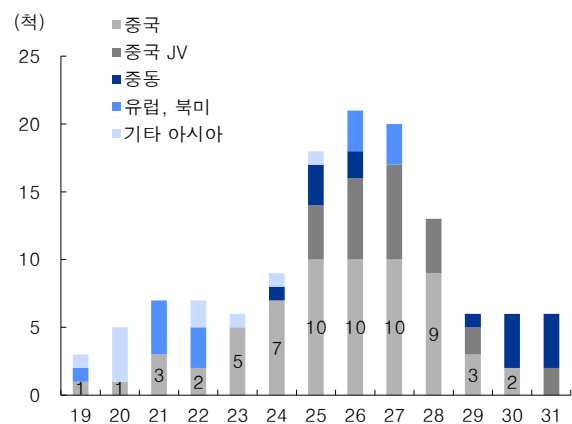
2025~2027년 급격히 확대된 중국의 Mark-III 보냉재 수요에 대응해 일부 국내 보냉재 업체들의 수출이 진행 중인 것으로 파악한다. 현재 국내에서는 한국카본이 독점 생산하는 SB 제품이 실제로 중국으로 수출되고 있으며, 한국카본과 동성화인텍 모두 추가적인 중국 수출 확대를 추진 중인 것으로 판단된다.

그림 40. 중국 LNGc 인도 스케줄 추이: 후동중화는 과거 일부 Mark-III 계열 사용 이력이 있으나, 현재 잔고 내 선박은 모두 NO 96 계열 사용. 그 외 조선소는 Mark-III 계열 사용



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 41. 중국 LNGc 수주처 지역별 비중: 여전히 자국 발주 외에는 중동 지역 발주가 대부분을 차지



자료: Clarksons, GTT, IBK투자증권

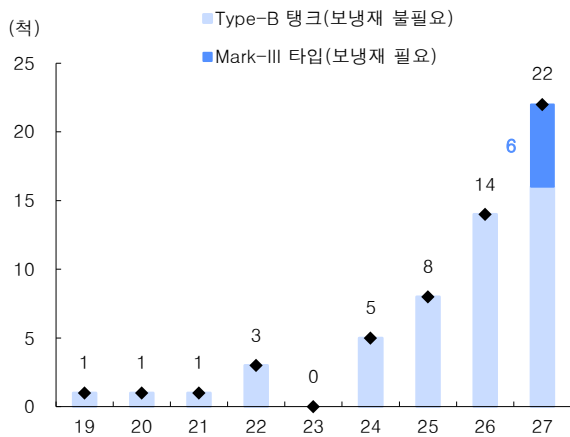
중국 VLEC에서 Mark-III
보냉재 3척 분량 필요

VLEC는 앞서 언급한 바와 같이 Type B 탱크와 멤브레인형 탱크 두 가지 형태가 존재한다. 한국은 주로 멤브레인형 탱크를 사용하는 반면, 중국은 주로 Type B 탱크를 사용한다. Type B 탱크는 RPUF, PIR, SB 등이 필요한 멤브레인형과 달리 PU와 PIR만을 사용하며, 단열재를 외벽에 직접 부착하는 구조를 갖는다. 중국의 VLEC 시장에서는 주로 장난조선이 Type B 탱크를 기반으로 VLEC를 건조해왔으나, 최근 수요 증가로 양쯔이신푸조선이 신규로 시장에 진입했다. 다만 신규 진입한 조선소의 경우 Type B 탱크 제작 kapac이 부족해 6척의 VLEC에는 멤브레인형 탱크가 적용되었다. 이에 따라 해당 물량에 대해서는 한국산 보냉재의 수출 기회가 열리며, LNGc 약 3척 분량의 추가 수요가 발생할 것으로 예상된다.

중국 LNG D/F
컨테이너선, LNG BV에서
3~4척 분량 보냉재 필요

한편, 중국 조선소들은 VLEC뿐 아니라 LNG DF 컨테이너선과 LNG BV 수주도 확대하고 있다. 특히 LNG BV의 경우 현재 약 23척의 수주 잔고를 보유하고 있으며, 이에 따른 보냉재 수요는 약 3~4척분 수준으로 추정된다.

그림 42. 중국 VLEC 인도 스케줄 추이: 대부분 Type-B 탱크를
사용해서 보냉재가 필요 없지만 GTT에 따르면 2027년
6척의 중국 VLEC가 Mark-III 타입 탱크를 사용



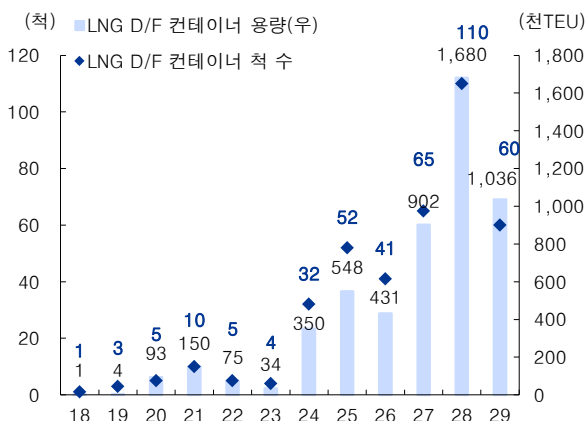
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 43. 2021년 5월, 세계 최초로 Type-B VLEC 탱크 건조를
성공한 장난 조선



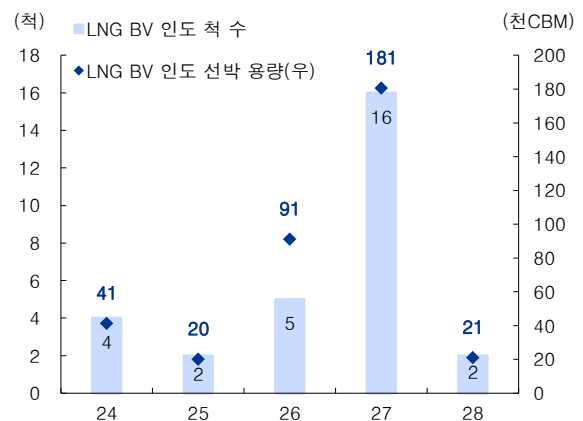
자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 44. 중국 LNG D/F 컨테이너 인도 스케줄 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 45. 중국 LNG BV 인도 스케줄 추이



자료: Clarksons, IBK투자증권

표 4. 보냉재 필요 물량 시뮬레이션 Case 1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정

No	단위: 천 CBM, %, 척, 십억원	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(천 CBM)													
2	1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	3,102	2,784	2,243	2,462	3,244	7,010	3,912	4,200	6,940	9,068	10,798	11,795	8,158
3	2. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	3,532	1,656	2,935	1,989	4,478	6,460	3,734	4,724	7,606	9,883	10,886	11,391	6,312
4	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재 YoY(%)													
5	1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	-4%	-10%	-19%	10%	32%	116%	-44%	7%	65%	31%	19%	9%	-31%
6	2. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	19%	-53%	77%	-32%	125%	44%	-42%	27%	61%	30%	10%	5%	-45%
7	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재 YoY(척)													
8	1. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	-1	-2	-3	1	4	22	-18	2	16	12	10	6	-21
9	2. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	3	-11	7	-5	14	11	-16	6	17	13	6	3	-29
10	보냉재 2사 매출 합계													
11	보냉재 2사 매출 합계 YoY(%)	-10%	1%	-21%	-12%	27%	52%	-8%	10%	40%	19%	25%	1%	4%
12	한국카본, 동성화인텍 매출 합계(십억원)	590	593	470	415	527	800	733	803	1,128	1,339	1,674	1,690	1,751
13	한국카본	243	258	239	227	273	412	368	369	594	742	921	892	912
14	동성화인텍	347	335	231	188	253	388	365	434	534	597	753	798	840
15	Case 1. 선박 인도 9개월 전 보냉재 납품 가정													
16	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(C=A+B)	3,102	2,784	2,243	2,462	3,244	7,010	3,912	4,200	6,940	9,068	10,798	11,795	8,158
17	LNGc %	98%	90%	100%	100%	99%	95%	92%	97%	98%	93%	95%	86%	88%
18	VLEC %	2%	10%	0%	0%	1%	4%	5%	2%	0%	0%	0%	9%	2%
19	LNG BV %	0%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	3%	3%
20	컨테이너 D/F %	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	1%	2%	3%	1%	1%	4%
21	FLNG %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	6%
22	한국 총 필요 보냉재(A+B-2, 천 CBM)	3,362	3,566	4,081	4,281	3,515	8,145	4,341	4,128	7,254	10,141	10,499	10,948	8,066
23	한국 Mark-III 계열(A-1+A+B+A+B, 천 CBM)	3,102	2,784	2,213	2,462	2,648	6,749	3,732	4,128	6,819	8,214	8,546	9,282	7,022
24	한국 NO-96 계열(B-2, 천 CBM)	521	1,565	3,737	3,639	1,734	2,792	1,218	0	870	3,855	3,906	3,332	2,088
25	중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(B-6-1+7+8+9)			30		596	261	180	72	122	854	2,253	2,513	1,136
26	한국, 중국 SB 필요량(174_K급 LNGc 척수 기준, C/174)	18	16	13	14	19	40	22	24	40	52	62	68	47
27	한국 SB(A/174, 척)	18	16	13	14	15	39	21	24	39	47	49	53	40
28	중국 SB(B/174, 척)					3	2	1		1	5	13	14	7
29	한국													
30	① LNGc	3,622	4,095	5,950	6,101	4,382	9,258	4,762	4,034	7,590	11,575	11,996	11,742	8,384
31	①-1, Mark-III 계열	3,102	2,531	2,213	2,462	2,648	6,466	3,544	4,034	6,720	7,720	8,090	8,410	6,296
32	삼성중공업	1,393	844	1,395	880	896	2,816	870	1,050	2,988	3,492	3,492	3,486	2,784
33	HD현대중공업	1,012	1,338	818	1,234	1,056	2,084	1,102	1,766	2,340	2,662	2,858	3,010	2,114
34	HD현대삼호	697	349		348	696	1,566	1,572	1,218	1,392	1,566	1,740	1,914	1,398
35	①-2, NO-96 계열	521	1,565	3,737	3,639	1,734	2,792	1,218		870	3,855	3,906	3,332	2,088
36	한화오션, Hanwha Philly Shipyard	521	1,565	3,737	3,639	1,734	2,792	1,218		870	3,855	3,906	3,332	2,088
37	② VLEC		253				282	188	94		48	48	476	239
38	삼성중공업		253				141	94					48	192
39	HD현대중공업						141	94	94		48	48	284	47
40	HD현대삼호												144	
41	③ LNG BV		12		8			18	57				49	162
42	④ 컨테이너 D/F(인도 당해년도 납품 가정)									98	185	60	48	139
43	⑤ FLNG(30개월 전 납품 가정)										261	348	348	348
44	중국													
45	⑥ LNGc	344	697	901	174	596	537	563	712	1,472	2,266	4,103	3,681	3,202
46	⑥-1, Mark-III 계열(후동중화 외)			30		596	189	55	30	80	700	2,189	2,115	880
47	⑥-2, NO-96 계열(후동중화)	344	697	871	174		348	508	682	1,393	1,566	1,914	1,566	2,322
48	⑦ VLEC												288	144
49	⑧ LNG BV					19	19	27		34	15	33	291	92
50	⑨ 컨테이너 D/F						72	125	42	42	154	64	110	112

자료: Clarksons, GTT, Dart 전자공시, IBK투자증권

표 5. 보냉재 필요 물량 시뮬레이션 Case 2. 선박 인도 12개월 전 납품 가정

No	단위: 천 CBM, %, 척, 십억원	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
1	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(천 CBM)													
2	1. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	3,532	1,656	2,935	1,989	4,478	6,460	3,734	4,724	7,606	9,883	10,886	11,391	6,312
3	2. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	3,102	2,784	2,243	2,462	3,244	7,010	3,912	4,200	6,940	9,068	10,798	11,795	8,158
4	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재 YoY(%)													
5	1. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	19%	-53%	77%	-32%	125%	44%	-42%	27%	61%	30%	10%	5%	-45%
6	2. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	-4%	-10%	-19%	10%	32%	116%	-44%	7%	65%	31%	19%	9%	-31%
7	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재 YoY(척)													
8	1. 선박 인도 12개월 전 납품 가정	3	-11	7	-5	14	11	-16	6	17	13	6	3	-29
9	2. 선박 인도 9개월 전 납품 가정	-1	-2	-3	1	4	22	-18	2	16	12	10	6	-21
10	보냉재 2사 매출 합계													
11	보냉재 2사 매출 합계 YoY(%)	-10%	1%	-21%	-12%	27%	52%	-8%	10%	40%	19%	25%	1%	4%
12	한국카본, 동성화인텍 매출 합계(십억원)	590	593	470	415	527	800	733	803	1,128	1,339	1,674	1,690	1,751
13	한국카본	243	258	239	227	273	412	368	369	594	742	921	892	912
14	동성화인텍	347	335	231	188	253	388	365	434	534	597	753	798	840
15	Case 2 선박 인도 12개월 전 보냉재 납품 가정													
16	한국, 중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(C=A+B)	3,532	1,656	2,935	1,989	4,478	6,460	3,734	4,724	7,606	9,883	10,886	11,391	6,312
17	LNGc %	98%	90%	100%	100%	99%	95%	92%	97%	98%	93%	95%	86%	88%
18	VLEC %	2%	10%	0%	0%	1%	4%	5%	2%	0%	0%	0%	9%	2%
19	LNG BV %	0%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	3%	3%
20	컨테이너 D/F %	0%	0%	0%	0%	0%	1%	3%	1%	2%	3%	1%	1%	4%
21	FLNG %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%	3%	6%
22	한국 총 필요 보냉재(A+B-2, 천 CBM)	3,966	2,829	4,643	3,329	4,700	7,923	3,900	4,769	8,266	10,366	10,748	10,563	6,371
23	한국 Mark-III 계열(A-B-1+A+B+A+B, 천 CBM)	3,532	1,656	2,905	1,770	3,919	6,353	3,552	4,682	7,309	8,426	8,708	9,084	5,675
24	한국 NO-96 계열(B-2, 천 CBM)	868	2,345	3,475	3,118	1,561	3,140	696	174	1,914	3,880	4,080	2,958	1,392
25	중국 Mark-III 계열 필요 보냉재(B-6-1+7+8+9)			30	219	558	107	182	42	297	1,458	2,179	2,307	637
26	한국, 중국 SB 필요 양(174kg LNGc 척수 기준, C/174)	20	10	17	11	26	37	21	27	44	57	63	65	36
27	한국 SB(A/174, 척)	20	10	17	10	23	37	20	27	42	48	50	52	33
28	중국 SB(B/174, 척)				1	3	1	1		2	8	13	13	4
29	한국													
30	① LNGc	4,316	3,833	6,380	4,888	5,434	9,258	4,060	4,762	9,125	11,812	12,332	11,026	6,438
31	①-1, Mark-III 계열	3,448	1,487	2,905	1,770	3,872	6,118	3,364	4,588	7,211	7,932	8,252	8,068	5,046
32	삼성중공업	1,046	670	1,569	706	1,424	2,636	696	1,404	3,331	3,504	3,480	3,312	2,610
33	HD현대중공업	1,531	642	1,163	890	1,404	1,916	1,270	1,792	2,488	2,862	3,032	2,662	1,566
34	HD현대삼호	871	175	174	174	1,044	1,566	1,398	1,392	1,392	1,566	1,740	2,094	870
35	①-2, NO-96 계열	868	2,345	3,475	3,118	1,561	3,140	696	174	1,914	3,880	4,080	2,958	1,392
36	한화오션, Hanwha Philly Shipyard	868	2,345	3,475	3,118	1,561	3,140	696	174	1,914	3,880	4,080	2,958	1,392
37	② VLEC	84	168			47	235	188	94		48	48	620	142
38	삼성중공업	84	168			47	94	94					192	48
39	HD현대중공업						141	94	94		48	48	284	94
40	HD현대삼호												144	
41	③ LNG BV		12	8				19	56				85	144
42	④ 컨테이너 D/F(인도 당해년도 납품 가정)									98	185	60	48	139
43	⑤ FLNG(30개월 전 납품 가정)										261	348	348	348
44	중국													
45	⑥ LNGc	346	697	727	393	558	731	566	856	1,473	3,044	3,681	3,505	2,847
46	⑥-1, Mark-III 계열(후동중화 외)			30	219	558	35	58		255	1,304	2,115	1,765	525
47	⑥-2, NO-96 계열(후동중화)	346	697	697	174		696	508	856	1,218	1,740	1,566	1,740	2,322
48	⑦ VLEC												432	
49	⑧ LNG BV					19	38	9		41	20	91	292	39
50	⑨ 컨테이너 D/F						72	125	42	42	154	64	110	112

자료: Clarksons, GTT, Dart 전자공시, IBK투자증권

가격(P): 고선이 물량은 이제야 반영 시작

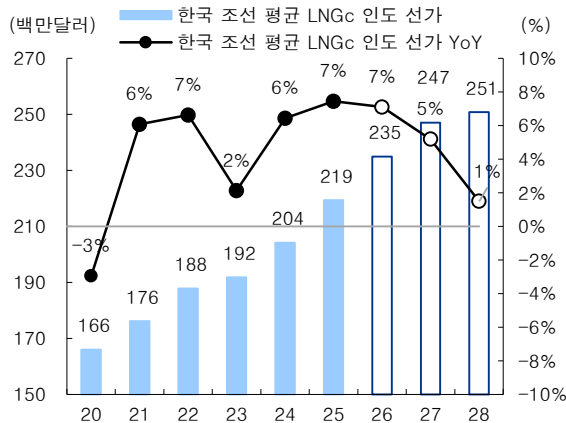
가격: LNGc 선가
2028년까지 YoY로 꾸준히
상승, 보냉재 단가도 함께
상승할 가능성 높다고 판단

물량이 증가할 뿐만 아니라 가격, 즉 납품 단가도 함께 상승한다. 한국 조선 잔고의 LNGc 평균 수주 선가는 25년 219백만달러에서 28년 251백만달러까지 꾸준히 상승한다. 정확한 수치는 파악하기는 어렵지만, 통상 보냉재가 LNGc 선가의 5~7%를 차지한다는 점을 감안하면 보냉재 단가도 2028년까지 LNGc 선가와 함께 상승할 가능성이 높다고 판단한다.

환율: 2023년 계약
당시보다 +10~12% 상승

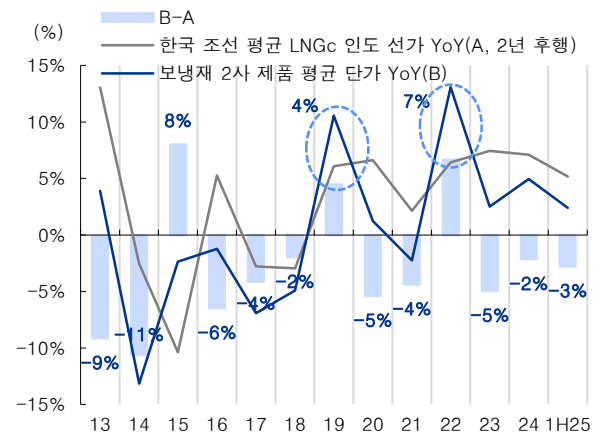
환율도 우호적으로 작용 중이다. 2025년 하반기부터 2023년 수주한 물량들이 본격적으로 매출에 반영되기 시작했는데, 당시 계약 공시 환율이 1,266~1,302원 수준이었다. 환율만으로도 +10~12% 업사이드가 존재한다.

그림 46. 한국 조선 평균 LNGc 평균 인도 선가: 상승률은 둔화되긴 하지만, 2028년까지 평균 인도 선가는 YoY 상승함



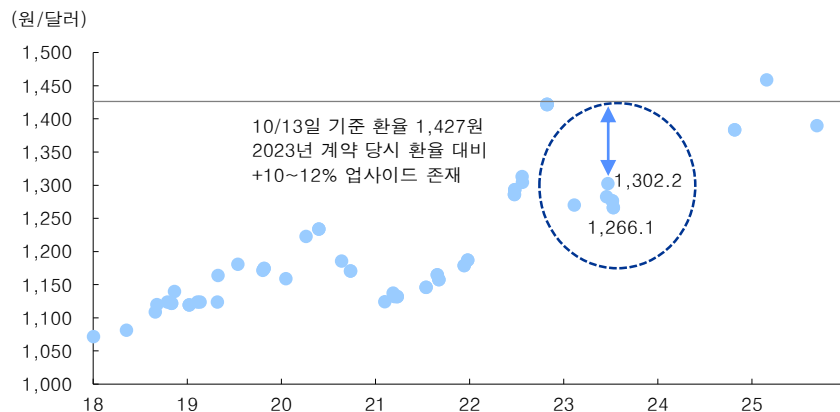
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 47. 보냉재 제품 평균 단가, 2년 후행 LNGc 평균 인도 선가 추이: 보냉재 단가는 2-3년에 한 번 신조선가 상승분보다 크게 상승



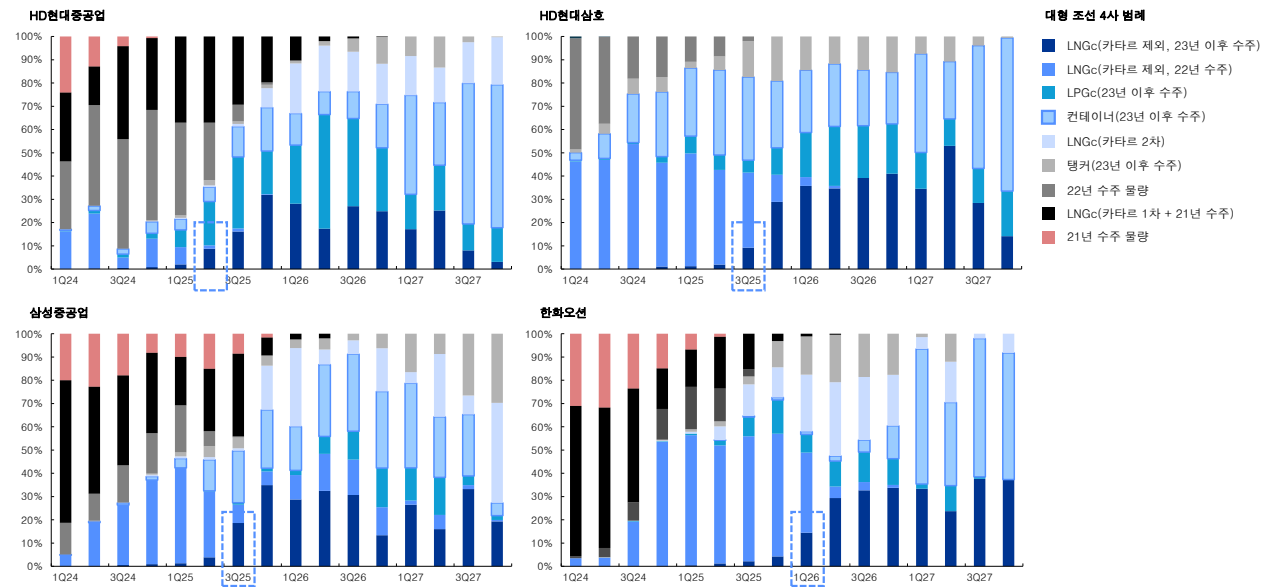
Note: 한국카본 보냉재 단가는 R/F 제품 가격을 사용. 고수익성 제품인 SB는 미반영
자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 48. 보냉재 2사 계약 공시 시점별 환율: 환율효과만으로도 매출 +10~12% 업사이드 존재



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 49. 한국 조선업 선종 믹스 추정 내역: HD현대중공업은 2Q25, HD현대삼호와 삼성중공업은 3Q25, 한화오션은 1Q26부터 2023년 이후 수주한 LNGc의 스틸커팅이 유의미하게 이뤄짐. 보냉재 업체들은 1개 분기 후행하여 3Q25를 시작으로 4Q25부터 본격적으로 2023년 수주 물량 매출 반영 예정



자료: Clarksons, Dart전자공시, IBK투자증권

원격C: 핵심 원재료 가격 하향 안정화 추세 지속 전망

보냉재 중 폼의 핵심 원재료인 MDI의 가격은 하향 안정화 추세에 있다. 따라서 향후 물량 증가와 가격 및 환율 효과가 온전히 실적 개선에 반영될 가능성이 높다.

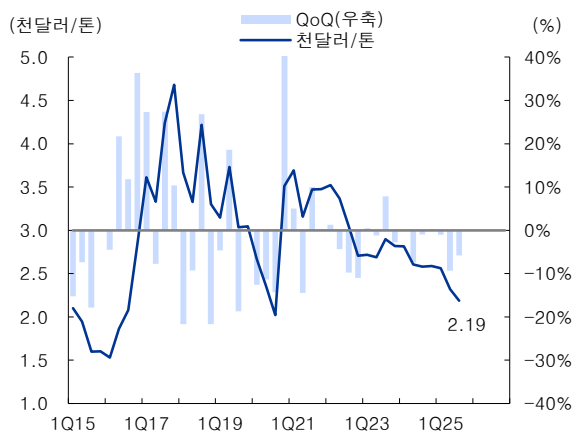
중국의 증설로 MDI
초과 공급 상태, 가격 하방
압력 지속

최근 MDI 가격이 하향 안정화된 가장 큰 이유는 중국의 대규모 증설로 인한 공급 여력 확대 때문이다. 중국은 세계 최대 MDI 생산국으로, 2023년 이후 주요 업체들이 신규 라인 가동과 증설을 본격화하면서 글로벌 공급이 빠르게 늘고 있다. Wanhua Chemical, BASF, Covestro 등 주요 글로벌 플레이어들이 중국 내 생산능력을 공격적으로 확장한 결과, 아시아 지역에서는 수요 증가 속도를 초과하는 공급이 형성됐다. 이에 따라 시장 내 재고가 누적되고, 판매 경쟁이 심화되면서 공급자들이 가격 인상보다는 점유율 확보에 초점을 맞추는 흐름이 이어졌다.

유가 하락과 더불어 MDI의
원재료인 벤젠 가격 하락,
MDI 가격 하향 안정화 추세
지속 전망

수요 측면에서는 건설, 가전, 자동차 등 MDI를 사용하는 주요 다운스트림 산업이 경기 둔화와 투자 지연의 영향을 받으며 회복세가 제한적이다. 유가 안정과 원재료인 벤젠 가격 하락도 생산비용 부담을 완화시켜, 전반적인 가격 하단을 낮추는 요인으로 작용했다. 이러한 구조적인 공급 우위와 완만한 수요 회복 국면이 맞물리며 MDI 가격은 단기 반등보다는 안정세를 유지할 가능성이 높다고 판단한다. 특히 중국 내 추가 증설이 2025년까지 순차적으로 반영될 예정이어서, 향후에도 글로벌 시장은 공급 여력이 충분한 상태를 지속할 것으로 보이며, 중기적으로 MDI 가격은 완만한 하향 안정화 기조를 이어갈 전망이다.

그림 50. MDI 분기 평균 가격 추이: 2021년 이후 하락 추세 지속



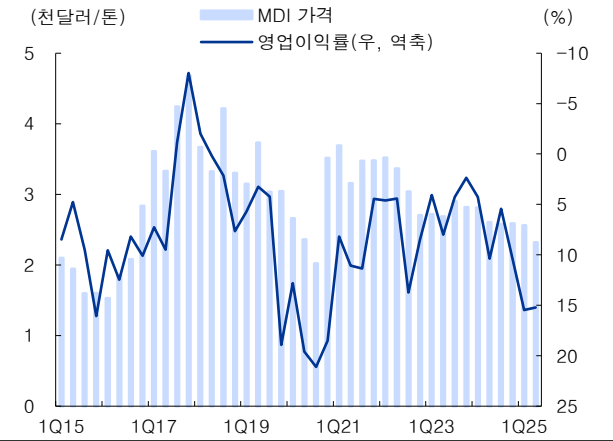
자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 51. MDI 분기 가격과 1~2개 분기 후행 평균 가격 추이



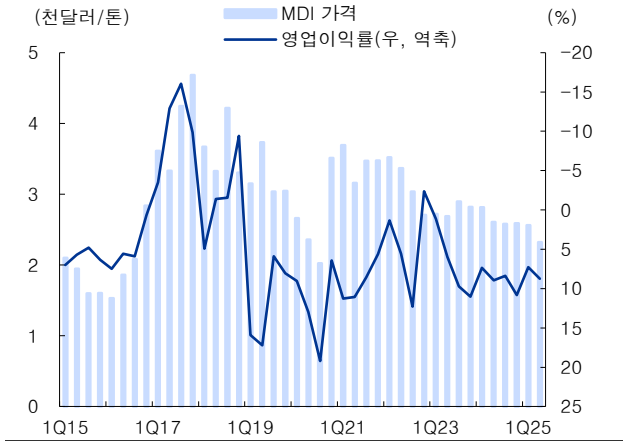
자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 52. MDI 분기 평균 가격과 한국카본 OPM(역축):
역으로 높은 상관관계 가짐



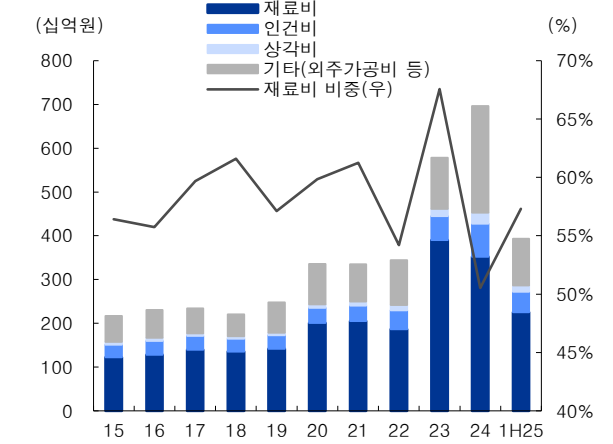
자료: 씨스캠, Quantiwise, IBK투자증권

그림 53. MDI 분기 평균 가격과 동성화인텍 OPM(역축):
역으로 높은 상관관계 가짐



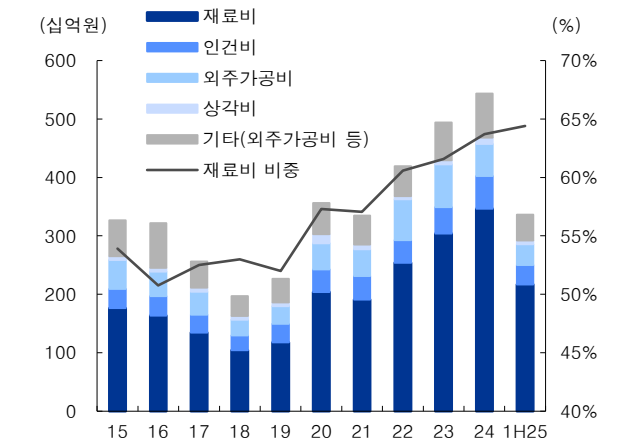
자료: 씨스캠, Quantiwise, IBK투자증권

그림 54. 한국카본 비용 구조: 재료비 50~60% 차지



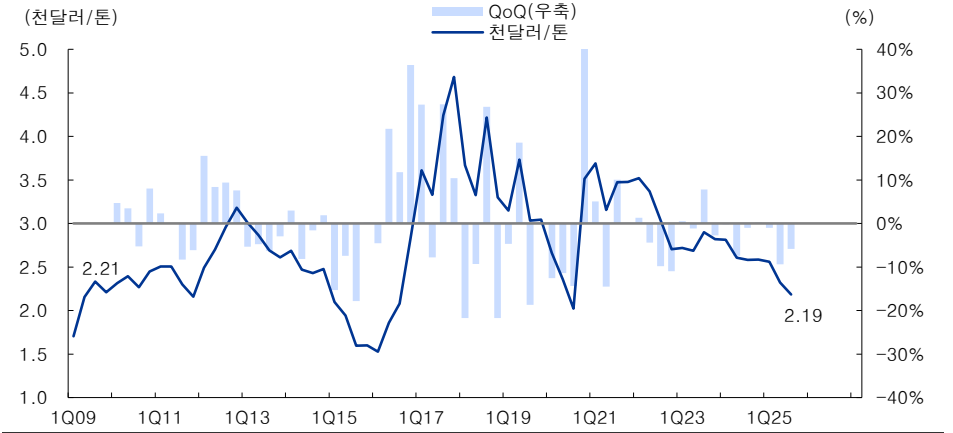
자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 55. 동성화인텍 비용 구조: 재료비 50~65% 차지



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

그림 56. MDI 가격 장기 시계열 추이: 현재 원재료 비용 과거 2009년 1차 LNG 사이클 수준



자료: 씨스캠, IBK투자증권

5. 밸류에이션: LNG 3차 사이클, 1~2차 사이클 멀티플 살펴보기

과거 1~2차 사이클 당시 PER 14~16배 수준

LNG 1차 사이클:

- 1) 카타르, 호주 등에서 FID
- 2) 초대형 LNGc 발주
- 08년 39척 인도

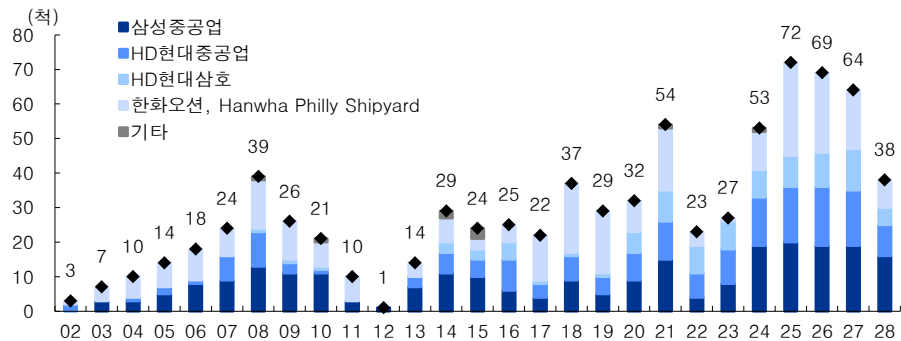
과거 LNG 1~2차 사이클 당시 멀티플 고점은 한국가본 PER 16배, 동성화인텍 PER 14배 수준이었다. LNG 1차 사이클은 2004년~2008년 사이 형성됐다. 당시 카타르와 호주, 나이지리아 등에서 대규모 액화 프로젝트가 본격화되면서 LNG 해상운송 수요가 급증했고, 이를 운반하기 위한 초대형 LNGc(Q-Flex, Q-Max 등)의 발주가 집중됐다. 유가 상승세로 천연가스 수요가 확대되던 시기였고, 한국 조선 3사는 GTT 멤브레인 기술을 확보하며 고부가 LNGc 시장에 본격적으로 진입했다. 그 결과 2008년에는 연간 70척이 넘는 LNGc가 발주되는 등 역대급 호황을 기록했지만, 글로벌 금융위기와 유가 급락으로 프로젝트들이 지연되며 사이클은 급격히 마무리되었다.

LNG 2차 사이클:

- 1) 미국과 호주의 FID
- 2) 셰일가스 혁명
- 18년 37척 인도

2차 사이클은 2014~2016년경 재개됐다. 2010년대 초 미국과 호주에서 FID가 확정된 LNG 액화 프로젝트들이 본격 가동되면서 운송 수요가 다시 늘었고, 미국의 셰일가스 혁명과 탈석탄 흐름이 이를 뒷받침했다. Sabine Pass, Gorgon, Ichthys 등 신규 프로젝트가 본격화되자 연간 40~60척의 LNG선이 발주되며 1차 사이클에 버금가는 활황을 보였다. 다만 2016년 이후 유가 급락과 선박 과잉으로 발주가 다시 둔화되면서 2차 사이클은 마무리됐다.

그림 57. 연도별 한국 조선 LNGc 인도 척 수



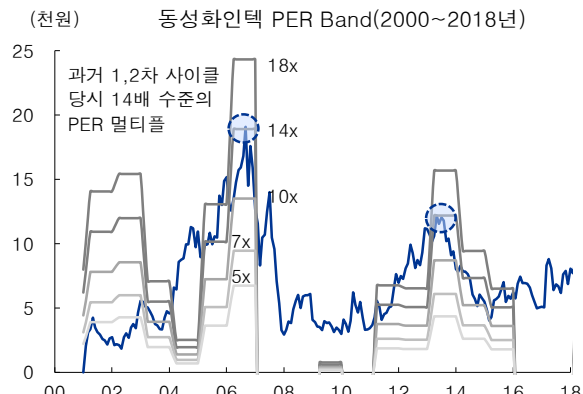
자료: Clarksons, IBK투자증권

그림 58. 한국가본 LNG 1,2차 사이클 당시 PER 밴드: 16배 수준



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 59. 동성화인텍 LNG 1,2차 사이클 당시 PER 밴드: 14배 수준



자료: Quantiwise, IBK투자증권

현재: 과거 대비 높아진 멀티플, 그럴 수밖에

1) LNG 3차 사이클, 과거 사이클 대비 한국 조선업 LNGc 캐파는 두 배 가까이 증가

2) 중국향 수출로 시장의 구조적 확장

현재 보냉재 업체들의 밸류에이션은 상당히 상승한 상태로, FY1 기준으로는 이미 과거 피크 멀티플을 상회하고 있으며, FY3 기준으로 한국카본은 과거 피크 수준에 근접해 있다. 다만, 당사는 이번 사이클에서 과거 대비 더 높은 멀티플을 부여받는 것이 합당하다고 판단한다. **1) LNG 3차 사이클:** 현재는 LNG 3차 사이클로 진입한 국면으로, 전례 없는 규모의 LNGc 인도가 예정되어 있다. 과거 1~2차 사이클에서 연간 최대 40척 수준이던 LNGc 캐파는 현재 72척 수준으로 두 배 가까이 확대되었다. **2) 시장의 확장:** 시장의 외연이 한국을 넘어 중국으로 확장되고 있다. 과거에도 국내 보냉재 업체들이 일본 및 중국 조선소에 일부 납품한 이력이 있었으나, 당시에는 두 국가의 LNGc 건조량이 적어 수출 규모가 미미했다. 그러나 최근 중국의 LNGc 캐파가 증가하면서, 유의미한 수준의 중국향 보냉재 수출이 이루어지고 있다. 이는 단순히 일시적인 수출이 아니라, 시장의 구조적 확장을 의미한다.

밸류에이션: 단기적 과열이 아닌 구조적 성장에 따른 멀티플 재평가 과정이라 판단

결과적으로, 글로벌 LNGc 보냉재 시장의 1, 2위 사업자가 모두 한국 업체이며, LNG 3차 사이클의 진입과 글로벌 시장 확장이라는 질적, 양적 변화가 동시에 나타나고 있다. 따라서 현 시점의 밸류에이션 수준은 단기적 과열이 아니라, 구조적 성장 국면에 부합하는 멀티플 재평가 과정이라 판단한다.

그림 60. 한국카본 PER 밴드: FY1 18.7배, FY3 14.6배 수준

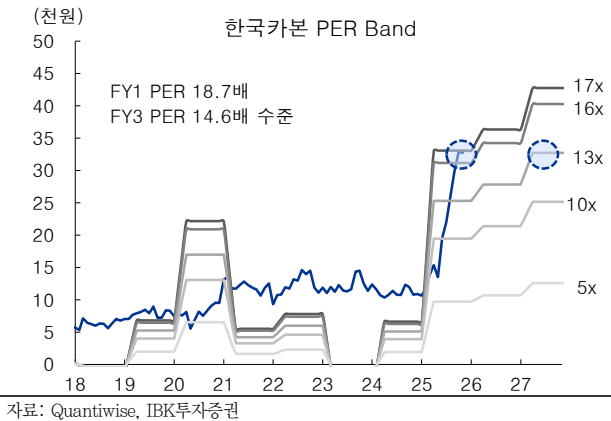


그림 61. 동성화인텍 PER 밴드: FY1 17.5배, FY3 9.6배 수준

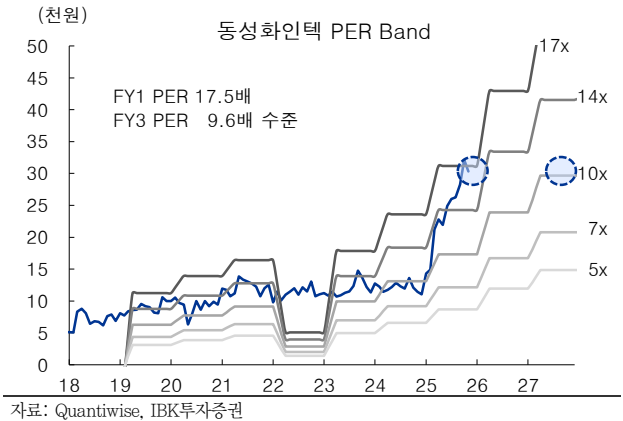


그림 62. 연도별 한국 보냉재 필요량-선박 인도 9개월 전 납품 가정

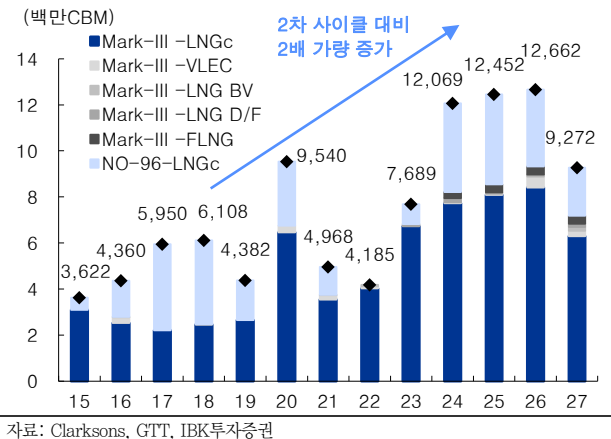
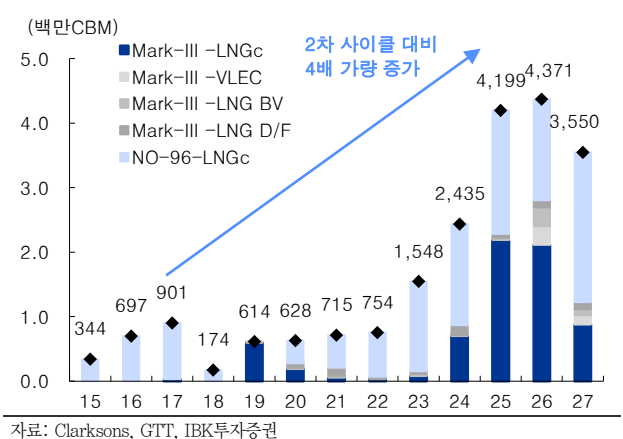


그림 63. 연도별 중국 보냉재 필요량-선박 인도 9개월 전 납품 가정



6. 투자전략: 양사 모두 강력 매수 추천

LNG 3차 사이클,
보냉재 2사 비중확대,
매수 추천

보냉재 2사에 대한 비중확대 의견을 제시한다. LNG 3차 사이클, 1) 한국 조선업은 2030년까지 매년 70척 수준의 LNGc를 인도할 가능성이 높다고 판단하며, 2) 중국 또한 연간 20척의 LNGc를 인도하며 글로벌 보냉재 수요가 증가할 것으로 전망한다. 또한 미국, 일본, 러시아 등 국가에서도 LNGc를 건조하려는 움직임이 있어 향후 보냉재 물량 확대 모멘텀도 기다리고 있다.

보냉재 양사 모두
강력 매수 추천

보냉재 양사 모두 강력 매수 추천한다. 우열을 가릴 수 없을만큼 두 기업 모두 견조한 펀더멘털과 뚜렷한 투자 포인트를 보유하고 있으며, 현재 주가 수준 또한 매수하기에 매력적인 구간이라 판단한다. 한국카본의 목표주가를 51,000원으로 상향 조정하고 동성화인텍은 43,000원의 목표주가를 제시하며 커버리지를 개시한다.

한국카본 투자포인트
1) ASP 상승
2) 중국향 SB 수출
3) 한국신소재 합병 효과

한국카본은 1) 보냉재 ASP 상승효과에 더해 2) 중국향 고마진 SB 제품 수출 확대, 3) 한국신소재 합병효과로 실적이 개선될 전망이다. 동성화인텍은 한국카본과 달리 SB는 생산하지는 않지만 직접 시공을 담당하고 있으며 육상플랜트로의 보냉재 또한 납품하고 있다. 현재 한국카본 대비 수익성 개선이 상대적으로 더더 보일 수는 있으나 3Q25부터 보냉재 원재료인 MDI의 원가 하락 효과와 2023년 수주 물량 비중이 증가하는 가격 상승 효과가 동시에 반영되며 가파른 마진 개선을 전망한다. 참고로 동사는 과거 2008년 LNG 1차 사이클 당시 영업이익률 17%를 기록했던 바가 있다. 현재 동성화인텍의 FY3 PER은 9.6배 수준으로 동사를 매수하기 굉장히 매력적인 구간이라 판단한다.

동성화인텍 투자포인트
1) ASP 상승
2) 육상플랜트향 보냉재
3) 상대적으로 가파른
수익성 개선
4) 저렴한 밸류에이션

4Q25부터 쏟아질 LNGc 발주, 보냉재 양사를 강력 매수 추천한다.

표 6. 보냉재 2사 Valuation Table

(단위: 원, 십억원, %, 배)

투자의견 및 적정주가			실적 및 Valuation									
종목				매출액	영업이익	OPM	지배주주 순이익	EPS(원)	BPS(원)	PER(배)	PBR(배)	ROE
한국카본 (017960)	투자의견	매수	2022	369.3	24.8	6.7%	20.3	461	9,194	22.6	1.7	5.0%
	목표주가	51,000	2023	594.4	16.5	2.8%	-13.4	-293	8,759	10.1	1.4	-3.0%
	증가	37,150	2024	741.7	45.4	6.1%	20.3	391	9,137	94.9	4.1	17.1%
	상승여력	37.3%	2025E	932.7	134.8	14.4%	103.3	1,990	11,130	18.7	3.3	19.6%
	적정시총	2,647	2026E	979.9	155.2	15.8%	112.1	2,159	13,162	17.2	2.8	17.8%
	시가총액	1,928	2027E	1,039.2	176.5	17.0%	132.2	2,547	15,583	14.6	2.4	17.7%
동성화인텍 (033500)	투자의견	매수	2022	434.2	15.3	3.5%	8.4	283	4,993	22.6	1.7	5.7%
	목표주가	44,000	2023	533.8	40.0	7.5%	29.8	996	5,701	10.1	1.4	17.4%
	증가	30,650	2024	597.4	54.0	9.0%	39.3	1,312	6,750	23.4	4.5	77.7%
	상승여력	43.6%	2025E	772.3	72.1	9.3%	52.7	1,758	8,534	17.4	3.6	23.0%
	적정시총	1,320	2026E	860.0	103.9	12.1%	75.6	2,521	10,706	12.2	2.9	26.2%
	시가총액	919	2027E	921.5	129.5	14.1%	95.0	3,169	13,525	9.7	2.3	26.2%

자료: IBK투자증권

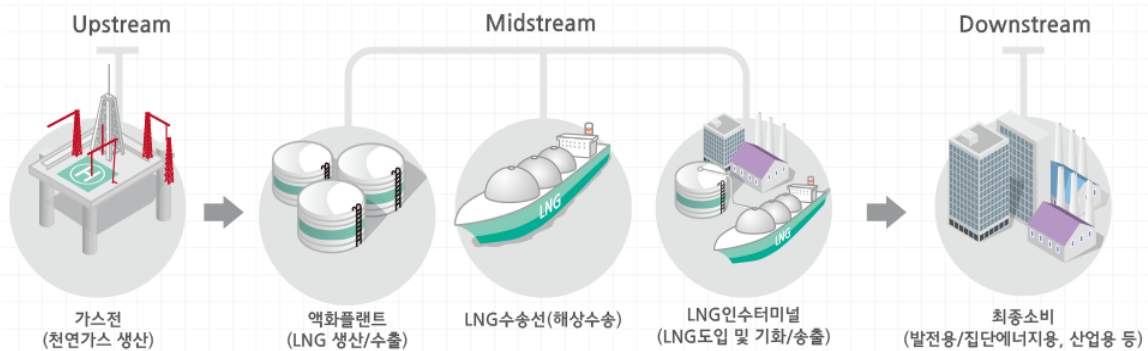
Appendix: 보냉재 개요

보냉재 개발: LNG 해상운송 시대 개막

천연가스 대량 저장 및
운송은 LNG(액화천연가스)

메탄(CH_4)이 주요 구성성분인 천연가스는 상온에서 기체상태로 존재한다. 기체상태의 연료는 사용에서의 편리함이 있는 반면, 많은 부피를 차지하여 운송과 보관 등에서 문제점이 존재한다. 따라서, 천연가스의 효율적인 운송과 보관을 위해서는 압축이나 액화를 통해 부피를 줄이는 것이 필수적이다. 천연가스를 -162°C 까지 낮춰 액화하면 부피가 1/600 수준으로 줄어들며 이를 LNG(Liquefied Natural Gas, 액화천연가스)라고 부른다. 천연가스는 액화 시 부피가 가장 많이 줄어들어, 대량 저장 및 운송은 주로 LNG의 형태로 이루어진다.

그림 64. 천연가스(LNG) 밸류체인



자료: LNGKOREA, IBK투자증권

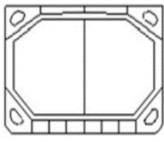
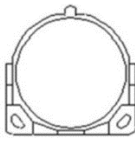
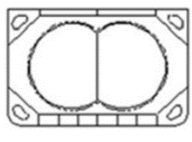
1959년 최초의 LNG용
보냉기술 등장

1950년대 이전, 기체상태로 존재하는 천연가스를 장거리로 운송하는 것은 보냉기술의 부재로 불가능하였다. 당시 일반적으로 사용되었던 보관용기의 소재인 강철은 극저온에서 취성(파괴)이 생기기 때문에 -162°C 를 버틸 수 있는 새로운 소재가 필요했다. 이를 해결하기 위해 유리섬유 소재를 통해 단열 처리한 화물창 시스템이 최초로 개발되었고, 해당 시스템을 통해 제작된 선박으로 1959년 1월 미국 루이지애나에서 영국까지 LNG 운송에 성공하며 본격적인 LNG 해상운송 시대가 개막하였다.

멤브레인형 화물창이 주류,
특히 GTT가 독보적

이후 LNG 화물창은 선체 내부에 직접 탱크를 설치하는 멤브레인형(Membrane, 내장형)과 외장형으로 나뉘었다. 특히, 멤브레인형 화물창 기술은 Gaztransport의 NO 96 시스템과 Technigaz의 MARK III 시스템이 산업을 주도하며 발전하였고, 두 기업은 1994년 하나의 기업(GTT, Gaztransport Et Technigaz)으로 합병하였다. 현재 대부분의 LNGc가 공간활용의 효율성, 낮은 BOR(기화율) 등의 장점을 바탕으로 멤브레인형 화물창을 채택하고 있으며, 새로 건조되는 멤브레인형 화물창은 대부분 GTT의 기술을 적용한 LNG 화물창 시스템을 채택하고 있다.

표 7. 가스 운반선의 탱크 종류 및 특징

구분	멤브레인형(일체형) 탱크	독립형 탱크		
	MARK III, NO 96 등	Type A	Type B	Type C
형상				
주요형태	선체형상	직사각형(Prismatic)	구형(Moss), 자립형 프리즘형(SPB)	원통형(Cylindrical)
구조적 특징	선체가 직접 탱크를 지지	독립된 별도의 구조가 탱크를 지지		
단열재 설치 방식	선체 내벽과 멤브레인 사이	탱크 외벽 또는 선체내벽과 2차방벽 사이	탱크 외벽	탱크 외벽 또는 이중벽 사이
단열재 종류	패널식 폼(R-PUF)	패널식 폼(스티로폼 블록 등)		스프레이 폼(PUF)
공간 효율성	매우 좋음	좋음	나쁨	보통
주요 적용 선박	대형 LNGc	중소형 LNGc	대형 LNGc(Moss), 중소형 LNGc(SPB)	소형 LNGc, LNG 추진선

자료: IMO, GTT FR, IBK투자증권

MARK III : HD현대, 삼성중공업
NO96: 한화오션

국내 조선사도 마찬가지로 GTT의 멤브레인형 화물창을 채택하는 가운데, HD한국조선해양 3사와 삼성중공업은 MARK III 시스템을, 한화오션은 NO 96 시스템을 채택하고 있다. 한편, 중국의 양쯔신푸, 다렌, CMHI 장수, 장난 조선소는 MARK III 시스템을, 후동중화조선은 NO 96 시스템을 채택하고 있다. 두 시스템은 어떤 기술이 우위나 열위에 있다기보다는 선주사의 요구와 상황에 맞게 적용되고 있다.

표 8. 기업별 LNGc 적용 보냉 시스템

	한국	중국
MARK III 시스템	HD한국조선해양 3사, 삼성중공업	양쯔신푸, 다렌, CMHI 장수, 장난
NO 96 시스템	한화오션	후동중화조선

자료: IBK투자증권

보냉재 종류: Mark-III vs. NO 96

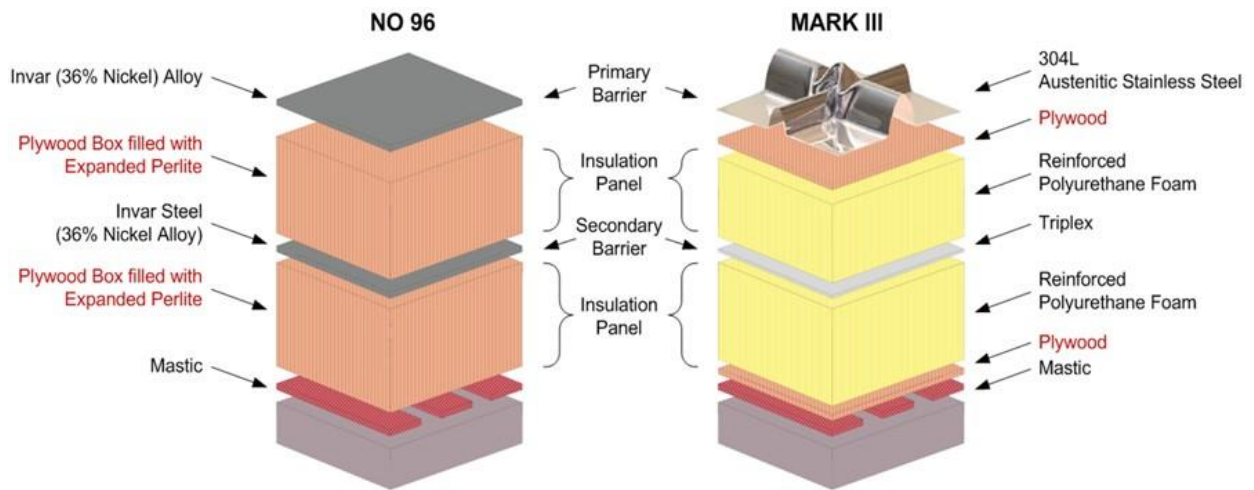
보냉재 구성품

MARK-III: 1차 방벽
(스테인리스강)+단열재(R-PUF)
+2차 방벽(Triplex+R-PUF)

NO96: 인바강+단열재(Perlite)

GTT의 멤브레인형 화물창에서 MARK III 시스템과 NO 96 시스템이 구분되는 가장 큰 차이는 소재이다. 두 시스템 모두, 1차 방벽(PB, Primary Barrier)과 2차 방벽(SB, Secondary Barrier), 보냉재로 구성되는데, MARK III 시스템은 1차 방벽으로 스테인리스강, 2차 방벽으로는 유리섬유와 알루미늄을 조합한 트리플렉스(Triplex)를 사용하고, 단열재는 강화폴리우레탄폼(R-PUF)을 사용한다. NO 96 시스템의 1, 2차 방벽은 모두 인바강(Invar, 36% 니켈)을 사용하며, 단열재는 펄라이트 박스를 사용한다.

그림 65. NO 96 시스템, MARK III 시스템 구성요소



자료: GTT, IBK투자증권

표 9. GTT 단열 시스템별 구성요소 비교

구분	MARK III 시스템	NO 96 시스템
단열재(Insulation Panel)	강화폴리우레탄폼(R-PUF)	펄라이트 박스(Perlite)
1차 방벽(PB, Primary Barrier)	스테인리스강(304L)	인바강(Invar, 36% 니켈)
2차 방벽(SB, Secondary Barrier)	트리플렉스(Triplex, 유리섬유+알루미늄)	인바강(Invar, 36% 니켈)

자료: GTT, IBK투자증권

구성요소별 생산 여부

한국카본:

1차(X)+2차(O)+단열재(O)

동성화인텍:

1차(O)+2차(X)+단열재(O)

국내 대표 보냉재 기업인 한국카본과 동성화인텍은 모두 MARK III 시스템에 들어가는 보냉재를 생산하는데, 한국카본은 2차 방벽인 트리플렉스와 강화폴리우레탄폼(R-PUF)을 생산하고, 동성화인텍은 1차 방벽인 스테인리스강 멤브레인과 강화폴리우레탄폼(R-PUF)을 생산한다. 한국카본이 생산하지 못하는 1차 방벽은 티엠씨(비상장)가 시공하고 있으며, 동성화인텍이 생산하지 못하는 2차 방벽(트리플렉스)은 한국카본으로부터 공급받고 있다.

표 10. MARK III 보냉재 구성요소별 생산기업 비교

구성요소	한국카본	동성화인텍
단열재(Insulation Panel)	O	O
1차 방벽(PB, Primary Barrier)	X(티엠씨 시공)	O(직접시공)
2차 방벽(SB, Secondary Barrier)	O(독점)	X(한국카본 공급)
단열파이프(Pipe Insulation)	O	O

자료: 한국카본, 동성화인텍, IBK투자증권

MARK III 2차방벽(Triplex)
한국카본 독점생산

MARK III 시스템의 2차 방벽인 트리플렉스(Triplex)는 국내에서 한국카본이 독점적으로 생산하고 있다. 트리플렉스는 유리섬유 사이에 알루미늄을 접착한 샌드위치 구조로 구성되어 있는데, 초저온을 반복하는 가혹한 시험환경에서 GTT의 높은 품질조건을 만족시켜야 한다. 이는 반대로 GTT의 입장에서든 꾸준히 조건을 만족해온 한국카본을 지속적으로 관리해 나가는 것이 GTT에게도 유리한 상황이며, 이를 공급받는 조선사와 주문하는 선주의 입장에서든 기존의 공급사를 바꾸기 어려운 이유이기도 하다.

BOR(Boil-Off Rate, 일일기화율)의 중요성

낮은 BOR(기화율) 구현이
선주사들의 핵심 요구사항

글로벌 LNG 물동은 주로 북미와 중동에서 아시아와 유럽으로 운송되는 것이 대부분이며, 해당 경로로 운송 시 짧게는 2주 내외에서 길게는 4주까지 소요되기도 한다. 따라서 낮은 BOR(Boil-Off Rate, 일일기화율)을 구현해내는 것이 화물창 기술의 핵심이 된다. 현재 최신 LNGc의 BOR은 일반적으로 0.07~0.1% 수준이며, 노후 LNGc의 경우 0.1~0.15% 이상으로 알려져 있다. 이는 작은 차이로 느껴질 수 있지만 BOR이 하루 증발량 기준임을 감안 시, 0.01%의 차이는 선주들에게 매우 중요하게 작용한다.

표 11. GTT NO 96 시리즈

구분	NO96 Perlite	NO96 GW	NO96 L03	NO96 L03+	NO96 Max	NO96 Super+(차세대)
기화율(Boil-off Rate)	0.15%	0.13%	0.11%	0.10%	0.085%	0.085% 미만
주요 소재	Perlite	Glass-wool	Glass-wool and foam 130 kg/m3		단열 강화 폴리우레탄 폼(R-PUF)	
적용선박	초기 LNGc, FSRU	2000년대 LNGc, FSRU	최신 LNGc 탑재		차세대 LNGc 탑재	
특징	Invar® 0.7 mm				니켈-철 합금	이중 Invar® 0.7 mm

자료: GTT FR, IBK투자증권

표 12. GTT MARK III 시리즈

항목	Mark III Flex	Mark III Flex+	GTT NEXT1 (차세대)
기화율(Boil-Off Rate)	0.085~0.1%	0.07%	0.07% 미만
시스템 구성	No.96 시스템 대비 단열 성능 향상 1차 방벽: 스테인리스강 멤브레인 2차 방벽: 복합 멤브레인		Mark III 시스템 기반 + 고밀도 폴리우레탄 폼 적용
적용 선박	대부분의 LNG 운반선		차세대 LNG 운반선, LNG 병커링선, LNG-FSRU
특징	다양한 선박 크기에 적용 확대		극저온 보냉 성능 극대화, 자연 기화율(BOR) 감소

자료: GTT FR, IBK투자증권

예시로, BOR이 0.1%인 LNGc와 0.15%인 LNGc가 20일간 운행하여 목적지에 도착한다고 가정해보자, BOR이 0.1%인 경우 20일 동안의 전체 손실률은 약 -1.98% 수준이지만, BOR이 0.15%인 경우 전체 손실률은 -2.96%이다. BOR 0.05%의 차이로 1회 운송 시 전체의 약 1%에 가까운 손실률 차이가 만들어진다. 174k급 LNGc가 한번에 운반하는 LNG 용량은 한화로 약 170억원(3\$/MMBtu, 1\$=1,400원 가정) 수준이다. BOR 0.05% 차이로 매 운송시 1.7억원의 추가적인 비용이 발생하는 것이다. 결론적으로 최신 LNGc로의 교체는 환경기준 충족 뿐만 아니라, 운송 시 발생하는 손실금액을 낮출 수도 있기에 최신 화물창 기술과 BOR은 선주들에게 매우 중요한 고려요소가 된다.

표 13. 1회 운송 시 BOR에 따른 LNG 손실 규모(재액화 설비 등은 무시한 단순계산)

BOR	LNG 적재용량	천연가스 가격	항해일수	20일 손실률	손실량	손실금액(달러)	손실금액(원)
0.07%	174k	3\$/MMBtu	20일	1.39%	1,089t	169,875\$	2억 3,783만원
0.10%				1.98%	1,551t	241,989\$	3억 3,878만원
0.15%				2.96%	2,316t	361,269\$	5억 578만원

자료: IBK투자증권
주: 1\$=1,400원 가정



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
한국카본 (017960)	매수(유지)	51,000원
동성화인텍 (033500)	매수(신규)	44,000원

매수 (유지)

목표주가 (상향) 51,000원
현재가 (10/24) 37,150원

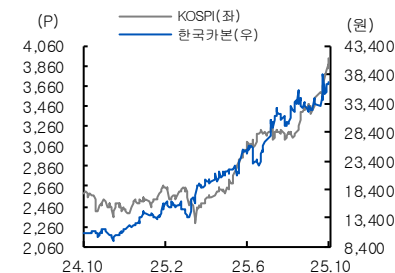
KOSPI (10/24)	3,941.59pt
시가총액	1,928십억원
발행주식수	51,908천주
액면가	500원
52주 최고가	38,450원
최저가	9,410원
60일 일평균거래대금	18십억원
외국인 지분율	11.0%
배당수익률 (2025F)	0.3%

주주구성	
조연호 외 4 인	34.28%
국민연금공단	10.01%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-1%	18%	126%
절대기준	12%	85%	245%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	51,000	28,500	▲
EPS(25)	1,990	1,219	▲
EPS(26)	2,159	1,730	▲

한국카본 상대주가 (%)



한국카본 (017960)

한국을 넘어 중국, 어쩌면 전 세계로

중국의 LNGc 수주가 증가하는 만큼 우리도 좋아진다

동사는 현재 중국에 고마진 제품인 SB(Secondary Barrier, 이차방벽용 필름소재)를 납품 중이다. 중국은 기존에는 후동중화가 연간 10척 안팎의 LNGc를 NO96 타입의 보냉재를 사용하여 건조했으나, 최근 LNGc 수요가 증가하며 중국의 신규 플레이어들이 Mark-III 타입용 보냉재를 사용하는 LNGc를 수주하며 시장에 진입했다. 중국은 2025년 8척을 시작으로 2026년 12척, 2027년 10척의 Mark-III 타입 LNGc를 인도할 예정이며 2027년에는 6척의 멤브레인형 VLEC 인도도 예정되어있다. 고마진 SB 제품의 중국 수출 확장에 따른 동사의 실적 개선을 전망한다.

3Q25 Pre: 우호적인 환율 효과로 컨센서스 상회 전망

동사의 3Q25 연결 영업 실적은 매출액 2,333억원(YoY +36.7%, QoQ +0.9%), 영업이익 332억원(YoY +332.1%, QoQ +4.9%, OPM 14.2%)을 기록하며 컨센서스를 상회할 전망이다. 1) 우호적인 환율에 더해 2) 3Q25부터 2023년 수주 물량이 납품되며 ASP 상승 효과가 반영되고, 3) 한국신소재 합병효과가 지속적으로 반영되며 실적 개선세를 이어갈 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 51,000원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 51,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 2027년 추정 EPS 2,547원에 Target PER 20배를 적용하여 산출했다. 과거 LNG 1,2차 사이클 대비 높은 멀티플을 부여한 이유는 1) LNG 3차 사이클인 현재 당시보다 두 배가량의 보냉재가 더 필요해 동사의 외형이 성장하고, 2) 중국으로 고마진 SB가 수출되고 있기 때문이다. LNG 3차 사이클, 4Q25~1H26 LNGc 발주가 시작되기 전, 동사에 대한 선제적인 매수를 추천한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	594	742	933	980	1,039
영업이익	16	45	135	155	176
세전이익	-7	28	134	146	172
당기순이익	-13	20	103	112	132
EPS(원)	-293	391	1,990	2,159	2,547
증가율(%)	-163.5	-233.8	408.3	8.5	18.0
영업이익률(%)	2.7	6.1	14.5	15.8	16.9
순이익률(%)	-2.2	2.7	11.0	11.4	12.7
ROE(%)	-3.1	4.4	19.6	17.8	17.7
PER	-39.8	30.0	18.7	17.2	14.6
PBR	1.3	1.3	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.6	8.9	11.3	9.8	8.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 14. 한국카본 3Q25 Preview

단위:	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
십억원,%,%p	2025.09(E)	2025.09(E)	vs Chg	2025.09(E)	vs Con	2024.09(A)	YoY	2025.06(A)	QoQ
매출액	233	225	3.7%	221	5.8%	171	36.7%	231	0.9%
영업이익	34	29	18.5%	30	12.2%	8	342.5%	32	7.4%
지배주주순이익	24	20	22.4%	21	14.9%	12	99.5%	29	-16.6%
OPM	14.6%	12.8%	1.8%p	13.7%	0.8%p	4.5%	10.1%p	13.7%	0.9%p
NPM	10.5%	8.9%	1.6%p	9.7%	0.8%p	7.2%	3.3%p	12.7%	-2.2%p

자료: IBK투자증권

표 15. 한국카본 실적 전망: (단위: 십억원, %)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	183	194	171	194	225	231	233	244	231	237	233	278	742	933	980	1,039
YoY	77.4%	45.1%	9.6%	-3.9%	22.9%	19.1%	36.7%	25.4%	3.0%	2.5%	0.0%	14.3%	24.8%	25.7%	5.1%	6.1%
QoQ	-9.5%	6.3%	-12.1%	13.8%	15.7%	3.0%	0.9%	4.4%	-5.1%	2.5%	-1.7%	19.3%				
영업이익	3	18	8	17	31	32	34	38	35	37	36	46	45	135	155	176
OPM	1.4%	9.2%	4.5%	8.9%	13.9%	13.7%	14.6%	15.6%	15.2%	15.8%	15.6%	16.6%	6.1%	14.4%	15.8%	17.0%
YoY	-30.2%	125.2%	66.5%	7835.5%	1092.8%	78.0%	342.5%	118.7%	13.0%	18.4%	7.0%	21.6%	176.0%	196.5%	15.2%	13.7%
QoQ	1091.1%	581.7%	-56.8%	126.1%	79.0%	1.7%	7.4%	11.8%	-7.5%	6.6%	-2.9%	27.0%				
세전이익	2	15	12	0	29	36	33	37	33	35	35	43	28	134	146	172
당기순이익	0	9	12	-1	22	29	24	28	25	29	26	32	20	103	112	132

자료: IBK투자증권

표 16. 한국카본 Valuation Table: (단위: 원, %, 배)

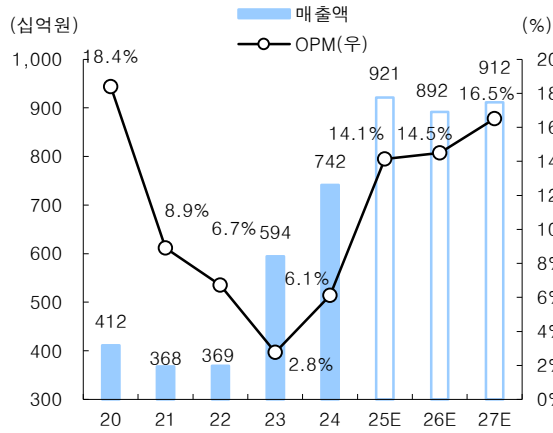
PER Valuation	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년	2027 년
주식수(백만주)	44	52	52	52	52	52
EPS	461	-293	391	1,990	2,159	2,547
PER(고)	39.1	15.6	33.7			
PER(저)	22.1	8.9	14.4			
PER(고): 2년 후행	22.7	3.8				
PER(저): 2년 후행	16.6	3.0				

현재 PER	18.7	17.2	14.6
Target PER	20.0	20.0	20.0
적정주가	39,796	43,173	50,942
Weight	0%	0%	100%

목표주가	51,000
종가(10월 24일)	37,150
상승여력	37.3%

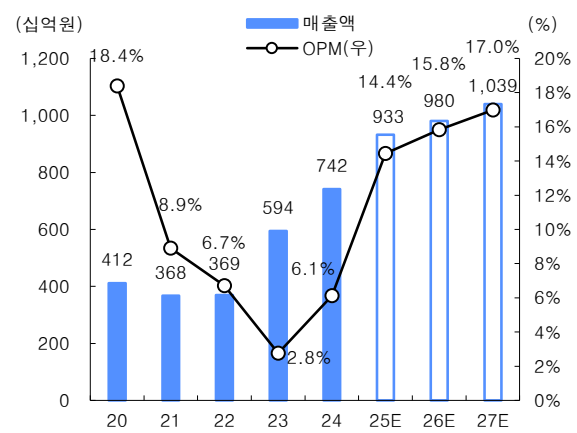
자료: IBK투자증권

그림 66. 한국카본 연간 실적 및 컨센서스



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 67. 한국카본 연간 실적 당사 추정치



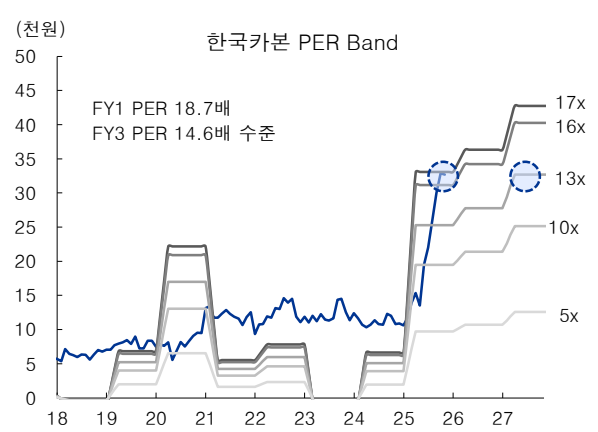
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 68. 한국카본 LNG 1,2차 사이클 당시 PER 밴드: 16배 수준



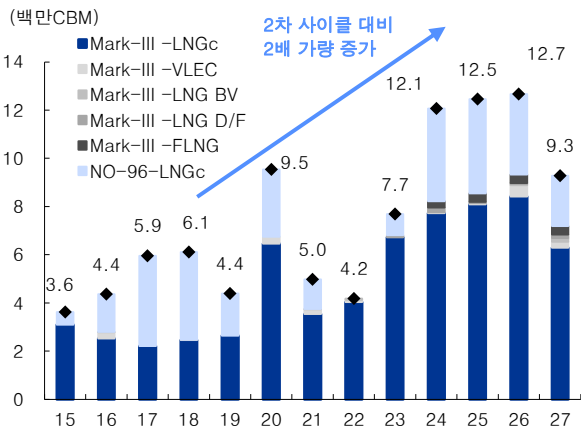
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 69. 한국카본 PER 밴드: FY1 18.7배, FY3 14.6배 수준



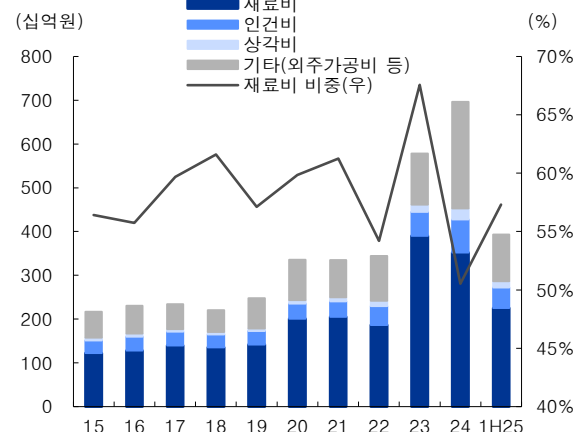
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 70. 한국 보냉재 필요 물량-선박 인도 9개월 전 납품 가정



자료: Clarksons, GTT, IBK투자증권

그림 71. 한국카본 원가 구조: 재료비 50~60% 차지



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

한국카본 (017960)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	594	742	933	980	1,039
증가율(%)	61.0	24.8	25.7	5.1	6.0
매출원가	531	624	712	735	768
매출총이익	63	118	221	245	271
매출총이익률 (%)	10.6	15.9	23.7	25.0	26.1
판매비	47	72	86	90	95
판매비율(%)	7.9	9.7	9.2	9.2	9.1
영업이익	16	45	135	155	176
증가율(%)	-33.6	176.0	196.5	15.2	13.7
영업이익률(%)	2.7	6.1	14.5	15.8	16.9
순금융손익	0	-18	-2	-16	-13
이자손익	0	0	-1	3	6
기타	0	-18	-1	-19	-19
기타영업외손익	-22	1	1	6	9
종속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	-7	28	134	146	172
법인세	6	8	31	34	40
법인세율	-85.7	28.6	23.1	23.3	23.3
계속사업이익	-13	20	103	112	132
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-13	20	103	112	132
증가율(%)	-166.4	-251.1	408.3	8.5	18.0
당기순이익률 (%)	-2.2	2.7	11.0	11.4	12.7
지배주주당기순이익	-13	20	103	112	132
기타포괄이익	-2	5	-11	0	0
총포괄이익	-16	25	92	112	132
EBITDA	34	72	162	179	198
증가율(%)	-12.0	113.3	125.6	10.3	10.6
EBITDA마진율(%)	5.7	9.7	17.4	18.3	19.1

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-293	391	1,990	2,159	2,547
BPS	8,759	9,137	11,130	13,162	15,583
DPS	110	130	130	130	130
밸류에이션(배)					
PER	-39.8	30.0	18.7	17.2	14.6
PBR	1.3	1.3	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	19.6	8.9	11.3	9.8	8.3
성장성지표(%)					
매출증가율	61.0	24.8	25.7	5.1	6.1
EPS증가율	-163.5	-233.8	408.3	8.5	18.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.9	1.1	0.3	0.3	0.3
ROE	-3.1	4.4	19.6	17.8	17.7
ROA	-2.0	2.4	11.0	10.4	10.7
ROIC	-3.6	4.9	26.4	28.9	32.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	74.3	85.3	73.5	70.0	62.4
순차입금 비율(%)	12.5	1.9	-15.9	-26.2	-35.6
이자보상배율(배)	3.6	9.0	20.8	25.2	28.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.5	6.5	8.4	9.6	9.4
재고자산회전율	3.5	3.9	4.7	4.6	4.5
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	398	461	576	717	849
현금및현금성자산	67	58	147	235	345
유가증권	13	9	9	10	11
매출채권	101	127	95	109	112
재고자산	180	197	197	225	239
비유동자산	394	418	427	445	464
유형자산	271	312	345	364	384
무형자산	40	42	40	37	35
투자자산	52	30	29	29	29
자산총계	792	879	1,003	1,162	1,314
유동부채	297	369	378	430	455
매입채무및기타채무	42	67	76	87	92
단기차입금	89	37	16	18	19
유동성장기부채	15	16	16	16	16
비유동부채	40	36	46	48	49
사채	10	0	12	12	12
장기차입금	21	18	17	17	17
부채총계	338	405	425	479	505
지배주주지분	455	474	578	683	809
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	182	182	191	191	191
자본조정등	-29	-29	-21	-21	-21
기타포괄이익누계액	-2	1	-3	-3	-3
이익잉여금	278	295	385	490	616
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	455	474	578	683	809
비이자부채	200	311	361	413	438
총차입금	138	94	64	66	67
순차입금	57	9	-92	-179	-288

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	57	151	145	99	133
당기순이익	-13	20	103	112	132
비현금성 비용 및 수익	68	62	34	14	6
유형자산감가상각비	16	24	24	21	19
무형자산상각비	1	3	3	2	2
운전자본변동	12	70	17	-30	-12
매출채권등의 감소	-35	-27	31	-14	-3
재고자산의 감소	-10	-17	-4	-28	-14
매입채무등의 증가	-4	37	9	11	5
기타 영업현금흐름	-10	-1	-9	3	7
투자활동 현금흐름	-44	-82	-81	-50	-45
유형자산의 증가(CAPEX)	-51	-61	-58	-40	-40
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-6	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-4	17	0	0
기타	8	-11	-40	-10	-5
재무활동 현금흐름	-5	-82	26	39	22
차입금의 증가(감소)	7	6	3	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-12	-88	23	39	22
기타 및 조정	5	4	0	0	0
현금의 증가	13	-9	90	88	110
기초현금	54	67	58	147	235
기말현금	67	58	147	235	345

매수 (신규)

목표주가 (신규) 44,000원
현재가 (10/24) 30,650원

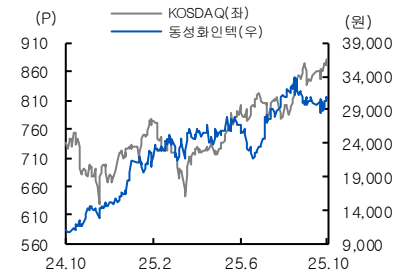
KOSDAQ (10/24) 883.08pt
시가총액 919십억원
발행주식수 29,989천주
액면가 500원
52주 최고가 34,050원
최저가 10,730원
60일 일평균거래대금 15십억원
외국인 지분율 21.2%
배당수익률 (2025F) 1.1%

주주구성
동성케미컬 37.94%
Morgan Stanley & Co. International plc 5.42%

	1M	6M	12M
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-3%	-4%	132%
절대기준	0%	17%	179%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	신규
목표주가	44,000	-	신규
EPS(25)	1,758	-	신규
EPS(26)	2,521	-	신규

동성화인텍 상대주가 (%)



동성화인텍 (033500)

늦은 만큼 가파를 것이다

2023년 수주 물량 반영 시작, 4Q25에는 본격화

2Q25 기준 동사의 영업이익률은 8.8%로 경쟁사 대비 다소 낮아 보일 수는 있다. 그러나 3분기부터는 2023년 수주 물량 증가분이 본격적으로 매출에 반영되고, 원재료인 MDI 가격 하락 효과가 가세하면서 경쟁사 대비 가파른 속도의 수익성 개선을 전망한다. 참고로 동사는 과거 LNG 1차 사이클 당시 17% 수준의 영업이익률을 기록한 바 있어, 향후 수익성 회복 여력은 충분하다고 판단된다.

3Q25 Pre: 우호적인 환율 효과와 ASP 상승으로 컨센서스 상회 전망

동사의 3Q25 연결 영업 실적은 매출액 1,969억원(YoY +44.2%, QoQ +1.9%), 영업이익 191억원(YoY +67.3%, QoQ +12.8%, OPM 9.7%)을 기록하며 컨센서스를 상회할 전망이다. 우호적인 환율에 더해 3Q25부터 2023년 수주 물량이 납품되며 ASP 상승 효과가 반영되며 실적 개선세를 이어갈 전망이다. 2025년 동사의 연결 매출액은 7,723억원, 영업이익은 721억원(OPM 9.3%)로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 44,000원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가를 44,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2026년 추정 EPS 2,465원에 Target PER 17.5배를 적용하여 산출했다. 과거 LNG 1,2차 사이클 당시 PER 14배보다 높은 멀티플을 부여한 이유는 1) LNG 3차 사이클인 현재 당시보다 두 배가량의 보냉재가 더 필요해 동사의 외형이 성장하고, 2) 향후 중국을 시작으로 미국, 일본, 러시아 등 LNGc를 건조하려하는 국가들로의 보냉재 수출 확대 모멘텀이 기다리고 있기 때문이다. LNG 3차 사이클, 4Q25~1H26 LNGc 발주가 시작되기 전, 동사에 대한 선제적인 매수를 추천한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	534	597	772	860	921
영업이익	40	54	72	104	130
세전이익	38	51	70	100	125
지배주주순이익	30	39	53	76	95
EPS(원)	996	1,312	1,758	2,521	3,169
증가율(%)	249.3	31.8	34.0	43.4	25.7
영업이익률(%)	7.5	9.0	9.3	12.1	14.1
순이익률(%)	5.6	6.5	6.9	8.8	10.3
ROE(%)	18.6	21.1	23.0	26.2	26.2
PER	12.3	11.4	17.4	12.2	9.7
PBR	2.1	2.2	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	7.5	6.3	9.4	6.6	5.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 17. 동성화인텍 3Q25 Preview

단위:	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
십억원,%,%p	2025.09(E)	2025.09(E)	vs Chg	2025.09(E)	vs Con	2024.09(A)	YoY	2025.06(A)	QoQ
매출액	197	n/a	n/a	191	3.3%	137	44.2%	193	1.9%
영업이익	19	n/a	n/a	19	2.7%	11	67.3%	17	12.8%
지배주주순이익	15	n/a	n/a	14	5.5%	9	69.7%	11	33.9%
OPM	9.7%	n/a	n/a	9.8%	-0.1%p	8.4%	1.3%p	8.8%	0.9%p
NPM	7.5%	n/a	n/a	7.3%	0.2%p	6.4%	1.1%p	5.7%	1.8%p

자료: IBK투자증권

표 18. 동성화인텍 실적 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	137	138	137	186	172	193	197	210	203	208	205	244	597	7723	860	921
YoY	10.6%	-4.3%	9.8%	31.4%	25.6%	40.2%	44.2%	12.9%	17.7%	7.7%	3.9%	16.5%	11.9%	29.3%	11.4%	7.2%
QoQ	-2.9%	0.4%	-0.9%	36.0%	-7.2%	12.2%	1.9%	6.5%	-3.2%	2.5%	-1.7%	19.3%				
영업이익	10	12	11	20	13	17	19	23	24	24	24	32	54	72.1	104	130
OPM	7.4%	8.9%	8.4%	10.8%	7.3%	8.8%	9.7%	11.2%	11.8%	11.6%	11.5%	13.2%	9.0%	9.3%	12.1%	14.1%
YoY	177.2%	43.1%	-5.8%	29.3%	23.8%	37.3%	67.3%	16.8%	91.1%	42.6%	23.2%	37.3%	35.1%	33.5%	44.2%	24.7%
QoQ	-34.9%	21.8%	-7.4%	76.1%	-37.7%	35.1%	12.8%	23.0%	2.0%	0.8%	-2.5%	37.0%				
세전이익	11	4	11	24	13	13	20	24	24	24	24	28	51	70	100	125
당기순이익	9	3	9	19	9	11	15	18	16	21	18	21	39	53	76	95

자료: IBK투자증권

표 19. 동성화인텍 Valuation Table

(단위: 원, %, 배)

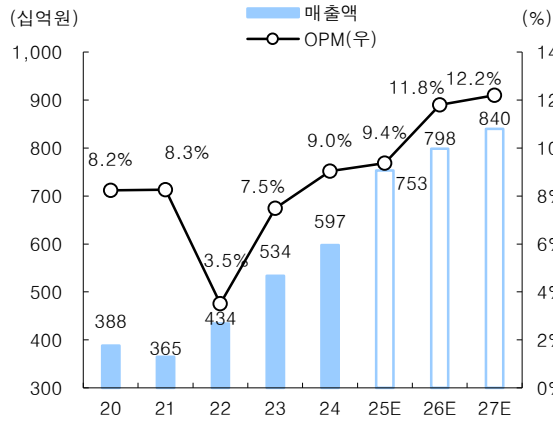
PER Valuation	2022 년	2023 년	2024 년	2025 년	2026 년	2027 년
주식수(백만주)	30	30	30	30	30	30
EPS	283	996	1,312	1,758	2,521	3,169
PER(고)	39.1	15.6	33.7			
PER(저)	22.1	8.9	14.4			
PER(고): 2년 후행	6.8	4.2				
PER(저): 2년 후행	5.0	3.3				

현재 PER	17.3	12.1	9.6
Target PER	17.5	17.5	17.5
적정주가	30,762	44,113	55,450
Weight	0%	100%	0%

목표주가	44,000
종가(10월 24일)	30,400
상승여력	44.7%

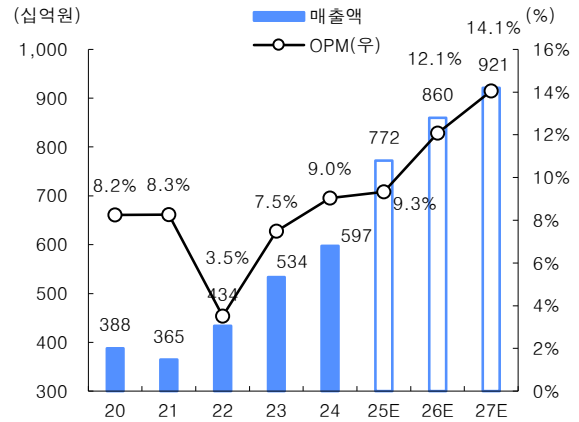
자료: IBK투자증권

그림 72. 동성화인텍 연간 실적 및 컨센서스



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 73. 동성화인텍 연간 실적 당사 추정치



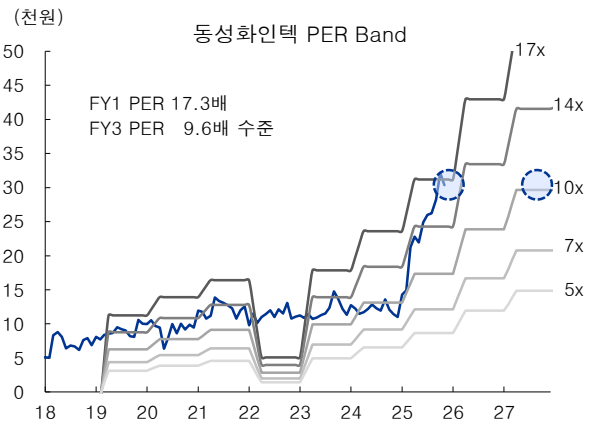
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 74. 동성화인텍 LNG 1,2차 사이클 당시 PER 밴드: 14배 수준



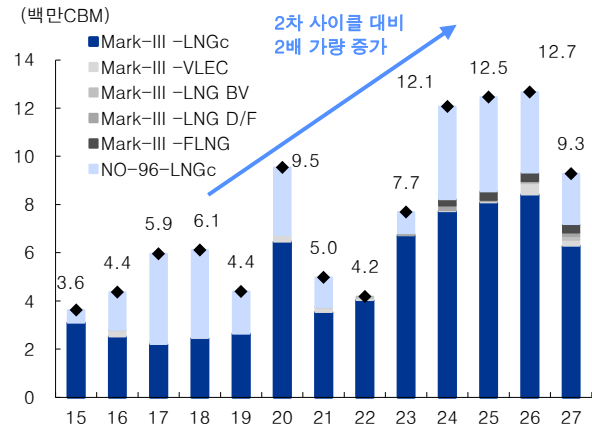
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 75. 동성화인텍 PER 밴드: FY1 17.3배, FY3 9.6배 수준



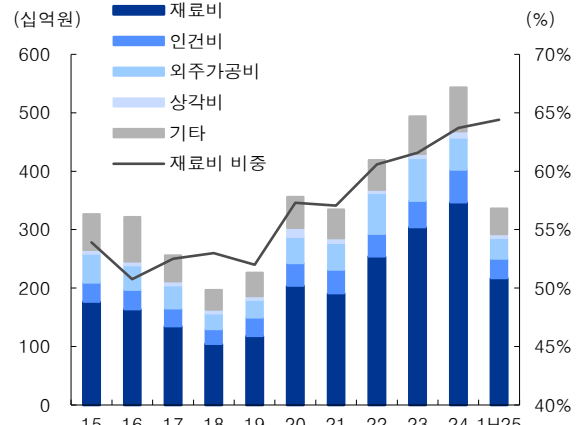
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 76. 한국 보냉재 필요 물량-선박 인도 9개월 전 납품 가정



자료: Clarksons, GTT, IBK투자증권

그림 77. 동성화인텍 원가 구조: 재료비 50~65% 차지



자료: Dart전자공시, IBK투자증권

동성화인텍 (033500)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	534	597	772	860	921
증가율(%)	22.9	11.9	29.3	11.4	7.2
매출원가	463	503	650	701	733
매출총이익	71	95	122	159	189
매출총이익률 (%)	13.3	15.9	15.8	18.5	20.5
판매비	31	41	50	55	59
판매비율(%)	5.8	6.9	6.5	6.4	6.4
영업이익	40	54	72	104	130
증가율(%)	161.5	35.1	33.5	44.2	24.7
영업이익률(%)	7.5	9.0	9.3	12.1	14.1
순금융손익	-4	-1	-3	-5	-5
이자손익	-4	-1	2	4	4
기타	0	0	-5	-9	-9
기타영업외손익	2	-2	0	1	1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	38	51	70	100	125
법인세	8	12	17	24	30
법인세율	21.1	23.5	24.3	24.0	24.0
계속사업이익	30	39	53	76	95
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	39	53	76	95
증가율(%)	253.5	32.1	34.0	43.4	25.7
당기순이익률 (%)	5.6	6.5	6.9	8.8	10.3
지배주주당기순이익	30	39	53	76	95
기타포괄이익	-1	-1	0	0	0
총포괄이익	29	39	52	76	95
EBITDA	49	65	84	114	138
증가율(%)	127.6	31.8	29.4	35.4	21.3
EBITDA마진율(%)	9.2	10.9	10.9	13.3	15.0

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	996	1,312	1,758	2,521	3,169
BPS	5,701	6,750	8,534	10,706	13,525
DPS	250	350	350	350	350
밸류에이션(배)					
PER	12.3	11.4	17.4	12.2	9.7
PBR	2.1	2.2	3.6	2.9	2.3
EV/EBITDA	7.5	6.3	9.4	6.6	5.2
성장성지표(%)					
매출증가율	22.9	11.9	29.3	11.4	7.2
EPS증가율	249.3	31.8	34.0	43.4	25.7
수익성지표(%)					
배당수익률	2.0	2.3	1.1	1.1	1.1
ROE	18.6	21.1	23.0	26.2	26.2
ROA	8.4	9.6	10.7	13.0	13.7
ROIC	16.9	24.1	36.3	52.5	51.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	113.0	125.0	106.5	98.8	83.8
순차입금 비율(%)	1.2	-17.8	-50.0	-51.1	-48.8
이자보상배율(배)	8.2	24.2	112.8	350.2	404.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.6	9.7	10.5	12.5	10.6
재고자산회전율	3.8	3.9	4.7	4.6	4.4
총자산회전율	1.5	1.5	1.6	1.5	1.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	230	307	388	467	542
현금및현금성자산	27	57	136	173	208
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	40	83	64	74	99
재고자산	151	153	172	201	215
비유동자산	135	148	141	172	203
유형자산	121	136	135	165	196
무형자산	1	1	0	0	0
투자자산	1	2	1	1	1
자산총계	364	455	528	638	746
유동부채	182	245	263	306	328
매입채무및기타채무	30	53	51	60	64
단기차입금	22	17	7	9	9
유동성장기부채	3	4	0	0	0
비유동부채	11	8	10	11	12
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	193	253	273	317	340
지배주주지분	171	202	256	321	406
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	77	77	81	81	81
자본조정등	-9	-9	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	87	119	161	226	311
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	171	202	256	321	406
비이자부채	165	231	265	308	330
총차입금	28	22	8	9	10
순차입금	2	-36	-128	-164	-198

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	65	68	92	54	68
당기순이익	30	39	53	76	95
비현금성 비용 및 수익	24	32	20	5	4
유형자산감가상각비	9	11	12	10	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	18	5	26	-30	-35
매출채권등의 감소	0	-42	19	-10	-25
재고자산의 감소	-22	-8	-23	-28	-14
매입채무등의 증가	-16	22	-1	8	4
기타 영업현금흐름	-7	-8	-7	3	4
투자활동 현금흐름	-17	-22	-10	-43	-42
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-23	-11	-40	-40
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	3	0	0
기타	0	1	-2	-3	-2
재무활동 현금흐름	-48	-16	-1	27	8
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-48	-16	-1	27	8
기타 및 조정	0	0	-3	0	1
현금의 증가	0	30	78	38	35
기초현금	27	27	57	136	173
기말현금	27	57	136	173	208

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

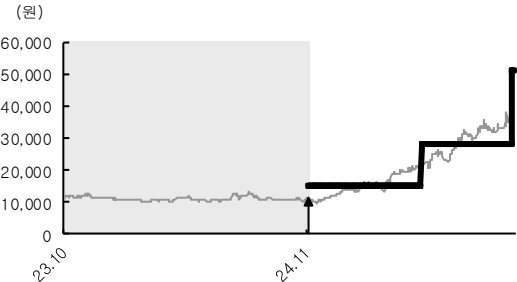
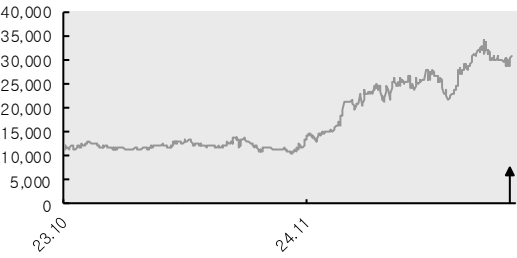
종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

한국카본	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.11.26	매수	15,000	1.57	45.00
	2025.05.29	매수	28,500	2.50	34.91
	2025.10.27	매수	51,000		
동성화인텍	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.10.27	매수	44,000		

Note



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부부장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200