

동성화인텍(033500 KOSDAQ)

Opinion

Buy

목표주가	16,220
현재주가	13,250
상승여력	22.4%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	3,950억
발행주식수(주)	29,989,494
52주 최고(원)	15,220
52주 최저(원)	10,870
주요주주지분율(%)	45.32
23년 배당수익률(%)	1.90

Team 1

오지영	구민준
김승교	박태민
신윤재	오수연
표종선	

- LNG 선박용 초저온 보냉재를 주력으로 하는 조선기자재 전문 기업
- 2023년 매출 5,314억 원(+22.4%, YoY), 영업이익 373억 원(+144%, YoY)
- 폭발적인 수주량 확보로 보냉재 시장에서의 독보적 경쟁력
- LNG 운반선 성장세에 힘 입은 초저온 보냉재 판가 상승 효과
- 2024.05.08 증가 13,250원, 22.4% upside, 목표주가 16,220원 제시

Signal 1. LNG 운반선 시장 활황, 최대 '수혜' 기업

IMO는 2050년까지 글로벌 탄소배출 감축 목표를 기존 40%에서 100%로 상향. 이에 기존 선박 연료를 LNG로 대체하기 위한 LNG 운반선의 수요가 증가하고 있다. 더불어 2024년 국내 조선 3사가 카타르와 대규모 LNG 운반선 공급계약을 사실상 싹쓸이한 상황이다. 동성화인텍의 주요 제품인 초저온 보냉재의 사용처인 LNG 운반선의 계속되는 수요 증가에 따른 매출 증가는 예정된 수순이다.

Signal 2. 쏟아지는 수주에 대응하는 발빠른 Capa 확장

동성화인텍은 이미 2조 3,000억 원의 수주 잔고가 쌓여 있어 작년 매출 기준 약 4년 치 추정 매출액이 예정되어 있다. 게다가 국내 조선 3사 중 하나인 한화오션의 신규 수주 물량이 증가하여 새로운 성장 동력까지 확보한 상황이다. 이에 LNG 운반선 기준 연 25척에서 30척으로의 Capa 확장을 예정함과 동시에, 현재 한화오션 향 8척의 확장을 추가로 진행 중이다. 동성화인텍의 지속적인 수주는 급증하는 수요에 맞춰 구조적 성장을 견인할 전망이다.

Signal 3. 판가·원가 스프레드 확대에 따른 이익률 제고

러-우 전쟁 발발로 인해 전세계적으로 에너지 안보 위협에 빠져들면서 LNG 수요가 증가하여 LNG 가격은 급격하게 상승하였다. LNG 운반선 가격 역시 2020년 이후 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 이에 따라 동성화인텍의 매출의 대부분을 차지하는 초저온 보냉재의 판가도 지속적으로 증가하는 중이다. LNG 보냉재의 주요 원자재인 MDI의 가격 하향 안정화 역시 수익성 개선에 긍정적인 요소로 작용할 것이다. 판가 상승, 원자재 가격 하락이라는 최고의 시장 상황에 힘 입어 동성화인텍의 실적 상승은 따놓은 당상이다.

CONTENTS

기업개요	.....	3
산업분석	.....	7
기업분석	.....	12
투자포인트	.....	21
리스크	.....	24
밸류에이션	.....	26
APPENDIX	.....	32

I. 기업 개요

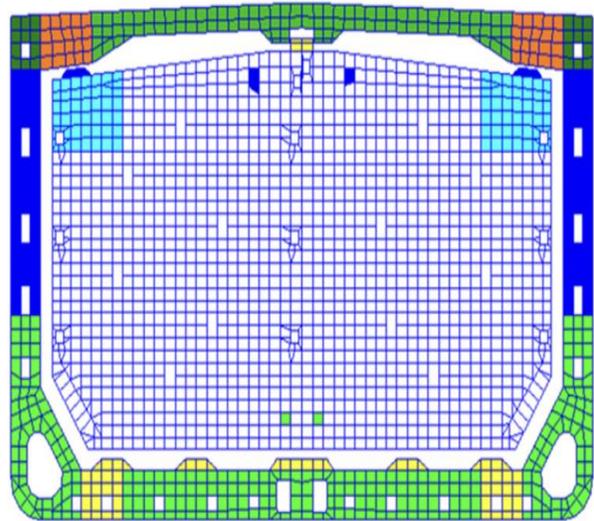
1) 기업 설명

(주)동성화인텍(Dongsung Finetec)은 1985년 7월 화공품 수입 알선 및 판매를 목적으로 (주)삼정화인으로 설립되었고, 2009년 12월 동성그룹에 편입되었다. 현재 동사는 PU 단열재 사업(초저온 보냉재, PU 시스템)과 가스 사업(냉매, 방재시스템)을 영위하고 있으며, 특히 LNG(액화천연가스) 운반선 화물창 제조에 사용되는 초저온 보냉재 사업에 특화되어 있다. 동사는 20여년 이상 국내/외 조선소에 LNG화물창 관련 제품의 공급과 보온 및 보냉 단열 제품을 공급 및 시공을 해왔으며, KOGAS 생산기지, 일본, 중국 등 육상용 저장탱크에 각종 단열재를 공급하는 등 기술 및 제품의 우수성을 인정받고 있다.

그림 1) 초저온 보냉재



그림 2) LNG 연료탱크



출처 : 동사 홈페이지

동사의 특징으로는 **첫째, LNG 초저온 보냉재 산업에서의 과점적 지위를 기반으로 국내 조선 3사 (현대중공업, 삼성중공업, 한화오션)에 보냉재를 모두 납품하고 있다.** 현대중공업과 삼성중공업에 Mark III 타입의 보냉재를 납품하고 있으며, 2024년 2월부터는 한화오션에 NO.96 타입의 보냉재를 납품하기 시작하여 국내 조선 3사를 모두 매출처로 확보하였다.

<수주 현황 (2023.12.31 기준)>

회사	품목	계약기간	수주금액
삼성중공업	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	2023.06.26~ 2027.12.31	441,055,140,000
HD현대중공업	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	2023.07.14~ 2027.12.31	283,297,482,000
HD현대중공업	LNG 운반선 및 LNG 추진선용 Insulation Panel / Membrane Sheet	2022.06.28~ 2025.07.20	88,681,245,000
한화오션	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	2024.02.29~ 2027.12.31	89,401,288,000

출처 : Dart 참고하여 재구성

둘째, **LNG 선박 산업 성장세의 수혜를 받고 있다는 점**이다. 최근 환경규제에 따른 화석연료의 사용이 제한되며 청정에너지인 LNG가 주목받고 있다. 이에 따라 LNG를 연료로 사용(LNG추진선)하거나 LNG를 운반(LNG운송선)하는 LNG 선박 관련 산업의 성장세가 이어지고 있다. 현재 IMO 2020 발효에 따라 기존 선박 연료를 LNG로 대체하기 위해 LNG 추진선의 수요가 증가하고 있으며, 2020년 6월 국내 조선 3사가 카타르와 대규모 LNG 운반선 공급계약을 체결하였고 2022년 2차 계약, 2024년 하반기 추가 계약이 전망되고 있다. 2022년 기준 대형 LNG 운반선 전 세계 발주 168척 중 70%인 117 척을 국내 조선사들이 수주하였다. 동사의 주요 제품인 초저온 보냉재의 주요 사용처인 LNG 운반선의 수요가 확대되는 만큼 동사 매출 또한 증가할 전망이다.

그림 3) 카타르 프로젝트 국내 수주 현황



출처: 매일 경제

셋째, 지속적인 연구개발을 통해 경쟁력 강화 및 기술을 확보한다는 점이다. 동사는 직접 개발한 초저온 보냉재를 이용해 LNG 운반선 화물창을 제조하고, 이를 조선사에 공급하여 매출을 실현하고 있으며, 지속적인 성장을 위해 다양한 연구를 진행 중이다. 구체적으로, 동사는 고망간강을 이용하여 LNG 추진선 연료탱크를 생산할 계획이다. 또한, 사업 확장을 위한 선박용 수소연료탱크 개발을 진행 중이며, 2021년 2월 미국의 AIP 인증을 획득하였다. 2022년 7월부터는 '수소화물창' 국책과제의 주관 기업으로 선정되어 연구과제를 수행하고 있다. 이처럼 동사는 기술력 확보에 힘쓰면서 변화하는 선박 시장에서 경쟁력을 강화하고 있다.

이러한 결과로, 동사는 2023년 매출 5,314억 원(+22.4%, YoY), 영업이익 373억 원(+144%, YoY)을 기록하며 외형 성장을 이뤄냈다. 2023년 동사 전체 매출의 90% 이상이 PU 단열재사업부문으로부터 발생하였고, 특히 LNG 운반선 화물창 제조에 사용되는 초저온 보냉재 사업이 상당 부분을 담당하고 있다.

2) 주요 품목

주요 품목은 크게 PU 단열재 사업부문의 초저온 보냉재, 가정/산업/건축용 단열재 및 가스 사업부문의 소화약재, 냉매가스 등으로 구분할 수 있다. PU 단열재 사업부문 2023년 매출액은 5,072억원으로 전체 매출액의 95.5%를 차지한다. 동사 전체 매출의 90% 이상이 PU 단열재사업부문으로부터 발생하고 있는데, 특히 LNG 운반선 화물창 제조에 사용되는 초저온 보냉재 사업이 상당 부분을 담당하고 있다. 동사의 제품은 다국적기업 및 대기업계열의 화학업체로부터 원료를 공급받아 합성 및 가공 등의 과정을 거쳐 조선, 전자재, 가전 등 다양한 산업에 판매하는 중간재 특성을 보유하고 있다. 중간재의 특성 상 동사는 B2B 거래에 집중하고 있으며, 각 사업부문별 고객사의 품질요구에 맞춰 제품을 납품하는 특성을 지녔다.

2)-1 PU 단열재 사업

PU 단열재 사업: 초저온 보냉재 및 PU 시스템 사업으로, 2023년 매출액은 5,072억원으로 전체 매출액의 95.5%를 차지한다.

① 초저온 보냉재는 열을 차단하는 소재로 LNG 추진선의 연료탱크, LNG 운반선 및 플랜트용 파이프 등에 사용된다. LNG는 가스전에서 채취한 천연가스를 정제하여 얻은 메탄을 냉각하여 액화하는 과정에서 발생한 액화천연가스를 일컫는다. 동사는 LNG 운반선 화물창 타입인 Mark III 타입 및 NO.96 타입의 초저온 보냉재를 생산하고 있다.

② PU 시스템 사업부에서는 종합석유화학업체로부터 원료를 공급받아 PU 수지를 폼 또는 비(非) 폼 형태로 합성 및 가공하여 신발, 가구, 전자부품, 자동차, 건자재, 냉장고 등 다양한 수요산업의 중간소재로 활용된다.

2)-2 가스 사업

냉매 및 방재시스템 사업으로, 2023년 매출액은 241억원으로 전체 매출액의 4.5%를 차지한다.

① 냉매 사업부에서는 HCFC(수소염화불화탄소) 계열, HFC(수소불화탄소) 계열, HFO(수소불화올레핀) 계열 등 불소 냉매를 수입하고 소분하여 판매하고 있다.

② 방재시스템 사업부에서는 불연소 가스를 기체 형태로 방출하여 화재를 진압하는 가스계 소화설비를 생산 및 판매하고 있다. 이는 최첨단 장비를 화재로부터 보호하기 위해 개발된 시스템으로 고가이지만 환경적으로 안정성이 입증된 제품들에 대한 시장진입이 이루어지고 있다.

그림 4) 동사의 주요 제품



출처: 동사 홈페이지

II. 산업분석

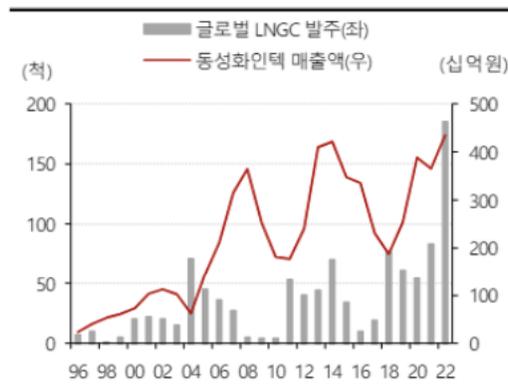
1. 산업개요

1) 초저온 보냉재 산업

동사의 매출은 PU단열재 사업부문에서 대부분을 차지하고 있으며, 그 중에서 초저온 보냉재의 매출 비중이 가장 크다. 초저온 보냉재는 LNG의 수송 및 저장을 위해 필수적인 소재이다. LNG(Liquefied Natural Gas, 액화천연가스)는 기체 상태의 천연가스를 -163°C까지 냉각시켜 액체로 만든 것으로, 기체상태의 천연가스와 비교하여 그 부피가 600 분의 1까지 줄어드는 것이 주요 특징이다. 이때, 운반도중 자연기화(BOR, Boil Off Rate)가 발생하게 된다. 따라서 -163°C인 LNG 액화점의 특성을 반영하여 극저온의 상태를 유지함으로써 LNG의 기화를 방지하여야 하며, 동시에 냉기가 화물창, 저장탱크 외부로 유출되는 것을 막아 부수적인 파손이 가지 않게 하는 역할을 수행하는 것이 바로 초저온 보냉재이다. 초저온 보냉재는 주로 LNG 인수기지의 배관 및 저장탱크, LNG 선박의 화물창 및 LNG 추진 선박의 연료 탱크에 사용된다

초저온 보냉재 사업부문은 국내 조선3사를 비롯한 국내외 조선사가 주요 매출처이며 친환경에너지인 LNG의 Global수요와 환율 및 국제원자재 등 경기동향에 영향을 크게 받는다. 이 중 전방산업인 조선업의 업황과 밀접하게 연관된다. 주기적인 해운시장의 수요 변동으로 조선산업의 발주 역시 주기적으로 변동하는 특성이 있다. 이로 인해 초저온 보냉재 제조 시장 역시 조선산업 사이클의 변동성, 자세히는 LNG수요와 공급에 따른 LNG선의 조선산업 사이클을 따라가게 된다. 따라서 초저온 보냉재 등의 조선 기자재 산업은 조선업의 업황을 분석하는 것이 중요하다.

그림 1) 글로벌 LNGC 발주와 동성화인텍 매출액 추이



출처: SK증권

국내 시장 구조는 동성화인텍과 한국카본 2개 기업이 과점하는 구조이다. 2개 기업으로 공급량이 제한되어 있어 해외 수출보다는 조선3사를 대상으로 하는 국내 납품이 90% 이상이다. 제품 단가

가 높고 화물창 제품군이 적으며 수요도 예측이 용이해 통상 수주를 받아 고객에 맞춰 제품을 생산하지만, 현재 LNG수요와 공급 증가로 초저온 보냉재 수요 역시 증가하여 기존의 주문 기초를 바탕으로 재고를 늘려 나가려는 기업 동향이 나타난다. LNG선에 들어가는 초저온 보냉재 제조 산업은 다국적기업 및 대기업계열의 화학업체로부터 원료를 공급받아 합성 및 가공 등의 과정을 거쳐 조선소에 판매하는 중간재 특성을 보유하고 있다. 중간재의 특성상 B2B거래가 중심이다.

2. 산업전망

1) 국내 조선사 LNG선 수주잔고 급증

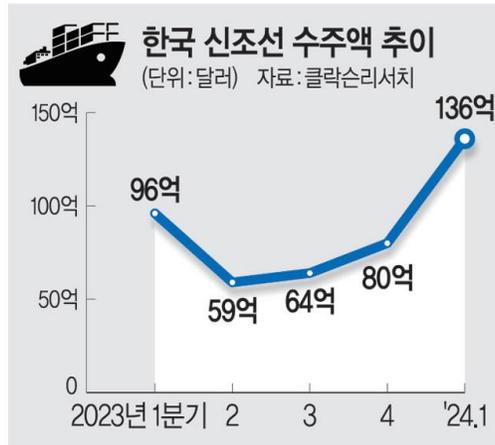
최근 원자력발전의 위험성 대두와 오염물질 배출 규제로 화석연료의 사용이 제한되며 대체에너지에 대한 수요가 커지고 있고, 청정에너지인 LNG가 주목받고 있다. 이중 동사가 주력하고 있는 LNG 운반선 기자재 산업은 다수 선박 건조 경험을 기반으로 국내 기업들이 세계시장을 주도하는 산업으로, 대형조선 3사를 중심으로 기자재 국산화가 장기간 진행되어 왔다. LNG 운반선의 화물창의 경우 상당부분 국산화가 진행되었고, LNG 추진선의 연료탱크와 연관이 있어 시장확장이 용이하다. 특히, 화물창 제조에 사용되는 보냉재 관련 제조기술은 국내 회사가 세계적 우위를 점하고 있다. 이외에도 국내 LNG 추진선 도입을 활성화하기 위한 정부의 지원이 확대되고 있다. 정부, 지자체 등의 관공선 건조 시 일부를 LNG 추진선으로 건조를 추진하고, 향후 규모 확대를 검토하고 있다. 또한, 연안 여객 운송용 LNG 추진선에 대한 세제 지원(취득세·재산세) 및 항만시설 사용료(입출항료, 접안료, 정박료 등) 감면을 추진하고 있어, 국내 LNG 선박 관련시장은 성장세를 이어갈 것으로 전망된다. 국내 조선사들의 LNG선 수주 슬롯은 '27년까지 완료되었고 선가는 척당 2.7억불('22년 2.5억불 대비 +9%)까지 상승했다. 전세계 LNG선 수주잔고는 339척('22년 180척 대비 +88%)로 급증했다. 국내 조선소 Capa 대비 4.5년치 물량이다

2) 카타르의 North Field Expansion 터미널 프로젝트 계획

러-우 전쟁 이후 에너지 안보의 중요성 확대와 동시에 신재생에너지로의 전환 속도가 줄어들면서 글로벌 LNG 생산 프로젝트들 또한 기존 대비 확대되는 추세다. 특히 글로벌 LNG 수출 2위 국가인 카타르는 North Field Expansion 터미널 프로젝트 계획을 통해 기존의 연간 7,700만 톤의 천연가스 생산능력을 2027년까지 1억 2,600만 톤까지 점진적으로 확대할 계획을 발표했으며, 현재 일평균 수출 Capa인 13.3bcf/d에서 19.7bcf/d까지, 약 48% 수출 물량 확대에 따른 필요한 LNGC 발주척 수 또한 점진적으로 확대될 예정이다. 한국 조선업계는 사실상 전례 없는 규모로 진행된 카타르 LNG운반선 프로젝트 2차 발주를 싹쓸이하다시피 했다. 국내 조선 3사는 지난해 7월부터 이어

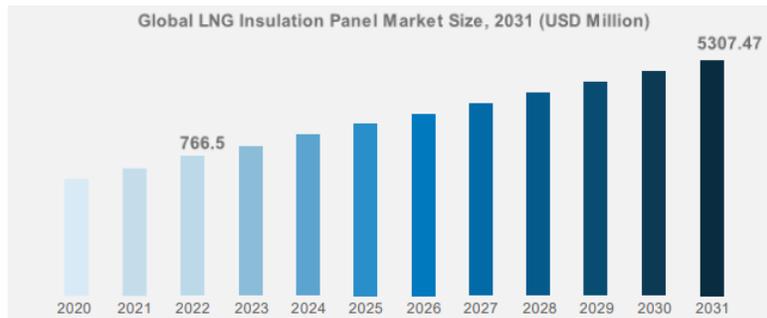
진 카타르에너지의 2차 LNG운반선 발주에서 총 52척 중 44척을 쓸어담았다. 업체별로는 HD한국 조선해양이 17척, 삼성중공업이 15척, 한화오션은 12척을 각각 수주했다. 3사의 계약 금액을 합하면 12조 원이 넘는다. 세계 최대 LNG 기업인 카타르에너지는 연간 7700만t인 LNG 생산량을 2030년까지 1억4200만t으로 늘리는 중장기 목표를 수립하고 LNG운반선 신조(新造) 프로젝트에 돌입했다.

그림 1) 한국 신조선 수주액 추이



출처: 클락슨 리서치

그림 3) 글로벌 LNG 단열재 시장



출처: Business Research Insights

아울러 현재 건설 중인 글로벌 LNG 수출 설비 중 카타르의 비중이 21%라는점, 이에 반해 미국은 약 40%를 차지한다는 점을 고려하면, 향후 추가적인 미국향 LNG선 발주가 가능성이 존재한다. 실제로 최종투자결정 이전 단계로 상세설계가 진행 중인 LNG 프로젝트는 2.7억톤 규모로, 이 중 미국이 1.42억톤 규모를 차지하고 있는 상황이다. 향후 다양한 미국 대형 LNG 수출 프로젝트 계획에 따라 LNG선의 추가 발주가 예상된다. 이에 따라 글로벌 LNG보냉재 시장규모는 2031년 53억 747만 USD로 확대될 것으로 예상된다.

3) 중장기적 환경규제 및 LNG선 교체수요

LNG 선박시장 특수는 환경 규제 영향이 크다. LNG는 석유에 비해 상대적으로 가격이 저렴해 연료비 절감효과가 있으며 황산화물(Sox) 이외에도 질소산화물(NOx), 이산화탄소(CO2) 배출량도 줄어들어 탄소제로 정책에 완벽한 대안은 될 수 없지만 현재로서는 수소추진선 등 '無탄소' 선박으로 전환될 때까지는 LNG선이 대안일 수밖에 없다. IMO는 해마다 선박에 대한 규제를 강화하고 있으며, 신조선에 적용하는 이산화탄소배출 감축 목표로 EEDI(Energy Efficiency Design Index, 에너지효율지표)를 설정하여 신규 건조선박에 대해 선박의 운항과정에서 배출되는 탄소의 양을 2025년부터 30% 감축하기로 의무화하였다. 이는 실질적인 친환경 선박 교체수요로 이어지고 있다. 대체연료를 채택한 선박 발주량 증가, 넷제로 목표선언 도입 해운사의 증가 등이 그 예이다. 업계 전망에 따르면 LNG 연간 수요는 친환경 에너지 전환에 따른 LNG 해상 물동량 증가 및 LNG 이중연료 추진선 적용 확대로 2020년 3.5억톤에서 2030년 6억톤, 2040년까지 7억톤으로 2배 성장할 것으로 예상된다. 시기별로 보면 2000년에서 2010년까지 10년간 연평균 증가량(CAGR)은 1,200만톤을 기록했는데 2010년부터 2020년까지 10년간은 1,400만톤으로 증가했고 2020년부터 2030년까지 10년간은 연평균 2,200만톤씩 증가할 것으로 전망되어 해를 거듭할수록 LNG 수요가 가파르게 증가할 전망이다. LNG 수요가 100만톤씩 증가할 때마다 LNG 운반선은 1.2~1.7척이 필요해 업계에서는 2030년까지 연평균 35척의 LNG선이 발주될 것으로 전망하고 있다. 여기에 IMO 환경규제에 따른 노후 LNG선의 교체발주 수요까지 감안 시 LNG선 신규 발주 수요는 업계에서 전망하고 있는 연평균 35척을 상회할 가능성이 크다. 업계에서는 2030년까지 선령이 25년 이상에 해당하는 1세대 스팀터빈연료를 장착한 노후 LNG선이 118척에 달할 것으로 추정하고 있으며 이들 노후 선박들은 IMO의 환경규제 충족을 위해 감속운항이 필요하게 되며 이 경우 운송 경쟁력 상실이 불가피할 전망이다. 따라서 발주 후 3년여 건조 및 인도 소요기간을 감안하면 2027년까지 연평균 13척 내외의 교체발주가 필요한 상황이다.

3. 경쟁현황

먼저 조선업계의 상황을 보면, 글로벌 LNG선 발주가 증가하는 가운데 국내 조선 3사는 기술력을 앞세워 중국, 일본보다 시장에서 경쟁우위에 있다. 중국도 LNG선을 건조하고 있으나 지난 2018년 글로벌 1위 조선그룹인 중국 후동중화조선이 건조한 LNG선(Gladstone호)이 엔진 결함으로 호주해상에서 고장 나고 2개월간 수리에도 불구하고 최종적으로 건조 2년만에 폐선 처리가 된 데다 인도일정 지연사태가 발생하면서 중국 조선사의 LNG 선박 기술력에 치명적인 신뢰도 하락이 있었고 이후 해외 선주로부터 수주가 감소하였다. 지난 2021년 3월에는 수에즈운하에 좌초되었던 일본 조선사가 건조한 대만선적 2만 150TEU급 초대형 컨테이너선 에버기븐호 사태도 국내 조선사들이 초대형 컨테이너선 시장에서 시장점유율을 확대하는 계기가 되었다.

-한국카본

1984년 상장된 한국카본은 LNG 운반선용 멤브레인 Type의 보냉재와 카본탄소소재 사업을 영위하고 있으며 보냉재 소재 중 triplex기술에 독점지위를 갖고 있는 업체로, 보냉재 시장을 당사와 양분하고 있다. 1차 방벽에 쓰이는 스테인리스 강은 당사가, 2차 방벽의 triplex는 한국카본이 담당하여 점유하고 있는 있는 모양세지만, 양사의 수주량, 비즈니스 모델, 매출 등은 역사적으로 매년 비슷한 수준을 보였다. 2019년까지는 한국카본이 고마진의 트리플X 접착제를 사용하는 등의 원가를 줄여 이익을 증대하는 전략을 이용했기 때문에 한국카본의 수익성이 조금 더 앞서는 듯 하였으나, 2Q19 이후 한국카본의 재고자산 관련 일회성 손실 이슈와 당사의 사업조정으로 동성화인텍이 조금 더 앞서는 형태가 되었다.

더불어 동성화인텍은 CAPA 잠재력과 기업안정성 측면에서 우위를 점한다. 작년 말 '한국카본'의 밀양 보냉재 시설 가동률은 24시간 생산을 감안하여 95~96% 수준으로 풀가동을 진행 중인 것으로 보인다. 다만 '동성화인텍'의 일 평균 가동시간은 18시간으로, 팬데믹 이후 조선사의 수주 확대와 함께 2020년 12시간에서 확대되었으며 향후 고객사의 요청에 따라 교대시간을 '한국카본'과 같이 24시간으로 늘릴 경우 단순 이론적으로 33%의 물량 증대가 가능할 것으로 보인다. 더불어 한국카본은 23년 공장화재로 인해 CAPA능력이 상대적으로 취약한 상태에 있다. 수주량은 CAPA를 증설해도 모자란 수준이지만 공장 화재로 인해 잠재적 성장에 빨간불이 켜진 상태이다. 그러나 동성화인텍은 공장 증설을 통해 CAPA를 잠재적으로 늘려 나가는 중이며 24시간 가동하는 한국카본에 비해 가동률을 늘릴 여지가 남아있다는 점도 긍정적이다. 그러나 얼마 전 안성공장 화재가 있었다. 그럼에도 동사는 한국카본과 달리 생산시설에는 피해를 입지 않으면서 앞으로의 생산에는 문제가 없는 상황이다. 또한 자회사를 다양하게 보유한 한국카본에 비해 이익률 측면에서 동사는 이점을 가진다. 한국카본은 보냉재 제조 및 판매로 매출이 상승했고 수주잔고 증가로 영업이익률 측면에서 성장이 기대되는 상황이지만 자회사의 손실, 신규 인원 증가에 따른 낮은 숙련도 등을 통해 기업운영 및 안정성 측면에서 동성화인텍이 강점을 가진다고 분석된다.

III. 기업 주요 사항

1) 사업

1)-1 사업 분야

동성화인텍은 설립 이후 폴리우레탄(PU) 정밀화학 사업을 시작하여 현재 PU 단열재 사업과 가스 사업을 영위하고 있다. 동사는 특히 초저온 보냉재 일괄생산 시스템을 갖춘 기업으로 20여 년 이상 국내/외 조선소에 보온/보냉 단열 제품 등 LNG 화물창 관련 제품을 공급하고 시공해 왔다.

1)-2 제품 분야

그림 1) 주요 제품 등의 현황

(단위 : 백만원, %)

사업부문	매출 유형	품 목	구체적 용도	주요상표등	매출액 (비율)
PU 단열재 사업 부문	제품 상품	R-PUF 외	초저온보냉재 가정/산업/건축 단열재	FINEpol, FINEcover 등	507,289 (95.5%)
가스 사업 부문	제품 상품	HCFC-22 외	소화약재, 냉매가스	FINEXG, FINEGAS 등	24,120 (4.5%)

자료: DART

동사의 주력 사업은 PU 단열재 사업으로 PUF(폴리우레탄폼) 및 R-PUF(유리섬유 강화 폴리우레탄 폼 - 유리섬유와 고밀도의 액체 폴리우레탄을 함께 사용한 것으로 PUF에 비해 20% 정도 향상된 압축강도를 보유)를 가정/산업/건축 현장에 단열재로 공급한다. 현재 동사 매출액의 대부분을 차지하고 있는 주력 제품은 LNG(액화천연가스 - 기체 상태의 천연가스를 -163℃까지 냉각시켜 액체로 만든 것)의 수송과 저장을 위한 초저온 보냉재이며, 국내 조선 3사의 LNG 운반선과 LNG 추진선의 건조를 위해 공급된다. 반면 매출 비중이 작은 가스 사업부문에서는 에어컨용 냉매와 가스계 소화설비를 제조 및 공급하고 있다.

1)-3 기타 활동

동성화인텍은 별도의 기술연구소를 보유하고 있고, 23명의 전담연구원이 각 사업부의 기술개발 및 제품화를 위해 활동하고 있다. 동사는 현재 56개의 특허를 보유하고 있으며, 지난해 3개의 특허를 등록한 바 있다 (액화가스 저장탱크용 단열재 패널 내 플라이우드 대체용 폴리우레탄 발포 복합재, 단열지지체 및 이 단열지지체를 포함하는 자동차용 액화수소 저장용기, 액화수소운반선용 액화수소 저장탱크의 극저온 단열 시스템).

2) 매출 실적

2)-1 제품별, 지역별 매출 현황

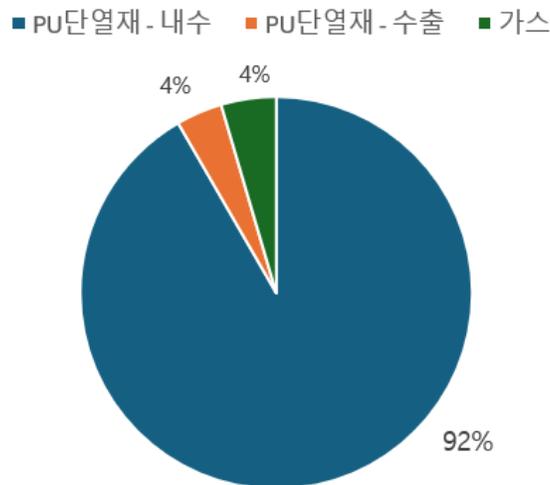
그림 2) 매출 실적

(단위 : 백만원)

사업부문	매출유형	품 목		제39기	제38기	제37기
PU단열재 사업 부문	제품 및 상품	초저온보냉재 PU System	내 수	487,080	395,482	333,993
			수 출	20,209	12,327	10,876
			합 계	507,289	407,809	344,869
가 스 사업 부문		신냉매 소화약재	내 수	24,120	26,342	20,170
			수 출	-	-	-
			합 계	24,120	26,342	20,170
합 계			내 수	511,200	421,824	354,163
			수 출	20,209	12,327	10,876
			합 계	531,409	434,152	365,039

자료: DART

그림 3) 제39기 사업별, 지역별 매출

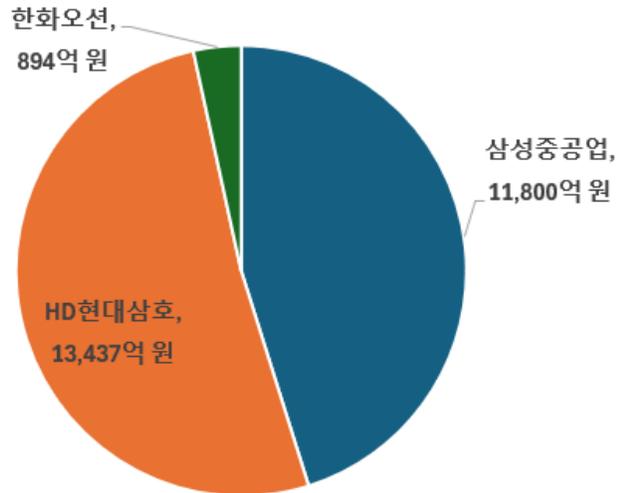


출처: DART, Buysignal

동성화인텍의 제39기 매출액 중 96%인 5,073억 원은 PU단열재 사업이 차지하였으며, 이 중 대부분은 국내 거래처로 공급되었다. 신냉매 및 소화약재 등을 제조 및 판매하는 가스 사업부문의 매출액은 241억 원으로 잔여분 4%를 차지하였고, 전부 국내에서 발생하였다.

2)-2 매출 경로

그림 4) LNG운반선 초저온 보냉재 수주잔고



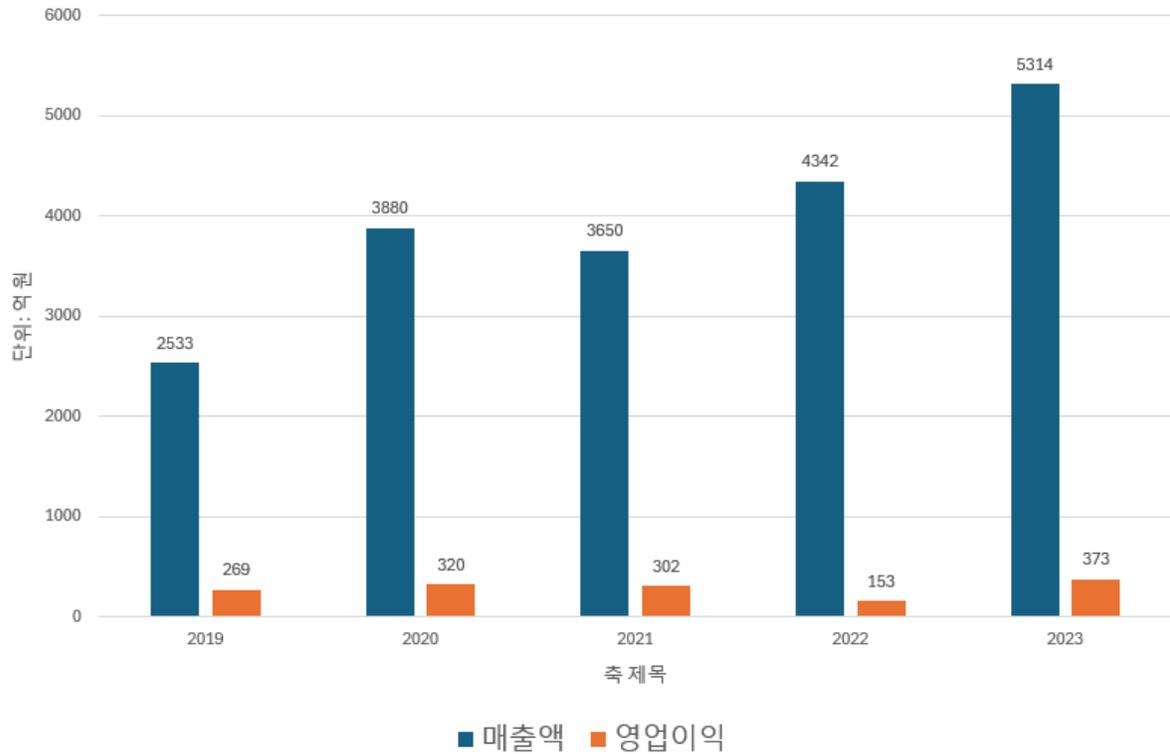
자료: DART, Buysignal

동성화인텍의 매출은 대부분 PU단열재 사업에서 국내 조선 3사에 대한 LNG운반선의 초저온 보냉재 및 보냉자재 공급계약에서 발생한다. 현재 수주잔고는 HD현대삼호에 대한 공급계약 13,437억 원, 삼성중공업에 대한 공급계약 11,800억 원 및 한화오션에 대한 공급계약 894억 원으로 구성되어 있다.

동사는 전통적으로 MARK III 타입의 액화천연가스 화물격납장치를 사용하는 HD현대삼호와 삼성중공업에 LNG운반선의 초저온 보냉재 및 보냉자재를 공급해 왔으나, 한화오션이 최근 NO96-Super+ 타입의 액화천연가스 화물격납장치를 채택하면서 동사의 R-PUF에 대한 새로운 수요가 발생하였다. 이에 2월 29일에 한화오션과 894억 원 규모의 LNG운반선용 초저온 보냉자재 계약이 체결되었다. 앞으로 한화오션에 대한 공급 물량은 지속해서 확대될 것으로 예상된다.

2)-3 최근 5개년 매출액, 영업이익

그림 5) 최근 5개년 매출액, 영업이익



자료: DART, Buysignal

동성화인텍의 매출액은 완만한 상승 추세를 보인다. 특히 지난해 매출액은 4,342억 원에서 5,314억 원으로 증가하며 22%의 증가율을 보여주었다. 매출액과 함께 영업이익도 지속해서 증가하는 추세이다. 2022년의 경우 전년 대비 19%의 매출액 증가에도 불구하고 영업이익은 49% 감소하였는데 이는 일시적인 재고자산폐기손실의 인식과 외주가공비 등 인건비의 상승으로 발생한 것으로 판단된다.

향후에도 매출액과 영업이익은 상승 추세를 지속할 것으로 예상된다. 조선사들의 수주잔고가 역대 최대치를 기록하며 2027년까지 3, 4년 치 일감을 이미 확보해 둔 상황이다. 조선사의 수주 선박 중 상당한 비중이 LNG운반선인 만큼 그 필수 요소인 초저온 보냉재에 대한 수요의 증가는 계속될 것이다. 동사는 이미 작년 매출액 기준 5년 치의 수주잔고를 확보해 둔 상황이며 이는 모두 2027년까지 인식될 예정이다. 또한 한화오션으로부터의 추가 수주는 외형성장에 새로운 원동력이 될 것으로 기대된다.

3) 지배 구조와 최근 이슈

3)-1 최대주주 및 기업 지배구조

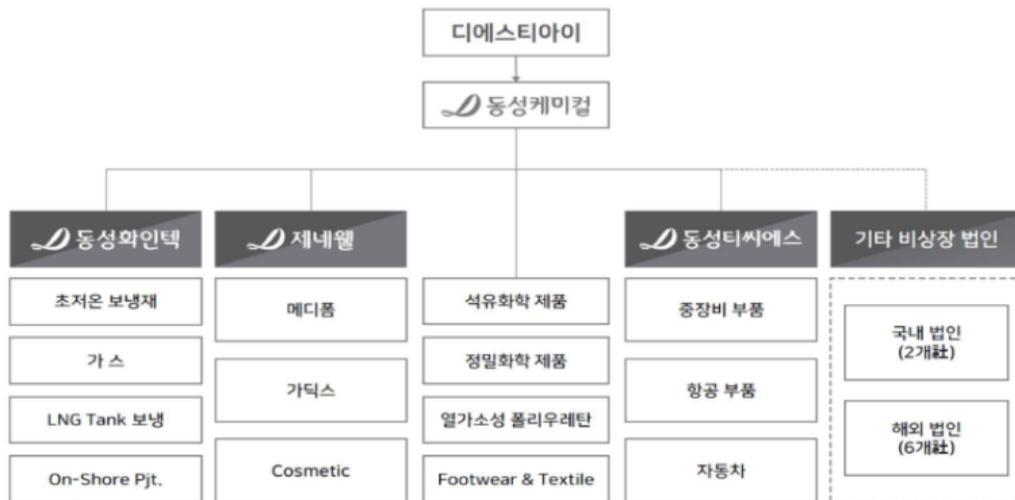
그림 6) 주식 소유현황

구분	주주명	소유주식수	지분율(%)
5% 이상 주주	(주)동성케미컬	11,378,299	39.19
	국민연금공단	1,779,615	6.13
우리사주조합		-	-

자료: DART

동성화인텍의 최대주주는 지분율 39.19%를 보유하고 있는 동성그룹의 사업부문 지주회사 (주)동성 케미컬이며, 국민연금공단은 2대 주주로 6.13%의 지분율을 보유하고 있다. 한편 동사는 3.21%의 자사주를 보유하고 있다.

그림 7) 동성그룹 지배구조



자료: 동성화인텍

동성화인텍은 동성그룹 지배구조상 손자회사에 해당한다. 동성그룹의 지주회사는 비상장사인 (주) 디에스티아이이며, (주)디에스티아이는 사업부문 지주회사인 (주)동성케미컬을 통해 그룹을 지배한다. 현재 백정호 회장과 백진우 전무(백정호 회장의 아들)의 (주)디에스티아이 지분율은 각각 72%, 28%이며, (주)디에스티아이는 (주)동성케미컬의 지분 중 41.55%를 보유하고 있다.

동성화인텍의 그룹 내 손자회사로서의 위치는 미래 사업확장 및 투자에 제약을 가할 수 있다. 공정거래법상 손자회사는 오직 100% 지분 취득을 통해서만 자회사(그룹의 증손회사)를 보유할 수 있기 때문이다. 이는 자금 마련 및 기술 확보를 위해 일부 지분만 취득하는 유연한 투자가 불가능하다는 것을 의미한다. 한편 동성화인텍은 2017년에 PU 단열재 사업 중 육상 LNG 플랜트 관련 사업진출을 위해 미국법인 Dongsung Finetec International, Inc.를 설립하여 보유 중이다.

3)-2 최근 이슈

- 안성 3공장 화재 발생

2024년 4월24일 동성화인텍 안성 3공장에 화재가 발생하였다. LNG 운반선 보냉재 원료 제조 공장에서 발생한 화재는 15시간 만에 진압되었고, 건물 5개 동 중 건물 1개 동(5776.34㎡)이 모두 탔고, 다른 건물 1개 동(1032.68㎡)은 일부 소실됐다. 화재로 인하여 건물 내에 보관 중이던 우레탄폼 1000톤가량과 우레탄 폐기물 10톤, 설비 등이 불에 타며 소방서 추산 59억 원의 재산 피해가 발생하였다. 회사는 피해 규모 추산과 복구 및 생산 재개까지 약 2개월가량 소요될 것으로 전망했으나 경영진과 임직원들의 조속한 복구 노력에 따라 예상보다 빠르게 가동을 재개했다. 이에 화재는 납기 지연으로 이어지지 않을 것으로 판단된다. 이미 약 3개월 치의 선형 생산분 재고를 보유하고 있었고, 빠른 생산 재개로 올해 예상한 영업 실적에는 차질이 없을 것으로 보인다.

- 신규 시설투자

지난 사업연도 동성화인텍의 PU단열재 사업부문 설비 평균가동률은 92.58%를 기록했다. 이에 작년 3분기 CAPA 확장을 위한 시설 확장 공사를 시작했고, LNG 초저온 보냉재 생산 CAPA는 올해 9월에 기존 연 25척에서 30척으로 늘어날 예정이다. 더 나아가 한화오션 향 NO96 타입 보냉재 공급을 위한 CAPA 증설이 추가로 진행 중이며, 통영 공장에 N096 타입 연 8척의 CAPA가 확보될 예정이다. 동사는 이러한 CAPA 증분을 위한 Capex 부담으로 2023 사업연도 결산배당을 전년 주당 350원에서 주당 250원으로 축소한다고 발표하였다.

그림 8) 사업연도별 결산배당

사업연도	주당배당(원)	수익률(%)
2023	250	2.07
2022	350	3.14
2021	350	2.99
2020	350	3.06
2019	220	2.19

자료: DART, Buysignal

4) 재무분석

4)-1 최근 재무실적

그림 9) 최근 재무실적

구분	2023	2022	2021
매출액(원)	531,408,738,039	434,151,552,353	365,039,209,420
YoY(%)	22.40	18.93	-5.91
영업이익(원)	35,112,066,388	15,580,006,107	30,179,089,426
YoY(%)	225.37	-48.37	-5.62
당기순이익(원)	26,394,567,111	8,662,084,305	26,463,866,950
YoY(%)	304.71	-67.27	24.37

자료: DART, Buysignal

2023 사업연도 동성화인텍의 매출액 22.40% YoY, 영업이익 225.37% YoY, 당기순이익 304.71% YoY 증가하며 전년 대비 개선된 실적을 달성했다. 매출액은 2년 연속 큰 증가율 보여주었고, 영업이익과 당기순이익은 2022년 저조한 이익률에서 회복된 수치를 기록했다. 조선업계의 호황과 한화오션이라는 새로운 매출원 확보에 매출액은 앞으로도 지속해서 증가할 것으로 판단된다. 안정된 원재료 가격과 인건비로 인하여 영업이익 또한 동반 상승할 것으로 예상된다.

4)-2 주요 재무지표

그림 10) 주요 재무지표

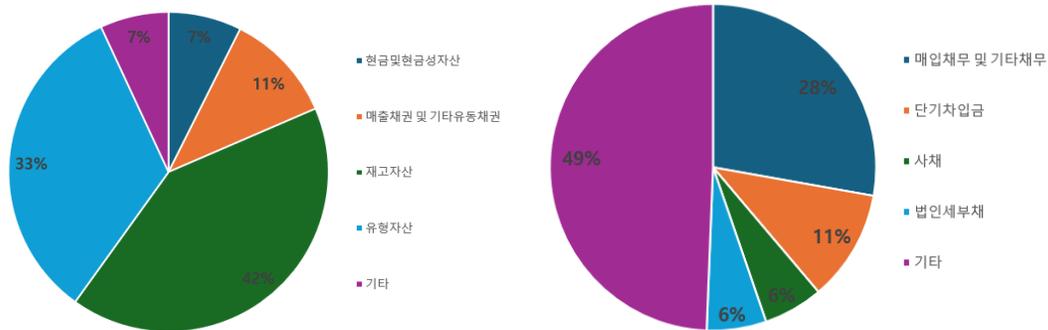
사업연도	EPS(원)	BPS(원)	PER(배)	PBR(배)	ROE(%)	EV/EBITDA(배)
2023	961	5,816	12.71	2.10	18.11	8.13
2022	285	5,159	38.06	2.10	5.80	16.85
2021	929	5,064	12.38	2.27	21.02	10.19
2020	786	4,136	14.95	2.84	20.79	9.23

자료: 네이버페이 증권, Buysignal

2023 사업연도 동성화인텍은 961원의 역대 최고 주당순이익을 기록하며 성장세를 이어갔다. 반면 주가수익비율과 주가순자산비율은 하락추세를 벗어나지 못하였다.

4)-3 재무제표 항목 분석

그림 11) 재무상태표



자료: DART, Buysignal

동성화인텍의 총자산은 3,643억 원으로 전년 3,440억 원 대비 5.9% 증가하였다. 자산의 가장 큰 비중을 차지하는 항목은 재고자산이다. 리드타임이 3년 가까이 되는 수주산업 특성상 원재료, 재공품 및 제품 모두 높은 수준으로 유지될 것으로 판단된다. 재고자산은 수주의 증가와 함께 지속해서 증가하고 있다(현재 1,508억 원, 전년 1,327억 원, 지지난해 968억 원). 또한 제조업으로서 생산설비 및 부지 등 유형자산이 자산의 33%를 차지하고 있다.

동사의 총부채는 1,954억 원으로 작년(1,954억 원)과 비슷한 수준을 유지하고 있다. 동사의 사채는 115억 원으로 모두 교환사채이며 올해 만기에 도달한다. 교환 대상 주식은 지배기업의 기명식 보통주식 자기주식이다. 부채 중 사채가 차지하는 비율은 5.9%로 회사는 영업 및 투자에 있어 영업 현금흐름에 의존하고 있음을 보여준다. 부채 항목 중 유의미한 변화가 있었던 항목은 그림 11의 "기타" 부채에 포함된 선수금으로 전년 대비 445억 원 증가하였다. 이는 단기간에 수주가 급증하며 계약금의 수취가 과거 계약금의 당기 수익 인식액을 넘어서며 발생한 것으로 추정된다.

그림 12) 현금흐름표

사업연도	영업활동현금흐름(원)	투자활동현금흐름(원)	재무활동현금흐름(원)
2023	64,724,856,446	-16,970,683,944	-47,834,052,632
2022	9,728,740,563	-4,420,398,546	-520,604,419
2021	-5,617,245,137	-5,048,927,641	10,468,858,887

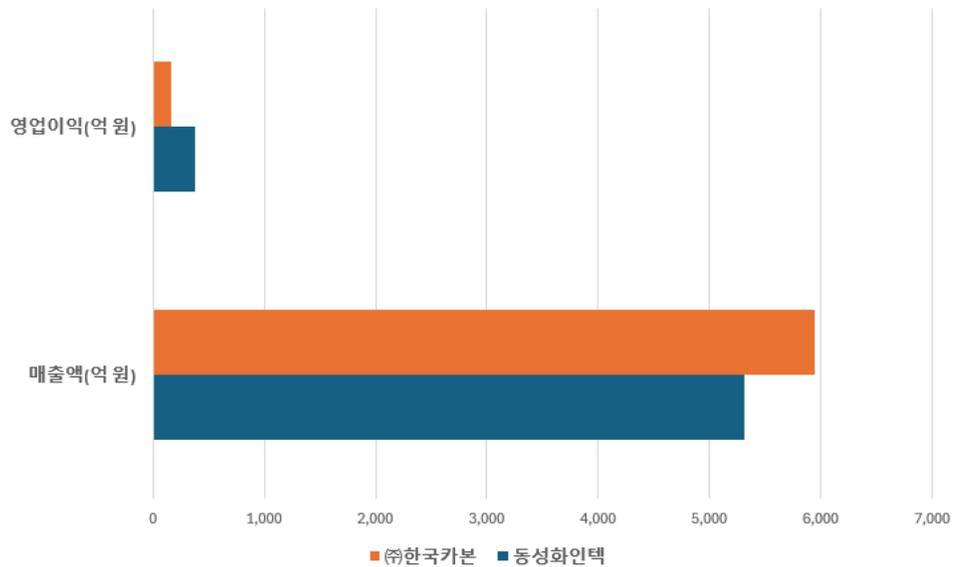
자료: DART, Buysignal

동성화인텍의 연도별 현금흐름에서는 차이가 크게 나타난다. 2023년 사업연도 영업활동현금흐름은 전년 대비 약 500억 원 증가하였다. 이는 실적의 개선과 LNG 운반선 초저온 보냉재 수주에 따른 계약금 수취액의 급증으로 인하여 발생하였으며, 앞으로도 큰 영업활동현금유입이 이루어질 것이라고 전망된다. 투자활동현금흐름의 경우 안성 및 통영 생산시설 확장을 위한 지출에 170억 원의 순현금유출이 발생했다. 재무활동현금순유출액은 약 400억 원 규모의 단기차입금 순상환에 의해 전년 대비 대폭 증가했다.

4)-4 동종업계 실적 비교

동성화인텍은 (주)한국카본과 국내 보냉재시장을 양분하고 있다. LNG 보관을 위한 초저온 보냉재 시장의 경우 동성화인텍이 1차 방벽, (주)한국카본이 2차 방벽에 사용되는 보냉재를 납품하므로 사실상 각자 시장에서 독점적 지위를 가지고 있는 것으로 판단된다. 2024년 5월 현재 동성화인텍의 시가총액은 3,974억 원이며, 보냉재 외 더욱 다양한 사업을 영위하는 (주)한국카본의 시가총액은 6,011억 원이다.

그림 13) 2023 사업연도 실적



자료: DART, Buysignal

(주)한국카본 또한 조선업의 호황기에 따라 대규모 보냉재 수주계약을 연달아 체결하고 있다. (주)한국카본의 현재 초저온 보냉재 수주잔고는 2.1조 원으로 동성화인텍과 함께 가파른 매출액 성장을 이어가고 있다. 작년 (주)한국카본의 매출액은 5,944억 원으로 전년 3,693억 원 대비 60.95%의 성장을 이루었다. 하지만 작년 2분기 대형 화재로 인하여 수익성은 확보하지 못한 모습을 보여주었으며, 올해부터 본격적으로 실적 개선이 나타날 것으로 판단된다.

IV. 투자 포인트

1) 조선업 슈퍼사이클

조선업종이 최근 들어 호황기를 맞이하고 있다는 기대감이 커지고 있다. 국내 조선업계 빅3 가운데 한화오션이 1분기 흑자 전환을 기록했고, HD한국조선해양도 4분기 연속 흑자를 기록했다. 실적 발표 예정인 삼성중공업 역시 1분기 흑자가 예상된다. 조선업계 빅3가 모두 흑자를 기록하는 것은 2011년 이후 13년 만이다. 조선업계가 본격적으로 기지개를 켜면서, 관련 기자재 업체인 동성화인텍에도 운기가 퍼질 것으로 기대된다.

흔히 선박 투자 수요는 크게 해상 운송 수요 증가에 따라 발생하는 '신규 수요'와 현재 운항중인 선박이 폐선됨에 따라 발생하는 '대체 수요'로 구분한다. 글로벌 선대 대비 발주 잔량은 2008년 10월에 55.11%로 정점을 찍고 이후 감소해왔다. 선박의 평균 수명은 일반적으로 약 20년으로 간주한다. 따라서 약 2005년부터 2010년까지 선박 발주가 증가했던 만큼, 2025년 이후 약 2030년까지 수명을 다한 노후 선박의 교체 물량이 늘어날 것으로 예상된다.

그림 1) 글로벌 현존 선대 대비 발주 잔량 비율



출처: 한화투자증권

2) LNG 운반선 수요 증가

글로벌 선박 발주가 둔화되는 가운데에도 LNG 운반선에 대한 발주는 2023년에 비해 증가할 것으로 집계되었다. 2024년 1분기에만 전세계적으로 43척의 LNG 운반선이 발주되었으며, LNG-FPSO(FLNG, 부유식 액화천연가스 생산·저장·하역 설비)와 LNG-FSRU(FSRU, 부유식액화천연가스 저장·재기화 설비)를 포함하면 45척으로 늘어난다. 동사의 주요 제품인 초저온 보냉재의 주요 사용처인 LNG 운반선의 계속되는 수요에 따라 동사에 대한 발주 증가는 예정된 수순이다. 국내 조선사의 LNG 운반선의 경우에도, 올해 카타르에너지의 2차 LNG운반선 발주에서 총 52척 중 44척을 쓸어 담았다. 따라서 LNG 운반선 수요와의 높은 상관관계 하 동성화인텍의 외형 성장을 기대해볼 수 있을 것이다.

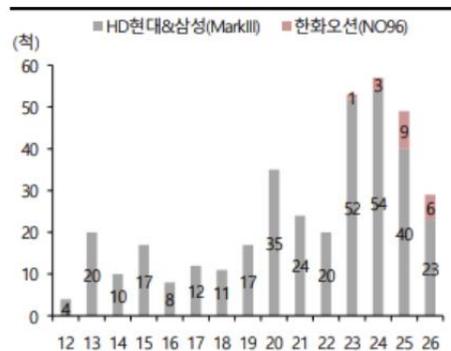
지난해 열린 IMO 회의에서는 2050년까지 글로벌 탄소배출 감축 목표를 기존 40%에서 100%로 상향하였다. 동시에 EU 탄소배출권거래제 시행도 친환경 선박 발주를 증가시켜, LNG 운반선의 가격은 전년 대비 4%가 상승하였다. 또한 노후선은 환경 규제 충족 여부를 선박 검사기관으로부터 검증받아야 한다. 규제를 충족하지 못한 노후선은 교체 압박을 받게 되어 자연스럽게 환경 규제로부터 자유로운 LNG 운반선 신규 수주로 이어질 전망이다.

러-우 전쟁 발발로 인해 전세계적으로 에너지 안보 위협에 빠져들면서 LNG 수요가 증가하여 LNG 가격은 급격하게 상승하였다. 이에 따라 최대 천연가스 수출국인 카타르를 비롯해 미국 등 천연가스 수출국은 LNG 운반선을 대량 발주하였다. 구체적으로 2022년에 글로벌 LNG 운반선은 전년 대비 약 2배가량인 179척이 발주됐다. 이러한 기조는 2024년까지 이어지고 있으며, LNG 운반선의 상승된 가격을 유지시키고 있다.

3) 수주 증가에 대응하는 Capa 확장

동사에는 2조 3,000억 원의 수주 잔고가 쌓여있어 23년 매출 5,300억대 기준으로 4년치 추정 매출액이 예정되어 있다. 또한 최근 들어, 글로벌 LNG 운반선 선주들이 기화율 0.1% 이하에 대한 수요가 증가하면서 기존의 MARK III 타입뿐만 아니라 NO96-Super+에도 동사의 R-PUF 가 혼용되기 시작했다. 이에 국내 대형 조선 3사 중 유일하게 NO96 타입을 채택하고 있는 한화오션이 NO96-Super+를 채택한 수주 물량이 증가하여 동사의 매출 확대에 이어지며 새로운 성장 동력을 확보했다.

그림 3) NO96-Super+ 채택으로 늘어나는 R-PUF 사용 척 수



출처: SK증권

동성화인텍은 LNG 운반선 기준 연 25척 생산체제에서 30척으로의 Capa 확장을 예정했으나, 현재 통영 공장에 한화오션 향 NO96-Super+ 라인 8척의 확장을 추가로 진행 중이다. 올해 9~10월경 완료될 예정이며, 이는 2023년에 92.58% 평균 가동률을 기록한 만큼 급증하는 수요에 맞춰 지속적으로 수주하여 성장할 수 있을지에 대한 우려를 잠재운 것이다.

4) 단가 상승, 원자재 가격 하락

LNG 운반선 가격 변동 추이를 살펴보면 2020 년 이후 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 이에 따라 조선기자재의 판가상승의 여력을 엿볼 수 있다. 실제 수요증가에 따른 초저온 보냉재 판가도 지속적으로 증가하는 중이며, 최근 3년전과 비교하여 약 14% 상승하였다. 또한, 2023 년 4분기부터 고단가 수주 매출 인식이 본격화되기 시작했으며, 2024 년 매출은 이러한 고단가 수주로 인해 크게 증가할 전망이다.

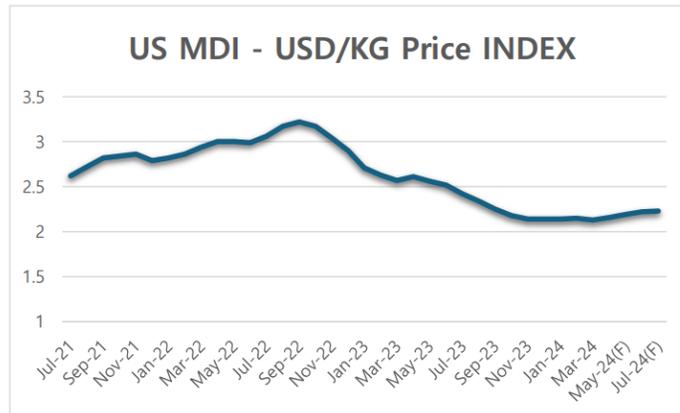
그림 4) LNG선 가격 변동 추이

(단위: 백만USD)	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
LNG선(174K)	186	186	210	248	263

출처: Clarksons Research 데이터 재구성

더불어 보냉재 산업에서 이익 확보에 중요한 쟁점이 되는 원자재 가격이다. LNG 보냉재의 주요 원재료인 MDI의 가격 측면에서의 하락으로 수익성 개선의 여지가 남아있다. 미국 MDI 가격은 2022 년 9 월 3.22USD/KG으로 최고점을 달성 후 현재까지 지속적인 하락세를 보이고 있다. 글로벌 리서치사 Business Analytiq 에 따르면 24년 이후의 MDI 가격도 2USD/KG 초반에서의 횡보를 보이기에 동사의 원재료 조달에서의 수익성 개선에 긍정적인 요소로 작용할 것으로 예상된다.

그림 5) US MDI- USD/KG Price INDEX



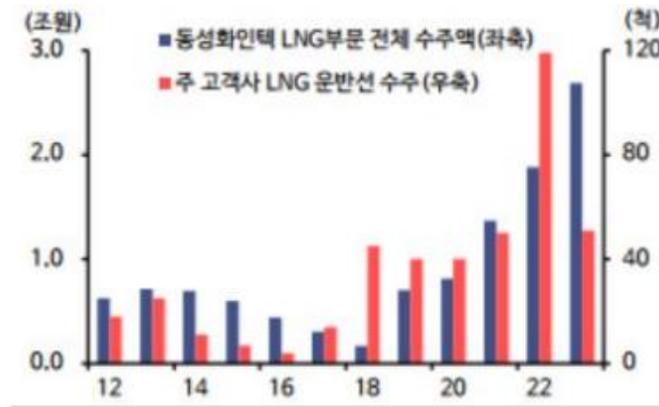
출처: Business Analytiq 데이터 재구성

V. 리스크

1) 사이클산업, MDI 가격 영향

LNG 보냉재는 글로벌 LNG 운반선 수요에 민감한 대표적인 품목이다. 이는 곧 글로벌 LNG 수요에 따라 LNG 초저온 보냉재의 수요 또한 둔화될 수 있음을 시사한다. 실제로 주 고객사인 삼성중공업, 한화오션 등 국내 LNG 운반선을 납품하는 조선사의 LNG 운반선의 수주잔고와 동사의 보냉재 수주 간의 높은 상관성은 실제 과거 데이터를 통해 확인할 수 있다. 현재의 LNG 운반선 및 기자재 사이클 역시 코로나 등의 선례처럼 외부 충격으로 갑작스러운 중단을 맞이할 수도 있다.

그림 1) 동성화인텍 LNG 수주, 주 고객사 LNG 수주 추이



출처: 신한투자증권

조선업은 조선사들이 선주와 선박 계약 후 건조까지 리드타임이 2~3년으로 길어 많은 불확실성을 내포한다. 더불어 조선업은 후방산업으로 대금이 일시적으로 치러지지 않아 자연재해, 정책 기조 변경 등의 외부 리스크로 인한 평가 저하에 취약하다. 또한 산업군 특성 상 원자재를 줄이거나 질을 낮추는 것이 불가능하기 때문에 비용절감이 크지 않다. 이외에도 발주단계에서 납품 단가가 확정되어 추후 강재 단가가 상승하게 되면 원가 부담을 조선사가 떠안는 패턴과 유사하게 동사도 조선사와 LNG 보냉재 계약 체결 후 MDI 등의 원자재 가격에 따라 마진 변동성에 노출된다. 따라서 MDI 등의 원자재 가격 및 선가 변동에 탄력적인 대응이 불가능하여 정해진 수주 안에서 수익률을 극대화하기 어렵다.

2) 조선업계 인력난 및 생산시스템 불안정

현재 조선업이 당면한 가장 큰 과제는 인력난으로, 불황을 거치면서 상당수 인력이 타 산업 또는 수도권으로 향했다. 그러나 청년층의 지방 근무 기피 경향이 강해졌고, 선박의 수주 대금이 2~3년후에 들어와 임금 상승이 어려워 이들이 조선소로 돌아가고 있지 않다. 또한, 현재 조선업계 전체 인력의 16%가 외국인이며, 2023년에 신규로 고용한 인력 가운데 내국인은 14%에 불과하다. 외국인 근로자로 채워진 인력은 근로 유지 측면에서 불안정하기에 조선업 분야에서 장기적으로 근무할 수 있는 제도와 환경을 갖춰 숙련도를 높이고 조선 산업의 경쟁력을 유지할 수 있도록 해야 한다.

이외에도 동사의 경우, 급증한 수주는 생산설비 및 생산인력에 부담을 안겨줄 것이고, 설비 증설과 신규 인력 추가는 불가피하다. 인력 추가의 낮은 숙련도에 의하여 인건비와 매출원가의 증가로 이어질 것이며, 이는 단기적으로 수익률이 감소할 것을 의미한다.

VI. 밸류에이션

추정 손익계산서						
(단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	387,986	365,039	434,152	531,409	576,532	735,842
YoY(%)	-	-5.9%	18.9%	22.4%	8.5%	27.6%
매출원가	316,995	306,160	393,537	463,430	499,881	643,219
매출총이익	70,991	58,879	40,614	67,978	76,651	92,623
GPM(%)	18.3%	16.1%	9.4%	12.8%	13.3%	12.6%
원재료비	199,250	211,163	278,025	322,785	350,967	455,377
종업원 급여	30,077	31,671	31,561	36,204	38,287	45,189
유형자산 감가상각비	6,109	6,187	5,837	5,773	10,285	10,288
기타	81,560	57,139	78,115	98,668	100,341	132,364
판매비와관리비	39,015	28,700	25,337	30,638	34,700	42,127
영업이익	31,976	30,179	15,277	37,340	41,951	50,496
OPM(%)	8.2%	8.3%	3.5%	7.0%	7.3%	6.9%
종업원급여	8,788	8,644	7,523	8,566	9,939	11,730
지급수수료	8,480	8,553	6,731	9,059	10,758	12,561
운반비	4,537	3,359	4,698	6,323	6,134	8,182
기타	17,210	8,144	6,386	6,690	7,869	9,654
영업외손익	(9,435)	3,473	(1,359)	(460)	(335)	(1,270)
세전순이익	22,540	33,652	13,918	36,880	41,616	49,226
법인세비용	1,263	7,189	5,497	8,133	8,907	10,726
당기순이익	21,278	26,464	8,422	28,746	32,709	38,500
NPM(%)	5.5%	7.2%	1.9%	5.4%	5.7%	5.2%

1) 매출액 추정

-가스 사업 부문

동사의 매출은 보온재 산업 비중이 평균 95%로 추정된다. 기업 경영 기조에 따라 가스 사업은 영업 이익률이 적고 매출액에 큰 편차가 없어 이동평균하여 산출하였다.

그림 1) 가스사업 매출 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
가스사업매출	20,400	26,300	24,100	23,600	24,700

출처: 바이시그널 1조

-보온재 사업 부문

보온재 매출은 제조 공정에 따라 인식된다. 통상적으로 공사 진행률에 따라 매출이 인식되거나 인도 후 일괄적으로 인식되는 조선업 및 조선 기자재 산업과 다르게 동사의 매출은 특정 원재료 구입, 2가지 제조 공정, 제조 및 리드 총 4개 시기에 매출로 인식된다. 그러나 각 공정 단계별 매출 인식 비중 및 공정 기간은 기업 내규 상 유출이 불가하여 정확한 파악은 어렵다. 따라서 IR 문의 내용을 기반으로 제조 기간이 약 1년에 가까운 점(생산성 향상으로 현재는 10~11개월 정도)과 최대 리드타임이 1년 3개월인 점, 공정별 매출 비율에 큰 차이가 없는 점을 고려하여 평균적인 최종 매출 인식을 1년으로 두고, 각 공정별 매출이 일정하다고 봐도 무방하다고 판단된다.

평균 판매단가는 당해 제조한 보냉재 판매 단가의 평균치로 이는 수주년도별 판매단가 차이를 내포한다. 선가 상승 및 보냉재 2사 독점으로 인한 판가 인상 추가 반영이 불가피하지만 조선업이 전방 산업이자 공급자 위주 시장임을 고려할 때 평균 판매단가 인상률이 크지는 않을 것으로 판단하여 기존 업계 평균 인상률 3~5% 내에서 **5%**로 설정하였다. 그러나 앞서 말했듯이 수주별로 판매단가에 차이가 있고 개별 제조분(1척)은 매출인식이 분기마다 동일한 금액으로 나뉘어 이루어지는 것으로 가정했으므로, 수주별로 차이 나는 판매단가는 분기별 매출인식의 차이로 이어진다. 이는 매분기마다 제조하는 보냉재들의 수주단가가 다르다는 것에 근거한다.

따라서 앞서 동사의 1척 당 리드타임을 12개월로 산출했을 때 4가지 단계에서 인식되는 매출 편차가 크지 않아 일정하다고 가정하고, 정확한 공정 기간을 알 수 없기 때문에 각 공정별 기간을 평균치인 3개월로 산정하면 **제조중인 모든 보냉재의 각 공정 종료에 의한 매출이 분기마다 인식**된다. 따라서 동사의 매출액은 **제조가 아닌 공정을 기준으로 산출**하는 것이 적합하다고 판단된다. 그리고 공정 매출은 분기별로 동일하게 인식됨을 가정으로 산출한다.

그림 2) 분기매출(공정별 인식되는 매출)

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
단위당 분기매출(공정별 인식 매출)				6,254	6,442
판매단가	18,940	21,992	23,824	25,015	25,766

출처: 바이시그널 1조

이를 가정하면 1척의 공정 과정 종료 시 매출은 1척 분량 보냉재의 분기매출과 동일하다. 이는 **(평균판매단가/4)**를 통해 산출할 수 있다. 여기서 평균 판매단가는 앞서 언급했듯이 각기 다른 수주단가를 전부 대변하는 값이다. 해당 값에 연간 진행되는 제조 공정 수 즉, **연간공급량(척)*4**를 구해 두 수치를 곱하면 연매출이 산출된다.

연간 공급량은 **(CAPA*가동률)**을 통해 산출하였다. 23년의 경우 3분기에 증설(+4척)이 완료되어 23년 CAPA를 평균치인 증설 이전과 이후 평균치인 22척으로 가정하려 했으나, CAPA 증설로 인한 생산성 20% 증가를 3분기부터 반영하여 22척이 아닌 23척으로 산출하였다. 이후 24년도는 증설분을 모두 반영하였고, 24년도에 이뤄진 추가 CAPA 증설(+6척)은 25년부터 반영되어 25년부터 30척으로 증설된 CAPA를 적용하였다. 가동률은 큰 평균없이 90~93% 사이에서 이뤄지는 것을 반영해 이동평균하여 산출하였다.

그림 3) 공급량 측면

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
CAPA	20	20	23	24	30
가동률	0.91	0.93	0.93	0.92	0.92
연간 진행 공정 수				88.42	110.40
연간 공급량(판매량)	18	19	21	22	28

출처: 바이시그널 1조

정리하면 보온재 연매출액은 (공정 종료 시 인식되는 매출*연간 진행되는 공정 수)로 산출된다. 최종적인 총매출은 보온재 매출과 가스 매출을 합해 추정하였다.

그림 4) 매출액 추정

매출액 추정 (단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
단위당 분기매출(공정별 인식 매출)				6,254	6,442
판매단가	18,940	21,992	23,824	25,015	25,766
CAPA	20	20	23	24	30
가동률	0.91	0.93	0.93	0.92	0.92
연간 진행 공정 수				88.42	110.40
연간 공급량(판매량)	18	19	21	22	28
보온재 사업 매출	344,594	407,908	507,294	552,932	711,142
가스사업매출	20,400	26,300	24,100	23,600	24,700
총매출	364,994	434,208	531,394	576,532	735,842

출처: 바이시그널 1조

2) 비용 추정

매출원가 및 판매비 추정 (단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	387,986	365,039	434,152	531,409	576,532	735,842
YoY(%)	-	-5.9%	18.9%	22.4%	8.5%	27.1%
매출원가	316,995	306,160	393,537	463,430	499,881	643,141
매출원가율	81.70%	83.87%	90.65%	87.21%	86.70%	87.4%
매출총이익	70,991	58,879	40,614	67,978	76,651	92,701
GPM(%)	18.3%	16.1%	9.4%	12.8%	13.3%	12.7%
원재료비	199,250	211,163	278,025	322,785	350,967	455,141
매출액 대비 비중	51.35%	57.85%	64.04%	60.74%	60.88%	61.8%
종업원 급여	30,077	31,671	31,561	36,204	38,287	45,141
매출액 대비 비중	7.75%	8.68%	7.27%	6.81%	6.64%	6.1%
유형자산 감가상각비	6,109	6,187	5,837	5,773	10,285	10,141
매출액 대비 비중	1.57%	1.69%	1.34%	1.09%	1.78%	1.4%
기타	81,560	57,139	78,115	98,668	100,341	132,141
매출액 대비 비중	21.02%	15.65%	17.99%	18.57%	17.40%	17.9%
판매비와관리비	39,015	28,700	25,337	30,638	34,700	42,141
판매비와관리비율	10.06%	7.86%	5.84%	5.77%	6.02%	5.7%
영업이익	31,976	30,179	15,277	37,340	41,951	50,141
OPM(%)	8.2%	8.3%	3.5%	7.0%	7.3%	6.8%
종업원급여	8,788	8,644	7,523	8,566	9,939	11,141
매출액 대비 비중	2.26%	2.37%	1.73%	1.61%	1.72%	1.5%
지급수수료	8,480	8,553	6,731	9,059	10,758	12,141
매출액 대비 비중	2.19%	2.34%	1.55%	1.70%	1.87%	1.7%
운반비	4,537	3,359	4,698	6,323	6,134	8,141
매출액 대비 비중	1.17%	0.92%	1.08%	1.19%	1.06%	1.1%
기타	17,210	8,144	6,386	6,690	7,869	9,141
매출액 대비 비중	4.44%	2.23%	1.47%	1.26%	1.36%	1.3%

출처: 바이시그널 1조

합리적인 추정이 가능할 것으로 판단되며, 이와 동시에 손익계산서 상 금액적 비중이 큰 계정과목 원재료비, 인건비, 감가상각비 등에 대해서는 별도로 추정을 진행하였다. 그러나 이외 계정의 경우 손익계산서 상 비중이 크지 않으며, 별도의 합리적인 추정이 어려울 것으로 판단하여 평균 비용 등을 사용하되 보수적으로 추정하였다.

[원재료비 추정]

동사의 경우 구체적인 원재료의 세부 품목 및 비중을 공개하고 있지 아니하다. 그러나 2020년 이후 원재료비의 매출 비중에 큰 변동이 없다 판단하였다. 이와 동시에 주력 제품군 LNG보냉재의 주요 원재료인 MDI의 뚜렷한 가격 하락세로 향후 원재료비의 변동 또한 크지 않을 것이라 보수적으로 판단하였다. 따라서 지난 3개년의 매출 비중을 이동평균 하였으며, 이를 매출액에 반영하여 추정하였다.

[인건비 추정]

종업원급여 추정					
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
총급여	40,315	39,083	44,770	48,225	56,920
종업원급여(매출원가)	31,671	31,561	36,204	38,287	45,189
총급여 대비 비중(매출원가)	78.6%	80.8%	80.9%	79.4%	79.4%
종업원급여(판관비)	8,644	7,523	8,566	9,939	11,730
총급여 대비 비중(판관비)	21.4%	19.2%	19.1%	20.6%	20.6%
종업원수 (명)	459	456	493	502	566
종업원수 증가율 (%)	-3.6%	-0.7%	8.1%	1.9%	12.8%
임금상승률 (%)	8.9%	0.0%	8.2%	5.7%	4.6%

출처: 바이시그널 1조

동사의 과거 종업원수는 450명 전후를 유지하였다. 그러나 2023년부터 안성사업소 CAPA 증설에 따라 고용규모가 확대될 것으로 판단하였다. 2023년 공장 증설에 따른 종업원 수 증가는 연간 공급량 증가분의 50% 수준임을 고려, 이후에도 같은 비율로 추정하였다.

급여 상승률은 3개년 이동평균으로 추정하였으나 미래 최저임금 인상 예측분 이상으로, 매우 보수적인 추정으로 판단된다. 이후 총급여를 매출원가와 판관비로 안분하였으며, 안분 비중은 과거 4개년치 산술평균을 사용하였다.

[유형자산 감가상각비 추정]

IR 문의 결과 현재 증설중인 CAPA는 2024년 말을 기점으로 완공될 예정이다. 이와 관련하여 2023년부터 현재까지 막대한 CapEx 지출중이므로 (1)현재 취득한 자산의 유형자산상각비에 (2)향후 추가 증설분에서 발생하는 유형자산상각비를 더하는 것으로 판단하였으며, CapEx 규모가 큰 건설중인 자산으로 그 대상을 한정했다. (1)과 관련하여서는 직전년도 감가상각비와 큰 차이를 보이지 않을 것으로 판단하였고, (2)와 관련하여서는 유형자산 증설분에 평균 내용연수를 반영하여 추정하였다.

[영업외손익 추정]

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
금융수익	64	86	878	878	878
금융원가	3,067	2,437	4,885	4,885	4,885
금융손익	(3,004)	(2,351)	(4,007)	(4,007)	(4,007)
기타이익	8,789	16,309	19,151	14,750	16,737
기타손실	4,351	16,600	17,725	12,892	15,739
기타손익	4,438	(290)	1,426	1,858	998
투자손익	2	4	2	3	3
기타영업외손익	2,037	1,279	2,119	1,812	1,737
영업외손익	3,473	(1,359)	(460)	(335)	(1,270)

출처: 바이시그널 1조

영업외 수익 및 비용을 상계하여 손익 개념으로 처리하였다. 동사의 영업외 손익은 금융손익, 기타손익, 투자손익, 기타영업외손익으로 구분된다.

금융손익 중 금액 비중이 큰 이자수익 및 비용의 경우 단기 차입금의 증가가 큰 변동 없이 유지되는 점, 단기차입금의 상환액이 증가하는 점을 고려하여 **현재와 같은 수준을 유지할 것으로** 판단, Flat하게 추정하였다.

기타손익의 경우 외환환산손익과 파생상품거래손익이 주된 항목이다. 상기 항목들은 USD로 거래하는 조선업 및 조선기자재 산업 특성 상 환율 변동에 대응하기 위한 목적임이 분명하다. 따라서 환율 변동 과정에서 향후에도 발생할 계정으로 판단하였으나 이러한 **환율 변동을 예측하는 것은 불가능한 바, 3개년 이동평균으로** 추정하였다.

[법인세 추정]

(단위: 백만원)	2020	2021	2022	2023	2024E
세전순이익	22,540	33,652	13,918	36,880	39,779
과세표준 및 세율					
2억원 이하 9.9%					200
2-200억원 20.9%					4,138
200-3000억원 23.1%					4,993
법인세비용	12,163	7,189	5,497	8,133	8,907
유효 법인세율 (%)	54.0%	21.4%	39.5%	22.1%	22.4%

출처: 바이시그널 1조

법인세 비용의 경우 **과세구간별 법인세율을 적용**하여 추정하였다. 2억원 이하 9.9%, 2-200억원 20.9%, 200-3,3000억원 23.1%의 과세표준 및 세율을 적용하였다.

이연법인세 및 기타 법인세 조정을 고려하였을 때, 실제 유효 법인세율과 앞선 추정에 따른 법인세율에 괴리가 있을 것으로 판단하여 2023년을 기준으로 유효성을 판단해보았다. 과세표준 및 세율에 따른 유효 법인세율 추정 시 2023년 유효 법인세율은 22.3%로, 공시된 실제 유효 법인세율 22.1%와 0.2%p의 괴리를 보이는 바, 이후 2024년 및 2025년 법인세 비용 추정 또한 동일하게 시행하였다.

3) Historical P/E Valuation

본 조는 동사의 목표주가를 산출하기 위해 Historical P/E Valuation을 사용하였다. 2024E EPS 1,127 원에 Target P/E 14.4를 적용하여 **목표주가 16,220원**, 상승여력 22.47%, 2025E EPS 1,327원에 Target P/E 16.3을 적용하여 **목표주가 21,620원**, 상승여력 63.2%로 매수 의견을 제시한다. 24년 Target P/E는 05년도 4분기의 PER을 사용했다. 이는 해당시기가 조선업 사이클의 진입기였다는 점과 현재의 주식시장에서 조선업은 성장성에 비해 방산, 반도체, 전력기기 등에 가려져 관심도가 낮다고 생각하는데 당시에도 조선사 수주와 기자재산업 수주의 시간차로 인해 조선업 수주 증가가 선행되어 상대적으로 동사에 대한 관심도가 떨어졌다는 점에서 기인한다. 또한 25년도 Target P/E는 06년도 2분기 수치로 조선 기자재 산업 수주 공시가 주목받기 시작했고 당시에도 역대 최대 규모의 수주잔고를 쌓았다는 점에 기인한다.

Valuation - PER Method(2024E)		Valuation - PER Method(2025E)	
당기순이익 (백만원)	32,709	당기순이익 (백만원)	38,500
발행주식수 (주)	29,989,494	발행주식수 (주)	29,989,494
자기주식수 (주)	956,365	자기주식수 (주)	956,365
유통가능주식수 (주)	29,033,129	유통가능주식수 (주)	29,033,129
2024E EPS (원)	1,127	2025E EPS (원)	1,326
Target PER Multiple (2Q06)	14.4x	Target PER Multiple	16.3x
목표주가 (원)	16,220	목표주가 (원)	21,620
현재주가 (원)	13,250	현재주가 (원)	13,250
상승여력	22.4%	상승여력	63.2%

출처: 바이시그널 1조

더불어 본조는 동사의 적정주가 산출을 위한 Peer를 선정할 수 없다고 판단하여 Historical P/E Valuation을 사용해 동사의 적정주가를 산출하였다. 그 근거로는 peer인 한국카본의 PER 수치가 마이너스인 점을 제시한다. 또한 세부적인 공시사항이 부족하여 DCF 추정이 어렵고 PBR은 자산 변동이 크지 않아 회사의 성장성 및 기대감을 반영하기에 부적합하다고 판단하여 Historical P/E Valuation을 사용하였다. 동사는 향후 조선업 호황이 계속되고 친환경 선박 수요의 증가로 LNG 운반 및 연료 보관을 위한 초저온 보냉재의 지속적인 수주로 인한 매출 성장 및 영업이익 상승을 이룰 것으로 판단된다.

Appendix. IR 질의응답

Q1. 추가 공장 증설은 언제쯤 완공되고 매출에 인식되는지?

A. 24년 4분기에 완공되고 바로 생산에 돌입할 예정. 그러나 매출 인식은 25년부터.

Q2. 제조 기간은 얼마나 되는지? 매출 인식은 어떻게 이뤄지는지?

A. 통상 제조 기간은 1년 안쪽. 그러나 고객사에 인도되는 시간이 평균적으로 1년 안팎이고 오래 걸리면 15개월 정도. 매출 인식은 공정 진행률에 따라 이뤄짐. 진행률이라는 것이 % 개념보다는 특정 공정이 끝나는 때라고 이해하시면 될 것. 원재료 구입 시기, 제조 공정 중에 2번, 마지막으로 인도 시에 최종적으로 이뤄짐.

Q2. 그러면 1년 안팎의 제조 및 리드타임 동안 매출 인식이 어느 시기에 어떻게 되는지?

A. 그건 말씀드리기 곤란. 그러나 큰 차이는 없음.