



# 조선 기자재

**비중확대 (유지)**

**LNG 보냉재, 곧 옵니다**

 **신한투자증권**  
기업분석부

명지운 책임연구원

☎ 02) 3772-2661

✉ [jjunmyoung@shinhan.com](mailto:jjunmyoung@shinhan.com)

이동헌 부부장연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ [ldh@shinhan.com](mailto:ldh@shinhan.com)



신한 리서치  
투자정보

## 1Q23 Pre; 살짝 늦어졌지만 확실히 옵니다

### 매출이 아주 조금 미뤄졌을 뿐

조금 미뤄졌을 뿐  
실적 성장세는 꺾이지 않음

LNG 보냉재사(한국카본, 동성화인텍)의 1Q23 매출 물량은 전반적으로 21년 하반기 수준이다. 판가 상승이 갖 시작된 시기이다. 물량 증가와 가격 상승이 탑라인 성장을 함께 견인할 예정이다. 그러나 보냉재 수주 당시 계획보다 실제 납품 일정이 미뤄져 매출도 같이 밀렸다. 조선소의 부품 재고 운용 및 생산일정 소폭 변동에 따라 보냉재 납품이 조금 지연된 것으로 추측한다.

문제는 없다. 조선소 마진 범위 안에 있는 변동이고, 고객사의 일정에 맞추기 위해 지연되는 것이기 때문에 보냉재사에게 오는 페널티는 없다. 다만 상반기부터 가파른 성장이 기대됐던 예상에 비해서는 1분기 매출이 살짝 낮을 수 있다. 하지만 하반기로 갈수록 탑라인과 마진이 증가하는 상저하고 흐름을 보일 것이다.

### 하반기 본격적인 파티 시작

2023년 외형 성장 기대

LNG선가 및 재료비가 오르며 판가를 더욱 상승시켰던 2022년 수주 물량이 하반기에 대거 매출로 인식된다. 한국카본, 동성화인텍 각각 약 4척의 카파 증설을 완료하여(기존 20척 내외) 하반기부터 실적에 반영될 전망이다. P와 Q가 함께 이끄는 본격적인 외형 성장, 마진 확대에 한 단계 업그레이드된 실적이 기대된다.

MDI를 비롯한 전반적인 원재료 가격은 하락세를 보이며 안정된 흐름이지만 합판과 석유 관련 원자재는 여전히 높은 수준을 유지하고 있다. 하지만 LNG 보냉재 시장을 양분하고 있는 한국카본과 동성화인텍의 가격협상력은 재료비를 충분히 판가에 전가하고도 남는 정도다. 치솟은 재료비를 전가한 물량이 차차 매출로 인식되며 비용 부담은 덜할 전망이다.

### 최선호주: 동성화인텍, 선호주: 한국카본

최선호주: 동성화인텍,  
선호주: 한국카본

4/21 한국카본 밀양 2공장 화재로 일부 가공/조립 설비가 소실되었다. 타버린 장비를 새로 세팅하는 데에 걸리는 6~12개월 동안의 공백을 어떻게 메울지가 관건이다. 조선소와의 스케줄 조정, 타사 유휴 설비 이용 등의 해결안 중에 동성화인텍에 외주를 맡기는 안이 가장 확률이 높을 것으로 추측한다.

품질 안정성이 우선이므로 현재 한국카본 외에 유일한 LNG보냉재 생산업체인 동성화인텍의 생산 시설을 이용하는 것이 유력해 보인다. 타이트한 Capa 하에서 한국카본 물량을 커버해주기 때문에 외주 단가 혹은 완제품 판가에 프리미엄을 받을 것으로 예상된다. 이에 동성화인텍을 최선호주로 제시한다.

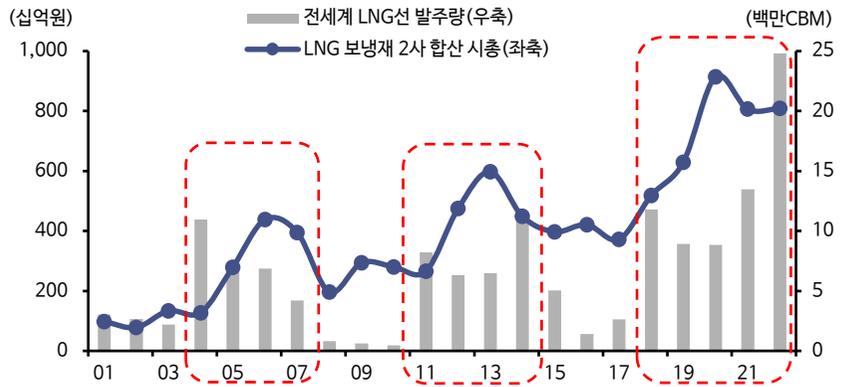
선호주는 한국카본이다. 화재에 따른 부침이 하반기에 일시적으로 나타나겠지만 탑라인 성장세는 꺾이지 않는다. 새로운 고객사인 대우조선해양 물량도 하반기에 반영될 것으로 추정한다. 4/26 공시를 통해, 화재로 소실된 Capa 이상으로 증설 예정이라고 밝힌 부분에서 향후 물량 증가에 대한 힌트를 얻을 수 있다.

커버리지 LNG보냉재사 2사 실적, Valuation 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q23F	4Q22	QoQ	1Q22	YoY	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F
한국카본 (017960)	매출액	100.6	105.9	(5.0)	77.7	29.4	100.6	129.3	137.7	142.5	369.3	510.1
	영업이익	6.0	6.1	(0.8)	4.0	51.1	6.0	14.0	9.4	9.2	24.5	38.6
	세전이익	6.4	12.2	(47.4)	4.3	47.5	6.4	15.0	10.6	11.3	28.9	43.3
	순이익	5.0	9.1	(45.0)	3.1	60.4	5.0	13.8	9.9	10.5	20.3	39.1
	영업이익률	6.0	5.7	-	5.1	-	6.0	10.8	6.8	6.5	6.6	7.6
동성화인텍 (033500)	매출액	133.3	128.5	3.7	107.9	23.5	133.3	128.4	144.0	152.6	434.2	558.3
	영업이익	9.3	(3.0)	흑전	1.3	614.2	9.3	8.0	15.2	9.9	15.3	42.4
	세전이익	9.4	2.6	267.8	2.2	329.5	9.4	8.1	15.3	9.6	13.9	42.4
	순이익	7.1	2.1	234.9	0.4	1,549.1	7.1	6.1	11.5	7.2	8.4	31.8
	영업이익률	7.0	(2.4)	-	1.2	-	7.0	6.2	10.6	6.5	3.5	7.6

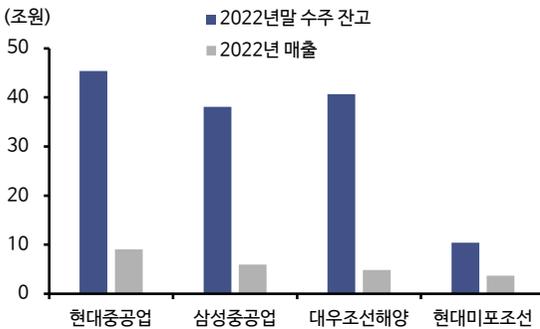
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

전세계 LNG선 발주량, LNG 보냉재 2사 합산 시총 추이



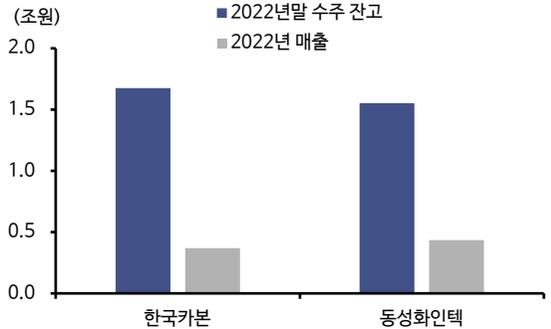
자료: Clarksons, 신한투자증권 / 주: 한국카본, 동성화인텍 합산 시총

조선소 수주잔고 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권 / 주: 2022년 평균 환율 적용

LNG보냉재사 수주잔고 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 한국카본(투자의견: 매수/목표주가: 14,000원)

### 1Q23 매출 1,006억원(-5% QoQ), 영업이익 60억원(-1% QoQ) 예상

1Q23 매출 1,006억원(-5% QoQ), 영업이익 60억원(-1% QoQ)을 예상한다. 조선소와의 납품 스케줄 조정에 따라 매출 인식이 예상보다 조금 지연되었다. 동사의 생산 문제로 인한 지연이 아니다. 따라서 당연히 페널티는 없으며 생산을 마치고 쌓아둔 완제품 재고가 차차 매출로 시현될 것이다.

목표주가를 14,000원으로 12.5% 하향, 투자의견 ‘매수’를 유지한다. 4/21 화재에 따른 생산 스케줄 지연은 거의 없을 것이다. 하지만 소실된 설비 공백이 연말까지 이어질 것으로 예상된다. 이 공백을 타 업체에게 가공/조립 외주를 맡기는 방법으로 대체할 가능성이 높다. 관련 비용이 하반기에 일시적으로 증가할 것으로 보인다. 하지만 탑라인 성장과 그에 따른 마진 개선은 예정대로 흘러가며 올해 안에 설비 복구를 완료할 전망이다. 4/26 공시를 통해, 화재로 소실된 Capa 이상으로 증설 예정이라고 한 부분에서 향후 물량 증가에 대한 힌트를 얻을 수 있다.

#### 한국카본 2023년 1분기 영업실적 추정

	1Q23F	4Q22	QoQ(%)	1Q22	YoY(%)
매출액(십억원)	100.6	105.9	(5.0)	77.7	29.4
영업이익	6.0	6.1	(0.8)	4.0	51.1
세전이익	6.4	12.2	(47.4)	4.3	47.5
순이익	5.0	9.1	(45.0)	3.1	60.4
영업이익률 (%)	6.0	5.7	-	5.1	-
세전이익률	6.4	11.5	-	5.6	-
순이익률	5.0	8.6	-	4.0	-

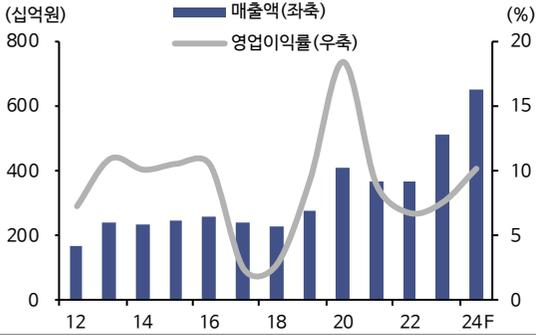
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

#### 한국카본 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q22F	2020	2021	2022	2023F	2024F	
매출액(십억원)	77.7	71.6	114.0	105.9	100.6	129.3	137.7	142.5	411.7	367.8	369.3	510.1	649.6	
영업이익	4.0	2.5	12.0	6.1	6.0	14.0	9.4	9.2	75.7	31.9	24.8	38.6	65.9	
세전이익	4.3	10.4	2.0	12.2	6.4	15.0	10.6	11.3	74.0	28.5	28.9	43.3	74.3	
순이익	3.1	8.9	(0.8)	9.1	5.0	13.8	9.9	10.5	57.4	14.3	20.3	39.1	65.8	
영업이익률(%)	5.1	3.5	10.5	5.7	6.0	10.8	6.8	6.5	18.4	8.7	6.6	7.6	10.1	
세전이익률	5.6	14.6	1.7	11.5	6.4	11.6	7.7	8.0	18.0	7.7	7.8	8.5	11.4	
순이익률	4.0	12.5	(0.7)	8.6	5.0	10.6	7.2	7.4	13.9	3.9	5.5	7.7	10.1	
매출액 증가율	YoY	(23.9)	(32.7)	45.9	30.3	29.4	80.7	20.7	34.5	50.6	(10.6)	0.4	38.1	27.3
	QoQ	(4.3)	(7.9)	59.3	(7.1)	(5.0)	28.6	6.4	3.5	-	-	-	-	-
영업이익 증가율	YoY	(55.9)	(78.6)	36.6	149.1	51.1	459.0	(21.7)	52.2	199.4	(57.9)	(23.1)	57.3	70.9
	QoQ	63.5	(37.2)	380.1	(49.5)	(0.8)	132.4	(32.7)	(1.8)	-	-	-	-	-

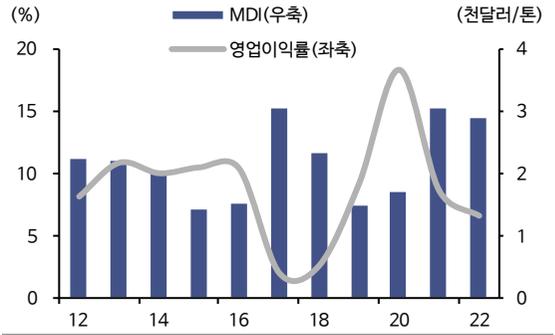
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 한국카본 매출액, 영업이익률 추이



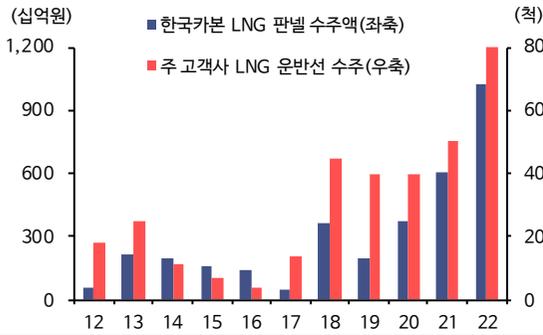
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 한국카본 영업이익률, MDI 가격 추이



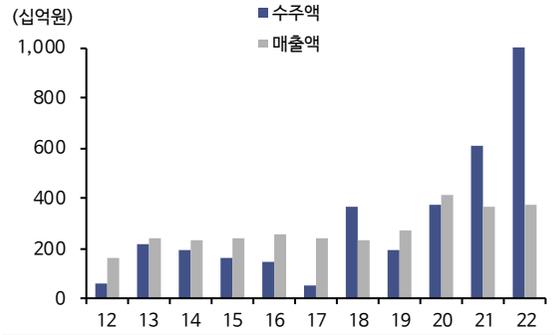
자료: QuantiWise, Bloomberg, 신한투자증권 추정

### 한국카본 LNG 수주, 주 고객사 LNG 수주 추이



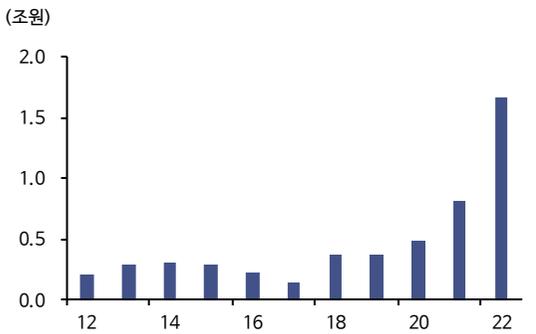
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 한국카본 LNG부문 수주액, 전체 매출액 추이



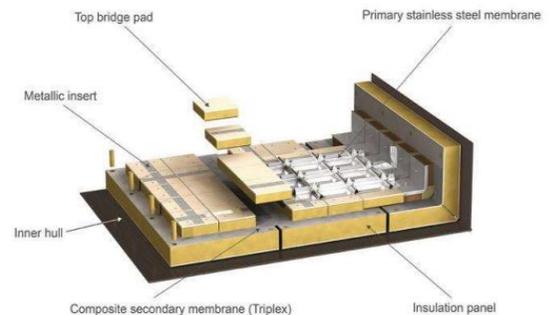
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 한국카본 LNG 부문 수주 잔고 추이



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정

### MARK-III type LNG 보냉재



자료: 한국카본, 신한투자증권

## 동성화인텍(투자의견: 매수/목표주가: 17,000원)

### 1Q23 매출 1,333억원(+4% QoQ), 영업이익 93억원(흑전 QoQ) 예상

1Q23 매출 1,333억원(+4% QoQ), 영업이익 93억원(흑전 QoQ)을 예상한다. 조선소 향 납품이 예상보다 살짝 미뤄지면서 실적 개선세도 조금 지연된다. 하지만 그 흐름은 꺾이지 않고 계속되어 하반기에 한단계 업그레이드된 실적을 보여줄 것이다. LNG 보냉재 사업 외에 파이프 인슐레이션, 연료탱크 사업 등은 아직 보냉재 대비 마진이 조금 떨어지는 것으로 보인다. 하지만 원자재 가격이 안정화되고, 초도 사업이었던 연료탱크 생산 속련도가 올라가며 마진 개선을 기대한다.

목표주가 17,000원 및 투자의견 ‘매수’를 유지한다. 한국카본 공장 화재로 인한 가공/조립 설비 공백을 동사가 메워줄 것으로 추측한다. 한국카본 외에 유일한 LNG보냉재 생산업체로서 품질 안정성이 있기 때문에 추가 비용을 지불하더라도 동사의 여유 Capa를 이용하는 것이 최선이다. 한국카본 향 가공/조립 외주를 받게 된다면 프리미엄을 붙여 판가를 형성할 것이므로 하반기 매출 증가 및 마진 개선으로 이어질 전망이다.

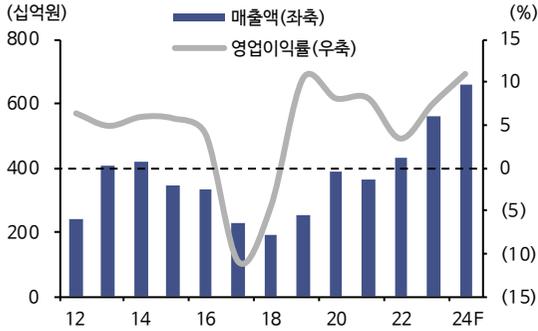
	1Q23F	4Q22	QoQ(%)	1Q22	YoY(%)
매출액(십억원)	133.3	128.5	3.7	107.9	23.5
영업이익	9.3	(3.0)	흑전	1.3	614.2
세전이익	9.4	2.6	267.8	2.2	329.5
순이익	7.1	2.1	234.9	0.4	1,549.1
영업이익률 (%)	7.0	(2.4)	-	1.2	-
세전이익률	7.1	2.0	-	2.0	-
순이익률	5.3	1.6	-	0.4	-

자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F	
매출액(십억원)	107.9	106.6	91.3	128.5	133.3	128.4	144.0	152.6	388.0	365.0	434.2	558.3	657.0	
영업이익	1.3	5.8	11.2	(3.0)	9.3	8.0	15.2	9.9	32.0	30.2	15.3	42.4	73.0	
세전이익	2.2	2.9	6.3	2.6	9.4	8.1	15.3	9.6	22.5	33.7	13.9	42.4	72.0	
순이익	0.4	1.6	4.3	2.1	7.1	6.1	11.5	7.2	21.3	26.5	8.4	31.8	54.0	
영업이익률(%)	1.2	5.5	12.3	(2.4)	7.0	6.2	10.6	6.5	8.2	8.3	3.5	7.6	11.1	
세전이익률	2.0	2.7	6.9	2.0	7.1	6.3	10.6	6.3	5.8	9.2	3.2	7.6	11.0	
순이익률	0.4	1.5	4.7	1.6	5.3	4.7	8.0	4.7	5.5	7.2	1.9	5.7	8.2	
매출액 증가율	YoY	(2.1)	35.0	29.3	22.0	23.5	20.5	57.8	18.8	53.2	(5.9)	18.9	28.6	17.7
	QoQ	2.5	(1.2)	(14.4)	40.8	3.7	(3.6)	12.1	6.0	-	-	-	-	
영업이익 증가율	YoY	(88.8)	(28.8)	108.8	적전	614.2	37.6	36.0	흑전	19.2	(5.6)	(49.4)	177.5	72.1
	QoQ	(74.3)	348.8	91.9	적전	흑전	(13.6)	89.7	(35.1)	-	-	-	-	

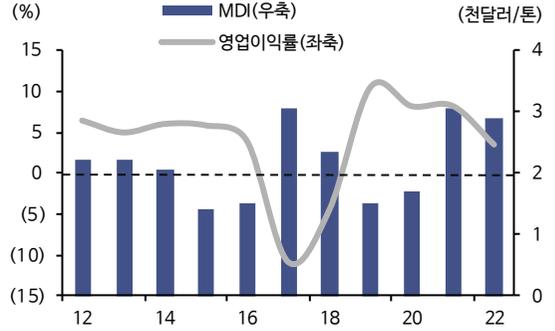
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

동성화인텍 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



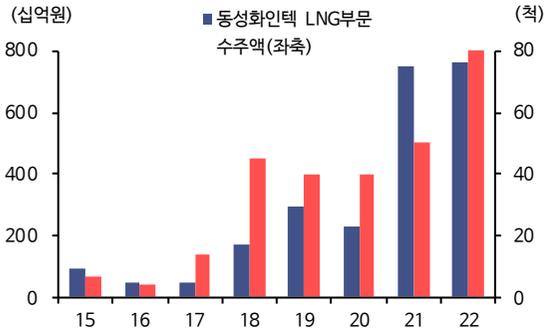
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

동성화인텍 영업이익률, MDI 가격 추이 및 전망



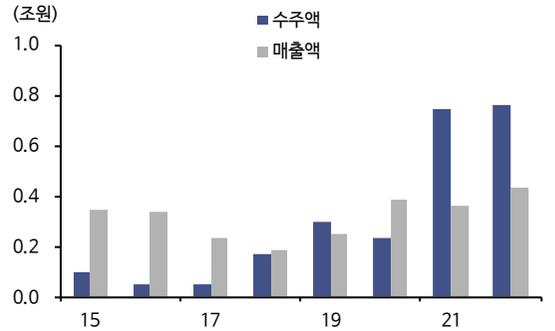
자료: QuantiWise, Bloomberg, 신한투자증권

동성화인텍 LNG 수주, 주 고객사 LNG 수주 추이



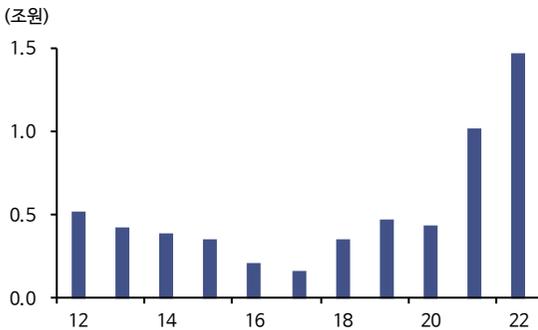
자료: 회사 자료, 신한투자증권

동성화인텍 수주액, 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

동성화인텍 LNG 부문 수주 잔고 추이



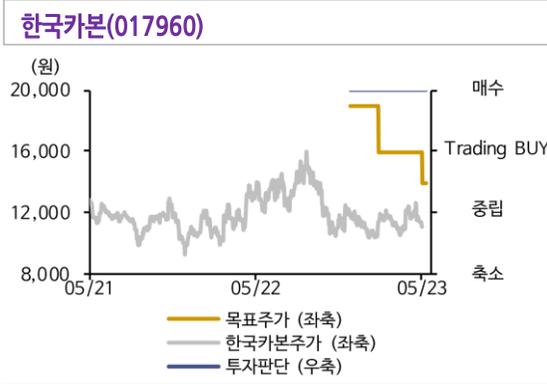
자료: 회사 자료, 신한투자증권

보냉재로 덮여있는 LNG 탱크 내부



자료: 동성화인텍, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

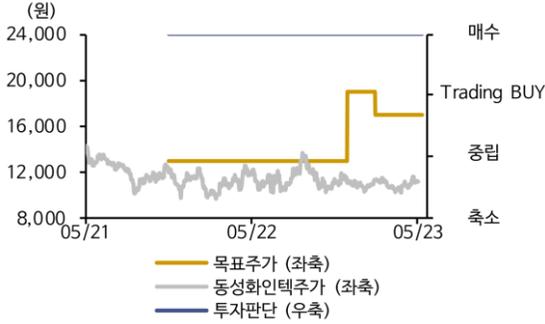


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 30일	매수	19,000	(41.2)	(36.1)
2023년 01월 30일	매수	16,000	(27.3)	(20.6)
2023년 05월 04일	매수	14,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 동성화인텍(033500)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 05일	매수	13,000	(14.0)	(3.1)
2022년 05월 06일		6개월경과	(12.2)	5.4
2022년 11월 07일		6개월경과	(12.3)	(8.1)
2022년 11월 30일	매수	19,000	(42.4)	(40.2)
2023년 01월 30일	매수	17,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### Compliance Notice



산업 용어 해설은 QR코드를 통해 확인하실 수 있습니다.



- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 명지운, 이동현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

### 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 5월 2일 기준)

매수 (매수)	94.97%	Trading BUY (중립)	3.02%	중립 (중립)	2.01%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------