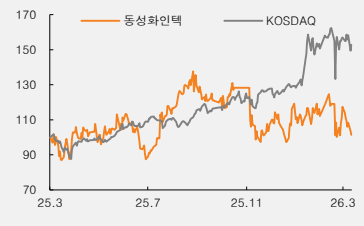


			Not Rated
현재주가(26/3/26)			24,000원
영업이익(26F,십억원)			-
Consensus 영업이익(26F,십억원)			-
EPS 성장률(26F,%)			-
MKT EPS 성장률(26F,%)			-
P/E(26F,x)			-
MKT P/E(26F,x)			-
KOSDAQ			1,121.44
시가총액(십억원)			753
발행주식수(백만주)			30
유동주식비율(%)			61.9
외국인 보유비중(%)			16.6
베타(12M) 일간수익률			0.22
52주 최저가(원)			21,500
52주 최고가(원)			34,050
(%)	1M	6M	12M
절대주가	-18.6	-18.5	6.6
상대주가	-15.5	-37.4	-31.6



김주희
joohee.kim@miraesec.com

033500 · 기계

동성화인텍

LNGC 호황에 먼저 웃을 보냉재

LNG운반선용 초저온보냉재 전문기업

동사는 순도 높은 LNGC 기자재사로 전사 매출의 96%가 LNGCCS 보냉재에서 창출되고 있다. 수주잔고는 2.1조원(25년말)을 기록중이며 주요고객은 HD현대중공업과 삼성중공업이다(수주잔고 합산 비중 96%). NO96을 채택하는 한화오션/후동중화 및 후발 중국사로의 다변화를 추진중이다. 전년도 매출액은 7,422억원(24.2% YoY), 영업이익 726억원(OPM 9.8%)을 달성했다. 4분기 매출액은 -5.6% 감소했는데 고객사 납품 스케줄상 전분기 선인식(47.3% YoY) 영향이 컸다. 영업이익은 196억원(OPM 11.2%)으로 전분기(11.7%) 이어 두자릿수 OPM이 유지되었다.

2026년 고가물량 비중 확대로 두자릿수 OPM 유지 기대

26년은 동사 매출액 내 고가물량 인식비중 확대가 가팔라지는 변곡점이다. 신조선가는 21년(22% YoY), 23년(10%) 재차 상승했으며 최근 계약연도(23~24년도)의 고선가 물량 인식이 실적에 핵심이다. 판가 인상의 일부 반영(3Q25~)과 함께 OPM도 두자릿수로 레벨업했다. 현재 우호적 환율환경 전개로 연내 유지 가능성이 높다.

원재료가(MDI 4Q25 -17% YoY) 동향도 긍정적이다. 비용구조상 재료비 비중이 60%로 압도적인데 MDI가가 현재 2.1\$/kg로 과거 러-우사태(4~6\$) 영향권 대비 유리한 구간이다. 이외 전방(선종/고객) 다변화로는 주요 라이너들의 신규발주분 내 LNG DF 비중 증대가 핵심이다. 퓨얼탱크 제품 비중은 아직 10% 이하로 미미하나 기여도의 점진적 상승을 목표하고 있다. 중장기 대체연료(암모니아/수소) 적용 목적의 신규개발 및 연구 제품으로 기존 포트폴리오 대비 믹스 개선요인 잠재한다.

동종업계 대비 저평가, 시장 신뢰 회복 진행 중

국내 조선기자재 업종은 12MF P/E 기준 엔진(20배 초반)>보냉재(10배 후반)>피팅(10배 중후반) 순으로 밸류에이션을 부여받아 왔다. 동사 주가는 현재 10배 이하까지 조정받았는데 지난 11월 회계처리위반 제재로 거래정지되며 투심이 일시 훼손된 영향이 크며, 해당시기 집중 조성되었던 업종 주요 ETF 편입 및 패시브 수급 유입을 통한 수혜도 향유하지 못했다. 단 기존 실적치가 정정치 대비 과소계상되어 있었다는 점을 고려하면 금반 위반건은 실수일 가능성에 무게가 실리며, 현재 상기 이슈의 일단락 및 점차적 신뢰 회복이 진행되고 있다고 보인다.

** 본 자료는 26년 3월 16일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액 (십억원)	365	434	534	597	742
영업이익 (십억원)	30	15	40	54	73
영업이익률 (%)	8.2	3.5	7.5	9.0	9.8
순이익 (십억원)	26	8	30	39	56
EPS (원)	929	285	996	1,312	1,863
ROE (%)	21.0	5.8	18.6	21.1	24.2
P/E (배)	12.4	38.1	12.3	11.4	13.6
P/B (배)	2.2	2.1	2.0	2.1	2.9
배당수익률 (%)	3.0	3.2	2.0	2.3	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

기업 개요

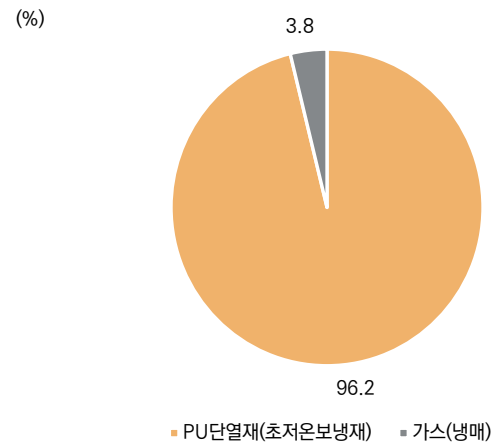
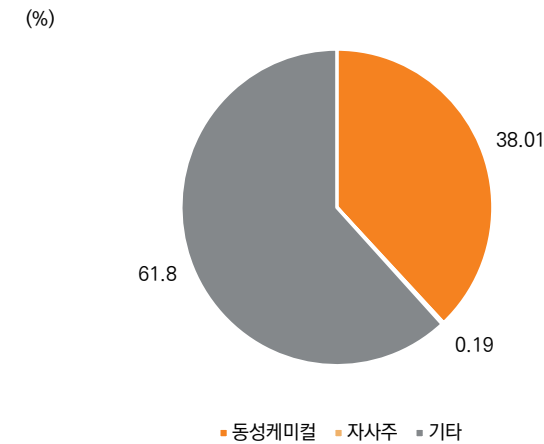
1. 회사 및 제품 개요

1985년 폴리우레탄 원자재 생산을 주업으로 (주)삼정화인으로 출범했다. 1997년 안성으로 본사를 이전하였으며 1998년 국내 최초로 LNG운반선 보냉재 수주에 성공, 현재의 사업이 본궤도에 올랐다. 2009년 동성그룹으로 편입, 2013년 동성화인텍으로 사명을 변경했다. 사업부문은 초저온보냉재, 가스(트레이딩)으로 요약되며 주사업은 초저온보냉재로 25년 기준 매출의 96% 이상이 창출된다. 기타 부문은 가스사업부로 냉매 및 방재시스템 제품 공급 및 트레이딩이 주업이며 전사 매출액에서 비중은 4% 이하로 그 규모는 크지 않다.

보냉재 부문은 국내 조선3사와 일부 해외 조선사가 매출처다. 주요 고객은 HD현대중공업과 삼성중공업이며(합산 수주잔고 비중 96%) No96을 채택하는 한화오션 및 후동중화 등 중국 신규사로의 다변화 역시 추진중이다. 제품은 탭재 선박을 기준으로 LNGCCS(LNG운반선), 퓨얼탱크(LNG 이중연료 추진선)로 분류되며 후자의 경우 전사 매출액 내 비중은 아직 10% 이하로 낮다. 단 탭재 가능 Q가 기존 LNGC 한정되었던 전방 대비 크게 확대되는 바 성장성이 높은 신사업으로 인식하고 있다.

그림 1. 동성화인텍 주주 구성(2025)

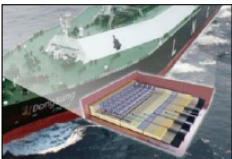
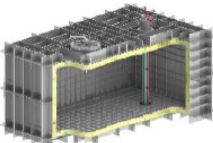
그림 2. 동성화인텍 사업부별 매출 비중(2025)



자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 동성화인텍 주요 제품 라인업

초저온보냉재	FUEL TANK	PU / 가스
초저온 유지를 위한 보냉 자재의 일관생산체계 보유 • 업계 1위의 제품과 기술력 보유 • LNGC, 해양플랜트등 고부가가치 선박 시장 선점	LNG 연료탱크 제작, 기술지원	Polyurethane System House 청정소화약제의 가스소화설비 프레온 대체 환경친화적 냉매 공급
 - LNG 운송선 - Ethane/Mix Gas 운송선 - LNG 저장탱크, - Pipe Insulation 등	 - LNG 연료 Tank - Type-B / Type-C - Brick - Mark. III	 - 단열재 - 가전(냉장) - Gas 냉매 - Recycling(냉매, 소화약제)

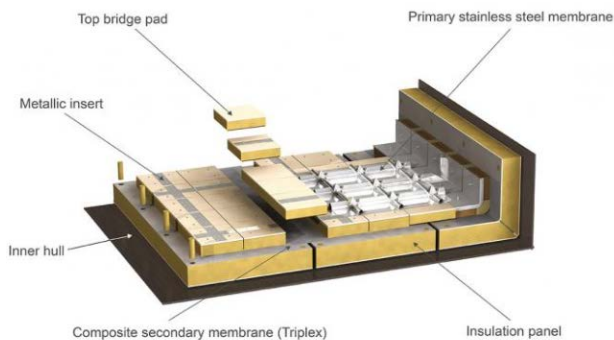
자료: 동성화인텍

제품 구조를 살펴보면 LNG와 직접 닿는 Membrane(1차방벽)과 Triplex(2차방벽) 사이를 단열재(Insulation panel)가 메우게 된다. 동사는 1차방벽과 단열재용 강화우레탄폼(이하 R-PUF)을, 경쟁사(한국카본)는 Triplex와 R-PUF를 생산한다. 완제품 납품시 동사는 고객사에 따라(FSB/RSB) Triplex를 구매, 탑재 후 최종 보냉재를 조선사에 인도하는 구조다.

GTT의 멤브레인형 화물창은 Mark-3 타입과 No96으로 분류된다. 후자가 소폭 저렴하지만 높은 기화율(Mark-3 0.07% vs. NO96 0.10%)로 낮은 수송효율이 단점이었으며, 보냉재로 유리섬유를 사용하기에 국내 업체의 전방이 될 수 없었다. 카타르 등 핵심 수출국이 0.1% 미만의 기화율을 요구하며 개조의 시급성이 대두, GTT는 22년 기화율을 0.085%까지 감소시킨 NO96 Super+를 출시했다. Mark-3 보다도 두꺼운 보냉재 탑재를 요해 동사의 전방이 현대/삼성에서 한화/중국(후동중화)까지 확대되는 분기점으로 역할했다.

한화오션향 수주도 램프업되는 구간으로 실제 24년 3월(24/02/29~27/12/31, 890억원) 첫 단일판매·공급계약 공시가 진행된 바 있다. 고객사 가운데 비중은 아직 크지 않으나(25년말 수주잔고 3%) NO96 디자인 변화가 R-PUF의 탑재량 확대의 촉매인 점은 분명하며, 폴리우레탄 기술로 출발한 동사에 특히 우호적일 것으로 기대하고 있다. 최근 GTT의 한화오션향 공급계약(26년 1월, NO96 Super+ 7척) 역시 향후 램프업 가능성을 높인다.

그림 4. GTT Mark-3 타입 화물창 구조



자료: GTT

그림 5. 보냉재 구성요소별 개발 가능 업체

구분	화인텍	경쟁사
RPUF (board)	○	HC
IP	○	HC
Triplex	×	HC
Insulation Panel	○	TMC

자료: 동성화인텍

그림 6. LNGC 화물창 타입별 전방사 구분

LNGC 화물창		Type 구분	조선소	기자재업체
		MOSS	일본, 이탈리아 등	
Membrane Type CCS (佛, GTT社)	NO96 Type (Glasswool)	한화오션 中 후동조선소		
	Mark.III Type (RPUF)	현대중공업 삼성중공업	HC TMC	동성 화인텍
	NEXT.1	조선 3사		

자료: 동성화인텍

그림 7. LNGCCS 타입별 기화율

LNG운반선용 CCS Type 별 BOR		Boil off Rate				당사 Coverage
주요 소재		0.160%	0.130%	0.100%	0.070%	
Reinforced Polyurethane		Mark III (0.135%)		Mark III Flex (0.085%) NO96Super+ (0.085%)	Mark III Flex (0.070%) GTT NEXT1	
혼용				NO96LO3+ (0.100%) NO96LO3 (0.110%)		
Glass wool (Perlite)		NO96 (0.150%)	NO96GW (0.125%)			

자료: 동성화인텍

2. 실적 추이

동사 외형은 20년대 초반 카타르 프로젝트 가동을 기점으로 크게 성장했다. 기존 연매출 3천억 부근에서 24년 신규수주만 1조원을 달성하는 등 입지가 강화되었다. LNGC 부문 생산능력은 20년 연간 20척에서 25년말 총 34척(Mark-3 30척, No96 4척)까지 확대되었다. 수주잔고는 지난해말 2.1조원으로, 고객사별로 삼성중공업(1.2조원, 56%), HD현대중공업(8.6조원, 30%)과 한화오션(680억원, 3%)항은 전술하였듯 납품 초기 단계다.

25년 온기 매출액은 7,422억원(24.2% YoY), 영업이익은 726억원(OPM 9.8%)을 달성했다. 조선소 납품물량 증가에 따라 보냉재 매출액이 24.1% 증가한 7,140억원을 기록했다. 4분기 단일로는 매출액이 1,754억원으로 -5.6% 감소했으며 고객사 납품 스케줄상 전분기 선인식(3Q25 매출액 2,011억원, 47.3% YoY)되었던 영향이 크다. 외형의 일시 축소에도 영업이익은 196억원, OPM 11.2%로 전분기(11.7%)에 이어 두자릿수 마진은 유지되었다.

비용 및 수익성에 핵심 요인은 1) 환율, 2) MDI 가격으로 압축된다. 조선사와 마찬가지로 사업수익을 전량 달러로 수취하는 특성상 고환율 환경에서 수익성이 개선되는 구조다. 2) MDI는 동사의 총 OPEX 내 60%에 달하는 재료비 가운데 특히 핵심이다. 실제 동사의 OPM 변동치와 MDI 가격 증감률은 높은 역의 상관관계를 갖고 움직인다(그림 11). 러우 전쟁발 단가상승은 지난해부터 본격 해소되고 있으며(4Q25 -17% YoY) 현재 가격은 kg당 2달러대 초반으로 과거(\$4~\$6/kg) 및 추정 BEP(\$2/kg 중반) 대비 유리한 구간이다.

재무 현황의 경우 25년도말 현금성자산은 808억원으로 전년비 235억원 증가했다. 부채비율(순부채/자본)은 전년 동기 96.6%에서 62.5%까지 하락했다. 부채총계가 전년 동기비 4% 감소한 2,427억원으로 차입금 감소 및 교환사채 소멸분의 기여가 유효했으나 수주물량 확대에 따른 선수금 증가로 그 폭은 제한적이었다.

표 1. 동성화인텍 최근 분기 및 연간 실적 추이

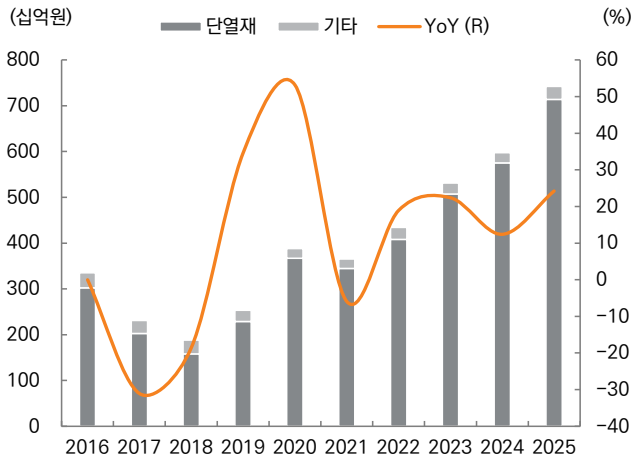
(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	137.3	137.8	136.5	185.7	172.4	193.3	201.1	175.4	531.4	597.4	742.2
YoY (%)	10.6	-4.3	9.8	33.6	25.6	40.2	47.3	-5.6	22.4	12.4	24.2
보냉재	12.7	-4.3	10.5	34.7	25.9	40.7	47.1	-6.0	507.3	575.2	714.0
기타	-23.6	-4.5	-4.3	4.5	16.2	30.3	53.3	8.9	24.1	22.2	28.2
수주잔고	2,239	2,134	1,962	2,463	2,348	2,029	2,220	2,138	2,163	2,463	2,138
수주잔고/매출액 (x)	4.2	4.1	3.7	3.4	3.5	2.7	2.9	3.2	4.3	4.3	3.0
매출원가	118.0	116.6	116.1	152.3	148.4	165.3	166.4	141.1	463.4	502.8	621.2
매출총이익	19.3	21.3	20.5	33.5	23.9	28.0	34.7	34.3	68.0	94.6	121.0
판관비	9.2	9.0	9.1	13.4	11.4	11.1	11.2	14.7	30.6	40.6	48.4
영업이익	10.1	12.3	11.4	20.1	12.5	16.9	23.5	19.6	37.3	54.0	72.6
세전이익	11.3	4.2	11.3	24.2	13.4	12.8	26.7	20.2	36.9	50.9	73.1
법인세비용	2.6	0.9	2.6	5.5	4.3	1.7	6.2	4.9	8.1	11.5	17.2
순이익 (지배)	8.7	3.3	8.7	18.7	9.0	11.0	20.5	15.3	28.7	39.3	55.9
매출원가율 (%)	85.9	84.6	85.0	82.0	86.1	85.5	82.7	80.4	87.2	84.2	83.7
판관비율 (%)	6.7	6.5	6.6	7.2	6.6	5.7	5.6	8.4	5.8	6.8	6.5
영업이익률 (%)	7.4	8.9	8.4	10.8	7.3	8.8	11.7	11.2	7.0	9.0	9.8
세전순이익률 (%)	8.2	3.0	8.2	13.0	7.8	6.6	13.3	11.5	6.9	8.5	9.8
순이익률 (지배, %)	6.3	2.4	6.4	10.1	5.2	5.7	10.2	8.7	5.4	6.6	7.5

주1: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익 / 주2: 수주잔고/매출액 배수의 경우 P1단열재 부문 한정, 분기는 연율화 기준

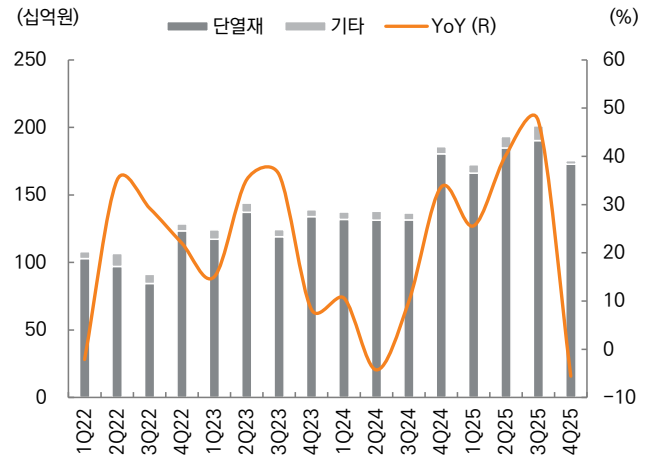
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 동성화인텍 부문별 매출액 및 성장률 추이(연간)



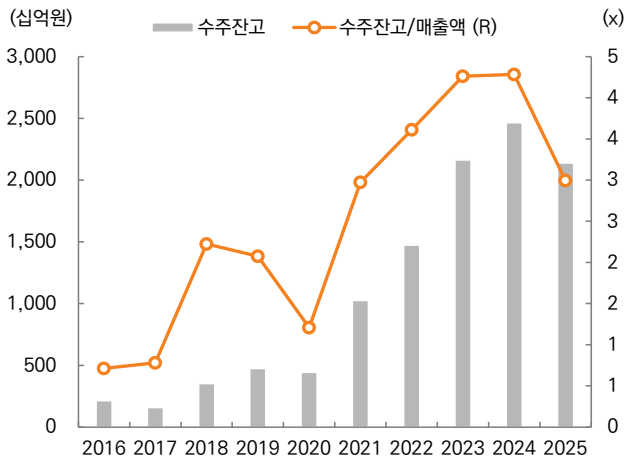
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 동성화인텍 부문별 매출액 및 성장률 추이(분기)



자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

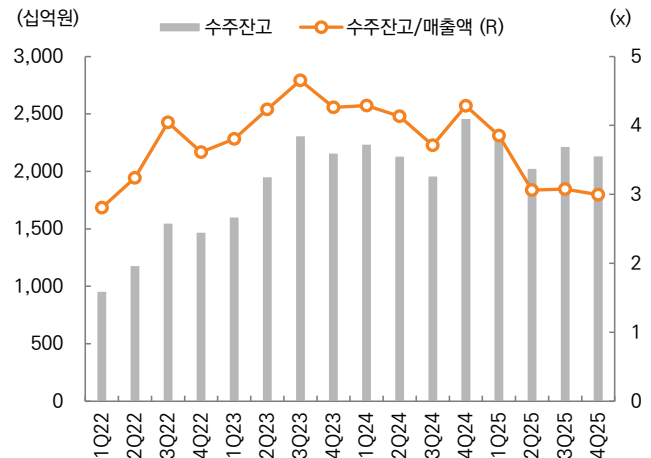
그림 10. 동성화인텍 수주잔고 및 매출액 대비 배수(연간)



주: PU단열재 부문 한정

자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 동성화인텍 수주잔고 및 매출액 대비 배수(분기)



주: PU단열재 부문 한정, 매출액은 TTM 기준

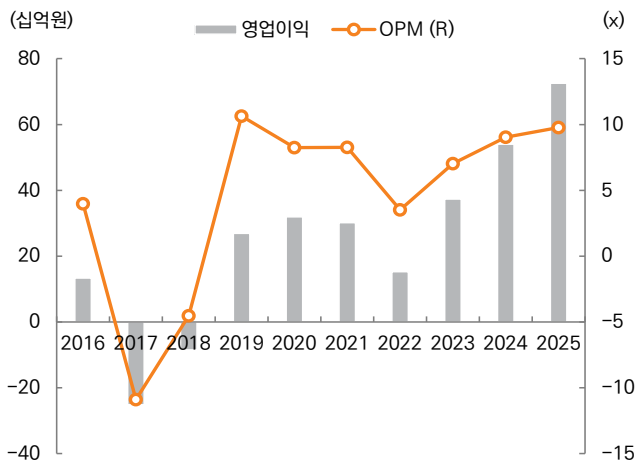
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 동성화인텍 수주공시 내역

수주일자	수주내용	계약상대	금액(십억원)	계약기간	진행상태
2022-06-29	LNG운반선 및 LNG추진선용 Insulation Panel / Membrane Sheet	HD현대삼호	147	2022-06-28~2025-02-04	완료
2022-06-29	LNG운반선 및 LNG추진선용 Insulation Panel / Membrane Sheet	HD현대중공업	89	2022-06-28~2025-07-20	완료
2022-07-29	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	삼성중공업	332	2022-07-29~2026-01-02	진행중
2022-11-01	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	HD현대중공업	198	2022-11-01~2026-07-29	진행중
2023-01-19	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	삼성중공업	57	2023-01-19~2027-11-30	진행중
2023-02-15	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	삼성중공업	137	2023-02-15~2027-11-30	진행중
2023-06-26	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	삼성중공업	441	2023-06-26~2027-12-31	진행중
2023-07-14	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	HD현대중공업	283	2023-07-14~2027-12-31	진행중
2023-07-14	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	HD현대삼호	122	2023-07-14~2027-06-30	진행중
2024-03-04	LNG운반선의 초저온 보냉자재 공급계약	한화오션	89	2024-02-29~2027-12-31	진행중
2024-10-31	LNG운반선, LNG추진선, ULEC용 Insulation Panel 및 Membrane Sheet	HD현대삼호	89	2024-10-31~2028-01-01	진행중
2024-10-31	LNG운반선, LNG추진선, VLEC용 Insulation Panel 및 Membrane Sheet	HD현대중공업	322	2024-10-31~2028-01-01	진행중

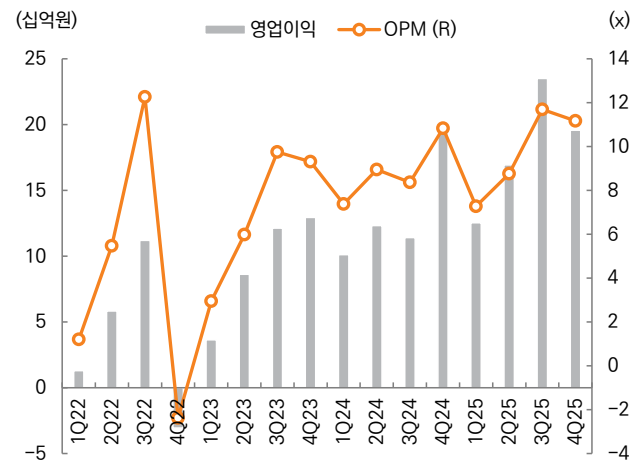
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 동성화인텍 영업이익 및 영업이익률 추이(연간)



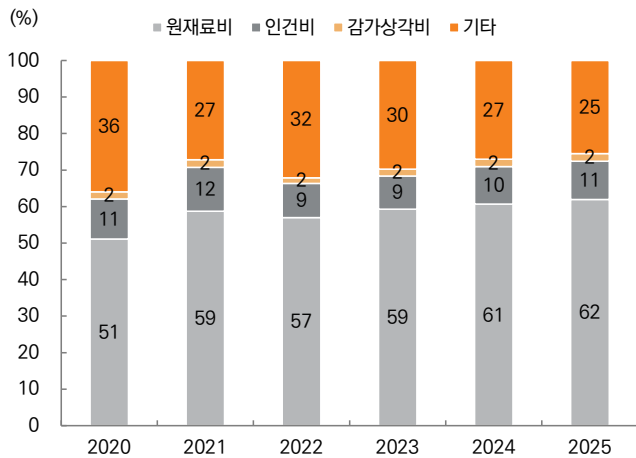
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 동성화인텍 영업이익 및 영업이익률 추이(분기)



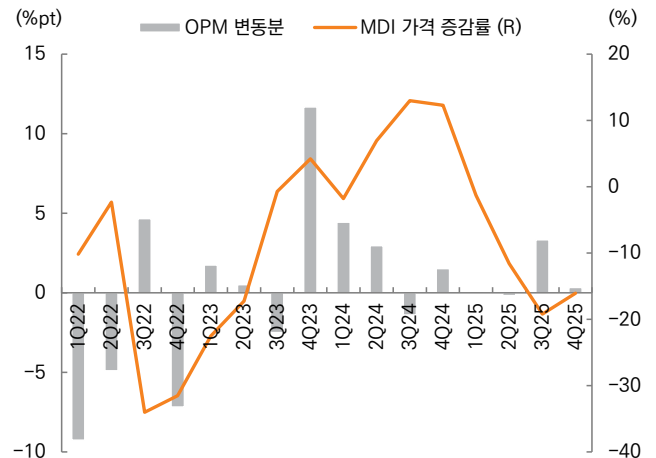
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 동성화인텍 원가 구조: 원재료비 비중 60% 상회



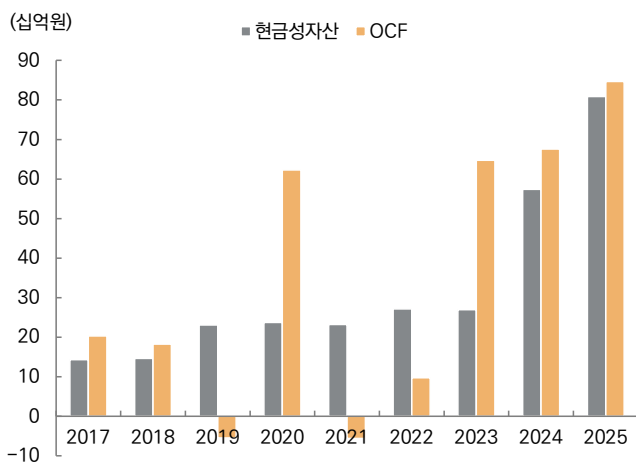
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 동성화인텍 분기 OPM vs. MDI 가격 증감률 추이



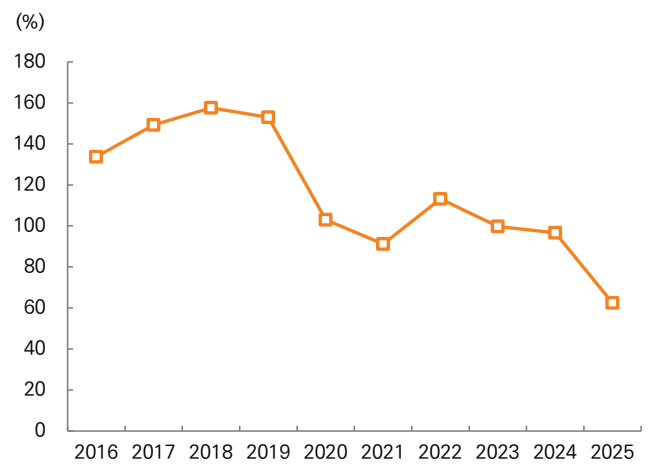
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 동성화인텍 현금성자산 및 영업활동현금흐름 추이



자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 동성화인텍 부채비율 추이



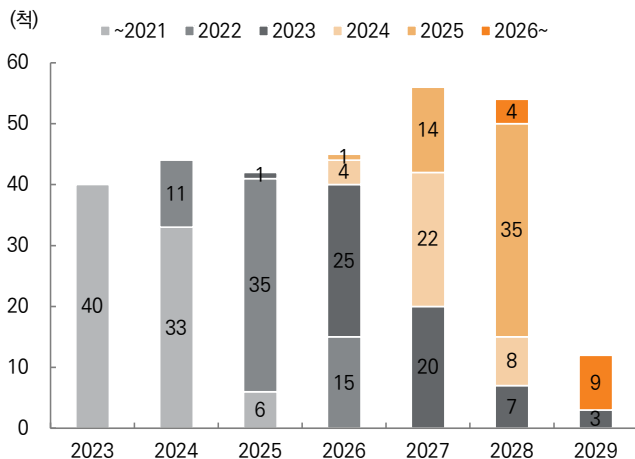
자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

투자포인트

1. 실적: 고선가 물량(23년~24년 수주) 올해부터 기자재 이익 기여

국내 주요 조선사들은 2023년 이후 수주한 LNGC 스틸커팅에 2Q25~1Q26에 전후해 진입하는 스케줄이다. 선체 내벽에 부착되는 보냉재 제품의 특성상 건조 기간의 후반부에 납품이 집중되며, 이에 보냉재 업체들은 통상 스틸커팅 시작 시점에 3~4개 분기 후행하여 수익 인식이 이루어진다. 타임라인을 고려하면 전년도 하반기를 기점으로 23년도의 고선가 물량이, 올해 상반기를 기점으로 그보다 더 높은 선가의 24년도 계약물량의 실적 기여가 시작된다. 높은 선가를 반영한 판가인상은 지난해 하반기 일부 반영되기 시작했으며 3Q25를 기점으로 동사 OPM 역시 10% 초반대로 레벨업한 것은 자연스러운 수순이었다. LNG DF 추진선의 경우 탱크 용량 고려시(LNGC 대비 10~20%) 적당 매출액은 소규모이겠으나 절대 척수(표3, 국내사 오더북 기준 LNGC 212척 vs. DF 추진선 374척)가 압도적으로 Q의 확장 요인임은 부정할 수 없다.

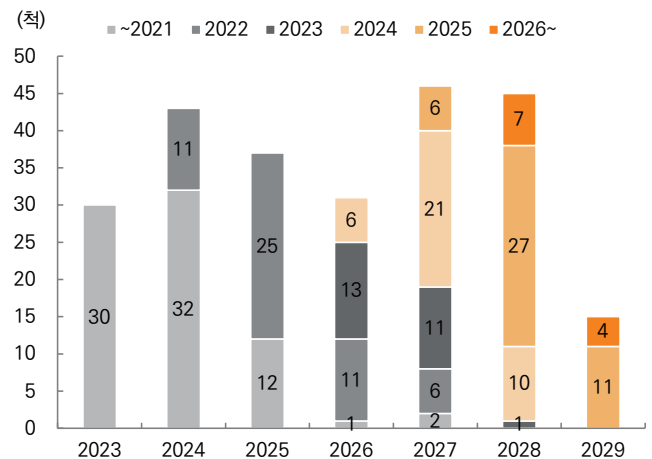
그림 18. HD현대중공업 연간 선박 인도 스케줄 (계약연도별)



주: 현 수주잔고 기준

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 삼성중공업 연간 선박 인도 스케줄 (계약연도별)



주: 현 수주잔고 기준

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 국내선사 LNG운반선 및 LNG 이중연료추진선 인도스케줄

(단위:척)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Orderbok
LNG 운반선											
HD현대중공업	10	7	10	14	14	18	14	12	9	-	53
HD현대삼호	9	8	8	8	9	10	12	8	3	-	33
삼성중공업	14	4	8	19	20	20	19	20	3	-	62
한화오션	18	4	1	11	20	31	17	11	5	-	64
LNG 이중연료 추진선											
HD현대중공업	27	23	24	32	18	24	25	33	10	-	92
HD현대삼호	15	24	21	23	18	15	22	17	8	-	62
HD현대미포	6	8	20	20	10	11	24	8	-	-	43
삼성중공업	23	10	21	29	21	22	23	22	10	-	77
한화오션	-	-	11	24	33	33	29	28	10	-	100

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

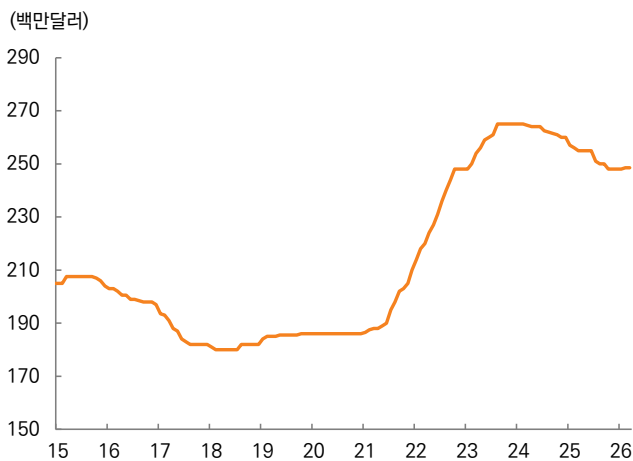
중국 선사의 추가 침투 가능성의 경우 후동중화 외 후발 4사의 도크 역시 29년까지 사실상 완판임을 고려할 필요가 있다. 사실 점유율 경쟁을 차치하고서라도 기확정 신규 LNG 프로젝트 및 개시 예정 프로젝트에 매칭될 물량들을 고려하면 수요는 충분 그 이상이다. 25년 FID가 내려진 프로젝트는 72mtpa로 필요 LNGC 전망치는 111척(Clarksons)~150척(GTT)에 달한다. 29년 이후 미국발 프로젝트에 필요한 척수만 연간 80~85척이다. 반면 글로벌 보냉재 3사의 CAPA는 최대치를 가정해도 연간 90척 이하(동성화인텍/한국카본 34척, 중국 아극과기 연간 10척 중후반)로 공급자 우위 시장 지속이 확실시된다.

표 4. 중국 선사 LNGC 선박 인도스케줄

(단위:척)	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Hudong Zhonghua	4	4	6	7	11	10	8	10	14	10	6
Dalian Shipbuilding	-	-	-	-	1	6	7	3	-	-	-
Jiangnan SY Group	-	-	-	2	3	4	-	3	3	-	-
CMHI (Jiangsu)	-	-	-	-	-	3	2	1	-	-	-
Yangzi Xinfu SB	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-	-
Jiangsu Yixiang SB	-	-	-	-	-	1	-	-	-	-	-

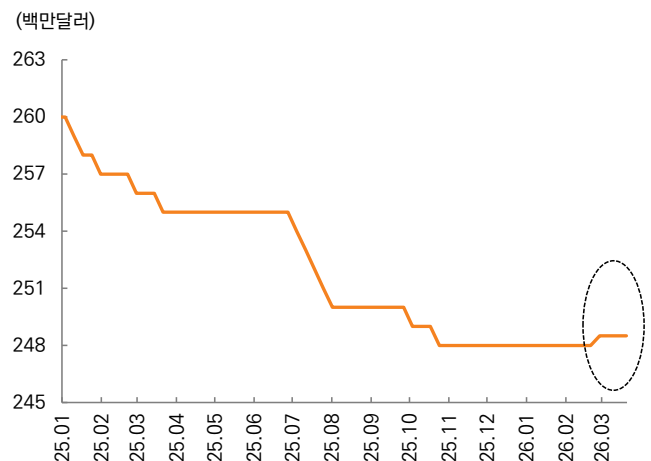
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. LNGC 174k cbm 신조선가 추이(월간)



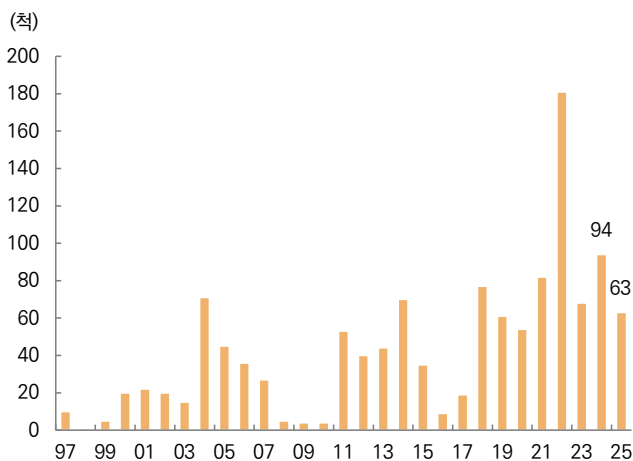
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. LNGC 174k cbm 신조선가 추이(주간)



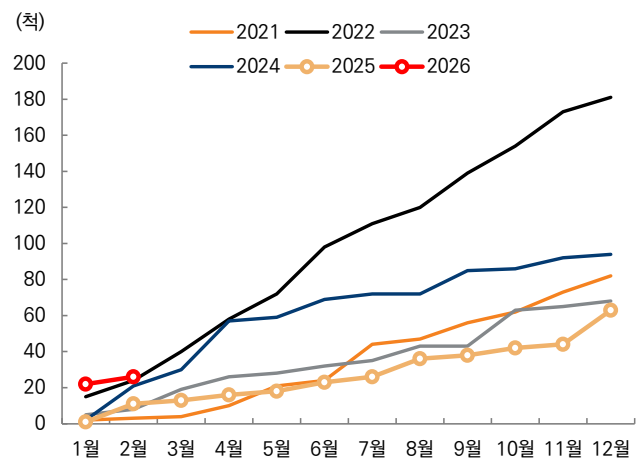
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. LNGC 연간 발주척수



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. LNGC 월간 발주척수(누적)

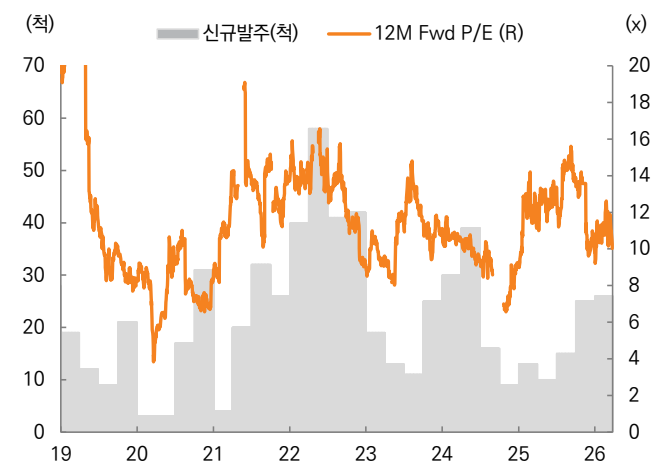


자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

2. 멀티플: 26년 재가동할 LNGC 발주가 리레이팅 동력

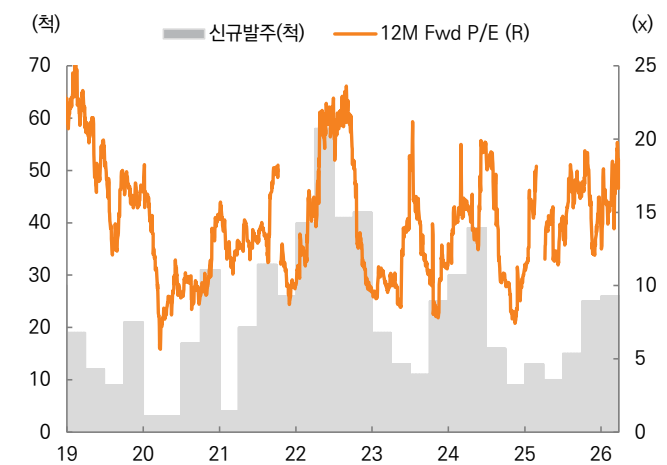
한편 보냉재 업종 멀티플을 견인하는 것은 국내 조사의 LNGC 수주 성적이다. 지난해 발주량은 전년비 30척 이상 감소한 63척에 그치며 일부 우려를 자아냈는데 주요 대형 프로젝트의 FID가 지연된 영향이 컸다. 성약이 미뤄지며 신조선가 역시 24년을 고점으로 하락을 지속했다. 단 최근 프로젝트 진척(모잠비크2, Qatar, Alaska)을 기점으로 분위기 반전에 성공한 모습인데 클락슨 기준 LNGC 신조선가 지표가 역시 \$250mn 초반선을 바닥으로 2년 만에 반등에 성공했다. 국내 선사의 실제 계약가는 시가 대비 소폭 높은 수준에서 체결되고 있는데, 전주 삼성중공업의 오세아니아 선주항 수주선가는 \$257mn에 이른다. 28년까지의 도크가 이미 상당 채워진 상태로 29년 슬롯에 대한 선별 수주의 방증이다.

그림 24. 글로벌 LNG 신규수주 vs. 동성화인텍 12MF P/E



주: 신규수주는 분기 기준
자료: Clarksons, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 글로벌 LNG 신규수주 vs. 한국가본 12MF P/E



주: 신규수주는 분기 기준
자료: Clarksons, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2026년 신규 LNGC 발주 계약

계약	인도	발주사	건조사	CGT	선가(\$m)	척수	비고
2026-01-05	2028-09	NYK Line/Ocean Yield	HD Hyundai HI (HHI)	93,139	259.91	4	
2026-01-15	2028-	Eastern Pacific Shpg	Jiangnan SY Group	86,056		2	
2026-01-20	2029-04	Alpha Gas	Hanwha Ocean	85,721	250.5	2	
2026-01-21	2029-	TMS Cardiff Gas	Hudong Zhonghua	85,721		4	
2026-01-27	2028-11	Oceanix Services Ltd	Samsung HI	85,721	252	2	
2026-01-30	2028-06	Sonangol	HD Hyundai Samho	85,721	250.52	1	
2026-01-30	2028-	Minsheng Leasing	Jiangnan SY Group	88,875		4	
2026-01-30	2029-	Malaysia Int Shpg Co	Hudong Zhonghua	85,721		3	
2026-02-19	2028-05	Celsius Tankers	Samsung HI	85,721	255	1	
2026-02-25	2028-09	Tsakos	HD Hyundai HI (HHI)	85,721	254.4	1	확정 2척+옵션 2척 예정
2026-02-27	2029-	Malaysia Int Shpg Co	Hudong Zhonghua	85,721		2	
2026-03-04	2029-11	NYK Line/Ocean Yield	HD Hyundai HI (HHI)	93,139	253.88	4	
2026-03-20	2029-04	Purus	Samsung HI	85,721	252		
2026-03-20	2028-09	Unknown	Samsung HI	85,721	256.8	2	

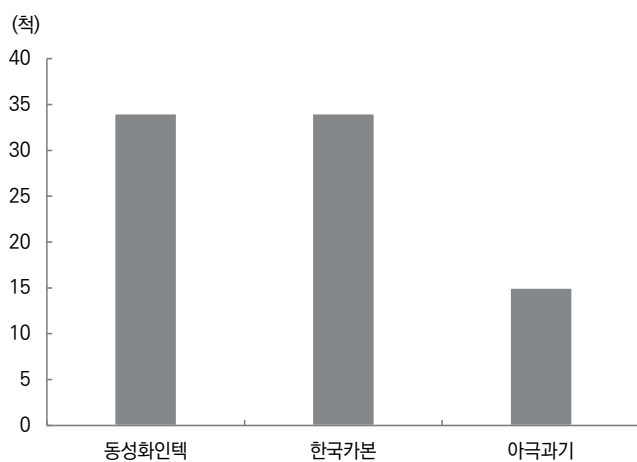
주: 국내선사는 음영처리
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 글로벌 LNG FEED 및 마케팅중 사업들: 예상 필요 척수 271척

Country	Project	CAPA (mt)	Expected Start Up	Ship Size	Estimated Vessel
Canada	Tilbury Phase 2 LNG Expansion	2.50	2028	100,000	1
Canada	Ksi Lisims (FLNG 1)	6.00	2029	174,000	6
Mexico	Amigo LNG Train 2	3.60	2029	174,000	5
Nigeria	Yoho (FLNG)	2.10	2029	174,000	2
Papua N. Guinea	Papua LNG	5.60	2029	174,000	5
United States	Galveston LNG Bunker Port	0.40	2029	20,000	1
United States	Eagle LNG	0.90	2029	40,000	1
United States	Texas LNG	4.00	2029	174,000	9
Mozambique	Rovuma LNG	12.80	2030	174,000	16
Oman	Qalhat LNG Train 4	3.80	2030	174,000	4
Russia	Sakhalin II LNG Expansion	5.40	2030	174,000	2
United States	Coastal Bend LNG	22.50	2030	174,000	41
United States	Sabine Pass LNG Train 7	6.50	2030	174,000	12
Canada	LNG Canada Phase 2	14.00	2031	174,000	15
United States	Gulf LNG Phase 1	5.00	2031	174,000	11
United States	Port Fourchon LNG Phase 1	10.00	2031	174,000	20
United States	Magnolia LNG Trains 1-2	4.40	2031	174,000	9
United States	Magnolia LNG Trains 3-4	4.40	2031	174,000	9
Indonesia	Abadi LNG	9.50	2032	174,000	6
Mexico	Saguaro Energia LNG	15.00	2032	174,000	19
Nigeria	Padah LNG	3.40	2032	174,000	5
United States	Freeport LNG Train 4	5.50	2032	174,000	10
United States	Gulf LNG Phase 2	5.00	2032	174,000	10
United States	Monkey Island LNG Phase 1	15.60	2032	174,000	29
Israel	Leviathan (FLNG)	4.50	2033	174,000	3
United States	Cameron LNG Train 4	6.75	2033	174,000	15
Nigeria	Nigeria Ace Gas (FLNG)	3.00	2034	174,000	5
Total		182.15			271

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 글로벌 보냉재 3사 CAPA



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. GTT, 2025 FID 프로젝트로 LNGC 수요 150척 발생

New LNG project go-aheads in 2025 will create demand for 150 vessels, GTT says

New chief executive Francois Michel explains how a record number of final investment decisions is good news for shipowners



GTT chief executive Francois Michel presented the company's 2025 results in Paris today.

자료: GTT

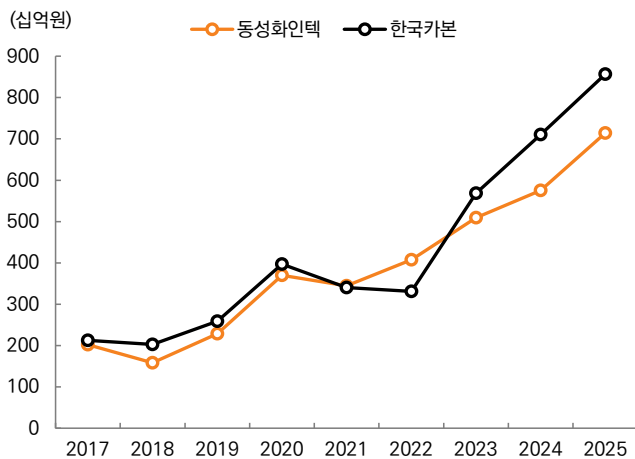
3. 업사이드 요소 점검

OPM 개선의 +α는 중국

No96 Super+ 진입으로 중국 후동중화가 잠재 고객으로 합류했으며 Jiangnan 등 후발 4사 역시 가시권이다. 주력 벤티였던 아극과기(중국 내 점유율 70%, 자체 추산)의 보냉재 부문 수익성을 참고할 필요가 있다. 전사 OPM의 단순 비교는 의미가 크지 않으나 보냉재 부문 GPM이 30% 이상으로 국내사 평균을 크게 상회하고 있음에 주목한다. 국내사간 계약 대비 높은 단가 수취 기대감을 고조시키는 부분이다.

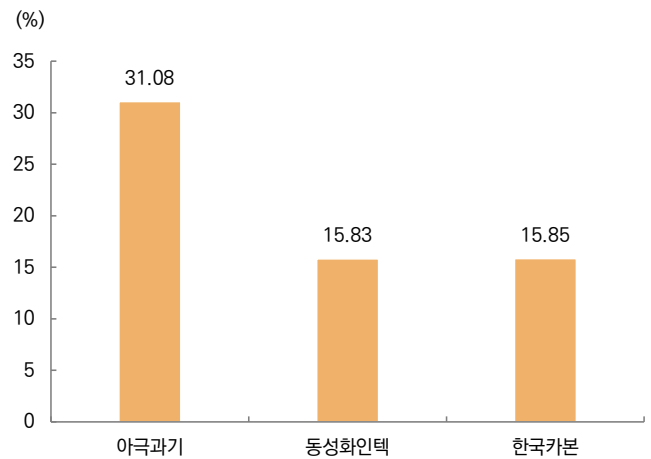
한편 한국카본은 동사 대비 5% 전후의 OPM 격차(23년 밀양공장 화재영향 제외)를 보여 왔으며 이는 동사에 대한 프리미엄 할인 요소로 작용해왔다. 경쟁사는 기존 2차방벽용 Triplex 생산을 오랜 기간 독점해 왔으며, 보냉재 매출액에서 25%의 비중을 차지하는 고 단가 제품으로 1) 높은 마진율(20~30% 추정) 향유 및 2) 중국향 수출이 가능했던 것이 배경이다. 동사가 전술한 중국사향 고객 다변화 추진에 성공하고, 24년 Triplex의 인증을 득한 아극과기의 상업성 확보 및 가격 하락이 OPM 격차 축소를 촉발할 동인이다.

그림 28. LNGCCS 3사 보냉재 부문 매출액 추이 (연간)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

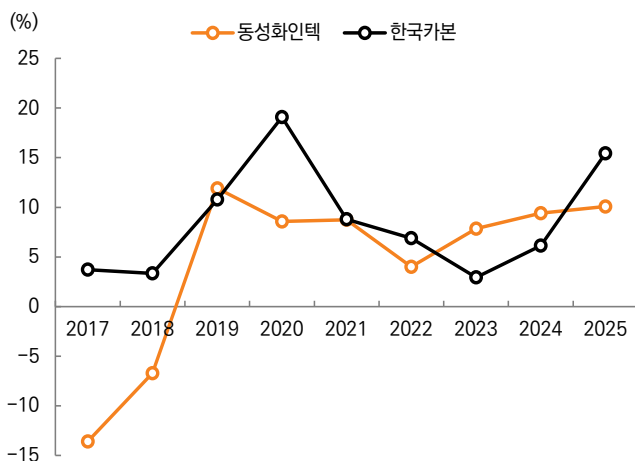
그림 29. LNGCCS 3사 GPM 비교 (2024)



주: 아극과기는 LNG운반선 부문 한정

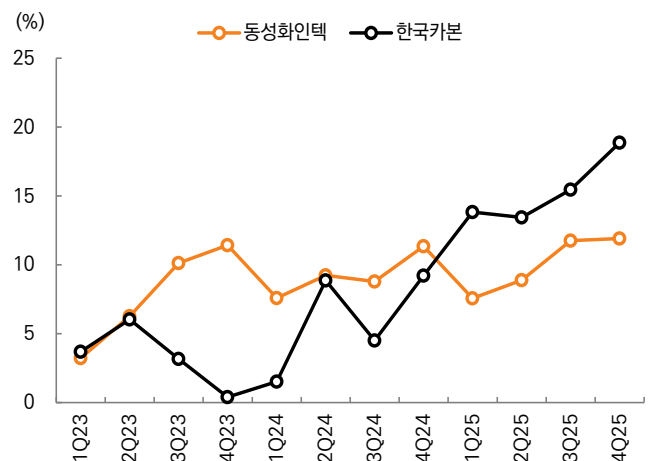
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 동성화인텍, 한국카본 보냉재 부문 OPM 추이 (연간)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 동성화인텍, 한국카본 보냉재 부문 OPM 추이 (분기)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

ETF를 통한 자금 순유입 가속화 기대

보냉재 2사는 대주주 지분을 제외한 유동주식 비율이 60% 전후로 ETF를 통한 금융투자 매수세에 대한 주가의 높은 탄력성이 관찰된다. 국내상장 조선 ETF 설정액(상위 8개 시가 총액 약 3.5조원) 중 평균 5%만 담겨 있어도 약 2,000억원의 자금이 ETF를 통해 묶여 있는 셈이다. 한국카본의 유동시총은 약 1.3조원, 동사의 유동시총은 5천억에 지나지 않으며, 현재 상위 8개 조선 ETF 편입 대금 비중은 유동시총 대비 각 2.7%, 3.6%를 기록중이다.

동사의 경우 지난해 11월 초중순경 회계처리 관련 규정 위반으로 일시 거래정지되었던 시점이 업종 신규 펀드(KODEX 조선TOP10, SOL 조선기자재) 조성시점과 맞물렸던 바 있다. 편입 제외로 인해 패시브 수급 유입 역시 동종업계 종목 대비 제한적이었다. ETF 구성비중 조정 및 편입규모 확대로 단기 리레이팅폭의 기울기가 가파를 수 있다는 판단이다.

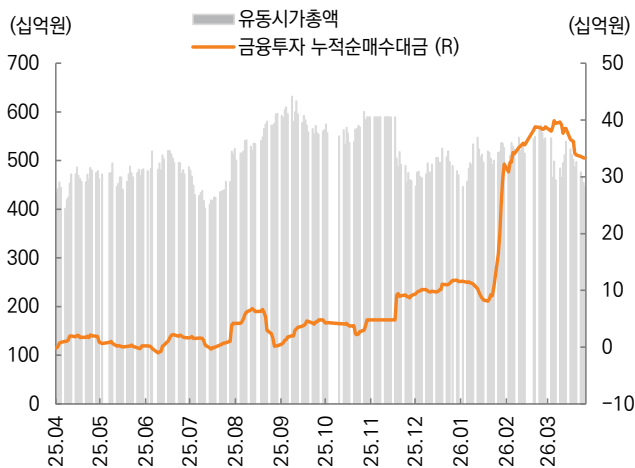
표 7. 국내 주요 조선 ETF 및 구성종목 내 보냉재 2사 비중

ETF 상품명	코드	시가총액 (십억원)	상장일	한국카본 비중 (%)			동성화인텍 비중 (%)		
				2025.10.01	2026.03.26	증감률	2025.10.01	2026.03.26	증감률
SOL 조선TOP3플러스	466920	1,802	2023-10-05	2.4	1.2	-1.3	1.2	0.4	-0.9
TIGER 조선TOP10	494670	808	2024-10-22	-	-	-	0.7	0.6	-0.2
TIGER 200 중공업	139230	134	2011-04-06	-	-	-	-	-	-
SOL 조선TOP3플러스레버리지	0080Y0	390	2025-07-15	4.8	1.3	-3.5	2.4	0.4	-2.0
KODEX 조선TOP10	0115D0	139.77	2025-10-28	0.5	0.6	0.1	-	-	-
HANARO Fn조선해운	441540	67.34	2022-09-15	-	-	-	-	-	-
KODEX 친환경조선해운액티브	445150	93.99	2022-11-15	5.8	8.3	2.6	5.6	5.2	-0.4
SOL 조선기자재	0141S0	34.02	2025-12-16	19.8	22.8	3.0	-	3.3	3.3

주: 2025/10/1 이후 상장펀드의 경우 상장일자외의 구성비중을 기준

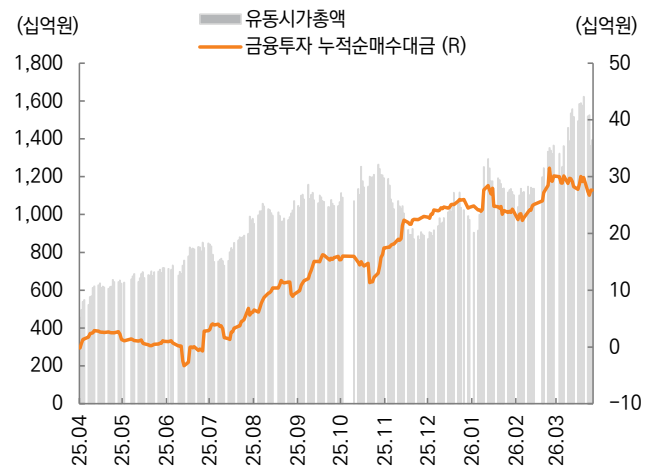
자료: 각 사, 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 동성화인텍 유동시총 및 ETF 편입규모



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 한국카본 유동시총 및 ETF 편입규모

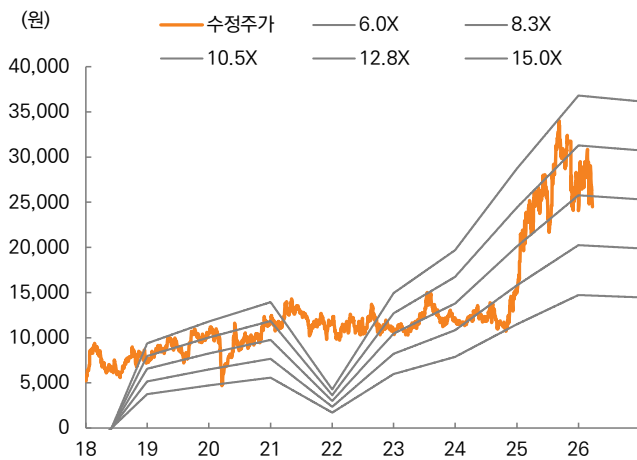


자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

주가 추이 및 밸류에이션

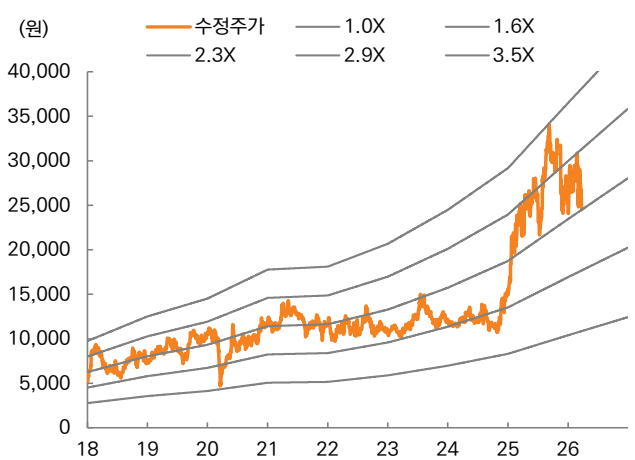
국내 조선기자재 업종 밸류에이션은 엔진>보냉재>피팅 순으로 형성되어 왔으며 12MF P/E 기준 각 20배 초중반, 10배 후반, 10배 중반대에서 등락하였다. 현재 동사 주가는 컨센서스 기준 10배 이하까지 조정받은 상황인데 과거 사이클(18~22년) 및 업종 Peer를 통틀어 가장 저렴한 축에 속하고 있다. 지난 11월말 회계처리위반 제재로 거래정지되며 투심이 일시 훼손된 영향이 크며, 상기 이슈의 일단락 및 신뢰 회복이 진행되고 있다고 판단된다.

그림 34. 12M FWD PER 밴드차트



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 12M FWD PBR 밴드차트



자료: 에프앤가이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 국내 조선/조선기자재 업체 Peer Valuation

(십억원, %, 배)

국가/회사명		시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
조선	HD현대중공업	53,635	15,230	16,617	2,168	2,617	1,686	2,067	27.6	26.9	20.2	16.3	4.8	3.9
	한화오션	38,486	9,263	10,329	1,179	1,467	927	1,140	20.9	20.8	27.9	22.3	5.2	4.2
	삼성중공업	23,232	8,465	9,522	1,045	1,336	841	1,056	25.2	24.8	18.2	14.4	4.0	3.1
	평균	38,451	10,986	12,156	1,464	1,807	1,151	1,421	24.5	24.1	22.1	17.7	4.7	3.8
엔진	한화엔진	4,110	1,080	1,271	145	201	115	160	27.4	29.1	24.1	17.1	5.7	4.3
	HD현대마린엔진	2,673	411	504	96	128	80	109	23.2	24.7	22.3	16.4	4.6	3.6
	STX엔진	1,419	657	640	80	80	58	60	22.2	18.8	16.5	15.9	3.3	2.7
	평균	2,734	716	805	107	137	84	110	24.3	24.2	20.9	16.5	4.5	3.5
보냉재	한국카본	2,222	634	643	106	119	84	98	20.3	19.5	17.4	15.1	3.2	2.7
	동성화인텍	726	554	603	65	74	50	58	25.6	23.7	9.8	8.6	2.3	1.8
	평균	1,474	594	623	86	96	67	78	22.9	21.6	13.6	11.8	2.7	2.3
피팅/ 기타	성광벤드	910	180	216	34	41	30	36	7.7	8.6	20.5	16.8	1.5	1.4
	태광	909	226	256	39	46	35	43	8.2	9.1	17.4	14.5	1.4	1.3
	하이록코리아	435	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	대양전기공업	256	183	197	22	25	20	22	10.2	10.5	10.4	9.0	0.9	0.8
	한라IMS	263	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	평균	555	196	223	32	37	28	34	8.7	9.4	16.1	13.4	1.3	1.2
평균			3,353	3,709	453	558	357	441	19.8	19.7	18.6	15.1	3.4	2.7

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

리스크

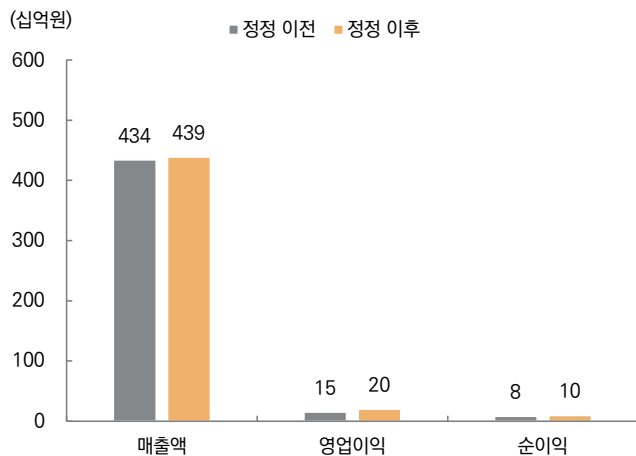
회계준칙 위반으로 일시 거래정지

증권선물위원회의 회계기준 위반 혐의 제기로 지난해 10/30~11/18간 거래 정지되었다. 지적 내용은 먼저 2022년 및 2023년 회계처리에 대해 1) 도급공사의 계약변경사항(금액) 미반영, 2) 외화진행매출에 대한 외화환산오류, 3) 계약자산 및 계약부채 과대계상이다. 이외 4) 내부회계관리제도의 중요한 취약사항 발생, 5) 외부감사 방해가 지적사항으로 공시되었다. 조치사항으로는 과징금, 감사인 지정 3년, 담당임원 면직 권고 등이 발표되었다.

11월 18일부터 실질심사 대상 제외 결정에 따라 주권 거래가 재개되었다. 우려했던 상장적격성 실질심사 판정 및 장기 거래정지 리스크는 일축되었다. 물론, 과거 회계 위반 이슈에 따른 신뢰도 하락 우려가 동사 투심에 일부 영향을 미칠 수 있음은 유의가 필요하다. 동사는 1) 회계처리 담당 재무실/경영지원실의 분리, 2) 경영지원실 내 준법윤리팀 신설을 통한 감시, 견제기능 강화를 오류에 대한 대책으로 제시하였다.

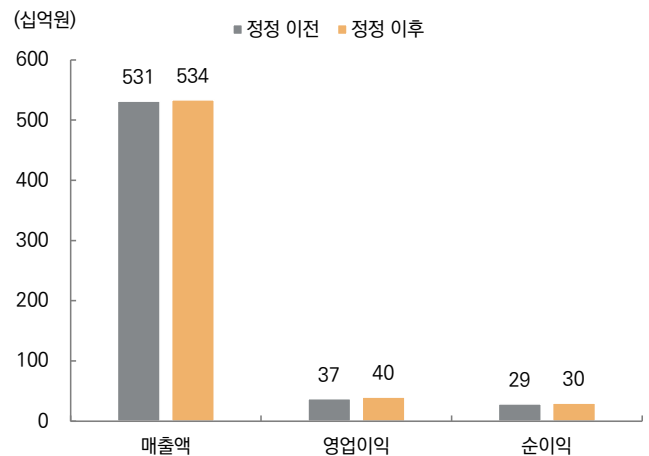
단 수익이 과대계상된 것이 아니라 과소계상된 점을 고려할 때, 금번 위반건은 의도된 결과라기보다 실수일 가능성이 높다고 보인다. 수정 이후 동사의 2023년 매출액/영업이익/순이익은 각 5,338억원/400억원/298억원으로 이전 대비 24억원/27억원/11억원 상향 조정되었다. 2022년 매출액/영업이익/순이익은 각각 4,390억원/201억원/95억원으로, 마찬가지로 수정 이전 대비 48억원/48억원/11억원 증가했다.

그림 36. 동사 연간 매출액/영업이익/당기순이익 수정치(2022)



자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 동사 연간 매출액/영업이익/당기순이익 수정치(2023)



자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

동성화인텍 (033500)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
매출액	434	534	597	742
매출원가	394	463	503	621
매출총이익	40	71	94	121
판매비와관리비	25	31	41	48
조정영업이익	15	40	54	73
영업이익	15	40	54	73
비영업손익	-1	-2	-3	0
금융손익	-2	-4	-1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	38	51	73
계속사업법인세비용	5	8	12	17
계속사업이익	8	30	39	56
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	8	30	39	56
지배주주	8	30	39	56
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	9	29	39	55
지배주주	9	29	39	55
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	49	65	87
FCF	5	49	44	69
EBITDA 마진율 (%)	5.1	9.2	10.9	11.7
영업이익률 (%)	3.5	7.5	9.0	9.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.8	5.6	6.5	7.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
유동자산	226	230	307	343
현금 및 현금성자산	27	27	57	81
매출채권 및 기타채권	38	41	83	61
재고자산	133	151	153	161
기타유동자산	28	11	14	40
비유동자산	118	135	148	158
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	112	121	136	139
무형자산	0	1	1	1
자산총계	344	364	455	502
유동부채	179	182	245	229
매입채무 및 기타채무	63	47	89	64
단기금융부채	60	37	35	12
기타유동부채	56	98	121	153
비유동부채	17	11	8	14
장기금융부채	11	3	1	7
기타비유동부채	6	8	7	7
부채총계	195	193	253	243
지배주주지분	149	171	202	259
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	75	77	77	81
이익잉여금	67	87	119	164
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	149	171	202	259

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024	2025
영업활동으로 인한 현금흐름	10	65	68	85
당기순이익	8	30	39	56
비현금수익비용가감	21	24	32	39
유형자산감가상각비	6	9	11	14
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	15	15	21	25
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-9	18	5	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	7	0	-42	22
재고자산 감소(증가)	-39	-22	-8	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	18	-16	22	-7
법인세납부	-10	-3	-8	-14
투자활동으로 인한 현금흐름	-4	-17	-22	-36
유형자산처분(취득)	-5	-16	-23	-16
무형자산감소(증가)	0	-1	0	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	-1	-19
기타투자활동	1	0	2	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1	-48	-16	-24
장단기금융부채의 증가(감소)	10	-40	-5	-5
자본의 증가(감소)	7	2	0	4
배당금의 지급	-10	-10	-7	-10
기타재무활동	-8	0	-4	-13
현금의 증가	4	0	30	23
기초현금	23	27	27	57
기말현금	27	27	57	81

자료: 동성화인텍, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024	2025
P/E (x)	38.1	12.3	11.4	13.6
P/CF (x)	10.9	6.9	6.3	8.0
P/B (x)	2.1	2.0	2.1	2.9
EV/EBITDA (x)	16.9	7.7	6.5	7.8
EPS (원)	285	996	1,312	1,863
CFPS (원)	1,000	1,783	2,379	3,158
BPS (원)	5,255	5,962	7,010	8,648
DPS (원)	350	250	350	400
배당성향 (%)	119.7	24.4	25.8	21.4
배당수익률 (%)	3.2	2.0	2.3	1.6
매출액증가율 (%)	18.9	22.9	11.9	24.2
EBITDA증가율 (%)	-41.5	127.6	31.8	33.1
조정영업이익증가율 (%)	-49.4	161.5	35.1	34.4
EPS증가율 (%)	-69.3	249.3	31.8	42.0
매출채권 회전율 (회)	10.7	13.6	9.7	10.3
재고자산 회전율 (회)	3.8	3.8	3.9	4.7
매입채무 회전율 (회)	10.3	12.0	12.1	12.7
ROA (%)	2.6	8.4	9.6	11.7
ROE (%)	5.8	18.6	21.1	24.2
ROIC (%)	4.8	16.2	22.5	30.8
부채비율 (%)	131.5	113.0	125.0	93.7
유동비율 (%)	126.5	125.9	125.6	150.0
순차입금/자기자본 (%)	28.6	6.8	-11.6	-32.5
조정영업이익/금융비용 (x)	6.3	8.2	24.2	118.1

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.