신한금융투자

조선(LNG 보냉재)

단가도 오른다면?

비중확대 (유지)

조홍근 ☎ 02) 3772-2823 ✉ hg.cho@shinhan.com

황어연 ☎ 02) 3772-3813 ✉ eoyoen.hwang@shinhan.com

- 수주 물량(Q)과 단가(P) 모두 우호적인 업황
- 수주잔고 회복에 따라 담보된 실적 턴어라운드
- LNG 보냉재 업체 투자의견 '비중확대' 유지

수주 물량(Q)과 단가(P) 모두 우호적인 업황

LNG선 발주 호황은 2019년에도 지속될 전망이다. 2년 연속 LNG선 발주 호황에 따라 보냉재 업체의 수주 물량(Q)과 단가(P)의 동반 상승을 전망한다.

GoldenPass(FID 기체결, 27척 추정), 모잠비크(15척), Arctic 2(15척) 등의 주요 액화플랜트 프로젝트들은 연내 최종투자결정(FID)과 선박 발주 가시성이 높다. 주요 프로젝트發 물량은 약 57척(2018년 66척)으로 추산된다.

수주잔고가 확보된 상태에서 또 한번의 발주 호조는 선가 상승으로 이어진다. 선가(클락슨 기준)는 2018년 3월 1.8억달러(-5.8% YoY)를 저점으로 반등하고 있다. 선가 상승세는 최근 현대중공업의 수주(1.94억달러)에서도 확인됐다.

수주잔고 회복에 따라 담보된 실적 턴어라운드

한국 조선사 LNG선 수주 회복(2018년~) → 보냉재 업체 수주/수주잔고 회복(2018~19년) → 실적 턴어라운드(2019~20년)가 예상된다. 2019년 합산 매출액 5,232억원(+26.1% YoY), 영업이익 408억원(흑자전환)을 전망한다.

LNG 보냉재 업체 투자의견 '비중확대' 유지

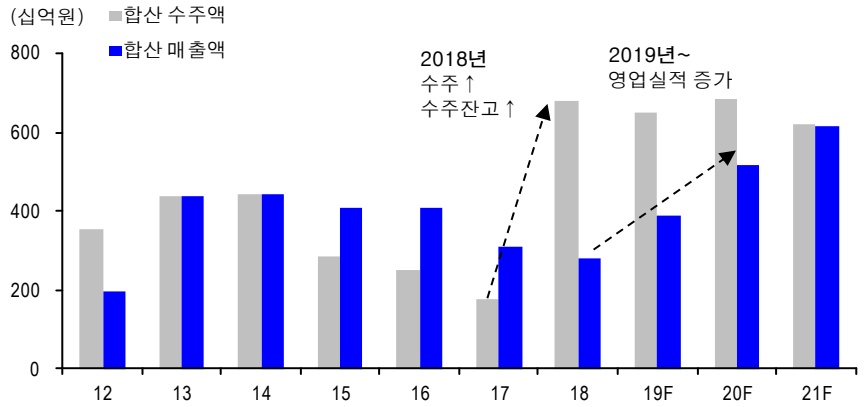
업황 회복기에 본격적으로 돌입했다. 직전 수주 회복기 2011~13년 PBR(고점) 평균을 적용해 목표주가를 산출했다. 국내 대형 조선사간 인수/합병 이슈와 관계 없이 LNG선 발주 호황의 수혜를 받을 수 있다.

LNG 보냉재 업체 커버리지 종목

종목명	투자의견	현재주가(원)	목표주가(원)	상승여력(%)
한국카본(017960)	매수	7,880	11,000	39.6
동성화인텍(033500)	매수	9,240	12,500	35.3

주: 현재 주가는 5월 28일 종가 기준

LNG 보냉재 업체의 합산 수주액, 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 매출액은 LNG 보냉재 관련 사업부 기준

수주 물량(Q): 2019년에도 지속될 LNG선 호황

주요 프로젝트에서의 전용선 발주로 2019년에도 LNG선 발주 호황은 지속

2018년 한국 조선사 수주 호조를 이끌었던 LNG선 발주 호황은 2019년에도 지속될 전망이다. 주요 LNG 액화플랜트에 투입될 전용선 발주가 임박했기 때문이다. LNG선은 프로젝트 최종투자결정(FID) 시점에 기체결된 장기용선계약을 기반으로 발주된다.

연내 최종투자결정/선박 발주 유력건
- GoldenPass: 27척(FID 기체결)
- 모잠비크: 15척(6월 FID 계획)
- Arctic 2: 15척(6월 파트너사 선정)

외신 보도에 따르면, 모잠비크 LNG 프로젝트의 FID 체결, 러시아 Arctic 2 프로젝트의 선박 건조 파트너사 선정이 6월 중에 이뤄질 예정이다. 카타르는 North Field Expansion 프로젝트 등에 투입될 40~60척의 대량 발주를 앞두고 조선사 선정 작업에 돌입했다. GoldenPass(FID 기체결, 27척 추정), 모잠비크(15척), Arctic 2(15척) 등의 주요 액화플랜트 프로젝트들은 연내 최종투자결정(FID)과 선박 발주 가시성이 높다. 카타르 LNG선을 제외하더라도 약 57척의 발주를 기대할 수 있다. 2018년 발주량 66척(대형선 170k급)이 부담스럽지 않다. 2019년에도 발주 호황은 지속되겠다.

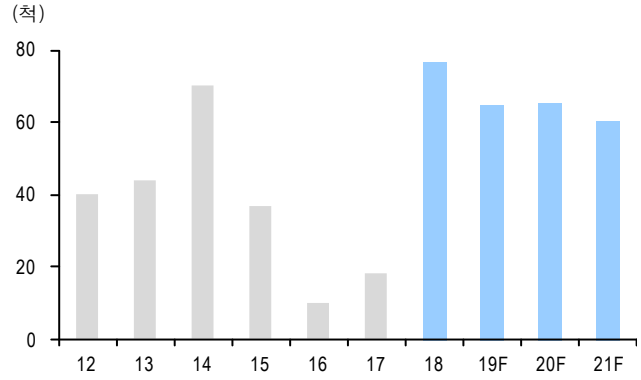
한국 조선사들은 2018년 발주된 대형 LNG선(170k급 이상) 66척을 전량 수주했다. 2019년 누계 글로벌 LNG선 발주량은 18척(클락슨 기준)이다. 중국이 자국 조선소(후동중화조선)에 발주한 2척을 제외한 16척은 여전히 한국 조선사의 몫이었다. LNG선에 대한 한국 조선사의 경쟁력은 입증됐다. 한국 조선사의 수주는 곧 보냉재 발주로 이어진다. 보냉재 업체들의 수주 대기 물량은 올해도 충분히 많다.

2019~1H20 FID(최종투자결정) 통과가 예상되는 주요 LNG 액화플랜트 프로젝트

국가	프로젝트	기존 가동일정	예상 가동일정	생산용량 (백만톤)	예상 필요 선박수 (척)
확정건					
러시아	Arctic 2 LNG Train 1~3	2023	2023	26.4	15
미국	Golden Pass Products Train 1-3	2018	2023	15.6	27
모잠비크	Mozambique LNG	-	2024	12.9	15
소계	-	-	-	54.9	57
유력건					
미국	Calcasieu Pass LNG	2022	2022	10.0	15
카타르	North Field Expansion Train 1-4	2023	2023	31.2	32
미국	Driftwood LNG	2022	2023	11.0	12
미국	Rio Grande LNG	2020	2023	9.0	16
모잠비크	Mamba LNG Train 1-2	2020	2025	7.6	10
소계	-	-	-	68.8	85

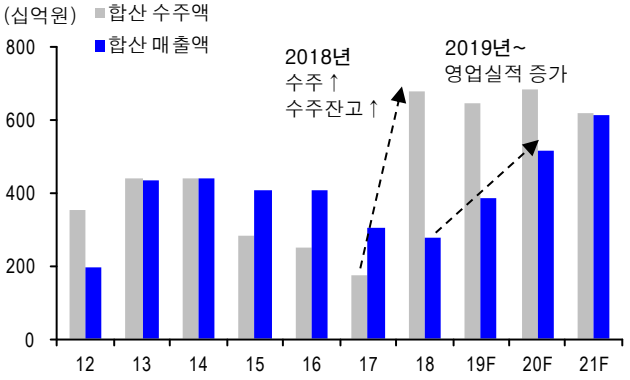
자료: Clarksons, 신한금융투자 추정

글로벌 LNG 운반선 발주량 추이 및 전망



자료: Bloomberg, Clarksons, 신한금융투자 추정

LNG 보냉재 업체의 합산 수주액, 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 매출액은 LNG 보냉재 관련 사업부 기준

수주 단가(P): 조선소 일감 확보로 가속화될 선가 상승

19F 수주잔고 2,832만㎥(+49.4% YoY)
vs. 과거 3개년 평균 1,990만㎥
직전 고점 15Y 2,565만㎥

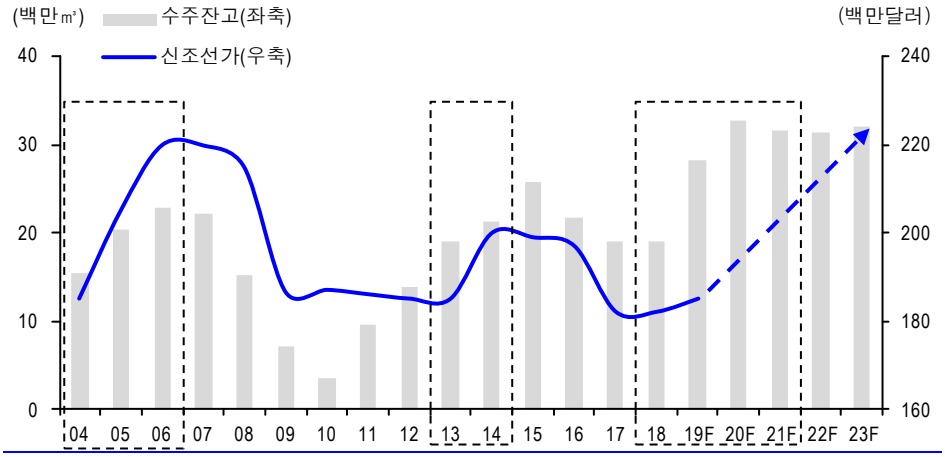
2019년부터는 본격적인 LNG선 선가 상승이 예상된다. 선가 상승은 수주잔고 회복에 후행해서 이뤄진다. 2018년 LNG선 발주 호조로 한국 조선사는 2021년까지의 일감을 확보하였다. 2019년 LNG선 발주량 전망치는 65척(신한 추정, 2018년 77척)이다. 2018년에 이어 호황이 지속될 전망이다. 2019년 글로벌 LNG선 수주잔고는 2,832만㎥(+49.4% YoY)로 증가가 예상된다.

수주잔고가 확보된 상태에서
LNG선 대량 발주건 출회 시
선가 상승 가속화 가능

수주잔고가 확보된 상태에서 또 한번의 발주 호조는 선가 상승으로 이어진다. LNG선 선가(클락슨 기준)는 2018년 3월 1.8억달러(-5.8% YoY)를 저점으로 반등하고 있다. 2019년 5월 현재 선가는 1.86억달러(+3.1% YoY)다. 가장 최근 현대중공업의 실제 수주 선가는 1.94억달러였다. 선박의 세부 스펙이나 옵션 선박 여부에 따라 일부 편차는 있지만 선가가 전반적인 상승세에 들어섰음은 확인됐다. 하반기 주요 프로젝트發 LNG선 대량 발주가 본격화되는 시점부터는 선가 상승이 가속화될 수 있다.

선가 인상에 따라 보냉재 업체들의 수주 단가 상승이 예상된다. 보냉재의 단가는 일반적으로 선가에 연동되어 상승한다. 조선사의 수익성을 감안했을 때 강한 단가 상승을 이끌어내긴 어렵겠지만, 선가 상승분만큼의 인상은 가능하다고 판단한다. 2019년 수주 단가(신한 추정)는 선가 인상을 감안해 평균 7.2% YoY 상승을 가정했다. 보냉재 업체도 Q(물량)와 P(단가)가 함께 상승하는 구간에 접어들었다.

LNG 운반선 수주잔고, 신조선가 추이 및 전망



자료: Clarksons, 신한금융투자 추정

LNG 운반선 선가, 보냉재 업체 ASP 가정

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
LNG 운반선 선가 (백만달러)	201	198	201	207	200	186	181	192	195	198
YoY (%)		(1.4)	1.3	2.8	(3.3)	(7.0)	(2.6)	6.1	1.6	1.5
수주잔고/인도량 (년)	1.7	2.7	3.5	3.3	2.3	2.1	2.2	2.3	2.8	2.9
수주잔고(전체) (백만DWT)	269	294	322	323	236	203	201	211	248	278
인도량(전체)	156	109	91	97	101	98	92	90	88	95
동성화인텍 (백만원)	19,722	18,890	18,410	18,470	18,309	16,598	17,717	18,902	19,460	19,759
YoY (%)		(4.2)	(2.5)	0.3	(0.9)	(9.3)	6.7	6.7	2.9	1.5
한국카본 (백만원)	15,415	14,765	14,389	14,495	14,369	13,026	13,934	14,995	15,437	15,675
YoY (%)		(4.2)	(2.5)	0.7	(0.9)	(9.3)	7.0	7.6	2.9	1.5

자료: Clarksons, 신한금융투자 추정

주: 1) LNG 운반선 선가는 연간 평균치, 2) 보냉재 ASP는 선가에 연동한 신한 추정치

실적: 수주잔고 회복에 따라 담보된 실적 턴어라운드

2018년 수주 회복(+284.9% YoY)이 실적으로 반영되는 2019년부터는 실적 턴어라운드 전망

한국 조선사 LNG선 수주 회복(2018년~) → 보냉재 업체 수주/수주잔고 회복(2018~19년) → 실적 턴어라운드(2019~20년) 순의 업황 회복은 현재 진행형이다. 2019년 합산 매출액 5,232억원(+26.1% YoY), 영업이익 408억원(흑자전환)을 전망한다. 2018년 합산 수주잔고는 6,705억원(+129.0% YoY)를 기록했다. 확보된 수주잔고를 바탕으로 2019년부터는 영업실적도 턴어라운드가 예상된다.

주 고객사의 LNG선 수주, 보냉재 업체의 수주, 수수잔고 추이 및 전망

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
LNG 운반선 수주 (척)	18	25	11	7	4	12	45	38	32	29
현대중공업그룹	13	11	6	4	3	9	27	26	20	18
삼성중공업	5	14	5	3	1	3	18	12	12	11
수주액 (십억원)	355.0	438.6	441.6	282.8	250.4	177.1	681.8	649.5	683.0	620.6
YoY (%)	-	23.6	0.7	(36.0)	(11.5)	(29.3)	284.9	(4.7)	5.2	(9.1)
동성화인텍	264.2	209.0	277.9	175.1	108.6	113.6	308.2	358.6	383.5	347.6
한국카본	90.8	229.6	163.7	107.7	141.8	63.5	373.6	290.9	299.4	273.1
수주잔고 (십억원)	646.9	714.5	704.3	610.6	441.7	292.8	670.5	890.1	1,011.2	971.6
YoY (%)	-	10.4	(1.4)	(13.3)	(27.7)	(33.7)	129.0	32.7	13.6	(3.9)
동성화인텍	437.4	427.4	394.7	348.6	215.2	157.9	305.6	414.0	487.3	467.1
한국카본	209.5	287.1	309.6	262.0	226.5	134.9	364.9	476.1	523.9	504.5

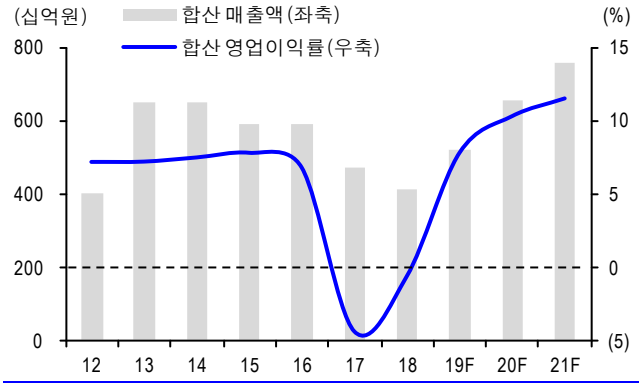
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LNG 보냉재 업체의 영업실적 추이 및 전망

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액 (십억원)	402.7	650.3	651.9	589.7	592.6	470.0	414.8	523.2	655.9	757.5
YoY (%)	-	61.5	0.2	(9.5)	0.5	(20.7)	(11.7)	26.1	25.4	15.5
동성화인텍	239.4	409.5	420.8	347.1	335.0	231.0	188.1	262.3	317.9	375.9
한국카본	163.3	240.8	231.1	242.5	257.6	239.1	226.7	260.9	338.0	381.6
영업이익 (십억원)	28.9	46.8	48.7	46.0	40.2	(20.3)	(2.4)	40.8	67.4	87.0
YoY (%)	-	62.0	4.2	(5.7)	(12.4)	적전	적지	흑전	65.3	29.0
동성화인텍	15.5	20.5	25.5	20.4	13.4	(25.2)	(8.5)	21.6	34.4	43.5
한국카본	13.4	26.3	23.3	25.5	26.9	4.9	6.2	19.2	33.0	43.5
영업이익률 (%)	7.2	7.2	7.5	7.8	6.8	(4.3)	(0.6)	7.8	10.3	11.5
YoY (%p)	-	0.0	0.3	0.3	(1.0)	(11.1)	3.8	8.4	2.5	1.2
동성화인텍	6.5	5.0	6.1	5.9	4.0	(10.9)	(4.5)	8.2	10.8	11.6
한국카본	8.2	10.9	10.1	10.5	10.4	2.0	2.7	7.3	9.8	11.4

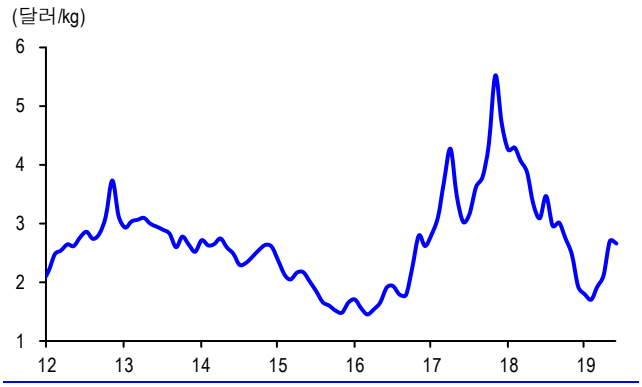
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 전체 사업부 기준

LNG 보냉재 업체의 합산 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주요 원재료 MDI 가격 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

한국카본(017960)
- T.P 11,000원(유지), 상승여력 39.6%

동성화인텍(033500)
- T.P 12,500원(유지), 상승여력 35.3%

Valuation: LNG 보냉재 업체 투자의견 '비중확대' 유지

한국카본(017960), 동성화인텍(033500)에 대한 '매수' 투자의견과 목표주가를 유지한다. 수주 물량(Q)과 수주 단가(P) 모두 우호적인 업황이다. 직전 수주 회복기 2011~13년 PBR(고점) 평균을 적용해 목표주가를 산출했다. 국내 대형 조선사간 인수/합병 이슈와 관계 없이 LNG선 발주 호황의 수혜를 받을 수 있다.

한국카본의 PBR Valuation – 목표주가 11,000원

	Valuation	비고
목표주가 (원)	11,000	
현재주가 (원)	7,880	
상승여력 (%)	39.6	
Target PBR (배)	1.4	2011~13년 LNG 운반선 수주 회복기 PBR(고점) 평균 적용
12개월 선행 BPS (원)	7,401	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

동성화인텍의 PBR Valuation – 목표주가 12,500원

	Valuation	비고
목표주가 (원)	12,500	
현재주가 (원)	9,240	
상승여력 (%)	35.3	
Target PBR (배)	3.2	2011~13년 LNG 운반선 수주 회복기 PBR(고점) 평균 적용
12개월 선행 BPS (원)	3,711	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주 고객사의 LNG 운반선 수주, 보냉재 업체의 PBR(고점)/ROE 추이 및 전망

	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19F	20F	21F
LNG 운반선 수주 (척)	16	9	2	4	2	29	18	25	11	7	4	12	45	38	32	29
현대중공업그룹	4	0	0	0	0	12	13	11	6	4	3	9	27	26	20	18
삼성중공업	12	9	2	4	2	17	5	14	5	3	1	3	18	12	12	11
PBR (배)																
한국카본	2.5	2.9	1.5	1.7	1.2	1.2	1.5	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0
동성화인텍	3.7	3.7	3.5	3.7	1.6	2.8	3.0	3.8	3.5	2.1	1.6	2.6	3.5	2.9	2.3	1.9
ROE (%)																
한국카본	14.7	19.2	26.3	14.0	4.6	3.2	3.0	6.5	7.6	8.0	5.5	0.2	(1.0)	5.0	8.5	10.2
동성화인텍	15.2	24.4	(69.5)	(56.3)	3.3	(13.3)	14.6	12.4	25.1	12.5	8.4	(30.1)	(15.3)	20.3	26.1	27.3

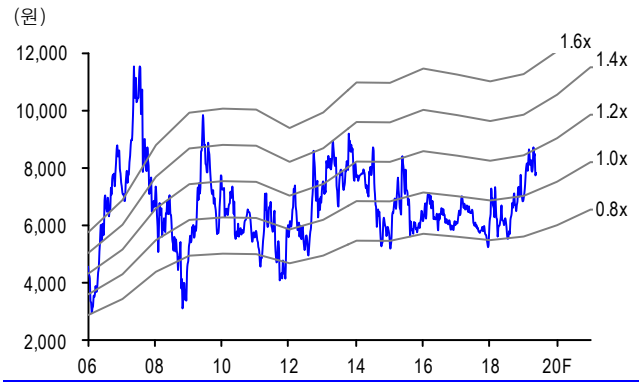
자료: Clarksons, QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

커버리지 보냉재 업체 2사의 ROE 듀퐁 분석, 순차입금 비율 추이 및 전망

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
순이익률 (%)	한국카본	3.7	6.2	8.5	9.4	6.4	0.3	(1.3)	5.8	8.1	9.3
	동성화인텍	4.2	2.4	5.6	4.1	2.9	(13.4)	(6.5)	6.2	7.9	8.8
총자산회전율 (%)	한국카본	57.6	82.0	72.2	70.2	69.9	63.2	62.4	70.0	85.2	90.4
	동성화인텍	94.7	137.6	145.3	123.3	119.1	91.6	87.7	117.4	120.3	127.9
재무 레버리지 (배)	한국카본	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
	동성화인텍	3.6	3.8	3.1	2.6	2.4	2.4	2.7	2.8	2.7	2.4
ROE (%)	한국카본	3.0	6.5	7.6	8.0	5.5	0.2	(1.0)	5.0	8.5	10.2
	동성화인텍	14.6	12.3	25.1	13.1	8.4	(30.1)	(15.3)	20.3	26.1	27.3
순차입금비율 (%)	한국카본	(14.4)	(38.1)	(41.0)	(28.5)	(49.1)	(37.6)	(17.5)	(18.2)	(17.4)	(18.8)
	동성화인텍	214.1	142.7	99.9	93.8	84.5	103.3	97.0	97.7	59.4	26.7

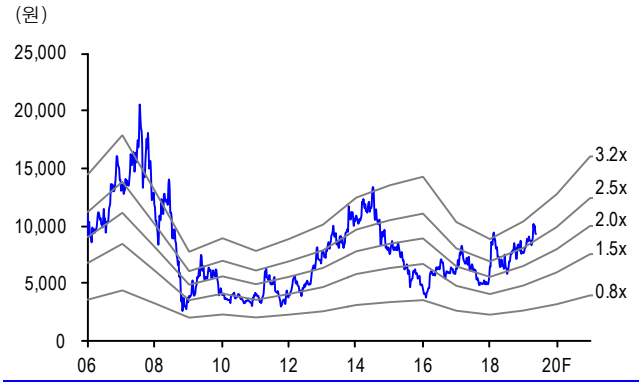
자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 1) 듀퐁 분석 = ROE를 분해해 ROE에 영향을 미치는 Factor들을 분석, 2) 재무 레버리지 = 총자산(기간평균) / 자기자본(기간평균)

한국카본의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



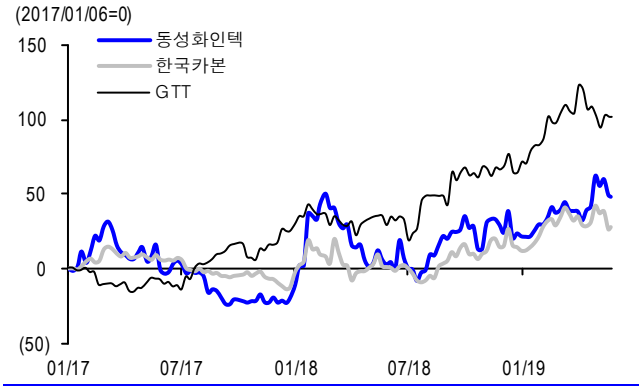
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

동성화인텍의 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



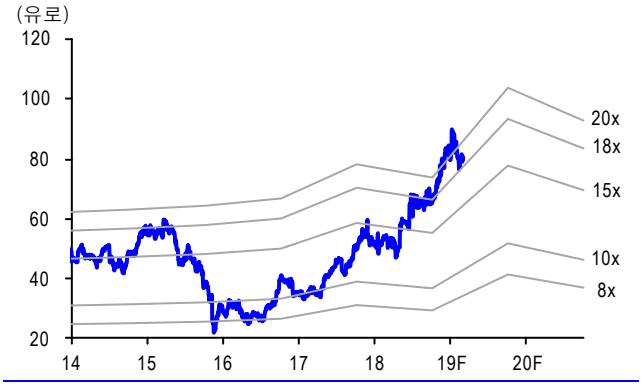
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

LNG 보냉재 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

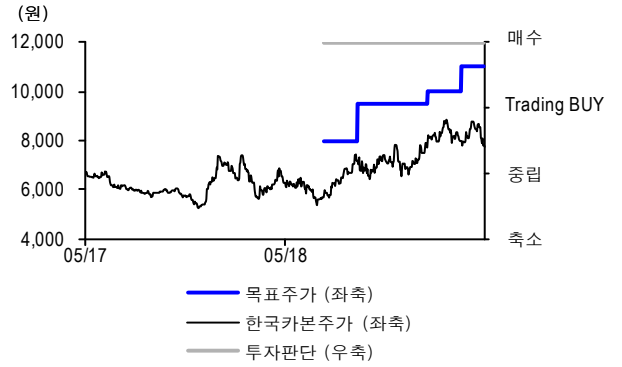
GTT社의 12개월 선행 PER 밴드



자료: Bloomberg, 신한금융투자
주: GTT社는 2014년 2월 상장

투자의견 및 목표주가 추이

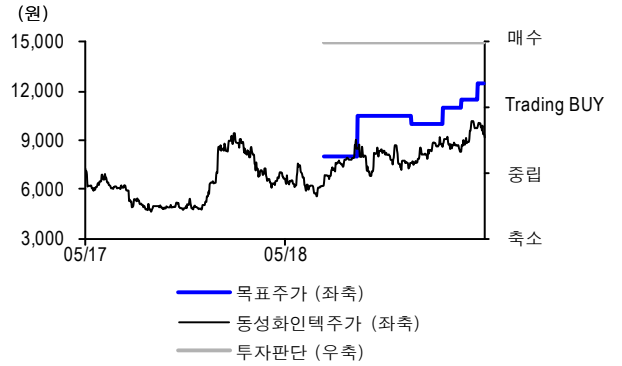
한국카본 (017960)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2018년 08월 06일	매수	8,000	(19.9)	(7.3)
2018년 10월 07일	매수	9,500	(25.4)	(16.0)
2019년 02월 13일	매수	10,000	(17.4)	(11.5)
2019년 04월 16일	매수	11,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

동성화인텍 (033500)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2018년 08월 06일	매수	8,000	(6.3)	12.3
2018년 10월 07일	매수	10,500	(25.2)	(17.2)
2019년 01월 14일	매수	10,000	(17.3)	(8.6)
2019년 03월 13일	매수	11,000	(20.9)	(16.7)
2019년 04월 16일	매수	11,500	(18.8)	(12.2)
2019년 05월 16일	매수	12,500	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 조홍근, 황어연)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 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 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 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

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2019년 05월 24일 기준)

매수 (매수)	96.67%	Trading BUY (중립)	0.95%	중립 (중립)	2.38%	축소 (매도)	0%