

조선

전쟁. 카타르 LNG 가동중단의 나비 효과

최광식

조선 | gs.choie@daolfn.com

이준범

연구원 | junebum34@daolfn.com

● 미국-이란 전쟁에 따른 시장 조정에 조선도 동참?

트럼프 행정부와 이스라엘이 '장대한 분노 작전(2/28)'을 개시했고, 이란도 이스라엘 본토 및 인근 국가들의 미군 기지에 반격하며 중동 정세가 급격히 악화
전 세계 원유의 20~25%, LNG의 20%가 통과하는 호르무즈 해협이 사실상 마비되며
에너지 가격도 급등

이 과정에서 방산 섹터는 한 때 급등한 반면, 조선 업종은 시장과 궤를 같이하며 조정을 받음. 이에 조선주가 펀더멘탈과 크게 달리 주가가 움직이기에, 전략 매수 기회임을 추천하는 짧은 의견을 전달하고자 함. 비극적인 사태이지만 LNG, 탱커, 코모디티 상황에는 호재이기 때문이며, 시장의 한 방향 움직임에서 전략적 매수 기회 포착

● LNG: 카타르 가동 중단이 불러올 '나비 효과', 한국 조선사에 장기 수혜

현상: 호르무즈 해협 사실상 폐쇄 및 카타르 LNG 생산 중단

QatarEnergy가 시설 공격을 이유로 LNG 생산 중단을 발표하며 가스가격도 급등세. 카타르는 전 세계 LNG 물동량의 19%(77.2MTPA, 2024년)를 담당하며, 호르무즈 해협 또한 LNG 운송의 약 23%를 담당하는 것으로 집계

반사수혜 숫자, 그리고 시장 의견들

이에 따라 카타르 가스를 대체해서 아시아에 공급가능한 호주 LNG 관련주들이 큰 폭 상승(3월 3일 기준, Woodside Energy +6.8%, Santos +6.7%, Ichthys를 운영하는 일본 Inpex +11%)

미국의 대표적 LNG Developer인 Venture Global과 NextDecade의 CEO도 언론 인터뷰에서, 미국의 가용 LNG 물량이 아시아로 옮겨져야 하기 때문에, 가동률이 증가하고, 선박 수급이 타이트해짐을 전망

또한 유럽의 가스 저장고 잔고가 30% 미만으로 떨어져, 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 경우 유럽-아시아의 수급 경쟁이 심화될 전망

LNG선을 공급해야 하는 한국 조선업에 수혜

미국/이스라엘-이란 전쟁이 LNG선 신조시장에 미치는 영향

1) LNG선 발주 여력 증가: LNG 가격 상승, LNG 톤-마일 증가 - 선박 쇼티지에서 LNG선 운임(스팟, 용선료) 상승은 당연한 수순. 이에 따른 LNG 해운사 수익 증가와 이에 따른 투자 사이클 기대

시장의 한 방향 움직임(조정)에서 기회 포착

2) 중동 외 지역의 LNG 개발 가속화: 카타르 등 중동이 담당해온 94MTPA(20%)를 단기에는 미국과 호주 등 프로젝트들의 가동률 증가로 대응하고, 전쟁이 장기화될 경우를 대비해 중장기로 신규 LNG 터미널 개발 가속화로 대응 필요. 즉, 미국, 호주, 아프리카 등의 FEED/마케팅 중인 LNG 프로젝트들의 개발 계획이 가속화될 터이고, 이는 미래 LNG선 발주 수요가 됨
수주 파이프라인에서 카타르 NFW(2월에 육상터미널 EPC 계약)는 그 시점이 불투명해졌지만, 모잠비크의 Mozambique, Rovuma, 미국의 Alaska와 Venture Global 및 NextDecade의 추진 중이던 사업에 속도가 가속화될 것으로 예상

3) 중동 외 지역이 충분한 공급을 담당하지 못할 경우, 단기에 LNG 물동량 감소를 우려할 수 있지만, 이는 노후 스팀터빈 LNG선의 스크랩으로 이어지는 바, 신조시장에 나쁠 것 없음

● 탱커: 이미 달리던 슈퍼사이클에 기름을 부어버린 격

탱커는 이미 1) OPEC+의 증산, 2) 미국의 베네수엘라 접수 및 이란 공격 가능성과 그림자선대 스크랩과 정상선단 쇼티지, 3) 장금상선(SinoKor)의 중고선 대규모 매입에 따른 스팟 시장 지배력 강화로, 스팟운임이 치솟고, 용선료를 끌어올렸고, 중고선가까지 상승. VLCC와 수에즈막스는 2007년 이후 처음으로 중고선가가 신조선가보다 비싼 상황

여기에 미국/이스라엘 - 이란 전쟁으로 그야말로 불에 기름을 부은 격. 이후 VLCC 스팟 운임은 2025년 말에 73천달러/일에서, 앞서 짚은 이유들로 전쟁 발발 전(2/27) 150달러/일까지 올랐고, 전쟁 발발 후에는 Minerva의 2011년 건조 선박이 무려 436천달러/일에 스팟 계약을 체결

당연히 운임과 중고선가 상승은, 신조 투자 수요와 신조선가 상승으로 이어짐. 다만 VLCC의 경우 최근 중국이 많이 수주하고 있지만, 한국 조선사들은 VLCC와 Suezmax에 목매고 있는 것도 아니고, 도크의 일부에 탱커 시리즈를 건조하는 정도만이 필요. 선별 수주를 통해서 고가 탱커 잔고를 확보할 수 있을 것으로 기대

● 군함: 미 해군의 가동률 상승. MRO 수요 증가 및 전력화 계획 더 완강해질 것

미 항공모함 2개가 중동에 배치. 미 해군력의 가동은 곧 MRO 수요 증가, 미래 전력 투자 계획의 집행이 확고해짐을 의미. 미국의 황금함대 FF(X), NGLS(차세대 군수지원함) 등의 사업에서 대한민국 조선업은 사업협력을 모색 중

● 조선업종 비중확대 톤업: 코모디티 사이클과 LNG 시장의 '나비 효과'에 투자할 기회

전쟁 확산 및 장기화, 코모디티 상승의 Inflation, 부담스러운 금리 등에 따른 경기 위축을 우려하고, 따라서 대표적 경기 업종 조선주의 주가조정은 단기 반사적 반응

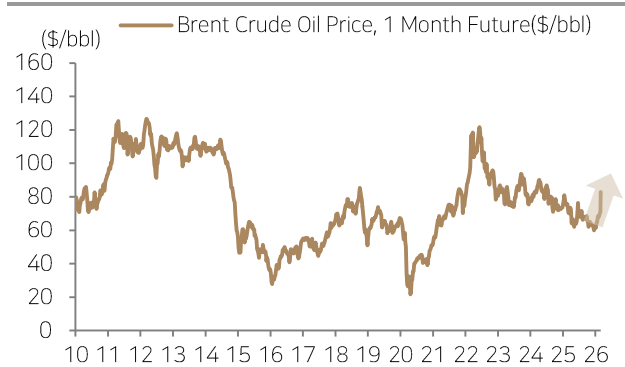
그러나, 한국 조선업종은 조업의 절반을 LNG에 의존하는데 전쟁 때문에 반사수혜를 볼 예정이고, 나머지 절반의 1/3인 탱커 시장도 뜨거움. 또한 주가 조정폭이 커서 백로그너머인 2028년 PER이 11배까지 떨어진 상황이어서, 비중확대를 적극적으로 집행하시기를 권고

Fig. 1: 조선업종 실적 및 Valuation Table: 백로그너머 PER 10배 초반으로, 짜집

투자이건 및 적정주가 종목			실적 및 Valuation									
				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)
HD한국조선해양 (009540)	투자이건	Buy	2023	21,296.2	282.3	1.3%	221.7	3,133	139,936	31.7	0.7	2%
	적정주가(원)	530,000	2024	25,538.6	1,434.1	5.6%	1,172.3	16,565	156,831	9.5	1.0	11%
	증가(원)	349,000	2025	29,933.2	3,904.5	13.0%	2,168.4	30,639	185,397	10.7	1.8	18%
	상승여력	51.9%	2026E	30,453.9	5,781.3	19.0%	3,828.8	54,099	223,209	6.5	1.6	26%
	적정시총(십억원)	37,510	2027E	32,349.6	7,166.8	22.2%	4,892.1	69,124	268,753	5.0	1.3	28%
	시가총액(십억원)	24,700	2028E	33,534.2	7,958.1	23.7%	5,525.1	78,068	318,045	4.5	1.1	27%
HD현대중공업 (329180) 선호주	투자이건	Buy	2023	16,003.0	25.7	0.2%				-88.2	2.0	-2%
	적정주가(원)	910,000	2024	19,116.5	793.8	4.2%	727.0	8,190	64,259	19.8	2.5	13%
	증가(원)	511,000	2025	21,299.3	2,396.2	11.3%	1,667.3	15,885	89,000	26.9	4.8	22%
	상승여력	78%	2026E	22,722.3	3,979.8	17.5%	3,155.1	30,060	111,070	17.0	4.6	30%
	적정시총(십억원)	95,515	2027E	23,650.0	5,053.4	21.4%	4,043.2	38,521	136,491	13.3	3.7	31%
	시가총액(십억원)	53,635	2028E	24,679.1	5,905.2	23.9%	4,756.3	45,314	165,505	11.3	3.1	30%
삼성중공업 (010140)	투자이건	Buy	2023	8,009.4	233.3	2.9%	-148.3	-168	3,908	-46.0	2.0	-4%
	적정주가(원)	41,000	2024	9,903.1	502.7	5.1%	63.9	73	4,312	155.7	2.6	2%
	증가(원)	23,500	2025	10,650.0	862.2	8.1%	540.0	614	4,643	39.3	5.2	14%
	상승여력	74%	2026E	12,664.1	1,853.5	14.6%	1,535.6	1,745	6,388	13.5	3.7	32%
	적정시총(십억원)	36,080	2027E	13,055.5	1,989.4	15.2%	1,506.2	1,712	8,099	13.7	2.9	24%
	시가총액(십억원)	20,680	2028E	14,394.1	2,311.2	16.1%	1,782.0	2,025	9,833	11.6	2.4	23%
한화오션 (042660)	투자이건	Buy	2023	7,625.8	-196.5	-2.6%	159.9	522	14,060	56.4	2.1	6%
	적정주가(원)	170,000	2024	10,776.0	237.9	2.2%	528.1	1,724	15,857	17.3	1.9	12%
	증가(원)	108,500	2025	12,688.4	1,109.1	8.7%	1,172.6	3,827	19,615	23.8	4.6	22%
	상승여력	57%	2026E	13,911.2	1,847.7	13.3%	1,321.1	4,312	23,927	25.2	4.5	20%
	적정시총(십억원)	52,081	2027E	15,810.2	2,572.1	16.3%	1,997.7	6,519	30,446	16.6	3.6	24%
	시가총액(십억원)	33,240	2028E	16,128.7	2,899.0	18.0%	2,539.6	8,288	37,434	13.1	2.9	24%

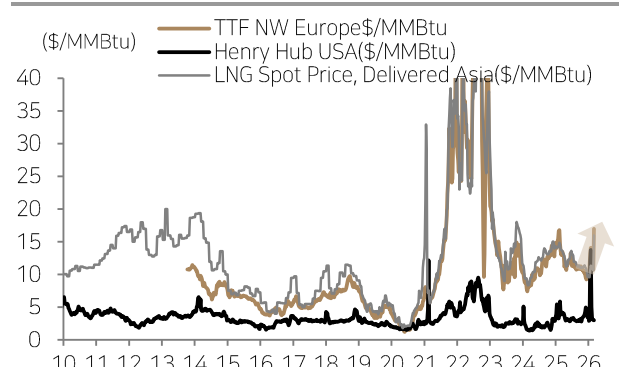
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 원유가격 급등



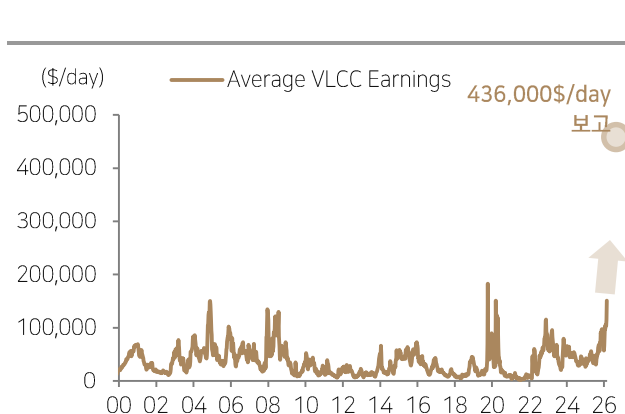
Source: 다올투자증권

Fig. 3: 천연가스 가격 급등



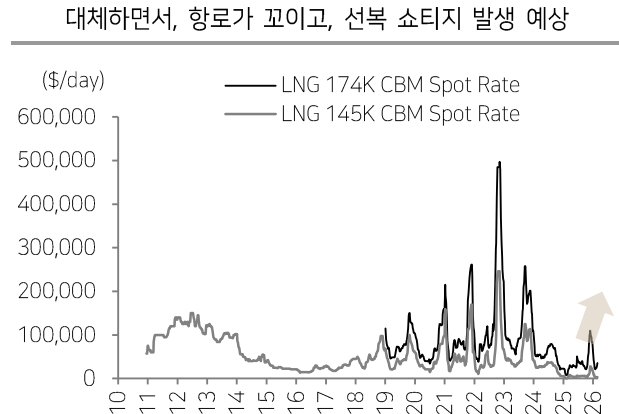
Source: 다올투자증권

Fig. 4: VLCC 스팟 운임 최근 436,000달러/일 보고



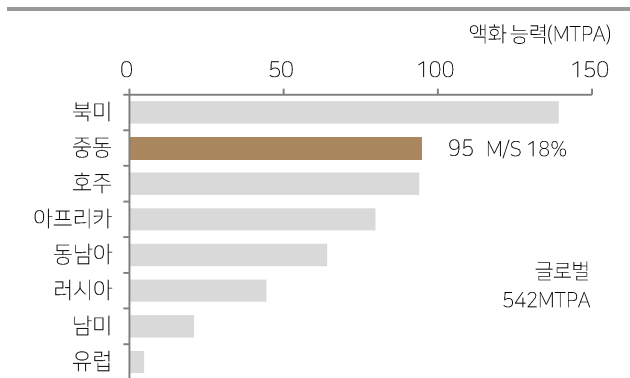
Source: 다올투자증권

Fig. 5: LNG 스팟운임은 아직, 카타르 물량을 다른 곳에서 대체하면서, 항로가 꼬이고, 선박 쇼티지 발생 예상



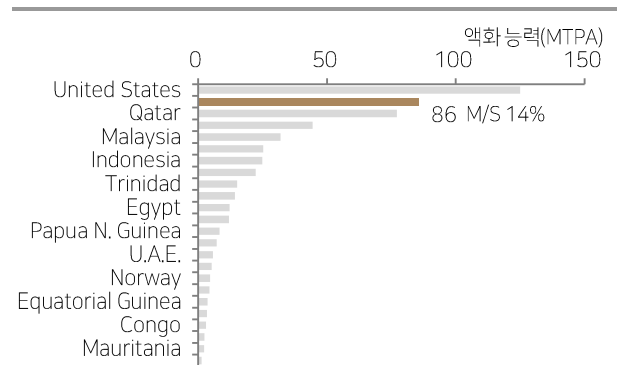
Source: 다올투자증권

Fig. 6: 대륙별 LNG 액화 용량



Source: 다올투자증권

Fig. 7: 국가별 LNG 액화 설비: 카타르 86MTPA로 전체의 14% 차지



Source: 다올투자증권

Fig. 8: 2024년에 중동 LNG는 동남아로 32MTPA, 동북아로 46MTPA 이동. 물동량 M/S는 94.2MTPA에서 23% 차지

(MTPA)

수출지역									
수입지역	Year	Asia Pacific	Middle East	North America	Africa	Russia	Latin America	Europe	Total
Asia Pacific	2023	95.0	31.1	14.4	4.5	8.2	1.6	-	154.8
	2024	96.8	32.2	19.2	6.7	7.9	2.3	-	165.0
Europe	2023	0.1	15.6	56.6	25.7	14.3	5.1	4.3	121.7
	2024	-	10.6	46.3	18.2	16.9	4.3	4.8	101.1
Asia	2023	39.3	43.3	6.7	7.0	8.6	1.0	-	105.8
	2024	41.8	46.0	10.3	10.0	8.5	1.0	-	117.6
Latin America	2023	0.0	0.1	5.6	1.5	0.1	2.5	0.0	9.9
	2024	-	-	8.7	0.8	-	3.3	-	12.9
Middle East	2023	0.2	4.6	0.7	1.2	0.1	0.1	-	6.9
	2024	0.0	5.4	1.7	1.6	0.2	0.1	-	9.1
North America	2023	0.2	-	0.5	0.3	-	1.1	0.0	2.1
	2024	0.3	-	0.3	0.3	-	2.0	0.2	3.2
Africa	2023	-	-	-	0.1	-	-	-	0.1
	2024	-	-	2.0	0.3	-	0.1	-	2.4
Russia	2023	-	-	-	-	0.1	-	-	0.1
	2024	-	-	-	-	0.1	-	-	0.1
Total	2023	134.8	94.7	84.5	40.3	31.4	11.4	4.4	401.4
	2024	138.9	94.2	88.6	38.0	33.5	12.9	5.0	411.2
M/S	2024	34%	23%	22%	9%	8%	3%	1%	

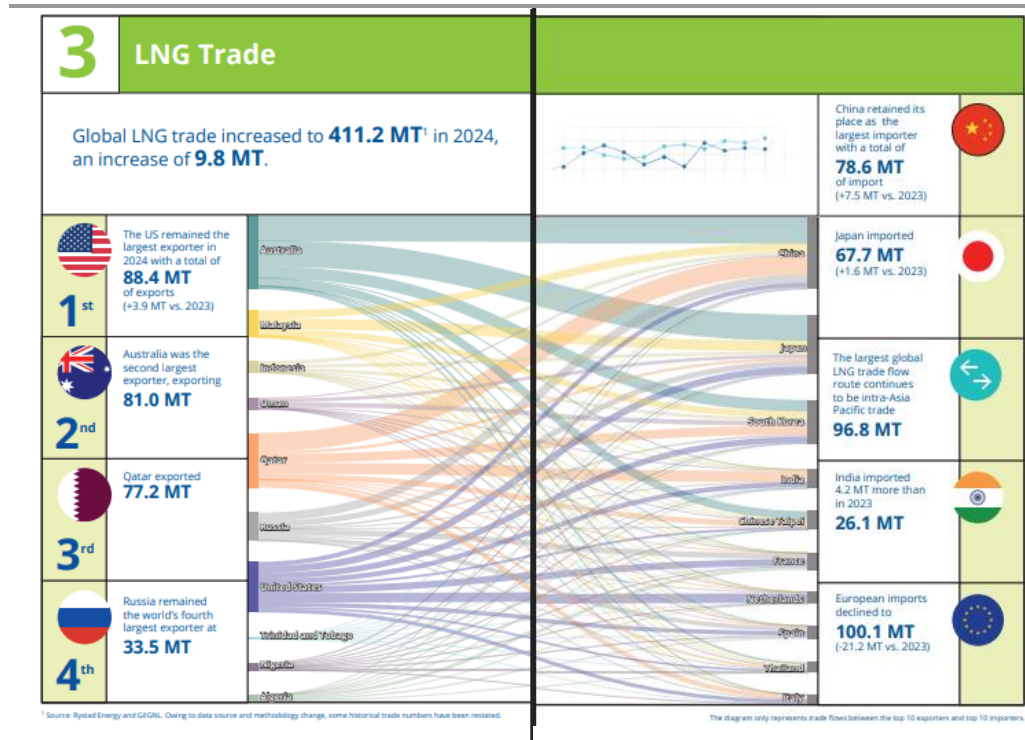
Source: IGU, 다올투자증권

Fig. 9: 전세계 LNG 물동량 흐름



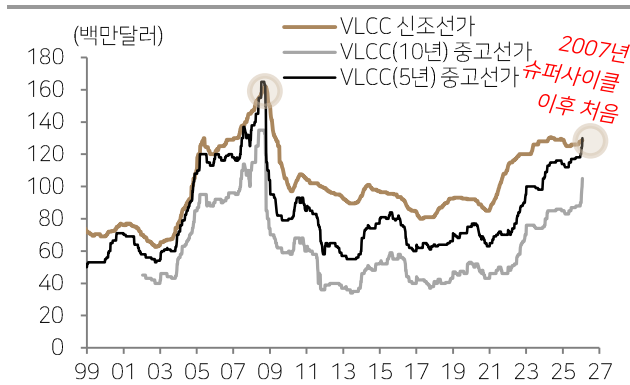
Source: Rystad Energy, 다올투자증권

Fig. 10: 2024년 411MTPA LNG 물동량에서 수출-수입국 흐름
: 카타르(77.2MTPA, M/S 19%) 영향은 중국, 한국, 일본, 인도, 대만이 크게 받음



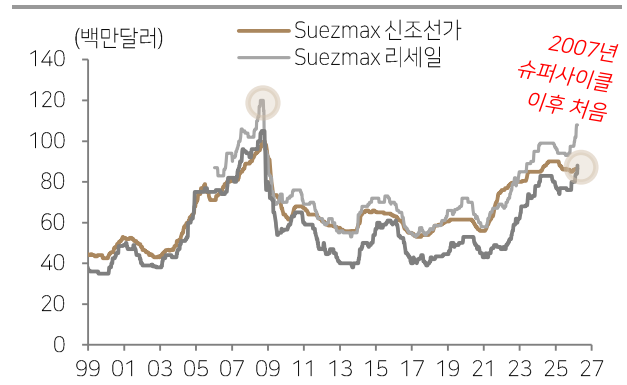
Source: IGU, 다올투자증권

Fig. 11: VLCC 선가: 리세일 168백만달러 > 중고선가(5년) 138백만달러 > 신조선가 128.5백만달러



Source: 다올투자증권

Fig. 12: 수에즈막스 선가: 리세일 108백만달러 > 중고선가(5년) 88백만달러 > 신조선가 86.5백만달러



Source: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 88.7%	HOLD : 11.3%	SELL : 0.0%
-------------	--------------	-------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

