

조선

Issue Comment

Overweight

이란 사태 영향: 단기 악재와 중장기 호재, 그래도 빨리 끝나는 것이 최선

카타르 Force Majeure 선언, 조선사에 단기 불확실성 증가

카타르 LNG터미널이 위치해 있는 Ras Laffan 산업지구 내 이란의 드론 공격으로 카타르는 3월 4일 Force Majeure(불가항력)를 선언하고 LNG 수출터미널 가동을 중단하였다. 따라서 카타르를 오가는 LNG운반선의 입출항이 사실상 중단되었다. 카타르 LNG터미널 수출 중단이 아니더라도, 카타르를 오가기 위해 필수적으로 지나야 하는 호르무즈 해협 또한 사실상 봉쇄되었으므로 카타르 LNG와 연관있는 선박은 모두 영향을 받게 되었다.

Force Majeure는 통상 자연재해나 전쟁과 같이 계약주체의 의지를 넘어서는 불가항력적 사항에 대해 계약상 귀책을 면제하는 조항으로, 카타르는 계약상대방에게 손해에 대한 배상의무 없이 터미널 가동을 중단할 수 있다. 이에 따라 카타르 LNG터미널에 이미 선박을 투입하고 있거나 투입할 예정으로 조선사에 선박을 발주해놓은 선주들은 자체 비용으로 중단된 기간에 대한 손해를 떠안게 된다. 입출항이 불가능해졌으므로 선주사들은 카타르의 Force Majeure 선언에 따라 LNG운반선의 투입을 연기할 가능성이 있으며, 조선소에도 Back to Back으로 FM을 선언하고 건조된 선박의 인수를 연기하거나 건조 자체를 지연시켜 손해를 떠넘길 수 있다. 즉 요약하자면 조선사는 카타르와는 직접 계약관계가 없음에도 불구하고, 카타르의 Force Majeure선언은 선주를 거쳐 최종적으로는 카타르용 LNG운반선을 제작 중인 한국 조선사의 실적 하락으로 연결될 가능성이 있다.

카타르LNG 1개월 지연 시마다 매출 최대 1,000~1,500억원 영향

26년 3월 기준으로 올해 인도 예정인 카타르 LNG운반선은 26척이다. (현중 10척, 삼중 9척, 한화 6척, 후동중화 1척) 선가는 척당 \$214~230M이며 Steel Cutting 이후의 공정 진행률을 통상 5%로 가정하면, LNG터미널 가동중단이 선박의 인도 연기로 이어질 경우, 카타르 LNG운반선 전체가 1개월 인도 지연될 때마다 조선사별로 각각 최대 약 1,000~1,500억원, 3개월 지연시에는 3,000~4,500억원의 매출 차질이 발생할 수 있다.

물론 조선사의 회계상 실적은 공정률에 따라 인식되므로 인도 자체가 지연되더라도 자체 판단으로 공사를 진행할 경우 실적에는 영향을 미치지 않을 수 있다. 그러나 이 경우에는 공사완료 후 미인도 선박에 대한 보관비용 등이 발생할 수 있으며, 완공되더라도 인도대금을 받지 못하므로 현금 차질이 발생할 수 있다. 통상 선수금 40%/인도대금 60%인 선박의 Payment Term을 고려하면 척당 약 1,900억원~2,100억원 (환율 1,500원/인도대금 60% 가정)의 인도대금이 입금 지연되고 이는 조선사 현금흐름에 악영향을 줄 수 있다. 다만 다행스럽게도 조선사의 재무상태는 계속된 호실적으로 건전한 상태인 바 단기적인 인도 지연은 충분히 감내할 만한 수준으로 판단된다. 25년 3분기 말 기준으로 각 조선사의 부채비율은 HD현대중공업 193.4%(HD현대미포 포함), 한화오션 238.5%, 삼성중공업 268.5%이며 이는 헤비테일인 조선사의 수금방식 및 높아진 수주잔고로 쌓인 선수금(계약부채)과 운전자본 등을 감안하면 양호한 수치라고 볼 수 있다. 특히 HD현대중공업은 순현금 상태를 지속하며 건전한 재무상태를 보여주고 있다. 만약 이란 사태 장기화로 카타르 LNG인도가 오래 지연되면 (계속)

현금 및 현금성 자산이 상대적으로 적은 한화오션이 가장 먼저, 다음 삼성중공업-HD현대중공업 순으로 자금흐름에 영향을 받을 수 있지만 아직까지 그럴 가능성은 크지 않다고 본다.

중장기 LNG운반선 발주증가 및 한국 비중 증가 가능

단기적 리스크를 감내한다면 중장기적으로 이번 사태는 한국 조선사에는 호재로 돌아올 가능성도 있다. 먼저 지정학적 리스크를 회피하기 위해 LNG수요자들이 카타르발 LNG가 아니라 미국발 LNG를 더 선호하게 될 수 있다. 호르무즈 해협을 통과하는 전세계 수출량 20%의 LNG가 이번 사태만으로 전량 미국발 LNG로 교체될 것이라고 보기는 힘들지만, 일부만 수출처가 변경되더라도 톤마일 증가로 인해(평균 약 2배) LNG운반선 수요는 증가할 수 있다. 현재 카타르LNG운반선의 수주잔고는 한국3사와 중국을 합쳐 87척이며, 이중 29년 이후 인도 분인 42척은 아직 건조가 시작되지 않았다고 가정하고 이중 50%가 미국발 LNG 및 운반선으로 대체된다면, 단순 계산으로 2배의 톤마일 증가로 최대 21척의 추가 수요가 발생한다고 볼 수 있다. 만약 카타르가 아닌 미국LNG로 대체될 경우 중국 조선소에 대한 선호도도 감소하여 최근 수주 및 건조량을 늘리고 있는 후동중화가 아닌 한국 조선소로의 LNG선 발주로 이어질 수 있을 전망이다.

중장기적 호재 있을 수 있지만, 그보다는 이란 사태 정상화가 최선일 것

다만 이란 사태의 장기화는 단순히 조선사 입장에서의 이러한 지엽적 호재만 기대하기에는 득보다 실이 더 클 수 있다. 작게는 조선사의 LNG운반선 인도 지연 및 실적 하락은 물론, 크게는 유가 및 가스가격 폭등 및 그로 인한 원자재와 물가 상승, 경제성장률 둔화, 물동량 하락 등으로 이어져 중국에는 전체 선박 발주량 감소라는 결과로 되돌아올 수도 있다. 어디까지나 이번 사태가 길게 이어지지 않고 정상화되는 것이 바람직하다.

그림1. 드론 공격받은 카타르 Ras Laffan 산업단지



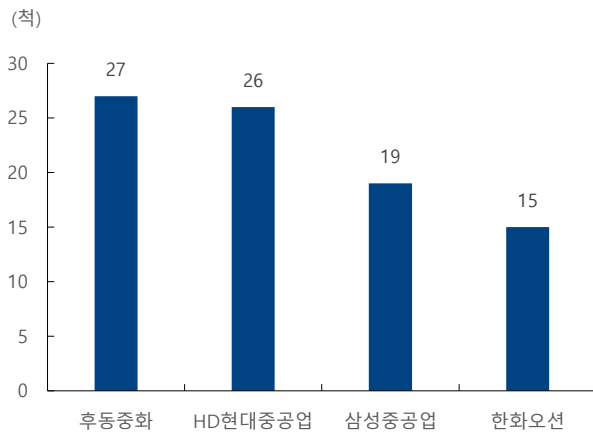
자료: 언론보도, iM증권 리서치본부

그림2. 가동 중단된 카타르LNG와 호르무즈 해협



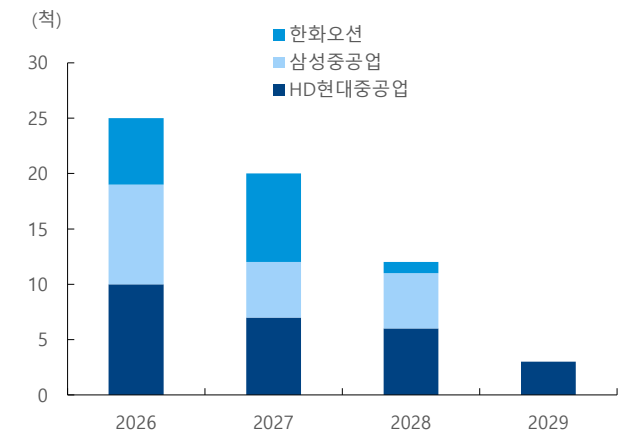
자료: The National, iM증권 리서치본부

그림3. 조선사별 카타르 LNG 수주잔고



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림4. 한국 조선사 카타르LNG 인도 계획



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

표1. 카타르 LNG운반선 인도 지연 시 조선사별 매출 감소액 추정

지연기간 회사	1 개월 지연		3 개월 지연	
	(백만달러)	(억원)	(백만달러)	(억원)
HD 현대중공업	96.7	1,451	290.1	4,352
삼성중공업	100.5	1,507	301.4	4,522
한화오션	66.7	1,000	200.0	3,000

자료: iM증권 리서치본부

표2. 조선3사 재무상태 (25년 3분기말)

*HD현대중공업은 HD현대미포와 합산 수치

(단위: 억원)	HD 현대중공업	한화오션	삼성중공업
현금 및 현금성자산	45,468	4,410	16,693
순차입금	(36,848)	47,314	7,905
부채비율	193.4%	238.5%	268.5%

자료: DART, iM증권 리서치본부

그림5. 호르무즈 해협을 통과하는 원유 & LNG



자료: EIA, iM증권 리서치본부

그림6. 중동 VS 미국발 LNG 운송 톤마일 비교

구분	거리(NM)	운송기간
중동->아시아	6,500~7,000	15~20 일
미국->아시아	9,000~10,000	25~30 일

자료: iM증권 리서치본부

표3. 카타르 LNG운반선 수주잔고의 연도별 인도 일정

(척)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	합계
후동중화	1	2	6	6	6	6	27
HD 현대중공업	10	7	6	3			26
삼성중공업	9	5	5				19
한화오션	6	8	1				15
총합계	26	22	18	9	6	6	87

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

표4. 한국 조선3사 카타르 LNGC 수주잔고 현황

Type	인도	조선소	계약일	선주	용선주	선가
LNG	2029-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2029-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2029-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-12	HD 현대중공업	2022-08-10	NYK K-Line MISC CLNG	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-09	HD 현대중공업	2022-08-10	NYK K-Line MISC CLNG	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-07	HD 현대중공업	2022-07-07	Knutson OAS Shipping	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-07	HD 현대중공업	2022-07-07	Knutson OAS Shipping	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-05	HD 현대중공업	2022-08-10	NYK K-Line MISC CLNG	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-04	HD 현대중공업	2022-07-07	Knutson OAS Shipping	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-04	HD 현대중공업	2022-07-07	Knutson OAS Shipping	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-03	HD 현대중공업	2023-10-25	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-03	HD 현대중공업	2022-08-10	NYK K-Line MISC CLNG	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-03	HD 현대중공업	2022-07-07	Knutson OAS Shipping	QatarEnergy	214.9
LNG	2028-	삼성중공업	2024-02-05	Shandong Marine En	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	삼성중공업	2024-02-05	Shandong Marine En	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	삼성중공업	2024-02-05	Shandong Marine En	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	삼성중공업	2024-02-05	CMES LNG Shipping	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	삼성중공업	2024-02-05	CMES LNG Shipping	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	삼성중공업	2024-02-05	Shandong Marine En	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	삼성중공업	2024-02-05	Shandong Marine En	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	삼성중공업	2024-02-05	Malaysia Int Shpg Co	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	삼성중공업	2024-02-05	CMES LNG Shipping	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	삼성중공업	2024-02-05	CMES LNG Shipping	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-12	삼성중공업	2024-02-05	Shandong Marine En	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-11	삼성중공업	2024-02-05	CMES LNG Shipping	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-08	삼성중공업	2022-06-21	Oceanix Services Ltd	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-07	삼성중공업	2022-06-21	Oceanix Services Ltd	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-06	삼성중공업	2022-06-21	Oceanix Services Ltd	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-05	삼성중공업	2022-06-21	Oceanix Services Ltd	QatarEnergy	214.9
LNG	2026-04	삼성중공업	2024-02-05	CMES LNG Shipping	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-03	삼성중공업	2024-02-05	Malaysia Int Shpg Co	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-03	삼성중공업	2024-02-05	Malaysia Int Shpg Co	QatarEnergy	230.0
LNG	2028-	한화오션	2024-03-24	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-08	한화오션	2024-04-02	K-Line	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-05	한화오션	2024-04-02	K-Line	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-03	한화오션	2024-04-02	K-Line	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	한화오션	2024-03-24	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	한화오션	2024-03-24	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	한화오션	2024-03-24	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2027-	한화오션	2024-03-24	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-12	한화오션	2024-04-02	K-Line	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-07	한화오션	2022-09-22	TMS Cardiff Gas	QatarEnergy	214.5
LNG	2026-04	한화오션	2022-09-22	TMS Cardiff Gas	QatarEnergy	214.5
LNG	2026-03	한화오션	2024-03-24	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-03	한화오션	2024-03-24	Nakilat	QatarEnergy	230.0
LNG	2026-03	한화오션	2022-09-06	H-Line/Pan Ocean/SK	QatarEnergy	214.4

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-