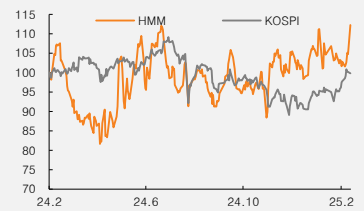


투자의견(상향)	매수
목표주가(상향)	▲ 25,000원
현재주가(25/2/24)	20,000원
상승여력	25.0%

영업이익(24F,십억원)	3,513
Consensus 영업이익(24F,십억원)	3,311
EPS 성장률(24F,%)	176.4
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	3.5
MKT P/E(24F,x)	11.4
KOSPI	2,645.27
시가총액(십억원)	17,621
발행주식수(백만주)	881
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	9.3
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	14,550
52주 최고가(원)	20,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.3	13.4	4.9
상대주가	2.9	15.9	5.8



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

약세장을 버티는 힘: 정책과 주주환원

USTR 중국 선박 및 해운사 견제 조치 발표

지난 2월 21일 USTR(미국 무역대표부)는 중국 선사 및 선박과 관련한 해상 운송 서비스에 수수료를 부과하는 방안을 발표했다. 수수료는 크게 1) 입항시마다 100만 달러(최대 150만 달러) 부과 혹은 2) 용적률 기준 톤당 최대 1,000달러를 부과하는 방안 중 큰 금액이다. 이와 함께 미국산 제품의 미국 선박 이용 확대를 위해 해상운송되는 미국산 제품의 최소 1%를 미국 선사를 통해 운송함을 의무화했다.

중국선사 및 선박에 대한 견제는 최근 중국 최대 선사인 COSCO(OOCL 포함)의 미주 시장 점유율 확대에 기인한다. COSCO그룹의 2024년 미국 수입 시장에서의 컨테이너 수입량은 22% YoY 증가하며 1위(점유율 16%)를 차지한 바 있다. USTR은 3월 공청회를 거쳐 최종적으로 시행여부를 결정할 전망이다.

운임 하락세 속 상대적 실적 선방 기대

해당 정책이 시행될 경우, 중국선사는 태평양 노선 기준 5,000~10,000TEU 만선 선박 기준 TEU 당 원가가 9~17% 상승하게(표 3) 된다. 수수료는 고정비의 성격이 강해 컨테이너 운임 하락시 효과는 더 커진다. 타 선사의 상대적 단가 우위로 이어질 전망이다. HMM의 경우 컨테이너 기준 중국산 선박의 비율은 5%에 불과, 이 영향에서 자유롭다. 최근 SCFI는 지속 하락하며 1,595pt까지 조정받았다. 2024년 초 이후 가장 낮은 상황이다. 하지만, HMM 등 비중국 선사는 수요 증가에 따라 단가 하락 폭이 적을 것으로 보이며 실적 하락폭도 제한적일 것으로 기대된다.

목표주가 25,000원으로 상향하며 투자의견 매수로 상향

밸류에이션 상승 가능성을 반영, 목표주가를 22,000원에서 25,000원으로 상향 조정한다. 25% 상승여력으로 투자의견 역시 Trading Buy에서 매수로 상향조정한다. EV/EBITDA 4.3배(글로벌 평균)를 적용한 것으로 희석 기준 5개년 평균 PBR(기준 0.7배)에 해당한다. 밸류에이션 상향 요건은 1) 정책적 변화에 따른 태평양 시장에서의 경쟁적 우위 강화, 2) 2025년 2조원 이상으로 예상되는 주주환원 정책(24년 배당후) 등이다. 최근 가파른 운임 하락을 반영, HMM에 대한 2025년 실적 전망치를 하향 조정하나 그 폭은 제한적이다. 배당 기일(2월 24일) 이후 단기 약세시 보다 적극적인 매입이 필요한 시점이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액 (십억원)	18,583	8,401	11,700	10,631	10,553
영업이익 (십억원)	9,949	585	3,513	2,196	1,609
영업이익률 (%)	53.5	7.0	30.0	20.7	15.2
순이익 (십억원)	10,117	969	3,781	2,521	2,143
EPS (원)	20,687	1,829	5,055	2,861	2,433
ROE (%)	65.0	4.6	16.2	9.6	7.7
P/E (배)	0.9	10.7	3.5	7.0	8.2
P/B (배)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
배당수익률 (%)	6.1	3.6	3.4	3.5	3.5

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

표 1. 미국 무역대표부(USTR): 중국산 선박 관련 해상운송 서비스 수수료 부과안

대상	기준
1인) 중국 해운사	(a) 선박 대당 최대 100만달러 수수료 부과 (b) 선박 톤수당 최대 1,000달러의 수수료 부과
2인) 중국 건조 선박이 선대구성에 포함된 해운사	(a) 선박 대당 입항 시 최대 150만달러 수수료 부과 (b) 운항선사의 선박량 톤수 기준 중국산 선박의 비율에 따라: *50% 초과 - 최대 100만달러 / 25% 초과 ~ 50% 미만 - 최대 75만달러 / 0~25% 미만 - 50만달러 부과 (c) 운항선사의 선박 대수 기준 25% 이상이 중국산일 경우: 입항 시 선박 당 최대 100만 달러 추가 요금 부과
3인) 중국에서 선박을 건조 중인 해운사 (향후 24개월 내 인도)	(a) 인도 예정 선박의 선박량 톤수 기준 중국산 선박의 비율에 따라: *50% 초과 - 최대 100만달러 / 25% 초과 ~ 50% 미만 - 최대 75만달러 / 0~25% 미만 - 50만달러 부과 (*2인 (b)항 기준과 동일) (b) 인도 예정 선박의 선박 대수 기준 25% 이상이 중국산일 경우: 입항 시 선박 당 최대 100만 달러 추가 요금 부과
공통	미국 건조 선박 입항시 선박당 최대 100만 달러 환불

자료: USTR, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 미국 무역대표부(USTR): 미국산 제품의 미국 건조 선박 이용 촉진

항목	기준
미국 해운사	~1년: 미국산 제품 중 최소 1% 이상을 미국 국적선으로 운송 2년 뒤: 미국산 제품 중 최소 3% 이상을 미국 국적선으로 운송 3년~7년: 미국산 제품 중 최소 5% 이상을 미국 국적선으로 운송, 그 중 3%는 미국 건조 선박 7년~: 미국산 제품 중 최소 15% 이상을 미국 국적선으로 운송, 그 중 5%는 미국 건조 선박
기타 국적사	미국산 제품 중 최소 20%가 미국산 선박으로 운송될 예정임을 입증 시 승인

자료: USTR, 미래에셋증권 리서치센터d

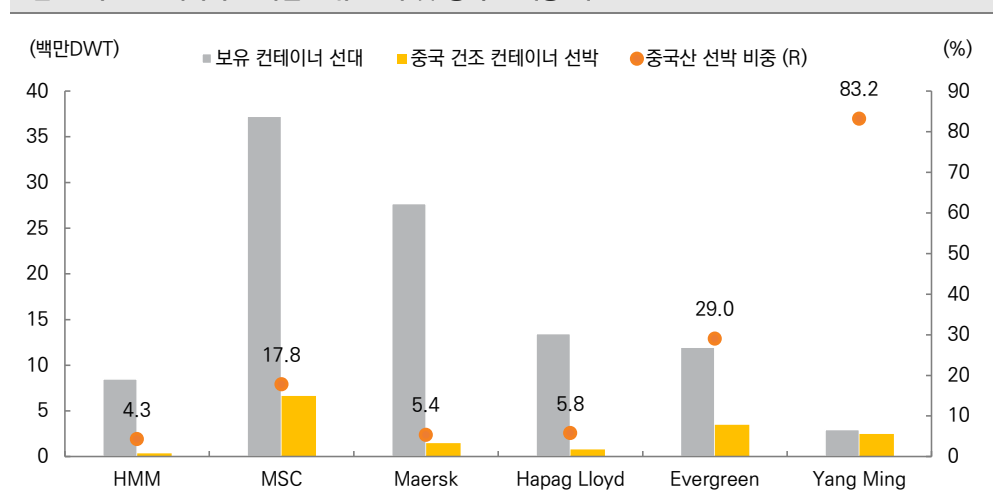
표 3. 중국 해운사/선박 수수료 150만달러 부과 가정 시 효과

선박크기(TEU)	5,000	10,000	15,000
항차당 매출(mn USD)	9	17	26
부과금(mn USD)	1.5	1.5	1.5
부과율(% , 매출대비)	17.3	8.6	5.8

주: 운임 KCCI 기준 최근 미주운임(동서안) 산술평균 4,344달러/FEU 가정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 주요 컨테이너 선사별 보유 선대 및 중국산 비중 비교



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. Valuation – EV/EBITDA Method

항목	25F	비고
EBITDA	3,120	2025년 예상 실적
순차입금	-11,477	
EV	13,727	글로벌 PEER FY1~2평균 4.4배
주주가치	25,204	
발행주식수	881,039	
주식수(희석)	1,025	잔여 197회 전환 가정
적정주가(원)	24,588	
목표주가(원)	25,000	
현재주가(원)	20,000	2/24 종가
과리율(%)	25.00	
목표 PBR(X)	0.9	5개년 평균 0.9배
목표 PER(X)	10.2	5개년 평균 7배

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 5. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24P	25F	24P	25F	24P	25F	
매출액	11,700	11,067	11,700	10,631	0.0	-3.9	운임 하락
영업이익	3,513	2,614	3,513	2,196	0.0	-16.0	운임 하락에 따른 수익성 악화
세전이익	3,897	3,048	3,897	2,610	0.0	-14.4	
순이익	3,781	2,942	3,781	2,521	0.0	-14.3	
EPS (KRW)	5,055	3,339	5,055	2,861	0.0	-14.3	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터 예상

표 6. 분기별 실적 추이 및 전망

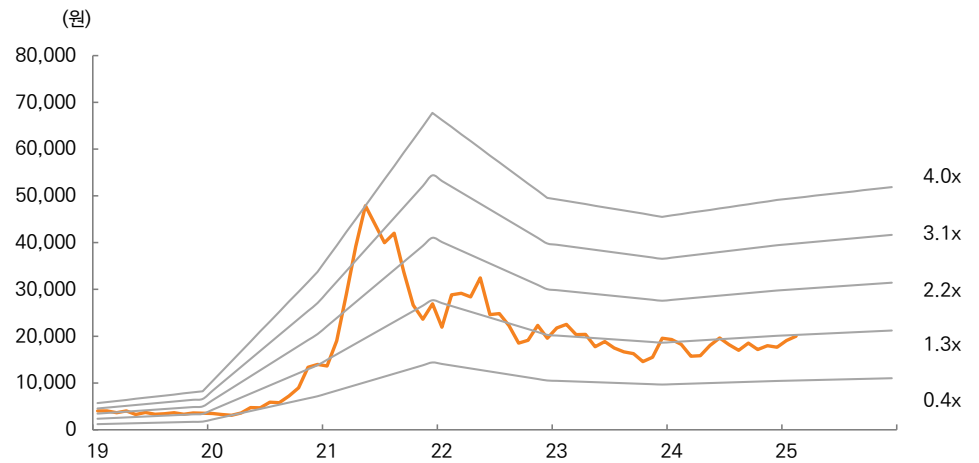
(십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F	2026F
매출액	2,330	2,663	3,552	3,155	2,339	2,193	3,062	3,036	11,700	10,631	10,553
컨테이너	1,936	2,254	3,188	2,770	2,102	1,935	2,774	2,619	10,148	9,429	9,253
벌커	339	348	319	331	184	205	237	364	1,337	989	1,088
기타	55	61	45	54	54	54	52	53	215	212	212
영업이익	407	644	1,461	1,000	285	120	898	892	3,513	2,196	1,609
컨테이너	350	607	1,468	955	268	96	871	874	3,380	2,109	1,518
벌커	74	13	-8	52	10	13	22	26	132	71	84
기타	-17	24	1	-7	6	11	6	-8	1	16	7
세전이익	503	698	1,759	936	377	222	1,008	1,003	3,897	2,610	2,221
순이익(지배)	485	661	1,738	896	364	214	976	967	3,781	2,521	2,143
영업이익률(%)	17	24	41	32	12	5	29	29	30	21	15
순이익률(지배)	21	25	49	28	16	10	32	32	32	24	20
운임(\$/TEU)	1,347	983	946	913	1,347	1,528	2,041	1,466	1,047	1,596	1,223
물동량(천 TEU)	893	960	1,023	937	893	950	992	985	3,813	3,820	3,789

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

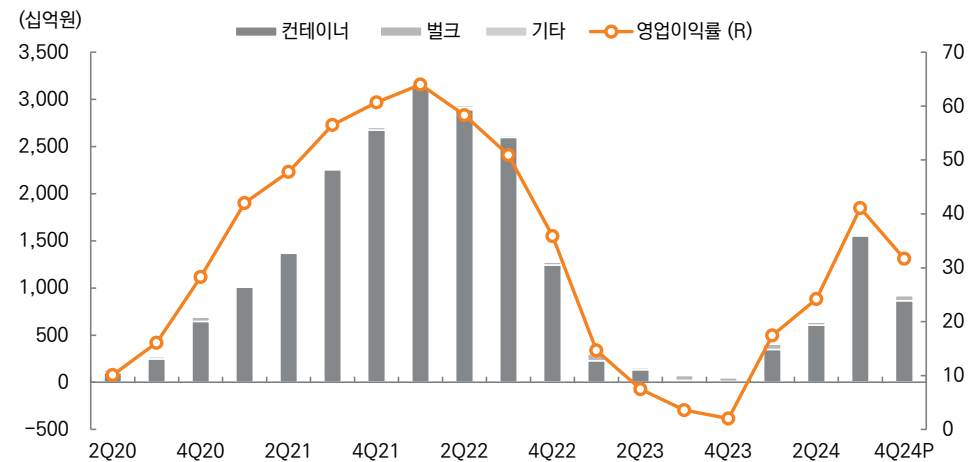
자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터 예상

그림 2. 12M FWD PBR 밴드



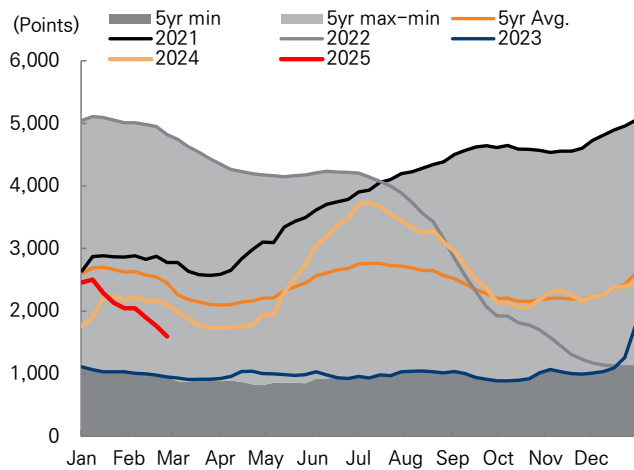
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. HMM 영업이익 추이



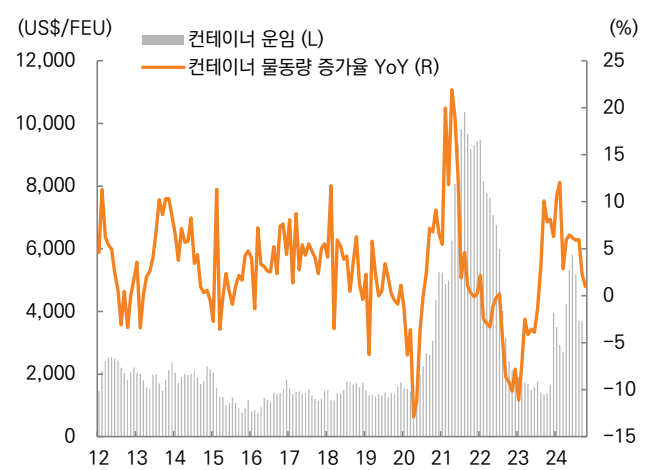
자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. SCFI 운임 추이



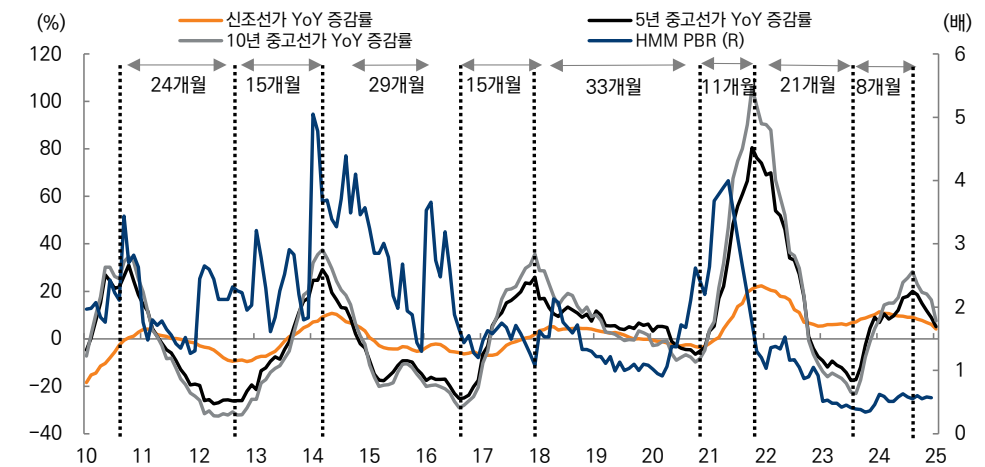
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 컨테이너 물동량 vs. 운임



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. HMM PBR vs. 컨테이너선 선가



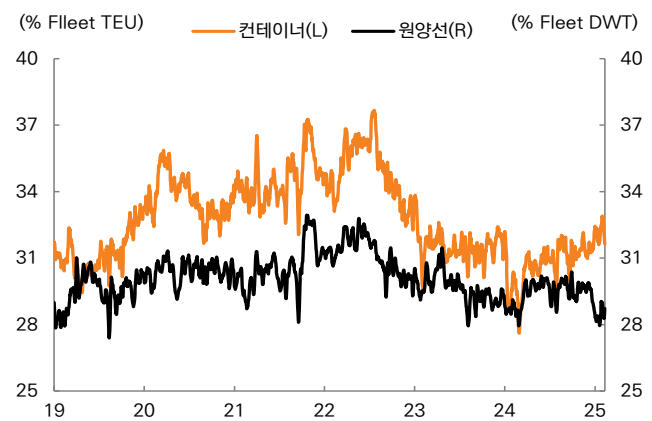
자료: Clarkson, Thompson Reuters, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 전세계 미서부 항구 적체량



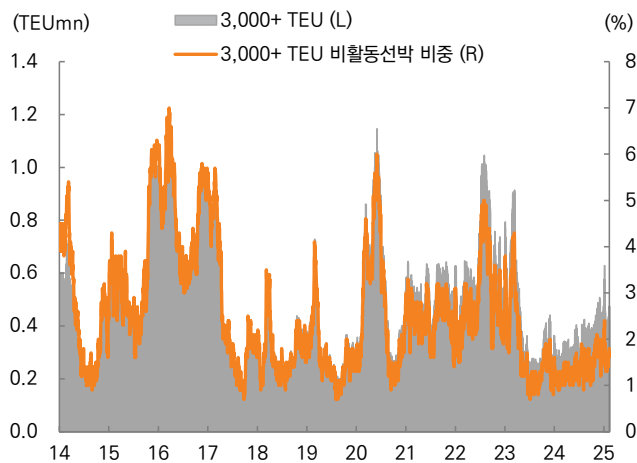
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 선박별 항구 적체 비중



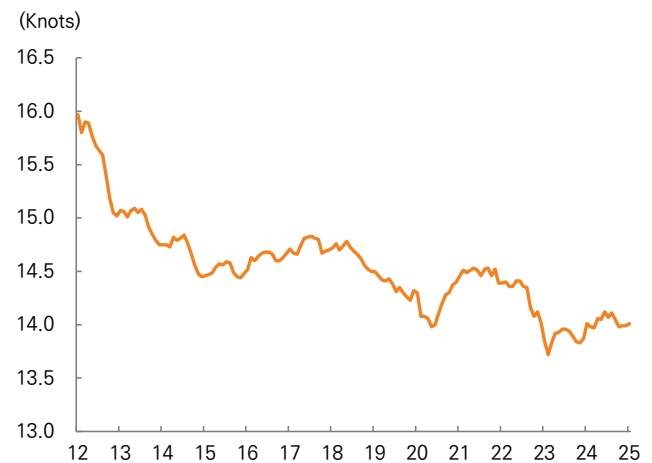
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 컨테이너선 계선 선박 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 컨테이너선 선속 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

HMM (011200)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,401	11,700	10,631	10,553
매출원가	7,426	7,737	8,010	8,522
매출총이익	975	3,963	2,621	2,031
판매비와관리비	390	451	425	422
조정영업이익	585	3,513	2,196	1,609
영업이익	585	3,513	2,196	1,609
비영업손익	469	384	414	612
금융손익	500	505	541	619
관계기업등 투자손익	-154	-92	0	0
세전계속사업손익	1,054	3,897	2,610	2,221
계속사업법인세비용	86	116	90	77
계속사업이익	969	3,781	2,521	2,143
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	969	3,781	2,521	2,143
지배주주	969	3,781	2,521	2,143
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1,324	4,178	2,521	2,143
지배주주	1,324	4,178	2,521	2,143
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,458	4,404	3,120	2,563
FCF	-57	2,262	2,307	1,918
EBITDA 마진율 (%)	17.4	37.6	29.3	24.3
영업이익률 (%)	7.0	30.0	20.7	15.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.5	32.3	23.7	20.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	13,180	15,779	17,542	18,820
현금 및 현금성자산	3,250	4,865	6,443	8,428
매출채권 및 기타채권	765	1,169	1,125	1,054
재고자산	362	554	533	499
기타유동자산	8,803	9,191	9,441	8,839
비유동자산	12,534	15,200	15,358	15,491
관계기업투자등	333	509	490	458
유형자산	7,716	8,649	8,875	9,121
무형자산	41	39	39	39
자산총계	25,713	30,978	32,900	34,311
유동부채	2,001	2,693	2,625	2,515
매입채무 및 기타채무	656	1,003	965	904
단기금융부채	898	1,006	1,002	995
기타유동부채	447	684	658	616
비유동부채	2,271	3,124	3,121	3,116
장기금융부채	2,218	3,042	3,042	3,042
기타비유동부채	53	82	79	74
부채총계	4,273	5,817	5,746	5,631
지배주주지분	21,439	25,161	27,153	28,679
자본금	3,445	3,745	3,745	3,745
자본잉여금	4,436	4,363	4,363	4,363
이익잉여금	10,889	14,124	16,116	17,643
비지배주주지분	2	1	1	1
자본총계	21,441	25,162	27,154	28,680

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,980	4,595	3,457	3,118
당기순이익	969	3,781	2,521	2,143
비현금수익비용가감	424	482	477	418
유형자산감가상각비	873	891	923	955
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-449	-409	-446	-537
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	186	-29	12	20
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	190	-445	43	71
재고자산 감소(증가)	-29	-184	21	34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	93	257	-27	-44
법인세납부	-105	-120	-90	-77
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,487	-2,919	-1,365	-541
유형자산처분(취득)	-2,027	-2,319	-1,150	-1,200
무형자산감소(증가)	-6	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	464	-714	-215	659
기타투자활동	82	119	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2,238	-87	-533	-624
장단기금융부채의 증가(감소)	-981	932	-4	-7
자본의 증가(감소)	1,011	226	0	0
배당금의 지급	-667	-518	-529	-617
기타재무활동	-1,601	-727	0	0
현금의 증가	-1,730	1,615	1,578	1,985
기초현금	4,980	3,250	4,865	6,443
기말현금	3,250	4,865	6,443	8,428

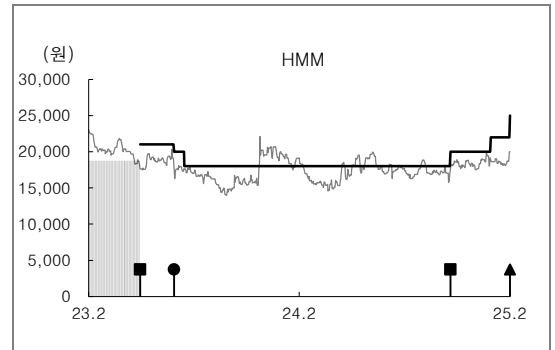
자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	10.7	3.5	7.0	8.2
P/CF (x)	7.4	3.1	5.9	6.9
P/B (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	3.3	1.3	2.0	1.8
EPS (원)	1,829	5,055	2,861	2,433
CFPS (원)	2,630	5,700	3,403	2,907
BPS (원)	31,115	28,557	30,819	32,551
DPS (원)	700	600	700	700
배당성향 (%)	49.8	14.0	24.5	28.8
배당수익률 (%)	3.6	3.4	3.7	3.7
매출액증가율 (%)	-54.8	39.3	-9.1	-0.7
EBITDA증가율 (%)	-86.5	202.1	-29.2	-17.8
조정영업이익증가율 (%)	-94.1	500.7	-37.5	-26.8
EPS증가율 (%)	-91.2	176.4	-43.4	-15.0
매출채권 회전율 (회)	10.0	12.2	9.4	9.8
재고자산 회전율 (회)	24.4	25.5	19.5	20.4
매입채무 회전율 (회)	15.7	12.9	11.3	12.6
ROA (%)	3.7	13.3	7.9	6.4
ROE (%)	4.6	16.2	9.6	7.7
ROIC (%)	5.2	27.6	15.6	11.2
부채비율 (%)	19.9	23.1	21.2	19.6
유동비율 (%)	658.5	585.9	668.2	748.3
순차입금/자기자본 (%)	-40.5	-38.3	-42.3	-44.9
조정영업이익/금융비용 (x)	3.7	28.5	14.3	10.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HMM (011200)				
2025.02.25	매수	25,000	-	-
2025.01.23	Trading Buy	22,000	-15.75	-9.09
2024.11.14	Trading Buy	20,000	-7.85	-0.90
2024.08.11	1년 경과 이후	18,000	-4.00	4.78
2023.08.11	중립	18,000	-4.57	22.78
2023.07.24	중립	20,000	-12.42	-9.40
2023.05.26	Trading Buy	21,000	-10.38	-3.33



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HMM 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.