

HMM (011200)

2025.04.07

트럼프가 촉발시킨 운임 변동성

[건설/운송] 배세호
2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

투자 의견 Hold, 목표주가 21,000원으로 커버리지 개시

HMM에 대하여 투자 의견 Hold와 투자 의견 21,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EBITDA에 Target EV/EBITDA 2.9배(글로벌 컨테이너 선사 평균)를 적용하고 예상 순차입금을 차감하여 산정했다. 목표주가에 해당하는 12개월 선행 P/E는 8.8배, P/B는 0.79배에 해당한다. 컨테이너 선복량 증가 추세와 미국의 상호관세 정책에 따라 글로벌 컨테이너 물동량 감소와 운임 하락이 예상된다. 하지만 미국 USTR 중국 조선업 규제가 2월 발표만큼 강력하다면 HMM의 큰 수혜가 예상되며, 예상 추정치를 크게 상향 조정할 수 있다.

2025년 영업이익 1.9조원(-46.4% YoY) 예상

HMM의 2025년 매출액과 영업이익은 각각 10.6조원(-9.8% YoY), 영업이익은 1.9조원(-46.4% YoY)로 추정된다. 1Q25 평균 SCFI는 1,762pt(-12.9% YoY, -22.6% QoQ)를 기록했으며, 글로벌 선복량 증가와 미국 관세 영향에 따른 물동량 둔화 효과로 연 중 운임 하락이 예상된다. HMM의 영업이익은 SCFI와 크게 동조화 되는 모습을 보이고 있어, 컨테이너 운임 하락에 따라 영업이익 감소가 예상된다. 다만 2월 발표한 USTR의 중국 조선업 규제가 수정 없이 예정대로 시행된다면, 컨테이너 운임은 현재 대비 30% 이상 상승할 수 있다는 점은 업사이드 리스크이다. 또한 2024년초부터 통행이 제한된 수에즈 운하의 통행이 현재까지도 제한되어 있고, 연말까지 현재의 상황이 유지된다면 운임의 하락 효과는 제한될 수 있다. 상대적으로 중국산 선박의 비중이 낮은 HMM의 경우 미국 항구 입항 시 75만달러의 비용이 발생될 수 있다. 업계 평균 175만달러 대비 현저히 낮아 수혜가 예상된다. 하지만 USTR의 중국 조선업 규제의 강도를 감안 시 2월 발표 대비 실제 안은 페널티가 크게 하향될 가능성이 높다고 판단한다.

공격적인 주주환원 정책은 긍정적

2025년 1월 22일 HMM은 기업가치 제고 계획을 공시했다. 주요 내용으로는 1) 연평균 매출 성장률 9%, ROE(3년 평균) 4%, 2) 향후 1년 내 주주환원 예상 금액 2.5조원(2024년 결산배당 포함, 배당 + 자사주 매입/소각), 2030년까지 배당성장 30%와 시가배당률 5% 중 작은 금액 이상 주주환원 확대다. 배당성장 30% 혹은 시가 배당수익률 5% 중 작은 금액을 주당 배당금 하단으로 설정한 것은 배당의 가시성 측면에서 매우 긍정적이라 판단한다. 배당성장 30%를 가정 시 추정치 기준 회계연도 2025년, 2026년, 2027년의 주당 배당금은 730원, 870원, 1,070원이며, 이는 주가 19,600원 가정 시 배당 수익률 3.7%, 4.4%, 5.5%에 해당한다.

Hold (Initiate)

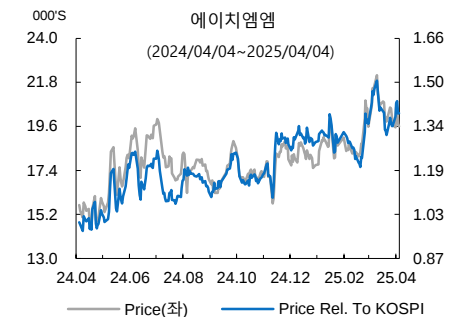
목표주가(12M)	21,000원(신규)
증가(2025.04.04)	19,600원
상승여력	7.1%

Stock Indicator

자본금	4,405십억원
발행주식수	88,104만주
시가총액	17,268십억원
외국인지분율	9.6%
52주 주가	14,550~22,150원
60일평균거래량	2,882,905주
60일평균거래대금	57.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.6	3.7	14.6	27.4
상대수익률	-4.3	4.6	18.7	36.6

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,700	10,552	11,284	11,934
영업이익(십억원)	3,513	1,883	2,284	2,888
순이익(십억원)	3,782	2,252	2,702	3,300
EPS(원)	5,055	2,436	2,923	3,570
BPS(원)	31,615	31,844	34,046	36,894
PER(배)	3.5	7.7	6.7	5.5
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	15.3	7.6	8.6	9.7
배당수익률(%)	3.4	3.7	4.4	5.5
EV/EBITDA(배)	0.4	2.8	2.4	2.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

실적 추정

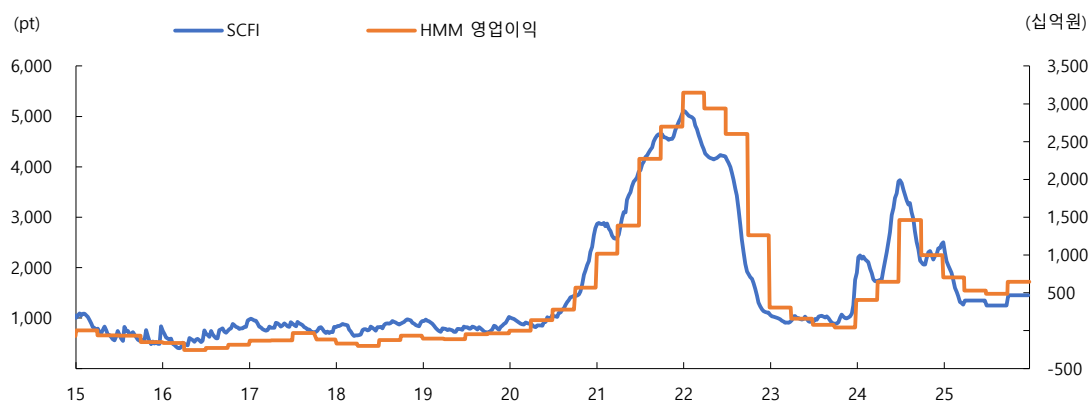
HMM의 2025년 매출액과 영업이익은 각각 10.6조원(-9.8% YoY), 영업이익은 1.9조원(-46.4% YoY)로 추정된다. 1Q25 평균 SCFI는 1,762pt(-12.9% YoY, -22.6% QoQ)를 기록했으며, 글로벌 선복량 증가와 미국 관세 영향에 따른 물동량 둔화 효과로 연 중 운임 하락이 예상된다. HMM의 영업이익은 SCFI와 크게 동조화 되는 모습을 보이고 있어, 컨테이너 운임 하락에 따라 영업이익 감소가 예상된다.

컨테이너 시황은 물동량 감소로 운임의 하락 추세가 장기적으로 이어질 것으로 예상된다. 선복량이 크게 늘어나고 있으며, 미국의 관세 정책이 물동량 감소로 이어지며 시황에 부정적인 영향을 줄 것으로 보인다. 2024년 글로벌 컨테이너 선복량은 10% 늘어났고, 2025년에도 7% 수준의 선복량 증가율이 예정되어 있다. 2025년 현재 컨테이너선의 선복량 대비 주문잔고는 27%에 달한다.

다만 2월 발표한 USTR의 중국 조선업 규제가 수정 없이 예정대로 시행된다면, 컨테이너 운임은 현재 대비 30% 이상 상승할 수 있다는 점은 업사이드 리스크이다. 또한 2024년초부터 통행이 제한된 수에즈 운하의 통행이 현재까지도 제한되어 있고, 연말까지 현재의 상황이 유지된다면 운임의 하락 효과는 제한될 수 있다.

상대적으로 중국산 선박의 비중이 낮은 HMM의 경우 미국 항구 입항 시 75만달러의 비용이 발생될 수 있다. 업계 평균의 175만달러 수준이 부과될 것으로 보여 HMM의 수혜가 예상된다. 하지만 USTR의 중국 조선업 규제의 강도를 감안 시 2월 발표 대비 크게 하향될 가능성이 높다고 판단한다.

그림1. SCFI와 HMM 영업이익 추이



자료: Clarksons iM증권 리서치본부

주: SCFI는 2Q15부터 추정치, 영업이익은 1Q15부터 추정치

주주환원 정책 강화

2025년 1월 22일 HMM은 기업가치 제고 계획을 공시했다. 주요 내용으로는 1) 연평균 매출 성장률 9%, ROE(3년 평균) 4%, 2) 향후 1년 내 주주환원 예상 금액 2.5조원(2024년 결산배당 포함, 배당 + 자사주 매입/소각), 2030년까지 배당성장 30%와 시가배당률 5% 중 작은 금액 이상 주주환원 확대다.

HMM은 2025년 1월 향후 1년 내 주주환원으로 2.5조원을 지출하겠다고 밝혔으며, 이미 2024년 결산배당으로 5,286억원을 지출하여, 약 2조원을 자사주 매입 및 소각에 사용해야한다. HMM의 경우 2025년 4월 197회 무보증사모전환사채 7,200억원 이자율 스텝업으로 자본 전환이 예정 되어있다. 전환가격이 주당 5,000원인 것을 감안 시 총 1.44억주(기존 대비 +16.3%)의 주식이 늘어날 예정이다. 단순 주가를 19,600원으로 가정 시 약 1.0억주를 매입/소각할 수 있다. 이 경우 HMM의 주식 수는 전체 9.25억주가 되는 것이며, 이는 2024년말 대비 5.15% 증가한 것이다.

HMM은 2010년 이후 11년만인 회계연도 기준 2021년부터 배당을 재개하였다. 지난 2021년 주당 배당금은 600원(배당총액 2,934억원), 2022년 1,200원(5,868억원), 2023년 700원(4,823억원), 2024년 600원(5,286억원)을 지급하였으며, 시가 배당률은 2.2~5.5%에 해당한다. HMM의 지배주주순이익 대비 배당성향은 2023년 49.8%를 제외하고, 5.5~17.6%로 낮은 수준이었다. 배당성향 30% 혹은 시가 배당수익률 5% 중 작은 금액을 주당 배당금 하단으로 설정한 것은 배당의 가시성 측면에서 매우 긍정적이라 판단한다. 배당성향 30%를 가정 시 추정치 기준 회계연도 2025년, 2026년, 2027년의 주당 배당금은 730원, 870원, 1,070원이며, 이는 주가 19,600원 가정 시 배당 수익률 3.7%, 4.4%, 5.5%에 해당한다.

표1. HMM 주주환원 정책 목표를 iM증권 추정치와 비교

(십억원, 원, %)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
지배주주순이익(십억원)	123.9	5,337.1	10,117.0	968.6	2,995.4	2,251.7	2,701.9	3,299.9
주당 배당금(원)	-	600	1200	700	600	730	870	1,070
배당 총액(십억원)	-	293.4	586.8	482.3	528.6	675.5	810.6	990.0
배당 성향(%)	-	5.5	5.8	49.8	17.6	30.0	30.0	30.0
시가 배당률(%)	-	2.2	5.5	3.4	3.2	3.7	4.4	5.5
기준 주가(원)	-	27,300	21,900	20,600	18,800	19,600	19,600	19,600
주식 수(천 주)	326,726	489,039	489,039	489,039	881,039	924,458	924,458	924,458

자료: HMM, iM증권 리서치본부

표2. HMM 주식 수 변화

	종류	회차	발행금액 (십억원)	전환가액(원)	주식 수 (천 주)	주식수 (천 주)
2020년말						326,726
2021-01	CB	199회	240	5,000	+18,666	345,392
2021-06	CB	190회	300	5,000	+60,000	405,392
2021-10	CB	191회	600	5,000	+83,647	489,039
2023-10	CB	192회	400	5,000	+80,000	569,039
2023-10	BW	193회	600	5,000	+120,000	689,039
2024-05	CB	194회	100	5,000	+20,000	709,039
2024-06	CB	195회	200	5,000	+40,000	749,039
2024-10	CB	196회	660	5,000	+132,000	881,039
2025-04(예정)	CB	197회	720		+144,000	1,025,039
자사주 매입/소각					-100,582	924,457
주식 수						924,457

자료: iM증권 리서치본부

주: 자사주 매입 가격 주당 19,600원 가정

표3. 2025년 HMM 주주환원 예상

(십억원)	금액
(A) + (B) 주주환원 금액(2026년 1월 이전)	2,500
(A) 2024년 결산 배당(십억원)	528.6
(B) 자사주 매입/소각(십억원)	1,971.4
- 자사주 매입 주당 가격(원)	19,600
- 자사주 매입량(천 주)	100,581

자료: iM증권 리서치본부

HMM 매각: 오랜 시일이 걸릴 것

HMM에게는 과거 산업은행과 해양진흥공사의 자금 총 3.6조원이 투입되었다. 자금의 성격이 공적인만큼 결국 HMM의 최대주주(산업은행, 해양진흥공사)는 궁극적으로 HMM을 민간에 매각할 수밖에 없다.

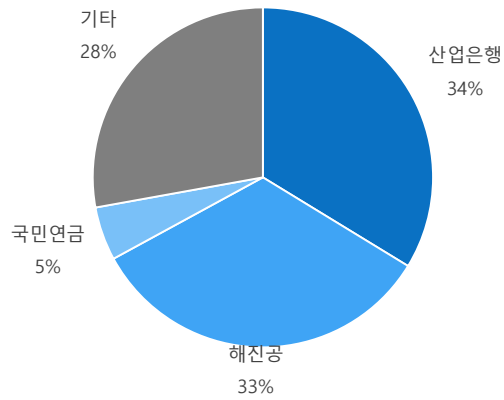
문제는 매각가액과 원매자의 성격인데, 우선 HMM이 가지고 있는 기간 산업의 특성상 외국계 자본으로의 매각의 가능성은 매우 낮다. 실제 HMM의 매각이 본격화된 2023년 독일 해운사 Hapag-Lloyd가 인수 의지를 보였지만 궁극적으로 인수 적격 심사를 통과하지 못한 것으로 알려져 있다.

높은 매각가액 역시 예비 원매자들의 부담이 높이는 부분이다. 현재 HMM의 시가총액은 17조원이며, 197회 영구채 전환(1.44억주)과 2025년 1월 발표한 자사주 매입/소각(2조원)을 고려 시 현재의 주가가 유지된다는 가정 하에 연말에는 18조원 수준의 시가총액을 가정할 수 있다. 이 경우 산업은행과 해양진흥공사의 지분은 합산 79.4%(산업은행 40.0%, 해진공 39.5%)으로 매각 대상 지분 가치는 14.4조원에 달한다. 통상 바이아웃 딜에서 인수금용을 50~70%(7.2~10.1조원) 사용한다는 것을 감안했을 때, 에퀴티 투자로만 4.3~7.2조원을 투자해야하는 것이다. 이 정도 규모의 투자를 감당할 수 있는 사모펀드와 SI는 국내에서는 극소수만 존재한다.

인수금용의 이자를 연 4%로 가정 시 연 3,000~4,000억원이 이자비용으로 지출된다. 이는 현재 HMM의 배당 정책(배당성향 30% 혹은 시가배당률 5% 중 작은 금액)을 감안했을 때 HMM에게 받는 배당금의 대부분을 이자비용으로 소진하게되는 것이다.

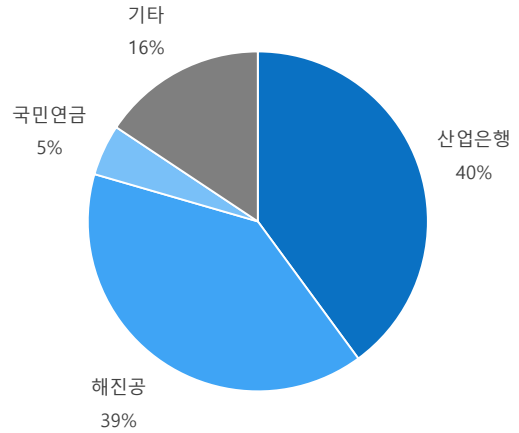
한국 M&A 역사에서 가장 큰 규모는 1위 2016년 삼성전자의 하만(Harman) 인수(2016년, 거래규모 9.8조원), 2위 MBK파트너스의 홈플러스 인수(2015년, 7.8조원), 3위 딜리버리히어로의 우아한형제들(배달의민족) 인수(2019년, 4.8조원)다. 위 사례들은 모두 외국계 회사와의 거래이며 한국 기업간의 M&A 사례에서 가장 큰 사례는 미래에셋증권의 대우증권 인수(2016년, 2.3조원)이다. 만약 HMM 매각 딜이 성사된다면, 현재 주가가 큰 폭으로 하락하지 않는다는 가정 하에 한국 M&A 역사상 가장 큰 규모가 될 것으로 예상된다. 한국 기업간의 M&A 역사상으로는 전무후무한 사례가 될 것으로 보인다.

그림2. HMM 지분(2024년말 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림3. HMM 지분(2025년말 예상)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 1) 197회 영구채 전환, 2) 자사주 매입/소각에 산은, 해진공 지분은 제외,
3) 주당 매입 가격 19,600원 가정

표4. HMM 매각 가정

(십억원)	금액
현재 시가 총액	17.2조원
+ 197회 영구채 전환 증가 시총	2.8조원
- 자사주 매입/소각	1.9조원
2025년말 시가 총액(가정)	18.1조원
(A) 산업은행 지분	40.0%
(B) 해양진흥공사 지분	39.5%
(A) + (B) 매각 대상 지분	79.4%
매각 대상 지분 금액(가정)	14.4조원
경영권 프리미엄(가정)	0%
인수금융(50~70%)	7.2~10.1조원
에쿼티 투자(30~50%)	4.3~7.2조원

자료: iM증권 리서치본부

HMM은 SK해운 부분 인수 우선협상대상자로 선정

HMM은 2025년 2월 21일 SK 해운의 부분 매각 우선협상대상자로 선정되었다고 공시했다. 복수의 언론에 따르면 HMM은 현재 SK 해운에 대한 실사를 진행 중이고, 이르면 4월 SK 해운의 인수 계약을 체결할 수 있다. 인수금액은 2조원 수준으로 알려져 있다.

HMM의 SK 해운 인수 추진 목적은 포트폴리오 다각화다. 2024년 기준 HMM의 매출 비중에서 컨테이너 부문이 차지하는 비중은 87%고, 영업이익 비중에서는 96%에 달한다. Spot 운임에 따라 수익성이 크게 변동하는 컨테이너 사업의 특성상 SK 해운의 높은 장기계약 비중(매출에서 70% 이상)은 실적의 안정성을 더해줄 수 있다. 또한 SK 해운의 주력 사업이 가스선, 탱커선, 벌크선, 병커링인만큼 사업 포트폴리오 다각화도 가능하다. 특히 2025년 미국 행정부의 관세 정책, 컨테이너 동맹 개편의 이슈로 운임의 변동성이 심해질 것으로 예상되어 HMM 입장에서 포트폴리오 다각화를 실현하기에 적기라고 판단했을 수 있다. 이번 딜에서는 SK 해운의 주력 사업 중 하나인 LNG 사업부는 제외되는데, HMM이 과거 LNG 사업부를 매각하며 2029년까지 해당 사업에 진출할 수 없는 겸업 금지 조항을 체결했기 때문이다.

Clarksons에 따르면 2024년 2월 기준 SK 해운이 보유한 선대는 총 55척으로 벌크 8대, 원유/제품선 24대, LPG 14대, 병커링 6대, LNG 7대다. 벌크 8대 중 4대는 팬오션에게 2025년 중 매각(2,273억원) 예정이다. 한국신용평가가 2024년 12월 23일 발간한 SK 해운 보고서에 따르면 SK 해운은 안정적인 실적은 지속될 것으로 보이나, 재무 부담은 높은 축에 속한다. 2024년 3분기 누적 기준 SK 해운의 매출액과 영업이익은 각각 1.5조원, 영업이익 3,074억원을 기록했다. SK 해운의 매출 비중은 탱커선 35%, 가스선(LPG, LNG) 27%, 병커링 20%, 벌크선 18%으로 구성되어 있고, 영업이익 비중은 탱커선 48%, 가스선 40%, 벌크선 7.1%, 병커링 4.7%로 구성되어 있다. 2024년 기준 3년 이상 장기운송계약(CVC, COA, TC-out) 비중은 매출에서 70%에 달하고, 영업이익 기준으로는 90%를 상회한다. 탱커선과 가스선 부문에서의 장기운송계약을 바탕으로 실적 측면에서는 장기적으로 안정성을 기대할 수 있다.

하지만 현재 SK 해운의 부채비율은 높은 편이다. 2024년 9월 기준 순차입금은 5조원(총차입금 5.2조원, 현금성자산 1,595억원), 부채비율은 443.3%로 동종 국내 해운 업체 HMM의 20%, 팬오션 66%, 대한해운 100%, 에이치라인해운 230% 수준에 비해 크게 높다. SK 해운의 연간 EBITDA는 약 6,500~7,000억원 수준인 것을 감안할 때, 순차입금 대비 EBITDA는 7~8배 수준이며, 이 역시 동종 업체 4~7배 수준에 비해 높은 편이다(HMM 제외). 하지만 HMM은 SK 해운의 LNG 사업부를 제외한 부분을 매입하는 것으로 LNG 선을 제외한 2024년

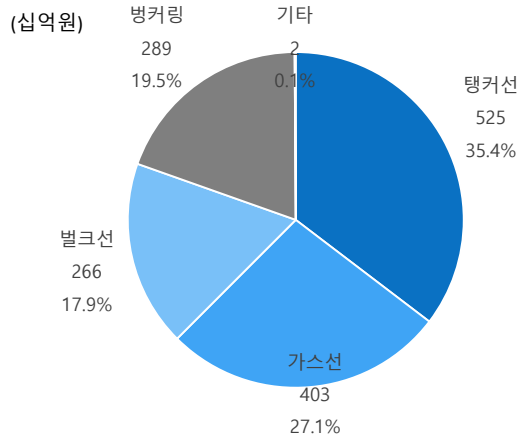
SK 해운의 추정 매출액은 1.2~1.3 조원, 영업이익은 2,800~3,200 억원, EBITDA 는 4,500~5,000 억원, 그리고 순차입금은 3.3~3.8 조원으로 추산된다.

위와 같은 가정(추정 EBITDA 4,500~5,000억원, 순차입금 3.3~3.8조원) 시 HMM의 SK해운 인수가액 2조원은 EV/EBITDA 관점에서 11~13배의 Valuation을 인정하는 것이다. EBITDA/순차입금 관점에서는 6.6~8.5배다. 이 외 현재 운영 중인 벌크 선대 8척 중 4척을 팬오션에게 2025년 중 인도하는 것을 감안할 때, 연환산 영업이익 120억원, EBITDA 기준 200억원의 감소가 추정된다. 글로벌 상장 벌크, 탱커선사의 EV/EBITDA는 2~6배에 거래되고 있다. 구체적으로 2024년 기준 탱커/가스 선사 Dorian LPG 5.6배, Teekay Tankers 1.9배, Navigator Holdings 6.3배, 벌크 선사 Starbulk Carrier 4.7배, D/S Norden 2.3배의 Valuation을 받았다. 국내의 경우 팬오션 5.6배, 대한해운 6.8배의 EV/EBITDA Valuation을 받고 있다. 국내외 피어 그룹과 비교 시, SK해운 인수가액이 2조원이라면 높은 편에 속한다.

2024 년 HMM 의 매출과 재무 현황을 감안할 때 SK 해운 부분 인수로 2024 년 손익에 미치는 영향은 제한적이나, 2025 년 컨테이너 시황 악화를 가정 시 손익 부분의 영향력은 전년대비 커지고, 순현금은 큰 폭으로 감소할 수 있다. 2024 년 LNG사업부를 제외한 SK 해운의 추정 실적을 2025 년 예상 HMM 실적에 단순히 가산하면, HMM 의 2025 년 기준 매출액에서 +11~12%, 영업이익 +12~14%, EBITDA +16~18% 효과를 가져올 것으로 예상된다.

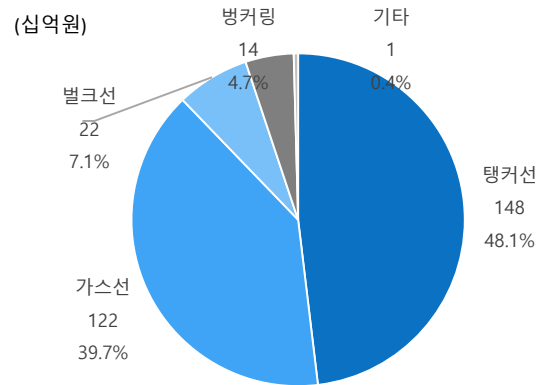
HMM 의 2024 년말 기준 현금성자산은 15 조원, 순현금은 11 조원 수준이다(리스부채 포함). SK 해운의 부분 인수가가 2 조원이라면 HMM 은 인수금융 없이 현금성자산 100%로만으로도 SK 해운을 매입할 수 있을 정도로 우량한 재무구조를 보유하고 있다. 다만 SK 해운의 LNG 사업부 제외 순차입금 3.3~3.8 조원 가정 시, 인수 이후 HMM 의 순현금은 5.2~5.7 조원으로 크게 감소할 수 있다.

그림4. SK해운 매출 비중(2024년 9월 누적)



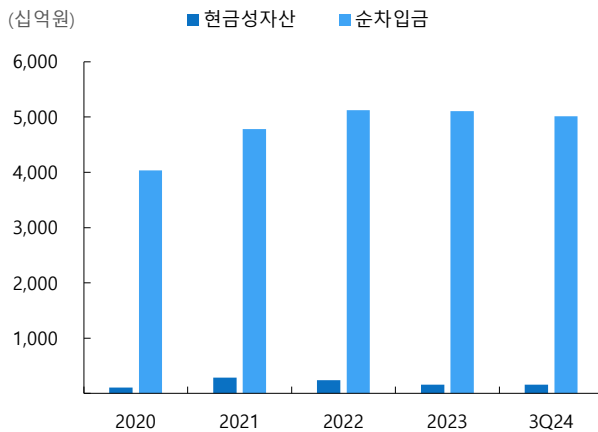
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림5. SK해운 영업이익(2024년 9월 누적)



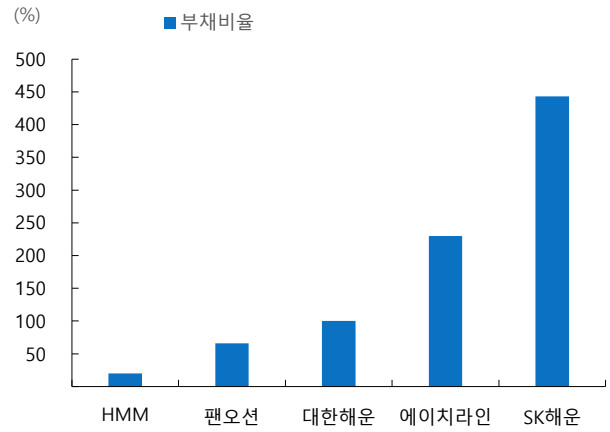
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림6. SK해운 현금성자산 및 순차입금 추이



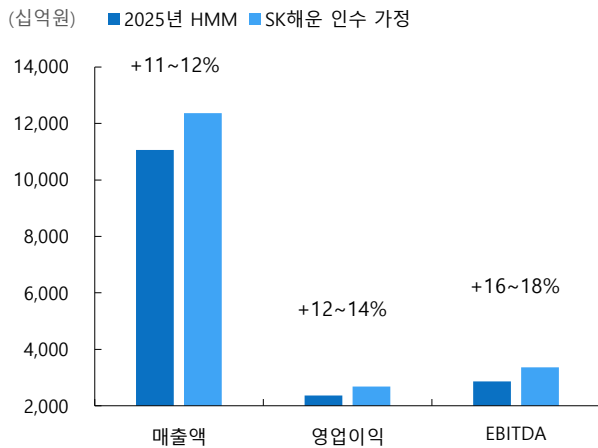
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림7. 국내 주요 선사 부채비율



자료: 한국신용평가, Dart, iM증권 리서치본부

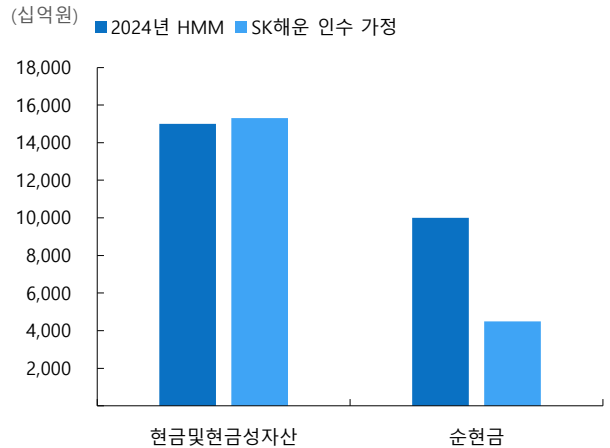
그림8. SK해운 인수 가정 HMM 손익 변화(2025년 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: SK해운 LNG사업부 제외 및 2024년 온기 실적은 추정치

그림9. SK해운 인수 가정 HMM 순차입금 변화(2024년 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: SK해운 LNG사업부 제외 현금성자산 및 순현금은 추정치, 2조원 인수 가정

선대 계획

HMM는 2024년말 기준 컨테이너선 83척(92만TEU, 사선 59척, 용선 24척), 유조선 18척(44만DWT, 사선 13척, 용선 5척), 건화물선 17척(203만TEU, 사선 14척, 용선 3척), 다목적선 7척(21만TEU, 사선 4척, 용선 3척)을 보유하고 있다. 총 125척(사선 90척, 용선 35척)이다.

HMM은 2024년 장래사업 경영 계획으로 컨테이너선 155만TEU(130척 규모, 현재 91.5만TEU), 벌크선 1,256만DWT(110척, 현재 203만TEU), 터미널 개발 및 물류사업 추진 등으로 2030년말까지 23.5조원을 투자한다고 밝혔다.

단기적으로 2025~2026년 9,000TEU급 컨테이너선 9척을 인도받을 예정이다(합산 81,000TEU). Clarksons에 따르면 HMM은 2027년까지 컨테이너선 8척(69,240TEU), PCC 5척(69,000CEU), 유조선 4척(200,000DWT), 다목적선 4척(152,000DWT)의 인도가 예정되어 있다. PCC선의 경우 현대글로벌비스에 대선 예정이다.

선박금융 구조에 대하여 자세한 정보가 없어, 실질적인 Capex를 추정하기 어렵지만 단기적인 선대 계획으로만 연간 약 1조원 이상이 지출될 것으로 예상된다. SK해운 인수를 가정 시 2조원이 추가로 집행되어 2025년에만 약 3조원의 Capex가 예상된다.

표5. HMM 선대

2024년말 기준	전체		사선		용선	
	적재량	척수	적재량	척수	적재량	척수
컨테이너(TEU)	915,483	83	747,809	59	167,674	24
2만TEU 이상	286,848	12	286,848	12	-	-
1만TEU 이상	438,662	33	378,176	27	60,486	6
1만TEU 이하	189,973	38	82,785	20	107,188	18
유조선(DWT)	4,405,476	18	3,152,799	13	1,252,677	5
원유선	4,204,028	14	3,001,543	10	1,202,485	4
제품선	201,448	4	151,256	3	50,192	1
건화물선(DWT)	2,026,433	17	1,435,062	14	591,371	24
다목적선(DWT)	210,521	7	120,474	4	90,047	-
총척수	125		90		35	

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부,

표6. HMM 추가 계획(사선)

(십억원, 원, %)	2025	2026	2027	2028	2025	2026	2027	2028
컨테이너(TEU)	43,620	25,620	-	-	5척	3척	-	-
PCC(CEU)	8,600	28,000	32,400	-	1척	2척	2척	-
유조선(DWT)		200,000	-	-	-	4척	-	-
다목적선(DWT)	76,000	76,000	-	-	2척	2척	-	-

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부,

표9. HMM 1Q25E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	1Q25E	전년동기대비		전분기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q24	YoY %	4Q24	YoY %	1Q25E	Diff %	1Q25E	Diff %
매출액	2,810	2,330	20.6	3,155	-10.9	2,743	2.5	-	-
영업이익	667	407	63.9	1,000	-33.3	619	7.8	-	-
세전이익	774	504	53.8	936	-17.3	695	11.4	-	-
지배주주순이익	746	485	53.9	898	-16.9	644	16.0	-	-
영업이익률	23.7	17.5	6.3	31.7	-8.0	22.6	1.2	-	-
지배주주순이익률	27.6	21.6	5.9	29.7	-2.1	25.3	2.2	-	-

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표10. HMM 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교(연결)

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	10,552	11,700	-9.8	10,543	0.1	-	-
영업이익	1,883	3,512	-46.4	1,964	-4.1	-	-
세전이익	2,339	3,897	-40.0	2,280	2.6	-	-
지배주주순이익	2,252	3,782	-40.5	2,176	3.5	-	-
영업이익률	17.8	30.0	-12.2	18.6	-0.8	-	-
지배주주순이익률	22.2	33.3	-11.1	21.6	0.5	-	-

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표11. HMM 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %)	신규추정		기존추정		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	10,552	11,284	-	-	-	-
영업이익	1,883	2,284	-	-	-	-
영업이익률	17.8	20.2	-	-	-	-
EBITDA	2,383	2,807	-	-	-	-
세전이익	2,339	2,780	-	-	-	-
지배주주순이익	2,252	2,702	-	-	-	-
지배주주순이익률	21.3	23.9	-	-	-	-
EPS	2,197	2,636	-	-	-	-
BPS	25,501	27,486	-	-	-	-

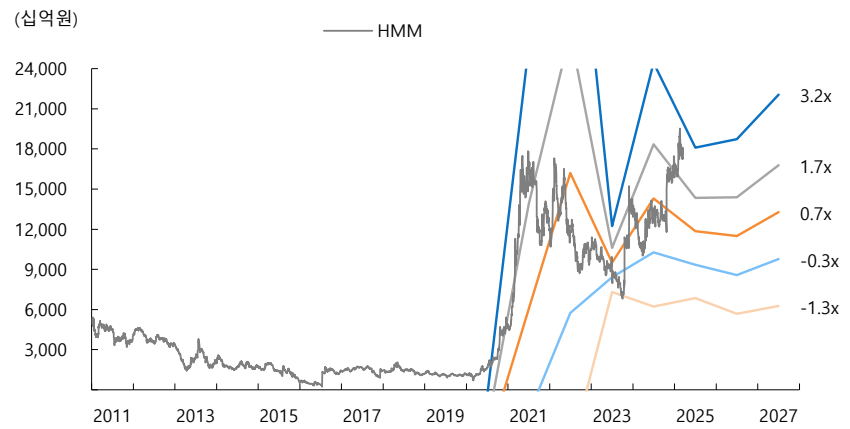
자료: iM증권

표12. HMM 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	7,853	10,461	1,097	4,046	2,499	2,900	3,508	지배주주순이익 기준 지배주주소유자본 기준
(A) 영업이익	7,378	9,949	585	3,512	1,883	2,284	2,888	
(B) 감가상각비	476	512	512	534	616	616	620	
EPS (원)	10,913	20,687	1,981	4,293	2,436	2,923	3,570	
BPS (원)	21,179	42,490	43,839	31,615	31,844	34,046	36,894	
고점 P/E (배)	4.6	1.7	11.8	6.1				최근 4년 평균: 5.7
평균 P/E (배)	2.9	1.2	9.4	5.2				최근 4년간 평균: 4.4
저점 P/E (배)	1.3	0.9	7.0	4.3				최근 4년간 평균: 7.3
고점 P/B (배)	2.39	0.83	0.53	0.77				최근 4년 평균: 1.4
평균 P/B (배)	1.50	0.58	0.42	0.65				최근 4년간 평균: 1.1
저점 P/B 배)	0.64	0.42	0.32	0.54				최근 4년간 평균: 0.8
고점 EV/EBITDA(배)	2.2	0.8	5.9	1.1				최근 4년간 평균: 2.6
평균 EV/EBITDA(배)	1.5	0.3	0.7	0.2				최근 4년간 평균: 0.7
저점 EV/EBITDA(배)	0.5	0.0	-1.7	-0.6				최근 4년간 평균: -0.4
ROE(%)	51.5	48.7	4.5	12.6	7.6	8.6	9.7	
(C) 적용 EBITDA (십억원)					2,633			12개월 선행 EBITDA
(D) Target EV 배수					2.9			글로벌 컨테이너 선사 평균
(E) 순차입금	-558	-8,884	-8,738	-11,477	-10,000			2025년 예상 순차입금
(F) 주식수(백만주)					1,025			197회 영구채(1.44억주) 전환 가정
(G) 자사주 매입/소각(백만주)					101			19,600원 가정
(H) 수정 주식 수(백만주)					924			
목표주가 (원) ([C*D-E]/H*10^3)					21,000			Target P/E 8.3x, Target P/B 0.66x
전일 종가 (원)					19,600			12M fwd P/E 7.5x, P/B 0.60x
상승 여력					7.1			

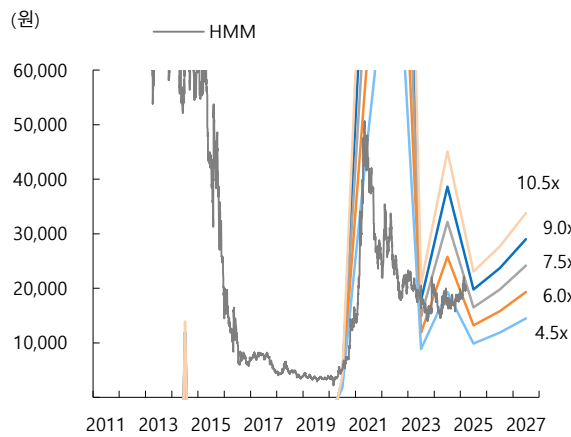
자료: iM증권 리서치본부

그림1. HMM EV/EBITDA Band



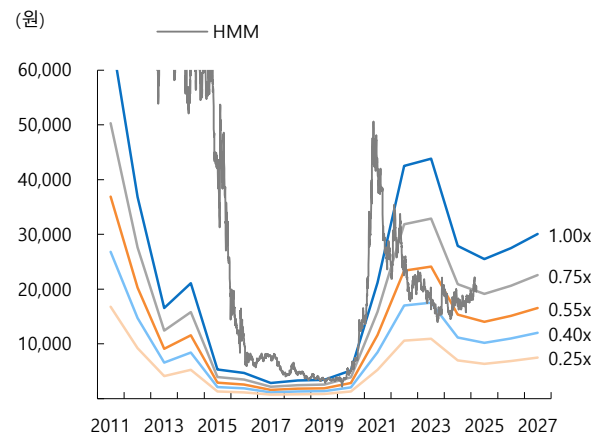
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. HMM P/E Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. HMM P/B Band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표7. 글로벌 컨테이너 선사 손익 및 밸류에이션

(백만USD, %)	FY	Maersk	ZIM	하박로이드	Cosco	Evergreen
시가총액(백만USD)		22,244	1,508	23,313	29,635	14,908
매출액 증가율(%)	2022	32.0	17.1	55.1	17.2	28.2
	2023	-37.4	-58.9	-48.1	-55.1	-55.9
	2024	8.6	63.3	6.6	32.4	67.5
	2025E	-8.3	-20.3	-8.3	-9.3	-12.9
영업이익 증가율(%)	2022	60.1	5.6	86.2	24.4	31.6
	2023	-88.6	적전	-85.6	-85.8	-90.7
	2024	75.2	흑전	2.6	161.6	360.3
	2025E	-67.8	-70.6	-69.5	-52.3	-34.4
영업이익률(%)	2022	37.7	48.9	50.5	40.9	59.8
	2023	6.9	-48.5	14.0	12.9	12.6
	2024	11.0	30.1	13.5	25.6	34.5
	2025E	3.9	11.1	4.5	13.5	26.0
EPS(LC)	2022	1,600	38.5	96.9	6.8	87.1
	2023	227	-22.4	16.7	1.5	16.7
	2024	38	17.8	13.6	3.1	64.9
	2025E	111.6	2.5	3.5	1.6	35.2
BPS(LC)	2022	3,632.1	49.0	158.7	12.5	260.9
	2023	3,380.2	20.4	106.3	12.4	207.9
	2024	3,623.3	33.6	117.5	14.5	268.0
	2025E	3,625.0	30.5	105.0	15.3	230.6
P/E(배)	2022	1.4	0.4	1.8	1.0	1.9
	2023	7.9	N/A	8.1	4.8	8.6
	2024	4.3	1.2	11.3	3.6	3.5
	2025E	12.7	5.1	34.5	7.1	6.5
P/B(배)	2022	0.6	0.4	1.1	0.6	0.6
	2023	0.5	0.5	1.3	0.6	0.7
	2024	0.5	0.6	1.3	0.8	0.8
	2025E	0.4	0.4	1.2	0.7	1.0
EV/EBITDA(배)	2022	0.7	0.4	1.0	0.4	0.2
	2023	3.9	N/A	4.7	2.3	4.2
	2024	1.6	1.8	5.6	2.0	2.0
	2025E	2.1	2.8	6.8	3.5	2.9
ROE(%)	2022	53.8	88.1	77.3	65.7	76.0
	2023	6.5	-64.6	12.6	12.0	7.1
	2024	11.0	66.2	12.1	23.1	27.3
	2025E	2.1	7.1	2.6	10.4	12.5

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표13. HMM 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
주요 가정											
SCFI(pt)	2,022	2,576	3,082	2,276	1,762	1,350	1,250	1,450	2,489	1,453	1,425
평균 환율(원/달러)	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,415	1,380	1,380	1,364	1,407	1,380
유가(달러/배럴)	77	81	75	70	72	71	70	69	76	70	69
선복량											
컨테이너선(TEU)	794	838	893	915	915	931	939	963	860	937	985
벌크선(DWT)	1,726	1,670	1,741	2,026	2,026	2,026	2,026	2,026	1,791	2,026	2,026
기타(DWT)	4,566	4,595	4,616	4,616	4,616	4,616	4,654	4,692	4,598	4,644	4,821
매출액	2,283	2,614	3,510	3,106	2,810	2,543	2,484	2,715	11,700	10,552	11,284
YoY	9.7	22.7	65.0	50.6	23.1	-2.7	-29.2	-12.6	39.3	-9.8	6.9
컨테이너선	1,936	2,254	3,188	2,770	2,409	2,136	2,074	2,320	10,148	8,937	9,608
벌크선	339	348	319	331	349	354	357	342	1,337	1,402	1,358
기타	55	61	45	54	53	53	54	53	215	213	319
매출원가	1,827	1,893	1,988	2,026	2,023	2,046	2,047	2,089	7,734	8,205	8,503
항화물비	831	843	900	929	953	953	957	984	3,503	3,848	4,035
용선료	416	447	478	437	414	423	419	419	1,779	1,675	1,648
연료비	331	350	335	345	348	355	363	366	1,361	1,432	1,504
감가상각비	166	165	160	182	182	185	184	189	673	740	778
기타	82	89	114	132	126	129	123	131	418	510	538
매출총이익	503	771	1,564	1,129	787	497	438	626	3,967	2,348	2,781
YoY	25.3	218.8	831.7	588.1	56.6	-35.5	-72.0	-44.6	306.9	-40.8	18.5
판관비	96	126	102	130	120	124	108	113	454	465	497
판관비율(%)	4.2	4.8	2.9	4.2	4.3	4.9	4.3	4.2	3.9	4.4	4.4
영업이익	407	644	1,461	1,000	667	374	330	512	3,512	1,883	2,284
YoY	32.6	303.5	1,827.4	2,260.1	63.9	-42.0	-77.4	-48.8	500.6	-46.4	21.3
영업이익률(%)	17.8	24.7	41.6	32.2	23.7	14.7	13.3	18.9	30.0	17.8	20.2
영업외손익	97	33	282	-213	107	111	115	123	198	456	496
세전이익	504	698	1,759	936	774	485	445	635	3,897	2,339	2,780
지배주주순이익	485	661	1,738	898	746	459	430	616	3,782	2,252	2,702

자료: Dart, iM증권 리서치본부

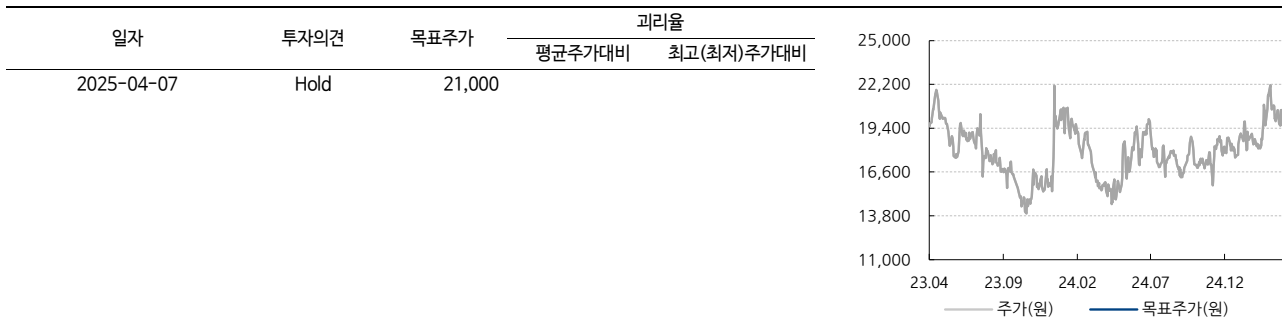
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,997	19,180	20,467	22,624	매출액	11,700	10,552	11,284	11,934
현금 및 현금성자산	1,472	2,219	3,082	4,921	증가율(%)	39.3	-9.8	6.9	5.8
단기금융자산	14,401	14,601	14,801	15,001	매출원가	7,737	8,205	8,503	8,520
매출채권	1,568	1,451	1,522	1,552	매출충이익	3,963	2,348	2,781	3,414
재고자산	402	346	380	395	판매비와관리비	451	465	497	526
비유동자산	15,852	16,274	16,790	17,237	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	9,846	10,297	10,819	11,267	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	43	13	7	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	33,849	35,454	37,257	39,861	영업이익	3,513	1,883	2,284	2,888
유동부채	2,357	1,866	1,688	1,899	증가율(%)	500.7	-46.4	21.3	26.4
매입채무	577	530	561	574	영업이익률(%)	30.0	17.8	20.2	24.2
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	665	21	21	21
유동성장기부채	958	459	313	505	이자비용	134	200	200	200
비유동부채	3,636	3,914	3,971	4,027	지분법이익(손실)	162	-	-	-
사채	57	66	66	66	기타영업외손익	-38	-39	-28	-32
장기차입금	89	207	214	220	세전계속사업이익	3,897	2,339	2,780	3,377
부채총계	5,993	5,780	5,659	5,926	법인세비용	114	87	78	77
지배주주지분	27,854	29,672	31,596	33,932	세전계속이익률(%)	33.3	22.2	24.6	28.3
자본금	4,405	4,622	4,622	4,622	당기순이익	3,782	2,252	2,702	3,300
자본잉여금	4,453	4,453	4,453	4,453	순이익률(%)	32.3	21.3	23.9	27.7
이익잉여금	14,115	15,692	17,589	19,900	지배주주귀속 순이익	3,782	2,252	2,702	3,300
기타자본항목	-83	-83	-83	-83	기타포괄이익	3,165	-5	-5	-5
비지배주주지분	2	2	2	2	총포괄이익	6,947	2,247	2,698	3,296
자본총계	27,856	29,674	31,598	33,935	지배주주귀속총포괄이익	6,947	2,247	2,698	3,296

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,875	2,331	2,772	3,474	주당지표(원)				
당기순이익	3,782	2,252	2,702	3,300	EPS	4,293	2,436	2,923	3,570
유형자산감가상각비	-	581	603	613	BPS	31,615	31,844	34,046	36,894
무형자산상각비	-	35	12	7	CFPS	5,055	3,255	3,589	4,240
지분법관련손실(이익)	162	-	-	-	DPS	600	730	870	1,070
투자활동 현금흐름	-6,232	-187	-59	-188	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,537	-1,462	-1,356	-1,490	PER	3.5	7.7	6.7	5.5
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	0.6	0.6	0.6	0.5
금융상품의 증감	-5,844	-200	-200	-200	PCR	3.5	6.0	5.5	4.6
재무활동 현금흐름	-539	-682	-814	-607	EV/EBITDA	0.4	2.8	2.4	2.0
단기금융부채의증감	-	-50	-15	19	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	128	7	5	ROE	15.3	7.8	8.8	10.1
자본의증감	-	217	-	-	EBITDA이익률	30.0	23.7	25.7	29.4
배당금지급	-528	-529	-675	-804	부채비율	21.5	19.5	17.9	17.5
현금및현금성자산의증감	-1,778	747	864	1,838	순부채비율	-53.0	-54.2	-54.7	-56.4
기초현금및현금성자산	3,250	1,472	2,219	3,082	매출채권회전율(x)	9.3	7.0	7.6	7.8
기말현금및현금성자산	1,472	2,219	3,082	4,921	재고자산회전율(x)	30.6	28.2	31.1	30.8

자료 : 에이치엠, iM증권 리서치본부

에이치엠 투자이전 및 목표주가 변동추이



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 기관투자자 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%