

운송 (Overweight)

HMM의 SK해운 부분 인수 코멘트

Issue Comment

[건설/운송] 배세호 2122-9202 seho.bae@imfnsec.com

HMM은 SK해운 부분 인수 우선협상대상자로 선정

- HMM은 2025년 2월 21일 SK해운의 부분 매각 우선협상대상자로 선정되었다고 공시했다. 복수의 언론에 따르면 HMM은 현재 SK해운에 대한 실사를 진행 중이고, 이르면 4월 SK해운의 인수 계약을 체결할 수 있다. 인수금액은 2조원 수준으로 알려져 있다.
- HMM의 SK해운 인수 추진 목적은 포트폴리오 다각화 측면으로 예상된다. 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 SK해운의 높은 장기계약 비중(매출에서 70% 이상)은 실적의 안정성을 더해줄 수 있다. 또한 SK해운의 주력 사업이 가스선, 탱커선, 벌크선, 벙커링인만큼 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 SK해운의 주력 사업 중 하나인 LNG 사업부는 제외되는데, HMM이 과거 LNG 사업부를 매각하며 2029년까지 해당 사업에 진출할 수 없는 겸업 금지 조항을 체결했기 때문이다. 2029년까지의 남은 시간을 고려 시 2029년 이후 SK해운의 LNG 사업부를 인수할 수 있는 콜옵션 등의 조항은 없을 가능성이 높다.

SK해운: 안정적인 실적은 지속되지만 높은 부채비율은 문제

- Clarksons에 따르면 2024년 2월 기준 SK해운이 보유한 선대는 총 55척으로 벌크 8대, 원유/제품선 24대, LPG 14대, 벙커링 6대, LNG 7대다. 벌크 8대 중 4대는 팬오션에게 2025년 중 매각(2,273억원) 예정이다.
- 한국신용평가가 2024년 12월 23일 발간한 SK해운 보고서에 따르면 SK해운은 안정적인 실적은 지속될 것으로 보이나, 재무 부담은 높은 축에 속한다. 2024년 3분기 누적 기준 SK해운의 매출액과 영업이익은 각각 1.5조원, 영업이익 3,074억원을 기록했다. 매출액과 영업이익은 각각 전년동기대비 3.7%, 5.0% 증가했다. SK해운의 매출 비중은 탱커선 35%, 가스선(LPG, LNG) 27%, 벙커링 20%, 벌크선 18%로 구성되어 있고, 영업이익 비중은 탱커선 48%, 가스선 40%, 벌크선 7.1%, 벙커링 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 SK해운의 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. SK해운의 연간 EBITDA는 약 6,500~7,000억원 수준인 것을 감안할 때, 순차입금 대비 EBITDA는 7~8배 수준이며, 이 역시 동종 업계 4~7배 수준에 비해 높은 편이다(HMM 제외).
- 하지만 HMM은 SK해운의 LNG 사업부를 제외한 부분을 매입하는 것으로 LNG 선을 제외한 2024년 SK해운의 추정 매출액은 1.2~1.3조원, 영업이익은 2,800~3,200억원, EBITDA는 4,500~5,000억원, 그리고 순차입금은 3.3~3.8조원으로 추산된다.

2조원의 인수가액 가정 시 SK해운의 인수 Valuation은 EV/EBITDA 11~13배

- 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.

SK해운 부분 인수로 HMM의 손익, 재무 상황에 미치는 영향은 적지 않음

- 2024년 HMM의 매출과 재무 현황을 감안할 때 SK 해운 부분 인수로 2024년 손익에 미치는 영향은 제한적이나, 2025년 컨테이너 시장 악화를 가정 시 손익 부분의 영향력은 전년대비 커지고, 순현금은 큰 폭으로 감소할 수 있다.
- 2024년 HMM 매출액과 영업이익은 각각 11.7조원(+39.3% YoY), 3.5조원(+501% YoY)을 기록했다. EBITDA는 4.2조원을 기록했다. 홍해 사태, 미국 행정부의 관세 인상 우려 등으로 컨테이너 운임은 급등했고, 매우 높은 수익성을 기록했다.
- 2024년 LNG 사업부를 제외한 SK 해운의 추정 실적을 HMM에 단순히 가산하면, HMM의 2024년 기준 매출액에서 +10~11%, 영업이익 +8.5~9.5%, EBITDA +10~11% 효과를 가져올 것으로 예상된다. 하지만 2025년 컨테이너 운임은 하락할 가능성이 크고, HMM 실적이 둔화될 가능성을 감안하면, 연환산 SK 해운 인수효과는 더욱 커질 것으로 예상된다.
- HMM의 2024년말 기준 현금성자산은 15조원, 순현금은 10조원 수준이다(리스부채 포함). SK 해운의 부분 인수가 2조원이라면 HMM은 인수금융 없이 현금성자산 100%로만으로도 SK 해운을 매입할 수 있을 정도로 우량한 재무구조를 보유하고 있다. 다만 SK 해운의 LNG 사업부 제외 순차입금 3.3~3.8조원 가정 시, 인수 이후 HMM의 순현금은 4.2~4.7조원으로 크게 감소할 수 있다.

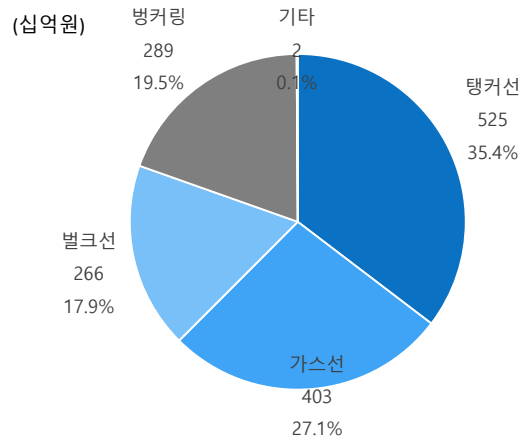
표1. SK해운 보유 선박

타입	이름	사이즈	단위	인도 시점	상황
Ore	K. Iron Mountain	324,966	DWT	2020	In Service
Ore	K Premium Ore	324,966	DWT	2020	In Service
Ore	K. Hope	250,038	DWT	2012	In Service
Bulk	K. Confidence	181,488	DWT	2013	In Service
Bulk	K. Younghung	151,335	DWT	2015	Repairs
Bulk	K. Taeon	151,151	DWT	2017	In Service
Bulk	K. Ruby	55,688	DWT	2011	In Service
Bulk	K. Western Dream	82,048	DWT	2016	Repairs
Chemical Bulk	B. Atlantic	8,636	DWT	2006	In Service
Chem & Oil	Pro Onyx	49,999	DWT	2019	In Service
Tanker	C. Grace	319,202	DWT	2021	Idle
Tanker	C. Brave	319,202	DWT	2021	Storage
Tanker	C. Majesty	316,427	DWT	2008	In Service
Tanker	C. Galaxy	316,427	DWT	2009	In Service
Tanker	C. Eternity	316,427	DWT	2010	In Service
Tanker	C. Innovator	313,999	DWT	2012	In Service
Tanker	C. Spirit	313,998	DWT	2013	In Service
Tanker	C. Freedom	313,998	DWT	2013	In Service
Tanker	C. Infinity	313,990	DWT	2012	In Service
Tanker	C. Progress	313,990	DWT	2012	In Service
Tanker	C. Challenger	313,983	DWT	2013	In Service
Tanker	C. Primacy	313,875	DWT	2010	In Service
Tanker	C. Glory	313,875	DWT	2009	In Service
Tanker	C. Dignity	313,875	DWT	2009	In Service
Tanker	C. Mighty	313,875	DWT	2010	In Service
Tanker	C. Genuine	300,419	DWT	2022	In Service
Tanker	C. Earnest	300,030	DWT	2022	In Service
Tanker	C. Creator	300,000	DWT	2020	In Service
LNG	Prism Agility	180,024	c.u.m.	2019	In Service
LNG	Prism Brilliance	180,016	c.u.m.	2019	In Service
LNG	Prism Diversity	180,000	c.u.m.	2022	In Service
LNG	Prism Courage	180,000	c.u.m.	2021	In Service
LNG	Marvel Dove	174,000	c.u.m.	2024	In Service
LNG	Z	174,117	c.u.m.	2018	Laid Up
LNG	SK Spica	174,117	c.u.m.	2018	Laid Up
LPG	Boreal Pioneer	91,000	c.u.m.	2023	In Service
LPG	Boreal Voyager	91,000	c.u.m.	2024	In Service
LPG	Jirisan Explorer	86,000	c.u.m.	2023	In Service
LPG	Hallasan Explorer	86,000	c.u.m.	2023	In Service
LPG	G. Arete	82,401	c.u.m.	2013	In Service
LPG	G. Swan	82,401	c.u.m.	2013	In Service
LPG	G. Forever	82,000	c.u.m.	2008	In Service
LPG	G. Paragon	82,401	c.u.m.	2013	In Service
LPG	G. Dolce	84,085	c.u.m.	2018	In Service
LPG	G. Spirit	83,864	c.u.m.	2018	In Service
LPG	Eiger Explorer	80,000	c.u.m.	2019	In Service
LPG	Dom Explorer	80,000	c.u.m.	2019	In Service
LPG	Matterhorn Explorer	80,000	c.u.m.	2019	In Service
LPG	G. Wisdom	1,453	c.u.m.	2013	In Service
Chemical Parcel	B. Star	5,734	DWT	2011	In Service
Chemical Parcel	B. Sky	5,703	DWT	2010	In Service
Chemical Parcel	B. Ocean	5,693	DWT	2010	In Service
Chemical Parcel	B. Ace	5,683	DWT	2011	In Service
Bunkering Tanker	B Pacific	7,711	DWT	2015	In Service
Bunkering Tanker	B. Sun	7,709	DWT	2015	In Service

자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

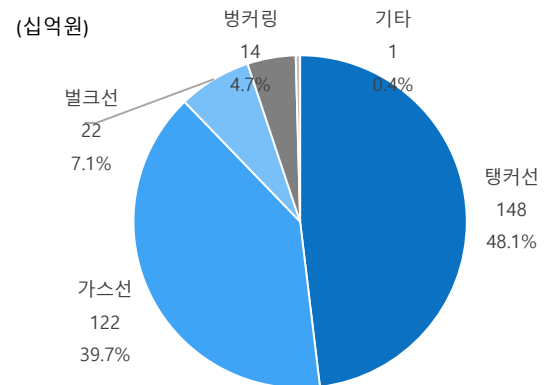
주: 음영은 팬오션 매각 예정 선박

그림1. SK해운 매출 비중(2024년 9월 누적)



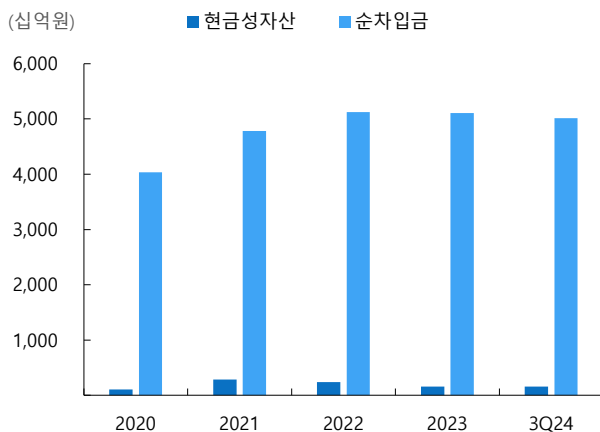
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림2. SK해운 영업이익(2024년 9월 누적)



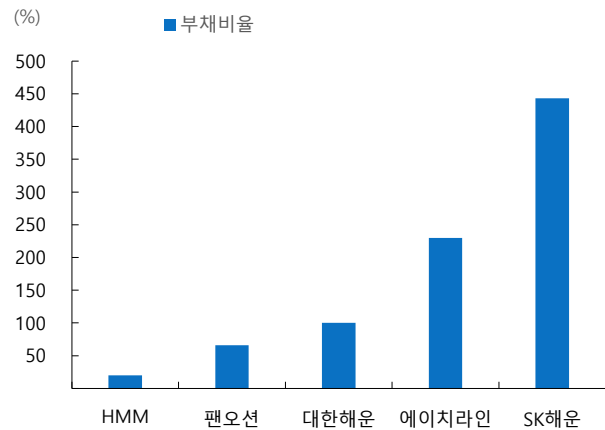
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림3. SK해운 현금성자산 및 순차입금 추이



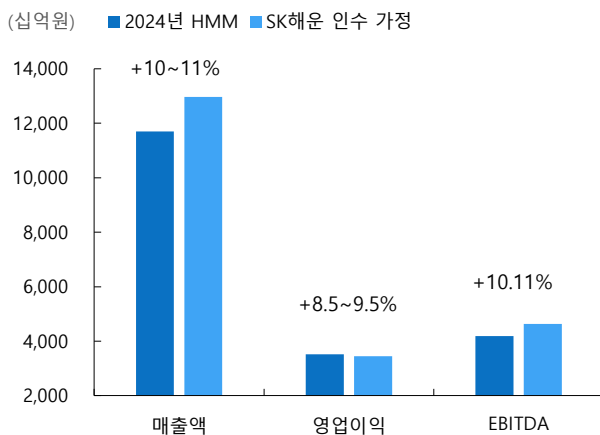
자료: 한국신용평가, iM증권 리서치본부

그림4. 국내 주요 선사 부채비율



자료: 한국신용평가, Dart, iM증권 리서치본부

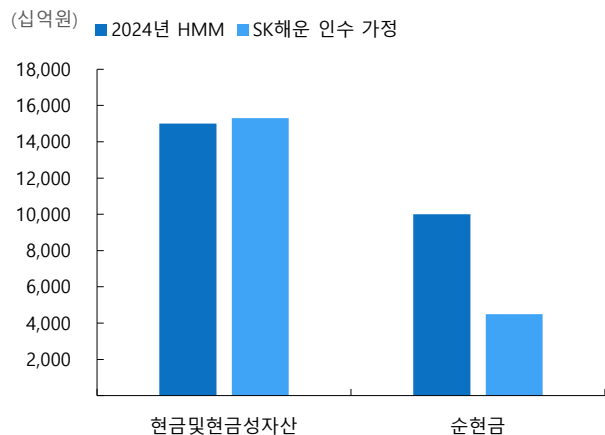
그림5. SK해운 인수 가정 HMM 손익 변화(2024년 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: SK해운 LNG사업부 제외 및 2024년 온기 실적은 추정치

그림6. SK해운 인수 가정 HMM 순차입금 변화(2024년 기준)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

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

표2. 글로벌 선사 손익 및 밸류에이션

(백만USD, %)	FY	Maersk	Starbulk	Teekay Tankers	Scorpio Tankers	D/S Norden	Dorian LPG
매출액	2022	81,529	1,437	1,063	1,563	274	5,312
	2023	51,065	949	1,364	1,341	390	3,692
	2024	55,482	1,265	1,229	1,244	561	4,040
	2025E	50,678	943	661	990	372	3,596
영업이익	2022	30,728	608	256	798	92	789
	2023	3,499	238	536	705	198	422
	2024	6,130	383	380	765	329	202
	2025E	1,449	254	251	384	139	126
영업이익률(%)	2022	37.7	42.3	24.1	51.0	33.7	14.8
	2023	6.9	25.1	39.3	52.6	50.9	11.4
	2024	11.0	30.3	30.9	61.5	58.6	5.0
	2025E	2.9	26.9	38.0	38.8	37.3	3.5
순이익	2022	29,198	566	229	637	72	744
	2023	3,822	174	514	547	172	400
	2024	6,109	305	404	669	307	163
	2025E	1,062	176	276	321	114	41
EPS(USD)	2022	1,600.0	5.5	6.7	11.5	1.8	21.2
	2023	227.0	1.8	15.0	10.4	4.3	12.4
	2024	387.0	2.9	11.7	13.8	7.6	5.3
	2025E	78.0	1.9	8.0	6.8	2.7	3.0
BPS(USD)	2022	3,632	20	32	41	23	39
	2023	3,380	20	45	48	22	38
	2024	3,623	21	51	54	25	43
	2025E	3,587	22	58	67	25	41
P/E(배)	2022	1.4	3.5	4.8	4.7	10.9	2.8
	2023	7.9	13.9	3.4	6.1	4.7	3.8
	2024	4.3	6.2	3.6	4.9	5.1	5.6
	2025E	22.5	8.5	5.1	6.2	8.3	9.2
P/B(배)	2022	0.6	1.0	1.0	1.3	0.6	1.5
	2023	0.5	1.1	1.1	1.3	0.9	1.3
	2024	0.5	0.7	0.8	0.9	1.5	0.7
	2025E	0.5	0.7	0.7	0.6	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	2022	0.7	4.0	4.1	4.8	6.4	1.6
	2023	3.9	7.5	2.5	4.9	5.6	2.0
	2024	2.8	4.7	1.9	3.3	5.2	2.2
	2025E	5.0	5.8	2.3	4.5	6.2	2.6
ROE(%)	2022	53.8	27.6	24.0	29.3	7.7	64.0
	2023	6.5	9.4	39.6	21.6	19.2	31.6
	2024	11.0	14.7	24.6	24.7	32.4	13.0
	2025E	1.9	9.0	13.7	11.4	10.6	7.6

자료: Bloomberg, 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 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자자의견은 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 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%