

HMM, 한진그룹의 공적자금 투자 현황과 전망

[건설/운송]

배세호 2122-9178

seho.bae@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	4
II . 공적자금 투입 및 회수 현황	5

[기업분석]

HMM(011200)	21
-------------	----



산업분석

I . Summary

II . 공적 자금 투입 및 회수 현황

HMM

한진그룹

I . Summary

기간 산업이라고 일컫는 운송 업종에서 공적 자금은 매우 중요한 역할을 해왔다. 2016년 HMM(구 현대상선), 2019년 아시아나항공, 2020년 한진칼 등 경영 활동에 어려움을 겪던 운송업체에 수 조원대의 공적자금이 투입되었고, 모두 성공적인 회수를 했거나, 회수를 눈 앞에 두고 있다. 공적 자금의 회수 시점에 운송 업종은 한번 더 큰 변화를 맞이할 수 있다.

이번 보고서에서는 이미 성공적으로 회수한 차입금, 사채 등 부채 부문이 아닌 자본 항목의 투자를 중심으로 분석했다. 산업은행과 해양진흥공사는 HMM에 자본 투자 4.2조원을 집행했고 이 중 약 3조원을 2025년말까지 회수할 수 있을 것으로 보인다. 2028년 중에는 배당금으로만 원금 회수가 모두 가능할 것으로 예상되며, 산업은행, 해양진흥공사의 HMM 지분 가치도 현재 14조원에 육박하기 때문에 결과적으로 HMM 투자는 매우 성공적이었다.

결국에는 산업은행과 해양진흥공사는 HMM 지분을 매각해야 하는데, 딜의 사이즈를 고려 시 인수 주체에게 경영권 보장을 전제로 일부 지분을 매각하는 것이 가장 가능성이 높다고 판단한다.

산업은행은 2020년 11월 7일 한진칼에 대해 5천억원의 신주, 그리고 3천억원의 교환사채를 인수했다. 코로나 팬데믹 등 경영상 어려움을 겪던 아시아나항공을 대한항공이 인수하게 하는 것이 목적이었다. 한진칼은 이 자금으로 2021년 3월 대한항공의 유상증자에 참여, 대한항공은 유상증자 대금 중 1.5조원을 아시아나항공 인수에 사용했고, 2024년 12월 관계당국의 기업결합승인이 완료되어 최종적으로 아시아나항공 지분 63.88%를 확보하여 최대주주가 되었다.

산업은행은 대한항공의 아시아나항공 인수를 통해 아시아나항공에 투입한 차입금, 사채를 모두 성공적으로 회수할 수 있었다. 현재는 한진그룹 투자 부문에서 한진칼 지분 10.58%(5,000억원), 교환사채 3,000억원의 회수를 남겨두고 있다. 교환사채 3천억원은 2025년말 만기에 회수가 예상된다. 유상증자분 5천억원의 경우 한진칼이 2020년 산업은행과 체결한 투자합의서를 감안할 때, 이 투자를 회수하는 시점은 통합 항공사 출범이 예고 되어있는 2027년 이후가 될 가능성이 높다. 산업은행은 그동안 대한항공과 아시아나항공의 PMI(Post Merger Integration) 과정을 지속적으로 모니터링할 것으로 예상된다. 따라서 현재 경영권 분쟁 가능성에 따른 한진칼 주가 급등은 다소 비이성적이며, 하락 리스크에 대비해야 한다고 판단한다.

II. 공적자금 투입 및 회수 현황

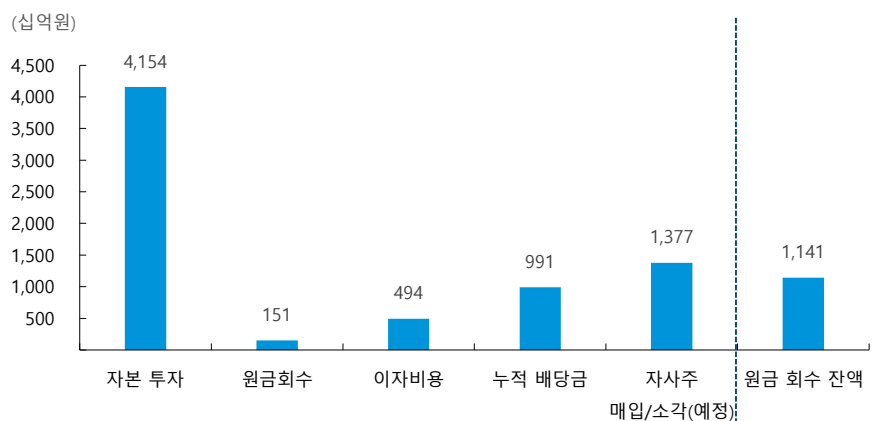
HMM

2016년 컨테이너 업황은 물동량 부진, 컨테이너선 공급 과잉이 겹치며 심각한 부진을 겪었다. SCFI(상하이 컨테이너 운임 지수)는 1998년 통계 작성 이래 최초로 400pt까지 하락하기도 했다. Maersk, MSC 등 대형 컨테이너 선사들도 2015년, 2016년 수익성이 급감했으며, 국내의 경우 한진해운은 2016년 법정관리, 2017년에 파산했으며, HMM(구 현대상선) 역시 2015년, 2016년 대규모 영업손실과 막대한 부채를 감당하지 못하자, 2016년 산업은행 등 주요 채권단은 현대상선의 영업 정상화를 위해 대규모 자금을 투입했다.

사채 및 차입금, 선박금융 지급보증 등을 제외하고 2016년까지 산업은행과 해양진흥공사는 HMM에 4.2조원의 자본 투자를 집행했다(산업은행 2.1조원, 해양진흥공사 2.0조원). CB, BW 등 신종자본증권으로 3.7조원, 유상증자 1,831억원, 출자전환 2,424억원이다. 산업은행이 2016년 출자전환으로 HMM의 지분 14.2%를 확보한 이래 유상증자, 영구채 주식 전환으로 2025년 4월 산업은행과 해양진흥공사의 지분율은 합산 71.7%(산업은행 36.0%, 해양진흥공사 35.7%)로 확대되었다.

산업은행과 해양진흥공사의 자본투자 금액 4.2조원 중 2025년말까지 약 3조원을 회수할 수 있을 것으로 보이며, 잔여 원금은 1.1조원이 남게된다. 2028년 중에는 배당금으로만 원금회수가 모두 가능할 것으로 보이며, 산업은행, 해양진흥공사의 HMM 지분 가치도 14조원에 육박하기 때문에 결과적으로 HMM 투자는 매우 성공적이었다. 결국에는 산업은행과 해양진흥공사는 HMM 지분을 매각해야 하는데, 딜의 사이즈를 고려 시 인수 주체에게 경영권 보장을 전제로 일부 지분을 매각하는 것이 가장 가능성이 높다고 판단한다.

그림1. 산업은행, 해양진흥공사의 HMM 자본 투자 금액과 누적 회수 금액(2025년말 예상)



자료: iM증권 리서치본부

HMM 투자 현황

경영활동에 어려움을 겪던 HMM은 2016년 7월 우선 1.4조원의 유상증자를 실시했다. 이 중 1.4조원은 산업은행 등 채권단의 출자전환으로 이루어졌다. 이를 통해 산업은행과 신용보증기금은 각각 2,424억원, 2,338억원만큼의 출자 전환을 단행했다. 동시에 현대엘리베이터, 현대중공업 등 기존 최대주주들은 감자를 실시하여 산업은행은 HMM 지분 14.15%로 최대 주주가 되었으며, 이는 산업은행이 HMM의 지분을 최초로 취득한 시점이다. 2017년 12월에는 HMM 6,000억원 규모의 유상증자를 실시했으며, 산업은행은 지분을 13.13%대로 유상증자에 참여했다.

한국해양진흥공사(구 한국선박해양)는 2017년 3월 HMM의 유상증자 1,043억원에 참여하여 지분 4.5%를 확보했으며, 이 때가 해양진흥공사가 최초로 HMM의 지분을 취득한 시점이다.

HMM은 유상증자 외에도 산업은행, 해양진흥공사를 대상으로 전환사채, 신주인수권부사채 등을 발행했다. 2016년 8월부터 2020년 4월까지 189~197회를 발행하였으며 산업은행과 해양진흥공사가 각각 1.8조원, 1.9조원을 인수했다. 그리고 신종자본증권은 189회를 제외하고 모두 주식으로 전환되었다.

표1. 산업은행과 해진공의 HMM 자본 투자 내역

(억원)		2016	2017	2018	2019	2020	2021~	누적
신종자본증권	산업은행	4,484	-	5,000	4,800	3,600	-	17,884
	해진공	-	6,000	5,000	4,800	3,600	-	19,400
유상증자	산업은행	-	788	-	-	-	-	788
	해진공	-	1,043	-	-	-	-	1,043
출자전환	산업은행	2,424	-	-	-	-	-	2,424
	해진공	-	-	-	-	-	-	-
합계	산업은행	6,908	788	5,000	4,800	3,600	-	21,096
	해진공	-	7,043	5,000	4,800	3,600	-	20,443
합계		6,908	7,831	10,000	9,600	7,200	-	41,539

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표2. HMM 주식 수와 산업은행, 해양진흥공사 지분율 변화

(천 주, %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
HMM 발행주식	177,862	311,806	313,806	316,552	326,726	489,039	489,039	689,039	881,039	931,163
- 산업은행	25,437	41,199	41,199	41,199	41,199	101,199	101,199	201,199	297,199	335,387
- 해양진흥공사	-	-	13,944	13,944	13,944	97,591	97,591	197,591	293,591	332,109
-신용보증기금	24,528	24,528	24,528	24,528	24,528	24,528	24,528	-	-	-
지분율(%)										
- 산업은행	14.2	13.1	13.1	12.9	12.6	20.7	20.7	29.2	33.7	36.0
- 해양진흥공사	-	-	4.4	4.4	4.3	20.0	20.0	28.7	33.3	35.7
-신용보증기금	13.6	7.8	7.8	7.7	7.5	5.0	5.0	-	-	-

자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 2025년은 자사주 매입/소각 1.97조원(주당 매입가격 21,000원) 및 안분 비례 공개 매수 가정, 신용보증기금은 지분율 5% 미만 이후 지분 파악 불가

산업은행과 해양진흥공사의 회수 현황

산업은행, 해양진흥공사가 자본 형식으로 투자한 금액 4.2조원 중 현재까지 회수한 금액은 1.6조원으로 파악되며, 2025년 자사주 매입 분을 포함하면 총 회수 금액은 3.0조원으로 증가한다. 그 이후에는 HMM 투자 원금 잔액은 1.1조원이 남게 된다. 만약 2025년 회계연도의 배당금을 포함할 시(주당 배당금 640원 가정), 투자 원금 잔액은 7,100억원 가량까지 감소하게 된다.

구체적으로 산업은행과 해양진흥공사가 인수한 HMM의 영구채 이자비용으로 누적으로 4,900여억원이 지급된 것으로 추정된다. 189회 영구채(산업은행 발행 1,484억원)의 경우 2019년 1,506억원으로 상환되었다. 2021년 이래 실시한 배당금을 감안할 시 산업은행과 해양진흥공사는 누적 배당금으로 9,914억원을 회수했다(산업은행 5,013억원, 해양진흥공사 4,901억원). 2024년 발표한 HMM의 주주환원정책을 감안 시 2025년 회계연도 기준 주당 배당금은 640원으로 추정되며, 산업은행, 해양진흥공사 몫으로 약 4,300여억원이다.

표3. 산업은행, 해진공 인수 HMM 영구채 이자비용 추정(십억원)

CB, BW/연도	190회	191회	192회	193회	194회	195회	196회	197회	합계
2016	0.1								0.1
2017	3.0	14.7							17.7
2018	3.0	18.0	2.5	3.8					27.3
2019	3.0	18.0	12.0	18.0	1.8	3.1	3.7		59.7
2020	3.0	18.0	12.0	18.0	3.0	6.0	19.8	15.1	94.9
2021	1.5	8.7	12.0	18.0	3.0	6.0	19.8	21.6	90.6
2022			12.0	18.0	3.0	6.0	19.8	21.6	80.4
2023			9.6	14.4	3.0	6.0	19.8	21.6	74.3
2024					2.3	2.3	16.0	21.6	42.3
2025								6.5	6.5
합계(십억원)	13.6	77.5	60.1	90.1	16.2	29.5	98.9	107.9	493.8
발행일	2016-12	2017-03	2018-10	2018-10	2019-05	2019-06	2019-10	2020-04	
주식 전환일	2021-06	2021-06	2023-10	2023-10	2024-04	2024-05	2024-10	2025-04	
발행 금액(십억원)	300	600	400	600	100	200	660	720	

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표4. 산업은행, 해양진흥공사의 HMM 배당금 수익 추이

(천 주, 원, 십억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
보통주 발행주식(천 주)	326,726	489,039	489,039	689,039	881,039	921,282
- 산업은행	41,199	101,199	101,199	201,199	297,199	335,387
- 해양진흥공사	13,944	97,591	97,591	197,591	293,591	332,109
주당 배당금(원)	-	600	1200	700	600	640
- 산업은행(십억원)	-	60.7	121.4	140.8	178.3	214.6
- 해양진흥공사(십억원)	-	58.6	117.1	138.3	176.2	212.5
합계(십억원)	-	119.3	238.5	279.2	354.5	427.2

자료: Dart, iM증권 리서치본부

산업은행은 HMM 투자로 지분 매각까지 성공한다면, 15%를 상회하는 IRR을 기록할 수 있을 것으로 보인다(2030년 엑시트 가정). 단순 투자 원금은 2028년 정도에는 모두 회수가 가능할 것으로 예상된다. 2024년말까지 산업은행은 HMM을 통해 투자 원금 2.1조원 중 6,850억원을 회수했으며, 2025년 자사주 매입(약 7천억원 예상)과 배당금을 통해 8,800억원을 추가로 회수할 수 있을 것으로 예상된다.

2028년에는 투자 원금은 모두 회수될 것으로 보여, 산업은행 입장에서 지분 매각에서 다소 유연성을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

표5. 산업은행의 HMM 투자 손익 추정(2030년 지분 매각 가정)

연도	투자 원금(십억원)	회수(십억원)						잔여 투자원금 (십억원)
			원금 상환	이자수익	배당금	자사주 매입	지분매각	
2016	-690							-690
2017	-79	+3		+3				-766
2018	-500	+6		+6				-1,260
2019	-480	+173	+151	+22				-1,567
2020	-360	+40		+40				-1,887
2021		+42		+42				-1,845
2022		+101		+40	+61			-1,744
2023		+159		+37	+121			-1,586
2024		+162		+21	+141			-1,424
2025		+891		+3	+178	+710		-544
2026		+215			+215			-329
2027		+164			+164			-165
2028		+174			+174			+9
2029		+174			+174			+184
2030		+7,218			+174		+7,043	+7,401
합계	-2,109	+9,522	+151	+215	+1,404	+710	+7,043	+7,401

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표6. 산업은행의 HMM 회수 가능 금액 가정

내용	산업은행
투자 금액(십억원)	2,109
가중평균 투자 일시	2018-07
누적 투자 기간(~25년 5월)	6.8년
최종 Exit 시기까지 기간(가정, ~30년 12월)	12.5년
회수 가능 금액(십억원)	9,511
- 원금 상환	151
- 이자 수익	215
- 누적 배당금	1,404
- 자사주 매입(예정)	698
- 지분 매각	7,043
IRR 가정	15.6%

자료: Dart, iM증권 리서치본부, 주당 매각가액 21,000원 가정

해양진흥공사는 HMM 투자로 지분 매각까지 성공한다면, 16%를 상회하는 IRR을 기록할 수 있을 것으로 보인다(2030년 엑시트 가정). 투자 원금은 산업은행과 마찬가지로 2028년 정도에는 모두 회수가 가능할 것으로 예상된다. 2024년말까지 해양진흥공사는 HMM을 통해 투자 원금 2.0조원 중 5,900억원을 회수했으며, 2025년 자사주 매입(약 7천억원 예상)과 배당금을 통해 8,700억원을 추가로 회수할 수 있을 것으로 예상된다.

2028년에는 투자 원금은 모두 상환될 것으로 보여, 해양진흥공사도 산업은행과 마찬가지로 지분 매각에서 유연성을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

표7. 해양진흥공사의 HMM 투자 손익 추정(2030년 지분 매각 가정)

연도	투자 원금(십억원)	회수(십억원)						잔여 투자원금 (십억원)
			원금 상환	이자수익	배당금	자사주 매입	지분매각	
2017	-704	+15		+15				-690
2018	-500	+21		+21				-1,168
2019	-480	+37		+37				-1,611
2020	-360	+55		+55				-1,916
2021		+49		+49				-1,867
2022		+99		+40	+59			-1,768
2023		+154		+37	+117			-1,614
2024		+159		+21	+138			-1,455
2025		+872		+3	+176	+693		-583
2026		+213			+213			-370
2027		+163			+163			-207
2028		+173			+173			-35
2029		+173			+173			+138
2030		+7,147			+173		+6,974	+7,285
합계	-2,044	+9,329		+279	+1,384	+693	+6,974	+7,285

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표1. 해양진흥공사의 HMM 회수 가능 금액 가정

내용	해양진흥공사
투자 금액(십억원)	2,044
가중평균 투자 일시	2018-09-17
누적 투자 기간(~25년 5월)	6.7년
최종 Exit 시기까지 기간(가정, ~30년 12월)	12.3년
회수 가능 금액(십억원)	9,329
- 원금 상환	-
- 이자 수익	215
- 누적 배당금	1,404
- 자사주 매입(예정)	710
- 지분 매각	7,043
IRR 가정	16.2%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

HMM 지분 매각 시나리오

산업은행과, 해양진흥공사는 HMM의 지분 71.7%를 보유하고 있다. 현대상선의 경영 정상화를 위해 4.2조원의 자본 투자가 집행된 만큼 궁극적으로는 이 자금을 회수해야 한다. HMM은 국내의 독보적인 컨테이너 선사이며, 글로벌 8위의 컨테이너 선사다. 재무적 투자자, 전략적 투자자 모두 관심을 가질 만한 딜이지만, 딜의 사이즈를 감안하면 통매각의 가능성은 적어보인다. 외국계 자본에게는 매각할 수 없는 한계도 있다. 궁극적으로는 경영권을 보장한 지분 매각의 가능성이 높아 보인다.

① 산업은행과 해양진흥공사의 통매각: 현실 가능성 낮음

자사주 매입/소각 1.97조원을 안분 비례 형식으로 매입한다는 가정 하에, 2025년말까지 HMM의 발행주식 수는 9.2억주, 산업은행과 해진공은 각각 3.31억주(36.0%), 3.28억주(35.7%)를 보유하게 된다. HMM의 주당 가격을 21,000원으로 가정 시 경영권 프리미엄을 0%로 가정해도, 매각 대상 지분은 14.0조원에 육박하게 된다.

사이클 산업의 특성상 HMM은 우호적인 업황에서는 막대한 이익 창출력을 보여주지만, 업황의 다운턴 시기에는 큰 폭의 적자도 감당해야한다. 이러한 사이클 산업의 특성과 딜의 사이즈를 감안하면 전략적 투자자 중심의 인수 구조가 더욱 적합할 것으로 보인다.

일반적으로 바이아웃 딜에서 인수금용을 50~70%(7.0~9.8조원) 사용한다는 것을 감안했을 때, HMM 에쿼티 투자로 4.2~7.0조원을 투자해야 한다. 에쿼티 투자로만 4조원 가량을 사용할 수 있는 주체는 국내에서 매우 제한적이다. 인수금용 이자도 연 4%를 가정 시 연 2,800~3,900억원이 이자비용으로 지출된다. 이는 현재 HMM의 배당 정책(배당성향 30% 혹은 시가배당률 5% 중 작은 금액)으로 주당 배당금 600원을 가정 시 HMM에게 받게 되는 배당금의 50% 이상을 이자비용으로만 지출하게 되는 것이다. 원리금 상환까지 감안하면 배당금 전액을 인수금용 상환에 사용하게 된다.

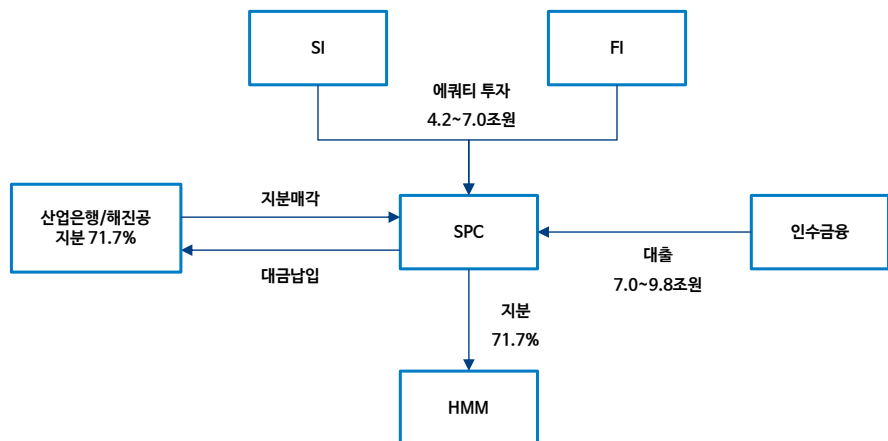
따라서 국내의 대기업 소수 집단이 인수 후보가 될 수는 있으나, 딜의 사이즈, 사이클 산업의 특성, 그룹의 의사 결정 등을 고려하면 통매각의 가능성은 높아 보이지 않고, 매각이 된다 해도 상당한 시일이 소요될 것으로 예상된다.

표1. HMM 매각 가정(산업은행, 해양진흥공사 지분 전량)

(십억원)	금액
전체 기업 가치(주당 21,000원 가정)	21.5조원
- 자사주 매입/소각	1.9조원
자사주 매입/소각 가정 시가 총액	19.6조원
(A) 산업은행 지분	36.0%
(B) 해양진흥공사 지분	35.7%
(A) + (B) 매각 대상 지분	71.7%
매각 대상 지분 금액(가정)	14.0조원
경영권 프리미엄(가정)	0%
인수금융(50~70%)	7.0~9.8조원
에쿼티 투자(30~50%)	4.2~7.0조원

자료: iM증권 리서치본부

그림2. HMM 인수 도식도(통매각 가정)



자료: iM증권 리서치본부

② 산업은행과 해양진흥공사의 부분 매각: 현실 가능성 높음

만약 산업은행, 해양진흥공사 중 하나의 기관의 지분만 팔거나, 양 기관의 지분을 일부 매각하여 인수 주체가 최대 주주가 되는 방안이 현실 가능성이 높다고 판단한다.

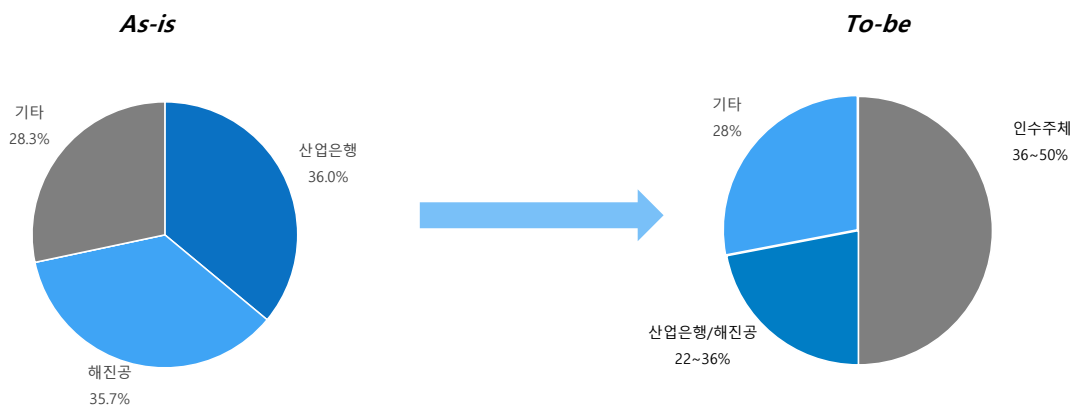
우선 산업은행의 지분(36.0%)을 매각하면, 매각가액은 7.5조원(주당 21,000원 가정, 자사주 소각 가정 포함)이며, 금액 측면에서는 원매자들이 관심을 가질 수 있는 사이즈가 된다. 실제 2023년 초 JKL-하림 컨소시엄이 HMM 인수 위협대상자로 선정되었을 당시 제시했던 금액이 6.4조원 수준으로 알려져 있다.

만약 산업은행의 지분을 인수하는 경우 2대주주가 되는 해양진흥공사와의 지분율 차이는 0.3%p밖에 나지 않는다. 따라서 인수 주체가 경영상의 자율성을 보장받기 어려울 수 있다는 우려가 있지만, 주주간계약으로 1) 이사 선임 등 경영상 자율성에 대한 권한을 보장받고, 2) 공기관의 잔여 지분을 장기간에 걸쳐 순차적으로 매각한다는 조건을 붙인다면 충분히 매각이 가능하다고 판단한다.

매각 대상 지분을 최소 산업은행이 가지고 있는 지분 36.0%를 그리고 50%+1주를 최대로 가정한다면(주당 매각가격 21,000원 가정), HMM 인수 사이즈는 최소 7.0조원에서 9.8조원으로 계산할 수 있고, 인수금융 50%, 에퀴티 투자 50%를 가정 시 에퀴티 투자로 3.5~4.9조원으로 HMM의 경영권을 인수할 수 있다.

HMM의 통매각을 가정 시 인수 금액은 14.0조원에서 일부 지분 인수로 인수 금액은 7.0~9.8조원으로 줄어들며, 주주간계약으로 경영권을 충분히 보장받는 가정 하에 국내 대기업 그룹에서 충분히 고려할 만한 딜이라고 판단한다.

그림3. HMM 매각 시나리오 ②: 일부 지분 매각



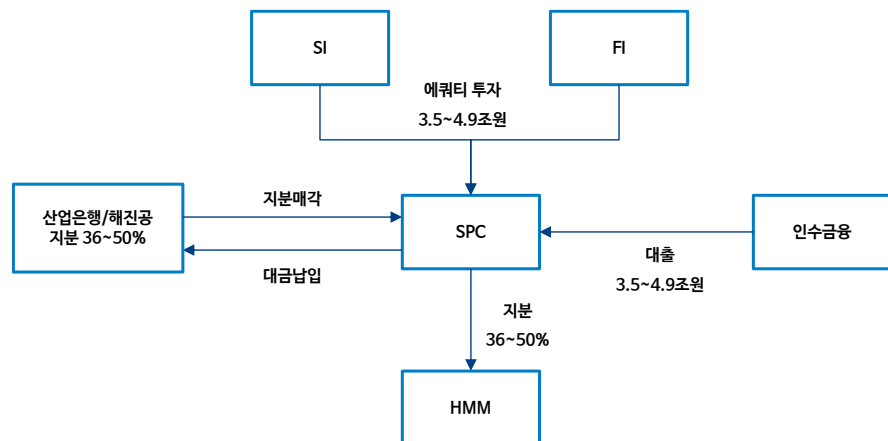
자료: iM증권 리서치본부

표2. HMM 일부 지분 매각 가정

(십억원)	내용
매각 대상	산업은행 지분 36% ~ 양 기관 합산 50% 지분
금액(주당 21,000원 가정)	7.0~9.8조원
효과	1) 통매각 보다 50% 수준 줄어드는 인수 사이즈 2) 산업은행, 해양진흥공사의 빠른 자금 회수가 가능
리스크	1) 인수 주체의 이사 선임 등 경영 자율성 확보의 어려움 2) 산업은행, 해양진흥공사 잔여 지분의 처리 시기와 방법에 따른 우려
리스크 제거	주주간계약으로 1) 인수 주체에게 경영 자율성 보장, 2) 잔여 지분은 장기간에 걸쳐 분할 매각 조건

자료: iM증권 리서치본부

그림4. HMM 인수 도식도(일부 지분 매각)



자료: iM증권 리서치본부

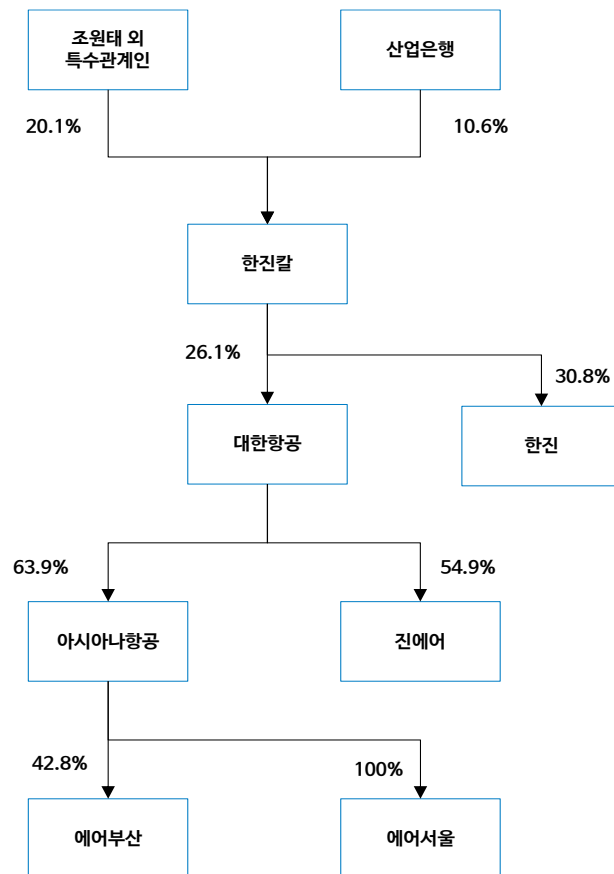
한진그룹

한진칼

산업은행은 2020년 11월 7일 한진칼에 대해 5천억원의 신주, 그리고 3천억원의 교환사채를 인수했다. 코로나 팬데믹 등 경영상 어려움을 겪던 아시아나항공을 대한항공이 인수하게 하는 것이 목적이었다. 산업은행은 양 대 국적 항공사 통합으로 한국의 항공업 국제 경쟁력을 키우기 위한 것이라고 투자의 이유를 설명했다.

한진칼은 이 자금으로 2021년 3월 대한항공의 유상증자(3.3조원)에 8,637억원만큼을 참여했다. 대한항공은 유상증자 대금 중 1.5조원을 아시아나항공 인수에 사용했고, 2024년 12월 관계당국의 기업결합승인이 완료되어 최종적으로 아시아나항공 지분 63.88%를 확보하여 최대주주가 되었다. 산업은행은 대한항공의 아시아나항공 인수를 통해 아시아나항공에 투입한 자금을 모두 성공적으로 회수할 수 있었다. 현재는 한진그룹 투자 분야에서 한진칼 지분 10.58%(5천억원), 교환사채 3,000억원의 회수를 남겨두고 있다.

그림5. 한진그룹 지배구조(주요 자회사)



자료: iM증권 리서치본부

산업은행의 한진칼 투자는 성공적

산업은행은 2020년 한진칼이 발행한 유상증자 5천억원, 교환사채 3,000억원을 인수했으며, 아직 회수를 하지 않았다.

교환사채 3,000억원의 경우 2025년 12월 3일 만기이며, 표면이자율, 만기이자율을 고려 시 만기까지의 IRR은 4.5%로 예상된다. 대한항공 보통주로 교환할 수 있지만, 현재의 대한항공 주가 수준을 고려 시 만기 상황이 수익률 측면에서 이득이다. 2024년말 기준 한진칼의 현금성자산은 3,400억원 수준이며 추가 차입 등을 통해 교환사채 만기에 대응할 수 있을 것으로 보인다.

유상증자 5,000억원의 경우 신주 발행가액과 현재의 주가(122,700원)을 고려 시 현재까지 누적 IRR은 13.1%다. 다만 5월 셋째 주 한진칼의 주가는 호반그룹의 지분 확대로 급등(+45.2%)했고, 주가 급등의 원인인 경영권 분쟁 가능성은 현재로서는 희박하다고 보여, 주가는 단기적으로 과열되었다고 판단한다.

산업은행의 한진칼 3자배정 유상증자의 참여는 '양 대 국적 항공사의 통합'과 '아시아나항공의 경영 정상화'라는 대의를 위해 이뤄졌기 때문에, 산업은행 입장에서 한진칼 지분 투자는 IRR보다는 대한항공과 아시아나항공의 성공적인 통합이 더욱 중요할 것으로 판단된다. 대한항공과 아시아나항공은 현재 PMI를 진행 중에 있으며, 2027년 통합 항공사 공식 출범을 목표로 하고 있다는 점에서, 당장의 산업은행 물량 출회의 가능성은 매우 적다고 판단한다.

그림6. 산업은행의 한진칼 유상증자 참여분 IRR

내용	유상증자
투자일시	2020-12-02
보통주 주식수	7,062,146주
신주 발행가액	70,800원
증자금액	5,000억원
현재가(2025-05-16)	122,700원
IRR(~2025-05-16)	13.1%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림7. 산업은행의 한진칼 교환사채 IRR

내용	교환사채
투자 일시	2020-12-03
만기 일시	2025-12-03
발행 금액	3,000원
표면이자율	2.25%
만기이자율	4.00%
교환 조건	대한항공 보통주 1,448만주 교환, 교환가액 20,716원 교환청구기간(~2025년 11월 23일)
IRR(교환 사채 만기)	4.5%
IRR(주식 교환 시)	1.9%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

주: 대한항공 주가는 5월 16일 종가 기준

한진칼의 현재 지배구조는 최소 2027년까지는 유지될 것

현재 조원태 및 특수관계인의 지분은 20.75%(한진칼 자사주 출연 완료 가정), Delta Airlines 14.90%, LX판토스 3.83% 등 조원태 한진그룹 회장의 우호 지분은 39.48%에 육박한다. 그리고 산업은행의 지분 10.58%를 포함 시 우호 지분은 50.06%까지 늘어난다.

2020년 11월 한진칼과 산업은행이 체결한 투자합의서에 따르면, 한진칼은 산업은행이 지명하는 사외이사 3인 및 감사위원회위원을 선임할 수 있고, 주요 경영사항에 대해서는 산업은행과 사전협의권 및 동의권을 준수해야 한다. 이를 담보하기 위해 산업은행은 조원태 회장의 지분 5.78%에 대하여 근질권을 설정했다. 통합 항공사 출범이 2027년 예고되어 있기 때문에 투자 합의서와 근질권 설정은 2027년까지 유지될 가능성이 높다.

표1. 한진칼 지분 구조(한진칼 자사주 출연 완료 가정)

	주식 수	지분율
주식의 총수	66,762,279	100.00%
조원태 및 특수관계인	13,851,686	20.75%
- 조원태	3,856,002	5.78%
- 조현민	3,828,727	5.73%
- 이명희	1,397,727	2.09%
- 정석인하학원	1,268,054	1.90%
- 정석물류학술재단	637,118	0.95%
- 대한항공임직원 자가보험	1,516,129	2.27%
- 대한항공 사우회	725,578	1.09%
- 한진칼 사내근로복지기금	440,044	0.66%
- 기타	182,307	0.27%
호반건설 외	12,321,774	18.46%
Delta Airlines	9,947,508	14.90%
산업은행	7,062,146	10.58%
LX판토스	2,556,995	3.83%
기타	21,022,170	31.49%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표2. 한진칼, 산업은행 투자 합의서

	투자 내용 및 조건
일시	2020년 11월 17일
투자 내용	신주인수권 5천억원, 교환사채 3천억원
한진칼의 산업은행에 대한 의무	① 한국산업은행이 지명하는 사외이사 3인 및 감사위원회위원 등 선임 ② 주요경영사항에 대한 사전협의권 및 동의권 준수 ③ 윤리경영위원회 설치 및 운영 책임 ④ 경영평가위원회가 대한항공에 경영평가를 실시할 수 있도록 협조하고 감독할 책임 ⑤ PMI 계획을 수립하고 이행할 책임 ⑥ 대한항공 주식 등에 대한 담보 제공, 차분 등 제한 ⑦ 투자합의서의 중요 조항 위반시 금 5천억원의 위약벌과 손해배상책임을 부담하며, 이를 담보하기 위해 대한항공 발행 신주에 대한 처분권한 위임 및 질권을 설정할 의무

자료: Dart, iM증권 리서치본부

한진칼은 대한항공, 한진 등 상장사(관계회사)와 칼호텔네트워크 등 비상장사를 자회사로 두고 있다. 상장회사는 시가총액, 비상장회사는 자본 총계로 SOTP(Sum of The Parts) Valuation을 하면, 적정 NAV(Net Asset Value)는 2.7조원 수준으로 파악된다. 현재 한진칼의 시가총액은 8.2조원으로 NAV 대비 200% 이상의 프리미엄이 붙어있다.

2025년 5월 기준 호반건설의 한진칼 주식 수는 1,232만주(지분율 18.46%)다. 2022년 12월 334만주(지분율 5.85%)를 매도한 것(처분 손실 744억원)을 제외하고는, 호반그룹은 한진칼의 지분을 꾸준히 늘렸다. 호반그룹의 한진칼 평균 매수 단가는 55,891원이며, 지난 주 한진칼 주가 과열까지 감안하면, 누적 평가손익은 +8,232억원에 달한다.

표1. 한진칼 SOTP Valuation

구분	회사	지분율(%)	지분 가치(십억원)	비고
상장 회사	대한항공	26.05	2,143.8	(a)
	한진	30.78	90.3	(b)
비상장 회사	토파스여행	94.35	13.3	(c)
	(주)칼호텔네트워크	100.0	204.1	
	(주)한진관광	100.0	4.0	
	정석기업(주)	48.27	258.2	
토지 및 건물			12.6	(d)
한진칼 순차입금			97.4	(e)
한진칼 NAV			2,629	《(a) + (b) + (c) + (d)》 - (e)
현재 시총			8,192	
프리미엄			211.6%	

자료: Dart, iM증권

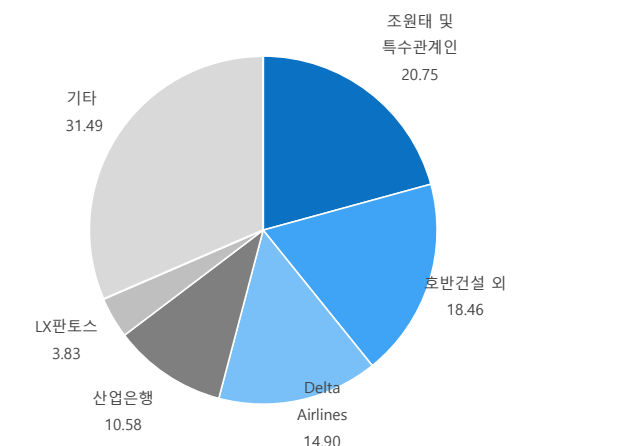
주: 상장회사는 5월 16일 종가 기준, 비상장회사는 자본 총계 기준, 순차입금은 1Q25 별도 기준

그림8. 호반그룹 한진칼 투자 내역

(십억원, 원, 백만주)	호반그룹
순매수 금액	7,493억원
평균 매수단가	55,891원
주식 수	12,321,774주
지분율	18.46%
누적 처분 손익	-744억원
평가 손익	+8,232억원

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림9. 한진칼 주주 구성



자료: Dart, iM증권 리서치본부

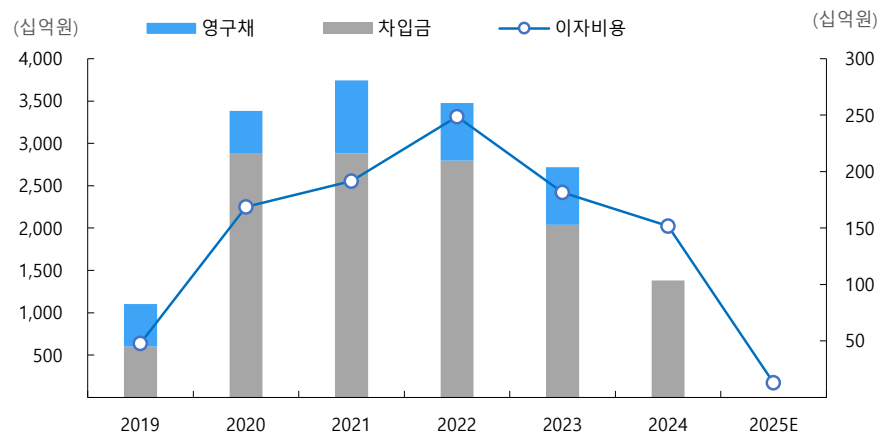
주: 한진칼 자사주 44만주의 사내근로복지기금 출연까지 반영

아시아나항공에 투입한 정책자금은 성공적으로 회수

산업은행과 수출입은행은 아시아나항공 경영 정상화를 위해 약 3.7조원의 정책자금을 투입했다. 자금원별로 대출 2.9조원, 영구채 8,600억원이다. 아시아나항공은 지원받은 금액으로 운영자금, 시설자금에 투입했으며, 코로나 팬데믹 기간 화물 중심의 업황 호조로 수익성 반등에 성공했다. 아시아나항공은 일부 대환 대출이 있었지만, 2025년 초까지 산업은행과 수출입은행으로 빌린 차입금과 영구채를 모두 상환하였다.

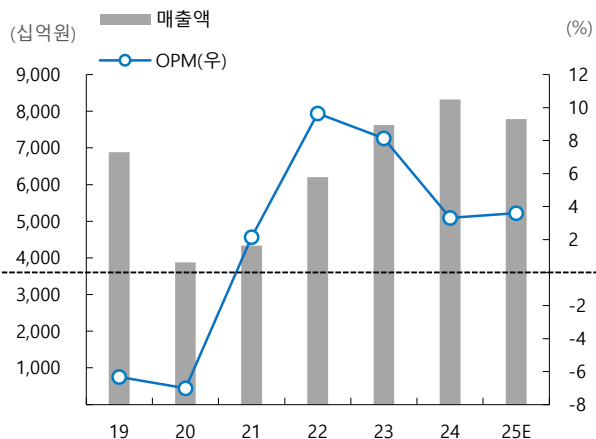
산업은행과 수출입은행은 아시아나항공으로부터 차입금 2.6조원의 경우 3~7% 수준의 금리, 영구채 8,600억원(92, 93, 97, 99회)의 경우 7~9% 금리를 적용했으며, 2019~2025년 누적 1조원의 이자수익을 확보했으며, 약 6년간의 투자 기간동안 IRR 6% 후반대를 기록했다.

그림10. 아시아나항공에 대한 산업은행, 수출입은행의 대출 및 영구채 추이



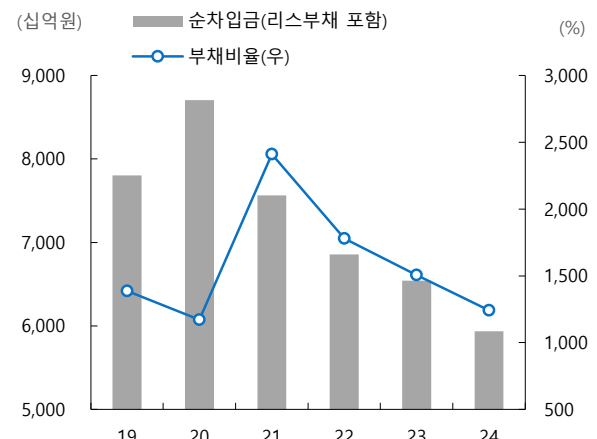
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림11. 아시아나항공(연결) 매출액 및 OPM 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림12. 아시아나항공(연결) 순차입금 및 부채비율 추이



자료: Dart, iM증권 리서치본부

산업은행의 한진칼의 Exit은 빨라도 2027년, 현재의 한진칼 주가는 비이성적

산업은행과 수출입은행은 아시아나항공에 투입한 3.7조원의 자금을 매우 성공적으로 회수했으며, 한진칼에 투입한 8천억원의 자금도 회수해야한다. 교환사채 3천억원은 2025년말 만기에 회수가 가능할 것으로 예상되며, 남겨진 것은 한진칼 유상증자분 5천억원의 투자(한진칼 지분 10.58%)다. 유상증자분 5천억원의 경우 빨라도 2027년 이후에 회수가 진행될 것으로 예상된다. 산업은행은 아시아나항공에 투입한 자금을 성공적으로 회수했으며, 대한항공-아시아나항공 통합 항공사 출범이 완료된다면 산업은행의 주요 투자 목적(아시아나항공 경영 정상화, 통합 항공사 출범)을 완료했기 때문에 한진칼 지분 투자(10.58%)도 회수할 가능성이 있다.

산업은행이 한진칼 유상증자에 참여한 것은 대한항공과 아시아나항공의 합병을 통한 통합 항공사 출범이라는 명목 하에 이루어졌다. 산업은행과 한진칼이 2020년 체결한 투자합의서를 감안할 때 산업은행의 한진칼 지분 투자(투자 금액 5천억원)를 회수하는 시점은 통합 항공사 출범이 예고 되어있는 2027년 이후가 될 가능성이 높다. 그동안 산업은행은 대한항공과 아시아나항공의 PMI(Post Merger Integration) 과정을 모니터링할 것으로 보인다.

현재 한진칼의 주요 주주로는 조원태 및 특수관계인이 20.75%(대한항공 사우회 1.09%, 자가보험 2.27%, 한진칼의 자사주 0.66% 출연까지 반영), 호반건설 18.46%, 델타항공 14.90%, 산업은행 10.58%, LX판토스 3.8%로 구성되어 있다. 산업은행을 제외한 조원태 측의 우호 지분은 39.48%(조원태 및 특수관계인, 델타항공, LX판토스)이며, 산업은행은 통합항공사 출범이 완료된 2027년 이전에는 지분을 팔 요인이 매우 적다.

최근 호반그룹의 한진칼 지분 추가 매집(+1.02%p)로 한진칼 주가는 급등했다(5월 셋째 주 +45.2%). 한진칼의 주가 급등은 2019~2020년 불거졌던 경영권 분쟁을 다시 예상하고 있는 것으로 보인다. 다만 통합 항공사 출범이 아직 완료되지 않은 시점에서 한진칼의 중대한 경영상 과실이 발생하지 않는다면, 당장은 산업은행의 지분 10.58%는 시장에 출회되지 않으며, 산업은행은 조원태 회장과 의결권을 공동 행사될 것으로 보인다. 따라서 한진칼의 최근 주가 급등은 매우 과도한 것으로 보여 하락 리스크에 대비해야 한다고 판단된다.



기업분석

HMM(011200)

공적 자금 투자의 모범 사례

HMM (011200)

2025.05.19

공적 자금 투자의 모범 사례

[건설/운송] 배세호

2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

공적 자금 투자의 모범 사례, 결국 통매각보다는 일부 지분 매각 예상

산업은행, 해양진흥공사가 HMM에 자본 형식으로 투자한 금액 4.2조원 중 현재까지 회수한 금액은 1.6조원으로 파악되며, 2025년 자사주 매입 분을 포함하면 총 회수 금액은 3.0조원으로 증가한다. 두 기관의 원금 회수는 배당금 수익만을 가정했을 시에도 2028년정도에는 모두 가능할 것으로 보인다. 산업은행과 해양진흥공사는 HMM의 지분 매각까지 성공한다면(주당 21,000원 가정), 각각 15%, 16%를 상회하는 IRR을 기록할 수 있을 것으로 예상된다.

HMM 매각과 관련해서는 산업은행의 지분만 매각하거나, 양 기관의 지분을 일부 매각하여 인수 주체가 최대 주주가 되는 방안이 가장 현실 가능성이 높다고 판단한다. HMM의 통매각을 가정 시 인수 금액은 14.0조원에 달하나, 일부 지분 매각은 딜 사이즈가 7.0~9.8조원(지분 36~50%)으로 줄어든다. 주주간계약으로 경영권을 충분히 보장받는 가정 하에 국내 기업에서 충분히 고려할 수 있는 건이 될 수 있다고 판단한다.

보수적인 상황에도 주가 방어는 가능할 것으로 예상

컨테이너 선박량과 물동량의 추이를 감안했을 때 중장기적으로 컨테이너 시장은 선사에게 비우호적으로 작용할 가능성이 높다. 글로벌 주요 컨테이너 선사의 2026년 실적 추이도 지속적으로 하향 조정되고 있다. 최근 미-중간의 관세 협상으로, 5월 셋째주 SCFI는 전주 대비 10% 상승했고, Hapag-Lloyd는 중국 → 미국 화주들의 예약 건수가 지난 4주보다 50% 증가했다고 발표하는 등 단기적 컨테이너 운임 반등 기대감이 있지만, 선박량 증가율과 물동량을 감안 시 중장기적인 보수적인 상황을 유지한다.

하지만 HMM 주가 측면에서는 자사주 매입/소각 계획과 매각 기대감으로 비우호적인 업황과 보수적인 영업이익 레벨에도 방어가 가능할 것으로 예상된다.

1) HMM은 2025년말까지 자사주 매입/소각으로 2조원을 사용할 것이라고 밝혔다. 단순 주당 21,000원을 가정 시(당사 목표주가), 현재 주식 수 대비 9.2%를 소각할 수 있다. 방법과 시기는 정해지지 않았지만 지분율대로 공개 매수를 가정하면, 산업은행, 해양진흥공사 제외 시장 유통 물량은 현재 2.9억주에서 2.6억주 수준(-9.2%)으로 감소할 수 있다는 점은 주가 변동성을 키울 수 있다. 2) 산업은행과 해양진흥공사의 HMM 지분은 결국 매각을 해야 하며 당사는 통매각보다는 원매자의 경영권을 보장할 수 있는 일부 지분 매각이 가능성이 높다고 판단한다. 매각에 대한 기대감은 지속적으로 주가 하방은 지지할 것으로 예상된다.

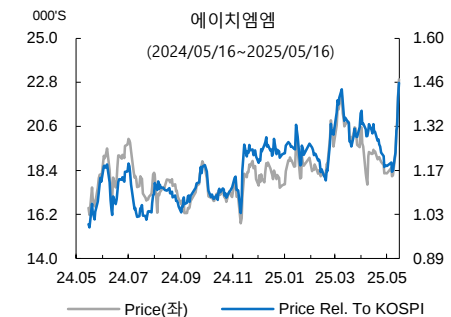
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	목표주가(12M)
증가(2025.05.16)	증가(2025.05.16)
상승여력	-8.5%

Stock Indicator	
자본금	4,405십억원
발행주식수	102,504만주
시가총액	23,525십억원
외국인지분율	7.9%
52주 주가	15,750~22,950원
60일평균거래량	3,004,377주
60일평균거래대금	61.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.6	26.2	27.1	41.8
상대수익률	12.8	26.2	20.7	45.4

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	11,700	10,652	10,373	10,502
영업이익(십억원)	3,513	1,675	1,133	1,233
순이익(십억원)	3,782	2,012	1,534	1,617
EPS(원)	4,293	2,161	1,647	1,737
BPS(원)	31,615	29,387	30,351	31,558
PER(배)	3.5	10.0	13.8	13.1
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE(%)	15.3	7.2	5.4	5.2
배당수익률(%)	3.4	3.1	2.5	3.0
EV/EBITDA(배)	0.4	3.8	4.6	3.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

산업은행과 해양진흥공사의 성공적인 HMM 투자

산업은행, 해양진흥공사가 자본 형식으로 투자한 금액 4.2조원 중 현재까지 회수한 금액은 1.6조원으로 파악되며, 2025년 자사주 매입 분을 포함하면 총 회수 금액은 3.0조원으로 증가한다 두 기관의 산업은행 원금 회수는 배당금 수익만을 가정했을 시 2028년정도에는 모두 회수가 가능할 것으로 보인다.

산업은행과 해양진흥공사는 HMM의 지분 매각까지 성공한다면(주당 21,000원 가정), 각각 15%, 16%를 상회하는 IRR을 기록할 수 있을 것으로 예상된다.

표1. 산업은행, 해양진흥공사의 HMM 투자 손익 추정(2030년 엑시트 가정)

연도	투자 원금(십억원)	회수(십억원)	원금 상황					잔여 투자원금 (십억원)
			원금 상황	이자수익	배당금	자사주 매입	지분매각	
2016	-690							-690
2017	-783	+18		+18				-1,456
2018	-1,000	+27		+27				-2,428
2019	-960	+210	+151	+60				-3,178
2020	-720	+95		+95				-3,803
2021		+91		+91				-3,713
2022		+200		+80	+119			-3,513
2023		+313		+74	+239			-3,200
2024		+321		+42	+279			-2,879
2025		+1,763		+6	+354	+1,402		-1,127
2026		+427			+427			-699
2027		+327			+327			-372
2028		+347			+347			-25
2029		+347			+347			+322
2030		+14,365			+347		+14,017	+14,686
합계	-4,153	+18,851	+151	+494	+2,787	+1,402	+14,017	+14,686

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림1. 산업은행의 HMM 회수 가능 금액 가정

내용	산업은행
투자 금액(십억원)	2,109
가중평균 투자 일시	2018-07
누적 투자 기간(~25년 5월)	6.8년
최종 Exit 시기 가정(~30년 12월)	12.5년
회수 가능 금액(십억원)	9,511
- 원금 상황	151
- 이자 수익	215
- 누적 배당금	1,404
- 자사주 매입(예정)	698
- 지분 매각	7,043
IRR 가정	15.6%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림2. 해양진흥공사의 HMM 회수 가능 금액 가정

내용	해양진흥공사
투자 금액(십억원)	2,044
가중평균 투자 일시	2018-09-17
누적 투자 기간(~25년 5월)	6.7년
최종 Exit 시기 가정(~30년 12월)	12.3년
회수 가능 금액(십억원)	9,329
- 원금 상황	-
- 이자 수익	215
- 누적 배당금	1,404
- 자사주 매입(예정)	710
- 지분 매각	7,043
IRR 가정	16.2%

자료: Dart, iM증권 리서치본부

통매각 보다는 부분 매각이 현실 가능성 높음

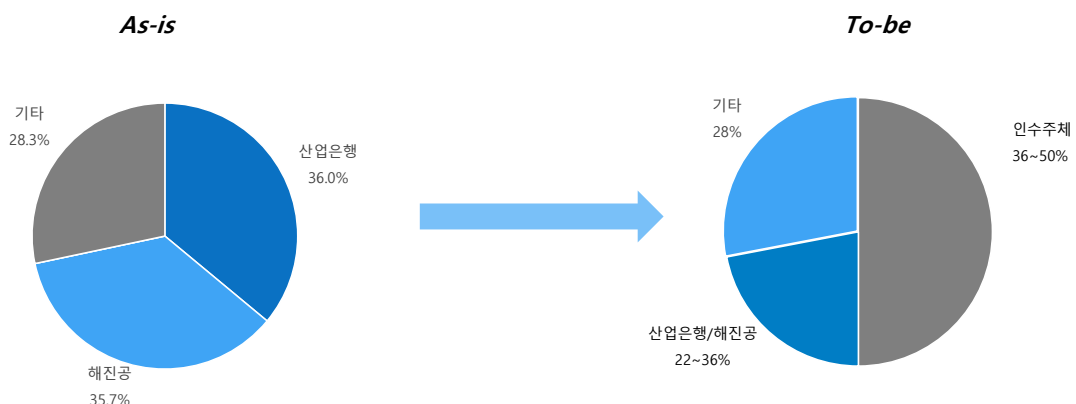
HMM 매각과 관련해서는 산업은행, 해양진흥공사 중 산업은행의 지분만 매각하거나, 양 기관의 지분을 일부 매각하여 인수 주체가 최대 주주가 되는 방안이 가장 현실 가능성이 높다고 판단한다.

우선 산업은행의 지분(36.0%)을 매각하면, 매각가액은 7.5조원(주당 21,000원 가정, 자사주 소각 가정 포함)이며, 금액 측면에서는 원매자들이 관심을 가질 수 있는 사이즈가 된다. 만약 산업은행의 지분을 인수하는 경우 2대주주가 되는 해양진흥공사와의 지분을 차이는 0.3%p밖에 나지 않는다. 따라서 인수 주체가 경영상의 자율성을 보장받기 어려울 수 있다는 우려가 있지만, 주주간계약으로 1) 이사 선임 등 경영상 자율성에 대한 권한을 보장받고, 2) 공기관 잔여 지분을 장기간에 걸쳐 순차적으로 매각한다는 조건을 붙인다면 충분히 매각이 가능하다고 판단한다.

매각 대상 지분을 최소 산업은행이 가지고 있는 지분 36.0%를 최소 그리고 50%+1주를 최대로 가정한다면(주당 매각가격 21,000원 가정), HMM 인수 사이즈는 최소 7.0조원에서 9.8조원으로 계산할 수 있고, 인수금융 50%, 에쿼티 투자 50%를 가정 시 에쿼티 투자로 3.5~4.9조원으로 HMM의 경영권을 인수할 수 있다.

HMM의 통매각을 가정 시 인수 금액은 14.0조원에서 일부 지분 매각으로 인수 금액은 7.0~9.8조원으로 줄어들며, 주주간계약으로 경영권을 충분히 보장받는 가정 하에 국내 기업에서 충분히 고려할 수 있는 건이 될 수 있다고 판단한다.

그림3. HMM 매각 시나리오 일부 지분 매각



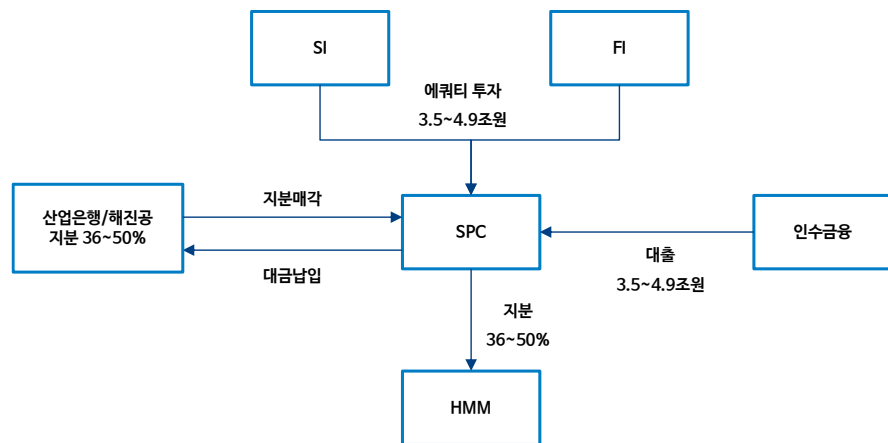
자료: iM증권 리서치본부

표3. HMM 일부 지분 매각 가정

(십억원)	내용
매각 대상	산업은행 지분 36%에서 양 기관 합산 50% 지분
금액(주당 21,000원 가정)	7.0~9.8조원
효과	1) 통매각 보다 50% 수준 줄어드는 인수 사이즈 2) 산업은행, 해양진흥공사의 빠른 자금 회수가 가능
리스크	1) 인수 주체의 이사 선임 등 경영 자율성 확보의 어려움 2) 산업은행, 해양진흥공사 잔여 지분의 처리 시기와 방법에 따른 우려
리스크 제거	주주간계약으로 1) 인수 주체에게 경영 자율성 보장, 2) 잔여 지분은 장기간에 걸쳐 분할 매각 조건

자료: iM증권 리서치본부

그림4. HMM 인수 도식도(경영권 담보 일부 지분 매각 가정)



자료: iM증권 리서치본부

비우호적인 업황에도 주가는 방어가 가능할 것

미국의 관세 정책으로 컨테이너 물동량 시황 전망은 매우 보수적이다. Clarksons이 전망하는 전년대비 2025년 컨테이너 물동량 증가율(TEU) 기준 0.3%(톤마일 기준 -0.4%)이며, 2026년에는 3.0%(톤마일 기준 -2.5%)다. 톤 마일 기준으로 물동량 대비 마이너스 폭이 큰 것은 아시아 - 미주 항로의 물동량이 줄어든 것을 반영한 것이다. 이에 반해 선복량 증가율은 2024년 10% 증가한 데 이어 2025년 6.3%, 2026년에는 3.9% 증가할 것으로 예상된다. 컨테이너 선복량과 물동량의 추이를 감안했을 때 중장기적으로 컨테이너 시황은 선사에게 비우호적으로 작용할 가능성이 높다. Maersk, Hapag-Lloyd 등 주요 컨테이너 선사의 2026년 실적 추이도 지속적으로 하향 조정되고 있다.

최근 미-중간의 관세 협상으로, 5월 셋째주 SCFI는 전주 대비 10% 상승했고, Hapag-Lloyd는 중국 → 미국 화주들의 예약 건수가 지난 4주보다 50% 증가했다고 발표하는 등 단기적 컨테이너 운임 반등 기대감이 있지만, 선복량 증가율과 물동량을 감안 시 중장기적인 보수적인 시황을 유지한다.

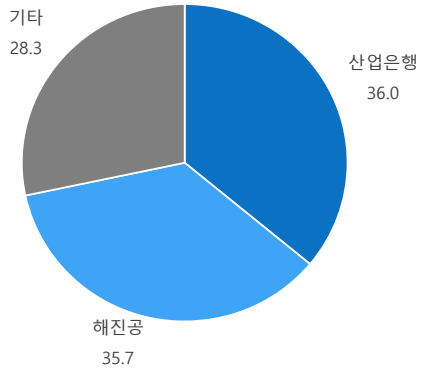
HMM의 영업이익 역시 2025년 1.7조원(-52.3% YoY), 2026년은 1.1조원(-32.3% YoY)를 전망하며, 이러한 추정치를 바탕으로 HMM의 현재 주가는 12개월 포워드 EV/EBITDA 4.8배, P/E 11.8배, P/B 0.77배에 해당한다. 하지만 컨테이너 선사의 특성상 컨테이너 운임에 따라 실적 변동성이 커지며 2026년의 영업이익 추정치의 변동성은 매우 높다.

HMM 주가 측면에서는 자사주 매입/소각 계획과 매각 기대감으로 비우호적인 업황과 보수적인 영업이익 레벨에도 방어가 가능할 것으로 예상된다.

1) HMM은 2025년말까지 자사주 매입/소각으로 2조원을 사용할 예정이다. 21,000원(당사 목표주가)를 기준으로 자사주 매입/소각을 실시한다고 가정하면, 약 9,388만주(현재 주식 수 대비 9.2%)를 소각할 수 있다. 방법과 시기는 아직 정해지지 않았지만 1) 지분율대로 공개 매수를 가정하면, 산업은행, 해양진흥공사 제외 시장 유통 물량은 현재 2.9억주에서 2.6억주 수준(-9.2%)으로 감소할 수 있다는 점은 주가 변동성을 키울 수 있다. 2) 만약 최대주주 외 일반 주주 우선으로 자사주 매입/소각을 가정한다면 시장 유통 물량은 기존 대비 30% 가까이 줄어든 수 있어 1)의 사례보다 더욱 주가 변동성을 키울 수 있다.

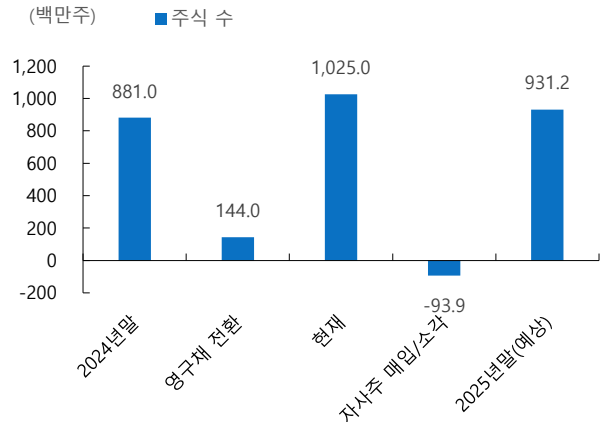
2) 산업은행과 해양진흥공사의 HMM 지분은 결국 매각을 해야 하며 당사는 통매각보다는 원매자의 경영권을 보장할 수 있는 일부 지분 매각이 가능성이 높다고 판단한다. 매각에 대한 지속적인 기대감으로 주가 하방은 지지가 가능할 것으로 예상된다.

그림5. HMM 지분(1Q25)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

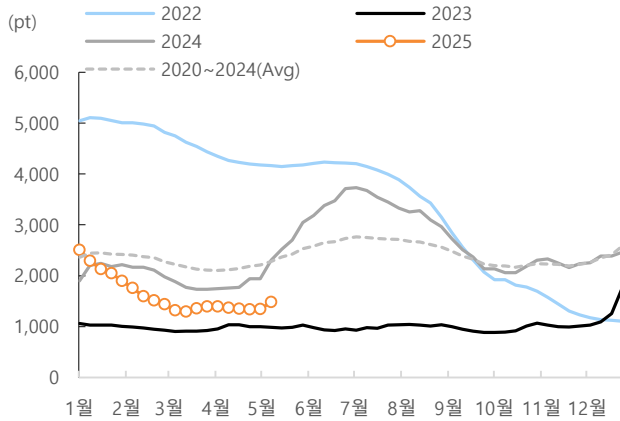
그림6. 자사주 매입/소각 가정 HMM 주식 수



자료: Dart, iM증권 리서치본부

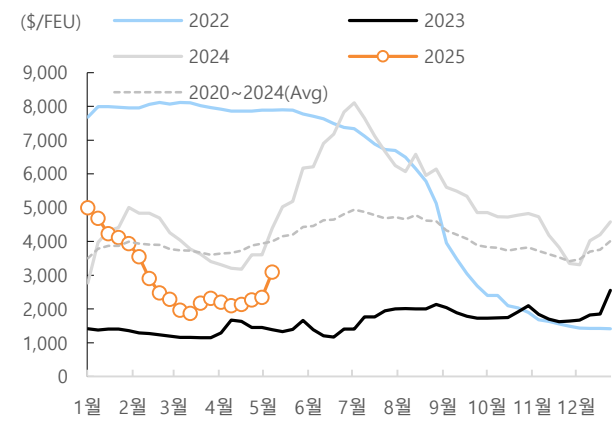
주: 자사주 매입 소각은 주당 매입가격 21,000원 가정

그림7. SCFI 추이



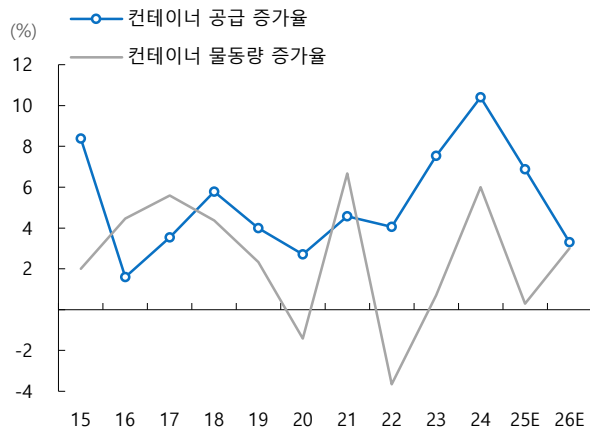
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림8. SCFI(Shanghai - USWC) 추이



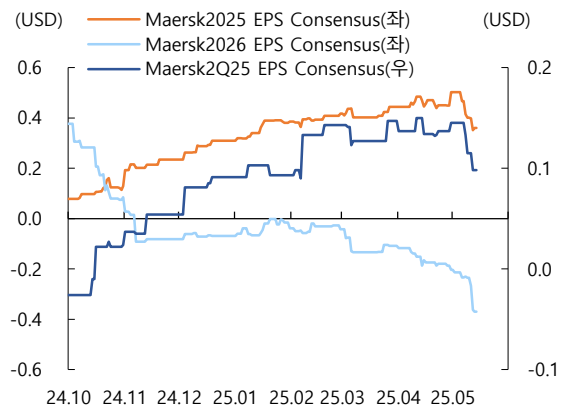
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림9. 컨테이너 공급/물동량 증가율 전망



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림10. Maersk 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표4. HMM 목표주가 Valuation

(십억원, 배, %)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	비고
(A) + (B) EBITDA(십억원)	7,853	10,461	1,097	3,991	2,239	1,743	1,883	지배주주순이익 기준 지배주주소유자본 기준
(A) 영업이익	7,378	9,949	585	3,479	1,675	1,133	1,233	
(B) 감가상각비	476	512	512	512	564	610	650	
EPS (원)	10,913	20,687	1,981	4,293	2,161	1,647	1,737	
BPS (원)	21,179	42,490	43,839	31,615	29,387	30,351	31,558	
고점 P/E (배)	4.6	1.7	11.8	4.8				최근 4년 평균: 5.7
평균 P/E (배)	2.9	1.2	9.4	4.1				최근 4년간 평균: 4.4
저점 P/E (배)	1.3	0.9	7.0	3.4				최근 4년간 평균: 3.1
고점 P/B (배)	2.39	0.83	0.53	0.65				최근 4년 평균: 1.1
평균 P/B (배)	1.50	0.58	0.42	0.56				최근 4년간 평균: 0.8
저점 P/B (배)	0.64	0.42	0.32	0.46				최근 4년간 평균: 0.5
고점 EV/EBITDA(배)	2.2	0.8	5.9	1.3				최근 5년간 평균: 2.6
평균 EV/EBITDA(배)	1.5	0.3	0.7	0.4				최근 5년간 평균: 0.7
저점 EV/EBITDA(배)	0.5	0.0	-1.7	-0.4				최근 5년간 평균: -0.4
ROE(%)	51.5	48.7	4.5	13.6	7.4	5.4	5.5	
(C) 적용 EBITDA (십억원)					2,032			12개월 선행 EBITDA
(D) Target EV 배수					4.0			글로벌 컨테이너 선사 평균
(E) 순차입금	-558	-8,884	-8,738	-11,477	-11,000			2025년 예상 순차입금
(F) 주식수(백만주)					1,025			21,000원 가정
(G) 자사주 매입/소각(백만주)					93.9			
(H) 수정 주식 수(백만주)					931			
목표주가 (원) (C*D-E)/H*10^3)					21,000			Target P/E 10.8x, Target P/B 0.70x
전일 종가 (원)					22,950			12m fwd 11.8x, P/B 0.77x
상승 여력					-8.5			

자료: iM증권 리서치본부

표5. HMM 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
주요 가정											
SCFI(pt)	2,010	2,628	3,082	2,257	1,762	1,350	1,200	1,380	2,494	1,423	1,138
평균 환율(원/달러)	1,329	1,371	1,355	1,400	1,453	1,420	1,395	1,380	1,364	1,412	1,380
유가(달러/배럴)	77	81	75	70	72	62	64	63	76	65	65
선복량											
컨테이너선(천TEU)	794	838	893	915	939	955	963	987	860	961	1,009
벌크선(천DWT)	1,726	1,670	1,741	2,026	1,872	1,872	1,872	1,872	1,791	1,872	1,872
기타(천DWT)	4,566	4,595	4,616	4,616	4,667	4,667	4,705	4,743	4,598	4,695	4,872
매출액	2,330	2,663	3,552	3,155	2,855	2,595	2,493	2,710	11,700	10,652	10,373
YoY	11.9	25.0	67.0	52.9	22.5	-2.6	-29.8	-14.1	39.3	-9.0	-2.6
컨테이너선	1,936	2,254	3,188	2,770	2,466	2,191	2,085	2,318	10,148	9,060	8,713
벌크선	339	348	319	331	336	351	354	338	1,337	1,379	1,340
기타	55	61	45	54	53	53	54	53	215	214	320
매출원가	1,827	1,893	1,988	2,063	2,104	2,098	2,101	2,144	7,771	8,447	8,719
항화물비	831	843	900	929	997	978	981	1,008	3,503	3,965	4,133
용선료	416	447	478	437	454	437	433	433	1,779	1,757	1,702
연료비	331	350	335	345	356	361	372	374	1,361	1,463	1,537
감가상각비	166	165	160	182	191	190	189	194	673	764	797
기타	82	89	114	132	105	133	126	134	418	499	551
매출총이익	503	771	1,564	1,092	751	497	391	566	3,929	2,205	1,654
YoY	25.3	218.8	831.7	565.3	49.4	-35.5	-75.0	-48.2	303.1	-43.9	-25.0
매출총이익률(%)	21.6	28.9	44.0	34.6	26.3	19.2	15.7	20.9	33.6	20.7	15.9
판관비	96	126	102	126	137	126	108	159	451	530	521
판관비율(%)	4.1	4.7	2.9	4.0	4.8	4.9	4.3	5.9	3.9	5.0	5.0
영업이익	407	644	1,461	1,000	614	371	283	407	3,513	1,675	1,133
YoY	32.6	303.5	1,827.4	2,261.0	50.8	-42.4	-80.6	-59.3	500.7	-52.3	-32.3
영업이익률(%)	17.5	24.2	41.1	31.7	21.5	14.3	11.4	15.0	30.0	15.7	10.9
영업외손익	97	53	298	-64	139	83	90	86	384	399	440
세전이익	504	698	1,759	936	753	454	374	493	3,897	2,074	1,573
지배주주순이익	485	661	1,738	898	740	431	362	479	3,782	2,012	1,534

자료: Dart, iM증권 리서치본부

표6. 글로벌 컨테이너 선사 손익 및 밸류에이션

(백만USD, %)	FY	Maersk	ZIM	하박로이드	Cosco	Evergreen
시가총액(백만USD)		30,045	2,208	32,713	33,552	18,716
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	-10.1	-20.8	-8.3	-9.5	-15.9
영업이익 증가율(%)	2022	60.1	5.6	86.2	24.4	31.6
	2023	-88.6	적전	-85.6	-85.8	-90.7
	2024	77.1	흑전	2.6	161.9	360.3
	2025E	-77.4	-70.3	-69.6	-47.0	-51.1
영업이익률(%)	2022	37.7	48.9	50.5	40.9	59.8
	2023	6.9	-48.5	14.0	12.9	12.6
	2024	11.2	30.1	13.5	25.6	34.5
	2025E	2.8	11.3	4.5	15.0	20.0
EPS(LC)	2022	1,600.0	38.5	96.9	6.8	87.1
	2023	227.0	-22.4	16.7	1.5	16.7
	2024	387.0	17.8	13.6	3.1	64.9
	2025E	72.1	1.9	3.5	1.7	31.7
BPS(LC)	2022	3,632.1	49.0	158.7	12.5	260.9
	2023	3,380.2	20.4	106.3	12.2	207.9
	2024	3,623.3	33.6	117.5	14.5	268.0
	2025E	3,520.8	29.3	107.6	15.8	280.9
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	4.2	3.5
	2025E	29.1	9.8	47.8	7.9	8.2
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	0.9	0.8
	2025E	0.5	0.6	1.6	0.8	0.9
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	1.5	1.8	5.6	2.4	2.0
	2025E	5.4	3.3	9.4	3.8	4.2
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	2.3	6.4	2.8	11.1	12.1

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	17,997	18,765	18,821	19,347
현금 및 현금성자산	1,472	1,803	1,611	1,938
단기금융자산	14,401	14,601	14,801	15,001
매출채권	1,568	1,464	1,474	1,464
재고자산	402	345	348	343
비유동자산	15,852	16,758	17,827	18,832
유형자산	9,846	10,755	11,825	12,831
무형자산	43	40	37	36
자산총계	33,849	35,523	36,648	38,179
유동부채	2,357	2,124	2,112	2,447
매입채무	577	529	533	529
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	958	719	778	1,119
비유동부채	3,636	3,881	3,911	3,946
사채	57	66	66	66
장기차입금	89	174	154	139
부채총계	5,993	6,005	6,023	6,392
지배주주지분	27,854	29,516	30,622	31,784
자본금	4,405	4,622	4,622	4,622
자본잉여금	4,453	4,453	4,453	4,453
이익잉여금	14,115	15,535	16,616	17,752
기타자본항목	-83	-83	-83	-83
비지배주주지분	2	2	2	2
자본총계	27,856	29,518	30,624	31,787

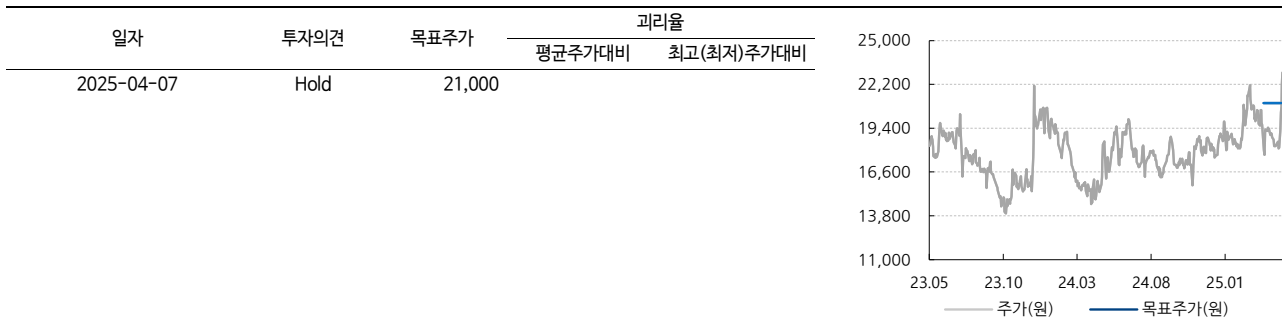
현금흐름표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,875	2,119	2,001	2,073
당기순이익	3,782	2,012	1,534	1,617
유형자산감가상각비	-	552	599	639
무형자산상각비	-	11	11	10
지분법관련손실(이익)	162	17	32	28
투자활동 현금흐름	-6,232	-590	-598	-774
유형자산의 처분(취득)	-2,537	-1,890	-1,900	-2,076
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0
금융상품의 증감	-5,844	-200	-200	-200
재무활동 현금흐름	-539	-455	-552	-128
단기금융부채의증감	-	-24	6	34
장기금융부채의증감	-	95	-20	-15
자본의증감	-	217	-	-
배당금지급	-528	-529	-592	-453
현금및현금성자산의증감	-1,778	331	-192	328
기초현금및현금성자산	3,250	1,472	1,803	1,611
기말현금및현금성자산	1,472	1,803	1,611	1,938

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	11,700	10,652	10,373	10,502
증가율(%)	39.3	-9.0	-2.6	1.2
매출원가	7,737	8,447	8,719	8,743
매출총이익	3,963	2,205	1,654	1,760
판매비와관리비	451	530	521	526
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	3,513	1,675	1,133	1,233
증가율(%)	500.7	-52.3	-32.3	8.8
영업이익률(%)	30.0	15.7	10.9	11.7
이자수익	665	21	21	21
이자비용	134	200	200	200
지분법이익(손실)	162	17	32	28
기타영업외손익	-38	-39	-28	-32
세전계속사업이익	3,897	2,074	1,573	1,651
법인세비용	114	62	39	34
세전계속이익률(%)	33.3	19.5	15.2	15.7
당기순이익	3,782	2,012	1,534	1,617
순이익률(%)	32.3	18.9	14.8	15.4
지배주주귀속 순이익	3,782	2,012	1,534	1,617
기타포괄이익	3,165	-5	-5	-5
총포괄이익	6,947	2,008	1,529	1,613
지배주주귀속총포괄이익	6,947	2,008	1,529	1,613

주요투자지표				
	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	4,293	2,161	1,647	1,737
BPS	31,615	29,387	30,351	31,558
CFPS	5,055	2,923	2,319	2,452
DPS	600	640	490	520
Valuation(배)				
PER	3.5	10.0	13.8	13.1
PBR	0.6	0.7	0.7	0.7
PCR	3.5	7.9	9.9	9.4
EV/EBITDA	0.4	3.7	4.6	3.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.3	7.2	5.4	5.3
EBITDA이익률	34.1	21.0	17.3	20.6
부채비율	21.5	20.3	19.7	20.1
순부채비율	-53.0	-52.3	-50.3	-49.1
매출채권회전율(x)	9.3	7.0	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	30.6	28.5	29.9	30.4

자료 : 에이치엠엠, iM증권 리서치본부

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

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%