

(Analyst) 류재현 jay.ryu@miraeasset.com
(RA) 이창민 changmin.lee@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

011200 · 해운

HMM

머스크가 적자낸 분기에 이루어낸 흑자

(유지)
중립

목표주가
18,000원

상승여력
9.9%

현재주가(23/11/13)
16,370원

KOSPI	2,409.66	시가총액(십억원)	11,404	발행주식수(백만주)	689	외국인 보유비중(%)	9.0
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	-----

Report summary

3Q23 Review: 머스크도 적자낸 3Q23, 영업이익 흑자는 의미 있음

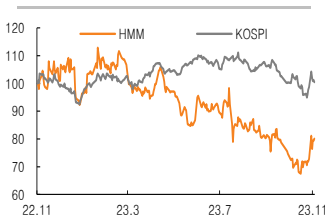
HMM의 3Q23 매출액 2조 1,266억원(-58% YoY)을 기록했다. 컨테이너 부문(-63% YoY)이 부진했다. 물동량 증가(11% YoY)에도 운임 하락(-67% YoY)을 피할 수 없었다. 영업이익은 759억원(-97% YoY)을 기록했다. 컨테이너 (영업이익 216억원, OPM 1.2%) 수익성이 크게 악화되었다. 단, 벌크 부문은 유조선 부문의 호조가 이어지며 15.6%의 높은 영업이익률을 거두며 선방했다. 머스크의 컨테이너 부문이 적자로 돌아선 상황에서 컨테이너 부문 흑자를 유지한 것은 의미가 있다.

목표주가 18,000원 및 매수 의견 유지: 주가 하방 경직성 기대

동사에 대한 목표주가 18,000원 및 중립 의견을 유지한다. 시황 악화에도 주가는 하방 경직성을 보여줄 것으로 기대된다. 1) 매력적인 밸류에이션(PBR 0.5배), 2) 상대적인 경쟁력 증명은 긍정적이다. 단기적으로는 산업은행의 지분 매각이 변동성을 좌우할 것으로 예상된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.6	-15.9	-18.3
상대주가	10.3	-12.9	-18.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	13,794	18,583	8,518	9,697	10,470
영업이익 (십억원)	7,378	9,952	547	947	1,070
영업이익률 (%)	53.5	53.6	6.4	9.8	10.2
순이익 (십억원)	5,337	10,085	772	1,324	1,497
EPS (원)	13,754	20,623	1,459	1,922	2,172
ROE (%)	88.6	65.0	3.6	5.7	6.1
P/E (배)	2.0	0.9	11.3	8.6	7.6
P/B (배)	1.3	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	2.2	6.1	1.2	1.2	1.2

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

3Q23 Review: 시황 부진으로 영업이익 악화 재무 안정성은 유지

HMM의 3Q23 매출액은 58% YoY 감소한 2조 1,266억원을 기록했다. 컨테이너 부문의 매출액이 63% YoY 감소했다. 물동량이 11% YoY 증가했지만 운임 하락(-67% YoY)을 피할 수 없었다. 벌크 부문의 매출액은 건화물의 부진(-16% YoY)에도 6% YoY 증가했다. 유조선의 호조(69% YoY)가 이어졌기 때문이다.

영업이익은 전년 동기 대비 97% 하락한 759억원을 기록했다. 운임 하락과 낮은 적취율(69%, 3Q22 78%)로 컨테이너(영업이익 216억원, OPM 1.2%) 수익성이 크게 악화되었다. 단, 벌크 부문은 유조선 부문의 호조가 이어지며 15.6%의 높은 영업이익률을 거두며 선방했다.

순이익은 954억원으로 영업이익보다 높았다. 높은 현금성/금융자산(13조원)에 따른 이자수익에 기인한 것이다. 시황 부진에도 불구하고 순이익 기초가 이어지며 부채비율은 20%로 역사적으로 가장 낮은 수준으로 하락하였다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	5,106	2,130	2,127	2,260	2,130	-58.4	-0.2
영업이익	2,601	160	76	240	155	-97.1	-52.5
영업이익률 (%)	50.9	7.5	3.6	10.6	7.3	-47.3	-3.9
세전이익	2,611	351	123	344	221	-95.3	-65.0
순이익	2,605	325	95	329	205	-96.3	-70.6

주: K-IFRS 연결 기준

자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	8,712	9,459	8,518	9,697	-2.2	2.5	물동량 조정, 원유선 조정
영업이익	1,057	1,480	547	947	-48.2	-36.0	운임 전망 및 가동율 하향
세전이익	1,445	1,972	848	1,522	-41.3	-22.8	
순이익	1,364	1,862	772	1,324	-43.4	-28.9	
EPS (KRW)	2,533	2,702	1,459	1,922	-42.4	-28.9	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상

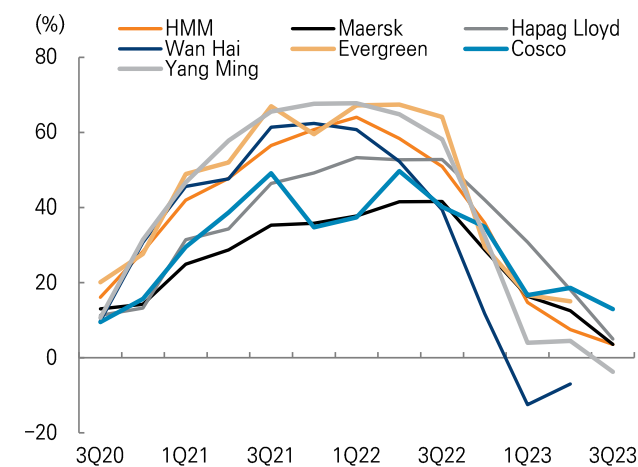
앞이 보이지 않는 시황 반전의 길: 하지만 버티는 힘은 있다.

시황이 역사적 저점에 가까운 상황이지만, 그렇다고 단기간의 시황 반전을 쉽게 예측할 수 없다. 기저 효과 등으로 물동량이 두 자리 수로 반등했으나 공급 과잉으로 인해 수급이 나아지지 않았기 때문이다. 수요가 추가적으로 개선되기 보다는 공급 압력에 따라 시황은 하락 압력을 지속적으로 받을 것으로 우려된다.

장기적으로 의미있는 점은 컨테이너선의 영업흑자가 이어졌다는 것이다. 선두 업체인 머스크의 경우 3Q23 컨테이너 부문의 영업이익률이 -0.3%로 적자 전환한 상황이다. 타 선사 대비 마진이 높게 유지되면서 낮은 운임에서 도태되지 않을 가능성도 높아지고 있다.

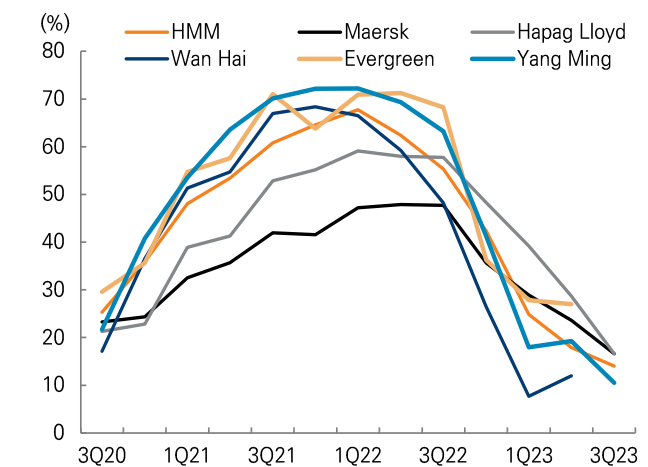
영업현금흐름이 어느 정도 유지되면서 현금은 지속적으로 증가하고 있다. 고금리와 함께 이자수익이 증가하면서 재무 구조는 오히려 개선되고 있다. 과거와 달리 불황을 버티는 힘을 증명하고 있다.

그림 1. 주요 컨테이너선사 분기별 영업이익률 추이



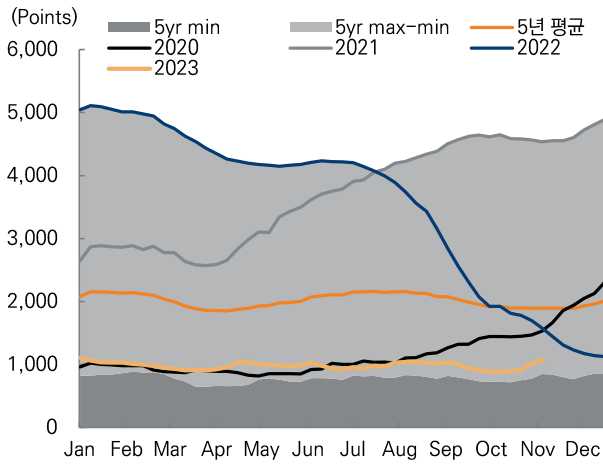
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 주요 컨테이너선사 EBIDTA 마진 추이



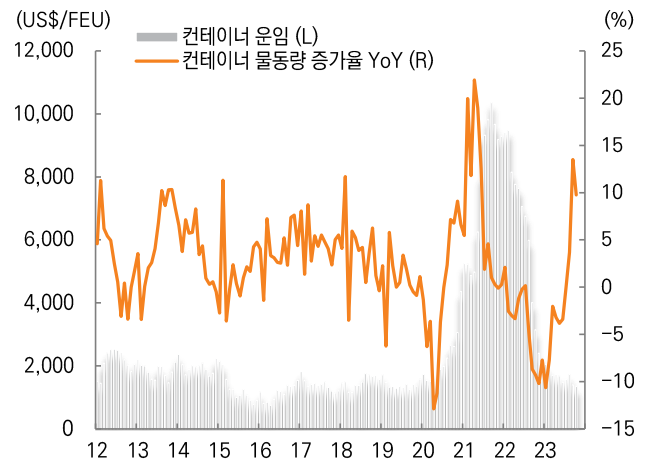
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SCFI 운임 추이



자료: Thompson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 컨테이너 물동량 vs. 운임



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

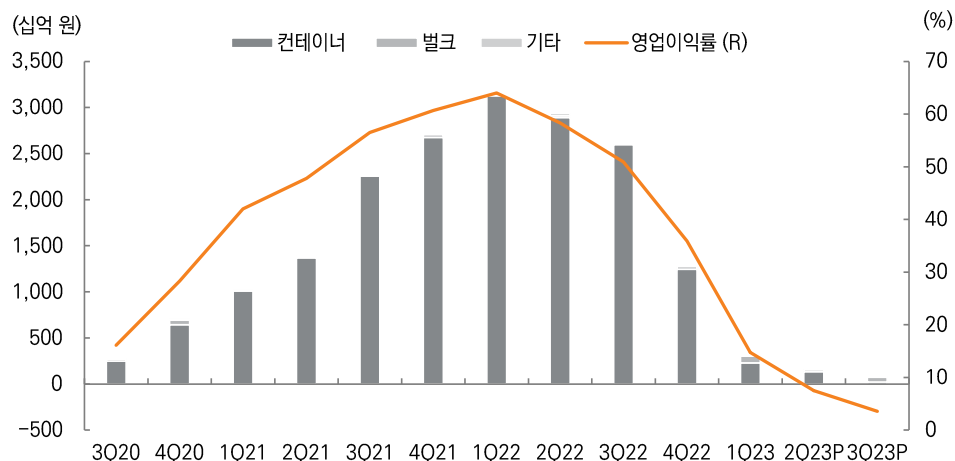
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	4,919	5,034	5,106	3,524	2,082	2,130	2,127	2,180	18,583	8,518	9,697
컨테이너	4,668	4,700	4,747	3,190	1,752	1,783	1,743	1,772	17,305	7,049	8,071
벌커	209	272	317	297	285	301	334	363	1,095	1,283	1,444
기타	41	62	43	37	45	47	50	45	183	186	325
영업이익	3,149	2,937	2,601	1,265	307	160	75.9	5	9,952	547	947
컨테이너	3,128	2,892	2,597	1,245	229	134	22	-54	9,862	330	718
벌커	8	20	19	30	74	23	52	59	76	208	208
기타	12	26	-14	-10	4	4	2	-1	14	9	19
세전이익	3,136	2,950	2,611	1,487	300	351	123	74	10,184	848	1,522
순이익(지배)	3,132	2,933	2,605	1,415	285	325	95	67	10,085	773	1,325
영업이익률(%)	64	58	51	36	15	7	4	0	54	6	10
순이익률(지배)	64	58	51	40	14	15	4	3	54	9	14
운임(\$/TEU)	3,698	3,380	2,862	1,620	1,061	983	946	1,000	2,890	998	1,075
물동량(천 TEU)	920	900	920	950	860	960	1,023	1,033	3,690	3,876	3,981

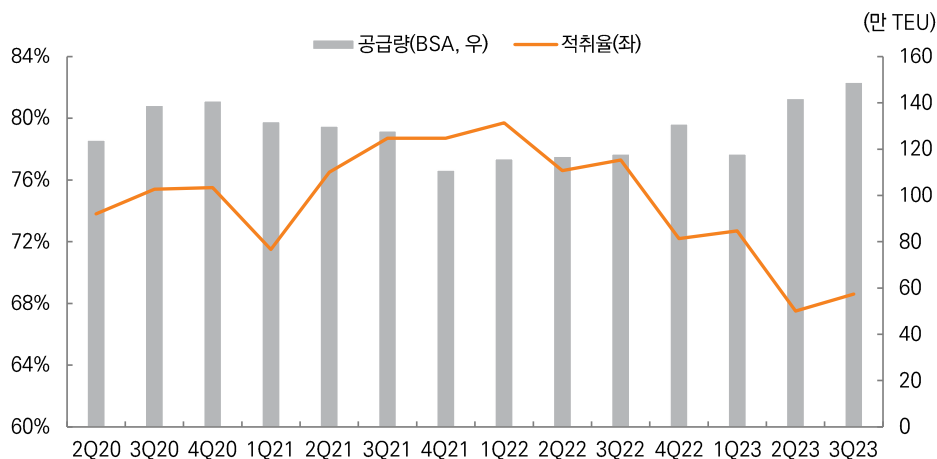
자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. HMM 영업이익 추이 및 전망



자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 컨테이너 부문 BSA 및 적취율 추이

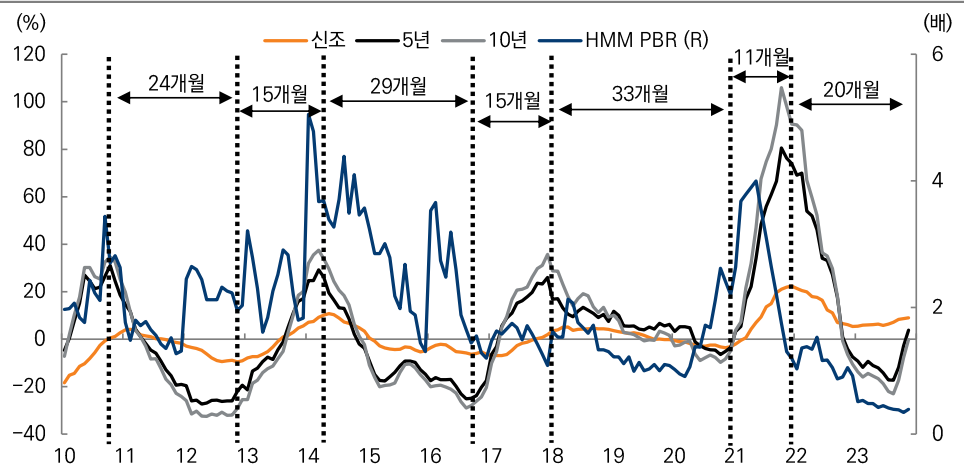


자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터

목표주가 18,000원 및 중립 의견 유지: 단기적으로는 매각이 변수

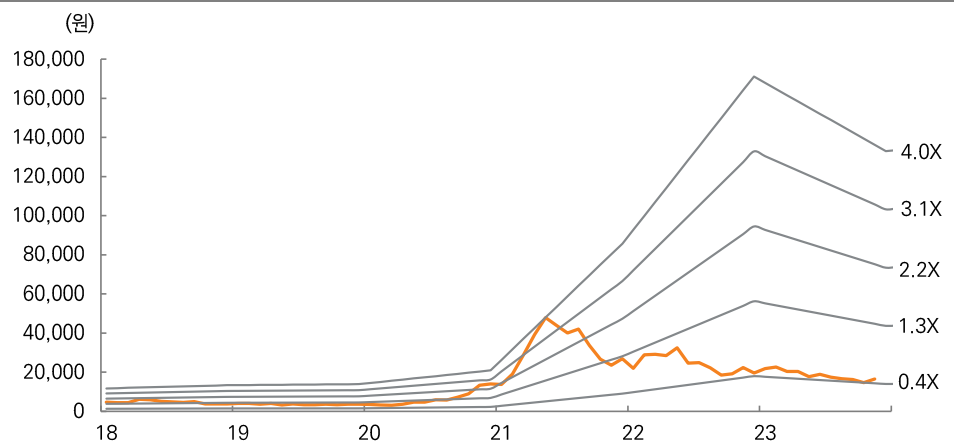
HMM에 대한 목표주가 18,000원 및 중립 의견을 유지한다. 상황이 최악 수준이지만 현 수준에서 매도하기에도 부담스럽다. 1) PBR 0.5배 수준에서 지분 매각 이슈에 따라 변동성 확대가 예상된다. 2) 장기적으로 원가 경쟁력, 유조선 시황 호조로 실적이 상대적으로 선방하고 있는 상황이다. 3) 영업현금흐름을 흑자로 유지하는 가운데, 이자수익으로 현금성 재무구조 악화가 관찰되고 있지 않다. 본격적인 매수 시점은 2024년 환경 규제 실시와 함께 공급 조정이 나타나는 시점이다.

그림 7. HMM PBR vs. 컨테이너선 선가



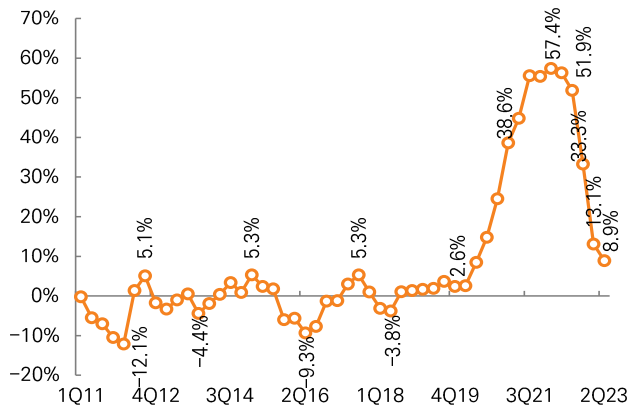
자료: Clarkson, Thompson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. HMM PBR 밴드 차트



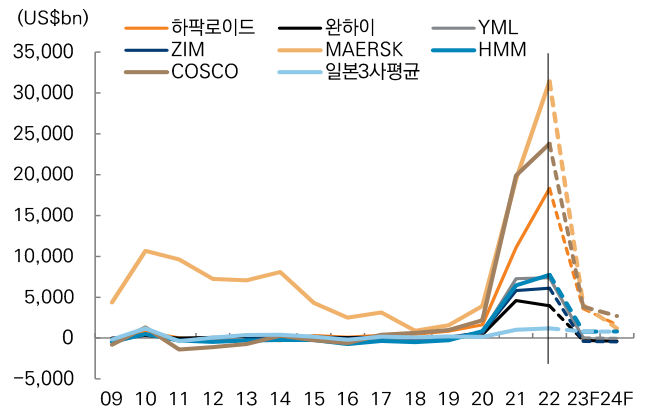
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주요 10개 컨테이너선사 분기별 평균 영업이익률 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요 컨테이너 상장사 업체 영업이익 추이



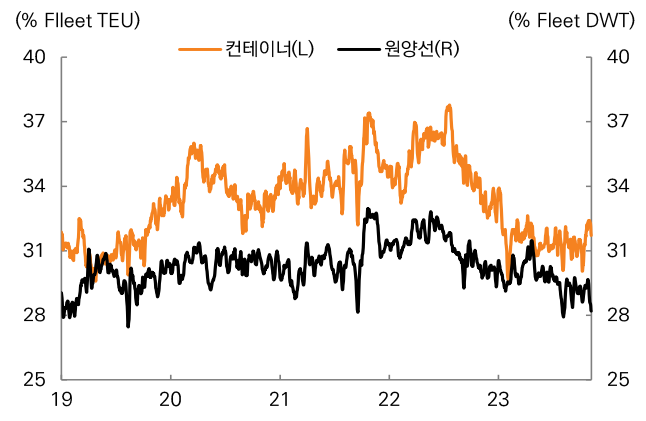
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 전세계 미서부 항구 적체량



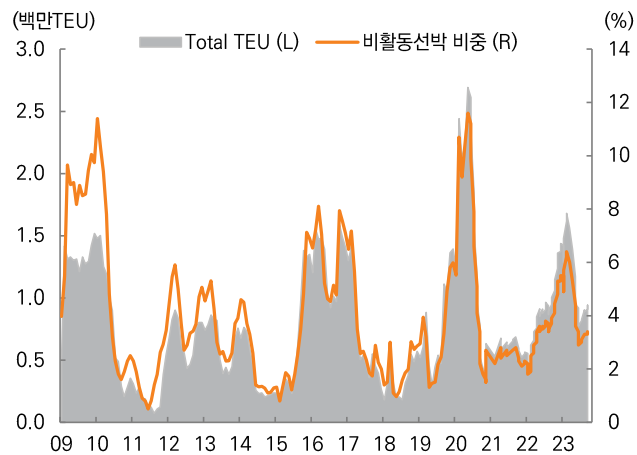
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 선박별 항구 적체 비중



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 계선 선박 추이



자료: Alphaliner, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 컨테이너선 선속 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 선복량 대비 발주 잔량: 30% 돌파 이후 안정



그림 16. 신규 발주: 월간 백만 TEU에 육박한 후 조정

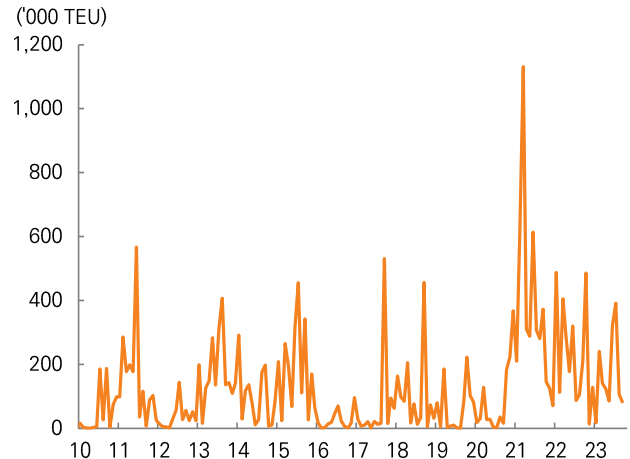


표 4. HMM 매각 개요

구분	내용
입찰 대상	한국산업은행 및 한국해양진흥공사가 보유한 398,790,156주 i) HMM 보통주 198,790,156주 ii) HMM 발행 전환사채의 전환권과 신주인수권부사채의 신주인수권을 모두 행사한 이후 HMM 보통주식 200,000,000주를 합산한 398,790,156주를 입찰 대상으로 함
입찰 방법	공개경쟁입찰
예비입찰 마감일시	2023년 8월 21일 (월요일) 17:00 (대한민국 표준시간 기준)
자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터	

표 5. 산업은행, 해양진흥공사 보유 HMM 영구채 현황

구분	발행일	발행금액(억원)	전환/행사 가액(원)	전환/행사주식수	만기일	이자율	보유기관	비고
제 192회 CB	18.10.25	4,000	5,000	80,000,000	48.10.25	3%	산업은행 (50%) 해양진흥공사 (50%)	23년 10월 스텝업 23년 10월 스텝업 24년 5월 스텝업 24년 6월 스텝업 24년 10월 스텝업 25년 4월 스텝업 연 3%(1~5년차) 연 6%(6년차) 매년 0.25% 가산 (7년차 이후) 누적이율 최대 10%
제 193회 BW	18.10.25	6,000	5,000	120,000,000	48.10.25	3%		
제 194회 CB	19.05.24	1,000	5,000	20,000,000	49.05.24	3%		
제 195회 CB	19.06.27	2,000	5,000	40,000,000	49.06.27	3%		
제 196회 CB	19.10.28	6,600	5,000	132,000,000	49.10.28	3%		
제 197회 CB	20.04.23	7,200	5,000	144,000,000	40.04.23	3%		
합계		26,800		536,000,000				

자료: 언론자료, HMM, 미래에셋증권 리서치센터

HMM (011200)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	18,583	8,518	9,697	10,470
매출원가	8,137	7,613	8,345	8,964
매출총이익	10,446	905	1,352	1,506
판매비와관리비	494	357	404	436
조정영업이익	9,952	547	947	1,070
영업이익	9,952	547	947	1,070
비영업손익	232	301	575	644
금융손익	-111	552	693	762
관계기업등 투자손익	-12	14	0	0
세전계속사업손익	10,184	848	1,522	1,714
계속사업법인세비용	98	75	198	216
계속사업이익	10,085	773	1,325	1,498
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	10,085	773	1,325	1,498
지배주주	10,085	772	1,324	1,497
비지배주주	0	0	1	1
총포괄이익	10,655	1,538	1,325	1,498
지배주주	10,655	1,538	1,324	1,497
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	10,791	1,421	1,789	1,882
FCF	10,876	272	1,595	1,612
EBITDA 마진율 (%)	58.1	16.7	18.4	18.0
영업이익률 (%)	53.6	6.4	9.8	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	54.3	9.1	13.7	14.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	14,280	14,981	16,312	17,714
현금 및 현금성자산	4,980	3,485	4,320	5,294
매출채권 및 기타채권	943	583	699	765
재고자산	325	201	241	264
기타유동자산	8,032	10,712	11,052	11,391
비유동자산	11,693	12,115	12,117	12,157
관계기업투자등	439	272	326	356
유형자산	4,123	5,218	4,916	4,784
무형자산	44	44	44	44
자산총계	25,973	27,096	28,429	29,871
유동부채	2,052	1,645	1,783	1,861
매입채무 및 기타채무	608	376	451	493
단기금융부채	930	951	951	951
기타유동부채	514	318	381	417
비유동부채	3,234	2,807	2,815	2,819
장기금융부채	3,167	2,765	2,765	2,765
기타비유동부채	67	42	50	54
부채총계	5,286	4,451	4,597	4,680
지배주주지분	20,686	22,642	23,829	25,188
자본금	2,445	3,445	3,445	3,445
자본잉여금	4,425	4,425	4,425	4,425
이익잉여금	10,543	10,726	11,912	13,271
비지배주주지분	2	2	2	3
자본총계	20,688	22,644	23,831	25,191

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	11,319	1,816	2,135	2,292
당기순이익	10,085	773	1,325	1,498
비현금수익비용가감	646	403	285	206
유형자산감가상각비	839	874	842	812
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-193	-471	-557	-606
영업활동으로인한자산및부채의변동	475	239	-32	-18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1,044	327	-114	-65
재고자산 감소(증가)	-39	140	-40	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-50	-180	58	33
법인세납부	-44	-76	-198	-216
투자활동으로 인한 현금흐름	-4,818	-3,161	-1,108	-1,149
유형자산처분(취득)	-436	-1,539	-540	-680
무형자산감소(증가)	-8	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4,985	-1,973	-568	-469
기타투자활동	611	353	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-3,601	-434	-138	-138
장단기금융부채의 증가(감소)	-1,814	-381	0	0
자본의 증가(감소)	0	1,000	0	0
배당금의 지급	-326	-627	-138	-138
기타재무활동	-1,461	-426	0	0
현금의 증가	3,255	-1,496	835	974
기초현금	1,725	4,980	3,485	4,320
기말현금	4,980	3,485	4,320	5,294

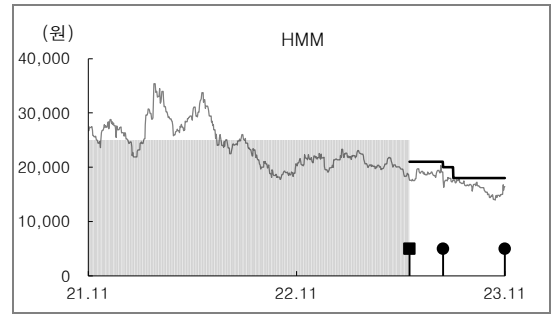
자료: HMM, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	0.9	11.3	8.6	7.6
P/CF (x)	0.9	7.5	7.1	6.7
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	0.1	0.7	-	-
EPS (원)	20,623	1,459	1,922	2,172
CFPS (원)	21,944	2,221	2,337	2,472
BPS (원)	42,300	32,861	34,583	36,555
DPS (원)	1,200	200	200	200
배당성향 (%)	5.8	17.8	10.4	9.2
배당수익률 (%)	6.1	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	34.7	-54.2	13.8	8.0
EBITDA증가율 (%)	34.4	-86.8	25.9	5.2
조정영업이익증가율 (%)	34.9	-94.5	73.1	13.0
EPS증가율 (%)	49.9	-92.9	31.7	13.0
매출채권 회전율 (회)	13.1	11.3	15.3	14.5
재고자산 회전율 (회)	64.2	32.4	43.8	41.5
매입채무 회전율 (회)	15.6	19.9	26.0	24.4
ROA (%)	46.0	2.9	4.8	5.1
ROE (%)	65.0	3.6	5.7	6.1
ROIC (%)	106.3	4.8	7.9	9.0
부채비율 (%)	25.5	19.7	19.3	18.6
유동비율 (%)	696.0	910.9	915.1	952.0
순차입금/자기자본 (%)	-42.2	-45.8	-48.4	-50.9
조정영업이익/금융비용 (x)	24.5	3.3	10.6	11.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HMM (011200)				
2023.08.11	중립	18,000	-	-
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 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 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.