

# 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.

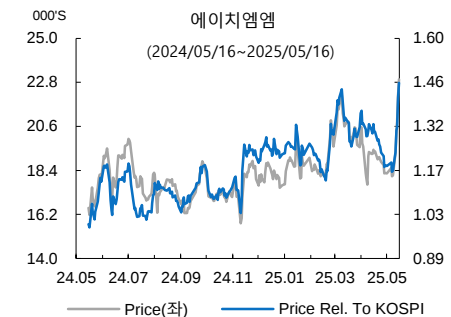
## Hold (Maintain)

| 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<br>(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

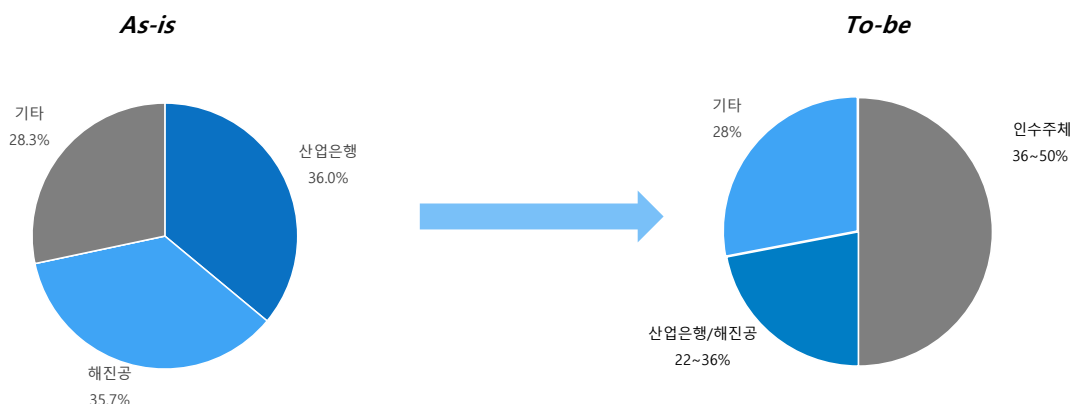
HMM 매각과 관련해서는 산업은행, 해양진흥공사 중 산업은행의 지분만 매각하거나, 양 기관의 지분을 일부 매각하여 인수 주체가 최대 주주가 되는 방안이 가장 현실 가능성이 높다고 판단한다.

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



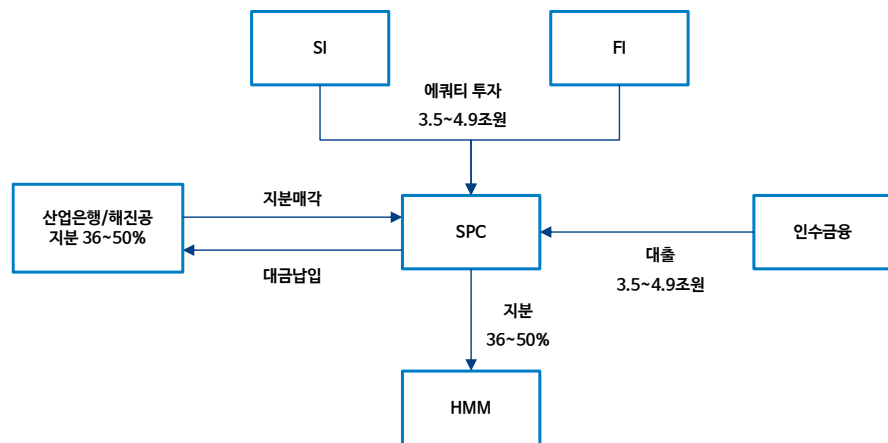
자료: iM증권 리서치본부

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<br>2) 산업은행, 해양진흥공사의 빠른 자금 회수가 가능               |
| 리스크               | 1) 인수 주체의 이사 선임 등 경영 자율성 확보의 어려움<br>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.

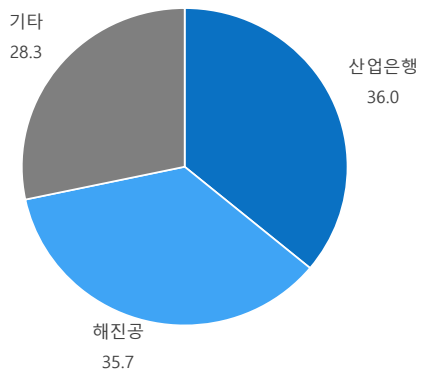
HMM의 영업이익 역시 2025년 1.7조원(-52.3% YoY), 2026년은 1.1조원(-32.3% YoY)를 전망하며, 이러한 추정치를 바탕으로 HMM의 현재 주가는 12개월 포워드 EV/EBITDA 4.8배, P/E 11.8배, P/B 0.77배에 해당한다. 하지만 컨테이너 선사의 특성상 컨테이너 운임에 따라 실적 변동성이 커지며 2026년의 영업이익 추정치의 변동성은 매우 높다.

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.

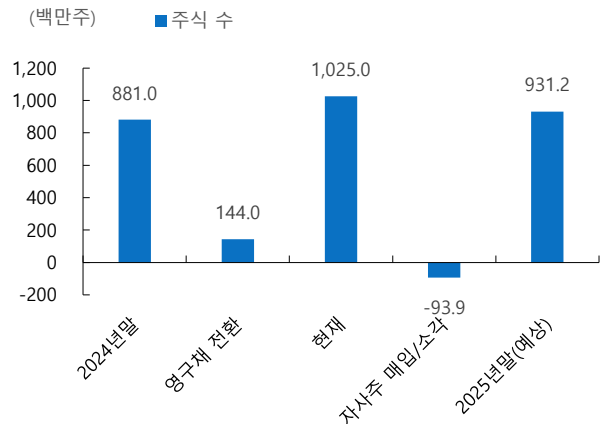
2) 산업은행과 해양진흥공사의 HMM 지분은 결국 매각을 해야 하며 당사는 통매각보다는 원매자의 경영권을 보장할 수 있는 일부 지분 매각이 가능성이 높다고 판단한다. 매각에 대한 지속적인 기대감으로 주가 하방은 지지가 가능할 것으로 예상된다.

그림5. HMM 지분(1Q25)



자료: Dart, iM증권 리서치본부

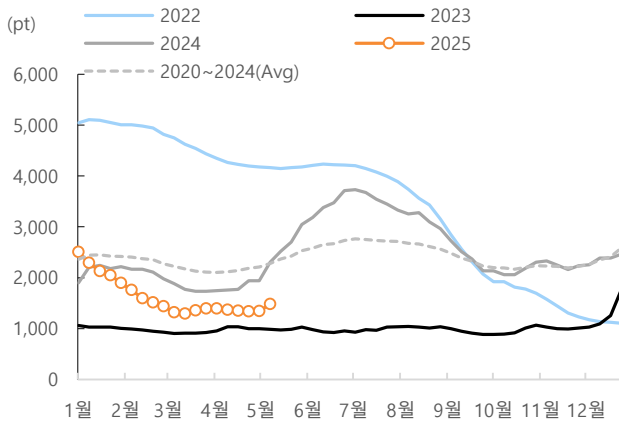
그림6. 자사주 매입/소각 가정 HMM 주식 수



자료: Dart, iM증권 리서치본부

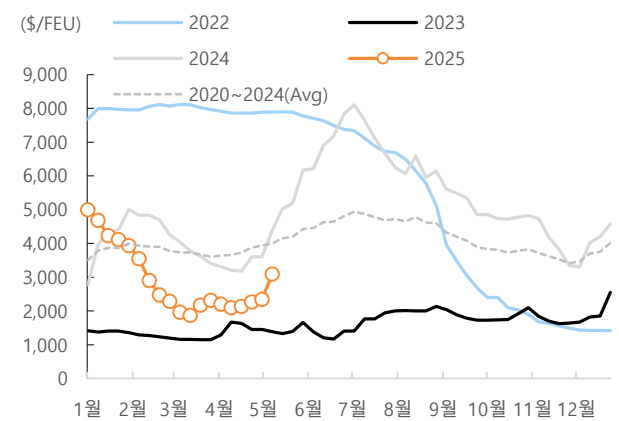
주: 자사주 매입 소각은 주당 매입가격 21,000원 가정

그림7. SCFI 추이



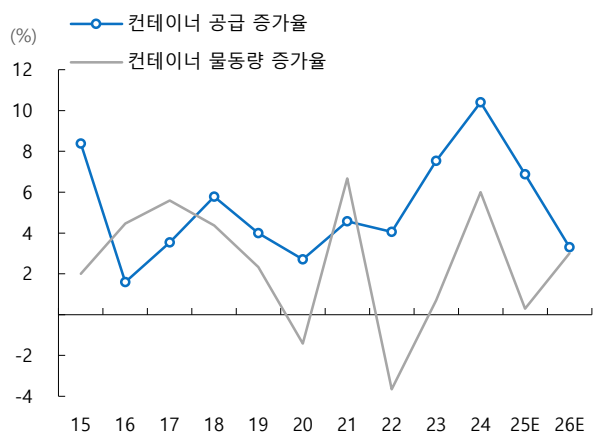
자료: Dart, iM증권 리서치본부

그림8. SCFI(Shanghai - USWC) 추이



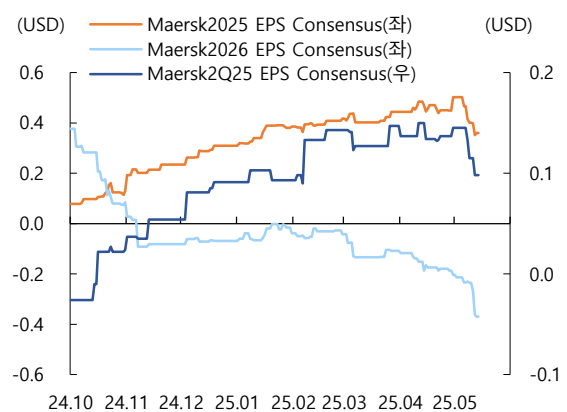
자료: Dart, iM증권 리서치본부

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<br>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)<br>([C*D-E]/H*10^3) |        |        |        |         | 21,000  |        |        | Target P/E 10.8x,<br>Target P/B 0.70x |
| 전일 종가 (원)                    |        |        |        |         | 22,950  |        |        | 12m fwd 11.8x,<br>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         |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>주요 가정</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| 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            |
| <b>선복량</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| 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         |
| <b>매출액</b>     | <b>2,330</b> | <b>2,663</b> | <b>3,552</b> | <b>3,155</b> | <b>2,855</b> | <b>2,595</b> | <b>2,493</b> | <b>2,710</b> | <b>11,700</b> | <b>10,652</b> | <b>10,373</b> |
| 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           |
| <b>매출원가</b>    | <b>1,827</b> | <b>1,893</b> | <b>1,988</b> | <b>2,063</b> | <b>2,104</b> | <b>2,098</b> | <b>2,101</b> | <b>2,144</b> | <b>7,771</b>  | <b>8,447</b>  | <b>8,719</b>  |
| 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           |
| <b>매출총이익</b>   | <b>503</b>   | <b>771</b>   | <b>1,564</b> | <b>1,092</b> | <b>751</b>   | <b>497</b>   | <b>391</b>   | <b>566</b>   | <b>3,929</b>  | <b>2,205</b>  | <b>1,654</b>  |
| 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          |
| <b>판관비</b>     | <b>96</b>    | <b>126</b>   | <b>102</b>   | <b>126</b>   | <b>137</b>   | <b>126</b>   | <b>108</b>   | <b>159</b>   | <b>451</b>    | <b>530</b>    | <b>521</b>    |
| 판관비율(%)        | 4.1          | 4.7          | 2.9          | 4.0          | 4.8          | 4.9          | 4.3          | 5.9          | 3.9           | 5.0           | 5.0           |
| <b>영업이익</b>    | <b>407</b>   | <b>644</b>   | <b>1,461</b> | <b>1,000</b> | <b>614</b>   | <b>371</b>   | <b>283</b>   | <b>407</b>   | <b>3,513</b>  | <b>1,675</b>  | <b>1,133</b>  |
| 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          |
| <b>영업외손익</b>   | <b>97</b>    | <b>53</b>    | <b>298</b>   | <b>-64</b>   | <b>139</b>   | <b>83</b>    | <b>90</b>    | <b>86</b>    | <b>384</b>    | <b>399</b>    | <b>440</b>    |
| <b>세전이익</b>    | <b>504</b>   | <b>698</b>   | <b>1,759</b> | <b>936</b>   | <b>753</b>   | <b>454</b>   | <b>374</b>   | <b>493</b>   | <b>3,897</b>  | <b>2,074</b>  | <b>1,573</b>  |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>485</b>   | <b>661</b>   | <b>1,738</b> | <b>898</b>   | <b>740</b>   | <b>431</b>   | <b>362</b>   | <b>479</b>   | <b>3,782</b>  | <b>2,012</b>  | <b>1,534</b>  |

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

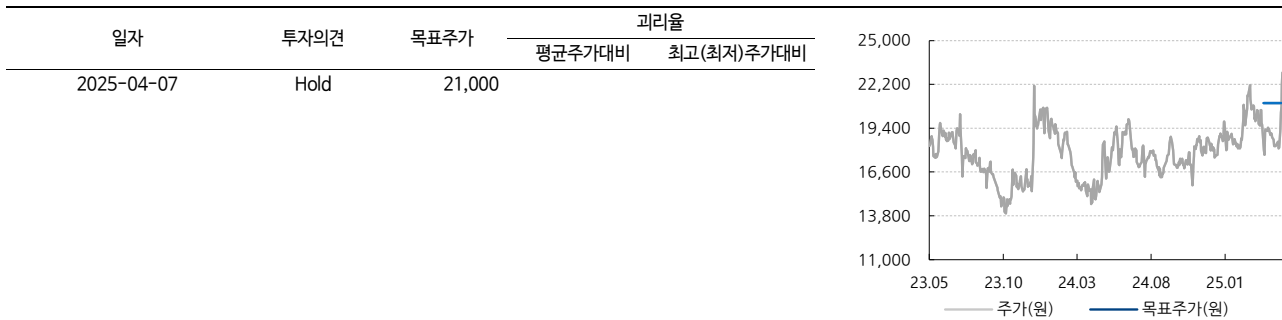
| 재무상태표      |        |        |        |        | 포괄손익계산서     |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)      | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  | (십억원, %)    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 유동자산       | 17,997 | 18,765 | 18,821 | 19,347 | 매출액         | 11,700 | 10,652 | 10,373 | 10,502 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,472  | 1,803  | 1,611  | 1,938  | 증가율(%)      | 39.3   | -9.0   | -2.6   | 1.2    |
| 단기금융자산     | 14,401 | 14,601 | 14,801 | 15,001 | 매출원가        | 7,737  | 8,447  | 8,719  | 8,743  |
| 매출채권       | 1,568  | 1,464  | 1,474  | 1,464  | 매출충이익       | 3,963  | 2,205  | 1,654  | 1,760  |
| 재고자산       | 402    | 345    | 348    | 343    | 판매비와관리비     | 451    | 530    | 521    | 526    |
| 비유동자산      | 15,852 | 16,758 | 17,827 | 18,832 | 연구개발비       | -      | -      | -      | -      |
| 유형자산       | 9,846  | 10,755 | 11,825 | 12,831 | 기타영업수익      | -      | -      | -      | -      |
| 무형자산       | 43     | 40     | 37     | 36     | 기타영업비용      | -      | -      | -      | -      |
| 자산총계       | 33,849 | 35,523 | 36,648 | 38,179 | 영업이익        | 3,513  | 1,675  | 1,133  | 1,233  |
| 유동부채       | 2,357  | 2,124  | 2,112  | 2,447  | 증가율(%)      | 500.7  | -52.3  | -32.3  | 8.8    |
| 매입채무       | 577    | 529    | 533    | 529    | 영업이익률(%)    | 30.0   | 15.7   | 10.9   | 11.7   |
| 단기차입금      | -      | -      | -      | -      | 이자수익        | 665    | 21     | 21     | 21     |
| 유동성장기부채    | 958    | 719    | 778    | 1,119  | 이자비용        | 134    | 200    | 200    | 200    |
| 비유동부채      | 3,636  | 3,881  | 3,911  | 3,946  | 지분법이익(손실)   | 162    | 17     | 32     | 28     |
| 사채         | 57     | 66     | 66     | 66     | 기타영업외손익     | -38    | -39    | -28    | -32    |
| 장기차입금      | 89     | 174    | 154    | 139    | 세전계속사업이익    | 3,897  | 2,074  | 1,573  | 1,651  |
| 부채총계       | 5,993  | 6,005  | 6,023  | 6,392  | 법인세비용       | 114    | 62     | 39     | 34     |
| 지배주주지분     | 27,854 | 29,516 | 30,622 | 31,784 | 세전계속이익률(%)  | 33.3   | 19.5   | 15.2   | 15.7   |
| 자본금        | 4,405  | 4,622  | 4,622  | 4,622  | 당기순이익       | 3,782  | 2,012  | 1,534  | 1,617  |
| 자본잉여금      | 4,453  | 4,453  | 4,453  | 4,453  | 순이익률(%)     | 32.3   | 18.9   | 14.8   | 15.4   |
| 이익잉여금      | 14,115 | 15,535 | 16,616 | 17,752 | 지배주주귀속 순이익  | 3,782  | 2,012  | 1,534  | 1,617  |
| 기타자본항목     | -83    | -83    | -83    | -83    | 기타포괄이익      | 3,165  | -5     | -5     | -5     |
| 비지배주주지분    | 2      | 2      | 2      | 2      | 총포괄이익       | 6,947  | 2,008  | 1,529  | 1,613  |
| 자본총계       | 27,856 | 29,518 | 30,624 | 31,787 | 지배주주귀속총포괄이익 | 6,947  | 2,008  | 1,529  | 1,613  |

| 현금흐름표        |        |        |        |        | 주요투자지표                 |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)        | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |                        | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 영업활동 현금흐름    | 4,875  | 2,119  | 2,001  | 2,073  | 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| 당기순이익        | 3,782  | 2,012  | 1,534  | 1,617  | EPS                    | 4,293  | 2,161  | 1,647  | 1,737  |
| 유형자산감가상각비    | -      | 552    | 599    | 639    | BPS                    | 31,615 | 29,387 | 30,351 | 31,558 |
| 무형자산상각비      | -      | 11     | 11     | 10     | CFPS                   | 5,055  | 2,923  | 2,319  | 2,452  |
| 지분법관련손실(이익)  | 162    | 17     | 32     | 28     | DPS                    | 600    | 640    | 490    | 520    |
| 투자활동 현금흐름    | -6,232 | -590   | -598   | -774   | Valuation(배)           |        |        |        |        |
| 유형자산의 처분(취득) | -2,537 | -1,890 | -1,900 | -2,076 | PER                    | 3.5    | 10.0   | 13.8   | 13.1   |
| 무형자산의 처분(취득) | -      | 0      | 0      | 0      | PBR                    | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| 금융상품의 증감     | -5,844 | -200   | -200   | -200   | PCR                    | 3.5    | 7.9    | 9.9    | 9.4    |
| 재무활동 현금흐름    | -539   | -455   | -552   | -128   | EV/EBITDA              | 0.4    | 3.7    | 4.6    | 3.7    |
| 단기금융부채의증감    | -      | -24    | 6      | 34     | Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| 장기금융부채의증감    | -      | 95     | -20    | -15    | ROE                    | 15.3   | 7.2    | 5.4    | 5.3    |
| 자본의증감        | -      | 217    | -      | -      | EBITDA이익률              | 34.1   | 21.0   | 17.3   | 20.6   |
| 배당금지급        | -528   | -529   | -592   | -453   | 부채비율                   | 21.5   | 20.3   | 19.7   | 20.1   |
| 현금및현금성자산의증감  | -1,778 | 331    | -192   | 328    | 순부채비율                  | -53.0  | -52.3  | -50.3  | -49.1  |
| 기초현금및현금성자산   | 3,250  | 1,472  | 1,803  | 1,611  | 매출채권회전율(x)             | 9.3    | 7.0    | 7.1    | 7.1    |
| 기말현금및현금성자산   | 1,472  | 1,803  | 1,611  | 1,938  | 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% |