2022. 1. 27

▲ 운송
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

HMM 011200

혼란 속 밸류 찾기

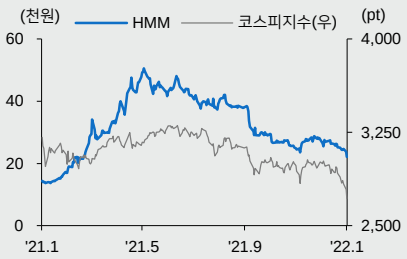
- ✓ 4분기 SCFI는 4,691.6p를 기록하며 당사 전망치 4,092.3p를 상회
- ✓ 영업이익 전망치 2021년 +5.0%, 2022년 +4.7% 상향 조정
- ✓ 팬데믹 하 SCFI와 +0.924의 상관계수를 보이는 미주항만 정체상황은 4분기 피크
- ✓ PBR 0.9배인 주가는 전세계 peer그룹대비 가장 낮은 수준. 경쟁업체 PBR 1.3배 적용시 적정주가는 30,000원으로 판단. 투자의견 Hold로 유지

Hold

적정주가 (12 개월)	**30,000 원**
현재주가 (1.26)	**22,750 원**
상승여력	**31.9%**
KOSPI	2,709.24pt
시가총액	111,256억원
발행주식수	48,904만주
유동주식비율	79.26%
외국인비중	10.53%
52주 최고/최저가	50,600원/13,650원
평균거래대금	883.9억원
주요주주(%)	
한국산업은행	20.69
한국해양진흥공사	19.96
신용보증기금	5.02

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	-17.7	-44.0	61.9
상대주가	-8.5	-33.3	87.7

주가그래프



컨테이너지수의 상승세 지속 → 실적 추정치 상향

2021년 4분기 SCFI는 4,691.6p(+137.6% YoY)를 기록하며 당사의 추정치인 4,092.3p를 상회했다. 운임은 미주노선(서안, 동안 평균) 4,397.9p (+104.1% YoY)를, 유럽노선은 7,628.9p(+263.3% YoY)를 기록했다. 팬데믹 하 SCFI와 +0.924의 상관관계를 가진 미주 항만 내 정체현상이 크리스마스 특수로 전년대비 +62.6% 심화되며 고운임세를 견인했다.

2021년 영업이익은 7.6조원 추정. 2022년에도 +34.8% 추가 성장 가능

2021년 영업이익은 7.6조원(+677.8% YoY)를 기록하며 사상 최고 실적은 확정적이다. 2022년에도 영업이익은 +33.8% 성장하며 10.2조원을 기록할 전망이다. 장기계약 비중이 높은 계약 특성으로 인해, 2022년 운송 할 계약물량의 운임을 선제적으로 확보한 효과 때문이다. SCFI 피크아웃 여부와 관계없이 실적은 추가적인 성장이 가능하다.

오버행 및 시황하락 우려로 주가 하락세 지속 중 투자의견은 Hold로 유지

2022년 PBR 1.3배 적용한 적정주가 30,000원을 유지하며 투자 의견은 Hold로 유지한다. PBR 1.3배는 전세계 주요 컨테이너선사들의 평균이며, 1월 25일 HMM의 종가 기준 2022년 PBR 0.9배는 경쟁업체 중 가장 낮은 수준이다. 향후 1) 컨테이너선 시황 피크아웃과 2) 영구채 전환 가능성에 따른 오버행 우려가 반영되고 있는 조정국면이라고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,513.1	-299.7	-589.9	-1,871	-26.2	3,420	-1.9	1.0	27.9	-55.5	556.7
2020	6,413.3	980.8	123.9	385	-120.6	5,164	36.2	2.7	6.5	8.9	455.1
2021E	14,330.6	7,628.2	4,294.2	11,079	2,774.7	19,129	2.4	1.4	1.6	77.8	104.5
2022E	17,961.7	10,203.5	7,060.9	11,723	5.8	23,824	1.9	1.0	0.4	54.8	48.2
2023E	13,104.8	6,767.5	3,855.4	5,025	-57.1	23,008	4.5	1.0	0.1	21.0	30.3

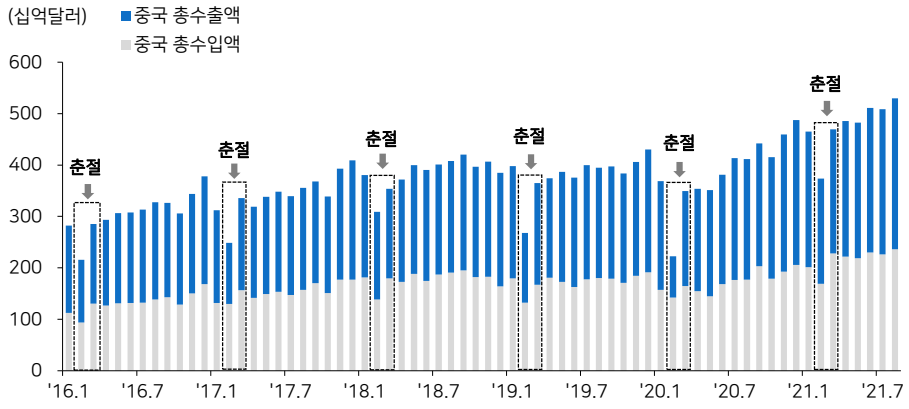
4분기 매출액은 4조 9,795억원(+148.2% YoY), 영업이익은 2조 9,492억원(+420.1% YoY), 순이익은 1조 6,298억원(+1,091.4% YoY)으로 예상한다. 컨센서스 보다 보수적으로 순이익을 추정한 배경에는 현금유출이 없는 일회성 비용 발생을 가정했기 때문이다. 4분기 중 제 191회 무보증 사모전환사채(영구채)의 조기상환 청구권 행사가 결정됨에 따라 채권자인 해양진흥공사의 전환청구가 완료됐다. 8,364.7만주의 신규 주식이 전환됐고 파생상품평가손실 발생을 가정했다.

표1 HMM의 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	**4,979.5**	2,006.5	148.2	4,016.4	24.0	4,125.7	20.7%
영업이익	**2,949.2**	567.0	420.1	2,270.8	29.9	2,342.7	25.9%
세전이익	**1,631.7**	137.4	1,087.6	2,301.7	-29.1	2,254.5	-27.6%
당기순이익	**1,629.8**	136.8	1,091.4	2,299.8	-29.1	2,246.5	-27.4%
지배주주순이익	**1,629.8**	136.8	1,091.4	2,299.8	-29.1	2,210.0	-26.3%

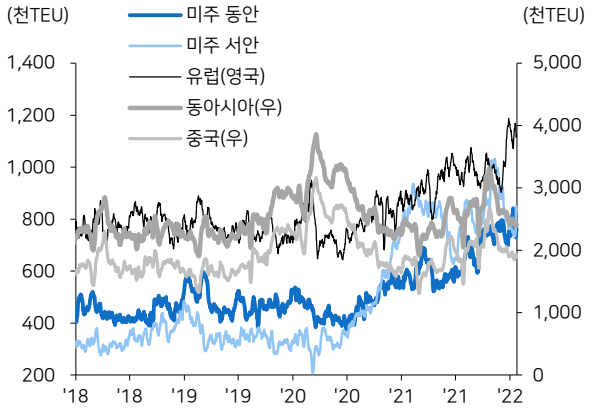
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림1 중국발 컨테이너 수출물량은 춘절 전후로 급감



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 항만별 정체현상



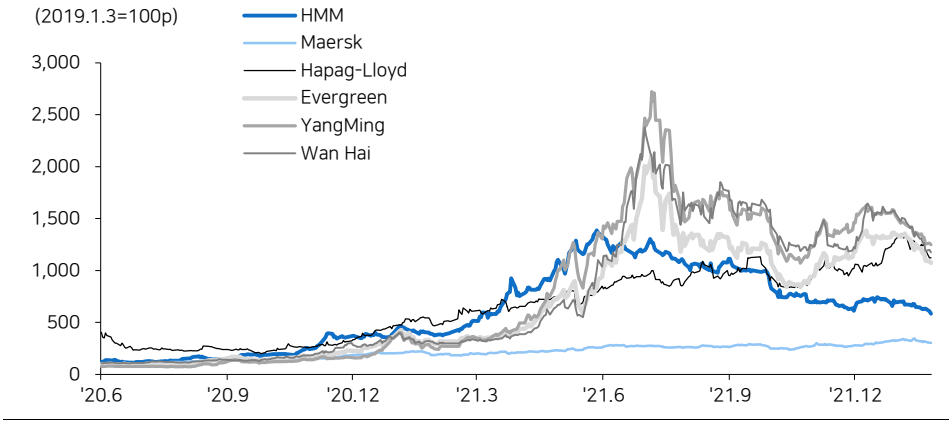
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림3 춘절과 정체현상 감안하면 운임은 상반기내 피크아웃

주: 2022년 1월 이후는 분기별 메리츠 추정치
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

컨테이너선 시황 하락과 오버행 이슈가 주가하락의 동인이라면 모든 리스크가 반영될 2024년의 Implied PBR Valuation 확인이 필요하다. 2024년까지 영구채의 모든 전환을 가정하고, 컨테이너시황은 저점을 지날 시기라고 판단한다. 2024년에도 HMM의 ROE는 12.7%로 추정하며 수익성이 유지되며 BPS 22,888원으로 PBR 1.4배 적용한 적정주가 30,000원 산출이 가능하다.

그림4 Global 컨테이너 선사 주가 추이



주: 2022년 1월 25일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 Global Peer Group의 Valuation 비교

	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	20	21E	22E
HMM	36.2	2.4	1.9	2.7	1.4	1.0	8.9	77.8	54.8
Maersk	6.9	20.7	3.4	1.5	1.4	1.1	9.8	49.3	38.1
COSCO	9.7	-	-	1.4	-	-	8.8	-	-
Hapag-Lloyd	7.1	48.2	4.6	2.4	2.9	2.1	13.9	80.5	58.3
Evergreen	3.5	24.6	2.5	2.1	1.9	1.3	29.7	112.9	56.5
YangMing	2.8	35.2	2.1	2.6	1.6	1.1	45.9	103.0	40.1
Wan Hai	4.8	46.9	3.7	2.7	4.9	1.6	28.3	-	-
Mitsui OSK Lines	3.0	26.0	14.3	0.4	1.8	0.9	6.3	13.7	65.8
업종평균	5.1	33.6	3.3	1.9	2.4	1.3	16.1	86.4	51.8

주: 아웃라이어는 평균에서 제외
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 HMM 연간 실적 및 밸류에이션

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	5,513.1	6,413.3	14,330.6	17,961.7	13,104.8	10,489.9	12,693.2
영업이익	-299.7	980.8	7,628.2	10,203.5	6,767.5	4,843.0	6,442.3
순이익	-589.8	124.0	4,294.3	7,061.0	3,855.4	2,753.5	6,590.9
기타자본(신종자본증권)	2,476.5	3,196.5	2,596.5	1,596.5	636.5	**0.0**	0.0
자본총계	1,090.3	1,688.5	9,355.8	16,416.7	20,272.2	23,081.0	29,671.9
기말 주식수 (백만주)	316.6	326.7	489.0	689.0	881.0	1,008.4	1,008.4
BPS (원)	3,444.3	5,168.1	19,129	23,824	23,008	**22,887.8**	29,423.6
ROE (%)	-55.5	8.9	77.8	54.8	21.0	**12.7**	25.0
COE (%)	5.8	4.9	8.6	8.9	8.9	8.9	8.9
Implied PBR (배)	-9.6	1.8	9.0	6.2	2.4	**1.4**	2.8

자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표4 HMM 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SCFI Index(p)	931.1	897.4	1,208.8	1,974.8	2,780.1	3,259.2	4,289.1	4,691.6	4,101.6	3,650.4	3,153.2	2,655.8	810.9	1,264.8	3,755.0	3,390.3	1,610.0
WTI(달러/배럴)	45.6	27.9	40.9	42.6	58.1	66.2	70.5	77.2	82.0	85.0	80.0	78.0	61.1	39.3	68.0	81.3	76.0
매출액	**1,313.1**	**1,375.1**	**1,718.5**	**2,006.6**	**2,428.0**	**2,906.7**	**4,016.4**	**4,979.5**	**4,968.7**	**4,878.4**	**4,377.5**	**3,737.1**	**5,513.1**	**6,413.3**	**14,330.6**	**17,961.7**	**13,104.8**
컨테이너	1,110.9	1,192.9	1,538.8	1,820.3	2,260.5	2,711.5	3,788.6	4,793.5	4,782.0	4,688.4	4,183.4	3,541.9	4,768.8	5,662.9	13,554.0	17,195.7	12,308.0
미주	438.8	538.0	821.5	885.9	911.0	1,197.1	1,676.4	1,501.2	1,488.2	1,455.6	1,299.4	1,100.2	2,088.7	2,684.2	5,285.7	5,343.4	3,916.7
유럽	205.5	234.5	359.2	435.2	732.4	843.7	1,236.0	2,294.5	2,310.3	2,268.8	2,013.4	1,704.6	858.4	1,234.5	5,106.6	8,297.1	5,418.3
중동/인도	259.9	210.0	171.7	247.4	309.7	321.8	927.9	619.7	613.3	599.0	536.4	454.2	963.3	889.1	2,179.1	2,202.9	1,924.8
아주역내	117.8	121.8	98.6	114.9	140.1	163.1	0.0	200.9	192.0	184.1	168.3	142.5	524.6	453.0	504.2	686.8	452.9
남북	88.9	86.2	90.1	136.9	167.3	190.7	255.3	177.2	178.2	180.9	165.9	140.5	333.8	402.1	790.4	665.5	595.4
벌크 및 기타	203.4	182.1	177.4	193.8	167.5	208.5	240.3	186.0	186.8	190.0	194.1	195.2	744.3	756.8	802.4	766.0	796.8
매출원가	**1,237.7**	**1,168.0**	**1,368.0**	**1,355.2**	**1,329.3**	**1,443.0**	**1,621.9**	**1,901.0**	**1,947.9**	**1,931.0**	**1,772.2**	**1,589.7**	**5,517.2**	**5,128.8**	**6,295.1**	**7,240.9**	**5,820.0**
황화물비	615.4	640.5	743.3	745.6	684.0	728.0	820.7	1,017.5	1,015.3	996.8	894.5	763.6	2,913.8	2,744.9	3,250.1	3,670.2	2,677.7
용선료	355.4	296.6	347.6	329.2	325.4	376.4	405.7	407.4	438.9	434.9	427.8	421.2	1,467.9	1,328.8	1,514.9	1,722.9	1,649.6
연료비	153.5	99.1	128.4	137.2	166.0	200.2	214.0	294.6	312.2	317.8	268.4	223.4	695.3	518.2	874.7	1,121.7	766.5
감가상각비	85.4	97.4	111.4	106.0	103.6	112.8	117.6	117.6	117.6	117.6	117.6	117.6	342.2	400.2	451.7	470.6	470.6
기타	27.9	34.3	37.4	37.1	50.3	25.6	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	63.9	98.0	136.7	203.7	255.5	255.5
매출원가율(%)	**94.3**	**84.9**	**79.6**	**67.5**	**54.7**	**49.6**	**40.4**	**38.2**	**39.2**	**39.6**	**40.5**	**42.5**	**100.1**	**80.0**	**43.9**	**40.3**	**44.4**
영업이익	-2.0	138.7	277.1	567.0	1,019.3	1,388.9	2,270.8	2,949.2	2,891.5	2,818.0	2,476.0	2,018.0	-299.7	980.8	7,628.2	10,203.5	6,767.5
영업외손익	-46.0	-131.7	-274.8	-690.8	-858.5	-1,196.5	28.4	-1,361.5	-1,888.5	-96.8	-1,276.6	-77.7	-336.8	-1,143.3	-3,388.2	-3,339.6	-3,078.9
금융수익	79.5	-16.4	-23.3	1.6	126.2	6.6	119.0	9.4	13.2	14.5	15.2	18.7	82.6	41.4	261.2	61.6	94.7
금융원가	125.5	115.3	251.5	692.3	984.8	1,203.2	90.5	1,370.9	1,901.8	111.3	1,291.7	96.4	419.5	1,184.7	3,649.3	3,401.2	3,173.6
기타영업외손익	-16.7	21.7	24.1	261.1	-4.4	19.8	2.5	44.0	52.7	57.1	61.8	33.4	49.8	290.3	61.9	205.0	174.8
세전이익	-64.7	28.7	26.4	137.4	156.3	212.2	2,301.7	1,631.7	1,055.6	2,778.3	1,261.3	1,973.7	-586.7	127.8	4,301.9	7,068.9	3,863.4
당기순이익	**-65.6**	**28.1**	**24.6**	**136.8**	**154.1**	**210.5**	**2,299.8**	**1,629.8**	**1,053.7**	**2,776.4**	**1,259.4**	**1,971.8**	**-589.8**	**124.0**	**4,294.3**	**7,061.4**	**3,855.9**

주: 용선료는 OPEX 비용 포함
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

HMM (011200)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**5,513.1**	**6,413.3**	**14,330.6**	**17,961.7**	**13,104.8**
매출액증가율 (%)	5.6	16.3	123.5	25.3	-27.0
매출원가	5,517.2	5,128.8	6,295.1	7,240.9	5,820.0
매출총이익	-4.1	1,284.4	8,035.5	10,720.9	7,284.8
판매관리비	295.6	303.7	407.3	517.3	517.3
영업이익	**-299.7**	**980.8**	**7,628.2**	**10,203.5**	**6,767.5**
영업이익률	-5.4	15.3	53.2	56.8	51.6
금융손익	-336.8	-1,143.3	-3,388.2	-3,340.1	-3,079.3
종속/관계기업손익	1.2	9.2	50.3	36.0	36.9
기타영업외손익	48.6	281.1	11.6	169.0	137.8
세전계속사업이익	-586.7	127.8	4,302.0	7,068.5	3,863.0
법인세비용	3.1	3.8	7.7	7.5	7.5
당기순이익	**-589.8**	**124.0**	**4,294.3**	**7,061.0**	**3,855.4**
지배주주지분 순이익	-589.9	123.9	4,294.2	7,060.9	3,855.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**399.3**	**1,408.6**	**7,981.3**	**10,630.4**	**7,296.3**
당기순이익(손실)	-589.8	124.0	4,294.3	7,061.0	3,855.4
유형자산상각비	505.0	586.2	611.4	517.0	517.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	224.4	-197.4	-171.7	82.1	72.3
투자활동 현금흐름	**-877.2**	**-2,034.2**	**-3,341.5**	**-3,687.3**	**-3,603.3**
유형자산의증가(CAPEX)	-1,082.6	-1,829.7	-1,636.9	-1,008.0	-1,008.0
투자자산의감소(증가)	-46.6	-158.9	-702.6	279.0	245.7
재무활동 현금흐름	**572.9**	**1,155.5**	**1,089.8**	**-1,292.1**	**-1,247.3**
차입금의 증감	2,912.8	1,476.5	708.4	-1,292.1	-1,247.4
자본의 증가	11.4	-0.3	3,671.6	1,000.0	960.0
현금의 증가(감소)	82.2	495.6	5,845.9	5,651.0	2,445.7
기초현금	562.9	645.1	1,140.7	6,986.6	12,637.6
기말현금	645.1	1,140.7	6,986.6	12,637.6	15,083.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,427.2	2,237.2	9,682.5	14,660.8	16,514.1
현금및현금성자산	645.1	1,140.7	6,986.6	12,637.6	15,083.2
매출채권	494.8	623.2	1,546.6	1,160.7	820.8
재고자산	135.3	153.0	379.6	284.9	201.5
비유동자산	5,733.0	7,136.1	9,450.7	9,662.8	9,908.1
유형자산	2,023.5	2,299.9	2,719.8	3,210.8	3,701.9
무형자산	91.5	108.2	44.7	44.7	44.7
투자자산	445.8	604.7	1,307.3	1,028.3	782.6
자산총계	**7,160.2**	**9,373.4**	**19,133.2**	**24,323.6**	**26,422.2**
유동부채	1,683.7	2,880.7	4,678.7	3,502.7	2,437.4
매입채무	493.1	418.2	1,037.8	778.9	550.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	946.0	1,369.1	927.5	687.5	446.5
비유동부채	4,386.2	4,804.1	5,098.7	4,404.1	3,712.6
사채	529.1	384.7	172.1	112.1	52.1
장기차입금	1,007.0	677.3	200.1	100.1	1.1
부채총계	**6,069.9**	**7,684.8**	**9,777.5**	**7,906.8**	**6,150.0**
자본금	1,592.1	1,633.6	2,445.2	3,445.2	4,405.2
자본잉여금	1,609.3	1,567.4	4,427.4	4,427.4	4,427.4
기타포괄이익누계액	-111.8	-266.3	116.0	116.0	116.0
이익잉여금	-4,477.1	-4,443.9	-230.3	6,830.6	10,686.0
비지배주주지분	1.3	1.2	1.0	1.1	1.1
자본총계	**1,090.3**	**1,688.6**	**9,355.8**	**16,416.7**	**20,272.2**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	17,489	19,938	36,972	29,822	17,081
EPS(지배주주)	-1,871	385	11,079	11,723	5,025
CFPS	623	5,046	21,385	18,140	9,723
EBITDAPS	651	4,871	21,258	17,799	9,495
BPS	3,420	5,164	19,129	23,824	23,008
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-1.9	36.2	2.4	1.9	4.5
PCR	5.7	2.8	1.3	1.3	2.3
PSR	0.2	0.7	0.7	0.8	1.3
PBR	1.0	2.7	1.4	1.0	1.0
EBITDA	205.3	1,567.0	8,239.6	10,720.5	7,284.5
EV/EBITDA	27.9	6.5	1.6	0.4	0.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-55.5	8.9	77.8	54.8	21.0
EBITDA 이익률	3.7	24.4	57.5	59.7	55.6
부채비율	556.7	455.1	104.5	48.2	30.3
금융비용부담률	7.4	6.5	2.8	2.4	2.5
이자보상배율(x)	-0.7	2.4	19.2	23.7	21.0
매출채권회전율(x)	12.1	11.5	13.2	13.3	13.2
재고자산회전율(x)	41.3	44.5	53.8	54.1	53.9

Compliance Notice

당사는 자료 공표일 현재 HMM의 이해관계인정법인입니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

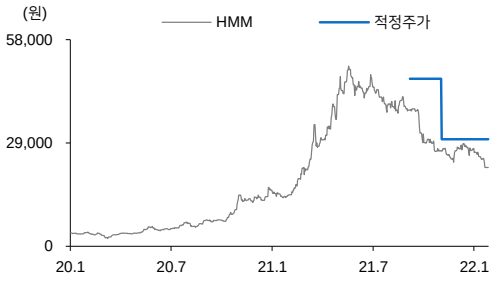
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

HMM (011200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2021.09.13	산업분석	Buy	47,000	배기연	-33.1	-18.0
2021.11.09	산업분석	Hold	30,000	배기연	-	-

주가 및 적정주가 변동추이