

HMM(011200)

종립(유지)

2Q24 Review: 3분기 서프라이즈를 위한 예고편

2분기 영업이익은 컨센서스를 하회했지만 단순히 시차 문제 때문

HMM의 2분기 매출액은 전분기대비 14% 증가한 2.7조원, 영업이익은 58% 급증한 6,444억원을 기록했다. 영업이익은 컨센서스(7,261억원) 대비 11% 하회했고 우리 추정치(6,536억원)에는 부합했다. 컨테이너 운임시황이 단기 과열되면서 변동성도 역대급으로 커졌던 탓에 실적과 시장 기대치에 차이가 있었을 뿐, 우려할 요인은 없었다. SCFI는 가장 대표적인 컨테이너 해운운임 지표로 사용되고 있지만, 단기 스팟시황만 반영하다보니 실제 선사들의 이익과는 괴리가 존재한다. 해운업계는 계약 체결부터 실제 운송까지 리드타임이 길고 장기운송 계약들도 많기 때문에 SCFI보다 CCFI에 이익이 더 동행한다. 2분기 평균 SCFI는 전분기대비 31% 상승해 이 정도로 HMM 운임도 올랐다면 컨센서스 수준의 영업이익이 가능했겠지만, CCFI의 경우 시차를 두고 6월부터 본격적으로 올랐기 때문에 12% 상승하는데 그쳤다. 이는 HMM의 head-haul 운임 상승 13%와 유사하다.

SCFI 대신 CCFI 상승세를 감안하면 3분기는 서프라이즈

반대로 3분기에는 서프라이즈 실적이 예상된다. SCFI는 7월부터 꺾여서 3분기 상승률이 둔화됨에 따라 시장은 벌써 피크아웃을 걱정하기 시작했지만, CCFI는 30% 이상 오를 전망이다. 2분기 평균 CCFI는 1,439p였는데, 현재까지 3분기 평균이 2,100p를 상회하고 있다. 미주 SC 운임 인상 역시 3분기부터는 온기에 반영된다. HMM은 13K 신규 선박 7척을 상반기 인도받았고 수요 계절성으로 봐도 3분기가 성수기다. 하반기 증익 흐름은 앞서 실적을 발표한 해외 선사들의 가이드نس 상향에서도 유추해 볼 수 있다. Maersk는 올해 연간 EBIT 가이드نس를 기존 10~30억 달러에서 30~50억달러로 상향했다. 2분기 이익은 컨센서스에 부합했던 만큼 하반기 이익 추정치만 20억달러 올린 셈이다. 상반기 영업이익이 9.3억달러였음을 감안해 역산하면 하반기에만 최소 20억달러 이상, 3분기는 2분기의 두 배가 넘는 영업이익이 예상된다. HMM 역시 2분기 실적을 통해 확인된 레버리지를 적용하면 3분기 영업이익은 1조원으로 전분기대비 59% 증가할 전망이다. 결과적으로 2분기 영업이익이 컨센서스를 하회한 것보다 3분기가 상회하는 금액이 더 클 것이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2022A	18,583	9,949	10,117	20,621	52.7	10,791	0.9	0.1	0.5	65.0	6.1
2023A	8,401	585	969	1,667	(91.9)	1,458	11.7	3.3	0.6	4.6	3.6
2024F	11,265	2,756	2,972	4,113	146.8	3,686	4.3	0.6	0.7	13.2	5.7
2025F	9,078	774	936	1,063	(74.2)	1,769	16.5	1.6	0.7	4.0	4.0
2026F	9,069	790	770	874	(17.7)	1,777	20.0	1.7	0.7	3.3	4.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
60	41	85	56

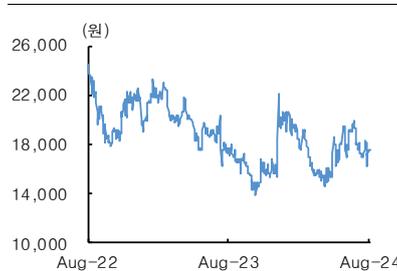
Stock Data

KOSPI(8/13)	2,622
주가(8/13)	17,500
시가총액(십억원)	13,108
발행주식수(백만)	749
52주 최고/최저가(원)	22,100/13,950
일평균거래대금(6개월, 백만원)	47,553
유동주식비율/외국인지분율(%)	69.1/10.4
주요주주(%)	한국산업은행 30.9 한국해양진흥공사 30.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.3)	(1.8)	(0.6)
KOSPI 대비(%p)	7.9	(0.7)	(1.7)

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@koreainvestment.com

당분간 종목장세로 간다면 HMM 투자매력이 더 부각될 것

HMM 주가는 7월 이후 11% 하락하며 SCFI 피크아웃 우려와 2분기 실적 불확실성을 선반영하고 있다. 물론 지금의 운임시황 강세가 구조적 현상은 아니지만 분기 1조원, 연간으로 3조원에 육박하는 반사이익을 얻을 수 있다면 이야기는 달라진다. 단기 주가 모멘텀으로는 충분해 보인다. 특히 HMM은 13조원이 넘는 현금을 보유하고 있어 올해 서프라이즈 실적은 모두 미래의 배당재원이 된다. 또한 지금까지 경기침체 등 대외 불확실성이 높아진 상황에서는 올해 이익이 매크로 요인들을 따라가지 않고 개별적으로 움직이는 HMM에 더 주목할 필요가 있다.

〈표 1〉 2분기 실적 요약

(단위: 십억원)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	2,130.0	2,126.6	2,062.8	2,329.9	2,663.4	14.3	25.0	2,873.5
영업이익	159.7	75.8	42.4	407.0	644.4	58.3	303.6	726.1
영업이익률(%)	7.5	3.6	2.1	17.5	24.2			25.3
세전이익	351.5	122.6	280.4	503.5	697.8	38.6	346.3	840.3
순이익	324.8	95.4	263.0	485.1	660.9	36.2	103.4	760.9

자료: FnGuide, 한국투자증권

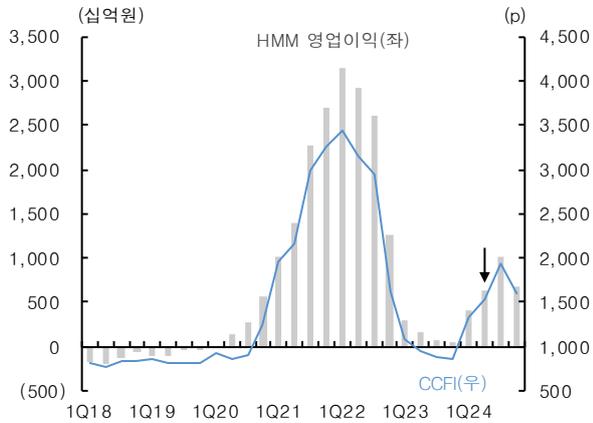
〈표 2〉 HMM 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2023				2024F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,082	2,130	2,127	2,063	2,330	2,663	3,368	2,903	18,583	8,401	11,265	9,078
컨테이너	1,752	1,783	1,743	1,743	1,936	2,254	2,924	2,488	17,305	7,020	9,602	7,455
물동량	859	959	1,021	945	893	949	956	988	3,679	3,784	3,787	4,235
운임	1,351	1,293	1,242	1,206	1,790	2,096	2,729	2,201	3,677	1,271	2,211	1,472
벌크	285	300	334	334	339	348	387	361	1,099	1,254	1,436	1,445
기타	45	47	49	(14)	55	61	58	54	179	127	227	178
매출액 증가율	(57.7)	(57.7)	(58.4)	(41.5)	11.9	25.0	58.4	40.8	34.7	(54.8)	34.1	(19.4)
컨테이너	(62.5)	(62.1)	(63.3)	(45.4)	10.5	26.5	67.8	42.8	33.6	(59.4)	36.8	(22.4)
물동량	(6.8)	7.5	11.2	(0.2)	4.0	(1.0)	(6.3)	4.5	(3.5)	2.9	0.1	11.8
운임	(69.8)	(69.6)	(67.6)	(45.3)	32.5	62.1	119.7	82.5	24.5	(65.4)	74.0	(33.4)
벌크	36.5	10.3	5.5	11.1	18.9	16.1	15.8	8.1	60.6	14.1	14.5	0.7
기타	7.8	(24.2)	15.7	(143.8)	22.8	28.9	16.3	(479.7)	11.0	(29.1)	79.1	(21.8)
영업이익	307	160	76	42	407	644	1,025	679	9,949	585	2,756	774
컨테이너	229	134	22	11	350	607	963	642	9,862	396	2,562	597
벌크	74	23	52	37	53	34	59	37	81	186	183	170
기타	4	4	2	(6)	4	4	3	1	7	3	11	7
영업이익 증가율	(90.3)	(94.6)	(97.1)	(96.6)	32.6	303.6	1,251.9	1,503.6	34.9	(94.1)	371.2	(71.9)
컨테이너	(92.7)	(95.4)	(99.1)	(99.1)	53.2	354.3	4,245.3	5,559.7	34.9	(96.0)	547.5	(76.7)
벌크	784.3	15.3	181.0	9.5	(28.2)	51.1	13.5	(1.6)	53.3	131.2	(1.6)	(7.2)
영업이익률	14.7	7.5	3.6	2.1	17.5	24.2	30.4	23.4	53.5	7.0	24.5	8.5
컨테이너	13.0	7.5	1.3	0.7	18.1	26.9	32.9	25.8	57.0	5.6	26.7	8.0
벌크	26.0	7.5	15.5	11.1	15.7	9.8	15.2	10.1	7.3	14.8	12.8	11.8
세전이익	300	351	123	280	503	698	1,168	839	10,215	1,054	3,208	1,011
증가율	(90.4)	(88.1)	(95.3)	(81.5)	68.0	98.5	852.1	199.4	91.8	(89.7)	204.3	(68.5)
지배주주순이익	285	325	95	263	485	661	1,063	764	10,117	969	2,972	936
증가율	(90.9)	(88.9)	(96.3)	(81.8)	70.0	103.4	1,014.2	190.5	89.6	(90.4)	206.9	(68.5)
SCFI	969	984	986	1,089	2,010	2,628	3,095	2,131	3,429	1,007	2,466	1,221
상승률	(80.0)	(76.6)	(69.9)	(20.8)	107.5	167.3	214.0	95.7	(8.9)	(70.6)	145.0	(50.5)
CCFI	1,088	938	876	854	1,290	1,439	1,947	1,590	2,792	939	1,567	1,123
상승률	(68.4)	(70.3)	(70.3)	(47.1)	18.6	53.4	122.3	86.3	7.5	(66.4)	66.9	(28.3)

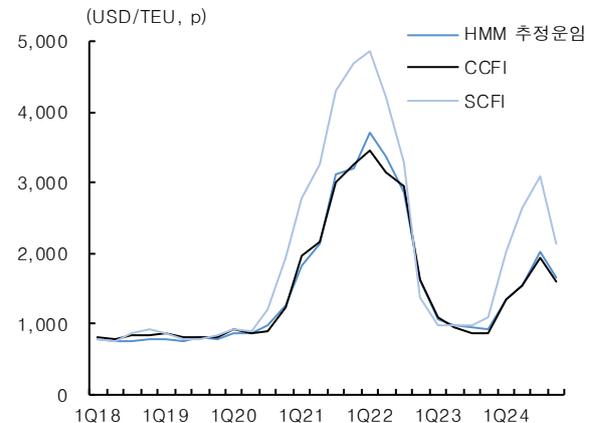
자료: HMM, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 영업이익은 전분기대비 58% 증가



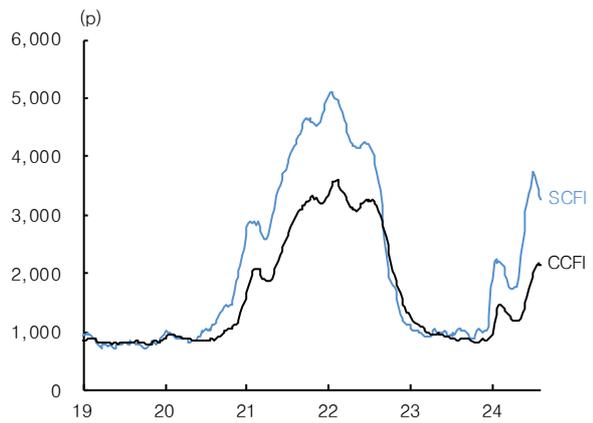
자료: HMM, 한국투자증권

[그림 2] HMM 실적은 SCFI보다 CCFI와 더 동행
2분기와는 반대로 3분기는 이익 서프라이즈가 예상됨



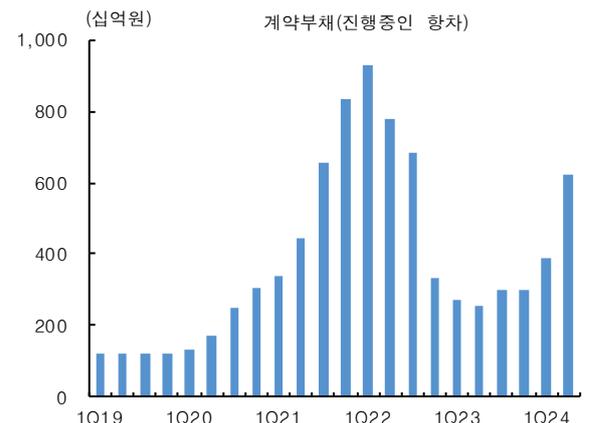
자료: HMM, 상해해운거래소, 한국투자증권

[그림 3] SCFI는 여전히 3,000p대. CCFI는 지난주에도 강세를 유지



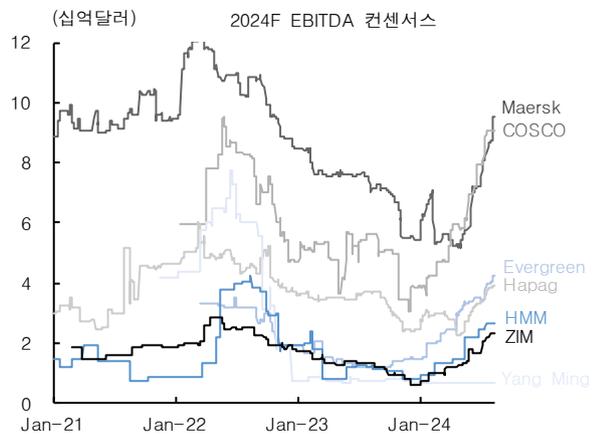
자료: 상해해운거래소, 한국투자증권

[그림 4] 스팟운임 상승이 실적에 반영되는 시차를 감안할 필요



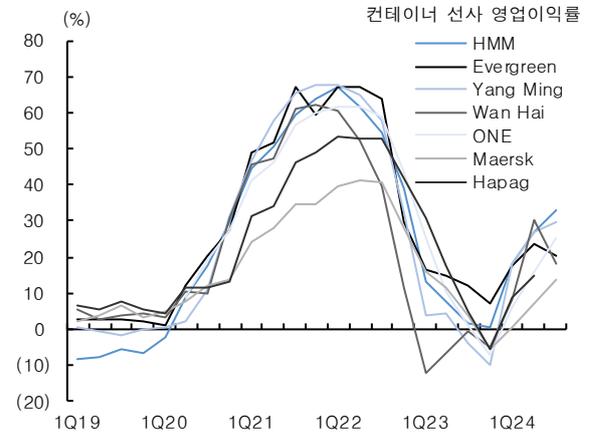
자료: HMM, 한국투자증권

[그림 5] Maersk의 올해 EBITDA 컨센서스는 SCFI 하락전환 이후 오히려 18% 상향. 이러한 추세는 다른 선사들도 마찬가지



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 결과적으로 3분기 영업이익 모멘텀은 저평가받고 있음



자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	18,583	8,401	11,265	9,078	9,069
매출원가	8,139	7,426	8,033	7,818	7,788
매출총이익	10,444	975	3,232	1,260	1,281
판매관리비	494	390	476	486	491
영업이익	9,949	585	2,756	774	790
영업이익률(%)	53.5	7.0	24.5	8.5	8.7
EBITDA	10,791	1,458	3,686	1,769	1,777
EBITDA Margin(%)	58.1	17.4	32.7	19.5	19.6
영업외수익	266	469	452	237	76
금융수익	1,985	1,549	1,735	1,500	1,300
금융비용	1,619	863	1,333	1,287	1,248
기타영업외손익	(87)	(64)	27	0	0
관계기업관련손익	(12)	(154)	24	24	24
세전계속사업이익	10,215	1,054	3,208	1,011	866
법인세비용	98	86	236	74	95
연결당기순이익	10,117	969	2,972	936	770
지배주주지분순이익	10,117	969	2,972	936	770
지배주주순이익률(%)	54.4	11.5	26.4	10.3	8.5
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	34.7	(54.8)	34.1	(19.4)	(0.1)
영업이익 증가율	34.9	(94.1)	371.2	(71.9)	2.1
지배주주순이익 증가율	89.6	(90.4)	206.9	(68.5)	(17.7)
EPS 증가율	52.7	(91.9)	146.8	(74.2)	(17.7)
EBITDA 증가율	34.4	(86.5)	152.9	(52.0)	0.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	11,082	1,980	4,484	1,808	1,542
당기순이익	10,117	969	2,972	936	770
유형자산감가상각비	842	873	930	995	987
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	475	186	597	(93)	(192)
기타	(352)	(48)	(15)	(30)	(23)
투자활동현금흐름	(4,852)	(1,487)	(3,966)	(1,418)	(697)
유형자산투자	(477)	(2,037)	(1,996)	(1,510)	(1,145)
유형자산매각	7	10	10	10	10
투자자산순증	(4,607)	532	73	307	25
무형자산순증	(8)	(6)	(14)	11	0
기타	233	14	(2,039)	(236)	413
재무활동현금흐름	(3,331)	(2,238)	(951)	(1,210)	(847)
자본의증가	0	0	960	0	0
차입금의순증	(2,997)	(1,579)	(71)	127	(230)
배당금지급	(326)	(667)	(482)	(881)	(617)
기타	(8)	8	(1,358)	(456)	0
기타현금흐름	355	15	0	0	0
현금의증가	3,255	(1,730)	(434)	(819)	(2)
FCF	10,791	1,124	2,127	76	353

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

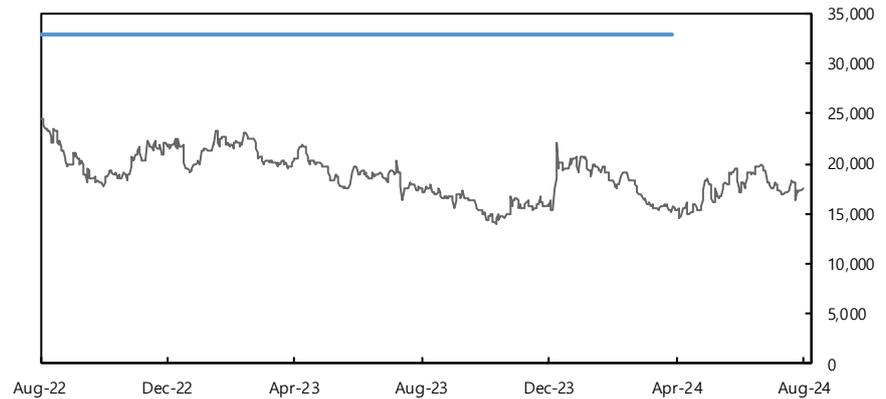
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	26,067	25,713	28,354	27,744	27,384
유동자산	14,280	13,180	15,374	14,532	14,028
현금성자산	4,980	3,250	2,816	1,997	1,995
매출채권및기타채권	1,026	935	915	801	710
재고자산	325	362	317	255	255
비유동자산	11,787	12,534	12,979	13,212	13,356
투자자산	2,552	1,508	1,458	1,175	1,174
유형자산	4,216	7,716	8,772	9,277	9,425
무형자산	44	41	55	44	44
부채총계	5,286	4,273	4,822	4,613	4,099
유동부채	2,052	2,001	2,478	2,234	1,873
매입채무및기타채무	759	761	1,020	822	730
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	930	825	759	836	759
비유동부채	3,234	2,271	2,343	2,379	2,226
사채	148	109	120	120	120
장기차입금및금융부채	3,019	2,109	2,152	2,202	2,049
자본총계	20,781	21,441	23,532	23,131	23,285
지배주주지분	20,780	21,439	23,530	23,130	23,284
자본금	2,445	3,445	4,405	4,405	4,405
자본잉여금	4,425	4,436	4,436	4,436	4,436
기타자본	2,597	1,596	636	(84)	(84)
이익잉여금	10,629	10,889	12,980	13,300	13,453
비지배주주지분	2	2	2	2	2
순차입금	(8,736)	(8,690)	(10,994)	(10,221)	(10,038)

주요 투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	20,621	1,667	4,113	1,063	874
BPS	42,490	31,115	26,708	26,253	26,427
DPS	1,200	700	1,000	700	700
수익성(%)					
ROA	46.0	3.7	11.0	3.3	2.8
ROE	65.0	4.6	13.2	4.0	3.3
배당수익률	6.1	3.6	5.7	4.0	4.0
배당성향	5.8	49.8	29.6	65.9	80.1
안정성					
부채비율(x)	25.4	19.9	20.5	19.9	17.6
차입금/자본총계비율(%)	19.7	14.5	12.9	13.7	12.6
이자보상배율(x)	26.8	3.7	20.4	5.7	5.9
순차입금/EBITDA(x)	-0.8	-6.0	-3.0	-5.8	-5.6
Valuation(x)					
PER	0.9	11.7	4.3	16.5	20.0
최고	1.8	14.5	5.3	20.3	24.7
최저	0.8	8.2	3.5	13.4	16.3
PBR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
최고	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
최저	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PSR	0.5	1.2	1.2	1.7	1.7
EV/EBITDA	0.1	3.3	0.6	1.6	1.7

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
HMM (011200)	2022.07.21	매수	33,000원	-37.5	-21.2
	2023.07.21	1년경과		-48.2	-33.0
	2024.04.09	중립	-	-	-



Compliance notice

- 당사는 2024년 8월 14일 현재 HMM 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 HMM 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2024. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.3%	15.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.