

| 해운 |

HMM(005930.KS)

흠! 누가 고점이라고 하였는가~?

대한민국 NO.1 세계에서 노는 해운기업 HMM

동사는 1976년 유조선 운항을 시작으로, 현재는 컨테이너선, 벌크선, 중량화물선, 특수제품선에 진출하여 100여척의 다양한 선박을 통해 물류 사업을 영위하는 기업이다. 전세계 6개의 해외본부 27개의 법인, 60개의 해외지점을 통해 글로벌 네트워크를 통해 해운업을 선도하고 있다. 동사는 현재 해운 동맹 '디 얼라이언스'에 가입하고 있고, 세계 주요 노선 물동량의 점유율의 7%를 차지하고 있다. 동사는 현재 글로벌 물류 적체 상황으로 운임이 크게 증가하면서, 매출과 영업이익이 크게 상승하였다.

[Investment Point]

물류 병목현상 해소는 Q의 증가

2021년은 물류 병목현상으로 인해, 컨테이너의 처리 속도와, 선박의 회전율이 하락하였다. 따라서 동사가 물동량은 전년 대비 크게 감소하였다. 물류 병목현상 해소는 선박의 회전율이 증가하여, 동사에서 처리하는 물동량은 증가할 것이다. Q의 증대는 매출을 견인한다.

정부 정책의 수혜

정부는 2018년 4월 해운업 육성을 위해 해운 재건 5개년 계획을 수립하였다. 해운 재건 5개년 계획은 2025년까지 해운 매출을 51조원, 원양 컨테이너 선박량을 120만 TEU, 지배선대 1억톤을 달성하는 것을 목표로 하고 있다. 특히 이번 정권에서는 '신해양강국' 정책을 내세움으로써, 동사의 수혜가 예상된다.

[Risk Point]

운임은 고점인가?

코로나 19의 확산과, 글로벌 물류 병목현상은 운임을 크게 증가시켰다. 하지만, 지난 1월 이후 SCFI지수는 5010을 기록한 후 지속적으로 하락하고 있다. 단기적으로는 선박의 추가 발주가 어려워 높은 운임은 지속되겠지만, 장기적으로 발주가 증가하고 공급과잉으로 운임은 하락할 것으로 보인다.

전환사채 Issue

과거 2017년 해운업 정상화 지원 차원에서 전환 사채 요건(전환가격 5,000원)이 결부된 HMM의 영구채를 산업은행과 해양진흥공사가 인수하였다. 주가가 상승하며, 지난해 10월 27일 해양진흥공사는 주식전환 청구권을 행사하였다. 이후로 남은 전환사채도 주식가치에 여전히 영향을 미친다.

Valuation

HMM의 당기순이익은 8조 8764억을 제시한다. BPS는 28,166원 Target PBR은 1.22를 제시한다.

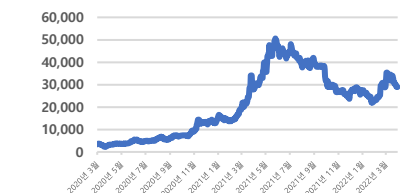
2022년 목표가는 34,500원, 상승여력 19.3% 제시한다.

투자 의견	BUY
목표주가	34,500원
현재주가(04.01)	28,900원
상승여력	19.3%

Stock Data

KOSPI (4/1)	2739.85
KOSDAQ	940.57
시가총액	14조 1332억원
발행주식(주)	489,039,496
52주 최고/최저(₩)	51,100/21,100
외국인지분율(%)	11.24%
주요주주(%)	한국산업은행 20.69%
	한국해양진흥공사 19.96%
주가상승률(%)	1개월 0.17
	6개월 7.43
	12개월 3.96

Stock Price



Investment Fundamentals

(억원, 원, 배)

FYE Dec	2018	2019	2020	2021	2022E
매출액	52221	55221	64133	137941	181179
영업이익	-5587	-2997	9808	73775	120117
순이익	-7789	-5867	1278	53272	88769
EPS	-2521	-1860	384	13754	
PER	-	-	36.32	1.96	
PBR	1.12	1.04	2.70	1.27	
OPM	-8.09	-10.70	-5.44	53.29	
ROE	-129.27	-81.80	8.92	88.62	

Research Team 1

팀장	33기 서제덕	tjwpejr07@naver.com
팀원	33기 김동윤	dymose@naver.com
팀원	34기 양홍석	dnakrk157@naver.com
팀원	34기 김세영	keug1@naver.com
팀원	34기 지유성	yousungstar707@naver.com
팀원	34기 송세희	thdtpgml12@naver.com

I. 산업분석

1. 산업개요

1)해운업? 해운업이 뭐야?

세계 각국이 육성하는 국가기간산업

해운업은 선박을 이용하여 화물을 수송하는 서비스 산업이지만 조선, 철강, 에너지 산업 등 제조업 경기와 밀접한 관련을 맺고 있다. 또한 자금을 조달하는 금융, 입출항을 제공하는 항만, 육상운송을 매개하는 산업이기 때문에 파급 효과가 크다. 국내의 원유, LNG, 철광석, 원자력 원료봉 등 에너지 물자의 100%, 원자재 및 수출입 물량의 99%가 해상으로 운송되고 있고, 국내의 화물 운송뿐만 아니라 다른 나라 사이의 운송을 통해 외화를 벌어들이고 있다. 한국의 무역의존도가 국내 명목 GDP의 60% 내외를 차지하고 있는 만큼 1960년 이래 해운업을 국가의 기간산업으로 인식하고 육성하고 있다.

해운사들은 한 기업이 전 세계의 모든 노선을 운영할 수 없기 때문에 주로 얼라이언스를 구축해 서로 자원과 노선을 공유한다. 세계 3대 얼라이언스로는 2M, 오션얼라이언스, 디얼라이언스가 있다. '2M'은 세계 해운 1위 기업인 머스크와 2위 기업인 MSC가 결성한 얼라이언스이다. '오션얼라이언스'는 프랑스의 CMA-CGM과 중국의 COSCO, 대만의 Evergreen이 결성했다. 마지막으로 '디 얼라이언스'에는 독일의 Hapag-Lloyd, 일본의 ONE, 대만의 Yang Ming 그리고 동사가 있다. 기업들은 개별적인 해운 서비스 네트워크를 구축하기 보다 항로를 공유하며 비용 절감과 안정적인 노선 운영을 통해 점유율을 높이려 하는 것이다.

주요노선 물동량 점유율

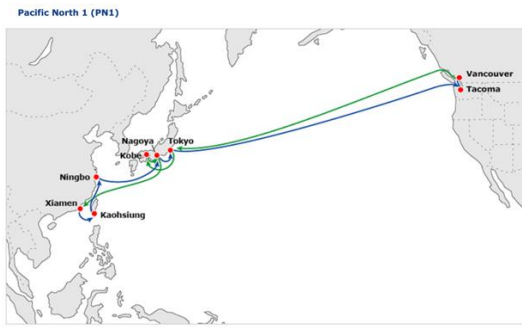
선사	아시아 → 미주 서안			미주 서안 → 아시아		
	2021년	2020년	2019년	2021년	2020년	2019년
CMA CGM	14.5	8.9	7.0	18.6	10.0	8.4
MSC	11.4	8.1	6.4	7.2	5.6	6.6
ONE	10.8	14.6	14.5	19.5	20.0	17.6
에버그린	10.5	11.7	12.8	10.8	11.2	10.9
코스코	10.4	10.3	9.8	8.9	8.0	6.7
머스크	7.9	7.3	6.4	5.6	4.7	6.5
OOCL	7.3	7.8	7.9	11.4	11.4	9.0
HMM	5.7	6.8	7.3	6.6	7.8	8.7
양밍	4.5	6.2	6.1	4.2	8.1	7.8
하파그로이드	3.2	4.5	4.4	2.1	2.8	2.8

출처 : 동사 사업보고서

2)운송을 어떻게 하고 있을까?

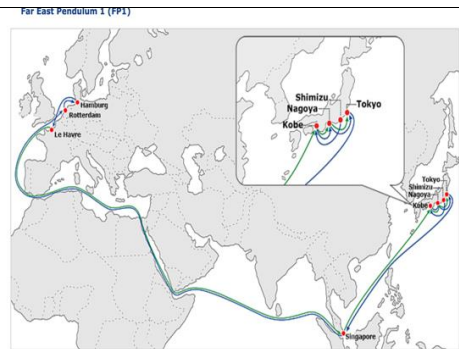
정기선(Liner)은 정해진 스케줄에 맞추어 특정한 항로를 규칙적으로 운항하는 선박을 말한다. 주로 공산품, 반제품 등 일반 화물을 운송하기 때문에 부정기선에 비해 운임이 높고, 일정한 항로를 운항하기 위한 대규모의 자본 투자가 필요해서 진입장벽이 높다. 주로 컨테이너선이 이용되며, 정기선 항로에는 미주항로, 구주항로, 중동항로, 동아시아항로가 있다. 미주항로의 컨테이너 물동량은 미국인들의 상품 소비와 상관관계가 있기 때문에 컨테이너의 최대 수요처이고, 미국의 소비가 급증하는 크리스마스 전과 중국 춘절 한달 전에 미국 재고 보충의 피크를 보인다. 미주항로와 구주항로는 현재 소수의 초대형 선사들이 과점 체제로 운영하고 있다.

미주항로 PN1



출처: HMM

구주항로 FP1



출처: HMM

반면, 부정기선(Tramper)은 정해진 항로나 항해 일정 없이 수시로 운행하는 화물 운송 선박을 말한다. 특정 화주의 요구에 의해 대량의 벌크 화물이 저가에 운송되고, 운임은 계약 당시의 수요와 공급에 의해 결정되기 때문에 변동성이 높다. 벌크 화물은 일반적으로 곡물 출하와 석탄 수요가 2분기 말부터 점진적으로 증가함에 따라, 3분기에 가장 수요가 많아지는 특성이 있다.

3)선불리 예측하다 골로 가는 해운업 사이클

해운업은 선박 발주에서 인도까지 2~3년이 걸리고, 계약 체결 기간은 그 이상인 경우가 많다. 동사의 현대글로벌비스와의 계약 기간은 무려 20년이다. 물동량은 실시간으로 변하는 반면, 선박 공급은 높은 도입 비용과 긴 내용 연수로 인해 단기간에 변화하기 어렵다. 뿐만 아니라 선박의 공급은 신조선 건조와 노후선 해체를 통해 조정되고, 한 번 도입된 선박은 약 20년 동안 사용되기 때문에 비탄력적이다. 해운의 수요는 물동량이다. 물동량은 전쟁, 전염병, 정치 등 글로벌 변수에 의해 급변하는 경우가 많다. 수요가 상승하면 조선업에 호황이 찾아오고, 선박 공급량이 증가한다. 과잉 공급된 선박은 운임비를 하락시키고, 해운업에는 다시 불황이 찾아오게 된다. 이 때문에 수요와 공급의 불일치가 나타나기 쉽고, 불일치 폭이 크고 장기간 지속된다는 특징이 있다

4)환경 관련 규제 - 저유황유량 스크러버로 환경을 지켜봐요~

국제 해사 기구(IMO)는 선박에서 나오는 황산화물, 질소산화물 등 대기오염 물질을 줄이기 위해 여러 규제들을 도입하고 있다. 2023년부터 EEXI와 CII 등급제를 도입하여 2026년까지 연간 2% 탄소 감축을 목표로 하고 있다. EEXI(선박 에너지 효율 지수)는 1톤의 화물을 1마일 운송하는데 배출되는 이산화탄소의 양을 사전적으로 계산한 값으로써, 선사는 선박 효율을 높이기 위해 노력해야 한다. CII(선박 탄소 집약도 지수)는 1톤의 화물을 1마일 운송하는데 배출되는 이산화탄소의 양을 사후적으로 계산해서 A~E의 5단계 등급을 매긴다. D등급을 3년 연속 받거나, E등급을 한번이라도 받으면 조치에 취해진다. 이러한 규제에 따라 해운업계는 선박에 스크러버(Scrubber)를 장착하여 황산화물을 저감하고, 저유황유와 LNG 연료를 사용하려고 노력하고 있다.

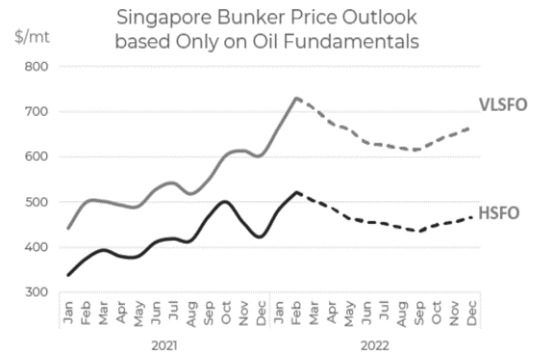
2020년 1월 1일부터 IMO의 규제가 선박 연료유의 황 함유량 상한선이 3.5%에서 0.5%로 강화되며 선사들의 비용이 증가될 것으로 예상되었다. IMO의 환경 규제에 대응하기 위해 선사는 1) 저유황유 사용, 2) 탈황장치(스크러버) 설치, 3) LNG 추진선 도입의 3가지 방법 중 하나를 택해야 했다. 1) 저유황유 사용을 택하게 되면 신규 투자 비용이 들지 않는다는 장점이 있지만 저유황유의 가격이 고유황유의 가격의 2배에 달한다는 단점이 있다.

저유황유 및 고유황유 가격 추이



출처: Integr8Fuels

저유황유 및 고유황유 가격 예상치



출처: Integr8Fuels

2. 산업현황

1) 국내 해운업은 최근에 어떻게 돌아가고 있을까?

해운사를 찾는 사람은 많지만

결국 해외 해운사로...

2017년 한진해운 파산 이후 우리나라는 전세계 해운 선복 및 노선에서 유의적으로 높은 점유율을 차지하지 못하고 있다. 물동량이 증가했으나 글로벌 선사들이 규모의 경제가 가능하고 운임도가 높은 중국 중심으로 선대 편성을 집중해 결국 한국의 편성은 줄어드는 '코리아 패싱'이 발생했다. 우리나라의 해외 선사의 의존도가 높은 상황에서 글로벌 선박들이 한국 경유를 하지 않는 '코리아 패싱'이 맞물려 물류난이 발생했다.

코로나 사태가 일어난 직후, 물동량이 감소하여 글로벌 선사들이 선복을 감축했다. 하지만 그러한 상황에서 수요가 증가하자 공급이 이를 따라가지 못하여 운임이 급등하였다. 코로나 팬데믹으로 인해 세계 주요 항만 인력이 감소해 물류처리가 늦어지게 되었으며, 항구 및 공항이 폐쇄되어 컨테이너의 수급이 불안정해졌다.

리오프닝에 대한 기대감과, 2020년 대비 기저효과로 경제가 회복하게 되면서 확대되어 물동량이 급격하게 증가했다. 하지만, 21년 세계 주요 항만의 적체 심화와 공급에 대한 병목현상으로 컨테이너선의 시장이 원활하게 흘러가지 못했으며, 물류난이 일어났지만, 국내 해운사들은 운임 상승으로 호황을 맞게 되었다.

국내 컨테이너 물동량

해양수산부 통계자료에 따르면 21년 총물동량은 그 지난해 세계 주요 항만들의 적체 위기에도 불구하고 3,000만TEU로 전년 대비(2020년) 약 3.1% 증가했다. 수출입은 미국(11.1%)과 중국(3.3%) 등 주요국가의 물동량 증가로 전년 대비(2020년) 약 4.3% 증가하여 1714만TEU를 기록했다. 반도체, 석유, 화학 등 주요 품목 수출 증가로 21년에 전년대비 25.8% 증가한 6,445억달러를 달성하였고, 수입도 전년대비(2020) 31.5% 증가해 6150억 달러를 기록하며 영향을 준 것으로 예측된다. 환적은 전년 대비(2020년) 1.5% 증가한 1268만 TEU를 기록했다.

물류 위기에도

꾸준한 국내 물동량

국내 컨테이너 물동량 추이.

(Mn \$, 천 명)		2020 년	최근 3 개월			2021 년
			21 년 10 월	21 년 11 월	21 년 12 월	
총 물동량		29,101	2,602	2,413	2,489	29,997
전년 동기 대비		0.4%	3.1%	6.6%	0.5%	3.1%
종류	수 출 입	16,429	360,000	165,000	480,000	17,135
	환적	12,487	99	36	647	12,681
	연안	185	14	15	18	181

출처: 해양수산부, RFS Team 1

2)글로벌 해운업은 어떻게 돌아가고 있을까

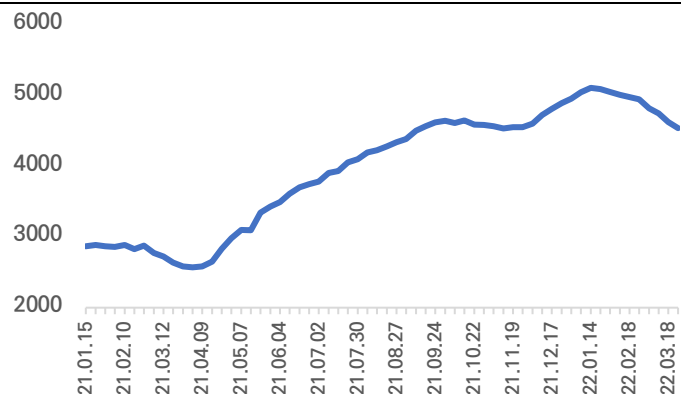
역대 최고 컨테이너선 운임

한 번도 경험하지 못한 컨테이너 운임. 하늘을 모르고 오른다!

상하이컨테이너 운임지수(SCFI)는 세계 1위 컨테이너항만을 가진 상하이 거래소로부터 상하이 수출컨테이너 운송시장의 15개 항로의 운임을 반영한 지수이다. SCFI, BDI와 같은 운임지수를 통해 세계 경기가 예측 가능하다. 이 지표들이 상승할 경우 원자재 물동량 및 교역량이 활발해진다는 것을 알 수 있다.

작년 코로나19로 인해 갑작스러운 비대면 전자상거래 수요 증가와 美 中의 경제 활성화, 유럽의 백신접종으로 인한 경제봉쇄해제로 해운 수요가 증가했으나 폭등한 물동량을 감당할 선박의 공급은 부족해졌다. 이에 21년 3분기에 미국 로스앤젤레스(LA)와 롱비치(LB)등 세계 주요 항구들의 적체가 심해져 대기 선박들의 증가로 운임이 급격하게 상승했다. 얹힌 데 얹힌 격으로 오미크론의 확산으로 물류인력 회복이 부족해 운임지수는 우상향 곡선의 지속적인 상승세를 보이다 올해 1월 7일 5209.6이라는 최고점에 도달했다. 하지만 인플레이션으로 인한 미국의 긴축 정책과 중국의 경제 둔화 소식으로 SCFI는 현재까지 꾸준한 하락세를 보여주고 있다. 운임 지수는 하향하고 있으나, 코로나 이전 5년 평균 아시아-유럽노선의 평균 운임이 TEU당 750달러, 아시아-미주 서안노선의 평균 운임이 FEU당 1503달러였던 것에 비해 여전히 높은 운임을 기록하고 있다.

상하이운임지수(SCFI) 추이.



출처: Refinitiv Eikon, RFS Team 1

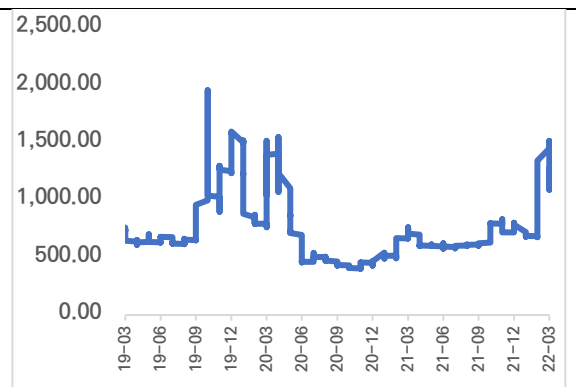
'수요 하락' 맞고, 정신 못 차리는 벌크선 운임. 하지만 방심은 일러

유조선 시장은 지난 4분기 계절적 성수기에도 불구하고 오미크론의 확산으로 수요가 줄어들어 약소한 결과를 보였다. 또한 주요 산유국의 원유 생산량 조절과 원유의 고유가 현상으로 동절기 수요는 재고 원유로 충당하고 선박 공급 과잉으로 시장의 개선점을 찾아볼 수 없었다. 이에 지난해 유조선 시장은 역사상 가장 낮은 수익성을 기록했다. 하지만 러시아-우크라이나 전쟁이 개전된 이후 러시아산 석유 수출이 어려워져, 유가 상승으로 발틱 유조선 운임지수(BDTI)는 크게 상승하였다.

건화물 시장은 연초부터 전세계 최대 발전용 석탄 수출국인 인도네시아가 석탄 수출을 1개월간 중단하겠다고 발표한 상황에서 브라질의 폭우로 광석 생산 차질이 발생하며 건화물선 해상물동량이 감소한 것이 원인으로 작용했다. 게다가 베이징 올림픽 때까지 중국 정부는 대기오염 개선을 위해 올림픽이 끝나는 2월 말까지 공해유발산업의 공장 가동을 제한하였으며, 철광석의 재고량 감소 및 중국 정부가 철강 생산 규제를 이어가고 있어, 수요가 급감하였다. 남미시장의 곡물 출하 시즌이 끝난 것도 하나의 원인이다.

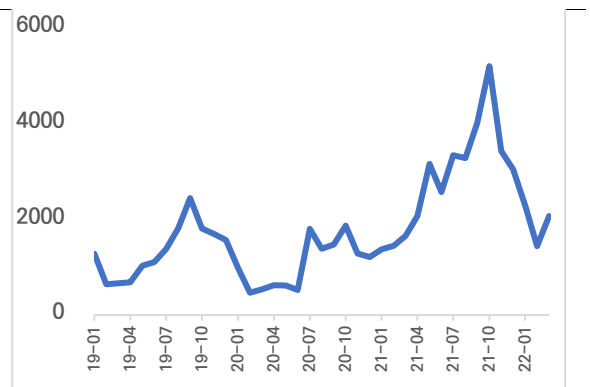
건화물 벌크선 운임지표인 발틱운임지수(BDI)를 보면 3월 18일 기준(2605) 러시아-우크라이나 전쟁 이후 27.38%가 상승한 것을 알 수 있다. 이는 러시아의 석탄과 같은 원자재의 수출 또한, 제한되어 러시아산이 아닌 인도네시아 등 타국의 원자재 수요가 증가해 BDI가 상승하였다고 볼 수 있다.

BDTI 지수 추이



출처: Integr8Fuels.

BDI 지수 추이



출처: Integr8Fuels

선박 대형화된 지가 언제인데, 왜 아직 못 따라와! 항만 인프라의 한계!

미국 주요 항구의 컨테이너 처리 부담은 2019~2020년 사이에 급작스럽게 증가하고 이후 이러한 추세가 계속 이어져오고 있다. 이에 반해 다수의 항만들은 컨테이너선 대형화에 대한 수용 능력이 부족해 속수무책인 상황에 놓여있다. 특히, 대형선박을 수용하고 있는 LA와 롱비치 항구에 병목현상 집중, 기타노선에 투입될 선박 공급 부족 현상이 일어나고 있다.

미국서부만 하더라도 시애틀(Seattle)에서 샌디에이고(San Diego)까지 29개의 항구가 있음에도 불구하고 다른 항구들이 LA와 롱비치 항구를 대체할 수 없는 구조적인 이유는 무엇일까? LA와 롱비치 항구를 대체할 수 없는 두가지 이유가 존재한다. 1) 80년대 이후 모든 선사들이 많은 운송을 위해 컨테이너를 대형화 시켜서 18000TEU이상을 건조 시켜왔다. 하지만 이러한 배들이 들어오기 위해서는 수심이 최소 15M이상 이 되어야 한다. 2) 미국 내의 원활한 배송을 위해서는 육상철도복합운송이라는 인터모달(Intermodal)이 필요한데, 이 철도가 항만까지 들어온 경우가 LA와 롱비치 항만 뿐이다.

이와 같은 이유로 대형 선박 수용(13000TEU이상)이 가능한 환경 및 운송을 위한 인프라 가진 LA·롱비치 항구에 대형 컨테이너선이 집중되어 적체 관련 문제가 있으며, 다른 항만은 선박 대형화를 제대로 대처하지 못해 항만 인프라 한계가 발생하고 있다.

항구	터미널 수	Ship Capacity (TEU)	위치
Los Angeles	7	18000	미국 서안
Long Beach	6	22000	
Seattle-Tacoma	1	6000	
Georgia	2	3500	미국 동안
New York & New Jersey	6	12000	
Virgina	4	4500	
South Carolina	3	12000	

출처 :RFS 1Team, 메리츠 증권 리서치센터

II. 기업개요

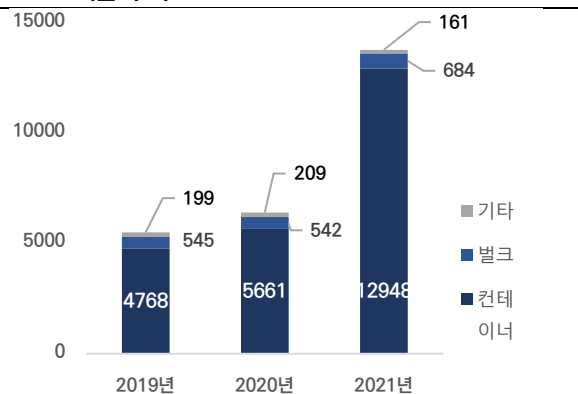
국내 1위 컨테이너사

HMM!

1)흠... HMM을 한번 알아보자!

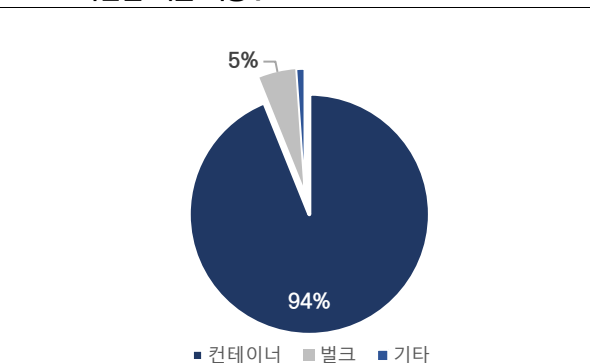
동사는 1976년 유조선 운항을 시작으로, 현재는 컨테이너선, 벌크선, 중량화물선, 특수제품선에 진출하여 100여척의 다양한 선박을 통해 물류 사업을 영위하는 기업이다. 전세계 6개의 해외본부와 27개의 법인, 60개의 해외지점을 통해 글로벌 네트워크를 통해 해운업을 선도하고 있다. 또한 다양한 선박을 통해 여러 형태의 해상운송사업으로 매출 및 수익을 창출하고 있다. 주력 사업은 컨테이너선 사업이다. 2021년 기준, 컨테이너의 매출액의 약 94%정도에서 컨테이너선 사업에서 발생한다. 나머지 벌크선 사업은 약 5%를 구성하고 있다. 2019년에는 벌크선 매출 비중이 10%가량 차지하고 있었지만, 컨테이너선의 업황 개선 및 호황으로 지속적으로 축소되고 있다.

HMM 매출 추이



출처 :RFS Team 1

HMM 사업별 매출 비중 .

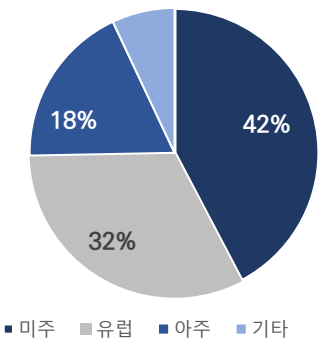


출처 :RFS Team 1

돈 되는 유럽항으로
가자!!!

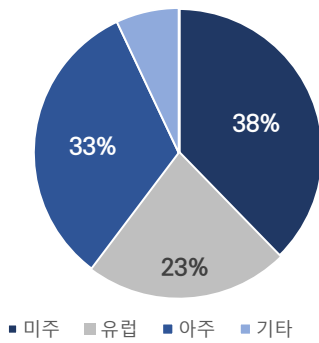
현재 항로별 물동량은 2021년 기준으로는 미주항 36.6% 아시아 항 32.6%, 유럽항 22.5%를 차지하고 있다. 2019년부터 아시아항 물동량 비중은 줄어들고 있으며, 미주 및 유럽항 물동량 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 항로별 매출 비중은 미주항 비중은 42.3% 유럽항 비중은 32.4%, 아시아항은 18.3%을 차지하고 있다. 매출 중 유럽항 비중이 2019년부터 지속적으로 증가하였으며, 미주항 비중은 큰 변화가 없었다. 아시아 항 매출 비중이 크게 감소하였다. 다른 지역항 운임에 비해 극동-유럽 간 운임료가 크게 증가한 영향으로 보인다.

HMM 지역별 매출 비중(2021년 기준)



출처 : RFS Team 1

HMM 지역별 물동량 비중(2021년 기준)



출처 : RFS Team 1

동사가 운영하는 선박으로는 컨테이너선, 유조선, 건화물선, 특수화물선이 존재한다. 컨테이너선은 화물창과 갑판에 컨테이너 화물을 선적한 것, 유조선은 석유류, 액화석유가스(LPG), 액화천연가스(LNG)등 액체 화물을 대량 수송하는 선박이다. 건화물선은 dry bulk선으로 곡물이나 광석 석탄 등을 대량 수송하는 선박이다. 특수화물선은 발전설비, 석유화학설비와 같은 초대형 화물을 운송하는 선박이다.

동사가 운영하는 선대는 다음 표로 정리할 수 있다.

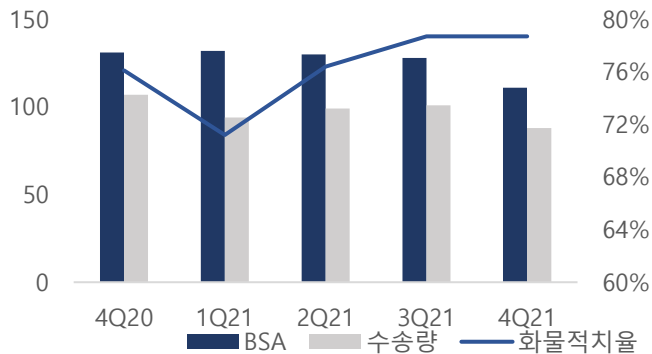
	전체(2021년 4Q)		사선		용선		2020년 4Q	
	적재량	적수	적재량	적수	적재량	적수	적재량	적수
컨테이너선	809,390 TEU	71	551,255 Teu	35	258,135 TEU	72	702,589 TEU	65
2만 TEU 이상	286,848 TEU	12	215,925 Teu	12	0	0	286,848 TEU	12
1만 TEU 이상	341,820 TEU	26	214,924 Teu	15	125,896 TEU	26	213,740 TEU	18
1만 TEU 미만	180,722 TEU	33	48,483 Teu	8	132,239 TEU	34	202,001 TEU	35
유조선	1,916,584 DWT	9	1,601,196 DWT	7	315,388 DWT	9	1,916,584 DWT	9
원유선	1,815,212 DWT	7	1,449,824 DWT	5	315,388 DWT	9	1,815,212 DWT	7
제품선	101,372 DWT	2	101,372 DWT	2	0	0	101,372 DWT	2
건화물선	1,942,898 DWT	18	302,545 DWT	3	2,001,810 DWT	19	2,165,450 DWT	21
특수화물선	120,078 DWT	4	120,078 DWT	4	0	0	120,078 DWT	4
총 적수	102		49		53		104	

빨리 빨리 배가 돌지
못해요...
=Q의 감소

동사는 전년동기대비, 컨테이너선 부분에서 1만 TEU 이상 급 컨테이너선을 8척을 인도받았다. 또한 1만 TEU 이상 급 용선 2척을 사선화 하였다. 마지막으로 이전부터 용선한 1만 TEU 미만 급 컨테이너선 2척을 반선하였다. 이를 통해 동사는 적재량을 총 106,801 TEU 증가시켰다. 건화물선은 용선 3척을 반선하여서 적재량이 총 222,552 DWT 감소하였다. 특수화물선은 용선 4척을 사선화 하였다.

동사는 컨테이너선 시장의 유례없는 시황 강세를 보인 한 해였다. 코로나19 팬데믹 이슈 및 여러 이슈로 전 세계 항만 체선 심화 및 공급망 병목 현상 지속으로 선박 스케줄 지연이 지속되었다. 따라서 컨테이너 수송량은 381만 TEU로 전년에 기록한 389만 TEU 대비 2.1% 역성장 하였다. 특히 지난 4분기에 수송량은 88만 TEU로, 전년 동기 대비 17.7%감소하였다. HMM의 화물 적치율은 평균 77.7%를 보여주었고, 전년 동기와 비슷한 수치를 기록하였다.

HMM 컨테이너 물동량

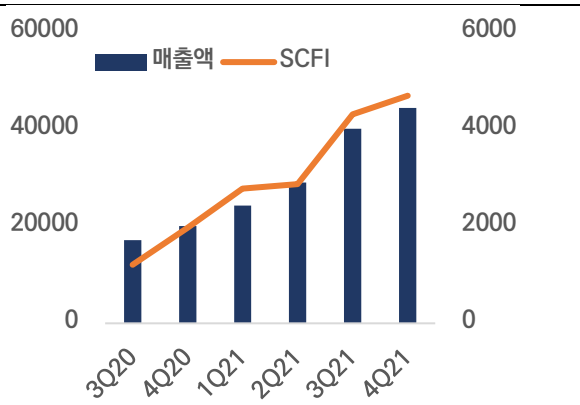


출처: 사업보고서, RFS Team 1

하지만 코로나 19 팬데믹으로 인한 노동력 부족해지자, 항만의 화물 처리 능력이 급격히 낮아졌다. 이에 반해 세계적으로 리오프닝이 가속화되어 추가 화물 수요가 급증하면서 물류 병목 현상이 벌어졌다. 수요에 비해 운송 서비스 공급은 부족한 상황이 벌어지자, 상하이 운임지수는 급격히 증가하였다. 이에 동사의 운임 또한 급격히 증가하였다. 물동량(Q)의 감소에도, 운임(P)의 상승 덕에 동사의 매출액은 크게 증가하였다.

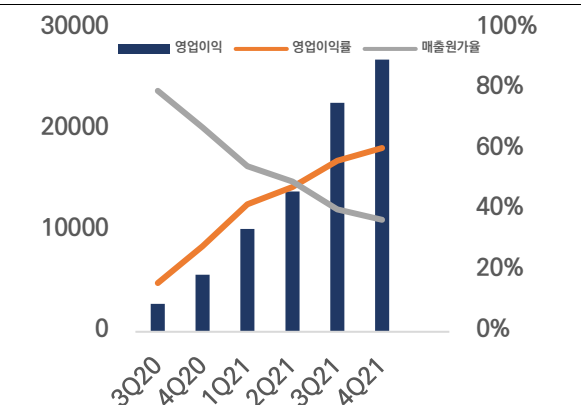
P의 엄청난 증가
=매출의 엄청난 증가

HMM 매출 추이



출처: 사업보고서, RFS Team 1

HMM 사업별 매출 비중

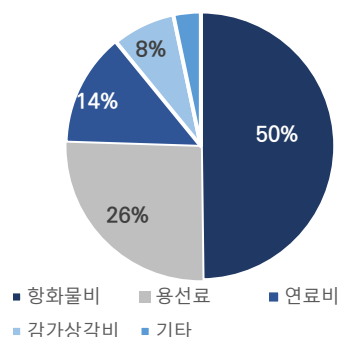


출처: 사업보고서, RFS Team 1

C는 매출만큼 오르지 않았다.

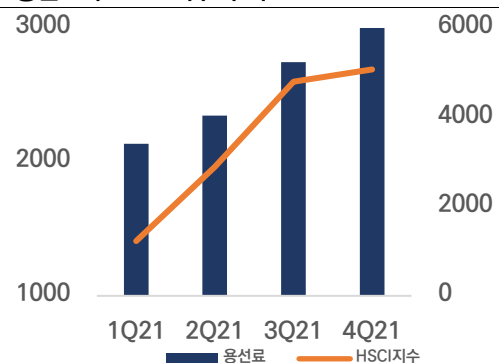
또한, 물동량이 감소한 만큼, 매출원가는 비슷한 수준을 유지하였다. 따라서 매출원가율은 전년 대비 대폭 감소하였다. 매출원가에서 가장 많은 금액을 차지한 것은 항만입출항비, 화물 선적/하역/운송비등을 종합한, 항화물비였다. 매출원가에서 50%를 차지하였다. 나머지는 용선료 25.7% 연료비 13.6%, 감가상각비 7.6% 기타(선원비,보험료등)을 3.3% 정도 차지하고 있다. 특이할 점은 여러 대형 화물 선박이 투입되어, 연료 소모가 증가하고 20년 대비 유가가 급격히 상승하여 연료비가 크게 증가하였다. 전년 대비 60% 상승한 수치이다. 또한 컨테이너선이 국제적으로 공급이 부족해졌지만, 컨테이너선의 수요는 크게 늘어나 덩달아 용선료도 크게 증가하였다. 국제 컨테이너선 용선료 지수(HSCI)는 지난해 3월 1231에서 현재 5700대까지 크게 증가한 상황이다. 실제로도 용선시장에서 가장 인기있는 파나막스급 용선료는 일일 13만 달러를 기록하여, 지난해 대비 5배 이상 높은 비용을 지불한 계약도 존재한다. 동사는 전년 대비 용선과 용선용량 자체는 줄어들었다. 이와 반대로 최근 계약의 용선료는 전년 대비 300% 상승하였다. 따라서 올해 지불한 용선료는 전년대비 30% 이상 증가하였다.

HMM 비용 추정



출처 : 사업보고서, RFSTeam 1

HMM 용선료와 HSCI 지수 추이



출처 : 사업보고서, RFSTeam 1

III. 투자포인트

투자포인트 1. – Return to 2019!

붉은색 푸른색 그 사이 3초 짧은 시간. 적체는 풀리고 있는 중~

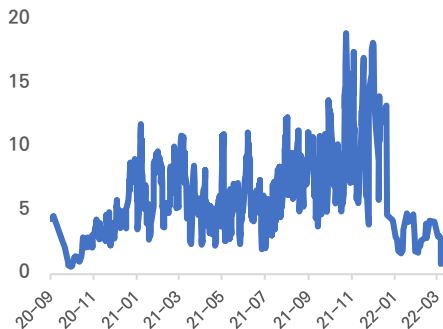
적체현상이 풀리고 있다.

앞서 살펴본 대로, 2020년부터 시작된 코로나19 확진자는, 2021년 상반기 델타 변이와, 2022년 12월부터의 오미크론 변이로 극대화되었다. 따라서, 항만에서 하역과 운반 작업을 할 근로자들은 줄어들고, 항만의 모든 활동을 마무리하여도, 그 컨테이너를 각 목적지까지 옮길 트럭 운전기사도 아예 부족한 상황이었다. 특히 미국에서의 정부 지원금이 워낙 많기 때문에, 근로자들의 취업 의지가 줄어들고 구직자들이 줄어들어, 현재 미국은 완전 고용 상태에 있다. 따라서 항만의 처리 능력은 감소하였다. 하지만, 경기 회복으로 항만에 들어오려는 선박은 증가 중에 있다. 특히 서부 항만의 롱비치 항과 LA항만이 유일하게 초대형 선박들을 처리할 수 있어, 적체현상이 더욱 지속되고 있다. 이 두 항만은 미국 전체 수입의 40%, 서부항만 물동량의 74%를 차지하고 있는 주요 항구로, 적체현상이 해소되기 위해서는 두 항만의 혼잡 상태가 해소되어야 한다. 전년도 10월에는 입항 대기중인 배가 163척이나 되었고, 평균 선박 접안 대기일자는 13일 정도로 2배 이상 증가하였다. 이러한 선박 적체현상은 더욱 심해져 이번 1월에는 선박들이 평균 30일 접안 대기할 정도가 되었다.

최근 미 정부의 여러 대책이 입안되어, 선박 적체 현상은 점점 해소되고 있는 것을 보여주고 있다. LA항만은 이번 1월부터 대기 일수가 줄어들었으며, 현재는 물류 적체 현상이 일어나기 전 정도의 대기 일 수 까지 줄어들었다. 롱 비치항 또한 2월부터 선박 접안 대기일수가 크게 줄어들어, 최근에는 선박 적체 현상 전으로 회귀 한 모습을 보여주고 있다.

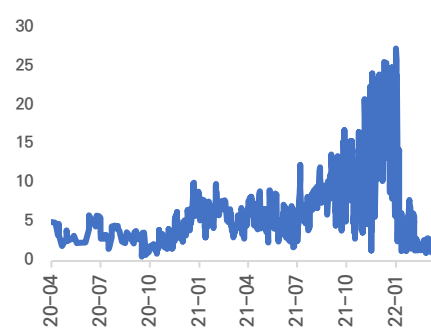
미국 발 물류 병목현상이 해결되며, 공급망 측면에서도 혼란은 줄어들고 있다. 연준 산하 뉴욕연방은행이 새롭게 제안한 국제공급망압력지수(GSCPI)는 운송 비용과 관련된 지수와 제조업 구매 관리자지수(PMI)를 미국과 중국, 유럽 등 주요 경제권 단위로 모아 반영한 지수이다. 지난 1월 이후 줄어들고 있다.

LA항 선박 접안 대기일수 추이.



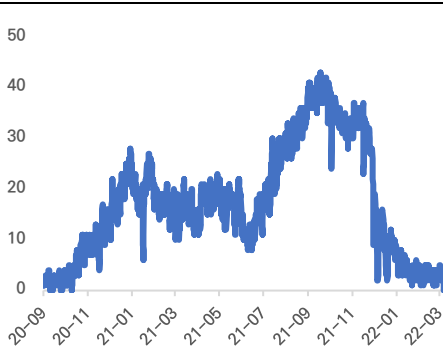
출처 : Refinitiv Eikon, RFS Team 1

롱비치항 선박 접안 대기일수 추이



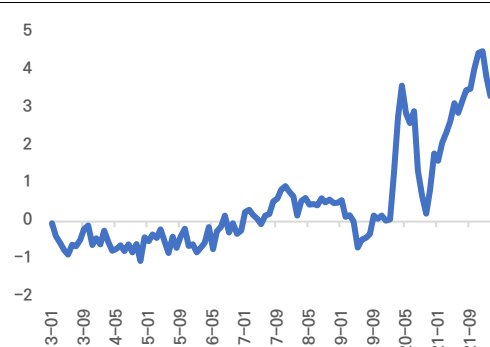
출처 : Refinitiv Eikon, RFS Team 1

LA항+롱비치항 선박 대기 수



출처 : Refinitiv Eikon, RFS Team 1

국제공급망압력지수(GSCPI) 추이.



출처 : Refinitiv Eikon, RFS Team 1

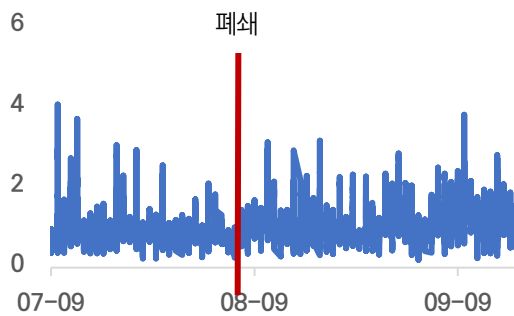
걱정할 이유가 없는
상하이 락다운

상하이 물류대란? TOOOOO~~~~ Much~~~~ 걱정.

코로나 19로 인한 다음달 4일까지의 상하이 봉쇄조치 또한 물류 대란으로 이어질 것으로 전망되고 있다. 하지만, 지난 사례들을 살펴보면, 글로벌 물류 대란으로 이어지지 않을 것으로 보인다. 봉쇄 이후 컨테이너 트럭 기사들을 대상으로 전자 통행증을 발급, 코로나 19 음성 확인서를 발급하는 별도의 절차를 밟고 있다. 상하이항 입출입 절차가 까다로워졌다. 하지만 트럭 운송에서만 30%정도의 차질이 생겼지, 항만 자체는 특별 관리속에 정상 운영되고 있어 컨테이너 하선이나 처리에는 문제가 없을 것으로 보인다. 3주전 선전시가 봉쇄되었을 때도 중국 정부에선, 1주일간 도시 전면 봉쇄 조치만 진행하였고, 항만에는 특별조치만 실시한 채, 컨테이너 조업은 그대로 지속하였다. 이번 상하이 시 폐쇄도 확진자 수가 적은 만큼 선전 시 폐쇄와 같은 플로우로 흘러갈 가능성이 높다.

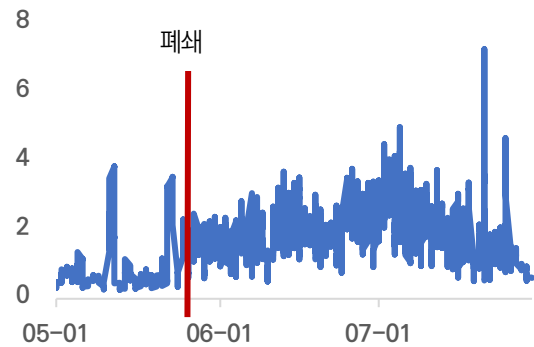
만일 상하이 항에서 코로나 19 확진자가 크게 발생하여, 일부 터미널에 폐쇄가 이루어 지더라도, 물류 대란으로는 이어지지 않을 가능성이 높다. 세계 4위 수준의 물동량을 처리하는 선전항은, 지난해 6월 10명의 확진자가 발생해, 선전항이 전체 폐쇄되었다. 따라서 컨테이너선의 대체 운항 경로로 홍콩 및 항저우 항이 선택되었고, 큰 혼란이 예상되었으나 접안 대기시간을 보았을 때, 평균 1~2일정도 증가에만 그쳤다. 또한 컨테이너의 육상으로의 처리에도 평균 13.6% 증가되었을 뿐, 물류 대란으로 이어지지 않았다. 또한 지난 8월 세계 3위 수준의 물동량을 처리하는 Ningbo-Zhoushan 항이 일부 폐쇄되었다. 따라서 대체 컨테이너 운항 경로로, 상하이항이 선택되었으며, 여러가지 우려에도 불구하고, 상하이 항 접안 대기시간은 크게 증가하지 않았다.

닝보,저우산항 폐쇄 시기 상하이항 접안 대기시간



출처 : Refinitiv Eikon, RFS Team 1

선전항 폐쇄 시기 홍콩항 접안 대기시간



출처 : Refinitiv Eikon, RFS Team 1

물류 적체에 선박들의 선박 회전율이 물류 병목현상으로 급감하였다, 평균적으로 20년 대비 21년의 글로벌 컨테이너선 선박이 16%~21% 감소하였다. 따라서 선박의 회전율이 크게 줄어들어, 컨테이너 처리 물동량이 줄어들었다. 하지만, 적체 현상이 지속적으로 해소되면서 선박 회전율이 증가하고 있다.

지난해 운임은 지속적으로 크게 증가하여 P의 증대는 지속되었다. 하지만 미국의 물동량 성장률이 지난해 7월부터 12월까지 지속적으로 역성장 하여 Q의 감소가 지속되었으나, 최근 1월부터 반전하여, 2월에도 6% 이상 크게 성장하였다. SCFI 운임지수는 7주 연속 하락하고 있지만, Q인 물동량 자체 지속적으로 늘고 있다. 해소된 병목현상과, 리오프닝에 대한 기대감으로 동사가 처리하는 물동량이 코로나 이전만큼 회복하고, 증가한다면 운임(P)의 하락에도, 매출로 이어질 수 있다.

동사는 글로벌 병목현상도 없었던, 2019년의 물동량을 기대할 수 있을 것으로 보인다.

투자 포인트 2 - 벌크선 사업확장.

벌크업 말고 벌크선!!

벌크선은 해운시장 중 가장 큰 규모의 선대(fleet)가 활동하는 중요한 시장이다. 산업의 시작점이 되는 주요 원자재들을 옮긴다. 벌크선 해운시장의 흐름은 세계 산업경기를 진단할 수 있는 선행지표적 성격이 있으며, 이들 원자재는 가공되어 컨테이너선 등 새로운 해운수요를 창출하기도 한다.

공산품을 만드는 데 필수적으로 사용되는 대량의 원재료는 컨테이너선을 이용하는 것보다 이전부터 사용해 왔던 벌크선을 사용하는 것이 더욱 효과적인 것으로 추정된다. 지금까지 많은 벌크 항구에서는 주로 다루는 물품에 맞게 특수한 시설을 가지고 있고 대부분의 원재료는 컨테이너 안에 포장되기 어려워 컨테이너

의 이점을 사용하기에는 문제가 따르기 때문이다. 시기에 따라 점차 증가하는 건화물선의 수요와 함께 우리나라와 같은 자원 빈국에서는 철광석과 같은 많은 원자재를 해외에서 수입하여 가공 후 다시 수출하는 구조를 가지고 있기 때문에, 벌크 화물의 중요성이 크다고 할 수 있다.

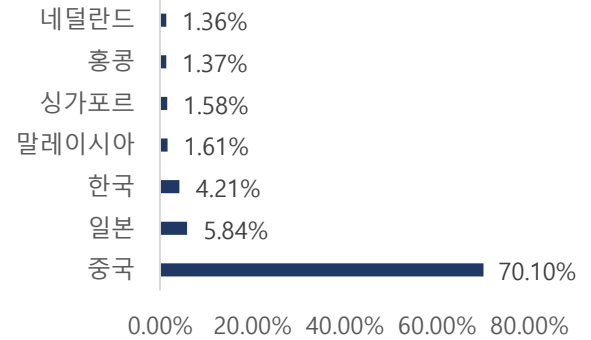
건화물선 수요량

(단위 : 백만DWT)

건화물선	2020	2021	2022	2023	2024	2025
철광석	271.7	287.7	291.4	287.7	285.4	282.3
석 탄	141.9	148.7	151.2	153.9	157.7	160.6
곡 물	92.8	97.3	96.3	97.5	99.6	102.2
마이너벌크	176.4	188.6	189.7	195.7	201.8	206.9
합 계	682.8	722.4	728.6	734.7	744.6	751.9

출처 : Clarkson Research, RFS Team 1

전세계 기준 철광석 수입국 현황



출처 KITA: RFS Team 1

이에 따라, HMM이 GS칼텍스와 운송계약을 맺은 것도 벌크사업 강화의 일환이다. 해당 계약은 10년 장기 운송계약으로, 2022년 7월부터 2032년 7월까지 사우디아라비아 등 중동에서 한국으로 원유를 수송하게 된다. HMM은 GS에너지로부터 배를 빌려 사업을 수행한다. GS에너지가 현대삼호중공업에 발주한 초대형 원유운반선(VLCC) 3척을 임대하기로 했다. 이번 10년 계약 규모는 6300억원으로 연간 매출과 크게 차이 나지 않는 규모이다. 이로써, 기존 컨테이너선 부문을 주축으로 벌크선 부문 확장으로 앞으로의 성장을 예상해볼 수 있다.

투자 포인트 3. -지원정책의 수혜

힘내라 힘!! 해운재건 5개년 계획과 신해양강국 재도약

1) 해운재건 5개년 계획

2017년 국내 1위, 세계 7위의 해운 기업이었던 한진해운이 파산하며 한국 해운업에 큰 위기가 찾아왔다. 한진해운의 서비스망이 사라지면서 국내에 다른 기업들에게도 영향을 미쳤고, 국내 해운산업의 매출액은 약 1조원 가량 감소하였다. 이에 국내 화주들은 해외 선사를 이용할 수밖에 없게 되면서 정부 개입의 필요성이 대두되었다. 따라서 정부는 2018년 4월 해운업 육성을 위해 해운 재건 5개년 계획을 수립하였다. 해운 재건 5개년 계획은 **2025년까지 해운 매출을 51조원, 원양 컨테이너 선복량을 120만 TEU, 지배선대 1억톤**을 달성하는 것을 목표로 하고 있다.

한국해양진흥공사에 따르면, 최근 HMM은 컨테이너 시장 호황에 기인한 영업실적 및 재무구조 개선으로 HMM 경영관리에 대한 관점의 변화가 발생하였다. 과거 비용절감을 목적으로 한 구조조정 관점에서 해운 산업 특성을 중심으로 한 사업 경쟁력 강화 관점으로 변화된 것이다. 경영환경 개선사항을 반영하여, 기존의 구조조정 관점의 비용절감, 자구계획 준수 등 통제 중심의 관리에서 탈피하여, 신규투자 확대 지원 등 사업 경쟁력 강화 지원에 집중하고, 주요 의사결정 사항들은 HMM이 자체적으로 결정하도록 자율성을 최대한 부여하는 형태의 경영지원을 해 나갈 예정이라고 한다. 따라서 HMM의 경영방식에 대한 앞으로의 찬

란한 미래도 예상할 수 있다.

해운재건 5개년 계획 목표

한국해양진흥공사 중심의 지원 강화	컨테이너선사 경쟁력신 지원	해운산업 지원 인프라 구축		
코로나19 피해 최소화 공사 업무범위 확대	원양선사 경쟁력 강화 아시아 시장 경쟁력 제고	선원역량 강화, 근로여건 개선 국내외 물류 인프라 확대		
	2019	2020	2022	2025
해운 매출(조원)	37	35 (42*)	42 (51*)	51
원양 선박(TEU)	50만	78만 (110만*)	113만 (113만*)	120만
지배선대(DWT)	8,535만	9,030만 (9,421만*)	9,672만 (10,040만*)	10,004만

*는 해운재건 5개년 계획 당시 제시한 목표

*는 해운재건 5개년 계획 당시 제시한 목표

출처 : 해양수산부, RFS Team 1

2) 자 이제 시작이야! HMM과 함께라면 해양강국

이번 정권이 교체됨에 따라 바뀌는 정부의 신해양강국 재도약 정책이 급부상하고 있다. 변화되는 정부는 '해운·조선산업 성장을 통해 신해양강국으로 재도약하겠다'는 청사진 아래 해운·조선산업 성장을 위한 신(新)해양강국 재도약을 목표로 하고 있다. 이에 따라 조선과 해운 기업들의 경쟁력이 증강되며 HMM의 긍정적인 기조가 이어질 것이라고 예상된다. 구체적인 사항은 다음과 같다.

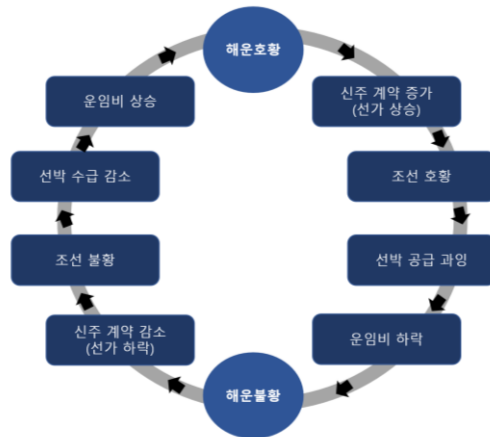
- 우수 선화주 인증제 활성화와 인증업체에 대한 인센티브 강화
- 저탄소배출 고부가가치 친환경선박의 생산·수주 확대와 연구 개발 지원
- 항만지역 해양산업 클러스터, 창업밸리 조성 및 선진 해양관광인프라 구축
- 자율운항선박 도입 및 스마트항만개발 확대 등 신규 비즈니스모델 창출

IV. 리스크 포인트

리스크 포인트1. 역대 최대 운임(P), 언제까지 지속될 수 있을까?

해운업 경기 사이클
을 고려해보자.

해운업은 선박과 같은 설비자산에 대한 타인의존도가 높아 많은 부채가 투입되는 레버리지 비율이 높은 산업이다. 아울러 선박 확보에 거대 자본이 소요되는 만큼 장기 조달비용과 지불능력, 부채비율과 같은 재무구조의 건전성이 중요한데, 경기가 불황과 맞물릴 때에 이러한 능력이 부재한 회사는 큰 위기에 닥칠 수 있다. 따라서 물류 병목 현상으로 인한 운임 상승과 함께 다시 한번 찾아온 해운 산업의 호황이 얼마나 지속될 수 있을지, 또 과거와 같은 위기가 되풀이될 가능성은 없는지 검토해본다.



출처 : RFS Team 1

1) 단기는 OK

단기 운임의 하방 경
직성은 제한적

지금 해운업의 호황은 팬데믹의 상황과 긴밀하게 관련돼 있다. 코로나 이전의 해운업계는 오랜 침체기 속 신규 선박 발주에 소극적 모습이었다. 보수적 선대 운용과 함께 물동량 급감으로 글로벌 선사들이 운임 방어를 해낸 것. 현실적으로 해운업에서 선사가 시장점유율 유지하거나 확보 하기 위해 사용할 수 있는 수단은 운임 경쟁이 유일하다. 해운 시장에서의 공급량인 선박량은 선박 발주 의사결정에서 실제 선박의 인도까지 최소 2년의 시간이 걸리는데, 선사들의 발주가 2021년에 집중된 만큼 최소 2023에서야 공급이 이루어질 것으로 보인다. 2022년에도 적체는 쉽게 해소되지 않을 것이다.

게다가 올해 상반기 체결될 장기계약 단가(SC)는 전년대비 90%가량 높은 수준이 되어 이는 향후 운임 조정 구간에서 이익의 하방 경직성에 기여할 것으로 보인다.

2) 장기는 불확실

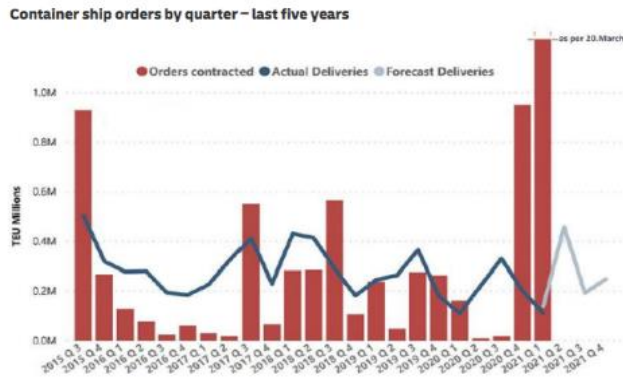
치킨 게임 시작, 해
운업 장기 호황 여부
불확실

2000년 초반 중국이 세계무역기구(WTO)에 가입하며 국제 교역량이 폭증하자 전 세계 해운 회사들은 이에 맞춰 선박 발주를 크게 늘리며 해운 회사 간의 치킨 게임이 시작된 것이다. 2005년을 기점으로 TEU 당 운임은 큰 폭으로 하락하기 시작했다. 그러다 2008년 글로벌 금융위기 이후 세계경기 침체에 의한 해운경기 장기 불황이 찾아왔다. 실물 경제까지 타격을 입어 무역량은 큰 폭으로 감소했고 지나친 공급 과잉 상황으로 인한 저가 운임 환경이 쉽게 해소되지 않아 이후에도 10년 넘게 출혈 경쟁이 펼쳐졌다. 결국 우리나라에선 여러 해운 회사들이 구조 조정을 맞았고 2017년 한진해운은 파산에 이르렀다.

2020년 코로나 시대, 글로벌 물류 대란과 함께 해운사들에 또 다시 호황이 찾아왔다. 코로나19의 전 세계적 전파와 함께 2020년 2분기부터 물동량이 적체되면서 회전문은 떨어졌으나 경기의 악화에 대응해 선제적으로 임시 결항을 하는 등 과감한 선복 조절이 이루어져 2배 이상의 운임 인상과 함께 긍정적 효과를 누린 것이다. 2021년, 이러한 막대한 자금과 함께 선사들 간에 다시 한번 선복량 확보를 통한 치킨게임 단계에 진입하는 건 아닌가 하는 기시감이 든다. 클락슨 리서치에 따르면, 2021년 12월 시점에서 컨테이너 선박의 주문량은 2017~2020년을 합한 양보다

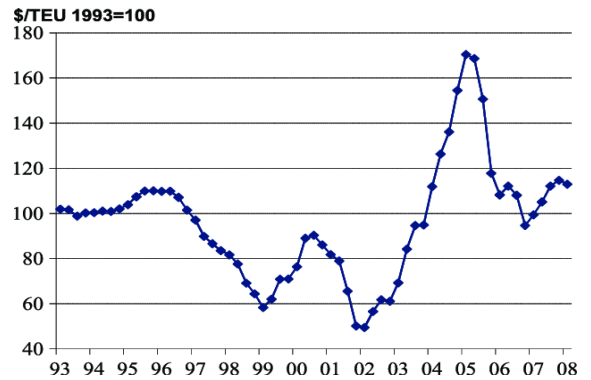
많은 555척이고, 이는 420만 TEU의 선복량을 차지한다. 과거 2000년대의 데자뷰가 재현될지, 이를 극복하고 장기 호황을 유지할지 예측할 수 없기에 유의할 필요가 있다.

과거 5년 컨테이너선 분기별 주문 - 실제 인도 - 예상 인도



출처 : Clarkson Research, RFS Team 1

1993~2008년 컨테이너 운임 추이



출처 : Clarkson Research, RFS Team 1

리스크 포인트2. 전환사채(CB)라는 꼬리표, 언제까지?

HMM이 보유한 영
구 전환사채, 전환권
행사 시 산은-해진공
이 보유한 지분만
70%

지난 해 10월, HMM의 주가가 5월 고점 대비 25%가량 급락했다. 전 세계 해운업 전반에 걸친 조정으로 중국 제조업 지수 둔화와 인플레이션 압력으로 인한 긴축 압박에 따른 주가 하락이었으나, 이를 기폭제로 산업은행과 해양진흥공사가 보유한 전환 사채(CB)와 신주인수권부사채(BW)가 주식 가치를 얼마나 추가적으로 훼손시킬 수 있는지 대한 논의가 들끓었다.

HMM과 관련된 영구채가 문제가 되는 이유는, 과거 2017년 해운업 정상화 지원 차원에서 전환 사채 요건(전환가격 5,000원)이 결부된HMM의 영구채를 산업은행과 해양진흥공사가 인수했는데 시간이 지나 주가가 급등하면서 채권단들이 주식전환 할 수 있는 발행주식 수가 급증했기 때문이다. 당사는 이때 3% 이자율의 영구채를 발행했는데 5년 후부터 스텝-업(금리 인상 조정) 시기가 도래하면 조기상환(콜옵션 행사)을 청구할 수 있는 권리가 갖는다. 문제는 조기상환을 청구하더라도 채권단에 주식 전환 우선권이 있기 때문에 당사가 원하는 대로 조기상환을 진행할 수 없다는 것이다.

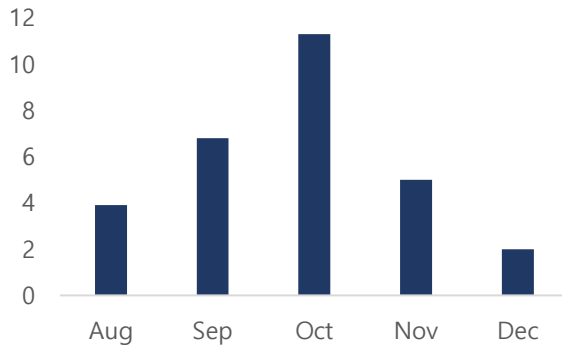
10월 26일, 해양진흥공사는 HMM의 조기상환청구를 거부하고 191차 영구전환사채에 대해 주식 전환 결정을 내렸다. 이때, 주가는 장중 11.56%까지 떨어져 8% 넘게 추락했고 공매도 거래량 또한 급증하여 주주들이 걱정하던 주식 가치의 하락 우려가 현실로 나타났다. 지난 6월, 산업은행의 190회차 3000억원 규모의 영구사채의 주식전환 청구권 발동으로 약 6,000만주를 전환한데 이어 해양진흥공사도 8364만 7009주를 전환하여 총 1억 4364만 7009주가 늘어났다. 이로 인해 20% 안팎에 그치던 정부기관 지분율이 두배로 뛰며, 산은은 지분의 20.69%를, 해진공은 19.96%를 가지게 됐다. 아직도 남은 192~197회차 CB와 BW는 2조 6800억원에 달한다.

산업은행 HMM 매
각 의지

여기서 최대주주인 산업은행이 어떤 생각을 갖고 있는지가 향후 영구 전환사채와 관련된 이슈 향방에 큰 영향을 끼칠 것으로 보인다. 지난 해 11월, 이동걸 산업은행 회장은 “지분 70%를 당장 하루아침에 매각할 건 아니지만, 시장 여건이 된다면 HMM의 주인을 찾아야 해서 인수·합병(M&A)에 원활한 수준까지 지분을 낮출 필요가 있다. 초과하는 부분은 중간에 단계적으로 매각이 필요하다”고 말했다. 이 회장은 “예를 들어 30~35%는 매각하고 나머지를 남겨 놔야 매각

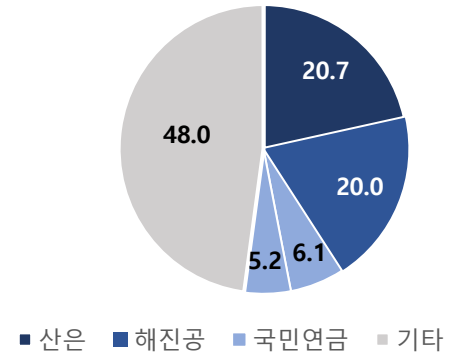
이 되지 않을까 생각한다”고도 부연했다. 이로써 산업은행의 192~197회차 사채의 전환권을 100% 행사할 가능성은 낮아졌으나 단계적 시장 매각 가능성 또한 녹록치 않다는 사실도 드러났다.

2021년 8~12월 공매도 거래량 (단위 : 만개)



출처 : 한국거래소(KRX), RFS Team 1

HMM 지분 현황



출처 : DART, RFS Team 1

HMM CB,BW 발행 현황

회차	발행일	금액	비고
제191회	2017.03.09	6,000억	금리 3%, 5년 후 스텝업
제192회	2018.10.25	4,000억	연 3%(1~5년차) 연 6%(6년차) 매년 0.25%가산(7년차 이후) 누적이율 최대 10%
제193회(BW)	2018.10.25	6,000억	
제194회	2019.05.24	1,000억	
제195회	2019.06.27	2,000억	
제196회	2019.10.28	6,600억	
제197회	2020.04.23	7,200억	
합계		32,800억	

출처 : HMM IR 자료, RFS Team 1

여기서 세 가지 시나리오로 나눠, 전환 사채와 관련된 이슈가 회사의 주식 가치에 어떤 영향을 끼칠 수 있는지 고려해본다.

1) 조기 상환

첫 번째는 산업은행과 해양진흥공사와의 협의로 조기상환 청구권을 관철시키는 상황이다. 다만, 산은이 보유한 CB 전환단가가 5000원으로 현재 시장가를 고려하면 상당한 이익이 발생하는데, 이를 포기하면 배임이어서 주식을 전환하지 않을 수 없다고 밝힌 점 그리고 해진공이 지난 11월, HMM의 부채비율과 신용등급 전망 등을 고려해 6000억원을 상환 받으면 주식으로 전환할 때보다 더 큰 기회비용이 발생한다는 이유로 조기상환 청구권을 거절

한 점을 미루어 볼 때 현실성이 떨어진다고 판단된다. 그럼에도, 만일 당사가 적극적 의지를 갖고 협의를 통해 콜옵션 행사를 일부라도 관철시킨다면 호재로 작동할 수 있을 것이다.

2) 매각 성공

당사의 부채비율은 2015년 2000%대까지 치솟았다가, 2019년 557%, 2020년 455%, 2021년 73%까지 낮아졌다. 2021년 말 기준, 무려 7조원의 영업이익을 올렸으며, 현금 및 현금성 자산을 포함한 유동자산이 8조 7천억원에 이른다. 재무구조의 정상화는 민영화의 골든 타임이라고도 볼 수 있지만, 최근 급등한 주가로 인해 높아진 인수가가 인수자 입장에서는 부담으로 다가올 수도 있다. 현재 HMM은 최대 실적 기록하는 등 최대 호황을 누리고 있으나, 향후 운임 하락 가능성도 배제할 수 없기 때문이다. 다만, 빅딜이 성사되어 인수가 이루어진다면 민영화로 인한 효율성 제고 효과와 불확실성 해소라는 측면에서 가장 바람직한 시나리오라고 할 수 있을 것이다.

3) 매각 지연 혹은 실패

HMM은 요 근래 최대 실적을 내는 시기에 있으나 코로나 이전의 10년, 침체 속에 상당 기간 적자의 굴레에서 벗어나질 못했다. 해운업 자체가 내재한 경기 민감성과 경영권 프리미엄을 감안한 예상 매각 대금이 5조 2천억원이라는 엄청난 금액을 고려해 볼 때 이를 감당할 만한 회사를 찾아 매각하는 데까지 장기화될 수 있다는 생각도 배제할 수 없다. 위의 첫 번째 시나리오에서 언급한 바와 같이 산은과 해진공이 조기 상환을 인정하지 않는다는 가정 하에, 스텝-업 이 도래한다면 HMM은 조기 상환 청구 자체를 안 할 가능성이 크고 그대로 영구채의 금리 조정만 받고 지연될 것이다. 결국 매각의 장기표류는 주식 가치의 희석 가능성에 대한 꼬리표로 계속 따라붙어 부정적 효과로 장기간 남아있을 수 있다.

V. Valuation

1. 매출액 추정

동사의 컨테이너 매출은 고객의 컨테이너를 운송하며 그에 따른 운임을 수취함에 따라 발생한다. 따라서, 매출은 운임(P)과 물동량(Q)을 고려하여 도출이 가능하다.

운임에서는 고려해야 할 요소가 3가지 있다. 가장 먼저 운임의 Index인 SCFI를 고려해 주어야 한다. SCFI는 각 시기별 평균 값을 계산하였다. 2022년 2분기 이후의 노선별 운임은 1분기의 SCFI 고점대비 저점 하락률 만큼 동등하게 적용하였다.

둘째로, 주요 노선인 미주노선, 유럽노선, 아시아노선은 각각 적용되는 운임이 다르다는 것을 고려하여야 한다. 각 노선의 22년도 1분기 운임은 상하이해운거래소의 실제 22년도 1분기 노선별 운임을 이용하였고, 22년 2분기 이후의 노선별 운임은 각 분기별로 SCFI의 하락율을 적용하여 추정하였다.

마지막으로, 단기운송계약(SPOT)과 장기운송계약을 고려해 주어야 한다. 장기운송계약은 주로 4월에 체결하므로 고정운임은 당해 2~4분기와 차년도 1분기까지 적용하였다. 단기운송계약은 각 노선별로 그 비중이 다른데, 2020년도의 비중과 2021년도의 비중은 회사에서 공개한 자료를 통해 확인하였다. 22년도 2분기 이후의 장기운송계약과 SPOT 비중은 회사의 목표치를 적용하였다.

물동량에서는 각 노선별 물동량 비중을 고려해 주어야 한다. 2022년도의 각 항로별 물동량 비중은 2021년도의 각 항로별 물동량 비중에서 큰 변화가 없을 것으로 예상하여 2021년도와 동일하게 적용하였다.

위에서 산정한 추정방식을 통해 2020년도와 2021년도의 $P \times Q$ 값을 계산하였다. 도출한 지수를 실제 컨테이너 매출액과 비교한 결과 높은 상관관계가 있음을 확인하였다. 따라서, 위 논리를 적용하여 2022년도의 매출액을 추정하였다.

2. 비용 추정

동사의 매출원가의 구성 항목으로는 용선료, 항비, 화물비, 기기비, 종업원급여, 감가상각비, 터미널비 등이 있다. 동사의 매출원가는 매출액 상승대비 상승 폭이 미미한데, 매출액은 운임 상승에 큰 영향을 받은 반면 매출원가는 물동량이 감소함에 따른 영향을 받은 것이라고 판단하였다. 이에 따라, 물동량 추정치를 바탕으로 2022년도의 매출원가를 추정하였다.

각 매출원가 구성항목에 대해 물동량과의 상관관계를 계산하여 고정비와 변동비로 분류하였다. 변동비는 물동량 추정치에 일정 비율만큼을 고려하여 2022년도 각 분기값을 추정하였고, 고정비는 예외치를 제외하고 과거 4개년도 평균치를 이용하였다. 다만, 용선료는 동사의 추가 용선이 없다는 컨퍼런스 콜을 바탕으로 2021년과 동일한 수치를 적용하였고, 종업원 급여는 물동량보다는 매출액과 보다 상관관계가 높다고 판단하여 매출액에 일정 비율을 곱해서 고려하였다. 판매비와 관리비는 각 항목별로 매출액과의 상관관계를 고려하여 변동비와 고정비로 분류한 뒤 2022년 각 분기별 값을 도출하였다.

금융비용의 주요 항목으로는 이자비용과 파생상품평가손익 등이 있는데, 192회 전환사채의 전환과 193회 신주인수권부사채의 권리 행사에 따른 신주 인수를 가정하여 현재 발생액 대비 약 15% 감소할 것으로 예상하였다

3. Valuation

동사의 목표 주가는 PBR Multiple 방식을 통해 산출하였다. 동사가 영위하는 해운 산업은 대표적인 자본집약적 산업이다. 보유중인 선박을 통해 사업을 영위하고, 이는 곧 실적과 직결된다. 또한 해운산업은 대표적인 Cycle 산업이자, 산업내 변화가 적은 산업으로 PBR Multiple을 사용하기에 적합하다.

위에서 추정한 매출액에서 각 비용을 차감하여 2022년 당기순이익은 8조 8,769억원으로 예상하였다. 또한 전환사채의 전환과 신주 인수에 따른 유통주식수의 증가를 추가로 고려하여 총 발행 주식수는 약 6억 8,903주로 예상하였다.

배당은 동사가 적극적인 주주환원 정책을 사용함을 고려하여 전년대비 2배인 주당 1200원의 수준으로 설정하였다.

위의 논리에 따른 동사의 2022년도 예상 BPS는 28,166원이다.

Target PBR은 Peer Group의 22년도 Forward PBR의 평균치를 사용하였는데, 이는 산업내 기업들의 영향력 차이는 존재하나 사업 내용은 거의 동일하기 때문이다. Peer Group에는 미주노선 및 유럽노선에서 유의미한 점유율을 확보하고 있는 기업들을 선정하였다. 또한 2021년도 말 특수한 상황에 따라 높게 형성된 PBR을 이용하기 어렵다고 판단하여, 22년도 시장 컨센서스 PBR을 이용하였다. 이에 따라 Target PBR은 1.22로 도출하였다.

TARGET PBR

GLOBAL PEER GROUP	22F PBR
Maersk	1.0
Cosco	1.1
EVERGREEN	1.3
YANGING	1.1
WANHAI	1.5
OSKLINE	1.3
Average	1.22

HMM PBR Valuation

구분		단위	비고
2022년 예상 순자산	19,407,408	백만원	
유통주식수	689,039,000	주	CB,BW 발행주식수 고려
예상 BPS	28,166	원	순자산/유통주식수
Target PBR	1.22		
적정주가	34,362	원	BPS * Target PBR
목표주가(2021)	34,500	원	
현재주가(2021.05.13)	28,900	원	
상승여력	19.3%	%	

적정주가는 34,500원 상승여력은 19.3%를 제시한다.