HMM 011200 · KOSPI · 해운

운임 밖 매출을 나눠 보니, 3분기 추정이 내려왔다

투자의견	목표주가	현재 주가(2026-10-08)	목표주가와의 차이
매수	22,200 원	20,800 원	+6.7%

운임 밖 매출은 운임을 따르지 않았다

3분기 영업이익을 10,156억원으로 추정한다. 컨센서스 6,865억원보다 +47.9% 많다. 운임 밖의 컨테이너 매출이 운임수입과 같이 는다고 보면 3분기 영업이익은 11,779억원까지 나온다. 그런데 그 매출을 연결 주석의 수익 유형으로 나누면 2분기에 운임 밖 운송수익(할증료·벌크 항해 운임)이 5,867억원, 대선수익이 7,554억원이다. 과거 9개 분기에 돌리면 앞의 것은 환율과 유가를, 뒤의 것은 환율만 따르는 후보가 가장 덜 빗나갔다. 이렇게 쌓은 매출의 과거 오차가 부문으로 쌓은 것보다 13% 작아 틀을 바꿨다. 최근 세 분기의 평균 오차는 컨센서스 420억원, 이 모델 1,953억원이다.

2분기 비용은 어디서 늘었나

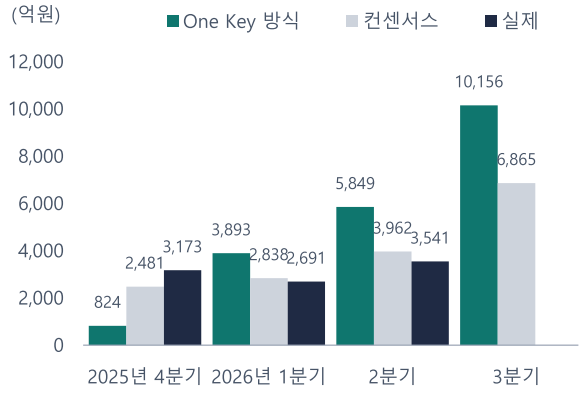
2분기에 매출이 6,832억원 늘 때 영업비용이 5,982억원 늘었다. 회사 실적자료로 나누면 항화물비 2,354억원, 연료비 1,262억원, 용선료 1,233억원이다. 회사는 이 비용이 2분기만의 일이 아니며 3분기 매출원가에 큰 변화는 없을 것이라고 답했다. 그래서 3분기 비용을 2분기 수준에서 출발시켰다. 비용이 한 번 더 뛰면 추정은 틀린다. 같은 방식이 2분기 영업비용을 5,172억원 적게 봤다.

내년: 운임은 지난 사이클, 유가와 환율은 시험한 규칙

2027년 운임 지수는 지난 지정학 사이클(2024년 홍해)의 정점 뒤 경로를 써서 2,055, 2028년은 1,695으로 뒀다. 벙커C유와 환율은 한 해 앞을 정하는 규칙 셋씩을 과거 여덟 해에 돌려 골랐다. 벙커C유는 배럴당 88달러, 환율은 1,358원이다. 영업이익은 2027년 10,769억원(컨센서스 11,798억원), 2028년 1,011억원(9,418억원)이다. 주가는 주당순자산의 0.68배로 과거 중앙값 0.73배보다 낮다. 목표주가는 마지막으로 나온 주당순자산으로 내서 22,200원이다.

더 높게 볼 조건. ① 3분기 영업이익이 8,710억원 이상으로 나온다. 2분기에 오른 비용이 더 오르지 않았다는 뜻이다. ② 4분기 운임지수가 9월 말 수준에 머문다. ③ 배당성향이 2025년 결산(35%) 이상으로 유지된다.

3분기 영업이익은 10,156억원으로 추정한다. 컨센서스는 6,865억원. 앞의 세 분기는 컨센서스가 더 가까웠다



자료: HMM, FnGuide, One Key 추정

주요 지표

시가총액	196,193억원
순현금(2026년 6월 말)	65,429억원
주가순자산배수(P/B)	0.68배
3분기 SCFI, 2분기 대비	+45.8%
배당수익률(2026년 결산 추정)	5.3%

실적과 추정

억원	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	117,002	108,914	141,622	121,532	111,606
영업이익	35,128	14,612	28,187	10,769	1,011
당기순이익	37,821	18,787	29,368	12,846	3,839
SCFI 평균	2,494	1,582	2,699	2,055	1,695
자기자본이익률	15.3%	6.9%	10.2%	4.1%	1.2%

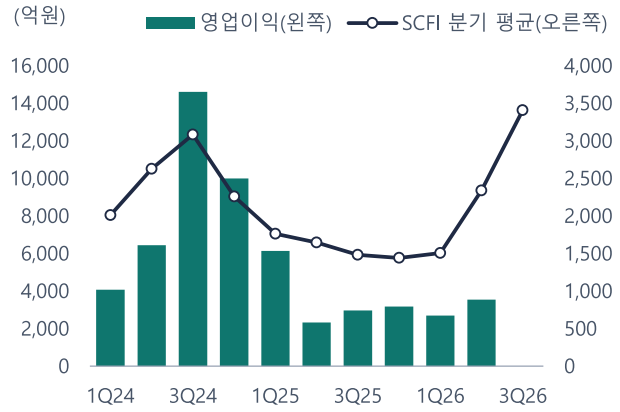
자료: HMM, 상하이해운거래소, One Key 추정

더 낮게 볼 조건. ① 3분기 영업이익이 컨센서스(6,865억원) 아래로 나온다. 평균 운임이 지수만큼 오르지 않았거나 비용이 한 번 더 뛰었다는 뜻이다. ② 호르무즈 해협이 열려 운임 지수가 2024년 정점 뒤처럼 한 분기에 27% 내린다. ③ 세계 컨테이너선 발주잔량(선복량의 42%)이 운임을 2025년 수준 아래로 누른다.

숫자는 모두 모델 엑셀의 칸에서 읽었다. 그림은 모델 안의 엑셀 차트다. 컨센서스는 견주는 데에만 썼고 추정에는 쓰지 않았다.

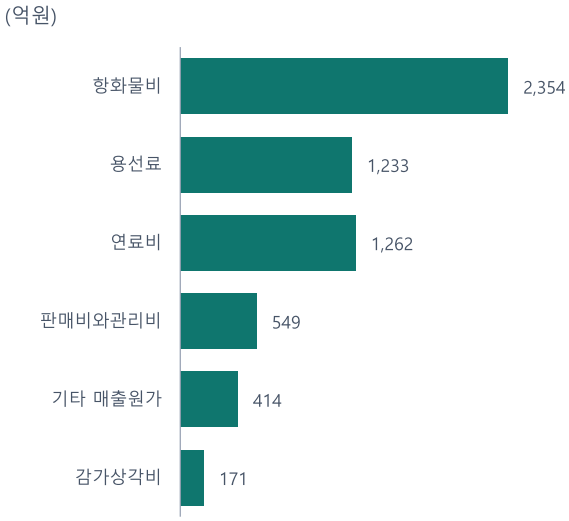
핵심 그림

SCFI는 3분기 평균 3,407로 2분기(2,337)보다 46% 높다. 2분기 영업이익은 3,541억원이었다



자료: HMM 정기보고서, 상하이해운거래소

2분기에 매출이 6,832억원 늘 때 영업비용이 5,982억원 늘었다. 항화물비가 2,354억원



자료: HMM 실적발표 설명자료, 정기보고서, One Key 계산

실적 전망: 줄마다 후보를 고르고, 3분기를 낸다

방법

분기가 끝나면 그 분기의 운임 지수(SCFI), 벙커C유 값, 환율은 이미 나와 있다. 회사의 수송량·평균 운임·원가 항목은 실적과 함께 나온다. 그래서 줄마다 "직전 분기 값 × 이미 아는 값의 변화"인 후보를 세우고, 2024년 2분기부터 2026년 2분기까지 9개 분기에 그 분기 발표 전 자료만으로 돌려 가장 덜 빗나간 것을 골랐다.

표 1 줄마다 고른 후보: 2024년 2분기~2026년 2분기에 돌린 결과 (평균 절대 오차와 값은 억원. 수송량은 천 TEU, 운임은 달러)

줄	고른 후보	평균 절대 오차	직전 그대로의 오차	2분기 실제	3분기 추정
컨테이너 수송량(천 TEU)	직전 분기 그대로	31,111	31,111	1,009	1,009
컨테이너 평균 운임(달러/TEU)	직전 × (21일 앞선 SCFI 변화)^지수	55	230	1,312	1,801
운임 밖의 운송수익	직전 × 환율 × 60일 앞선 벙커C유 변화	1,285	1,368	5,867	5,167
대선수익	직전 × 환율 변화	473	564	7,554	7,149
운임 밖의 컨테이너 매출(부문 틀)	직전 × 운임수입의 변화	1,304	1,460	8,165	10,605
벌크 매출(부문 틀)	직전 × 환율 × (계약 55% + 현물 45% × 벌크 지수 변화)	384	489	5,584	5,960
항화물비	직전 × 환율 변화	760	779	13,119	12,416
용선료	직전 × 환율 변화	326	351	6,523	6,173
연료비	직전 분기 그대로	244	244	4,664	4,664
감가상각비	직전 × 상각 대상 자산의 증가율	134	128	2,687	2,797
기타 매출원가	직전 × 환율 변화	215	220	1,742	1,649
판매비와관리비	직전 분기 그대로	306	306	1,744	1,744

자료: HMM 실적발표 설명자료·정기보고서, 상하이해운거래소, 싱가포르 벙커C유, One Key 계산. 수송량의 오차 단위는 TEU

평균 운임은 3주 앞선 운임 지수를 따르는 후보가 가장 덜 빗나갔다(평균 55달러). 수송량은 분기 100만 TEU 안팎에서 거의 움직이지 않아 직전 분기 값이 가장 나았다. 원가 항목은 대부분 직전 분기 값에 환율 변화만 곱한 후보가 골라졌다. 감가상각비는 두 후보의 오차가 거의 같았는데, 직전 분기 그대로는 9개 분기 가운데 7개 분기에서 실제보다 작았다. 배가 들어오면 상각비가 느는 것이 구조라 자산 증가율을 따르는 쪽을 썼다.

운임 밖의 매출은 두 가지 틀로 쌓아 봤다. 부문 틀은 컨테이너 매출에서 운임수입을 뺀 나머지와 벌크 매출을 따로 추정한다. 수익 유형 틀은 연결 주석대로 운임 밖의 운송수익과 대선수익을 따로 추정한다.

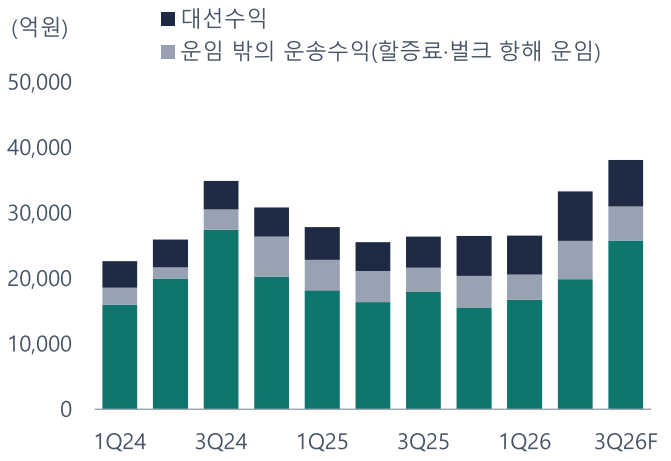
표 2 매출을 쌓는 두 가지 틀: 9개 분기에 돌린 결과 (억원)

틀	매출의 평균 절대 오차	3분기 매출	3분기 영업이익(쌓은 값)
부문: 운임수입 + 운임 밖 컨테이너 매출 + 벌크 + 기타	1,624	42,772	13,329
수익 유형: 운임수입 + 운임 밖 운송수익 + 대선수익 + 기타수익	**1,420**	**38,851**	**9,408**

자료: HMM 정기보고서 연결 주석(부문정보, 매출액의 세부내역), One Key 계산

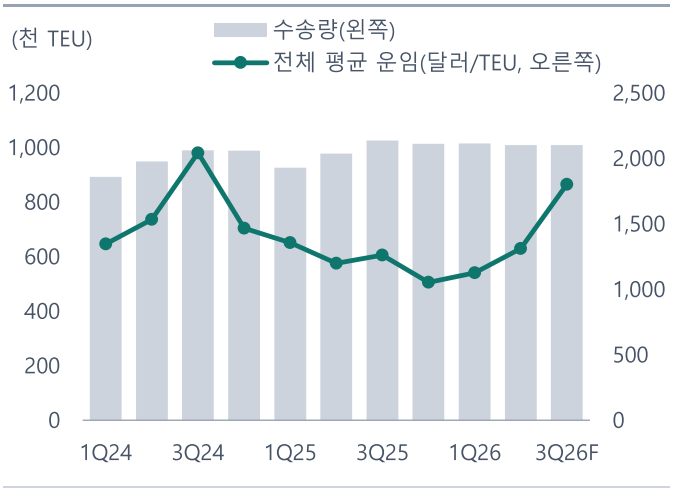
부문 틀에서는 운임 밖의 컨테이너 매출이 운임수입과 같이 움직이는 후보가 골라졌다. 그래서 3분기에 운임이 오르면 이 매출도 같은 비율로 는다. 수익 유형 틀에서는 운임 밖의 운송수익이 환율과 60일 앞선 벙커C유를, 대선수익이 환율만 따르는 후보가 골라졌다. 3분기에는 환율이 내리고 60일 앞선 벙커C유도 2분기보다 낮아 둘 다 줄어든다. 매출의 과거 오차는 수익 유형 틀이 13% 작다. 5% 넘게 작을 때만 틀을 바꾸기로 했고 그 조건을 채웠다. 대선수익은 2분기에 7,554억원으로 1년 전보다 73% 많았다. 유조선과 건화물선 운임이 오른 때와 겹치지만, 분기마다의 변화로 보면 벌크 운임 지수를 따르는 후보가 환율만 따르는 후보보다 더 빗나갔다.

그림 1 2분기 대선수익은 7,554억원으로 1년 전보다 73% 많다. 3분기는 운임수입만 늘고 나머지는 환율·유가를 따른다고 본다



주: 3분기는 추정. 기타수익(터미널·임대 등, 분기 700억원 안팎)은 뺐다
자료: HMM 정기보고서 연결 주석(매출액의 세부내역), 실적발표 설명자료, One Key 추정

그림 2 수송량은 분기 101만 TEU에서 거의 움직이지 않는다. 평균 운임은 2분기 1,312달러, 3분기는 1,801달러로 추정한다



주: 3분기는 추정. 수송량은 직전 분기 그대로, 운임은 직전 분기 × (21일 앞선 SCFI 변화)^지수
자료: HMM 실적발표 설명자료, One Key 추정

영업이익은 세 가지를 견줬다. 줄마다 골라 쌓은 값, 2026년 9월에 정해 둔 식(전체 매출과 비용에 지수를 곱한다), 둘의 평균이다. 평균이 가장 덜 빗나가 채택했다.

3분기: 영업이익 10,156억원

쌓은 값(9,408억원)과 9월 시험의 식(10,903억원)이 모두 컨센서스보다 많다. 채택 값은 둘의 평균이다. 부문 틀로 쌓으면 13,329억원이다.

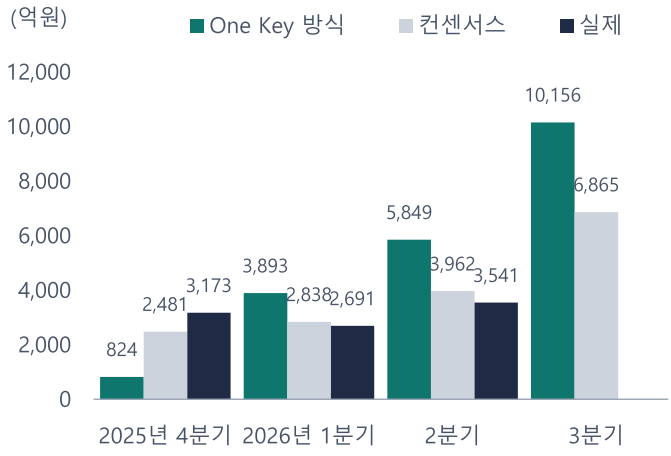
표 3 3분기 영업이익: 방식을 바꾸면 (억원)

방식	3분기 영업이익
채택(쌓은 값과 9월 시험의 식의 평균)	**10,156**
쌓은 값	9,408
9월 시험의 식	10,903
부문 틀로 쌓은 값	13,329
쌓은 값에서 대선수익이 벌크 운임 지수를 따를 때	9,870
쌓은 값에서 운임 밖 운송수익이 운임수입을 따를 때	11,862
쌓은 값에서 평균 운임의 지수를 0.45로 둘 때	7,372
쌓은 값에서 연료비가 60일 앞선 벙커C유를 따를 때	9,965
2분기처럼 늘어난 매출의 같은 몫이 비용으로 나갈 때	4,258
컨센서스	6,865

자료: One Key 추정, FnGuide

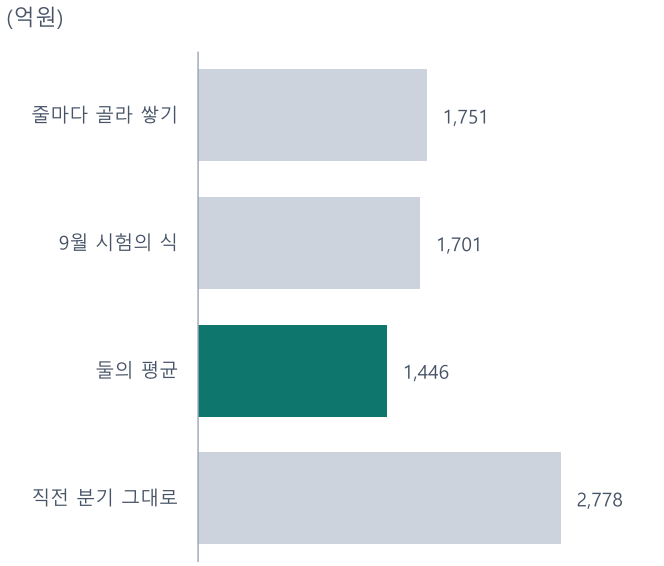
과거 오차만큼의 범위는 8,710억~11,602억원이고 컨센서스는 이 범위 아래에 있다. 평균 운임이 지수를 덜 따르면(지수 0.45) 쌓은 값이 7,372억원으로 컨센서스 근처까지 내려온다. 2분기처럼 늘어난 매출의 88%가 다시 비용으로 나가면 컨센서스보다도 적다.

그림 3 3분기 영업이익은 10,156억원으로 추정한다. 컨센서스는 6,865억원. 앞의 세 분기는 컨센서스가 더 가까웠다



주: 앞의 세 분기는 그 분기 발표 전에 나와 있던 자료만 쓴 값. 컨센서스는 발표 전 값
자료: HMM, FnGuide, One Key 추정

그림 4 9개 분기 평균 절대 오차는 채택한 방식 1,446억원. 직전 분기를 그대로 쓰면 2,778억원



주: 2024년 2분기~2026년 2분기 영업이익
자료: HMM, 상하이해운거래소, One Key 계산

4분기와 그 뒤

4분기 운임 지수는 10월 9일 값(3,664)까지 나왔다. 나온 주는 그대로 넣고, 남은 주는 과거 9개 분기에서 다음 분기 평균을 가장 덜 빗나가게 맞힌 규칙(마지막 값과 직전 분기 평균의 중간)으로 채워 3,546으로 뒀다. 이 규칙의 과거 평균 오차는 지수 339이다. 회사 매출에 먼저 들어오는 앞선 창으로 보면 4분기 지수는 3분기보다 13% 높다. 9월의 높은 운임이 4분기 매출에 들어오기 때문이다. 2027~2028년은 포인트 3에서 다룬다.

표 4 컨센서스와 나란히 (억원, 원)

	One Key	컨센서스	차이
3분기 영업이익	10,156	6,865	+47.9%
4분기 영업이익	11,799	4,592	+156.9%
2026년 영업이익	28,187	17,730	+59.0%
2027년 영업이익	10,769	11,798	−8.7%
2028년 영업이익	1,011	9,418	−89.3%
3분기 매출액	39,776	36,728	+8.3%
2026년 매출액	141,622	130,134	+8.8%
2027년 매출액	121,532	120,075	+1.2%
2026년 순이익	29,368	20,137	+45.8%
2027년 순이익	12,846	14,301	−10.2%
목표주가(원)	22,200	25,000	−11.2%

자료: FnGuide(2026-10-08 기준), One Key 추정

4분기와 2026년 연간이 컨센서스보다 크게 많다. 컨센서스는 4분기 영업이익을 3분기보다 적게 본다. 운임이 4분기에 내린다고 보는 것이다. 10월 둘째 주까지의 지수는 내리지 않았다. 이 모델은 위의 규칙을 그대로 썼다. 2027년은 컨센서스보다 적다. 2027년 식으로 운임 지수 100은 분기 영업이익 645억원이다. 4분기 지수가 가정보다 낮게 나오면 그만큼 준다.

포인트 1. 운임 밖 매출은 운임을 따르지 않았다

운임수입: 평균 운임을 1,801달러로 본다

3분기 운임 지수 평균은 3,407로 2분기보다 46% 높다. 회사 매출에는 선적부터 도착까지의 시차가 있어 3주 앞선 창으로 보면 61% 높다. 회사의 평균 운임은 지수만큼 움직이지 않는다. 미주 장기계약이 5월에 한 번 갱신되기 때문이다. 2022년 4분기부터 2026년 2분기까지의 회사 운임과 지수로 계산하면 지수가 1% 오를 때 평균 운임은 0.66%쯤 올랐다. 이 비율로 3분기 평균 운임은 TEU당 1,801달러(2분기 1,312달러, +37.2%)다. 2분기에는 지수가 55% 오를 때 평균 운임이 16% 올랐다. 회사는 5월 계약 뒤의 현물 운임 상승분을 할증료로 받고 있다고 답했다.

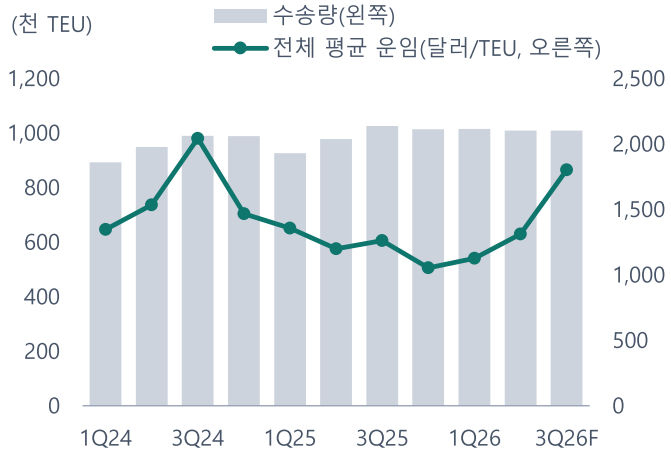
표 5 물량·운임과 부문별 실적 (억원)

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F
컨테이너 수송량(천 TEU)	978	1,026	1,014	1,015	1,009	1,009
화물 적취율	68.4%	65.3%	66.8%	66.7%	68.6%	
전체 평균 운임(달러/TEU)	1,198	1,261	1,053	1,127	1,312	1,801
컨테이너 운임수입	16,391	17,919	15,451	16,727	19,860	25,796
운임 밖의 운송수익(할증료·벌크 항해 운임)	4,749	3,682	4,945	3,857	5,867	5,167
대선수익	4,376	4,793	6,108	5,957	7,554	7,149
기타수익	711	670	573	646	739	739
매출액	**26,227**	**27,064**	**27,076**	**27,187**	**34,020**	**38,851**
부문으로 보면: 컨테이너 매출	21,701	23,409	22,665	22,712	28,025	
벌크 매출	3,968	3,160	3,987	4,029	5,584	
컨테이너 영업이익	1,875	2,875	2,416	1,852	1,986	
벌크 영업이익	332	45	700	830	1,564	

자료: HMM 실적발표 설명자료, 정기보고서 주석(부문정보), One Key 추정

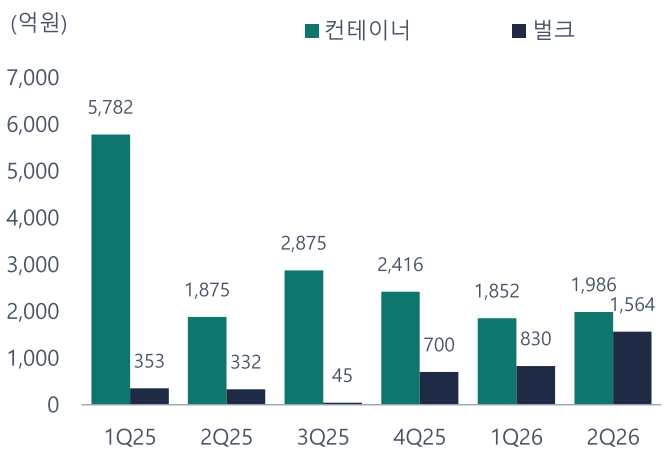
수송량은 2분기와 같게 뒀다. 극동발 화물 적취율이 97.4%로 거의 찼고 2분기까지 들어온 배 말고는 새 배가 없다. 운임수입은 2분기 19,860억원에서 3분기 25,796억원으로 는다. 운임 밖의 운송수익은 5,867억원에서 5,167억원으로, 대선수익은 7,554억원에서 7,149억원으로 준다. 쌓은 매출은 38,851억원으로 2분기보다 14% 많다. 컨센서스 매출은 36,728억원으로 8% 많다. 매출을 부문(컨테이너·벌크)으로만 나눠 쌓으면 42,772억원이다. 2분기에 운임 지수가 55% 올랐을 때 매출은 25% 늘었다.

그림 2 수송량은 분기 101만 TEU에서 거의 움직이지 않는다. 평균 운임은 2분기 1,312달러, 3분기는 1,801달러로 추정한다



주: 3분기는 추정. 수송량은 직전 분기 그대로, 운임은 직전 분기 × (21일 앞선 SCFI 변화)^지수
자료: HMM 실적발표 설명자료, One Key 추정

그림 5 2분기 컨테이너 영업이익은 1,986억원으로 1분기와 비슷했다. 벌크가 1,564억원으로 영업이익의 44%



주: 기타 부문(터미널 등)은 작아서 뺐다
자료: HMM 정기보고서 주석(부문정보)

벌크는 따로 본다

2분기 벌크 영업이익은 1,564억원으로 회사 영업이익의 44%다. 호르무즈 해협이 막혀 유조선 운임이 뛰었고 벌크 지배선단이 늘었다. 3분기 유조선 운임 지수(월드스케일)는 627로 2분기(425)보다 더 높다. 벌크는 장기계약이 55%다. 계약 몫은 환율만, 현물 몫은 환율과 벌크 운임 지수를 따른다고 본 후보가 과거 9개 분기에서 가장 덜 빗나갔다(평균 384억원. 환율만 곱한 후보 447억원, 전체가 지수를 따르는 후보 606억원). 이 후보로 낸 3분기 벌크 매출은 5,960억원이다. 다만 채택한 매출 틀(수익 유형)에서는 벌크가 운송수익과 대선수익에 나뉘어 들어가 이 값이 합계에 쓰이지 않는다. 부문별 대선수익은 회사가 밝히지 않는다.

포인트 2. 2분기 비용은 어디서 늘었나

다섯 항목이 한꺼번에 늘었다

회사 실적발표 설명자료의 매출원가 구성(누계 비중)을 분기로 풀어 2분기에 늘어난 비용을 항목별로 나눴다.

표 6 2026년 2분기에 늘어난 매출과 비용(1분기 대비) (억원)

항목	증감	회사의 설명(실적설명회 질의응답)
매출액	**+6,832**	
영업비용	**+5,982**	**2분기만의 특이 비용이 아니다. 3분기 매출원가에 큰 변화는 예견되지 않는다**
항화물비	+2,354	물동량, 화물비 단가와 환율, 벌크 지배선단 확대
용선료	+1,233	선복매입비용(유가 상승)
연료비	+1,262	유가 상승
판매비와관리비	+549	
기타 매출원가	+414	보험료 인상
감가상각비	+171	메탄올 추진선 인도

자료: HMM 실적발표 설명자료 6쪽(매출원가 구성), 질의응답, 정기보고서, One Key 계산

2분기 매출원가는 항화물비 46%, 용선료 23%, 연료비 16%, 감가상각비 9%다. 항화물비는 항만 입출항비·하역비·운송비다. 수송량 1TEU당 달러로 내면 1분기 725달러에서 2분기 867달러가 됐다. 물량은 그대로였으니 단가가 오른 것이다. 용선료에는 선복매입비용(다른 선사의 선복을 사는 돈)이 들어 있고, 회사는 유가 상승으로 이것이 늘었다고 설명했다. 연료비는 저유황유가 2월 톤당 485달러에서 3월 929달러로 뛴 것이 두 달쯤 늦게 들어왔다.

표 7 매출원가 다섯 항목과 판매비와관리비 (억원)

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F
항화물비	11,100	10,557	9,997	10,765	13,119	12,416
용선료	4,680	5,038	5,222	5,289	6,523	6,173
연료비	3,614	3,395	3,340	3,402	4,664	4,664
감가상각비	2,020	2,140	2,339	2,517	2,687	2,797
기타 매출원가	184	178	−342	331	87	1,649
판매비와관리비	1,215	1,783	1,370	1,195	1,744	1,744
영업비용	**23,896**	**24,096**	**23,903**	**24,496**	**30,478**	**29,443**
1TEU당 항화물비(달러)	811	743	681	725	867	867

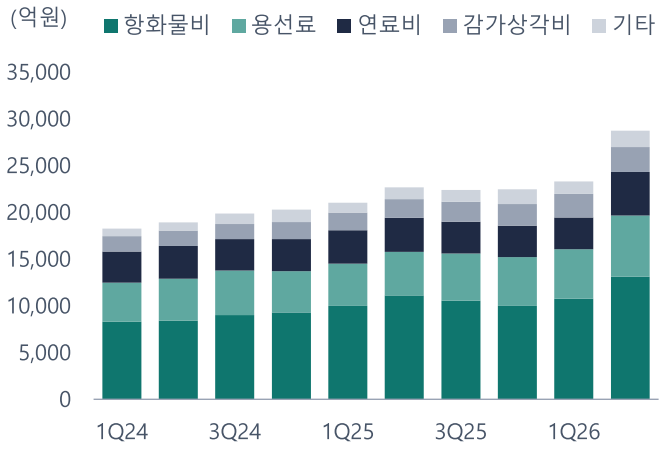
자료: HMM 실적발표 설명자료(누계 비중을 분기로 풂), 정기보고서, One Key 추정

3분기는 2분기 수준에서 출발한다

회사는 2분기 설명회에서 "2분기에 특이점으로 발생한 비용은 아니며 3분기 전체 매출원가에 큰 폭의 변화는 예견되지 않는다"고 답했다. 그래서 3분기 영업비용을 29,443억원으로 봤다. 2분기보다 3% 적은데 환율이 내렸기 때문이다. 컨센서스의 매출에서 영업이익을 뺀 값은 29,863억원으로 이와 거의 같다.

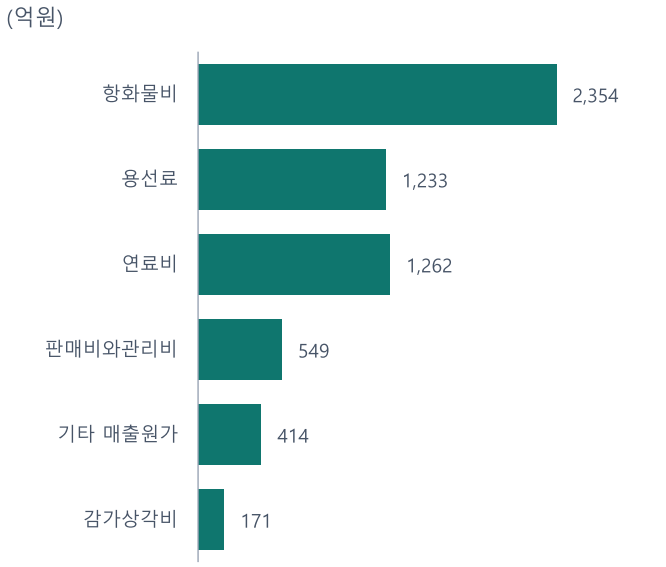
이 판단이 틀리는 경우는 두 가지다. 운임이 오를 때 선복매입비용이 함께 올라 용선료가 한 번 더 뛰는 경우, 그리고 연료비가 벙커C유를 늦게 따라가는 경우다. 뒤쪽은 3분기에 유리하다. 60일 앞선 벙커C유는 2분기보다 낮다.

그림 6 2분기 매출원가는 항화물비 46%, 용선료 23%, 연료비 16%, 감가상각비 9%



주: 용선료에는 선복매입비용이 들어 있다
자료: HMM 실적발표 설명자료(누계 비중을 분기로 풂), 정기보고서

그림 7 2분기에 매출이 6,832억원 늘 때 영업비용이 5,982억원 늘었다. 항화물비가 2,354억원



주: 2026년 2분기 – 1분기
자료: HMM 실적발표 설명자료, 정기보고서, One Key 계산

포인트 3. 내년: 운임은 지난 사이클, 유가와 환율은 시험한 규칙

운임 지수: 2027년 2,055, 2028년 1,695

지금의 운임은 전쟁(2026년 3월 호르무즈 해협 봉쇄)이 올린 것이다. 같은 일이 한 번 있었다. 2023년 말 홍해 사태로 운임 지수가 2023년 4분기부터 올라 2024년 3분기에 정점을 찍고 내렸다. 그때는 바닥 뒤 두 번째 분기가 바닥의 2.41배였고 이번은 2.26배다. 오르는 모양이 비슷하다. 그래서 내리는 모양도 그때의 것을 썼다.

표 8 SCFI: 지난 사이클(2024년 홍해)과 이번 (지수)

	지난 사이클	이번
바닥 뒤 두 번째 분기 ÷ 바닥	2.41	2.26
정점 분기	3,082	3,546(4분기 가정)
정점 뒤 1~4번째 분기 평균	58%(정점 대비)	2,055(2027년)
다음 충격 직전 두 분기 평균	48%(정점 대비)	1,695(2028년)
참고: 정점이 3분기였다면 2027년		1,749
참고: 최근 8개 분기 평균		1,980

자료: 상하이해운거래소, One Key 추정

지수는 10월 9일까지의 값을 넣어 다시 냈다. 4분기에 운임이 내려 정점이 3분기가 되면 2027년 지수는 1,749이다. 회사가 밝힌 세계 선복 수급(2026년 수요 +2.5%, 공급 +4.7%, 발주잔량이 선복량의 42%)은 운임을 더 누르는 쪽이다.

유가와 환율: 규칙을 과거에 돌려 고른다

2027~2028년의 벙커C유와 환율은 판단으로 두지 않고 규칙을 시험해 정했다. 지금 자리는 9월에서서 다음 해 평균을 보는 것이다. 같은 자리를 과거 여덟 해(2018~2025년)에 만들어 규칙 셋씩을 돌렸다. 벙커C유 자료가 2022년부터라 유가 규칙은 브렌트유로 시험했다.

표 9 한 해 앞의 환율과 유가를 정하는 규칙: 과거 여덟 해(2018~2025년 9월)에 돌린 결과 (다음 해 평균과의 차이)

	규칙	평균 절대 오차	2027년에 넣은 값
환율	**9월 값이 이어진다**	**4.6%**	**1,358원**
	금리 차이만큼 움직인다	5.0%	1,348원
	최근 2년 평균으로 돌아간다	6.0%	
유가	9월 값이 이어진다	23.9%	101.8달러
	최근 2년 평균으로 돌아간다	22.5%	74.2달러
	둘의 평균	**22.2%**	**88.0달러**
	참고: 브렌트유 선물 곡선		87.3달러

자료: 야후 파이낸스(원/달러, 브렌트유), 한국은행 ECOS(국고채 1년), 미 재무부(국채 1년), 싱가포르 벙커C유, One Key 계산

환율은 9월 값이 이어진다는 규칙이 가장 덜 빗나갔다. 금리 차이만큼 움직인다고 보면(한국 1년 국고채 3.58%, 미국 1년 국채 4.37%) 1,348원으로 10원 낮다. 환율 10원은 2027년 영업이익 137억원이다. 유가는 세 규칙의 오차가 24%·22%·22%로 비슷하고 9월 값과 2년 평균의 중간이 가장 작았다. 이 값(88달러)은 브렌트유 선물 곡선이 뜻하는 값(87달러)과 거의 같다. 최근 8개 분기 평균보다 높아 2027년 연료비는 15,343억원이다. 어느 규칙이든 한 해 앞 유가는 평균 22% 빗나갔다. 유가 10%는 2027년 영업이익 1,827억원이다.

받을 배: 수송량과 상각비

회사 설명자료의 인도 일정을 그대로 넣었다. 2027년에 받는 배는 유조선 2척, 자동차선 2척, 벌크선 1척이고 컨테이너선은 없다. 수송량을 2026년과 같게 뒀다. 2028~2031년에는 13,000TEU급 12척을 받는다. 해마다 같은 수로 받는다고 두면 2028년 수송량은 1.9% 는다. 상각비는 최근 1년에 배 한 척이 늘 때 분기 28억원 늘었고 이것에 받을 척수를 곱했다.

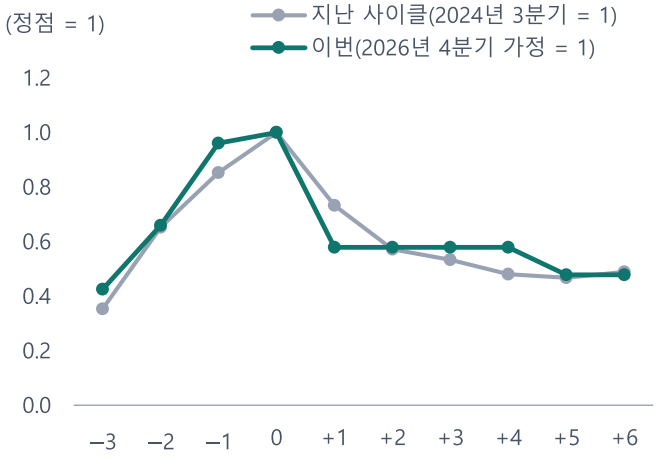
표 10 2027년 영업이익 민감도 (억원)

무엇이	2027년 영업이익
SCFI가 100 높으면	+2,579
벙커C유가 10% 비싸면	−1,827
환율이 10원 높으면	+137

자료: One Key 추정

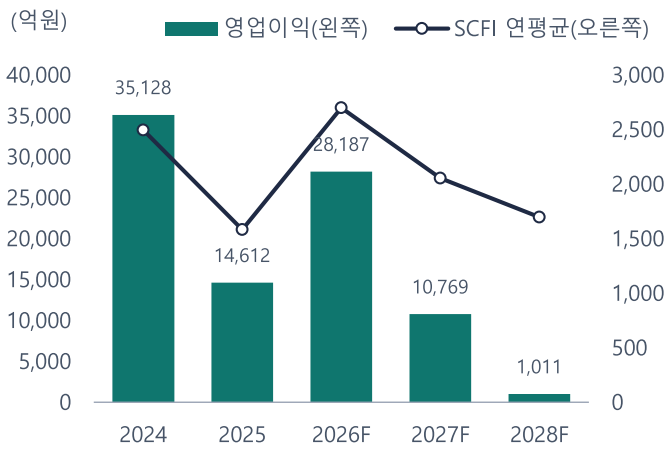
2027년 영업이익 10,769억원은 쌓은 값 834억원과 9월 시험의 식 20,704억원의 평균이다. 2028년은 −9,724억원과 11,746억원이다. 두 식이 크게 갈린다. 쌓은 값은 2분기에 오른 비용이 운임이 내린 뒤에도 그대로 남는다고 보고, 9월 시험의 식은 비용이 매출과 유가를 따라 내린다고 본다. 어느 쪽이 맞는지는 운임이 내리는 분기가 와야 안다. 대선수익은 벌크 운임 지수가 2025년 수준으로 돌아간다고 보고 그 변화의 0.25제곱만큼 줄였다.

그림 8 지난 사이클에서 SCFI는 정점 뒤 네 분기 평균이 정점의 58%였다. 같은 비율이면 2027년 2,055, 2028년 1,695



주: 이번의 0은 4분기 가정, +1~+4는 2027년, +5~+6은 2028년 가정(해마다 한 값)
자료: 상하이해운거래소, One Key 추정

그림 9 영업이익은 2026년 28,187억원, 2027년 10,769억원, 2028년 1,011억원으로 추정한다



자료: HMM, 상하이해운거래소, One Key 추정

가치평가: 방식도, 좁히는 정도도 과거에 돌려 정한다

목표주가 22,200원, 현재가와 +6.7% 차이

이 회사의 성격을 숫자로 적으면 이렇다. 분기 영업이익의 변동(표준편차 ÷ 평균)이 78%로 크다. 순현금이 시가총액의 37%다. 상각비가 영업이익의 103%다. 이익이 크게 흔들리면 자산 배수(P/B), 현금이 많고 상각비가 크면 EV/EBITDA에 순현금을 더하는 방식이 후보다. 증권사들은 목표 P/B나 세계 컨테이너 선사 평균 EV/EBITDA를 쓴다.

표 11 가치평가 방식과 좁히는 정도를 과거 다섯 시점에 돌려 본 결과 (1년 뒤 주가와의 차이)

	평균 절대 오차
방식 ① P/B	**4.5%**
방식 ② P/E	76.4%
방식 ③ EV/EBITDA + 순현금	28.2%
방식 ④ 자기자본이익률로 고친 P/B	66.9%
좁히는 정도 1(적정가치 그대로)	**4.5%**
좁히는 정도 0.5(절반)	6.1%
좁히는 정도 0(현재가 그대로)	9.2%

자료: 야후 파이낸스, HMM, One Key 계산. 2024년 3분기~2025년 3분기 말에 낸 값을 1년 뒤 주가와 견줌

2024년 3분기부터 2025년 3분기까지 다섯 시점에 그때까지의 배수 중앙값으로 적정가치를 내고 1년 뒤 주가와 견줬다. P/B가 가장 덜 빗나갔다. 다음으로 그 적정가치 쪽으로 현재가를 얼마나 옮겨야 하는지를 시험했다. 적정가치 그대로(1), 절반(0.5), 현재가 그대로(0) 가운데 적정가치 그대로가 가장 덜 빗나갔다. 주가가 실제로 주당순자산의 0.73배 근처로 돌아갔다는 뜻이다.

표 12 목표주가 산출 (원, 배)

항목	값	설명
과거 P/B 중앙값(범위)	0.73배 (0.61~0.94)	분기 말 주가 ÷ 주당순자산, 11개 분기
주당순자산(2026년 6월 말)	30,457	과거 시험과 같이 마지막으로 나온 값을 쓴다
적정가치(① P/B)	**22,166**	**P/B 중앙값 × 주당순자산. 과거 시험에서 가장 덜 빗나간 방식도 ① P/B**
좁히는 정도	1.0	과거 다섯 시점에 1·0.5·0을 돌려 가장 덜 빗나간 값
기준일 종가	20,800	
12개월 목표주가	**22,200**	**현재가 + 좁히는 정도 × (적정가치 − 현재가)**
상승여력	+6.7%	이 방식의 과거 평균 오차 4.5%, 가장 크게 빗나간 때 8.7%
참고: 2026년 말 추정 주당순자산으로 낸 ①	23,842	주당순자산 32,760원. 참고 값
참고: ② P/E	15,633	P/E 중앙값 10.3배 × 최근 4개 분기 주당순이익
참고: ③ EV/EBITDA + 순현금	18,610	EV/EBITDA 중앙값 4.4배 × 최근 4개 분기 EBITDA + 주당 순현금 6,937원
참고: 배당수익률	5.3%	2026년 결산 추정 배당 ÷ 기준일 종가

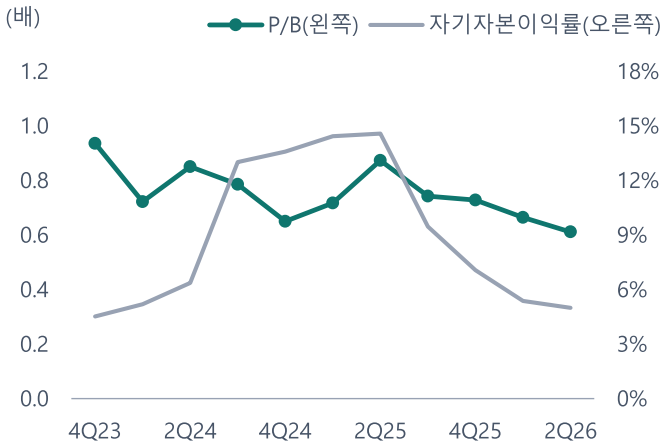
자료: 야후 파이낸스, HMM, One Key 추정

투자의견은 상승여력이 이 방식의 과거 평균 오차(4.5%)보다 클 때만 매수·매도로 둔다. 상승여력 6.7%는 평균 오차보다 크고, 다섯 시점 가운데 가장 크게 빗나간 때(8.7%)보다는 작다. 규칙대로 매수다. 2026년 결산 추정 배당수익률은 5.3%다.

주당순자산이 늘면

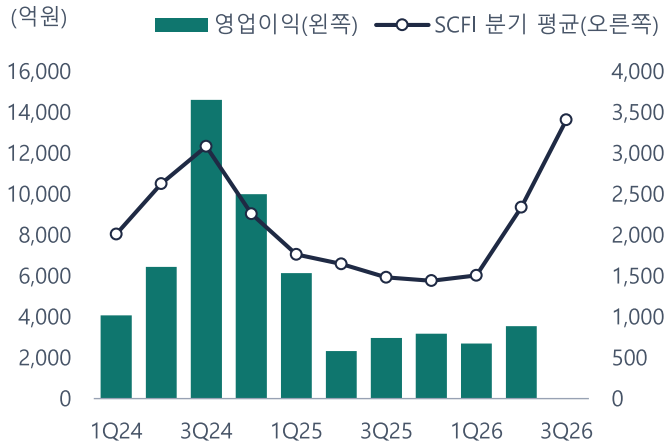
P/B는 현금과 배를 같은 배수로 본다. 하반기 이익 추정이 맞아 2026년 말 주당순자산이 32,760원이 되면 같은 배수로 23,842원이다.

그림 10 주가순자산배수는 0.68배로 과거 중앙값 0.73배보다 낮다. 순현금이 시가총액의 37%



주: 분기 말 종가 ÷ 주당순자산. 자기자본이익률은 최근 4개 분기 이익 기준
자료: 야후 파이낸스, HMM, One Key 계산

그림 11 SCFI는 3분기 평균 3,407로 2분기(2,337)보다 46% 높다. 2분기 영업이익은 3,541억원이었다



주: SCFI는 상하이컨테이너운임지수. 2026년 3분기는 지수만 나와 있다
자료: HMM 정기보고서, 상하이해운거래소

위험과 확인: 무엇이 나오면 의견이 바뀌나

표 13 연간 실적과 추정 (억원, 원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
SCFI 평균	2,494	1,582	2,699	2,055	1,695
원/달러 환율	1,362	1,420	1,432	1,358	1,358
컨테이너 수송량(천 TEU)	3,821	3,944	4,042	4,042	4,120
컨테이너 평균 운임(달러/TEU)	1,605	1,214	1,547	1,327	1,168
매출액	**117,002**	**108,914**	**141,622**	**121,532**	**111,606**
영업이익	**35,128**	**14,612**	**28,187**	**10,769**	**1,011**
전년 대비	–	−58.4%	+92.9%	−61.8%	−90.6%
영업이익률	30.0%	13.4%	19.9%	8.9%	0.9%
EBITDA	44,158	25,772	42,331	25,724	16,606
당기순이익	37,821	18,787	29,368	12,846	3,839
주당순이익(원)	4,010	1,992	3,114	1,362	407
주당순자산(원)	27,174	28,168	32,760	33,027	32,956
자기자본이익률	15.3%	6.9%	10.2%	4.1%	1.2%
주당 배당금(원)	700	700	1,094	479	143

자료: HMM, 상하이해운거래소, 야후 파이낸스, One Key 추정

확인할 날

3분기 실적(11월 중순). 볼 것은 네 가지다. 영업이익이 10,156억원(이 모델)과 6,865억원(컨센서스) 가운데 어디에 가까운가. 평균 운임이 1,801달러 근처인가. 매출원가가 2분기(28,735억원) 수준에 머물렀는가. 항화물비가 1TEU당 867달러에서 더 올랐는가. 그 사이에는 매주 금요일 운임 지수와 호르무즈 해협 소식이다.

기업 개요

HMM은 컨테이너선과 벌크선(유조선·건화물선)을 운영하는 해운사다. 2026년 6월 말 컨테이너선 선대는 102만 TEU이고, 2026년 상반기 컨테이너 매출의 36%가 유럽, 35%가 미주 항로다. 아시아에서 미주 서안으로 가는 항로의 점유율은 2026년 1~5월 5.4%다. 주식 수는 9.43억 주이고 자기주식은 없다.

작성 방법과 고지. 이 자료는 One Key가 공개된 자료로 쓴 개인 리서치다. 자료를 모으고 계산을 정리하고 글을 쓰는 데 AI 도구를 썼다. 숫자의 근거와 계산은 모델 엑셀에 남겼다. 그림은 모델 안의 엑셀 차트다. 컨센서스와 증권사 보고서는 견주고 방식을 확인하는 데에만 썼고 추정 값에는 쓰지 않았다. 투자 권유가 아니다.