HMM 011200 · KOSPI · 해운

한눈에 보는 HMM: 운임 밖 매출은 운임이 아니라 환율과 유가를 따른다

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

한눈에

무엇을 하는 회사인가

컨테이너선과 벌크선(유조선·건화물선)을 운영하는 해운사다. 컨테이너선 선대는 102만 TEU다. 컨테이너 수송량은 분기 101만 TEU 안팎에서 거의 움직이지 않아 이익은 운임과 비용이 정한다. 2분기에는 벌크가 영업이익의 44%였다.

지금 어디에 있나

2026년 3월 호르무즈 해협이 막힌 뒤 운임 지수(SCFI)가 올랐다. 분기 평균이 1분기 1,507, 2분기 2,337, 3분기 3,407이다. 그런데 2분기에는 매출이 6,832억원 늘 때 영업비용이 5,982억원 늘어 영업이익이 3,541억원에 그쳤다. 항화물비가 2,354억원, 연료비가 1,262억원, 용선료가 1,233억원 늘었다.

의견

투자의견은 매수, 목표주가는 22,200원이다(기준일 주가 20,800원, 차이 +6.7%). 가치평가 방식 넷을 과거 다섯 시점에 돌리면 P/B가 가장 덜 빗나갔고(1년 뒤 주가와 4.5% 차이), 적정가치 쪽으로 다 옮긴 값이 현재가를 그대로 둔 값(9.2%)보다 나았다. 상승여력이 이 방식의 과거 평균 오차보다 커서 규칙대로 매수다. 가장 크게 빗나간 때(8.7%)보다는 작아 강한 근거는 아니다. 2026년 결산 추정 배당수익률은 5.3%다.

표 1 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

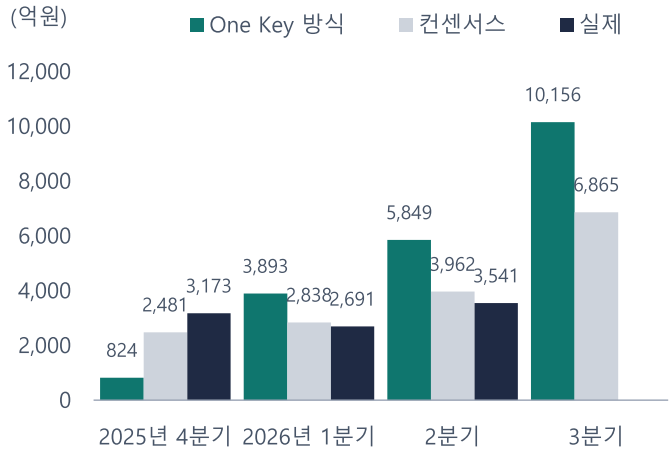
자료: HMM, 상하이해운거래소, 야후 파이낸스, One Key 추정

3분기: 운임수입은 늘고 운임 밖 매출은 준다

컨테이너 운임수입을 수송량 × 평균 운임 × 환율로, 운임 밖 매출을 운임 밖의 운송수익(할증료·벌크 항해 운임)과 대선수익으로, 매출원가를 회사 실적자료의 다섯 항목으로 쪼개 줄마다 후보를 과거 9개

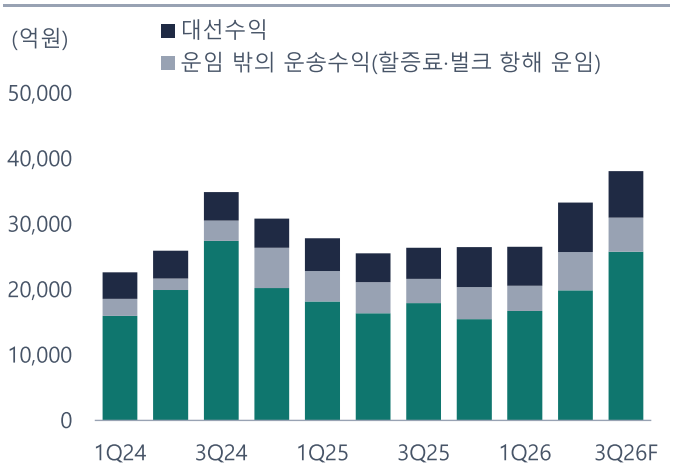
분기에 돌려 골랐다. 운임 밖의 운송수익은 환율과 유가를, 대선수익은 환율만 따르는 후보가 가장 덜 빗나갔다. 그래서 3분기에는 이 둘이 2분기보다 준다(운임 밖 운송수익 5,867억 → 5,167억원, 대선수익 7,554억 → 7,149억원). 운임 밖 매출이 운임수입과 같이 는다고 보면 영업이익은 11,779억원까지 나온다. 매출을 이렇게 나눠 쌓는 쪽이 과거에 13% 덜 빗나갔다. 3주 앞선 운임지수가 2분기보다 61% 높아 평균 운임을 TEU당 1,801달러(2분기 1,312달러)로 봤다. 회사는 2분기 비용이 일회성이 아니며 3분기 매출원가에 큰 변화는 없을 것이라고 답했다. 그래서 비용은 2분기 수준에서 출발했다. 컨센서스의 매출에서 영업이익을 뺀 영업비용(29,863억원)은 우리(29,443억원)와 거의 같다. 3분기 영업이익은 10,156억원이고 컨센서스는 6,865억원이다. 같은 방식이 2분기 영업비용을 5,172억원 적게 봤고, 최근 세 분기의 평균 오차는 컨센서스 420억원, 이 모델 1,953억원이었다.

그림 1 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 2 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

표 2 3분기 추정의 뼈대 (억원)

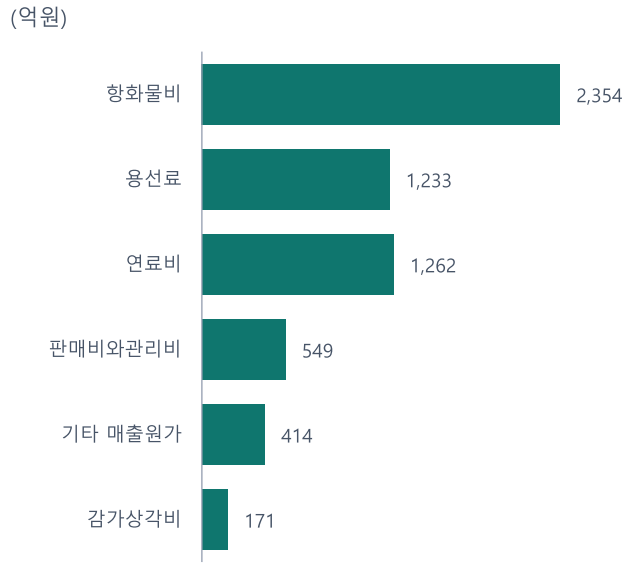
	2분기 실제	3분기 추정	무엇으로
컨테이너 수송량(천 TEU)	1,009	1,009	직전 분기 그대로
컨테이너 평균 운임(달러/TEU)	1,312	1,801	21일 앞선 SCFI 변화의 0.66제곱
매출액(쌓은 값)	34,020	38,851	운임수입 + 운임 밖 운송수익 + 대선수익 + 기타수익
영업비용(쌓은 값)	30,478	29,443	다섯 원가 항목 + 판관비. 2분기 수준에 환율
영업이익(쌓은 값)	3,541	9,408	
영업이익(9월 시험의 식)		10,903	전체 매출·비용에 지수
영업이익(채택)	**3,541**	**10,156**	**둘의 평균**
컨센서스		6,865	

자료: HMM 실적발표 설명자료, One Key 추정

비용과 내년

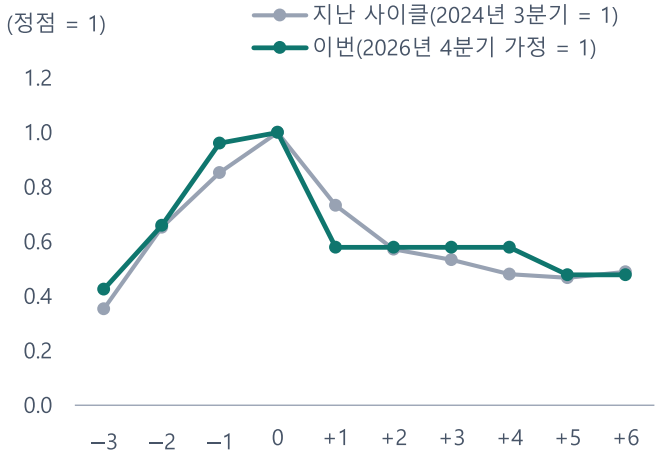
2027년 운임 지수는 지난 지정학 사이클(2024년 홍해)의 정점 뒤 경로를 써서 2,055, 2028년은 1,695으로 뒀다. 벙커C유(88달러)와 환율(1,358원)은 한 해 앞을 정하는 규칙을 과거 여덟 해에 돌려 골랐다. 벙커C유 값은 브렌트유 선물 곡선이 뜻하는 값(87달러)과 거의 같다. 영업이익은 2027년 10,769억원(컨센서스 11,798억원), 2028년 1,011억원(9,418억원)이다. 지수 100에 2027년 영업이익 2,579억원이 움직인다. 2027년에는 컨테이너선 인도가 없어 수송량을 그대로 뒀고, 상각비는 받을 배의 척수로 넣었다. 2분기에 오른 비용이 운임이 내린 뒤에도 남는지에 따라 2028년 값이 크게 갈린다(쌓은 값 −9,724억원, 9월 시험의 식 11,746억원).

그림 3 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

그림 4 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

표 3 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

3분기 실적에서 볼 것

확인할 날은 3분기 실적(11월 중순)이다. 영업이익이 10,156억원(이 모델)과 6,865억원(컨센서스) 가운데 어디에 가까운지, 평균 운임이 1,801달러 근처인지, 매출원가가 2분기(28,735억원) 수준에 머물렀는지를 본다. 4분기 운임 지수는 10월 9일 값(3,664)까지 넣고 남은 주를 과거에 가장 덜 빗나간 규칙으로 채워 3,546으로 뒀다.

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. 자세한 근거는 같은 날 낸 정식 보고서에 있다.