

예견된 실적 감익: 시황 반등을 기다린다

매수
(유지)

목표가: 8,000원
상승여력: 34.7%

류제현 jay.ryu@miraeasset.com

이창민 changmin.lee@miraeasset.com

4Q22 Review

영업이익 1,573억원, 탱커 호조로 선방한 실적

- 매출액 1조 4,207억원(-3.9% YoY): 컨테이너의 선방과 탱커 호조
 - 벌크 9,430억원(-16% YoY): 건화물선 물동량 감소
 - 컨테이너 1,212억원(9% YoY): 원양 대비 안정적인 시황
 - 탱커선 1,004억원(118% YoY): MR 탱커 호황 지속
- 영업이익 1,573억원(-28.7% YoY, -29.9% QoQ) 시장 기대치 소폭 하회
 - 벌크 920억원(-54% YoY): 운임 하락에 따른 마진 악화(9.4%, -8%p YoY)
 - 컨테이너 266억원(9% YoY): 경기 악화에도 전년비 증가세 유지
 - 탱커선 428억원(전년비 흑자 전환): 사상 최고 실적 경신 - 제품선 시황 호조 유지

시황

아직은 조용한 중국, 양회 이후를 기대: 상반기 실적 저점 기대감 상승

- 1Q23 영업이익 1,385억원: 벌크선 이익 추가 악화 전망
- 건화물 시황: 중국 리오프닝 효과 아직 크지 않아 - 시차 발생, 계절적 요인
 - 3~4월 이후 점진적 반등 기대. 철광석 중심으로 물동량 증가 가능
- 탱커: 러-우 전쟁 길어지며 MR 탱커 호조 유지. 연말까지 강세 이어갈 전망
- 컨테이너: 하락세는 불가피, 중국 리오프닝 효과가 관건이나 연간 흑자 유지 기대
- 건화물 발주 여건 악화: 조선사 도크 부족과 환경 규제로 장기 공급 부족 이슈 부각

투자전략

목표주가 8,000원 및 매수의견 유지: 시황 저점에 대한 믿음 강화

- 시황 부진에도 견조한 주가: 장기 펀더멘털에 대한 믿음, 매력적인 밸류에이션
- 상반기 벌크선 시황 저점 확인과 함께 반등 가능: 모멘텀 지표, 저점을 지지

Key data



현재주가(23/2/10, 원)	5,940	시가총액(십억원)	3,175
영업이익(22P, 십억원)	790	발행주식수(백만주)	535
Consensus 영업이익(22P, 십억원)	796	유동주식비율(%)	45.2
EPS 성장률(22P, %)	23.3	외국인 보유비율(%)	15.2
P/E(22P, x)	4.5	베타(12M) 일간수익률	1.23
MKT P/E(22P, x)	11.7	52주 최저가(원)	4,180
KOSPI	2,469.73	52주 최고가(원)	8,090

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	6.1	-0.8
상대주가	2.1	6.6	11.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액 (십억원)	2,468	2,497	4,616	6,420	5,567	6,407
영업이익 (십억원)	210	225	573	790	581	652
영업이익률 (%)	8.5	9.0	12.4	12.3	10.4	10.2
순이익 (십억원)	152	93	549	677	533	580
EPS (원)	284	173	1,028	1,267	997	542
ROE (%)	5.5	3.3	17.2	15.6	10.0	10.0
P/E (배)	16.0	29.0	5.3	4.5	6.0	10.9
P/B (배)	0.8	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.0	1.0	1.8	2.6	2.5	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 4Q22 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q21	3Q22	4Q22P			성장률	
			잡정지	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,478	1,837	1,421	1,620	1,538	-3.9	-22.6
영업이익	221	224	157	147	166	-28.7	-29.9
영업이익률 (%)	14.9	12.2	11.1	9.1	10.8	-3.8	-1.1
세전이익	225	168	132	134	141	-41.2	-21.4
순이익	225	167	123	134	147	-45.4	-26.5

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	
매출액	6,620	6,470	6,420	5,567	-3.0	-14.0	벌커선 매출 하향 컨테이너/벌커 마진 상향조정
영업이익	780	640	790	581	1.3	-9.2	
세전이익	690	607	688	549	-0.3	-9.6	
순이익	688	605	677	533	-1.7	-11.9	
EPS (KRW)	1,288	1,132	1,267	997	-1.7	-11.9	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상

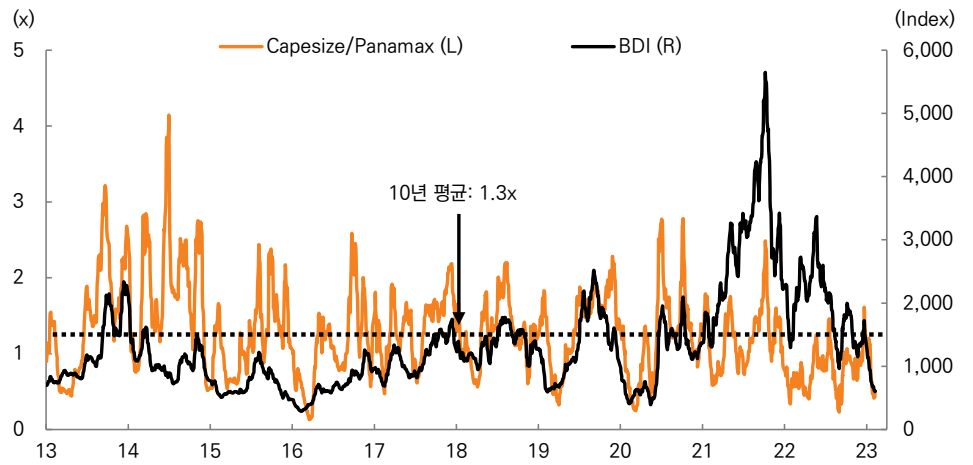
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022P	2023F	2024F
매출액	1,441	1,722	1,837	1,421	1,194	1,304	1,772	1,297	6,420	5,567	6,407
벌크	1,055	1,203	1,327	943	828	871	1,373	923	4,528	3,995	4,807
탱커	51	68	87	100	85	76	70	79	306	310	338
컨테이너	126	132	131	121	68	31	31	34	509	163	142
기타	209	320	292	256	213	327	298	261	1,077	1,099	1,121
영업이익	169	239	224	157	139	128	179	136	790	581	652
벌크	124	178	146	92	73	100	178	118	541	469	585
탱커	7	21	36	43	32	9	8	9	107	59	45
컨테이너	34	40	38	27	6	4	3	3	138	16	16
기타	4	-1	5	-4	27	15	-11	6	4	37	6
세전이익	163	225	168	132	130	120	171	128	688	549	598
순이익(지배)	163	225	167	123	128	117	165	123	677	533	580
영업이익률	11.7	13.9	12.2	11.1	11.6	9.8	10.1	10.5	12.3	10.4	10.2
순이익률(지배)	11.3	13.1	9.1	8.6	10.7	8.9	9.3	9.5	10.5	9.6	9.1

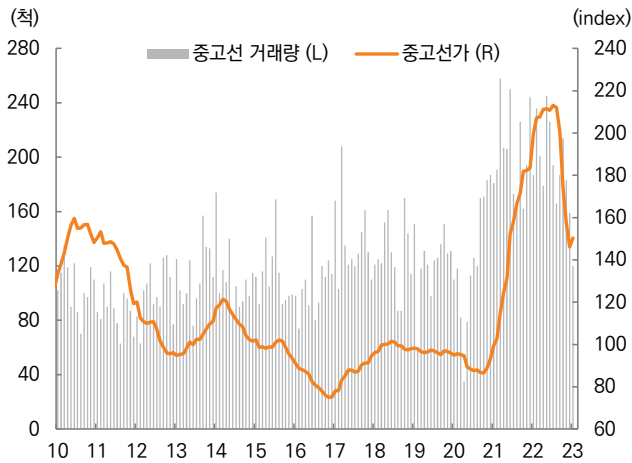
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Capesize/Panamax 상대지표



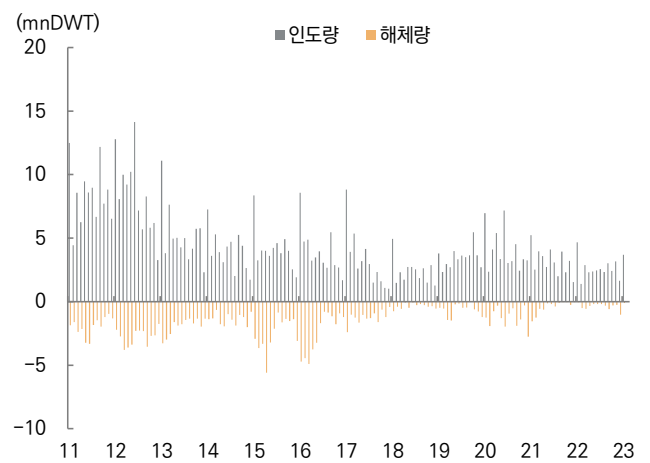
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중고선 거래량 vs. 중고선가



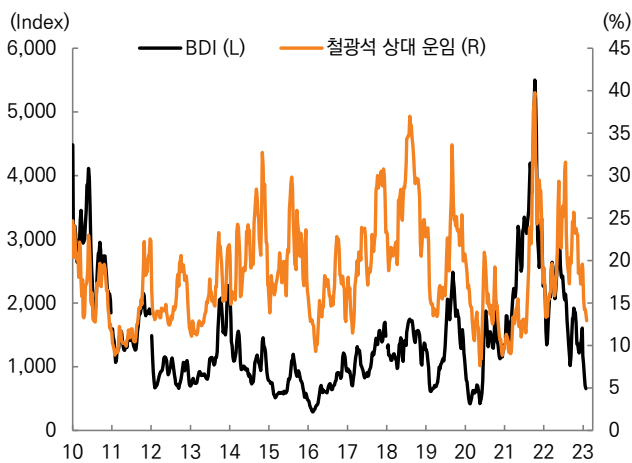
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 벌크선 신규 인도량 vs. 해체량



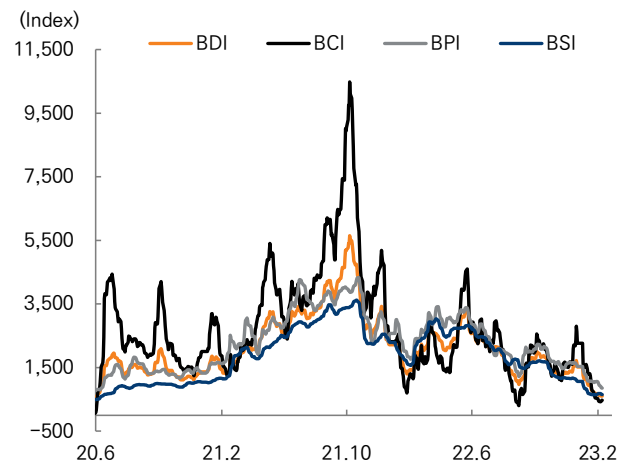
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 철광석 vs. 운임 상대가격



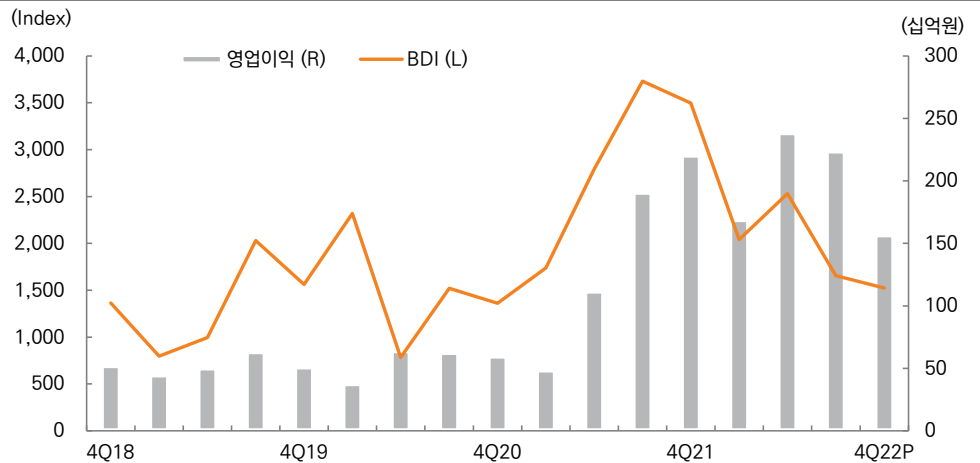
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. BDI vs. BCI vs. BPI vs. BSI



자료: Thomson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 팬오션 영업이익 vs. BDI



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 팬오션 보유 선대

(척)

	사선(CVC)	용선(1년이상*)	합계
Handy (10 ~ 40K)	13	26(4)	39
Handymax (40 ~ 70K)	21(10)	81(28)	102
Panamax (70K ~ 100K)	13(2)	36(3)	49
Cape (100K~)	34(26)	9	43
Dry bulk Total	81(38)	152(35)	233
VLCC	2	-	2
MR tanker	13	-	13
Chemical tanker	6	1(1)	7
Non-bulk Container	5	4(3)	9
Heavy lift	2	-	2
LNG	1	1(1)	2
Non-dry bulk total	29	6(5)	35
Total	110(38)	158(40)	268

주1: 2022년말 기준 주2: 4분기 중 H'max 1척, P'max 1척 매각

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 장기 운송 계약 현황

화주명	선박(척)	잔여 기간(년)	IMO SOx 규제 대응	비고
Vale	16	15.8	16척 Scrubber 설치	400K 8척, 325K 6척, 208K 2척
Suzano(ex.Fibria)	10	13.5	10척 VLSFO	57K 5척, 62K 5척
발전자회사	6	7.2	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO	남부 3척, 남동/중부/동서 각 1척
포스코	4	6.2	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO	
현대제철	2	9.4	2척 VLSFO	
합계	38	12.5		

주: 2022년말 기준

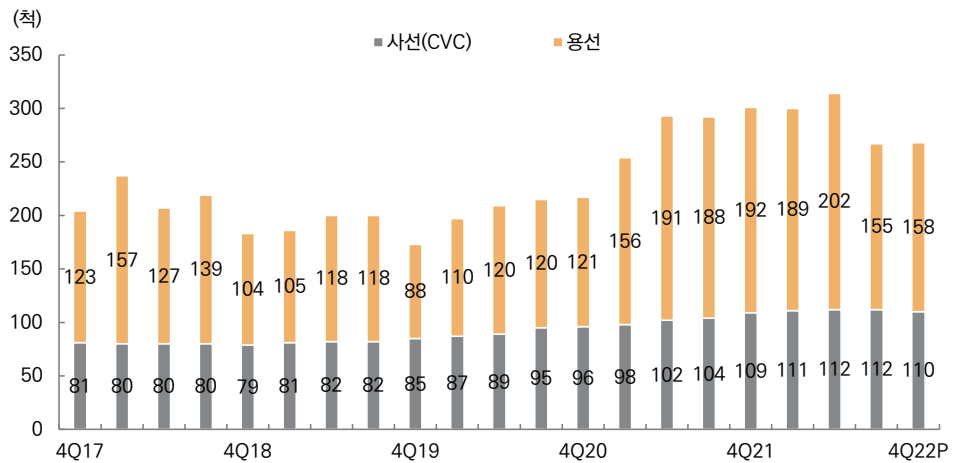
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 신규 인도 예정 선박

선박	Size	대수(척)	인도 예정 시점	비고
컨테이너선	1,000 TEU	2	2023. 7, 10	신조
	1,800 TEU	2	2024. 2	신조
LNG	174K CBM	1	2023. 1 인도 완료	신조 Galp 장기대선계약 5년 (Option 3 + 3)
	18K CBM Bunkering Vessel	1	2023. 6	신조 Shell 장기대선계약 6년 (Option 1 + 1)
	174K CBM	4	2024. 7, 8, 9, 11	신조 Shell 장기대선계약 7년 (Option 3 + 3)
	174K CBM	2	2024.11, 2025.11	신조 KGL 장기대선계약 12년 (Option 4 + 4)
	174K CBM	3	2024.12, 2025.3,5	신조 KGL 장기대선계약 15년 (Option 5 + 5)
합계		15		

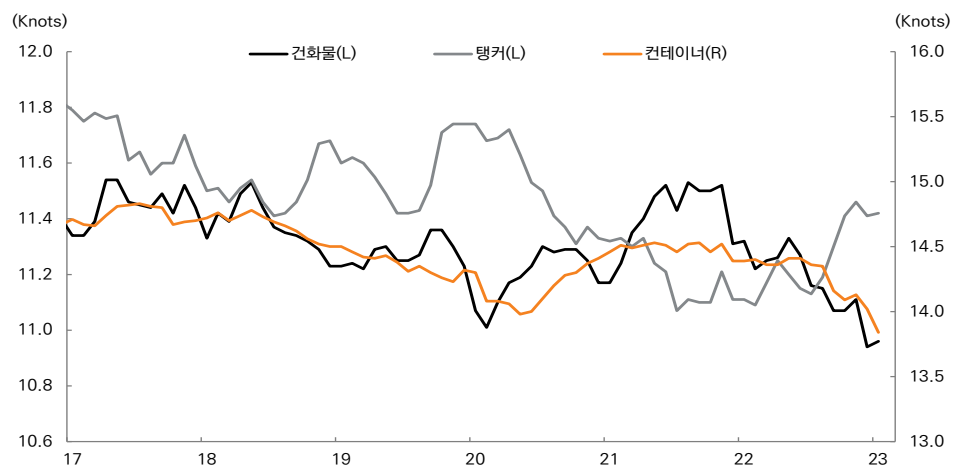
주: 2022년말 기준
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 팬오션 운용선대 추이



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 선종별 선속 추이



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

팬오션 (028670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	4,616	6,420	5,567	6,407
매출원가	3,950	5,520	4,886	5,628
매출총이익	666	900	681	779
판매비와관리비	93	110	99	127
조정영업이익	573	790	581	652
영업이익	573	790	581	652
비영업손익	-23	-102	-32	-54
금융손익	-42	-13	-53	-53
관계기업등 투자손익	13	10	20	0
세전계속사업손익	550	688	549	598
계속사업법인세비용	1	11	15	18
계속사업이익	549	677	533	580
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	549	677	533	580
지배주주	549	677	533	580
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	817	1,539	533	580
지배주주	817	1,539	533	580
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	933	790	581	652
FCF	434	831	61	61
EBITDA 마진율 (%)	20.2	12.3	10.4	10.2
영업이익률 (%)	12.4	12.3	10.4	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.9	10.5	9.6	9.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022P	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	768	1,176	460	486
당기순이익	549	677	533	580
비현금수익비용가감	398	631	-18	5
유형자산감가상각비	359	0	0	0
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	38	631	-18	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-129	-62	13	-28
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-85	0	21	-46
재고자산 감소(증가)	-44	50	9	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	81	-76	-20	43
법인세납부	-4	-11	-15	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	-351	-264	-331	-363
유형자산처분(취득)	-333	-345	-399	-425
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	1	2	-4
기타투자활동	-22	81	66	66
재무활동으로 인한 현금흐름	-158	-643	-98	-42
장단기금융부채의 증가(감소)	761	358	-17	38
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-27	-53	-80	-80
기타재무활동	-892	-948	-1	0
현금의 증가	284	436	62	57
기초현금	238	522	958	1,020
기말현금	522	958	1,020	1,078

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

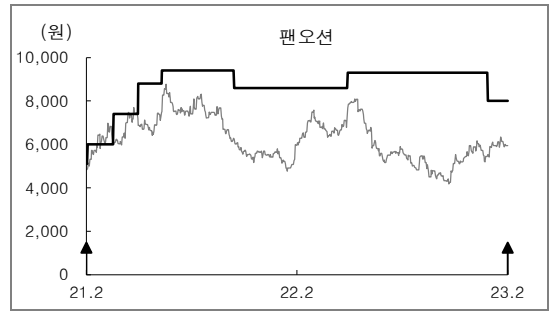
(십억원)	2021	2022P	2023F	2024F
유동자산	1,359	1,733	1,728	1,933
현금 및 현금성자산	522	958	1,020	1,078
매출채권 및 기타채권	251	242	221	267
재고자산	108	104	95	115
기타유동자산	478	429	392	473
비유동자산	5,130	6,573	6,960	7,410
관계기업투자등	127	122	111	135
유형자산	4,963	6,383	6,782	7,207
무형자산	6	8	8	8
자산총계	6,489	8,306	8,688	9,343
유동부채	1,149	1,096	1,027	1,178
매입채무 및 기타채무	254	244	223	270
단기금융부채	534	504	486	524
기타유동부채	361	348	318	384
비유동부채	1,743	2,129	2,127	2,132
장기금융부채	1,717	2,105	2,105	2,105
기타비유동부채	26	24	22	27
부채총계	2,892	3,225	3,154	3,310
지배주주지분	3,597	5,081	5,534	6,034
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	851	1,474	1,927	2,426
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	3,597	5,081	5,534	6,034

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022P	2023F	2024F
P/E (x)	5.3	4.5	6.0	10.9
P/CF (x)	3.1	2.3	6.2	10.8
P/B (x)	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	4.9	6.0	8.1	7.2
EPS (원)	1,028	1,267	997	542
CFPS (원)	1,772	2,446	964	548
BPS (원)	6,728	9,505	10,352	11,287
DPS (원)	100	150	150	150
배당성향 (%)	9.7	11.8	15.0	13.8
배당수익률 (%)	1.8	2.6	2.5	2.5
매출액증가율 (%)	84.9	39.1	-13.3	15.1
EBITDA증가율 (%)	106.1	-15.4	-26.4	12.1
조정영업이익증가율 (%)	154.4	37.8	-26.4	12.1
EPS증가율 (%)	493.7	23.3	-21.3	-45.6
매출채권 회전율 (회)	23.2	26.3	24.3	26.5
재고자산 회전율 (회)	55.8	60.5	55.9	61.1
매입채무 회전율 (회)	20.9	23.8	22.4	24.5
ROA (%)	9.9	9.2	6.3	6.4
ROE (%)	17.2	15.6	10.0	10.0
ROIC (%)	12.5	13.2	8.3	8.7
부채비율 (%)	80.4	63.5	57.0	54.8
유동비율 (%)	118.2	158.2	168.3	164.1
순차입금/자기자본 (%)	47.8	32.3	28.2	25.5
조정영업이익/금융비용 (x)	13.1	59.4	11.0	12.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
팬오션 (028670)				
2023.01.10	매수	8,000	-	-
2022.05.12	매수	9,300	-39.40	-13.01
2021.10.27	매수	8,600	-29.50	-11.86
2021.06.24	매수	9,400	-19.88	-6.70
2021.05.14	매수	8,800	-21.55	-15.00
2021.04.01	매수	7,400	-8.49	4.05
2021.02.15	매수	6,000	0.63	16.17
2020.08.14	매수	5,100	-19.77	6.47



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 팬오션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.