

# 팬오션 (028670.KS)

## 점점 누적될 공급 제한 요인

1분기 실적은 시장컨센서스 충족. 중국항 원자재 수요 부진과 장기용선 선대 감소 등으로 단기 실적 개선 폭은 아쉬우나, 발주 감소, 환경규제 등의 공급 제한 요인으로 인한 중장기 벌크선 운임 상승 방향성은 유효

Analyst 정연승  
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

### 단기 수요 우려가 존재하나, 중장기 공급 제한 요인 충분

투자 의견 Buy, 목표주가 7,200원 유지. 이익 추정치 변동 제한적. 단기 중국항 원자재 수요가 부진하고 가격 약세가 이어지면서 수요에 대한 우려가 확대

중장기 시황 강세 기대감은 유효. 핵심은 공급 축소. 신조선 발주 제한, 수주잔고 감소, 선박 환경규제(CII, 탄소집약도, 24년 시작)로 인해 2024년부터 공급 감소 효과가 확인될 전망. 중고선가 지수는 180.3p로 연초 이후 13% 상승하여, 현존선 가치 상승세를 증명. 단기 수요 불확실성에 따른 하반기 이익 개선폭 제한은 아쉬우나, 중장기 공급 요인이 누적되면서 장기 운임 레벨은 높아질 전망

### 1분기 시장컨센서스 충족, 장기용선 선대 축소는 아쉽다

1분기 매출액 9,964억원(-30.8% y-y), 영업이익 1,126억원(-33.4% y-y, 영업이익률 11.3%)을 기록하면서 시장컨센서스 충족. 부문별 실적: 벌크 매출액 6,879억원(-31% y-y), 영업이익 652억원(-47% y-y, OPM 9.5%) 기록. 1분기 낮아진 상황에도 불구하고 대선(선박 대선)을 통한 수익성 방어. 벌크선 운영 선대는 244척으로 전분기 대비 11척 증가하였으나, 장기용선 선대는 30척으로 감소. 탱커 매출액 825억원(+61% y-y), 영업이익 300억원(+329% y-y, OPM 36.4%) 기록

5/11일 기준, BDI는 1,640p로 반등 흐름을 이어가고 있으나, 강도 측면에서 아쉬우며, 장기 용선 선박 감소로 2분기 벌크선 영업이익 이익 개선폭은 제한될 전망. 2분기 탱커, 컨테이너 이익 감소로 전체 영업이익은 1,308억원으로 추정

### 팬오션 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P					2Q23E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	1,441	1,722	1,837	1,421	996	-30.8	-29.9	1,183	1,216	1,251
영업이익	169	239	224	157	113	-33.4	-28.4	106	112	131
영업이익률	11.7	13.9	12.2	11.1	11.3			8.9	9.2	10.5
세전이익	163	225	168	132	113	-30.5	-14.1	92	93	123
(지배)순이익	163	225	167	123	113	-30.5	-7.7	88	93	121

자료: 팬오션, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

목표주가	7,200원 (유지)		
현재가 (23/05/11)	5,220원		
업종	운수창고업		
KOSPI / KOSDAQ	2491 / 824.54		
시가총액(보통주)	2,790.5십억원		
발행주식수(보통주)	534.6백만주		
52주 최고가('22/05/24)	8,090원		
최저가('22/11/03)	4,180원		
평균거래대금(60일)	16,446백만원		
배당수익률(2023E)	2.9%		
외국인지분율	14.9%		
주요주주			
하림지주 외 10 인	54.8%		
국민연금공단	8.2%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-12.1	2.0	-28.1
상대수익률 (%p)	-12.9	1.6	-25.2

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	6,420	4,924	5,736	6,263
증감률	39.1	-23.3	16.5	9.2
영업이익	790	531	639	728
증감률	37.8	-32.8	20.4	14.0
영업이익률	12.3	10.8	11.1	11.6
(지배지분)순이익	677	494	602	694
EPS	1,267	924	1,126	1,298
증감률	23.3	-27.0	21.8	15.3
PER	4.5	5.6	4.6	4.0
PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.0	3.2	2.7	2.2
ROE	16.7	10.2	11.0	11.5
부채비율	68.0	55.4	48.1	41.7
순차입금	1,374	1,025	860	443

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## Summary

팬오션은 1966년 설립된 글로벌 Top-Tier 벌크선사. 글로벌 최고 수준의 우량한 재무구조를 보유하고 있으며, 대형 화주와의 장기운송계약을 통해 운송 선대 확장해 안정적인 수익 창출 가능. 벌크선 인도 감소와 중국 정부의 경기부양을 위한 재정정책 및 이에 따른 원자재 수요 개선이 결합되면서 중장기 벌크선 수급 개선 기대

## Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국 내 철강 가격 상승 및 수요 증가. 이에 따른 철광석 수요 증가
- 글로벌 경기 부양책 실시에 따른 원자재 수요 회복
- 벌크선 발주 감소, 선박 해체 증가로 수급 개선
- 원자재 공급처 다변화에 따른 수송 거리 확대

## Downside Risk

- 글로벌 경기 둔화에 따른 원자재 수요 감소
- 중장기 석탄 수요 감소에 따른 벌크선 수요 감소
- 환경 규제 대응 미흡에 따른 보유 선박 활용성 저하

## Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
팬오션	5.6	4.6	0.5	0.5	10.2	11.0
대한해운	3.1	2.7	0.4	0.3	12.3	12.5
Pacific Basin	5.2	4.2	0.9	0.8	17.7	19.5
Star Bulk Carrier	5.3	4.2	0.9	0.9	17.4	21.3
Golden Ocean	7.7	5.4	0.9	0.9	11.5	15.8

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

## Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	5.3	4.5	5.6	4.6	4.0
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
ROE	17.2	16.7	10.2	11.0	11.5
ROIC	12.8	14.5	9.0	10.2	11.1

자료: NH투자증권 리서치본부

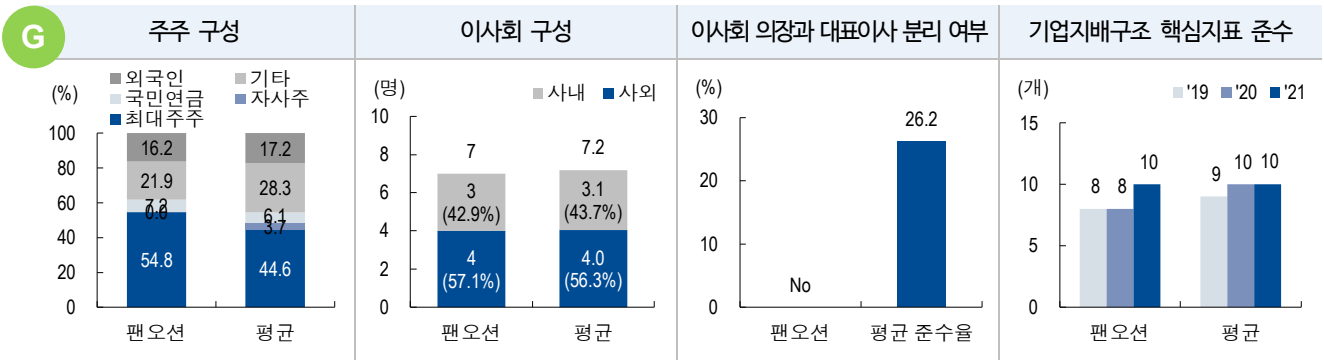
## Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

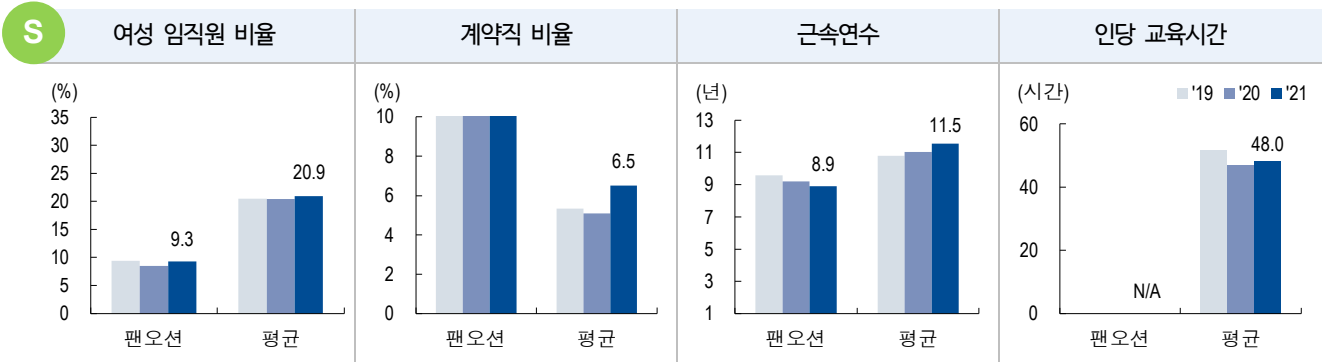
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,646	1,819	1,874	2,336	2,668	2,468	2,497	4,616	6,420
영업이익	216	229	168	195	204	210	225	573	790
영업이익률(%)	13.1	12.6	9.0	8.3	7.6	8.5	9.0	12.4	12.3
세전이익	790	48	99	143	149	148	92	550	688
순이익	786	46	97	141	149	148	91	549	677
자배지분순이익	786	46	98	143	152	152	93	549	677
EBITDA	375	392	337	363	372	413	453	933	1,456
CAPEX	42	55	99	106	165	217	290	334	345
Free Cash Flow	346	251	152	155	103	188	181	434	1,066
EPS(원)	6,060	125	184	268	285	284	173	1,028	1,267
BPS(원)	8,301	4,533	4,754	4,469	4,946	5,400	5,250	6,728	8,404
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	50	100	150
순차입금	-441	67	204	163	908	984	1,210	1,511	1,374
ROE(%)	110.6	2.4	4.0	5.8	6.1	5.5	3.3	17.2	16.7
ROIC(%)	12.2	6.2	4.4	5.4	6.0	5.9	5.9	12.8	14.5
배당성장률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	28.9	9.7	11.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.8	2.6
순차입금 비율(%)	-31.0	2.7	7.9	6.8	34.1	33.9	43.1	42.0	30.6

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

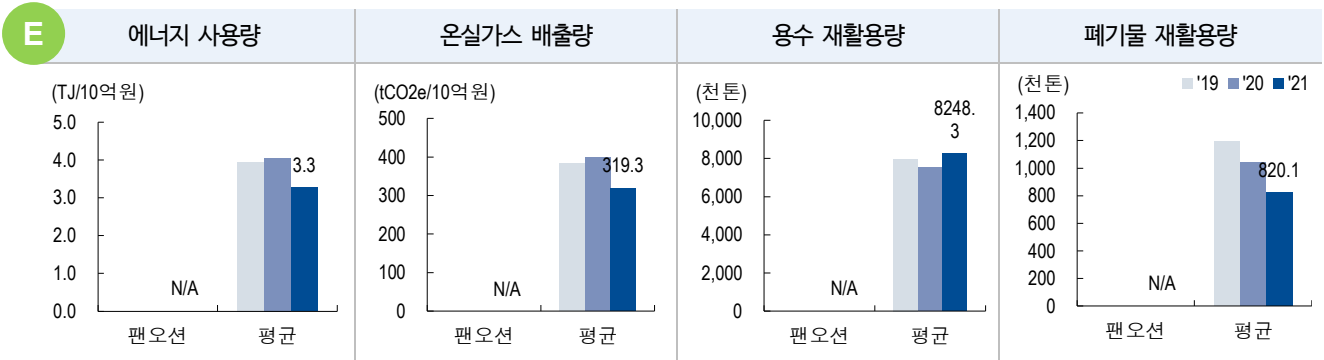
ESG Index & Event



주1: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 191개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 팬오션, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상  
 자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2018.1	- 노르웨이 연금기금 환경오염 유발 및 인권침해 의혹 등 윤리기준 위반을 이유로 팬오션을 투자대상에서 제외
	2021.5	- 세계 최초 풍력보조추진 선박 운항 도입. Vale社의 장기운송계약을 수행할 초대형광탄선에 로터세일 설비부착
S	2020.2	- 한국해양대학교 학생이 해외 승선 실습 중 고열로 인해 5일 만에 사망. 이에 동사의 부실 대응 논란
G	2013.6	- 팬오션(과거 STX계열) 법정관리 절차 돌입. 2015년 7월 하림그룹으로 편입되면서 법정관리 종결
	2019.12	- 예코캐피탈이 팬오션에 공정거래법을 위반한 의결권 행사함에 따라 공정위는 하림에 시정명령을 내림
	2020.11	- 한국기업지배구조원(KCGS)이 2020년 상장기업 ESG 평가에서 팬오션의 지배구조 등급을 A로 상향

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

표1. 팬오션 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2022	2023E	2024F	2025F
매출액	- 수정 후	6,420	4,924	5,736	6,263
	- 수정 전	-	5,844	6,786	7,363
	- 변동률	-	-15.7	-15.5	-14.9
영업이익	- 수정 후	790	531	639	728
	- 수정 전	-	549	658	731
	- 변동률	-	-3.3	-2.9	-0.4
영업이익률(수정 후)		12.3	10.8	11.1	11.6
EBITDA		1,456	1,206	1,350	1,450
(지배지분)순이익		677	494	602	694
EPS	- 수정 후	1,267	924	1,126	1,298
	- 수정 전	-	852	1,099	1,269
	- 변동률	-	8.5	2.5	2.4
PER		4.5	5.6	4.6	4.0
PBR		0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA		3.0	3.2	2.7	2.2
ROE		16.7	10.2	11.0	11.5

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

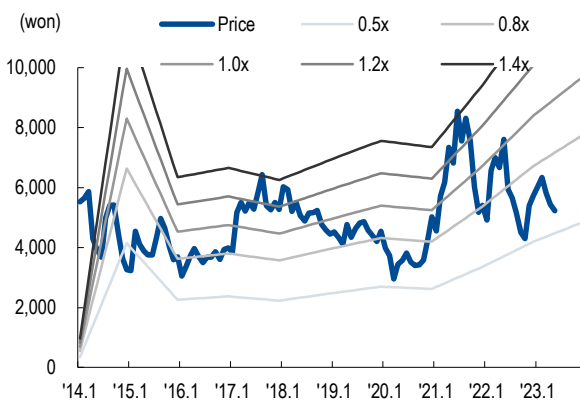
표2. 팬오션 목표주가 산정

(단위: %, 배, 원)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F	비고
ROE(%)	5.5	3.3	17.2	16.7	10.2	11.0	11.5	
지속가능 ROE(%)	8.6	12.4	14.7	12.6	10.9	11.2	10.8	향후 3개년 평균 무위험이자율 3.5%, 리스크프리미엄 7.0%
자기자본비용(COE, %)	12.4	12.3	11.9	11.9	13.3	13.3	13.3	베타 1.41 적용 글로벌 Peer 대비 낮은 배당 성향을 감안하여, 10% 할인율 적용
적정 PBR(배)	0.6	0.9	1.1	1.0	0.7	0.8	0.7	
BPS(원)	5,400	5,250	6,728	8,404	9,738	10,714	11,812	
BPS X 적정PBR(원)					7,164	8,056	8,594	
목표주가(원)					<b>7,200</b>			

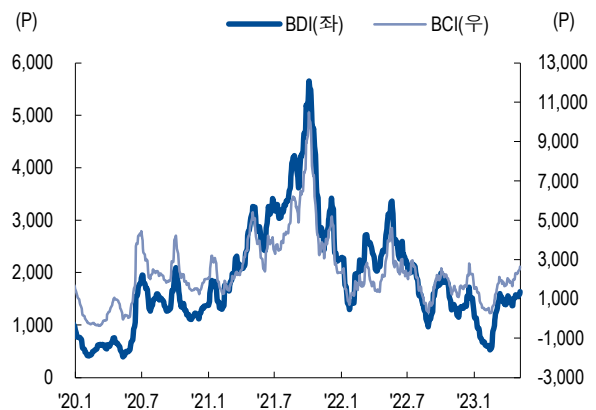
자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 팬오션 PBR Band 차트



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림2. Baltic Dry Index 추이



자료: BalticExchange, NH투자증권 리서치본부

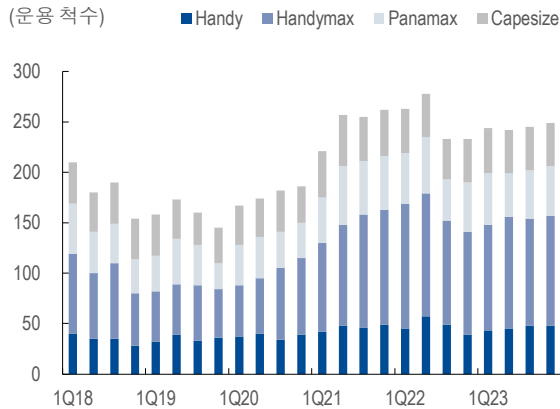
표3. 팬오션 분기별 실적 추이

(단위: P, %, 척, 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23F	4Q23F	2022	2023E	2024F
BDI Index	2,041.0	2,529.7	1,655.0	1,522.8	1,010.7	1,570.0	1,650.0	1,500.0	1,937.1	1,432.7	1,575.9
y-y(%)	17.8%	-9.4%	-55.7%	-56.5%	-50.5%	-37.9%	-0.3%	-1.5%	-34.1%	-26.0%	10.0%
운용 선대	263	278	233	233	244	242	245	249	233	249	260
사선(Open)	44	45	45	43	42	43	43	43	43	43	47
CVC 계약 선대	38	38	38	38	39	38	38	38	38	38	38
용선	181	195	150	152	163	161	164	168	152	168	175
<b>벌크선</b>											
매출액	991.4	1,202.9	1,326.9	943.0	687.9	850.7	976.6	925.3	4,464.2	3,440.5	4,220.9
영업이익	123.1	178.4	146.3	92.0	65.2	89.3	107.4	97.2	539.8	359.1	485.4
영업이익률(%)	12.4%	14.8%	11.0%	9.8%	9.5%	10.5%	11.0%	10.5%	12.1%	10.4%	11.5%
<b>컨테이너선</b>											
매출액	125.7	131.5	131.0	121.2	98.0	92.1	85.2	72.7	509.4	347.9	295.7
영업이익	33.7	39.8	37.7	26.6	12.5	7.4	2.6	1.5	137.8	23.9	5.9
영업이익률(%)	26.8%	30.3%	28.8%	21.9%	12.8%	8.0%	3.0%	2.0%	27.1%	6.9%	2.0%
<b>탱커선</b>											
매출액	51.2	67.5	86.8	100.4	82.5	87.8	95.5	105.4	305.9	371.2	389.7
영업이익	7.0	21.2	35.6	42.8	30.0	27.2	31.5	31.6	106.6	120.3	97.4
영업이익률(%)	13.7%	31.4%	41.0%	42.6%	36.4%	31.0%	33.0%	30.0%	34.8%	32.4%	25.0%
<b>팬오션 전체</b>											
매출액	1,440.9	1,722.2	1,836.5	1,420.7	996.4	1,251.3	1,377.1	1,299.4	6,420.3	4,924.1	5,736.4
영업이익	169.1	238.8	224.4	157.3	112.6	130.8	149.5	137.8	789.6	518.7	639.0
영업이익률(%)	11.7%	13.9%	12.2%	11.1%	11.3%	10.5%	10.9%	10.6%	12.3%	10.5%	11.1%

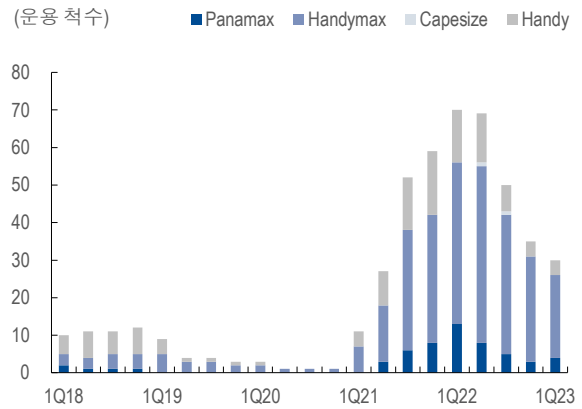
자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 팬오션 벌크선 운용 선대



자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 벌크선 장기 용선 계약 규모



자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	6,420	4,924	5,736	6,263
증감률 (%)	39.1	-23.3	16.5	9.2
매출원가	5,520	4,262	4,937	5,359
매출총이익	900	663	800	904
Gross 마진 (%)	14.0	13.5	13.9	14.4
판매비와 일반관리비	110	132	161	175
영업이익	790	531	639	728
증감률 (%)	37.8	-32.8	20.4	14.0
OP 마진 (%)	12.3	10.8	11.1	11.6
EBITDA	1,456	1,206	1,350	1,450
영업외손익	-102	-26	-18	-13
금융수익(비용)	-54	-35	-23	-18
기타영업외손익	-67	8	5	5
중속, 관계기업관련손익	19	0	0	0
세전계속사업이익	688	504	620	716
법인세비용	11	10	19	21
계속사업이익	677	494	602	694
당기순이익	677	494	602	694
증감률 (%)	23.3	-27.0	21.8	15.3
Net 마진 (%)	10.5	10.0	10.5	11.1
지배주주지분 순이익	677	494	602	694
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	273	299	0	0
총포괄이익	950	793	602	694

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	4.5	5.6	4.6	4.0
PBR(X)	0.7	0.5	0.5	0.4
PCR(X)	2.1	2.4	2.1	1.9
PSR(X)	0.5	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA(X)	3.0	3.2	2.7	2.2
EV/EBIT(X)	5.6	7.2	5.7	4.4
EPS(W)	1,267	924	1,126	1,298
BPS(W)	8,404	9,738	10,714	11,812
SPS(W)	12,010	9,212	10,731	11,716
자기자본이익률(ROE, %)	16.7	10.2	11.0	11.5
총자산이익률(ROA, %)	9.6	6.3	7.3	8.0
투자자본이익률(ROIC, %)	14.5	9.0	10.2	11.1
배당수익률(%)	2.6	2.9	2.9	3.8
배당성장률(%)	11.8	16.2	13.3	15.4
총현금배당금(십억원)	80.2	80.2	80.2	106.9
보통주 주당배당금(W)	150.0	150.0	150.0	200.0
순부채(현금)/자기자본(%)	30.6	19.7	15.0	7.0
총부채/자기자본(%)	68.0	55.4	48.1	41.7
이자발생부채	2,340	2,255	2,120	2,020
유동비율(%)	149.5	200.7	222.1	273.5
총발행주식수(mn)	534.6	534.6	534.6	534.6
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	5,730	5,220	5,220	5,220
시가총액(십억원)	3,063	2,790	2,790	2,790

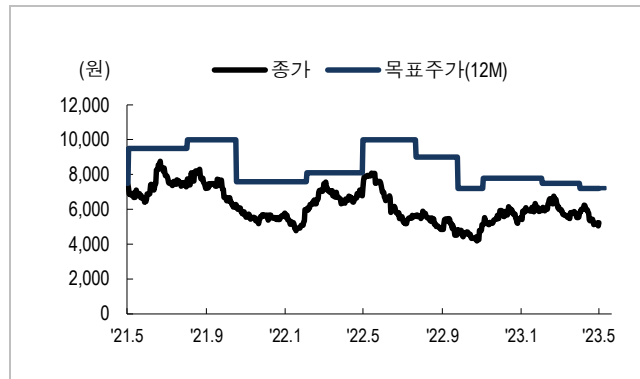
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	745	1,075	1,106	1,424
매출채권	268	214	249	272
유동자산	1,834	2,122	2,226	2,613
유형자산	5,444	5,717	6,007	6,086
투자자산	226	227	227	227
비유동자산	5,715	5,969	6,258	6,336
자산총계	7,549	8,091	8,483	8,949
단기성부채	532	448	388	362
매입채무	242	197	239	251
유동부채	1,227	1,057	1,002	956
장기성부채	1,808	1,807	1,732	1,658
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	1,830	1,828	1,754	1,679
부채총계	3,056	2,886	2,756	2,635
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,889	2,410	2,998
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,493	5,205	5,727	6,314

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	1,411	1,070	1,190	1,242
당기순이익	677	494	602	694
+ 유/무형자산상각비	666	675	711	721
+ 중속, 관계기업관련손익	-27	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-3	0	0
Gross Cash Flow	1,461	1,185	1,334	1,436
- 운전자본의증가(감소)	30	-43	-68	-118
투자활동 현금흐름	-577	-274	-944	-744
+ 유형자산 감소	17	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-345	-648	-1,000	-800
+ 투자자산의매각(취득)	-61	0	0	0
Free Cash Flow	1,066	422	190	442
Net Cash Flow	833	795	247	498
재무활동 현금흐름	-643	-165	-215	-180
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-643	-165	-215	-180
현금의증가	223	330	31	318
기말현금 및 현금성자산	745	1,075	1,106	1,424
기말 순부채(순현금)	1,374	1,025	860	443

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.04.12	Buy	7,200원(12개월)	-	-
2023.02.12	Buy	7,500원(12개월)	-19.9%	-9.9%
2022.11.13	Buy	7,800원(12개월)	-27.2%	-18.7%
2022.10.05	Buy	7,200원(12개월)	-36.7%	-28.9%
2022.08.01	Buy	9,000원(12개월)	-41.2%	-34.4%
2022.05.11	Buy	10,000원(12개월)	-34.6%	-19.1%
2022.02.13	Buy	8,100원(12개월)	-17.1%	-6.4%
2021.10.27	Buy	7,600원(12개월)	-27.4%	-20.0%
2021.08.12	Buy	10,000원(12개월)	-26.7%	-16.9%
2021.05.13	Buy	9,500원(12개월)	-22.2%	-7.7%

## 팬오션 (028670.KS)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 5월 5일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '팬오션'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.