

# 팬오션 (028670)

양지환 jhwan.yang@daishin.com  
이지니 jini.lee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**6,700**

상향

현재주가

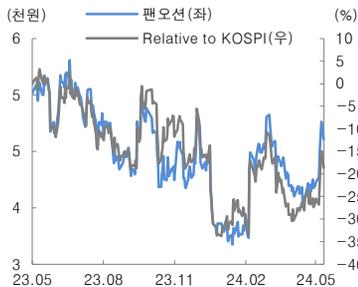
**4,625**

(24.05.13)

운송업종

KOSPI	2727.21
시가총액	2,472십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	535십억원
52주 최고/최저	5,470원 / 3,510원
120일 평균거래대금	301억원
외국인지분율	14.10%
주요주주	하림지주 외 12 인 54.92% 국민연금공단 7.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.2	5.0	3.7	-11.6
상대수익률	12.3	2.0	-8.6	-19.7



## 좋아지기 위한 준비 끝

- 2024년 1분기 영업이익 982억원으로 당사 추정 상회, 시장 기대 부합
- Tanker와 LNG 영업이익률 약 39%의 깜짝 수익성 보여주며 추정 상회
- 1분기말 운영선대 279척으로 확대. 2분기 Dry Bulk 대폭 개선 전망

### 투자 의견 매수 유지, 목표주가 6,700원으로 3.1% 상향

목표주가 상향은 2024년 1분기 실적이 당사 추정치를 상회함에 따라 2024년 연간 실적 추정치 조정에 따른 것이며, 24년 추정 BPS에 Target PBR 0.7x 적용

팬오션의 2024년 1분기 영업이익은 당사의 추정을 약 11% 상회하는 양호한 실적 시현. 추정 상회의 주된 이유는 1) Tanker와 LNG부문의 영업이익률이 약 39%를 기록하는 깜짝 실적을 기록한 데 기인. Tight한 수급여건으로 Wet Bulk 시황의 호조세가 지속되고 있어 하반기에도 높은 수익성 유지 전망. 특히 LNG의 경우 2024년 3분기 2척, 4분기 4척의 신조선 인도가 예정되어 있어 하반기로 갈수록 매출도 크게 증가할 전망

주력 사업부문인 Dry-Bulker 시황이 견조한 흐름을 보였으나, Cape선형 위주의 시황 상승으로 동사의 실적은 제한적 개선. 또한 24년 1분기 시황을 다소 보수적으로 예측하며 선 화물 확보, TC Out 비중이 늘어난 점도 외형 및 수익성 개선을 제한한 요인으로 판단

2분기부터 늘어난 건화물 선대(장기용선 22척, 단기용선 142척)의 영업 레버리지 효과 본격화로 실적 크게 개선 전망함. 적극적인 대응 필요한 시점

### 2024년 1분기 Wet-Bulk호조로 당사 추정치 상회하는 양호한 실적 시현

팬오션의 2024년 1분기 실적은 매출액 9,755억원, 영업이익 981억원을 기록. 사업부문별로 [Bulk] 매출액 6,260억원, 영업이익 533억원, [컨테이너] 매출액 803억원, 영업손실 5억원, [탱커] 매출액 983억원, 영업이익 382억원, [LNG] 매출액 193억원, 영업이익 75억원 시현 (자세한 내용은 2page Table참조)

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	잠정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	996	1,028	976	975	-2.1	-5.1	1,090	1,209	-1.3	23.9
영업이익	113	69	88	98	-12.8	42.9	95	135	7.6	37.1
순이익	113	15	52	60	-46.7	290.7	64	98	6.6	62.3

자료: 팬오션, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	6,420	4,361	4,690	4,784	4,866
영업이익	790	386	536	612	624
세전순이익	688	248	393	477	495
총당기순이익	677	245	388	470	488
자배지분순이익	677	245	388	470	488
EPS	1,267	458	725	880	914
PER	4.5	8.1	6.6	5.5	5.3
BPS	8,404	8,817	9,575	10,436	11,315
PBR	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE	16.7	5.3	7.9	8.8	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 팬오션, 대신증권 Research Center

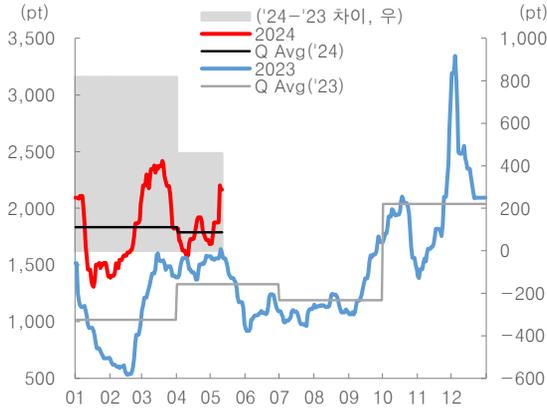
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	4,818	4,986	4,690	4,784	-2.7	-4.0
판매비와 관리비	95	101	111	113	16.9	12.1
영업이익	527	619	536	612	1.8	-1.2
영업이익률	10.9	12.4	11.4	12.8	0.5	0.4
영업외손익	-143	-135	-143	-135	적자유지	적자유지
세전순이익	384	484	393	477	2.5	-1.5
자비차분순이익	378	478	388	470	2.5	-1.5
순이익률	7.9	9.6	8.3	9.8	0.4	0.3
EPS(자비차분순이익)	708	893	725	880	2.5	-1.5

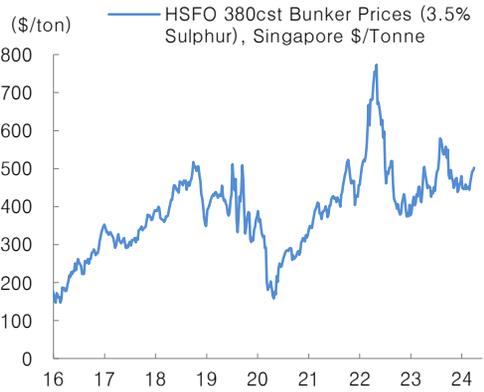
자료: 팬오션 대신증권 Research Center

최근 2개년 BDI 추이 및 분기 평균 BDI



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

HSFO 380 Bunker Prices Singapore 추이



자료: Clarksons, 대신증권 Research Center

표 1. Dry Bulk Demand Outlook

(단위: 백만톤, %)

Dry bulk trade	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	23Y % chg	24Y % chg	25Y % chg
Iron Ore	1,508	1,528	1,478	1,543	1,544	1,545	4.4	0.1	0.1
Total Coal	1,181	1,226	1,229	1,315	1,321	1,304	7.0	0.5	-1.3
Steam Coal	930	960	964	1,053	1,054	1,034	9.2	0.1	-1.9
Cocking coal	251	266	265	262	267	270	-1.1	1.9	1.1
Grain	524	530	516	524	535	561	1.6	2.1	4.9
Major Bulks	3,213	3,286	3,221	3,382	3,399	3,410	5.0	0.5	0.3
% change	-0.7	2.3	-2.0	5.0	0.5	0.3			
Minor bulks	2,093	2,199	2,114	2,136	2,210	2,278	1.0	3.5	3.1
% change	-0.3	5.1	-3.9	1.0	3.5	3.1			
Total dry bulk	5,306	5,484	5,335	5,518	5,609	5,688	3.4	1.6	1.4
% change	-0.5	3.4	-2.7	3.4	1.6	1.4			
Est. bn tonne miles	28,314	29,324	29,014	30,305	31,096	31,532	4.4	2.6	1.4
% change	1.7	3.6	-1.1	4.4	2.6	1.4			

자료: Clarkson 4월호, 대신증권 Research Center

표 2. 팬오션 분기별 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
KRW/USD	Average	1,277	1,315	1,312	1,321	1,329	1,360	1,320	1,300	1,291	1,306	1,327
BDI	Average	1,011	1,313	1,197	2,033	1,824	2,350	2,200	2,480	1,937	1,389	2,214
매출액		<b>996</b>	<b>1,225</b>	<b>1,112</b>	<b>1,028</b>	<b>975</b>	<b>1,209</b>	<b>1,276</b>	<b>1,229</b>	<b>6,420</b>	<b>4,361</b>	<b>4,690</b>
% yoy		-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	-2.1	-1.3	14.8	19.6	39.1	-32.1	7.5
영업이익		<b>113</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>69</b>	<b>98</b>	<b>135</b>	<b>151</b>	<b>152</b>	<b>790</b>	<b>386</b>	<b>536</b>
OPM		11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.1	11.8	12.4	12.3	8.8	11.4
% yoy		-33.4	-47.6	-64.6	-56.3	-12.8	7.6	89.9	121.8	37.8	-51.1	38.9
<b>사업부문별 매출액(십억원)</b>												
해운	벌크	761	857	765	636	686	816	899	839	4,824	3,019	3,240
	컨테이너 (한중일, 동남아)	98	97	84	87	80	86	88	85	509	366	339
	유조선	83	87	86	88	98	91	91	91	306	343	370
	해운기타 (LNG, PCC 등)	22	18	20	23	19	20	24	24	172	83	88
	비벌크 합	202	201	190	198	198	197	203	200	987	791	797
	소계	963	1,058	955	834	884	1,013	1,101	1,039	5,811	3,811	4,037
	곡물사업	49	182	174	124	100	203	189	132	702	529	624
	임대 및 대리점 수익	57	68	62	81	52	66	60	75	267	268	254
	합계	<b>996</b>	<b>1,225</b>	<b>1,112</b>	<b>1,028</b>	<b>975</b>	<b>1,209</b>	<b>1,276</b>	<b>1,229</b>	<b>6,420</b>	<b>4,361</b>	<b>4,690</b>
<b>사업부문별 영업이익(십억원)</b>												
해운	벌크	66	77	55	44	54	98	112	113	540	243	377
	컨테이너	13	7	-6	-4	-1	-1	0	1	138	9	0
	유조선(탱커)	30	32	25	25	38	32	32	32	107	112	134
	해운기타	6	6	6	6	7	6	8	8	6	24	29
	비벌크 합	49	44	25	27	45	38	40	40	250	144	163
	소계	115	121	80	71	99	136	152	154	790	387	540
	곡물사업	-1	3	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-2	-3
	합계	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>69</b>	<b>98</b>	<b>135</b>	<b>151</b>	<b>152</b>	<b>790</b>	<b>386</b>	<b>536</b>
	<b>사업부문별 영업이익률(%)</b>											
해운	벌크	8.7	9.0	7.2	7.0	7.9	12.0	12.5	13.5	11.2	8.0	11.7
	컨테이너	12.8	7.3	-7.5	-4.7	-0.7	-1.0	0.5	1.0	27.1	2.5	0.0
	유조선(탱커)	36.4	36.4	29.0	28.5	38.8	35.5	34.8	35.0	34.9	32.5	36.1
	해운기타	27.7	31.3	30.5	25.0	38.9	32.0	31.5	31.5	3.2	28.4	33.2
	비벌크 합	24.0	22.0	13.0	13.5	22.8	19.2	19.5	20.1	25.3	18.2	20.4
	소계	11.9	11.5	8.4	8.5	11.2	13.4	13.8	14.8	13.6	10.2	13.4
	곡물사업	-2.5	1.7	-0.4	-1.1	-0.8	-0.4	-0.3	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4
	합계	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.1	11.8	12.4	12.3	8.8	11.4
	<b>매출추정</b>											
	Dry Bulk(\$mn)	<b>596</b>	<b>652</b>	<b>583</b>	<b>522</b>	<b>516</b>	<b>600</b>	<b>681</b>	<b>646</b>	<b>3,738</b>	<b>2,313</b>	<b>2,443</b>
	Dry Bulk(척)	<b>244</b>	<b>262</b>	<b>201</b>	<b>193</b>	<b>240</b>	<b>245</b>	<b>251</b>	<b>246</b>	<b>1,002</b>	<b>900</b>	<b>982</b>
Owned Ship	Handysize	13	13	10	9	8	8	8	8	52	45	32
	Handymax	21	21	21	21	20	21	21	21	88	84	83
	Panamax	13	13	15	14	14	14	14	14	55	55	56
	Capesize	34	34	34	34	34	34	34	34	136	136	136
	Sub total	81	81	80	78	76	77	77	77	331	320	307
Chartered Ship	Handysize	30	41	17	22	34	34	36	35	147	110	139
	Handymax	84	86	63	60	88	88	90	88	361	293	354
	Panamax	38	32	31	26	26	28	30	30	132	127	114
	Capesize	11	22	10	7	16	18	18	16	31	50	68
Sub total	163	181	121	115	164	168	174	169	671	580	675	
<b>운항가능일수</b>												
Bulk	사선	7,290	7,371	7,360	7,176	6,840	7,007	7,084	7,084	30,205	29,197	28,015
	용선	14,670	16,471	11,132	10,580	14,760	15,288	16,008	15,548	61,175	52,853	61,604
	소계	21,960	23,842	18,492	17,756	21,600	22,295	23,092	22,632	91,380	82,050	89,619
<b>실제운항일수</b>												
Bulk	사선	7,290	7,371	7,360	7,176	6,840	7,007	7,084	7,084	30,205	29,197	28,015
	용선	14,336	15,993	11,931	10,402	14,431	14,821	17,116	15,322	61,284	52,662	61,690
	소계	21,626	23,364	19,291	17,578	21,271	21,828	24,200	22,406	91,489	81,859	89,705

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

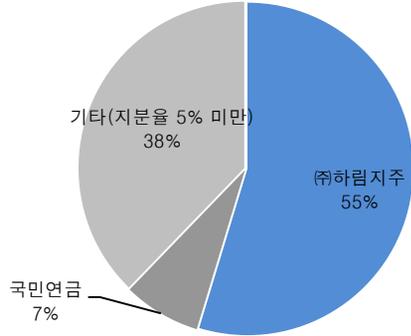
- 팬오션은 주력사업인 건화물 해상운송 서비스를 바탕으로 연간 약 1억톤 이상의 화물을 운송하며 벌크선 서비스 뿐 아니라 컨테이너선, 탱커선, LNG 선 중량을 운반선 서비스와 같은 고부가가치선 분야에서 영위 중
- 철광석, 석탄, 곡물, 비료, 원목 등의 벌크 화물을 운송
- 2010년 세계 최대 펄프생산 업체인 브라질 Flordia 회사와 장기운송계약을 체결한 것을 시작으로 브라질 Vale 회사도 지속적으로 장기운송계약을 체결하며 안정적인 성장 기반 구축

주가 변동요인

- BDI
- 장기계약물량 확보에 따른 실적 증가
- 원/달러환율(기능통화제 채택으로 원화인출 시 수혜)

자료: 팬오션 대신증권 Research Center

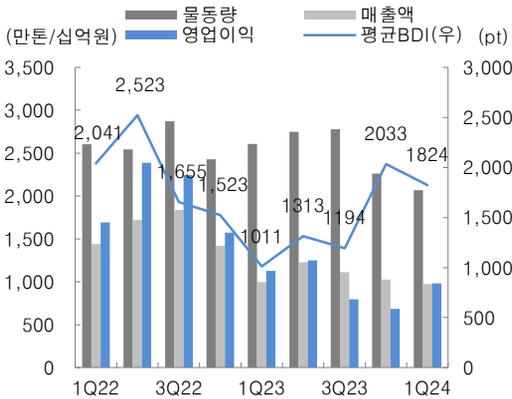
팬오션 주요주주



자료: 팬오션 대신증권 Research Center

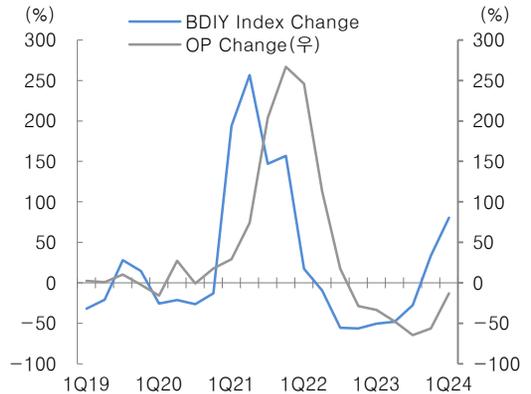
Earnings Driver

팬오션 매출 및 영업이익 추이



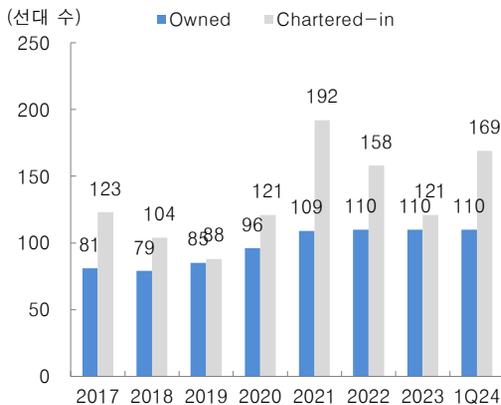
자료: 팬오션 대신증권 Research Center

BDI와 팬오션 영업이익 변화 추이



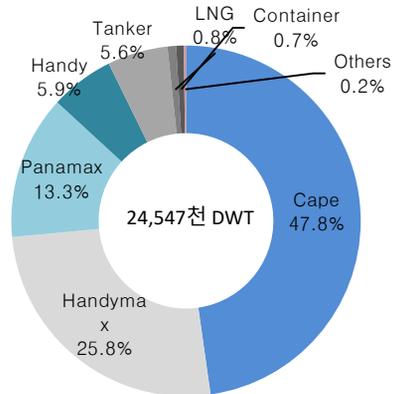
자료: 팬오션 대신증권 Research Center

팬오션의 운용선대 변화 추이



자료: 팬오션 대신증권 Research Center

팬오션의 운용선대(DWT)



자료: 팬오션 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	6,420	4,361	4,690	4,784	4,866
매출원가	5,520	3,861	4,043	4,059	4,128
매출총이익	900	500	647	725	738
판매비와판매비	110	114	111	113	114
영업이익	790	386	536	612	624
영업외수익	123	88	114	128	128
EBITDA	1,456	876	1,002	1,072	1,079
영업외손익	-102	-137	-143	-135	-129
관계기업손익	19	-3	-3	-3	-3
금융수익	97	83	72	72	72
외환평가이익	0	5	4	4	4
금융비용	-151	-157	-155	-150	-148
외환평가손실	74	32	32	32	32
기타	-67	-60	-57	-53	-50
법인세비용차감전순이익	688	248	393	477	495
법인세비용	-11	-3	-5	-7	-7
계속사업순이익	677	245	388	470	488
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	677	245	388	470	488
당기순이익	105	56	83	98	100
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	677	245	388	470	488
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	27	6	6	6	6
포괄순이익	950	301	443	526	544
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	950	301	443	526	544

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,267	458	725	880	914
PER	45	8.1	6.6	5.5	5.3
BPS	8,404	8,817	9,575	10,436	11,315
PBR	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	2,724	1,639	1,875	2,006	2,019
EV/EBITDA	3.0	3.9	3.3	2.6	2.1
SPS	12,010	8,158	8,773	8,949	9,103
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
CFPS	2,733	1,642	1,863	2,001	2,020
DPS	150	85	150	180	180

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	39.1	-32.1	7.5	2.0	1.7
영업이익 증/감	37.8	-51.1	38.9	14.2	2.0
순이익 증/감	23.3	-63.8	58.1	21.4	3.8
수익성					
ROIC	14.4	6.5	8.8	10.2	10.5
ROA	11.2	5.0	6.6	7.2	7.1
ROE	16.7	5.3	7.9	8.8	8.4
안정성					
부채비율	68.0	66.6	62.6	54.4	48.8
순차입금비율	28.9	29.6	16.4	5.9	-3.0
이자보상비율	10.4	3.1	4.4	5.2	5.4

자료: 팬오션 대안증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,834	1,757	2,290	2,633	3,068
현금및현금성자산	745	953	1,550	1,878	2,298
매출채권 및 기타채권	275	231	248	253	257
재고자산	129	119	128	131	133
기타유동자산	686	454	363	371	380
비유동자산	5,715	6,097	6,034	5,979	5,932
유형자산	5,444	5,841	5,773	5,711	5,655
관계기업투자지급	145	136	133	131	128
기타비유동자산	126	120	128	138	150
자산총계	7,549	7,854	8,324	8,613	9,001
유동부채	1,227	1,294	1,284	1,231	1,199
매입채무 및 기타채무	420	457	474	478	482
차입금	0	64	64	64	64
유동상채무	321	409	370	300	250
기타유동부채	486	363	375	388	402
비유동부채	1,830	1,847	1,922	1,802	1,753
차입금	255	118	168	148	148
잔존증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,575	1,728	1,753	1,654	1,605
부채총계	3,056	3,141	3,206	3,034	2,952
자본부분	4,493	4,713	5,119	5,579	6,049
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,638	1,980	2,371	2,763
기타자본변동	541	598	662	732	809
비재계부분	0	0	0	0	0
재계부분	4,493	4,713	5,119	5,579	6,049
순차입금	1,297	1,397	841	330	-182

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,411	751	884	968	981
당기순이익	677	245	388	470	488
비현금항목의기감	784	633	608	599	591
감가상각비	666	490	466	460	455
외환손익	-10	-6	-7	-7	-7
지분법평가손익	-19	3	3	3	3
기타	146	145	146	143	140
자산부채의증감	30	23	-21	-14	-14
기타현금흐름	-80	-150	-91	-87	-85
투자활동 현금흐름	-577	-84	-389	-389	-389
투자자산	-285	223	2	2	2
유형자산	-328	-311	-398	-398	-398
기타	35	4	7	7	7
재무활동 현금흐름	-643	-470	-278	-414	-390
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-183	-146	50	-20	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-53	-80	-45	-80	-96
기타	-406	-244	-283	-314	-294
현금의증감	223	208	597	328	420
기초 현금	522	745	953	1,550	1,878
기말 현금	745	953	1,550	1,878	2,298
NOPLAT	777	380	529	603	616
FCF	1,098	554	595	664	671

[Compliance Notice]

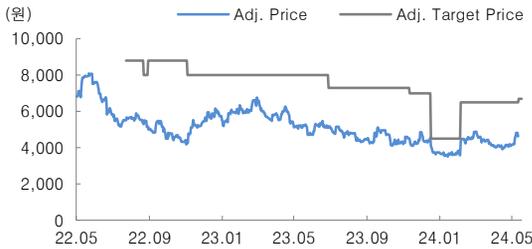
금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

팬오션(028670) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.05.14	24.02.13	24.02.07	23.12.19	23.12.02	23.11.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Buy	Buy
목표주가	6,700	6,500	6,500	4,500	7,000	7,000
과다율(평균%)		(33.33)	(31.58)	(17.89)	(37.74)	(38.32)
과다율(최대/최소%)		(24.77)	(30.92)	(22.00)	(30.79)	(30.79)
제시일자	23.09.21	23.08.14	23.06.30	23.06.08	23.05.12	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	7,300	7,300	7,300	8,000	8,000	8,000
과다율(평균%)	(36.87)	(35.95)	(33.14)	(35.85)	(37.03)	
과다율(최대/최소%)	(29.32)	(29.32)	(29.32)	(31.63)	(34.00)	
제시일자	23.05.05	23.04.08	23.02.12	23.01.23	22.11.14	22.11.05
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
과다율(평균%)	(35.63)	(28.11)	(28.06)	(29.82)	(31.06)	(39.63)
과다율(최대/최소%)	(34.75)	(15.50)	(15.50)	(20.75)	(22.88)	(36.00)
제시일자	22.08.31	22.08.24	22.07.29	22.07.25		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	8,800	8,000	8,800	8,800		
과다율(평균%)	(45.63)	(33.53)	(36.34)	(36.14)		
과다율(최대/최소%)	(37.73)	(31.13)	(32.95)	(35.68)		

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240511)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.0%	5.0%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상