

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeeasset.com

028670 · 해운

# 팬오션

## 실적 부진보다 리스크 완화에 주목

(유지) 매수	목표주가 5,600원	상승여력 24.7%	현재주가(24/2/8) 4,490원				
KOSPI	2,620.32	시가총액(십억원)	2,400	발행주식수(백만주)	535	외국인 보유비중(%)	15.4

### Report summary

#### 4Q23 Review: 시황 반등에도 나타난 실망스러운 실적

팬오션의 4Q23 매출액은 1조 282억원(-28% YoY)을 기록했다. 건화물선 매출액이 -33% YoY 감소했다. 평균 BDI가 2,033pt로 상승했으나, 선대 규모 축소로 인해 매출 부진이 지속되었다. 영업이익은 687억원(-56% YoY)을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 시황 반등에 대응하지 못한 건화물선의 영업이익은 443억원(-33% YoY)으로 감소했고 컨테이너(영업손실 41억원) 부문의 손실도 이어졌다.

#### 목표 주가 5,600원 및 매수 의견 유지

2024년 영업이익 전망치를 -16.6% 하향 조정한다. 목표주가 산정 기준일을 변경하며 목표주가 5,600원 및 매수 의견은 유지한다. 최근 반등에도 불구하고 현 주가는 PBR 0.46배의 절대적 저평가 상태이다. 공급 측면에서 수급 개선 요인이 가시화될 경우 추가 반등도 가능하다. HMM 인수에 따른 유상증자 리스크가 제거된 점도 긍정적이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	21.2	-6.2	-24.5
상대주가	18.8	-7.8	-28.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (십억원)	4,616	6,420	4,361	4,601	4,707
영업이익 (십억원)	573	790	386	386	425
영업이익률 (%)	12.4	12.3	8.9	8.4	9.0
순이익 (십억원)	549	677	245	312	334
EPS (원)	1,028	1,267	458	583	624
ROE (%)	17.2	16.7	5.2	6.1	6.3
P/E (배)	5.3	4.5	8.1	7.7	7.2
P/B (배)	0.8	0.7	0.4	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.8	2.6	4.0	3.3	3.3

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

### 4Q23 Review: 시장 반등에도 부진한 실적

팬오션의 4Q23 매출액은 1조 282억원을 기록했다. 전년 동기 대비 -28% 감소한 수치다. 건화물선 매출액이 -33% YoY 감소했다. 평균 BDI가 2,033pt로 상승했으나, 2023년말 선대 규모는 231척으로 전년 대비 37척 감소했다. 운항 일수 감소에 따라 물동량 감소가 있었을 것으로 추정된다. 시황 부진이 이어진 탱커선 및 컨테이너선의 매출액도 각각 -13% YoY, -28% YoY 감소했다.

영업이익은 687억원(-56% YoY)을 기록하며 전 분기(영업이익 795억원)에 이어 또 한번 시장 기대치(1,043억원)를 하회했다. 시황 반등에도 불구하고, 건화물선의 영업이익은 443억원(-33% YoY)으로 감소했다. 중국의 부양책에 따른 4Q23의 급격한 시장 반등에 대응하지 못한 것으로 보인다.

탱커 역시 약간의 시장 반등에 큰 수혜를 보지 못하고 전 분기와 유사한 영업이익(250억원)을 기록했다. 컨테이너(영업손실 41억원)는 손실폭이 축소되었으나 3Q23부터 발생한 적자를 이어갔다.

표 1. 4Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,421	1,112	1,028	1,126	1,138	-27.6	-7.5
영업이익	157	79	69	109	104	-56.4	-13.8
영업이익률 (%)	11.1	7.1	6.7	9.7	9.2	-4.4	-0.5
세전이익	132	25	18	97	81	-86.3	-27.0
순이익	123	25	16	95	76	-87.4	-36.7

주: K-IFRS 연결 기준  
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	4,459	4,634	4,361	4,601	-2.2	-0.7	4Q23 반영
영업이익	426	463	386	386	-9.6	-16.5	건화물 마진 하향
세전이익	328	419	248	331	-24.2	-21.0	
순이익	325	413	245	312	-24.5	-24.6	
EPS (KRW)	607	387	458	583	-24.5	-24.6	

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

### 반등에 대한 기대: 건화물, 컨테이너 모두 반등 가능

2023년 말 본격화된 수에즈 운항 차질은 해운 수급 호전 및 실적 개선으로 이어질 수 있을 것이다. 운하 운항 차질의 가장 즉각적인 영향을 받는 컨테이너선의 경우 최근 운임이 급등하여, 1Q24부터 적자를 탈피할 수 있을 것으로 기대한다.

건화물선은 상대적으로 파편화된 성격으로 수에즈 운하를 통과하는 선박 비중이 높은 편이다. 그럼에도 공급 축소 효과를 일부 기대할 수는 있다. 2Q24 이후 온실가스 배출 규제가 본격화되면서 낮은 등급의 선박 운행 차질이 본격화될 전망이다. 건화물선은 신규 선박 발주가 저조하기 때문에 환경 규제의 영향이 더 크다. 아직 중국발 수요 개선 신호는 강하지 않다. 공급 제한 효과로 시황과 실적은 어느정도 하방 경직성을 확보할 수 있을 전망이다.

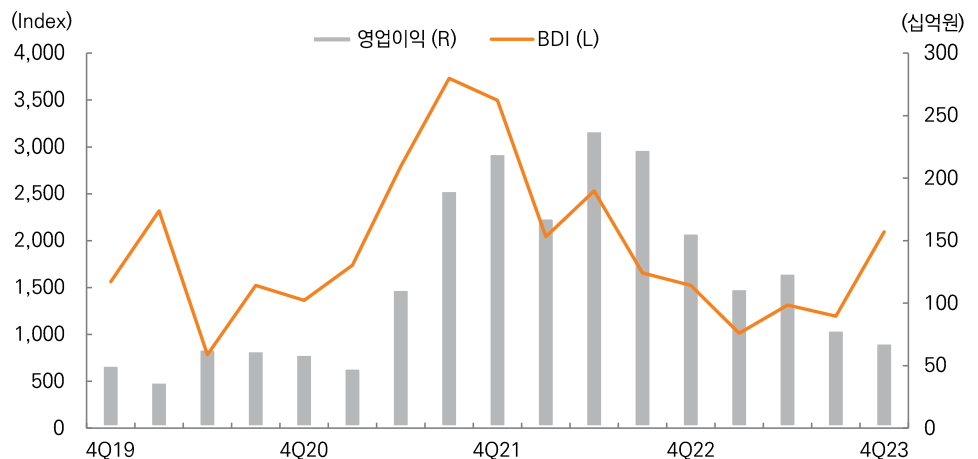
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024F	2025F
매출액	996	1,225	1,112	1,028	1,054	1,289	1,161	1,097	4,361	4,601	4,707
벌크	688	774	685	636	740	842	731	707	2,783	3,020	3,095
탱커	83	87	86	88	92	92	92	104	343	380	393
컨테이너	98	97	84	87	92	83	76	65	366	314	314
기타	128	267	257	218	131	273	262	222	870	887	905
영업이익	113	125	79	69	86	105	96	99	386	386	425
벌크	65	77	55	44	56	72	68	71	242	266	324
탱커	30	32	25	25	27	27	18	18	112	89	100
컨테이너	13	13	-6	-4	2	2	4	5	15	13	21
기타	5	4	6	3	2	5	6	6	18	18	-19
세전이익	113	92	25	18	72	89	81	88	248	331	355
순이익(지배)	113	92	25	16	69	85	76	82	245	312	334
영업이익률	11.3	10.2	7.1	6.7	8.2	8.1	8.3	9.0	8.8	8.4	9.0
순이익률(지배)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.6	6.6	6.5	7.4	5.6	6.8	7.1

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 팬오션 영업이익 vs. BDI

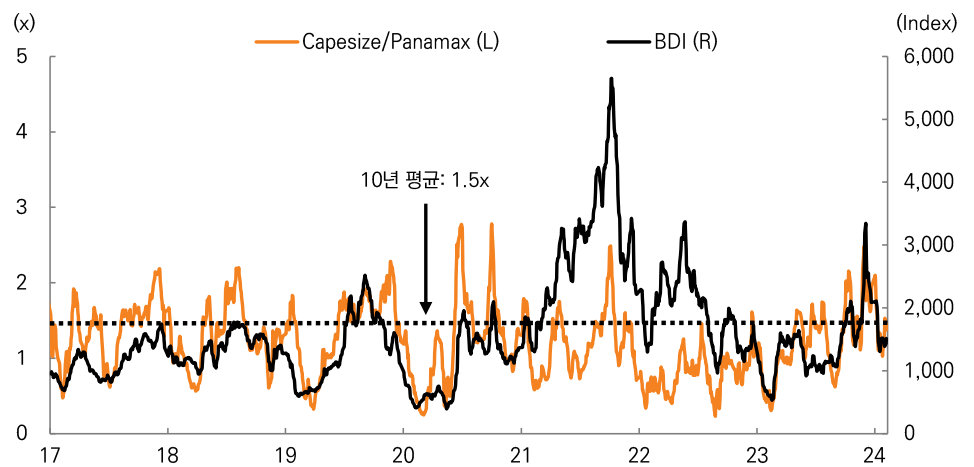


자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

### 목표주가 5,600원 및 매수 의견 유지: 최악은 지는 국면

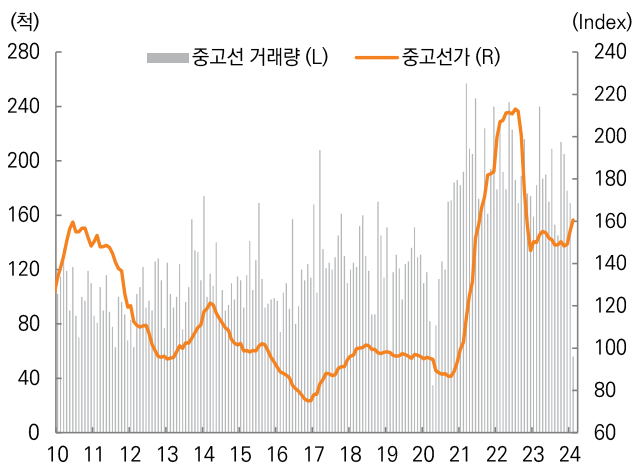
목표주가 5,600원 및 매수 의견을 유지한다. 목표주가는 2024년 영업이익 전망치를 -16.6% 하향 조정했다. 목표주가 산출을 위한 실적 산정일을 4Q24 말로 변경하면서 목표주가는 유지되었다. 최근 하림 그룹의 HMM 그룹 인수 리스크가 완화되고 있다. 유상증자에 따른 희석 리스크도 사실상 사라지며, 리스크 완화에 따라 주가가 단기 급등했다. 하지만 PBR 0.46배인 동사의 주가는 여전히 극단적인 저평가 상태이다. 수급 개선에 따른 시장 반등 시현 시 주가 추가 반등 가능성은 충분하다.

그림 2. Capesize/Panamax 상대지표



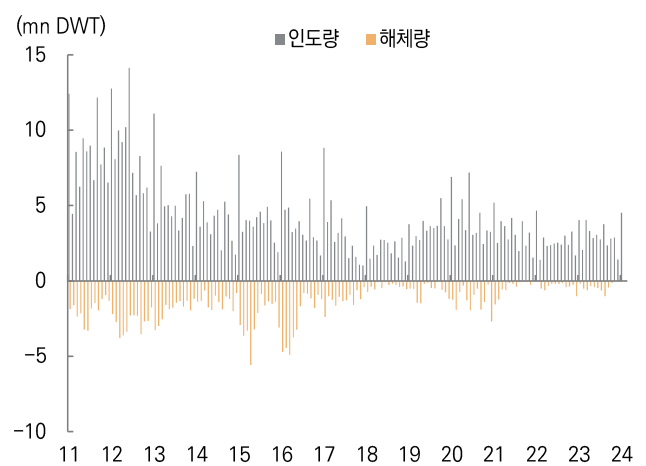
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중고선 거래량 vs. 중고선가



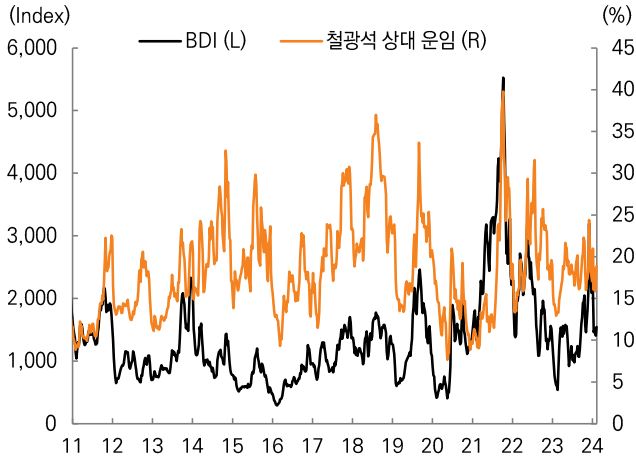
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 벌크선 신규 인도량 vs. 해체량



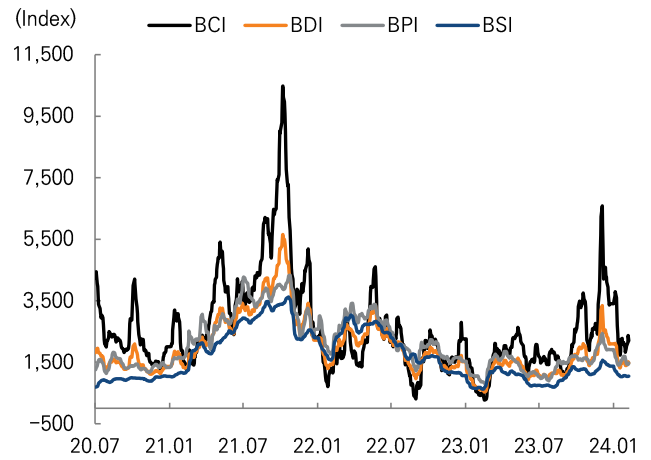
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 철광석 vs. 운임 상대가격



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. BDI vs. BCI vs. BPI vs. BSI



자료: Thomson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 팬오션 보유 선대

(척)

	사선(CVC)	용선(1년이상*)	합계	
Dry bulk	Handy (10 ~ 40K)	9	22(3)	31
	Handymax (40 ~ 70K)	21(10)	60(14)	81
	Panamax (70K ~ 100K)	14(2)	26(3)	40
	Cape (100K~)	34(26)	7	41
Dry bulk Total	78(38)	115(20)	193	
Non-bulk	VLCC	2	-	2
	MR tanker	12	2(1)	14
	Chemical tanker	6	1(1)	7
	Container	7	2(1)	9
	Heavy lift	2	-	2
LNG	3(3)	1(1)	4	
Non-dry bulk total	32(3)	6(4)	38	
Total	110(41)	121(24)	231	

주1: 2023년 4분기말 기준/주2: 1년 이상 장기용선 총 계약기간 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 장기 운송 계약 현황

회주명	선박(척)	잔여 기간(년)	투입 선박	비고
Vale	16	14.9	400K 8척, 325K 6척, 208K 2척	16척 Scrubber 설치
Suzano	10	12.5	62K 5척, 57K 5척	10척 VLSFO
발전자회사	6	6.1	175K 2척, 150K 2척, 83K 2척	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO
포스코	4	5.2	208K 1척, 180K 1척, 175K 2척	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO
현대제철	2	8.4	208K 1척, 175K 1척	2척 VLSFO
GALP	1	4.0	LNGC 174K 1척	장기대선계약 5년(3+3)
SHELL	1	4.4	LNGBV 6.5K 1척	장기대선계약 7년(3+3)
SHELL	1	5.5	LNGBV 18K 1척	장기대선계약 6년(1+1)
합계	41			

주: 2023년 4분기말 기준

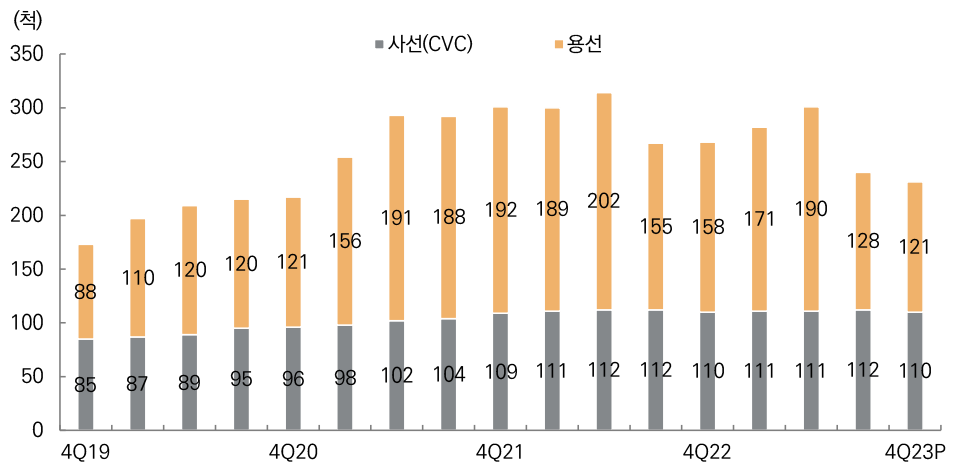
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 신규 인도 예정 선박

선박	Size	대수(척)	인도 예정 시점	비고
컨테이너선	1,800 TEU	2	2024. 3	신조
		4	2024. 7, 8, 10, 11	신조 Shell 장기대선계약 7년(Option 3 + 3)
LNG	174K CBM	2	2024.12, 2025.11	신조 KGL 장기대선계약 12년(Option 4 + 4)
		3	2024.11, 2025.3,5	신조 KGL 장기대선계약 15년(Option 5 + 5)
벌크선	U'max	4	2026. 2, 3, 6, 8	신조
합계		15		

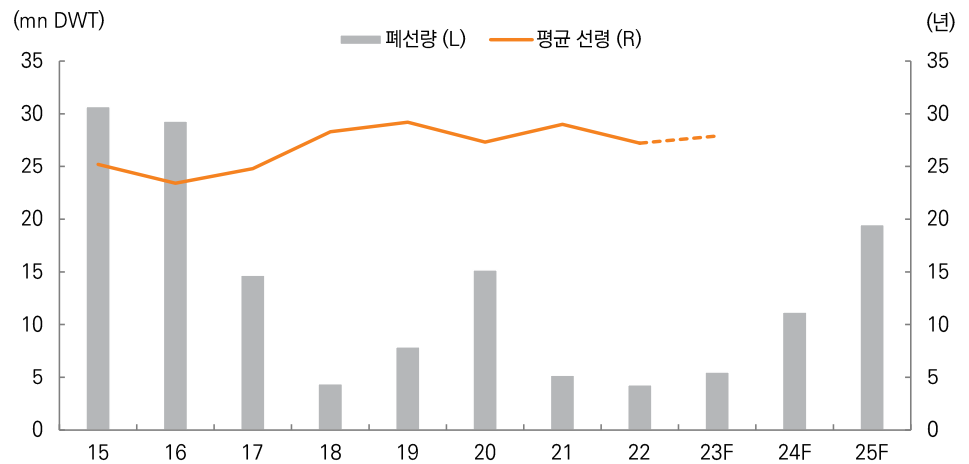
주: 2023년 4분기말 기준  
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 팬오션 운용선대 추이



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 건화물 폐선량 및 평균 선령



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

팬오션 (028670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>6,420</b>	<b>4,361</b>	<b>4,601</b>	<b>4,707</b>
매출원가	5,520	3,861	4,117	4,181
매출총이익	900	500	484	526
판매비와관리비	110	114	98	101
조정영업이익	790	386	386	425
영업이익	790	386	386	425
비영업손익	-102	-138	-55	-70
금융손익	-63	0	-79	-73
관계기업등 투자손익	19	-3	3	3
세전계속사업손익	688	248	331	355
계속사업법인세비용	11	3	19	22
계속사업이익	677	245	312	334
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>677</b>	<b>245</b>	<b>312</b>	<b>334</b>
지배주주	677	245	312	334
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>950</b>	<b>545</b>	<b>312</b>	<b>334</b>
지배주주	950	545	312	334
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,456	386	1,070	1,119
FCF	1,066	278	427	26
EBITDA 마진율 (%)	22.7	8.9	23.3	23.8
영업이익률 (%)	12.3	8.9	8.4	9.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	5.6	6.8	7.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>1,834</b>	<b>1,437</b>	<b>1,496</b>	<b>1,522</b>
현금 및 현금성자산	745	570	590	604
매출채권 및 기타채권	272	197	210	214
재고자산	129	93	100	102
기타유동자산	688	577	596	602
비유동자산	5,715	6,459	6,425	6,805
관계기업투자등	145	105	112	114
유형자산	5,444	6,235	6,192	6,569
무형자산	7	11	11	11
<b>자산총계</b>	<b>7,549</b>	<b>7,896</b>	<b>7,921</b>	<b>8,327</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,227</b>	<b>1,244</b>	<b>1,236</b>	<b>1,388</b>
매입채무 및 기타채무	263	190	203	207
단기금융부채	532	741	700	841
기타유동부채	432	313	333	340
비유동부채	1,830	1,695	1,496	1,497
장기금융부채	1,808	1,680	1,480	1,480
기타비유동부채	22	15	16	17
<b>부채총계</b>	<b>3,056</b>	<b>2,939</b>	<b>2,732</b>	<b>2,885</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>4,493</b>	<b>4,957</b>	<b>5,189</b>	<b>5,442</b>
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,639	1,871	2,124
비지배주주지분	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>4,493</b>	<b>4,957</b>	<b>5,189</b>	<b>5,442</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,411</b>	<b>666</b>	<b>1,067</b>	<b>1,097</b>
당기순이익	677	245	312	334
비현금수익비용가감	784	401	778	786
유형자산감가상각비	666	0	684	694
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	117	401	94	92
영업활동으로인한자산및부채의변동	30	131	-4	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	98	-13	-4
재고자산 감소(증가)	-14	36	-6	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9	-107	12	4
법인세납부	-5	-7	-19	-22
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-577</b>	<b>-364</b>	<b>-632</b>	<b>-1,061</b>
유형자산처분(취득)	-328	-386	-640	-1,071
무형자산감소(증가)	-1	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	15	-3	-1
기타투자활동	-213	10	11	11
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-643</b>	<b>-550</b>	<b>-411</b>	<b>-22</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	89	81	-241	141
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-53	-80	-80	-80
기타재무활동	-679	-551	-90	-83
<b>현금의 증가</b>	<b>223</b>	<b>-175</b>	<b>21</b>	<b>14</b>
기초현금	522	745	570	590
기말현금	745	570	590	604

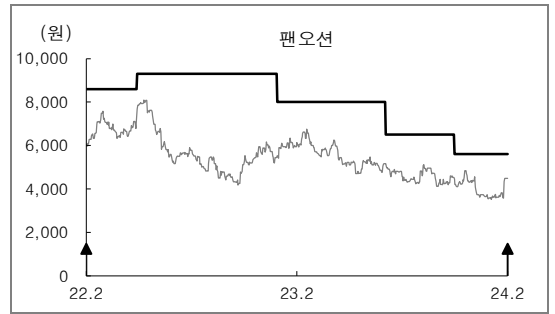
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (x)	4.5	8.1	7.7	7.2
P/CF (x)	2.1	3.1	2.2	2.1
P/B (x)	0.7	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	3.2	9.2	3.5	3.4
EPS (원)	1,267	458	583	624
CFPS (원)	2,733	1,208	2,039	2,094
BPS (원)	8,404	9,273	9,706	10,180
DPS (원)	150	150	150	150
배당성향 (%)	11.8	32.7	25.7	24.0
배당수익률 (%)	2.6	4.0	3.3	3.3
매출액증가율 (%)	39.1	-32.1	5.5	2.3
EBITDA증가율 (%)	56.0	-73.5	177.4	4.6
조정영업이익증가율 (%)	37.8	-51.2	0.1	10.1
EPS증가율 (%)	23.3	-63.8	27.2	7.0
매출채권 회전율 (회)	24.8	18.9	22.9	22.5
재고자산 회전율 (회)	54.1	39.2	47.7	46.8
매입채무 회전율 (회)	23.0	18.5	22.7	22.1
ROA (%)	9.6	3.2	3.9	4.1
ROE (%)	16.7	5.2	6.1	6.3
ROIC (%)	14.4	6.3	5.7	6.1
부채비율 (%)	68.0	59.3	52.7	53.0
유동비율 (%)	149.5	115.5	121.0	109.6
순차입금/자기자본 (%)	35.3	31.4	24.9	26.1
조정영업이익/금융비용 (x)	10.4	0.0	4.3	5.1

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
팬오션 (028670)				
2023.11.13	매수	5,600	-	-
2023.07.17	매수	6,500	-29.97	-21.23
2023.01.10	매수	8,000	-29.86	-15.50
2022.05.12	매수	9,300	-39.40	-13.01
2021.10.27	매수	8,600	-29.50	-11.86



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

**투자의견 분류 및 적용기준**

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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.