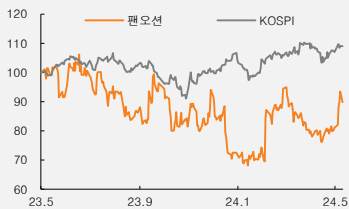


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 6,300원
현재주가(24/5/13)	4,625원
상승여력	36.2%

영업이익(24F, 십억원)	424
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	451
EPS 성장률(24F, %)	37.0
MKT EPS 성장률(24F, %)	75.9
P/E(24F, x)	7.4
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,727.21
시가총액(십억원)	2,472
발행주식수(백만주)	535
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	14.1
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	3,510
52주 최고가(원)	5,470

(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.2	3.7	-11.6
상대주가	12.3	-8.6	-19.7



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

028670 · 해운

팬오션

가까워진 실적 턴어라운드

1Q24 Review: 드디어 반등한 실적

팬오션의 1Q24 매출액은 9,755억원을 기록했다. 전년 동기 대비 -2% 감소했으나 감소폭은 크게 축소되었다. 건화물(벌크)선 및 컨테이너 매출액이 각각 -9% YoY, -18% YoY 감소했으나, 탱커선 매출액이 19% 증가하며 감소폭이 상쇄되었다.

영업이익은 982억원(-13% YoY, OPM 10.1%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 922억원)를 상회했다. 전년비 감소율이 축소되었으며, 전분기 대비로는 의미 있게 (43% QoQ) 증익했다. 벌크선 영업이익은 533억원(-18% YoY)을 기록했으나 탱커는 27% YoY 증가하며 이익 방어에 기여했다.

선대 확대 본격화: 장기 용선대의 반등과 LNG선대 확대

시황 개선에 따라 1Q24 선대 규모는 279척(용선 169척)으로 2023년(231척) 대비 상승했다. 핸디막스와 케이프사이즈 용선 선대(1년 이상)가 60척, 7척에서 88척, 16척으로 의미 있게 증가했다. 2Q23 이후 3분기 만에 선대 증가가 이루어졌다. 최근 BDI가 2,000pt를 재차 돌파하며 2Q24 추가적인 실적 개선이 가능할 전망이다.

지속적인 LNG 선대 확대도 긍정적이다. 현재 4척의 LNG 선대는 24년 6척, 25년 5척 추가 인도될 전망이다. 선대 규모가 4배 가량 커지는 것이다. 1Q24 LNG 선박에서의 영업이익은 75억원으로 사상 최고치를 기록했다. 안정적인 LNG선의 특성상 LNG선에서의 영업이익은 2026년까지 크게 증가할 가능성이 높다.

목표주가 6,300원으로 상향하며 및 매수 의견 유지

목표주가를 5,600원에서 6,300원(EV/EBITDA 4배)으로 상향 조정한다. PER 기준 5년 평균 수준(10배)이다. 1Q24 호실적과 BDI 전망 상황에 따라 2024년 및 2025년 영업이익은 10%, 6% 상향 조정하였다. 동사의 주가는 실적 호조에도 불구하고 크게 상승하지 못했다. 실적 및 시황 고점 우려에 기인한다. 하지만, BDI가 저점 대비 38% 상승했지만 Capesize/Panamax 비율은 1.55배로 아직 과열 수준은 아니다. 단기 주가 반등에도 불구하고, 시황의 반등과 함께 주가 역시 추가 상승 여력이 존재한다는 판단이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	6,420	4,361	4,843	5,011	5,204
영업이익 (십억원)	790	386	424	449	480
영업이익률 (%)	12.3	8.9	8.8	9.0	9.2
순이익 (십억원)	677	245	336	378	408
EPS (원)	1,267	458	628	707	764
ROE (%)	16.7	5.3	6.7	7.0	7.1
P/E (배)	4.5	8.1	7.4	6.5	6.1
P/B (배)	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	2.6	2.3	1.8	1.8	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 1Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	996	1,028	976	1,054	1,075	-2.1	-5.1
영업이익	113	69	98	86	92	-12.8	42.9
영업이익률 (%)	11.3	6.7	10.1	8.2	8.6	-1.2	3.4
세전이익	113	18	62	72	76	-45.6	240.3
순이익	113	15	61	69	66	-45.8	296.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	4,601	4,707	4,843	5,011	5.3	6.4	1Q24 반영 벌크/LNG 실적 개선
영업이익	386	425	424	449	9.9	5.6	
세전이익	331	355	351	397	6.1	11.7	
순이익	312	334	336	378	7.7	13.3	
EPS (원)	583	624	628	707	7.7	13.3	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	996	1,225	1,112	1,028	976	1,431	1,333	1,104	4,361	4,843	5,011
벌크	688	774	685	636	626	962	877	693	2,783	3,158	3,233
탱커	83	87	86	88	98	92	92	97	343	379	404
컨테이너	98	97	84	87	80	83	78	65	366	305	317
기타	128	267	257	218	171	294	286	250	870	1001	1057
영업이익	113	125	79	69	98	116	111	99	386	424	449
벌크	65	77	55	44	53	82	82	69	242	286	301
탱커	30	32	25	25	38	27	18	16	112	100	97
컨테이너	13	13	-6	-4	-1	2	4	5	15	10	20
기타	5	4	6	4	7	6	6	9	18	28	30
세전이익	113	92	25	18	62	104	97	88	248	351	397
순이익(지배)	113	92	25	15	61	99	92	83	245	336	378
영업이익률	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	8.1	8.3	9.0	8.8	8.8	9.0
순이익률(지배)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.3	6.9	6.9	7.5	5.6	6.9	7.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

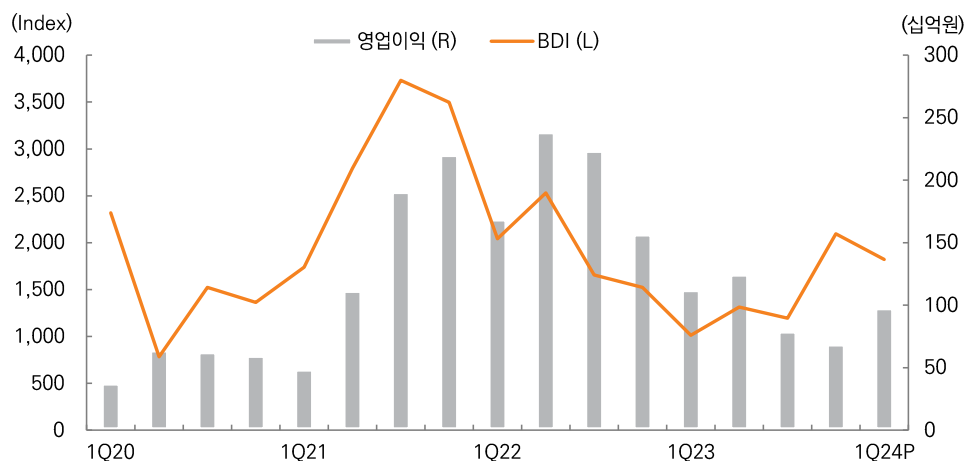
표 4. Valuation Table

(십억원, %)

비교		
EBITDA	1,053	12개월 포워드
EV	4,317	EV/EBITDA 4배, 동종업계 평균 대비 20% 할인
순차입금	931	
주주가치	3,387	
주식수(백만주)	535	
주당가치(원)	6,300	
현재주가(원)	4,625	
과리율(%)	36.2	
Target PER(배)	10.0	
Target PBR(배)	0.6	

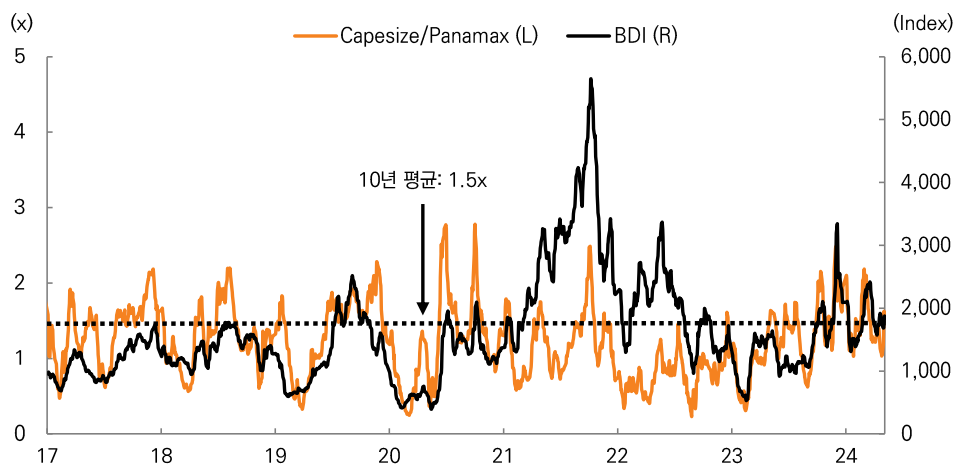
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 팬오션 영업이익 vs. BDI



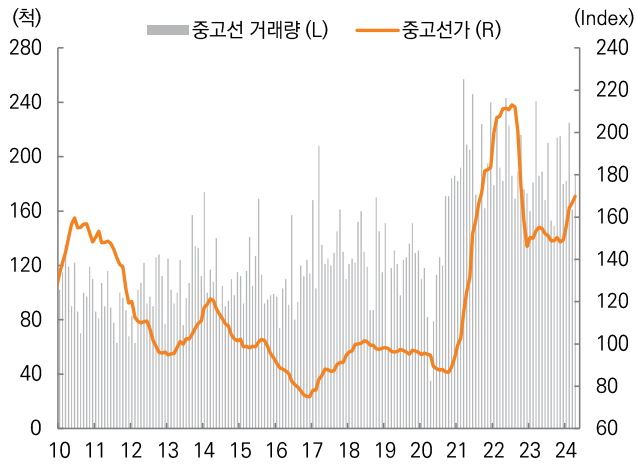
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Capesize/Panamax 상대지표



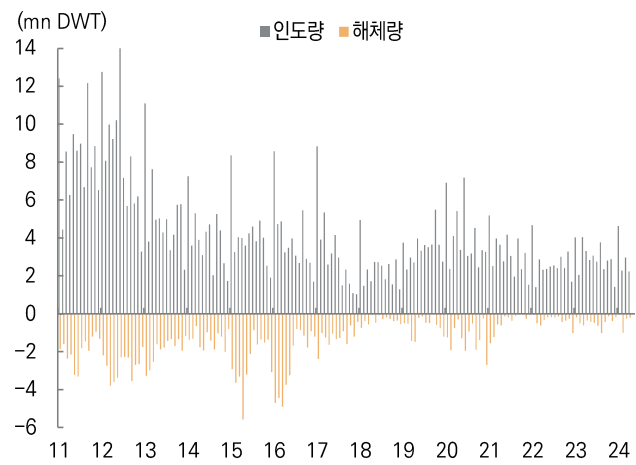
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중고선 거래량 vs. 중고선가



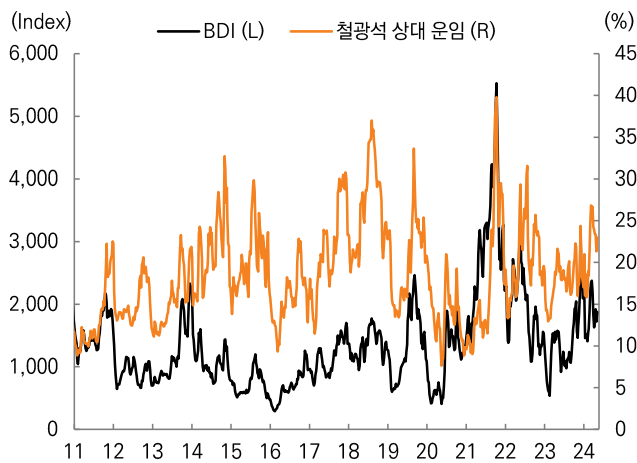
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 벌크선 신규 인도량 vs. 해체량



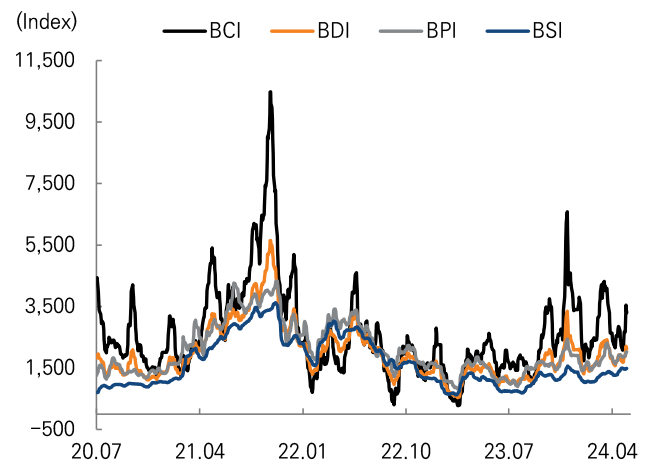
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

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 5. 팬오션 보유 선대

	사선(CVC)	용선(1년 이상)	합계
Dry bulk	Handy (10 ~ 40K)	8	34(4)
	Handymax (40 ~ 70K)	20(10)	88(16)
	Panamax (70K ~ 100K)	14(2)	26(2)
	Cape (100K~)	34(26)	16
Dry bulk Total		76(38)	164(22)
Non-bulk	VLCC	2	-
	MR tanker	12	2(1)
	Chemical tanker	6	1(1)
	Container	9	1
	Heavy lift	2	-
	LNG	3(3)	1(1)
Non-dry bulk total		34(3)	5(3)
Total		110(41)	169(25)

주1: 2024년 1분기말 기준/주2: 1년 이상 장기용선 총 계약기간 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 장기 운송 계약 현황

회사명	선박(척)	잔여 기간(년)	투입 선박	비고
Vale	16	14.6	400K 8척, 325K 6척, 208K 2척	16척 Scrubber 설치
Suzano	10	10	62K 5척, 57K 5척	10척 VLSFO
발전자회사	6	5.9	175K 2척, 150K 2척, 83K 2척	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO
포스코	4	4.9	208K 1척, 180K 1척, 175K 2척	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO
현대제철	2	8.1	208K 1척, 175K 1척	2척 VLSFO
GALP	1	3.8	LNGC 174K 1척	장기대선계약 5년(3+3)
SHELL	1	4.2	LNGBV 6.5K 1척	장기대선계약 7년(3+3)
SHELL	1	5.3	LNGBV 18K 1척	장기대선계약 6년(1+1)
합계	41			

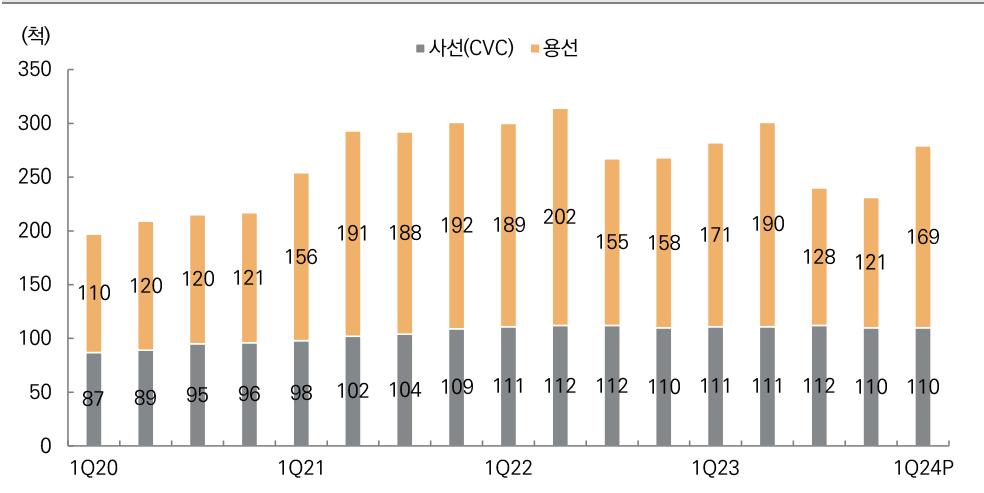
주: 2024년 1분기말 기준
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 신규 인도 예정 선박

선박	Size	대수(척)	인도 예정 시점	비고
탱커	MR(50K DWT)	4	2026. 1, 4, 6, 8	신조 이사회 결의(3/27), 계약서 체결(4/2)
		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
	H'max	1	2024. 6	중고
합계		18		

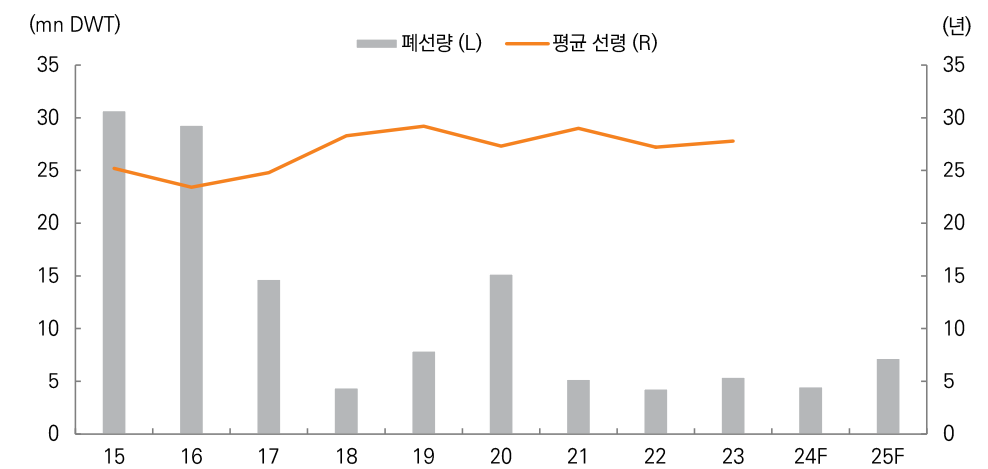
주: 2024년 1분기말 기준
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

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)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,361	4,843	5,011	5,204
매출원가	3,861	4,311	4,455	4,609
매출총이익	500	532	556	595
판매비와관리비	114	108	107	115
조정영업이익	386	424	449	480
영업이익	386	424	449	480
비영업손익	-138	-73	-52	-51
금융손익	-86	-72	-57	-53
관계기업등 투자손익	-3	4	2	0
세전계속사업손익	248	351	397	429
계속사업법인세비용	3	15	19	21
계속사업이익	245	336	378	408
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	245	336	378	408
지배주주	245	336	378	408
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	301	567	378	408
지배주주	301	567	378	408
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	876	1,053	1,061	1,082
FCF	437	278	324	169
EBITDA 마진율 (%)	20.1	21.7	21.2	20.8
영업이익률 (%)	8.9	8.8	9.0	9.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.6	6.9	7.5	7.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,757	1,886	1,895	1,967
현금 및 현금성자산	953	1,028	1,010	1,043
매출채권 및 기타채권	228	245	254	266
재고자산	119	128	133	139
기타유동자산	457	485	498	519
비유동자산	6,097	6,150	6,195	6,325
관계기업투자등	136	146	151	182
유형자산	5,841	5,885	5,925	6,024
무형자산	11	8	6	5
자산총계	7,854	8,036	8,091	8,292
유동부채	1,294	1,204	1,076	914
매입채무 및 기타채무	316	339	351	368
단기금융부채	610	469	315	244
기타유동부채	368	396	410	302
비유동부채	1,847	1,598	1,447	1,448
장기금융부채	1,831	1,581	1,429	1,429
기타비유동부채	16	17	18	19
부채총계	3,141	2,802	2,524	2,362
지배주주지분	4,713	5,234	5,567	5,930
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,638	1,929	2,261	2,624
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,713	5,234	5,567	5,930

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	751	948	974	869
당기순이익	245	336	378	408
비현금수익비용가감	633	714	685	676
유형자산감가상각비	490	626	610	601
무형자산상각비	1	3	2	1
기타	142	85	73	74
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	23	-1	-1	-128
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	48	-17	-9	-12
재고자산 감소(증가)	12	-9	-5	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-26	16	8	11
법인세납부	-5	-15	-19	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	-84	-429	-638	-689
유형자산처분(취득)	-311	-670	-650	-700
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	16	-3	-2	-2
기타투자활동	214	244	14	13
재무활동으로 인한 현금흐름	-470	-436	-351	-117
장단기금융부채의 증가(감소)	100	-391	-305	-71
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-80	-45	-45	-45
기타재무활동	-490	0	-1	-1
현금의 증가	208	75	-18	34
기초현금	745	953	1,028	1,010
기말현금	953	1,028	1,010	1,043

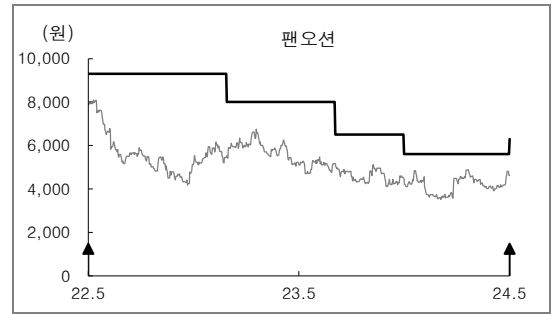
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.1	7.4	6.5	6.1
P/CF (x)	2.3	2.4	2.3	2.3
P/B (x)	0.4	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	4.0	3.2	2.9	2.8
EPS (원)	458	628	707	764
CFPS (원)	1,642	1,963	1,989	2,028
BPS (원)	8,817	9,792	10,414	11,093
DPS (원)	85	85	85	85
배당성향 (%)	18.5	13.5	12.0	11.1
배당수익률 (%)	2.3	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	-32.1	11.1	3.5	3.9
EBITDA증가율 (%)	-39.8	20.2	0.7	2.0
조정영업이익증가율 (%)	-51.1	10.0	5.8	6.9
EPS증가율 (%)	-63.8	37.0	12.6	8.1
매출채권 회전율 (회)	17.7	20.8	20.4	20.3
재고자산 회전율 (회)	35.1	39.2	38.5	38.3
매입채무 회전율 (회)	16.8	19.2	18.9	18.7
ROA (%)	3.2	4.2	4.7	5.0
ROE (%)	5.3	6.7	7.0	7.1
ROIC (%)	6.6	6.8	7.1	7.4
부채비율 (%)	66.6	53.5	45.3	39.8
유동비율 (%)	135.8	156.6	176.1	215.2
순차입금/자기자본 (%)	31.4	17.8	11.6	9.1
조정영업이익/금융비용 (x)	3.1	5.0	6.4	7.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
팬오션 (028670)				
2024.05.14	매수	6,300	-	-
2023.11.13	매수	5,600	-25.63	-12.68
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



* 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(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.