

Company Brief

2023-11-13

팬오션(028670)

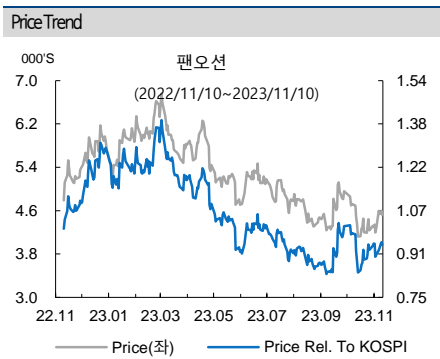
3Q23 Review: 잠시 시간이 필요

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	6,400 원(하향)
증가(2023/11/10)	4,525 원
상승여력	41.4 %

Stock Indicator	
자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	2,419십억원
외국인지분율	13.9%
52주 주가	4,120~6,760 원
60일평균거래량	3,763,393 주
60일평균거래대금	17.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	-5.8	-13.5	-11.6
상대수익률	6.6	1.2	-10.8	-8.7



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	6,420	4,529	5,014	5,240
영업이익(십억원)	790	417	422	475
순이익(십억원)	677	310	352	383
EPS(원)	1,267	580	659	716
BPS(원)	8,404	8,884	9,343	10,086
PER(배)	4.5	7.8	6.9	6.3
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	16.7	6.7	7.2	7.3
배당수익률(%)	2.6	3.3	3.3	3.3
EV/EBITDA(배)	3.6	4.2	4.0	3.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy 유지, 목표주가 6,400 원으로 하향

팬오션에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 목표주가를 기존 7,000 원에서 6,400 원으로 하향한다. 목표주가 하향은 2023 년, 2024 년 EPS 를 기존 추정치 대비 26%, 22% 하향하고 Valuation 배수를 기존 0.75 배 → 0.70 배로 하향한데 따른다. 목표주가는 12 개월 선행 BPS 9,258 원에 Target P/B 0.70 배를 적용했다(Target PER 9.2 배). 현재 밸류에이션 수준은 역사적 하단에 위치해 있으나(12 개월 선행 P/B 은 0.46 배), 중국 부동산 경기 장기화와 HMM 인수 불확실성으로 단기적인 주가의 상승 여력은 제한적으로 판단한다.

3Q23 영업이익 시장 컨센서스 하회

연결 기준 팬오션의 3Q23 매출액은 1.1 조원(-39.5% YoY, -9.2% QoQ), 영업이익은 795 억원(-64.6% YoY, -36.4% QoQ)을 기록했다. 영업이익은 시장 컨센서스를 29%, 당사 기준 추정치를 28% 크게 하회했다. 벌크와 컨테이너 부문의 실적 부진이 예상대비 컸다.

벌크 부문의 영업이익은 554 억원(-62.3% YoY, -28.3% QoQ)을 기록했다. 3Q23 평균 BDI는 1,189pt(-27.8% YoY, -10.6% QoQ)로 부진한 데다가 시황을 고려해 용선 선대를 전분기대비 60여척(-33%)을 줄이며 부진한 실적을 기록했다. 3Q23말 기준 팬오션의 드라이 벌크 선대는 전분기대비 59 척 줄어든 201 척(사선 80 척, 용선 121 척)이다.

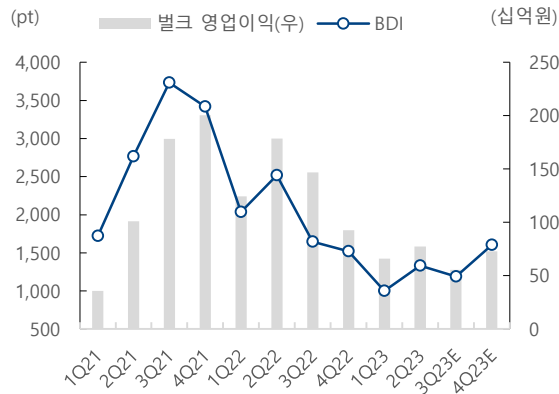
비벌크 부문은 탱커 영업이익 249 억원(-30.2% YoY, -21.4% QoQ), 컨테이너 -63 억원(적전 YoY, QoQ)을 기록했다. 탱커 부문은 사우디 감산의 영향으로 VLCC 운임이 크게 부진했고, 컨테이너 부문 역시 공급 증가와 물동량 감소가 겹치며 시황 둔화가 지속되었다.

중국 경기 지표 부진과 HMM 인수 불확실성

BDI 는 1) 9~10 월 중국의 철광석 재고 축적 기대감, 2) 중국 부동산 관련 추가 대책 등 기대감이 반영되며 중국 국경절 전후로 2,000pt 를 넘는 등 큰 폭으로 올랐으나, 현재는 1,600pt 수준으로 하락했다. 중국의 부동산 추가 대책에 대한 기대감은 유효하나, 당장 중국 10 월 철강 PMI 45.6pt 로 부진하고, 9 월 신규 착공 면적도 감소세(-23.9% YoY)도 이어지는 등 중국 부동산 부진의 장기화가 지속될 것으로 보인다. 또한 중국의 항만 철광석 재고는 1 억톤으로 매우 낮은 수준에 위치해 있지만, 중국의 철광석 가격이 높은 수준을 유지하고 있어 당장의 재고 축적 움직임은 크지 않을 것으로 보인다. 따라서 BDI 추세적인 상승 가능성은 크지 않다고 판단한다.

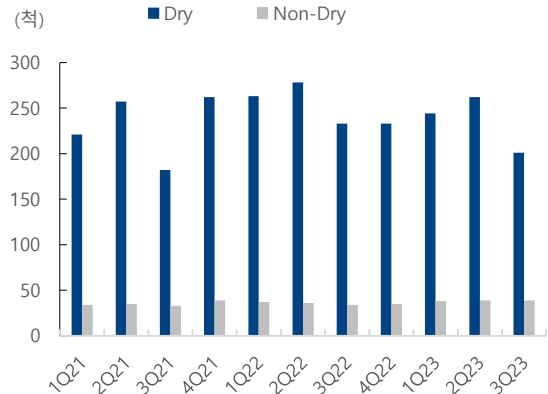
팬오션은 사모펀드(JKL 파트너스)와 HMM 인수를 추진하고 있다. 11 월 23 일 HMM 의 본입찰이 예정되어 있다. 1) HMM 인수에 따른 해운업 시너지, 2) HMM 의 8 조원 수준의 순현금은 분명 긍정적이지만, 단기적으로는 딜의 성공 여부, 인수 가격, 조달 구조에 대한 불확실성이 주가의 상승 여력을 제한하고 있다고 판단한다.

그림1. 팬오션 벌크 영업이익 및 BDI 추이/전망



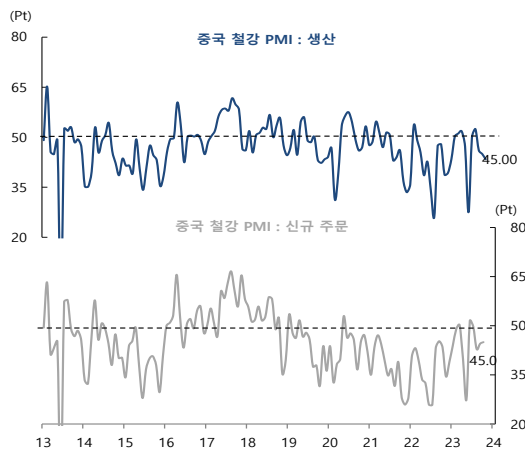
자료: 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 팬오션 선대 추이



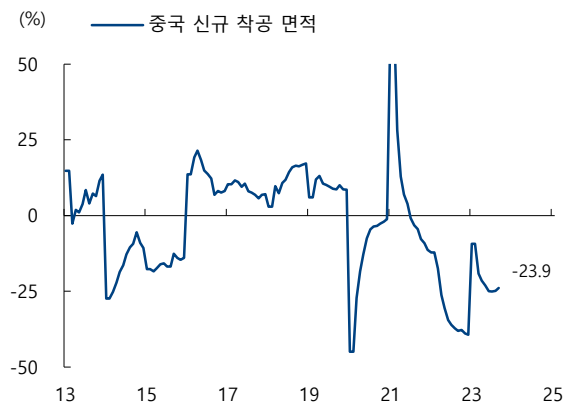
자료: 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 중국 철강 PMI(2023년 10월)



자료: Wind, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 중국 신규착공면적 증감률(YoY) ~2023년 9월



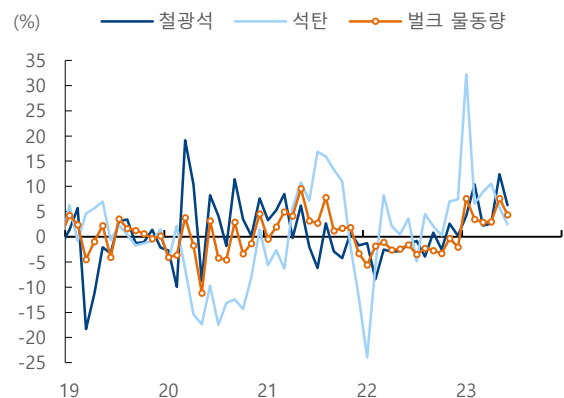
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 중국 미분양 면적 추이 ~2023년 9월



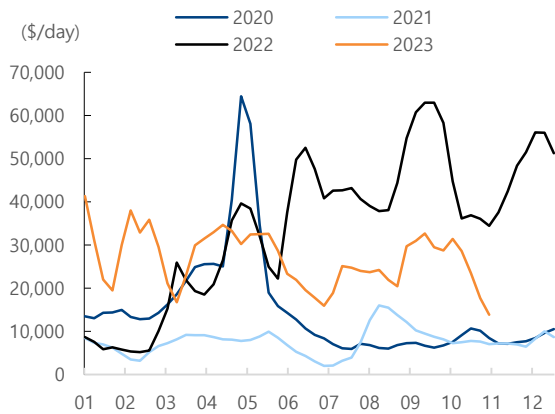
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 글로벌 벌크 물동량 증감률(YoY) ~2023년 9월



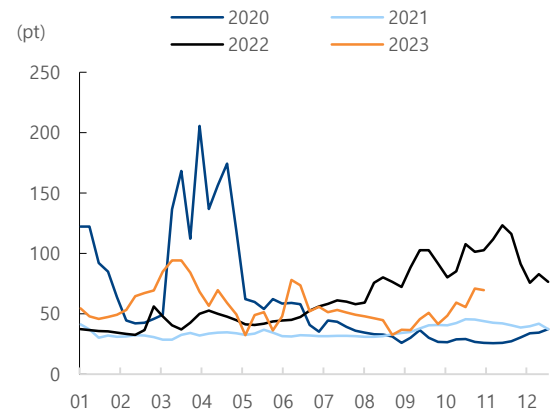
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림7. BCTI(Singapore – Australia)



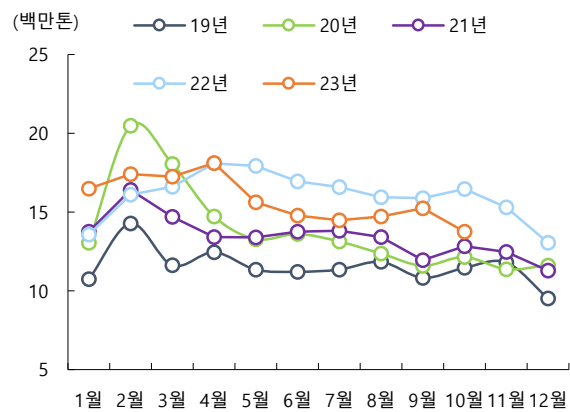
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림8. BDTI(Middle East – China)



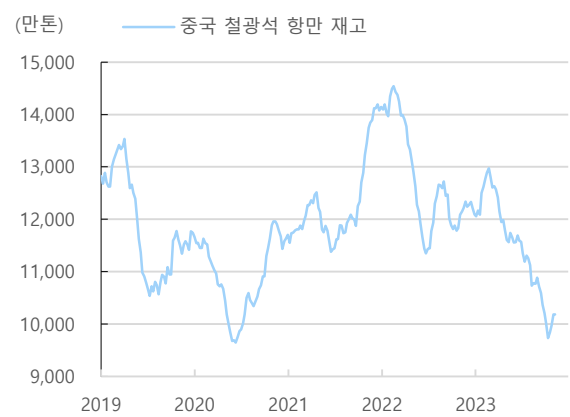
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 중국 철강사 재고 추이



자료: Wind, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 중국 항만 철광석 재고



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

표1. 팬오션 2Q23 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	3Q23	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q22	YoY %	3Q23E	Diff %	3Q23E	Diff %
매출액	1,112	1,837	-39.5	1,242	-10.5	1,400	-20.6
영업이익	79	224	-64.6	112	-28.8	110	-27.6
세전이익	25	168	-85.2	96	-74.2	98	-74.8
지배주주순이익	25	167	-85.3	95	-74.3	98	-75.1

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표 2. 팬오션 연간 실적추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률(%, %p)	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,529	5,014	5,044	5,680	-10.2	-11.7
영업이익	417	422	477	517	-12.6	-18.5
영업이익률	9.2	8.4	9.5	9.1	-0.3	-0.7
EBITDA	1,004	1,024	1,065	1,119	-5.7	-8.5
세전이익	311	352	417	453	-25.5	-22.2
지배주주순이익	310	352	417	453	-25.6	-22.2
지배주주순이익률	6.8	7.0	8.3	8.0	-1.4	-0.9
EPS	580	659	779	847	-25.6	-22.2
BPS	8,834	9,343	9,034	9,731	-2.2	-4.0

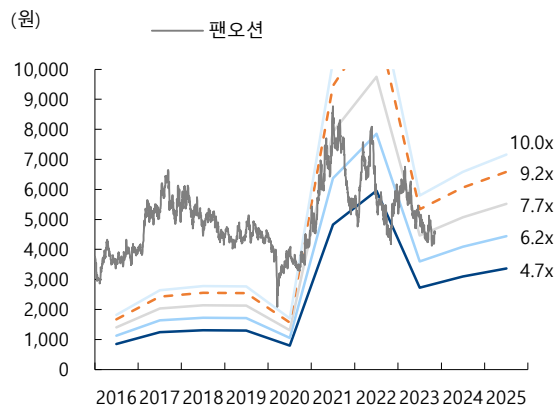
자료: 하이투자증권

표2. 목표주가 산정

(원, 배)	Valuation	비고
12M fwd BPS (a)	9,258	12M fwd ROE 7.0%
Target P/B (b)	0.70	2021~2022년 P/B 평균에 15% 할인, Target P/E 9.2배
목표주가	6,400	(a) x (b)
현재주가	4,525	2023년 11월 10일 종가
상승여력	41.4	

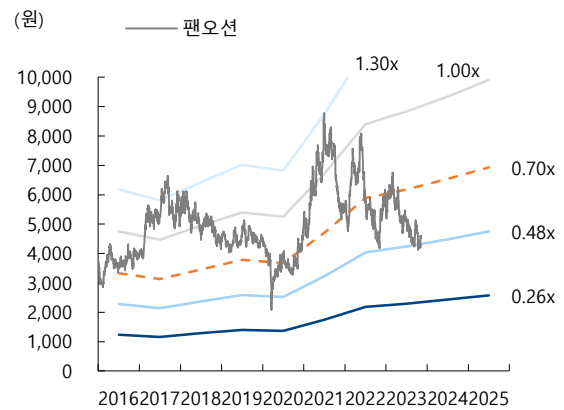
자료: 하이투자증권

그림11. 팬오션 P/E Band



자료: Quantiwise, 하이투자증권

그림12. 팬오션 P/B Band



자료: Quantiwise, 하이투자증권

표3. 팬오션 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
주요 가정											
BDI	2,036	2,519	1,646	1,522	1,000	1,330	1,189	1,605	1,931	1,281	1,580
YoY	18.4	-8.8	-55.9	-55.5	-50.9	-47.2	-27.8	5.4	-33.6	-33.7	23.4
평균환율	1,205.1	1,259.7	1,339.0	1,358.8	1,275.5	1,314.6	1,313.4	1,300.0	1,290.7	1,300.9	1,267.5
YoY	8.2	12.4	15.5	14.8	5.8	4.4	-1.9	-4.3	12.8	0.8	-2.6
실적 추정											
매출액	1,441	1,722	1,837	1,421	996	1,225	1,112	1,196	6,420	4,529	5,014
YoY	111.9	52.4	38.3	-3.9	-30.8	-28.9	-39.5	-15.8	39.1	-29.5	10.7
벌크	1,055	1,298	1,432	1,038	761	857	765	751	4,824	3,135	3,117
YoY	114.5	60.8	34.9	-14.1	-27.9	-34.0	-46.6	-27.6	35.2	-35.0	-0.6
컨테이너	126	131	131	121	98	97	84	91	509	370	368
YoY	69.9	63.9	48.3	9.4	-22.1	-26.5	-35.6	-24.9	44.2	-27.4	-0.6
탱커	51	67	87	100	83	87	86	93	306	348	390
YoY	92.6	119.6	135.3	118.4	61.2	28.8	-1.3	-7.9	118.2	13.7	12.2
기타	209	225	186	161	55	124	125	112	172	80	140
YoY	138.6	6.2	32.3	42.3	-73.7	-44.9	-32.7	-30.7	83.5	-53.4	75.3
영업비용	1,272	1,483	1,612	1,263	884	1,100	1,032	1,096	5,631	4,112	4,592
YoY	101.5	45.7	41.8	0.5	-30.5	-25.9	-36.0	-13.2	39.3	-27.0	11.7
영업이익	169	239	224	157	113	125	79	100	790	417	422
YoY	245.8	113.2	17.3	-28.8	-33.4	-47.6	-64.6	-36.5	37.8	-47.2	1.2
OPM(%)	11.7	13.9	12.2	11.1	11.3	10.2	7.1	8.3	12.3	9.2	8.4
벌크	124	179	147	93	66	77	55	73	542	271	316
컨테이너	34	40	38	27	13	7	-6	1	138	14.3	12
탱커	7	21	36	43	30	32	25	21	107	107	68
기타	4	-1	4	-5	4.0	9	6	5	3	24	25
영업외손익	-6	-14	-57	-25	1	-33	-55	-19	-102	-106	-70
세전이익	163	225	168	132	113	92	25	80	688	311	352
지배주주순이익	163	225	167	123	113	92	25	80	677	310	352
순이익률(%)	11.3	13.1	9.1	8.6	11.4	7.5	2.2	6.7	10.5	6.8	7.0

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

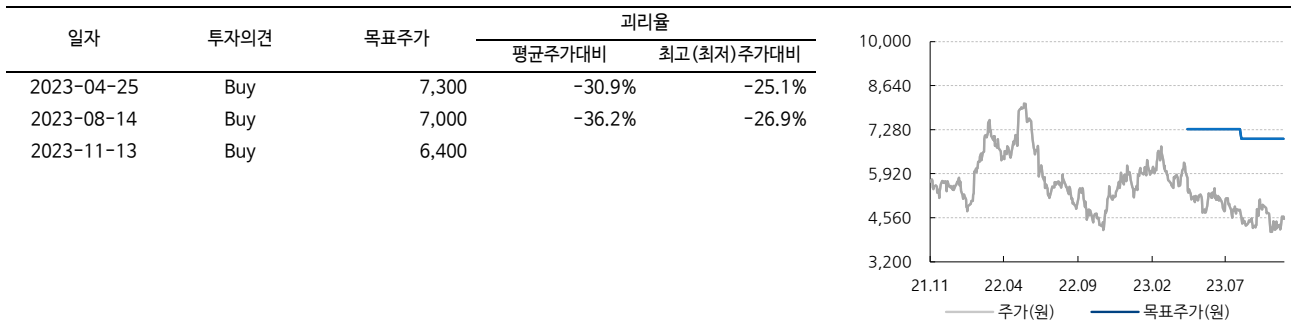
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,834	1,774	1,670	1,705	매출액	6,420	4,529	5,014	5,240
현금 및 현금성자산	745	663	587	573	증가율(%)	39.1	-29.5	10.7	4.5
단기금융자산	10	12	11	11	매출원가	5,520	4,009	4,484	4,653
매출채권	275	294	265	288	매출총이익	900	520	530	587
재고자산	129	119	131	140	판매비와관리비	110	103	108	112
비유동자산	5,715	6,108	6,511	6,946	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,444	5,818	6,204	6,621	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	7	12	16	19	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,549	7,881	8,181	8,651	영업이익	790	417	422	475
유동부채	1,227	1,380	1,374	1,408	증가율(%)	37.8	-47.2	1.2	12.6
매입채무	242	234	248	258	영업이익률(%)	12.3	9.2	8.4	9.1
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	13	13	13	13
유동성장기부채	321	361	392	407	이자비용	76	76	76	76
비유동부채	1,830	1,751	1,751	1,851	지분법이익(손실)	19	3	10	9
사채	113	-	-	-	기타영업외손익	-67	-71	-26	-48
장기차입금	141	176	176	176	세전계속사업이익	688	311	352	383
부채총계	3,056	3,131	3,125	3,259	법인세비용	11	1	-	-
지배주주지분	4,493	4,751	5,056	5,392	세전계속이익률(%)	10.7	6.9	7.0	7.3
자본금	535	535	535	535	당기순이익	677	310	352	383
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	순이익률(%)	10.5	6.8	7.0	7.3
이익잉여금	1,475	1,705	1,977	2,279	지배주주귀속 순이익	677	310	352	383
기타자본항목	2	2	2	2	기타포괄이익	273	24	34	34
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	950	334	386	417
자본총계	4,493	4,751	5,056	5,392	지배주주귀속총포괄이익	950	334	386	417

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,411	141	18	40	주당지표(원)				
당기순이익	677	310	352	383	EPS	1,267	580	659	716
유형자산감가상각비	-295	-298	-360	-341	BPS	8,404	8,887	9,458	10,086
무형자산상각비	1	-	-	-	CFPS	1,268	22	-14	78
지분법관련손실(이익)	19	3	10	9	DPS	150	150	150	150
투자활동 현금흐름	-577	-256	-255	-256	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-345	-76	-76	-76	PER	4.5	7.8	6.9	6.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0	PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
금융상품의 증감	1	-2	1	0	PCR	4.5	21.6	16.1	8.3
재무활동 현금흐름	-643	-119	-49	-65	EV/EBITDA	3.6	4.8	4.2	4.0
단기금융부채의증감	-	4	3	2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-78	-	-	ROE	16.7	6.7	7.2	7.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	12.3	10.6	11.2	11.5
배당금지급	-53	-80	-80	-80	부채비율	68.0	65.9	61.8	60.4
현금및현금성자산의증감	223	-82	-76	-14	순부채비율	-4.0	-2.9	-0.6	0.0
기초현금및현금성자산	522	745	663	587	매출채권회전율(x)	24.4	15.9	18.0	19.0
기말현금및현금성자산	745	663	587	573	재고자산회전율(x)	54.1	36.5	40.1	38.7

자료 : 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

팬오션 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
94.6%	5.4%	-