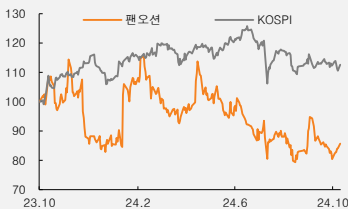


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 5,500원
현재주가(24/11/4)	3,630원
상승여력	51.5%

영업이익(24F,십억원)	467
Consensus 영업이익(24F,십억원)	474
EPS 성장률(24F,%)	59.4
MKT EPS 성장률(24F,%)	73.8
P/E(24F,x)	5.0
MKT P/E(24F,x)	10.3
KOSPI	2,588.97
시가총액(십억원)	1,940
발행주식수(백만주)	535
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	13.0
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	3,360
52주 최고가(원)	4,890

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.1	-13.1	-15.1
상대주가	-1.8	-10.1	-22.3



[운송플랫폼/에너지]

류제현

jay.ryu@miraeasset.com

028670 · 해운

팬오션

지연되는 규제 효과

3Q24 Review: 전년 동기 대비 실적 개선기조 유지

3Q24 팬오션의 매출액은 1조 2,768억원(14.9% YoY, 3.5% QoQ)을 기록했다. 전분기 대비 벌크선 매출이 -2.8% 감소했으나, 컨테이너선과 LNG선의 매출이 각각 14.8% QoQ, 27.5% QoQ 증가하면서 이를 상쇄하였다.

영업이익은 1,281억원(61.2% YoY)으로 전년 동기 대비 크게 증가했다. 하지만, 전분기 대비해서는 -5.2% QoQ 감소했다. 건화물 시장 평균 운임(BDI)이 소폭 상승했음에도 마진이 악화되었다. 3Q24 시장 상승을 예상하고 선대를 확대했으나, 상황이 기대만큼 상승하지 못하면서 비용 압력이 발생한 것으로 보인다. 탱커 시장도 부진세가 나타나며 전분기비 실적 하락에 영향을 미쳤다.

지연되는 환경 규제 효과, 단기 반등 가능성은 열려있어

동사는 10월까지도 지속적으로 선대를 확대해, 전체 선박수가 3Q24 말의 276척에서 추가 상승하고 있는 상황이다. 반면 BDI는 3Q24 평균 1,871pt에서 최근 1,300pt 후반대까지 하락한 상태이다. 장기적으로 CII와 같은 환경규제로 선박 공급 감소효과가 나타날 것으로 기대하나, 그 속도는 다소 늦어질 전망이다. 최근 9월 IMO 회의에서도 합의점 도출이 미진했던 것으로 보인다.

이에 따라 단기 페널티의 증가 수준을 넘어서는 직접적인 선박 퇴출은 미미한 것으로 보인다. 선박 해체가 크게 나타나고 있지 않은 주 원인으로 분석된다. 이에 따라, 2025년 영업이익 전망치를 -10.3% 하향 조정했다.

목표주가 5,500원으로 하향하며 매수 의견 유지

팬오션에 대한 목표주가를 6,300원에서 5,500원(EV/EBITDA 4배 유지)으로 하향하나, 매수 의견은 유지한다. 최근 한 달간 동사의 주가는 -8% 넘게 하락하는 등 부진했다. 그러나 케이프사이즈 중심의 반등세를 기대해볼 수 있는 바, 연말까지 단기 반등 가능성을 배제할 수 없다. 1) 기술적 지표(Capesize/Panamax)는 현재 1.4x 선으로 역사적으로 부담이 없는 수준이며, 2) 마진 개선을 위해 중국 제철소의 저품질 철광석 수입 수요가 추가 확대될 가능성도 존재한다. 주가는 여전히 절대적인 저평가 상태(PER 5배, PBR 0.4배) 이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	6,420	4,361	4,772	4,975	5,178
영업이익 (십억원)	790	386	467	428	445
영업이익률 (%)	12.3	8.9	9.8	8.6	8.6
순이익 (십억원)	677	245	391	364	376
EPS (원)	1,267	458	731	680	704
ROE (%)	16.7	5.3	7.7	6.5	6.3
P/E (배)	4.5	8.1	5.0	5.3	5.2
P/B (배)	0.7	0.4	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 3Q24 실적 비교표 (십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,112	1,233	1,277	1,337	1,265	14.9	3.5
영업이익	79	135	128	111	126	61.2	-5.2
영업이익률 (%)	7.1	11.0	10.0	8.3	9.9	2.9	-0.9
세전이익	25	111	131	96	92	428.4	18.4
순이익	25	110	131	95	93	434.3	19.4

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	4,786	5,112	4,772	4,975	-0.3	-2.7	3Q24 반영 탱커실적 부진, 벌크운임 하락
영업이익	456	477	467	428	2.4	-10.3	
세전이익	364	410	393	366	8.0	-10.7	
순이익	361	406	391	364	8.3	-10.4	
EPS (KRW)	675	760	731	680	8.3	-10.4	

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	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	996	1,225	1,112	1,028	976	1,233	1,277	1,286	4,361	4,772	4,975
벌크	688	774	685	636	626	812	789	817	2,783	3,043	3,103
탱커	83	87	86	88	98	92	82	97	343	368	405
컨테이너	98	97	84	87	80	94	108	94	366	377	383
기타	128	267	257	218	171	236	298	278	870	983	1083
영업이익	113	125	79	69	98	135	128	105	386	467	428
벌크	65	77	55	44	53	85	73	60	242	271	266
탱커	30	32	25	25	38	38	29	24	112	130	101
컨테이너	13	13	-6	-4	-1	8	18	11	15	36	25
기타	5	4	6	4	7	4	9	10	18	30	35
세전이익	113	92	25	18	61	111	131	90	248	393	366
순이익(지배)	113	92	25	15	60	110	131	90	245	391	364
영업이익률	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.0	10.0	8.2	8.8	9.8	8.6
순이익률(지배)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.2	8.9	10.3	7.0	5.6	8.2	7.3

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

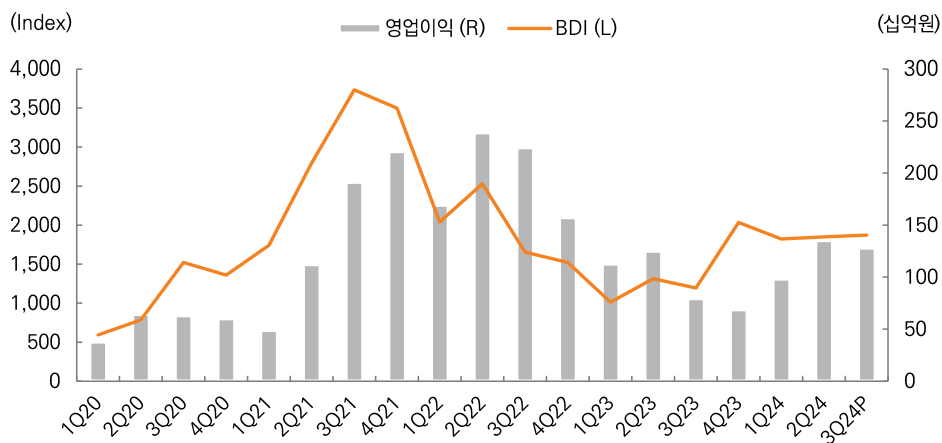
표 4. Valuation Table

(십억원, %)

		비고
EBITDA	971	12개월 포워드
EV	3,886	EV/EBITDA 4배, 동종업계 평균 대비 20% 할인
순차입금	954	
주주가치	2,932	
주식수(백만주)	535	
주당가치(원)	5,484	
목표주가(원)	5,500	
현재주가(원)	3,630	
과리율(%)	51.5	
Target PER(배)	8.1	
Target PBR(배)	0.5	

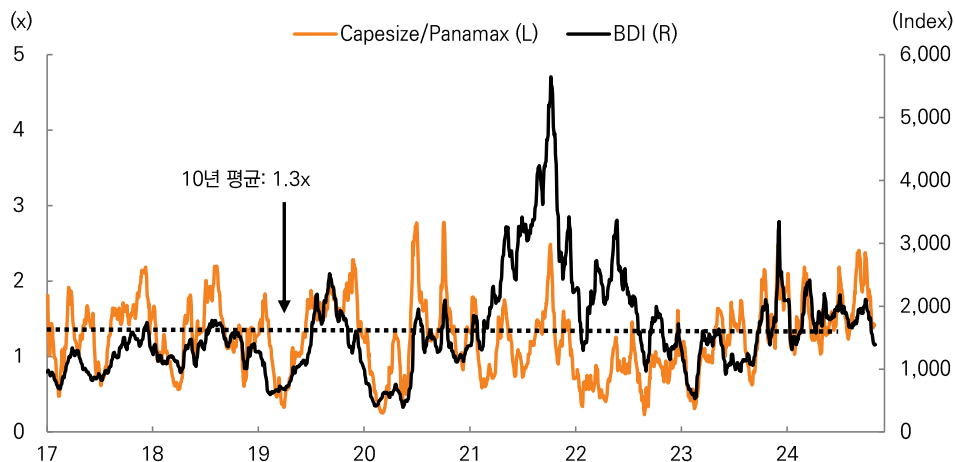
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 팬오션 영업이익 vs. BDI



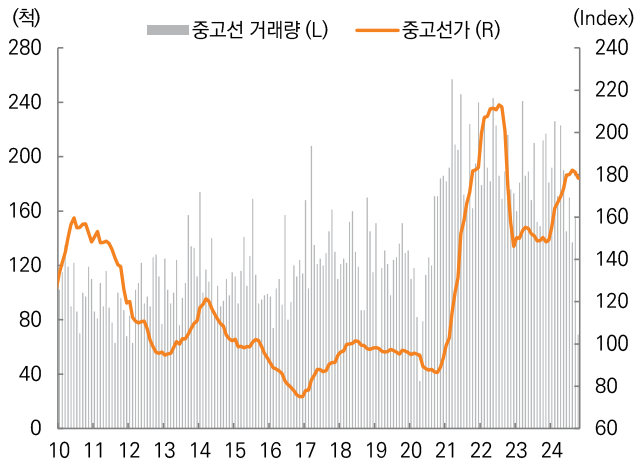
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Capesize/Panamax 상대지표



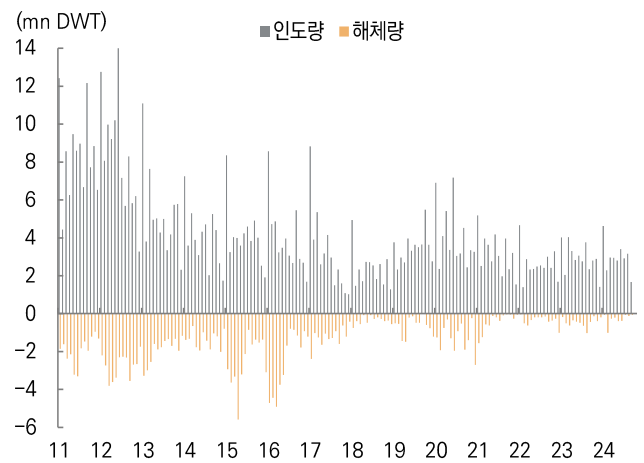
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중고선 거래량 vs. 중고선가



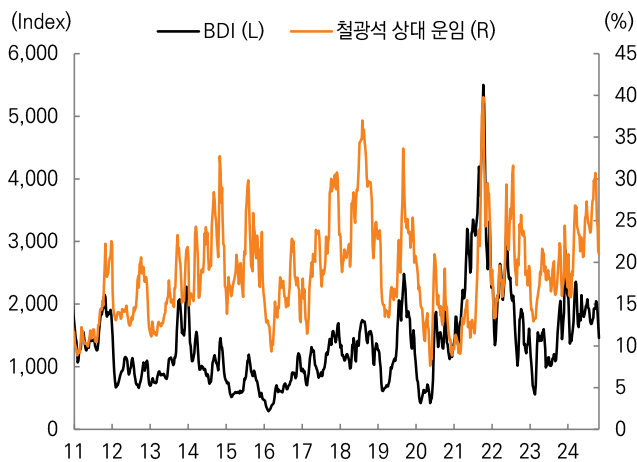
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 벌크선 신규 인도량 vs. 해체량



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

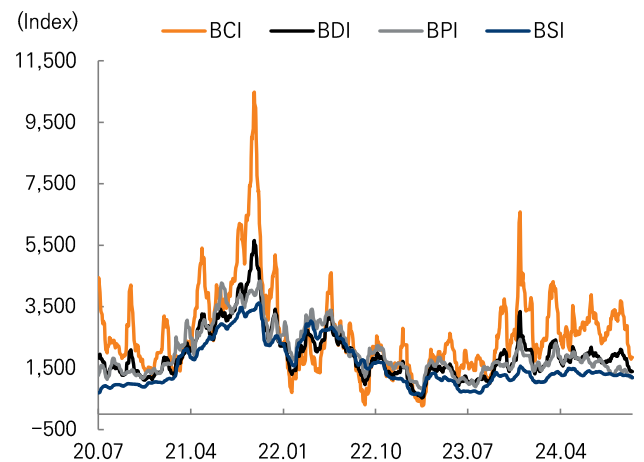
그림 5. 철광석 vs. 운임 상대가격



주: 2024년 7월까지 수치

자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. BDI vs. BCI vs. BPI vs. BSI



주: 2024년 7월까지 수치

자료: Thomson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 팬오션 보유 선대

	사선(CVC)	용선(1년 이상)	합계
Dry bulk	Handy (10 ~ 40K)	7	27(3)
	Handymax (40 ~ 70K)	23(10)	88(13)
	Panamax (70K ~ 100K)	14(2)	27(2)
	Cape (100K~)	34(26)	16(1)
Dry bulk Total		78(38)	158(19)
Non-bulk	VLCC	2	-
	MR tanker	11	1(1)
	Chemical tanker	6	1
	Container	9	2
	Heavy lift	2	-
	LNG	5(5)	1(1)
Non-dry bulk total		35(5)	5(2)
Total		113(43)	163(21)

주1: 2024년 3분기말 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	14.1	400K 8척, 325K 6척, 208K 2척	16척 Scrubber 설치
Suzano	10	11.8	62K 5척, 57K 5척	10척 VLSFO
발전자회사	6	5.4	175K 2척, 150K 2척, 83K 2척	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO
포스코	4	4.4	208K 1척, 180K 1척, 175K 2척	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO
현대제철	2	7.6	208K 1척, 175K 1척	2척 VLSFO
GALP	1	3.3	LNGC 174K 1척	장기대선계약 5년(3+3)
SHELL	2	6.9	LNGC 174K 2척	장기대선계약 7년(3+3)
SHELL	1	3.7	LNGBV 6.5K 1척	장기대선계약 7년(3+3)
SHELL	1	4.8	LNGBV 18K 1척	장기대선계약 6년(1+1)
합계	43			

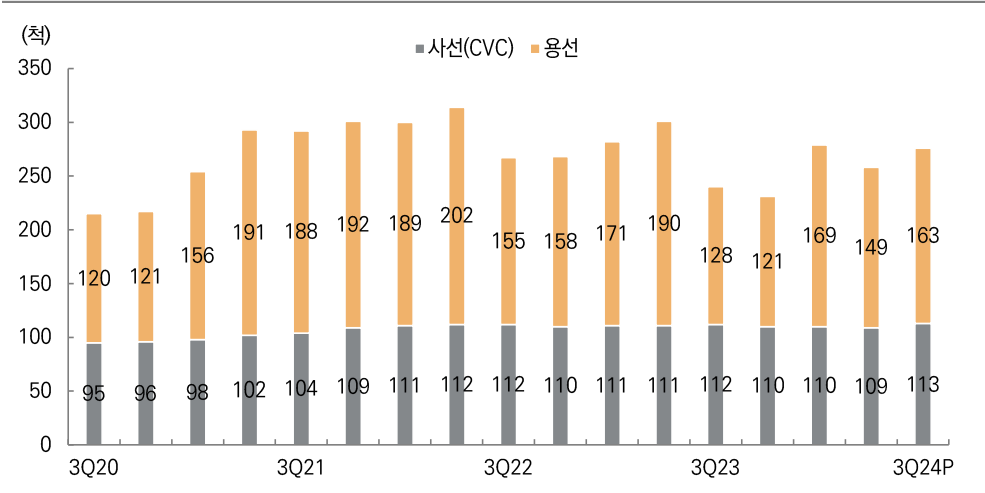
주: 2024년 3분기말 기준
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 신규 인도 예정 선박

선박	Size	대수(척)	인도 예정 시점	비고
탱커	MR(50K DWT)	6	2025. 12 2026. 4, 5, 7 2027. 4, 8	신조 이사회 결의(3/27), 계약서 체결(4/2)
		2	2024. 11, 12	신조 Shell 장기대선계약 7년(Option 3 + 3)
		2	2025. 1, 11	신조 KGL 장기대선계약 12년(Option 4 + 4)
LNG	174K CBM	3	2024. 12, 2025. 3, 5	신조 KGL 장기대선계약 15년(Option 5 + 5)
		6	2026. 2, 3, 6, 8, 2027. 10, 2028. 1	신조
		1	2024. 12	중고
벌크선	U'max	6		
	Cape	1		
합계		23		

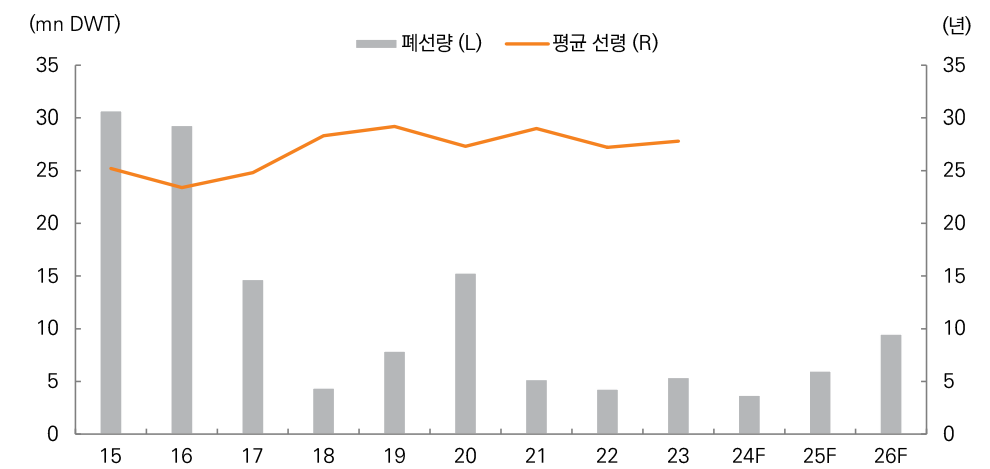
주: 2024년 3분기말 기준
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

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	4,772	4,975	5,178
매출원가	3,861	4,194	4,432	4,614
매출총이익	500	578	543	564
판매비와관리비	114	111	114	119
조정영업이익	386	467	428	445
영업이익	386	467	428	445
비영업손익	-138	-74	-62	-66
금융손익	-86	0	13	13
관계기업등 투자손익	-3	5	5	0
세전계속사업손익	248	393	366	379
계속사업법인세비용	3	3	3	3
계속사업이익	245	391	364	376
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	245	391	364	376
지배주주	245	391	364	376
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	301	785	364	376
지배주주	301	785	364	376
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	876	1,000	971	974
FCF	437	556	278	123
EBITDA 마진율 (%)	20.1	21.0	19.5	18.8
영업이익률 (%)	8.9	9.8	8.6	8.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.6	8.2	7.3	7.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,757	2,056	2,045	2,116
현금 및 현금성자산	953	1,014	973	995
매출채권 및 기타채권	228	285	295	310
재고자산	119	149	154	162
기타유동자산	457	608	623	649
비유동자산	6,097	6,580	6,643	6,776
관계기업투자등	136	143	148	177
유형자산	5,841	6,330	6,387	6,488
무형자산	11	11	11	11
자산총계	7,854	8,636	8,688	8,891
유동부채	1,294	1,100	1,020	892
매입채무 및 기타채무	316	395	408	430
단기금융부채	610	310	204	159
기타유동부채	368	395	408	303
비유동부채	1,847	2,080	1,893	1,894
장기금융부채	1,831	2,060	1,872	1,872
기타비유동부채	16	20	21	22
부채총계	3,141	3,180	2,913	2,786
지배주주지분	4,713	5,456	5,774	6,105
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,638	1,983	2,301	2,632
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,713	5,456	5,774	6,105

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	751	1,047	878	753
당기순이익	245	391	364	376
비현금수익비용가감	633	798	520	510
유형자산감가상각비	490	533	544	529
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	142	265	-24	-19
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	23	-55	-3	-130
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	48	-101	-9	-15
재고자산 감소(증가)	12	-30	-5	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-26	47	9	15
법인세납부	-5	-1	-3	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-84	-420	-580	-611
유형자산처분(취득)	-311	-491	-600	-630
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	16	-10	-2	-3
기타투자활동	214	81	22	22
재무활동으로 인한 현금흐름	-470	-637	-340	-90
장단기금융부채의 증가(감소)	100	-70	-294	-45
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-80	-45	-45	-45
기타재무활동	-490	-522	-1	0
현금의 증가	208	62	-42	22
기초현금	745	953	1,014	973
기말현금	953	1,014	973	995

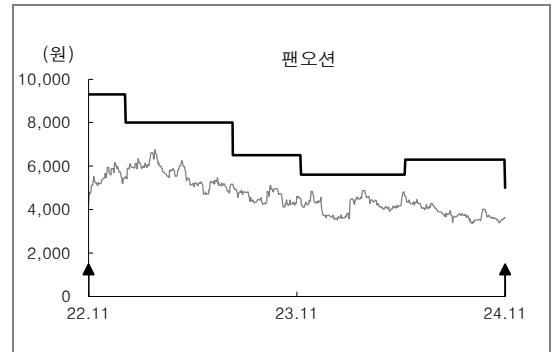
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.1	5.0	5.3	5.2
P/CF (x)	2.3	1.6	2.2	2.2
P/B (x)	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	4.0	3.1	3.0	2.9
EPS (원)	458	731	680	704
CFPS (원)	1,642	2,223	1,653	1,658
BPS (원)	8,817	10,207	10,802	11,421
DPS (원)	85	85	85	85
배당성향 (%)	18.5	11.6	12.5	12.1
배당수익률 (%)	2.3	2.4	2.4	2.4
매출액증가율 (%)	-32.1	9.4	4.3	4.1
EBITDA증가율 (%)	-39.8	14.1	-2.8	0.3
조정영업이익증가율 (%)	-51.1	21.0	-8.4	4.1
EPS증가율 (%)	-63.8	59.4	-6.8	3.4
매출채권 회전율 (회)	17.7	18.9	17.4	17.4
재고자산 회전율 (회)	35.1	35.6	32.8	32.8
매입채무 회전율 (회)	16.8	17.2	16.1	16.1
ROA (%)	3.2	4.7	4.2	4.3
ROE (%)	5.3	7.7	6.5	6.3
ROIC (%)	6.6	7.4	6.5	6.6
부채비율 (%)	66.6	58.3	50.5	45.6
유동비율 (%)	135.8	187.0	200.5	237.1
순차입금/자기자본 (%)	31.4	22.1	16.5	14.5
조정영업이익/금융비용 (x)	3.1	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
팬오션 (028670)				
2024.11.05	매수	5,000	-	-
2024.05.14	매수	6,300	-38.93	-29.21
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

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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)	

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 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.