

# 팬오션 (028670)

## 1Q24 Review: 개선되고 있는 이익 흐름

### 투자의견 Buy, 목표주가 6,400원 유지

팬오션에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 6,400원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.67배를 적용한 것이다(Target P/E 9.7배). 4월 부진했던 BDI가 5월 들어 다시 가파르게 상승하며 최근 팬오션의 주가는 4월 저점 대비 18% 상승했다. 다만 아직도 팬오션의 주가는 12개월 선행 기준 P/E, P/B 7.1배, 0.49배로 아직 저평가 레벨에 머물러 있다. 1Q24 안정적인 영업이익을 기록한 데 이어, 2Q24는 벌크와 탱커 위주로 영업이익 증가가 기대된다(+13.9% QoQ). 부진한 중국 부동산 시장에도 2024년 타이탄 벌크선 공급 증가율이 예상되고, 5~6월 CII 등급 발표가 예정되어 있어 BDI 수준은 평년보다 높게 유지될 것으로 전망하고, 이는 팬오션 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단한다.

### 1Q24 영업이익 시장 컨센서스 소폭 상회

연결 기준 팬오션의 1Q24 매출액은 9,755억원(-2.1% YoY, -5.1%QoQ), 영업이익은 982억원(-12.8% YoY, +42.9% QoQ, OPM 10.1%)을 기록했다. 영업이익은 당사 추정치와 시장 컨센서스를 각각 3.3%, 6.5% 상회했다

① 벌크 부문 매출액은 6,862억원(-9.8% YoY, -6.1% QoQ), 영업이익은 539억원(-18.3% YoY, +20.5% QoQ)을 기록했다. 1Q24 평균 BDI는 1,832pt(+83.2% YoY, -10.1% QoQ)로 우호적인 상황이었고, 팬오션은 1Q24말 기준 전분기 대비 47척의 선대를 추가로 확보했다. 다만 1Q24 평균 선대는 이보다 적었고, 운임이 급등한 케이프사이즈 보다는 상대적으로 운임 상승이 크지 않았던 중소형 선형의 비중이 커, 높은 BDI 효과를 온전히 누리지 못했다.

② 비벌크 부문에서는 탱커 부문의 영업이익 382억원(+27.1% YoY, +52.8% QoQ), 컨테이너 부문은 -5억원(적전 YoY, 적지 QoQ)을 기록했다. 탱커선의 공급 증가율이 타이탄하고, 홍해 이슈에 따른 톤마일 증가 효과로 우호적인 상황이 지속되고 있다. 인트라 아시아 컨테이너 운임은 1Q24 단기 반등(+13.2% QoQ)하며 적자 규모를 줄였다(+36억원 QoQ).

### 2Q24 영업이익 전분기대비 개선 기대

2Q24 연결 기준 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 1.2조원(-2.3% YoY, +22.7% QoQ), 영업이익은 1,114억원(-10.9% YoY, +13.5% QoQ)가 예상된다. 벌크와 탱커 위주로 영업이익 개선이 기대된다. 5월 13일 기준 BDI는 2,066pt를 기록 중이며, 2Q24 평균 1,800pt 수준이다. 부진한 중국 부동산 지표와 높은 중국 철강 재고에도 불구하고, BDI는 Capesize 위주로 5월 이후 재반등에 성공했다. 철강 수요 증가를 단기간 내 크게 기대할 수는 없지만, 1) 중국의 부동산 정책이 지속적으로 발표되고 있고, 2) 제한적인 2024년 벌크선 공급 증가율(+2.8% YoY)과 5~6월 예정 되어있는 CII 등급 발표로 저등급 선박의 일부 운항 차질 가능성도 배제할 수 없어 BDI 수준은 평년 보다 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다.

iM하이

하이투자증권 DGB

## Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	6,400원(유지)
증가(2024.05.13)	4,625원
상승여력	38.4%

### Stock Indicator

자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	2,472십억원
외국인지분율	14.1%
52주 주가	3,510~5,470원
60일평균거래량	4,143,073주
60일평균거래대금	18.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.2	5.0	3.7	-11.6
상대수익률	12.5	2.1	-9.8	-21.7

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,361	4,710	4,916	5,017
영업이익(십억원)	386	429	449	430
순이익(십억원)	245	336	384	354
EPS(원)	458	629	718	663
BPS(원)	8,817	9,296	9,864	10,377
PER(배)	9.0	7.3	6.4	7.0
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE(%)	5.2	6.8	7.3	6.4
배당수익률(%)	2.1	1.8	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	2.2	1.7	1.7	1.8

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

표1. 팬오션 1Q24P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	1Q24P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		1Q23	YoY %	1Q24E	Diff %	1Q24E	Diff %
매출액	976	996	-2.1	1,075	-9.2	1,218	-19.9
영업이익	98	113	-12.8	92	6.5	95	3.3
세전이익	61	113	-46.4	76	-20.2	73	-16.8
지배주주순이익	60	113	-46.6	66	-8.8	73	-17.2

자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표2. 팬오션 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	4,710	4,361	8.0	4,788	-1.6	5,205	-9.5
영업이익	429	386	11.1	447	-4.0	415	3.3
세전이익	337	248	35.5	354	-5.0	346	-2.7
지배주주순이익	336	245	37.3	350	-3.8	346	-2.8

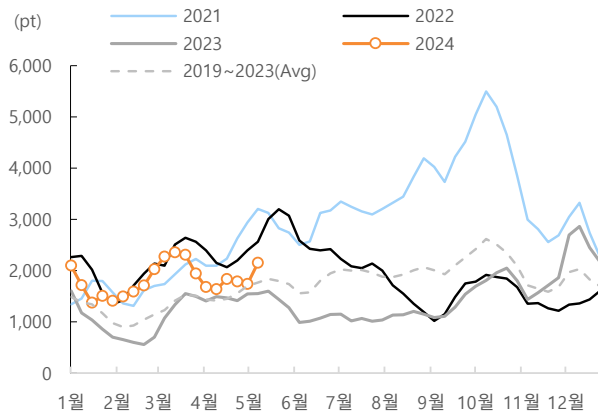
자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표3. 팬오션 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,710	4,916	5,205	5,430	-9.5	-9.5
영업이익	429	449	415	432	3.3	4.0
영업이익률	9.1	9.1	8.0	7.9	1.1	1.2
EBITDA	938	959	901	922	4.1	4.0
세전이익	337	384	346	367	-2.7	4.6
지배주주순이익	336	384	346	367	-2.8	4.6
지배주주순이익률	7.1	7.8	6.6	6.8	0.5	1.0
EPS	629	718	647	686	-2.7	4.6
BPS	9,296	9,864	9,315	9,851	-0.2	0.1

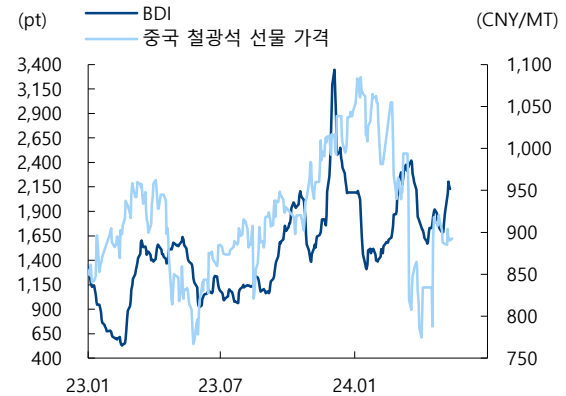
자료: 하이투자증권

그림1. BDI 추이



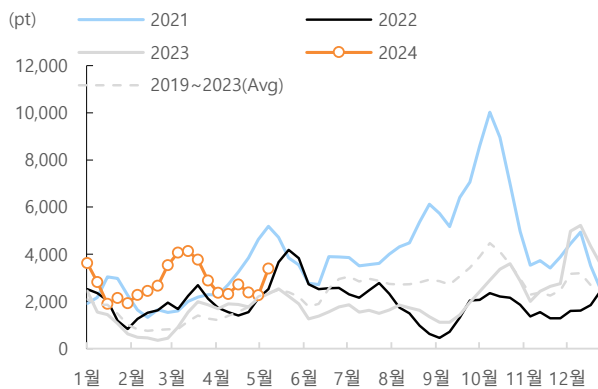
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림2. BDI와 중국 철광석 선물 가격 추이



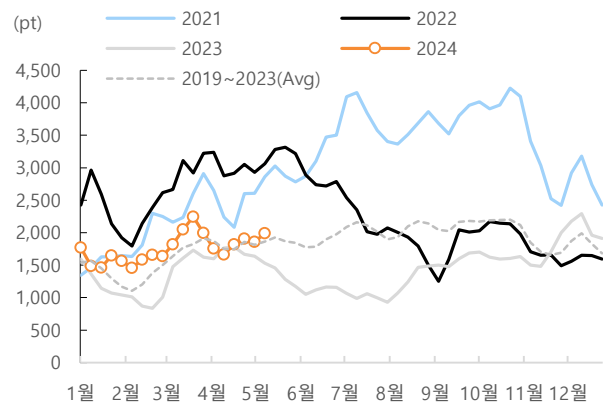
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림3. BCI(Baltic Capesize Index) 추이



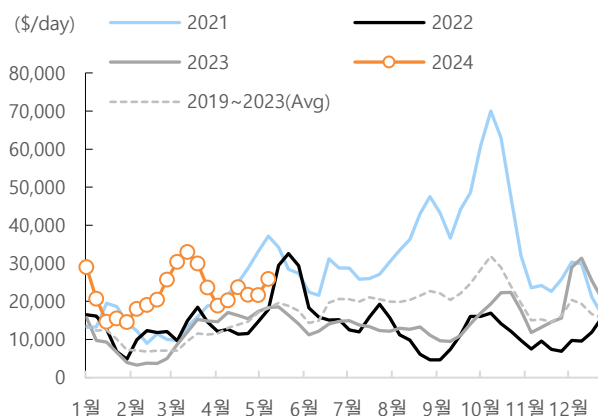
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림4. BPI(Baltic Panamax Index) 추이



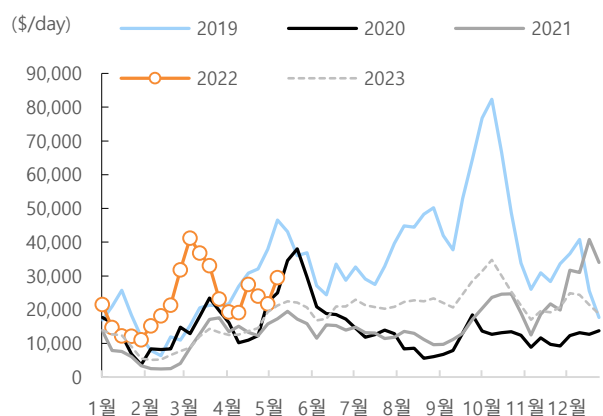
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림5. BCI(C14, China-Brazil round voyage, 180,000mt)



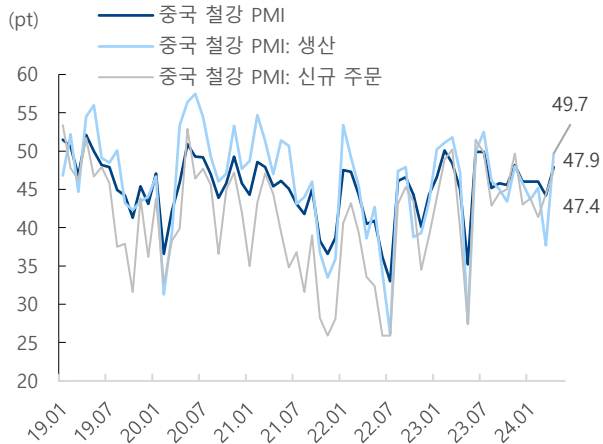
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림6. BCI(C10, 호주 - 동북아 round voyage, 180,000mt)



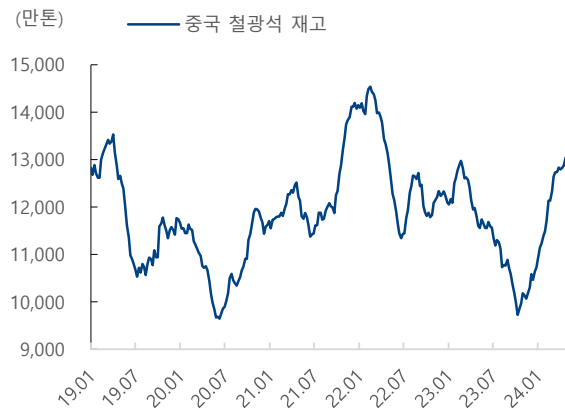
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 중국 철강 PMI(~2024년 4월)



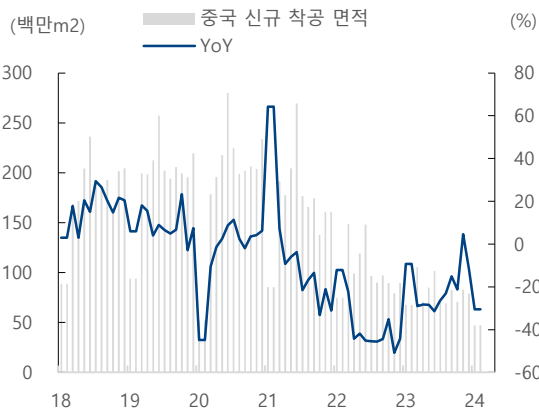
자료: WIND, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 중국 철광석 재고 추이



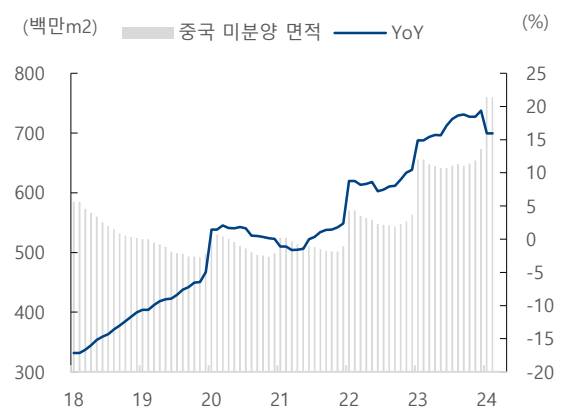
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 중국 부동산 신규 착공 면적(~2024년 3월)



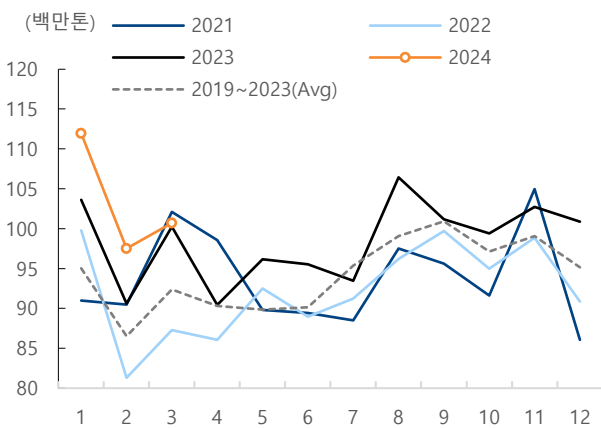
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 중국 부동산 미분양 면적(~2024년 3월)



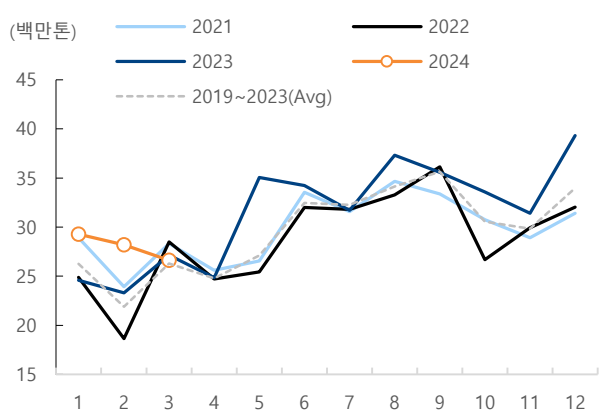
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 중국 철광석 수입량



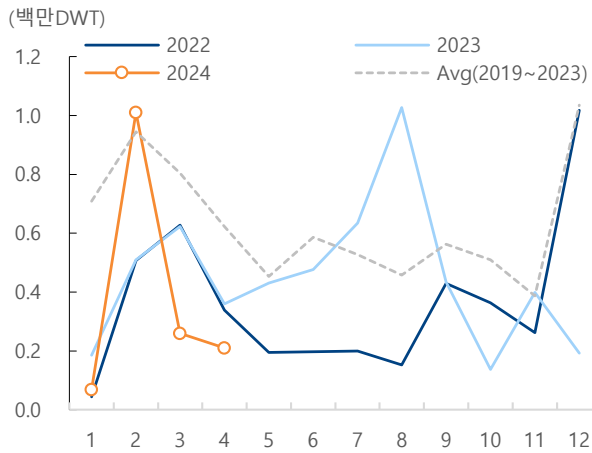
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 브라질 철광석 수출량 추이



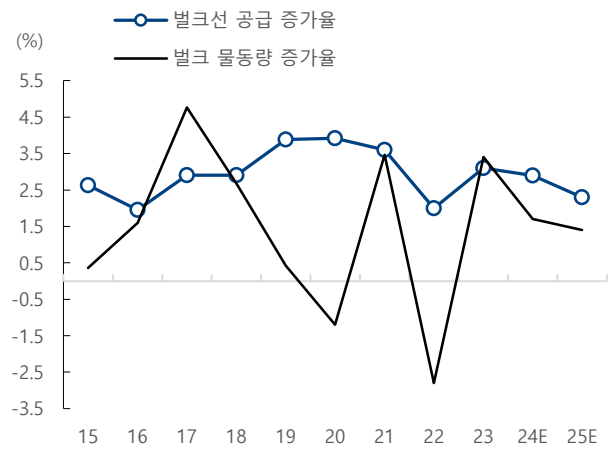
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 벌크선 해체량 추이



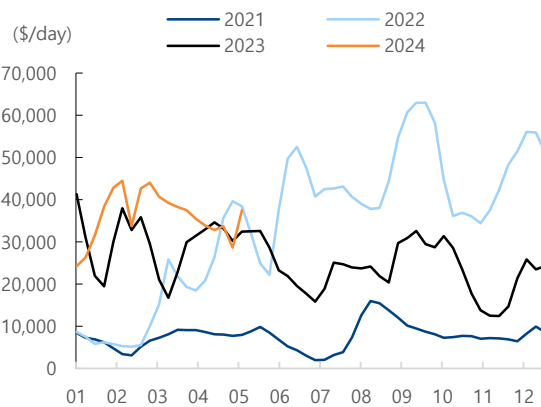
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 벌크 수요/공급 증가율 추이 및 전망



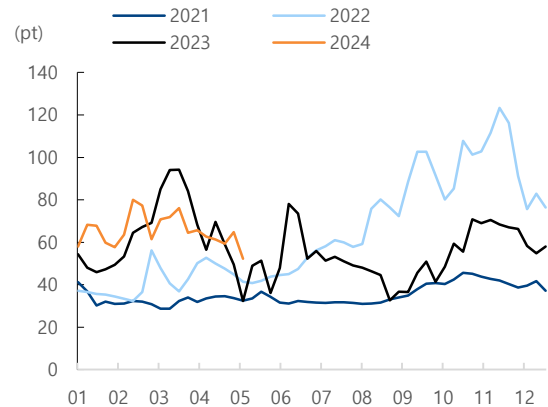
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림9. BCTI TC7-TCE: 35,000mt, Singapore - EC Australia



자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림10. BDTI TD3C: 270,000t Middle East Gulf to China



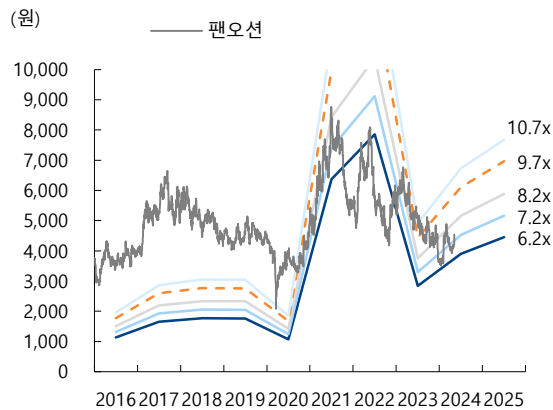
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

표4. 팬오션 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	비고
EPS (원)	173	1,028	1,267	458	629	718	
BPS (원)	5,250	6,728	8,404	8,817	9,296	9,864	
고점 P/E (배)	29.0	8.5	6.4	14.7			최근 3년 평균: 15.4
평균 P/E (배)	21.5	6.3	4.6	11.1			최근 3년 평균: 11.9
저점 P/E (배)	12.0	4.4	3.3	7.9			최근 3년 평균: 8.4
고점 P/B (배)	0.96	1.30	0.96	0.77			최근 3년 평균: 0.99
평균 P/B (배)	0.71	0.97	0.70	0.58			최근 3년 평균: 0.76
저점 P/B (배)	0.40	0.67	0.50	0.41			최근 3년 평균: 0.55
ROE(%)	3.3	15.3	15.1	5.2	6.8	7.3	
적용 BPS (원)					9,486		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.67		최근 3년 P/B 평균 10% 할인
목표주가 (원)					6,400		Target P/E 9.7배
전일 종가 (원)					4,625		
상승 여력					38.7		

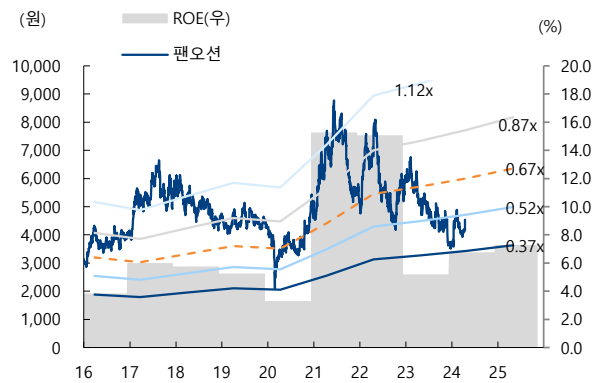
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림11. 팬오션 P/E Band(Implied P/E 9.7x)



자료: 팬오션, 하이투자증권

그림12. 팬오션 P/B Band(Implied P/B 0.67x)



자료: 팬오션, 하이투자증권

표5. 팬오션 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>											
BDI	1,000	1,330	1,189	2,039	1,832	2,089	2,241	2,008	1,389	2,043	2,131
YoY	-50.9	-47.2	-27.8	34.0	83.2	57.1	88.6	-1.5	-28.0	47.0	4.3
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,329	1,350	1,350	1,300	1,303	1,332	1,270
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	4.2	2.7	2.8	-0.7	1.0	2.2	-4.7
<b>실적 추정</b>											
<b>매출액</b>	<b>996</b>	<b>1,224.8</b>	<b>1,112</b>	<b>1,028</b>	<b>976</b>	<b>1,197</b>	<b>1,273</b>	<b>1,264</b>	<b>4,361</b>	<b>4,710</b>	<b>4,916</b>
YoY	-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	-2.1	-2.3	14.5	23.0	-32.1	8.0	4.4
벌크	761	857	765	731	686	930	987	958	3,114	3,562	3,658
YoY	-27.9	-34.0	-46.6	-29.6	-9.8	8.5	29.0	31.1	-35.4	14.4	2.7
컨테이너	98	97	84	87	80	84	81	80	366	325	309
YoY	-22.1	-26.5	-35.6	-28.3	-18.1	-13.2	-3.5	-8.3	-28.2	-11.1	-5.0
탱커	83	87	86	88	98	101	100	97	343	395	401
YoY	61.2	28.8	-1.3	-12.8	19.1	16.2	16.2	10.2	12.1	15.4	1.5
기타	55	124	125	115	99	82	105	130	83	113	239
YoY	-73.7	-44.9	-32.7	-29.0	79.7	-33.8	-16.3	13.3	-51.8	35.8	112.8
영업비용	884	1,100	1,032	959	877	1,085	1,160	1,158	3,975	4,281	4,467
YoY	-30.5	-25.9	-36.0	-24.1	-0.7	-1.3	12.4	20.7	-29.4	7.7	4.3
영업이익	113	125	79	69	98	111	113	106	386	429	449
YoY	-33.4	-47.6	-64.6	-56.3	-12.8	-10.9	42.1	54.6	-51.1	11.1	4.8
OPM(%)	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	9.3	8.9	8.4	8.8	9.1	9.1
벌크	66	77	55	45	54	68	77	75	243	274	326
컨테이너	13	7	-6	-4	-1	1	-1	-1	9.1	-1	-2
탱커	30	32	25	25	38	36	29	22	111.5	125	69
기타	4.0	9	6	3	7	7	8	11	22	32	57
영업외손익	1	-33	-55	-51	-37	-23	-20	-11	-137	-92	-66
세전이익	113	92	25	18	61	88	93	95	248	337	384
지배주주순이익	113	92	25	15	60	88	93	95	245	336	384
순이익률(%)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.2	7.4	7.3	7.5	5.6	7.1	7.8

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,757	1,999	2,127	2,072	매출액	4,361	4,710	4,916	5,017
현금 및 현금성자산	953	1,270	1,387	1,306	증가율(%)	-32.1	8.0	4.4	2.1
단기금융자산	8	10	9	9	매출원가	3,861	4,161	4,339	4,457
매출채권	231	236	241	254	매출총이익	500	548	577	560
재고자산	119	147	147	152	판매비와관리비	114	120	127	130
비유동자산	6,097	6,489	6,916	7,351	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,841	6,234	6,660	7,096	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	13	15	18	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,854	8,489	9,042	9,423	영업이익	386	429	449	430
유동부채	1,294	1,431	1,449	1,424	증가율(%)	-51.1	11.1	4.8	-4.3
매입채무	216	246	247	251	영업이익률(%)	8.8	9.1	9.1	8.6
단기차입금	64	64	64	64	이자수익	37	13	13	13
유동성장기부채	409	430	447	464	이자비용	123	76	76	76
비유동부채	1,847	1,997	2,137	2,177	지분법이익(손실)	-3	6	3	4
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-60	-31	-12	-17
장기차입금	118	218	208	198	세전계속사업이익	248	337	384	354
부채총계	3,141	3,427	3,585	3,601	법인세비용	3	0	-	-
지배주주지분	4,713	5,062	5,457	5,823	세전계속이익률(%)	5.7	7.1	7.8	7.1
자본금	535	535	535	535	당기순이익	245	336	384	354
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	순이익률(%)	5.6	7.1	7.8	7.1
이익잉여금	1,638	1,929	2,267	2,576	지배주주귀속 순이익	245	336	384	354
기타자본항목	2	2	2	2	기타포괄이익	56	56	56	56
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	301	392	440	410
자본총계	4,713	5,062	5,457	5,823	지배주주귀속총포괄이익	301	392	440	410

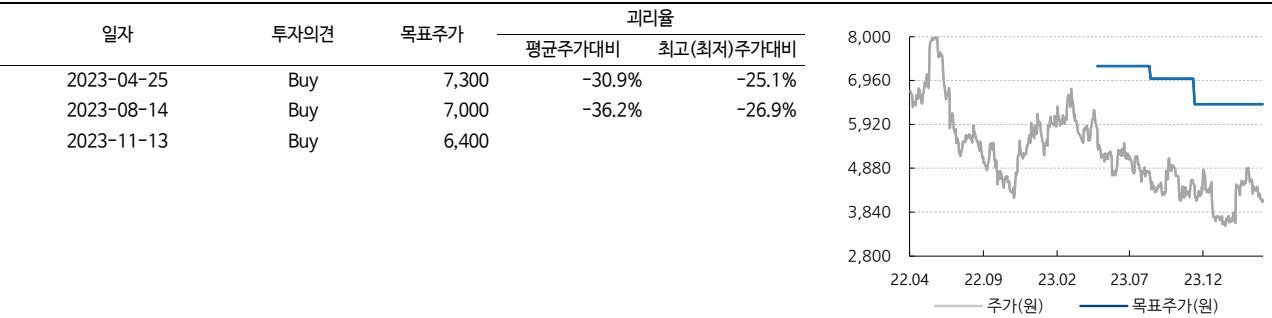
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	751	144	1	-96	주당지표(원)				
당기순이익	245	336	384	354	EPS	458	629	718	663
유형자산감가상각비	-367	-367	-351	-360	BPS	8,817	9,296	9,864	10,377
무형자산상각비	1	-	-	-	CFPS	460	567	592	592
지분법관련손실(이익)	-3	6	3	4	DPS	85	85	85	85
투자활동 현금흐름	-84	-68	-66	-66	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-313	-276	-276	-276	PER	4.5	7.3	6.4	7.0
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.7	0.5	0.5	0.4
금융상품의 증감	2	-2	0	0	PCR	8.9	7.8	7.6	7.6
재무활동 현금흐름	-470	76	-39	-39	EV/EBITDA	2.2	1.7	1.7	1.8
단기금융부채의증감	-	2	2	2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	100	-10	-10	ROE	5.2	6.8	7.3	6.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	20.1	19.9	19.5	18.7
배당금지급	-80	-45	-45	-45	부채비율	66.6	67.7	65.7	61.8
현금및현금성자산의증감	208	317	117	-80	순부채비율	-7.8	-11.2	-12.4	-10.1
기초현금및현금성자산	745	953	1,270	1,387	매출채권회전율(x)	17.2	20.2	20.6	20.3
기말현금및현금성자산	953	1,270	1,387	1,306	재고자산회전율(x)	35.1	35.5	33.5	33.6

자료 : 팬오션, 하이투자증권 리서치본부



팬오션 투자의견 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-mail등을 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

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

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-