



## BUY (유지)

목표주가(12M) 4,800원(하향)  
현재주가(1.08) 3,410원

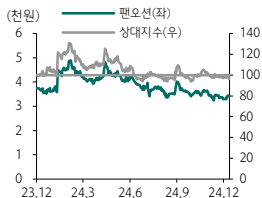
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,521.05
52주 최고/최저(원)	4,890/3,235
시가총액(십억원)	1,822.9
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균 거래량(천주)	1,285.8
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
외국인지분율(%)	13.84
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 13 인	54.92
국민연금공단	6.55

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,631.6	4,755.9
영업이익(십억원)	471.1	486.8
순이익(십억원)	370.4	366.4
EPS(원)	699	686
BPS(원)	9,549	10,132

### Stock Price



### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	6,420.3	4,361.0	4,601.3	4,210.4
영업이익	789.6	385.9	461.2	448.9
세전이익	688.0	248.5	379.9	338.3
순이익	677.1	245.0	374.3	333.4
EPS	1,267	458	700	624
증감율	23.25	(63.85)	52.84	(10.86)
PER	4.52	8.16	4.71	5.46
PBR	0.68	0.42	0.35	0.34
EV/EBITDA	2.99	3.87	3.75	3.73
ROE	16.74	5.32	7.67	6.43
BPS	8,404	8,817	9,432	9,971
DPS	150	85	85	85



Analyst 안도현 dohyunahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 1월 9일 | 기업분석

## 팬오션 (028670)

### 4Q24 Pre: 업황 부진을 이미 반영한 주가 수준

#### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 하향

팬오션에 대한 투자의견 BUY를 유지하되, 목표주가를 기존 6,000원에서 4,800원으로 하향한다. 환경 규제 본격화 속도가 예상 대비 더디고, 중국의 부동산 경기 회복이 지연되며 벌크선 업황에 대한 불확실성이 두드러지고 있다. 글로벌 벌크선사의 Valuation도 과거 대비 낮아진 상황이다. 팬오션의 목표 Valuation도 글로벌 피어 대비 40% 할인한 0.50배를 적용하여 목표주가를 산출하였다.

4분기 평균 BDI는 1,465pt로 전년 동기 대비 28%, 전분기 대비로도 22% 하락했다. 팬오션은 4분기 운송 선대 규모를 확대하였는데, 운임지수가 하락하며 벌크선 수익성에 부정적으로 작용했다. 아시아 역내 컨테이너선 운임은 상향 안정화되는 흐름을 보여주며 양호한 매출/수익성을 기록할 예정이고, 반면 탱커선은 시황 하락에 따라 전년 동기 대비 및 전분기 대비로도 매출액/영업이익이 감소할 것으로 예상된다. LNG선 부문은 신조선대 인도가 순차적으로 진행되고 있으나, 인도 시점이 분기 말이었기 때문에 실적 영향은 아직 크지 않은 것으로 파악된다. 2024년 4분기 팬오션 매출액은 1조 1,160억원(+8% (YoY)), 영업이익은 974억원(+42%, 영업이익률 8.7%)로 예상된다. 영업외로는 선박자산 매각에 따른 손상차손 인식 가능성이 있다.

#### 쉽지 않은 2025년, 하지만 주가의 추가 하락폭은 제한적일 것

2025년 벌크선 업황은 지지부진한 상황이 이어질 것으로 예상된다. 벌크선 물동량 증가율은 1% (YoY) 미만으로 예상되는 반면, 벌크선 공급 증가는 3%에 이르기 때문이다. 선박 해체는 과거 대비로는 증가할 것이나 공급 증가를 만회하기에는 부족하다. 현재 BDI는 1,000pt 수준까지 하락했는데, 초절 이후 운임지수는 상승하겠으나 2024년 수준까지 도달하기는 어려워 보인다. 2025년의 기대되는 바는 LNG선대의 도입인데, 매출액/영업이익 기여도가 연간 1,000억원/300억원 수준으로 추정되며 벌크선 시황 하락을 만회 가능할 것으로 예상된다. 팬오션의 배당 가이드라인은 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상 손익 제외)의 15~25%인데, 이를 적용하면 시가 배당수익률은 약 3~5%이다. 현재 주가는 12MF P/E 7배, P/B 0.4배에서 거래되고 있는데, 이는 사상 최저 수준이다. 2025년의 시황 저조는 이미 주가에 반영되었고, 향후로는 친환경 규제에 따른 공급 축소와 중국 부동산 턴어라운드라는 장기적 모멘텀이 아직 남아있기 때문에 주가의 추가 하락폭은 제한적일 것으로 판단한다.

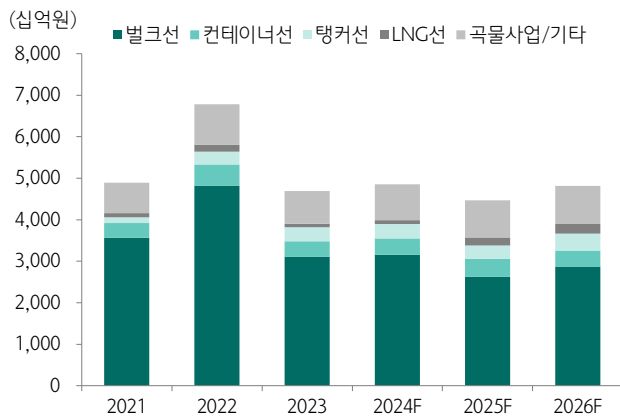
도표 1. 팬오션의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	976	1,233	1,277	1,116	1,035	1,016	1,090	1,069	4,361	4,601	4,210	4,556
해운업	884	1,076	1,041	988	904	881	887	902	3,906	3,989	3,574	3,895
벌크선	686	870	827	773	681	647	647	648	3,114	3,157	2,623	2,875
컨테이너선	80	94	108	112	111	110	106	104	366	395	431	380
탱커선	98	92	82	73	72	78	84	94	343	344	328	412
LNG선	19	19	25	30	40	48	50	55	83	93	193	229
곡물사업/기타	152	217	273	224	197	206	262	226	787	866	892	919
(내부거래)	(60)	(59)	(38)	(96)	(67)	(71)	(59)	(59)	(332)	(253)	(256)	(258)
영업이익	98	135	128	97	106	108	114	121	386	461	449	492
세전이익	61	111	131	77	71	85	104	78	248	380	338	400
지배주주순이익	60	110	131	73	70	84	104	75	245	374	333	394
증가율 (YoY)												
매출액	(2)	1	15	8	6	(18)	(15)	(4)	(32)	6	(8)	8
영업이익	(13)	8	61	42	8	(20)	(11)	24	(51)	20	(3)	10
세전이익	(46)	20	428	327	17	(23)	(20)	1	(64)	53	(11)	18
지배주주순이익	(47)	19	434	374	17	(23)	(20)	2	(64)	53	(11)	18
Margin												
영업이익률	10.1	11.0	10.0	8.7	10.2	10.7	10.4	11.3	8.8	10.0	10.7	10.8
세전이익률	6.2	9.0	10.3	6.9	6.8	8.3	9.6	7.3	5.7	8.3	8.0	8.8
지배주주순이익률	6.2	8.9	10.3	6.6	6.8	8.3	9.6	7.0	5.6	8.1	7.9	8.6

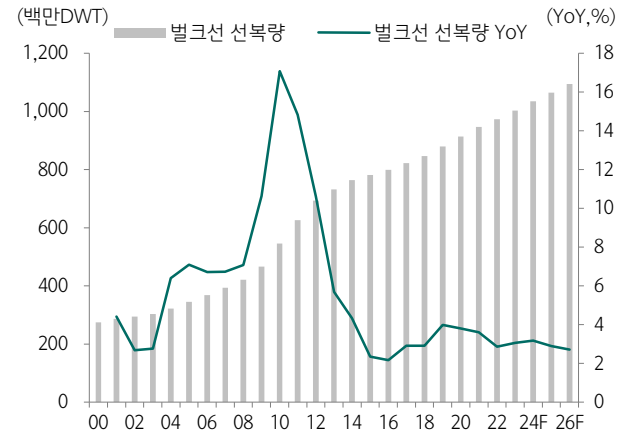
자료: 팬오션, 하나증권

도표 2. 팬오션의 사업부별 실적 추이 및 전망



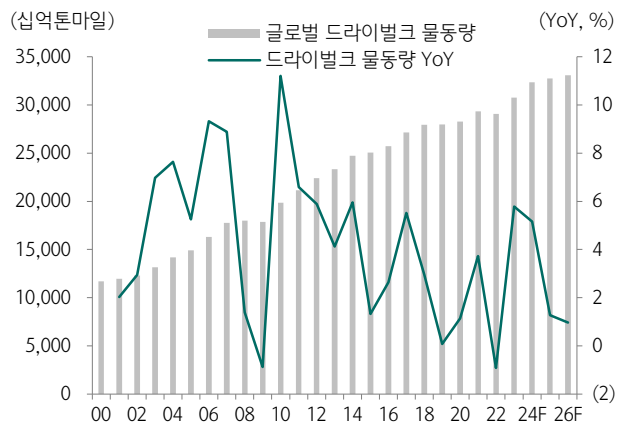
자료: 팬오션, 하나증권

도표 3. 글로벌 벌크선 선복량 추이 및 전망



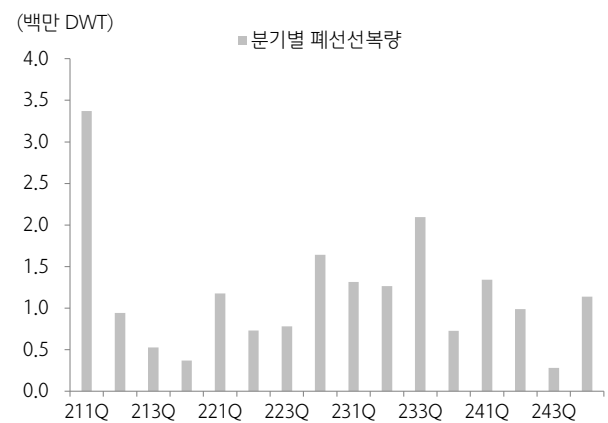
자료: Clarkson, 하나증권

도표 4. 글로벌 드라이벌크 물동량 추이 및 전망



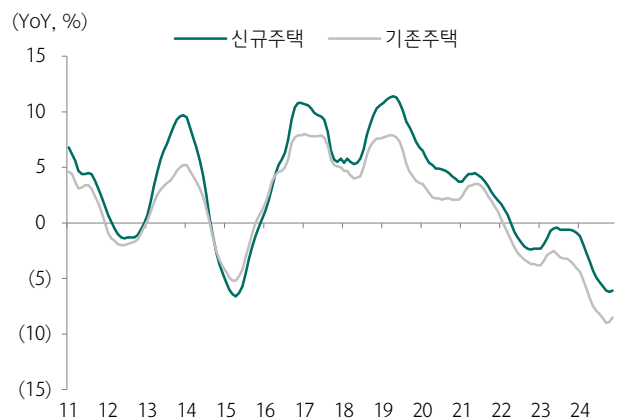
자료: Clarkson, 하나증권

도표 5. 글로벌 드라이벌크 폐선량 추이



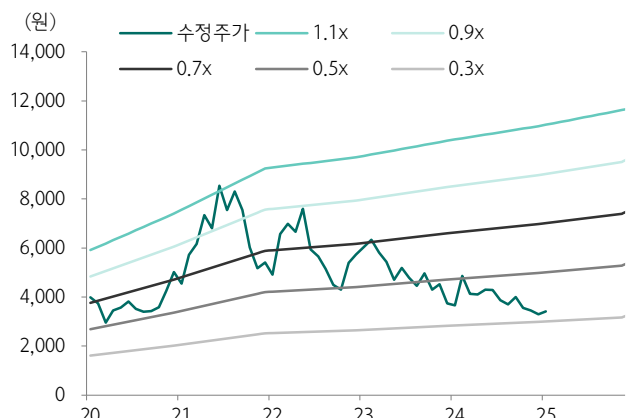
자료: Clarkson, 하나증권

도표 6. 중국 70개 대도시 부동산 가격



자료: Wind, 하나증권

도표 7. 팬오션 P/B 밴드



자료: Fnguide, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	6,420.3	4,361.0	4,601.3	4,210.4	4,555.7	
매출원가	5,520.4	3,861.2	4,020.4	3,651.8	3,944.8	
매출총이익	899.9	499.8	580.9	558.6	610.9	
판매비	110.3	114.0	119.6	109.8	118.6	
영업이익	789.6	385.9	461.2	448.9	492.3	
금융손익	(53.6)	(74.0)	(81.5)	(79.0)	(76.7)	
중속/관계기업손익	18.5	(3.5)	7.5	2.0	4.8	
기타영업외손익	(66.5)	(59.9)	(7.3)	(33.6)	(20.5)	
세전이익	688.0	248.5	379.9	338.3	399.8	
법인세	10.9	3.4	5.6	4.9	5.8	
계속사업이익	677.1	245.0	374.3	333.4	394.0	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	677.1	245.0	374.3	333.4	394.0	
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	677.1	245.0	374.3	333.4	394.0	
지배주주지분포괄이익	950.4	300.9	374.3	333.4	394.0	
NOPAT	777.1	380.5	454.4	442.5	485.1	
EBITDA	1,455.9	876.1	957.2	982.4	1,056.5	
성장성(%)						
매출액증가율	39.08	(32.07)	5.51	(8.50)	8.20	
NOPAT증가율	35.90	(51.04)	19.42	(2.62)	9.63	
EBITDA증가율	55.99	(39.82)	9.26	2.63	7.54	
영업이익증가율	37.83	(51.13)	19.51	(2.67)	9.67	
(지배주주)순이익증가율	23.27	(63.82)	52.78	(10.93)	18.18	
EPS증가율	23.25	(63.85)	52.84	(10.86)	18.11	
수익성(%)						
매출총이익률	14.02	11.46	12.62	13.27	13.41	
EBITDA이익률	22.68	20.09	20.80	23.33	23.19	
영업이익률	12.30	8.85	10.02	10.66	10.81	
계속사업이익률	10.55	5.62	8.13	7.92	8.65	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,267	458	700	624	737
BPS	8,404	8,817	9,432	9,971	10,623
CFPS	2,733	1,642	1,745	1,744	1,906
EBITDAPS	2,724	1,639	1,791	1,838	1,976
SPS	12,010	8,158	8,607	7,876	8,522
DPS	150	85	85	85	85
주가지표(배)					
PER	4.52	8.16	4.71	5.46	4.63
PBR	0.68	0.42	0.35	0.34	0.32
PCFR	2.10	2.27	1.89	1.96	1.79
EV/EBITDA	2.99	3.87	3.75	3.73	3.40
PSR	0.48	0.46	0.38	0.43	0.40
재무비율(%)					
ROE	16.74	5.32	7.67	6.43	7.16
ROA	9.65	3.18	4.62	3.92	4.40
ROIC	14.44	6.60	7.55	7.02	7.33
부채비율	68.03	66.63	65.32	62.79	62.34
순부채비율	28.87	29.64	25.17	25.21	22.49
이자보상배율(배)	10.38	3.15	3.42	3.43	3.87

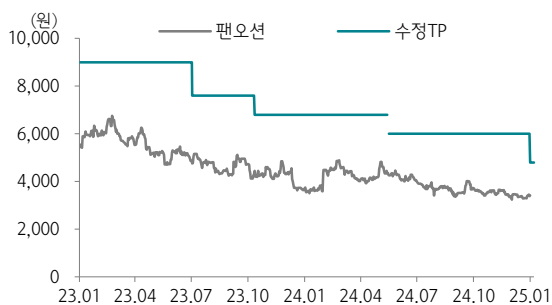
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산						
금융자산	1,834.2	1,757.3	2,037.1	2,017.7	2,275.4	
현금성자산	1,043.2	1,043.5	1,285.9	1,327.3	1,531.3	
매출채권	744.6	952.8	1,187.0	1,229.9	1,432.6	
채고자산	268.3	224.8	237.2	217.1	234.9	
재고자산	129.1	119.2	125.7	115.1	124.5	
기타유동자산	393.6	369.8	388.3	358.2	384.7	
비유동자산						
투자자산	5,714.7	6,096.6	6,298.6	6,659.5	6,943.3	
금융자산	226.5	203.6	212.8	197.8	211.1	
유형자산	81.8	67.6	69.3	66.5	69.0	
무형자산	5,444.1	5,840.6	6,034.0	6,410.6	6,681.8	
기타비유동자산	7.2	10.7	10.0	9.3	8.7	
자산총계	36.9	41.7	41.8	41.8	41.7	
자산총계						
	7,548.9	7,853.9	8,335.7	8,677.2	9,218.7	
유동부채						
금융부채	1,226.8	1,294.0	1,359.7	1,307.7	1,395.1	
매입채무	532.2	609.9	637.8	647.1	680.4	
기타유동부채	242.4	216.1	228.0	208.6	225.7	
비유동부채	452.2	468.0	493.9	452.0	489.0	
비유동부채						
금융부채	1,829.6	1,846.6	1,933.8	2,039.4	2,144.8	
기타비유동부채	1,807.9	1,830.6	1,916.9	2,023.9	2,128.1	
기타비유동부채	21.7	16.0	16.9	15.5	16.7	
부채총계						
	3,056.3	3,140.6	3,293.5	3,347.0	3,539.9	
지배주주지분						
자본금	4,492.6	4,713.4	5,042.2	5,330.2	5,678.8	
자본잉여금	534.6	534.6	534.6	534.6	534.6	
자본조정	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	
이익잉여금	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	
기타포괄이익누계액	538.9	596.1	596.1	596.1	596.1	
이익잉여금	1,474.7	1,638.2	1,967.1	2,255.1	2,603.6	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계						
	4,492.6	4,713.4	5,042.2	5,330.2	5,678.8	
순금융부채	1,296.9	1,396.9	1,268.9	1,343.7	1,277.2	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,410.8	750.8	793.8	793.6	888.5
당기순이익	677.1	245.0	374.3	333.4	394.0
조정	703.4	483.1	417.8	462.9	492.1
감가상각비	666.3	490.3	496.0	533.5	564.2
외환거래손익	(10.2)	(5.5)	(30.5)	(26.1)	(22.1)
지분법손익	(26.6)	6.4	(7.5)	(2.0)	(4.8)
기타	73.9	(8.1)	(40.2)	(42.5)	(45.2)
영업활동 자산부채 변동	30.3	22.7	1.7	(2.7)	2.4
투자활동 현금흐름	(577.4)	(84.4)	(628.0)	(821.9)	(776.9)
투자자산감소(증가)	(60.8)	26.0	(1.7)	17.0	(8.5)
자본증가(감소)	(328.0)	(313.4)	(688.7)	(909.4)	(834.7)
기타	(188.6)	203.0	62.4	70.5	66.3
재무활동 현금흐름	(642.7)	20.2	68.9	70.8	92.1
금융부채증가(감소)	89.2	100.3	114.3	116.3	137.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(678.4)	0.1	0.0	(0.1)	(0.0)
배당지급	(53.5)	(80.2)	(45.4)	(45.4)	(45.4)
현금의 증감	223.0	686.5	(244.1)	42.8	202.8
Unlevered CFO	1,460.8	877.9	932.7	932.1	1,019.1
Free Cash Flow	1,066.1	437.4	105.0	(115.8)	53.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.8	BUY	4,800		
24.5.24	BUY	6,000	-38.07%	-25.67%
24.5.21	담당자 변경		-	-
23.10.19	BUY	6,800	-38.27%	-28.09%
23.7.10	BUY	7,600	-38.99%	-32.11%
22.7.21	BUY	9,000	-39.60%	-24.89%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 1월 8일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(안도현)는 2025년 1월 8일 현재 해당회사의 유가증권 을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  - BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
  - Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
  - Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
  - Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  - Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  - Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.57%	4.98%	0.45%	100%

\* 기준일: 2025년 01월 05일