



BUY (유지)

목표주가(12M) **6,800원**
현재주가(11.10) **4,525원**

Key Data

KOSPI 지수(pt)	2,409.66
52주최고/최저(원)	6,760/4,120
시가총액(십억원)	2,418.9
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균거래량(천주)	3,763.6
60일 평균거래대금(십억원)	17.2
외국인 지분율(%)	13.89
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 10 인	54.77
국민연금공단	8.16

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,712.2	5,140.9
영업이익(십억원)	477.0	556.9
순이익(십억원)	405.5	482.5
EPS(원)	765	894
BPS(원)	9,181	9,893

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	4,616.1	6,420.3	4,482.3	4,197.3
영업이익	572.9	789.6	432.1	460.2
세전이익	550.4	688.0	313.0	358.5
순이익	549.3	677.1	311.3	356.1
EPS	1,028	1,267	582	666
증감률	494.22	23.25	(54.06)	14.43
PER	5.26	4.52	7.77	6.79
PBR	0.80	0.68	0.50	0.47
EV/EBITDA	4.91	2.99	9.33	8.89
ROE	17.16	16.74	6.65	7.11
BPS	6,728	8,404	9,115	9,631
DPS	100	150	150	150



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 도승환 shdo5568@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 13일 | 기업분석_ Earnings Review

팬오션 (028670)

3분기에 악화된 수익성, 4분기 어느 정도 회복 예상

건화물선 운임 하락으로 3분기 영업이익 시장기대치 하회

2023년 3분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 1.1조원(YoY -39.5%, QoQ -9.2%)과 795억원(YoY -36.5%, QoQ -64.6%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,011억원을 하회했다.

1) 건화물선 운임지수(BDI)가 지난 2분기대비 하락하여 평균 1,194포인트(YoY -27.9%, QoQ -9.1%)를 기록했고 2) 원/달러 환율 하락(미달러 기능통화 사용)도 부정적으로 작용했다. 3) 예상했던대로 컨테이너선과 탱커선 부문의 수익성이 동시에 악화되었는데 특히 컨테이너선의 경우 운임 급락으로 2013년 이후 10년만에 영업손실을 기록했다.

4분기 건화물선 운임, 상승 이후 예상되었던 조정 진행 중

10월 중순 2,000포인트를 상회했던 건화물선 운임(BDI)이 이후 하락세로 전환해 11월 중순 현재 여전히 1,000포인트 중반을 기록 중이다. 10월 중순까지는 1) 중국 정부의 부동산 규제 완화에 따른 철강 수요 회복 기대감과 국경철 연휴를 대비한 철광석 재고 축적 및 2) 중국내 석탄 광산 붕괴에 따른 호주산 석탄 수입 증가 및 3) 브라질 아마존강 가뭄으로 인한 곡물 수출 차질이 발생하면서 미국으로 물리면서 항만 체선이 발생하여 실질적인 가용선박량이 축소되었기 때문이 건화물선 운임이 상승했었다. 하지만 이후 당산시를 중심으로 철강사들의 감산 움직임이 본격화되면서 수입산 철광석 수요가 감소되었고 중국내 석탄 광산에 대한 안전점검이 완화되면서 운임 하락으로 이어졌다. 중국 항만 철광석 재고가 최근 증가세로 전환되었지만 여전히 최근 몇 년 평균치를 하회하고 있고 파나마운하의 선박 적체 현상이 지속되고 있기 때문에 단기적으로 운임이 급락하지는 않을 것으로 예상된다. 이를 감안한 4분기 평균 BDI는 1,632포인트, 팬오션의 영업이익은 1,149억원(YoY -26.9%, QoQ +44.6%)을 기록할 전망이다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 6,800원 유지

팬오션에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 6,800원을 유지한다. 3분기 실적 우려로 현재 주가는 PBR 0.5배로 밴드 하단 수준에 머무르고 있다. 4분기는 운임 상승으로 수익성 개선이 가능할 것으로 기대되는 가운데 2024년은 중국의 철강 수요 회복과 노후선 폐선 가속화로 올해보다 우호적인 영업환경이 기대되기 때문에 현재는 'Buy and Hold' 전략이 유효하다고 판단된다.

건화물선 운임 하락으로 3분기 영업이익 시장기대치 하회

3Q23 영업이익 795억원
(YoY -36.5%, QoQ -64.6%)

시장 컨센서스 하회

2023년 3분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 1.1조원(YoY -39.5%, QoQ -9.2%)과 795억원(YoY -36.5%, QoQ -64.6%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,011억원을 하회했다.

1) 건화물선 운임지수(BDI)가 지난 2분기대비 하락하여 평균 1,194포인트(YoY -27.9%, QoQ -9.1%)를 기록했고 2) 원/달러 환율 하락(미달러 기능통화 사용)도 부정적으로 작용했다. 3) 예상했던대로 컨테이너선과 탱커선 부문의 수익성이 동시에 악화되었는데 특히 컨테이너선의 경우 운임 급락으로 2013년 이후 10년만에 영업손실을 기록했다.

도표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
BDI(pt)	2,041	2,530	1,655	1,523	1,011	1,313	1,194	1,632	1,937	1,287	1,461
매출	1,440.9	1,722.2	1,836.5	1,420.7	996.4	1,224.7	1,111.6	1,149.6	6,420.3	4,482.3	4,197.3
영업이익	169.1	238.8	224.4	157.2	112.6	125.0	79.5	114.9	789.6	432.1	460.2
세전이익	163.2	225.0	167.9	131.9	113.4	92.2	24.8	82.6	688.0	313.0	358.5
순이익	162.9	224.8	166.8	122.6	113.2	91.9	24.5	81.7	677.1	311.3	356.1
영업이익률(%)	11.7	13.9	12.2	11.1	11.3	10.2	7.1	10.0	12.3	9.6	11.0
세전이익률(%)	11.3	13.1	9.1	9.3	11.4	7.5	2.2	7.2	10.7	7.0	8.5
순이익률(%)	11.3	13.1	9.1	8.6	11.4	7.5	2.2	7.1	10.5	6.9	8.5

자료: 하나증권

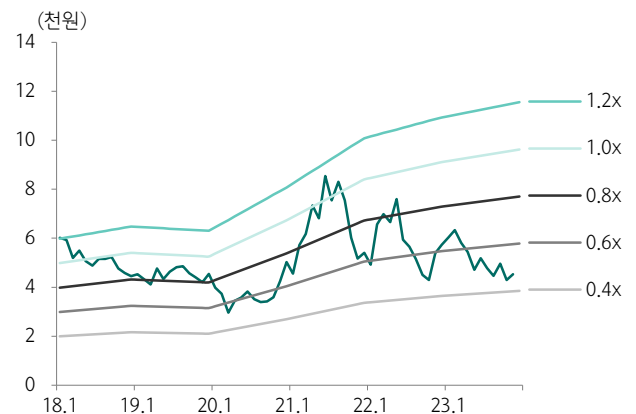
도표 2. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나증권

도표 3. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,616.1	6,420.3	4,482.3	4,197.3	4,324.5
매출원가	3,950.4	5,520.4	3,946.1	3,640.4	3,727.8
매출총이익	665.7	899.9	536.2	556.9	596.7
판매비	92.8	110.3	104.2	96.7	99.7
영업이익	572.9	789.6	432.1	460.2	497.0
금융손익	(29.9)	(53.6)	(76.0)	(77.7)	(79.5)
종속/관계기업손익	12.6	18.5	(6.5)	(2.5)	(2.5)
기타영업외손익	(5.3)	(66.5)	(36.6)	(21.5)	(21.5)
세전이익	550.4	688.0	313.0	358.5	393.6
법인세	1.1	10.9	1.7	2.4	2.8
계속사업이익	549.3	677.1	311.3	356.1	390.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	549.3	677.1	311.3	356.1	390.7
포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(지분법제외)순이익	549.3	677.1	311.3	356.1	390.7
지배주주포괄이익	816.9	950.4	460.3	356.1	390.7
NOPAT	571.8	777.1	429.7	457.0	493.4
EBITDA	933.3	1,455.9	432.1	460.2	497.0
성장성(%)					
매출액증가율	84.85	39.08	(30.19)	(6.36)	3.03
NOPAT증가율	157.34	35.90	(44.70)	6.35	7.96
EBITDA증가율	106.07	55.99	(70.32)	6.50	8.00
(조정)영업이익증가율	154.40	37.83	(45.28)	6.50	8.00
(지분법제외)순이익증가율	493.84	23.27	(54.02)	14.39	9.72
(지분법제외)EPS증가율	494.22	23.25	(54.06)	14.43	9.76
수익성(%)					
매출총이익률	14.42	14.02	11.96	13.27	13.80
EBITDA이익률	20.22	22.68	9.64	10.96	11.49
(조정)영업이익률	12.41	12.30	9.64	10.96	11.49
계속사업이익률	11.90	10.55	6.95	8.48	9.03

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,028	1,267	582	666	731
BPS	6,728	8,404	9,115	9,631	10,212
CFPS	1,772	2,733	1,184	1,298	1,363
EBITDAPS	1,746	2,724	808	861	930
SPS	8,635	12,010	8,385	7,852	8,090
DPS	100	150	150	150	150
주가지표(배)					
PER	5.26	4.52	7.77	6.79	6.19
PBR	0.80	0.68	0.50	0.47	0.44
PCFR	3.05	2.10	3.82	3.49	3.32
EV/EBITDA	4.91	2.99	9.33	8.89	8.23
PSR	0.63	0.48	0.54	0.58	0.56
재무비율(%)					
ROE	17.16	16.74	6.65	7.11	7.37
ROA	9.85	9.65	4.03	4.47	4.74
ROIC	12.58	14.44	7.33	7.28	7.48
부채비율	80.40	68.03	61.81	56.26	54.62
순부채비율	46.92	28.87	31.26	30.71	28.93
이자보상배율(배)	13.15	10.38	4.73	1.20	1.32

자료: 하나증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,358.7	1,834.2	1,571.6	1,393.9	1,483.3
금융자산	563.2	1,043.2	912.4	781.9	845.9
현금성자산	521.6	744.6	522.9	393.0	456.7
매출채권 등	249.2	268.3	217.1	201.0	209.7
재고자산	108.2	129.1	104.4	96.7	100.9
기타유동자산	438.1	393.6	337.7	314.3	326.8
비유동자산	5,130.1	5,714.7	6,312.8	6,651.4	6,957.6
투자자산	147.1	226.5	231.8	220.4	226.6
금융자산	20.1	81.8	114.7	112.0	113.5
유형자산	4,963.3	5,444.1	5,983.7	6,333.7	6,633.7
무형자산	6.5	7.2	10.4	10.4	10.4
기타비유동자산	13.2	36.9	86.9	86.9	86.9
자산총계	6,488.8	7,548.9	7,884.4	8,045.3	8,440.9
유동부채	1,149.4	1,226.8	1,099.4	1,035.7	1,070.1
금융부채	533.7	532.2	540.7	518.5	530.5
매입채무 등	236.8	242.4	196.1	181.5	189.4
기타유동부채	378.9	452.2	362.6	335.7	350.2
비유동부채	1,742.5	1,829.6	1,912.3	1,861.0	1,911.7
금융부채	1,717.2	1,807.9	1,894.8	1,844.8	1,894.8
기타비유동부채	25.3	21.7	17.5	16.2	16.9
부채총계	2,891.9	3,056.3	3,011.7	2,896.7	2,981.8
지배주주지분	3,596.8	4,492.6	4,872.7	5,148.6	5,459.1
자본금	534.6	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
자본조정	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
기타포괄이익누계	266.5	538.9	688.1	688.1	688.1
이익잉여금	851.3	1,474.7	1,705.6	1,981.5	2,292.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,596.8	4,492.6	4,872.7	5,148.6	5,459.1
순금융부채	1,687.7	1,296.9	1,523.1	1,581.4	1,579.4

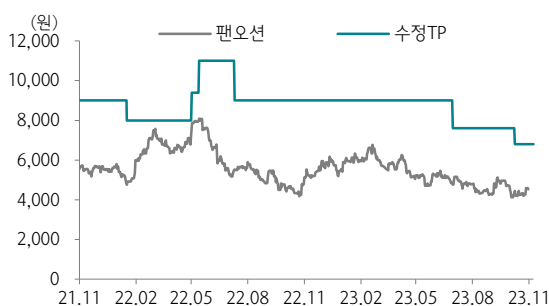
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	767.7	1,410.8	642.8	694.4	724.2
당기순이익	549.3	677.1	311.3	356.1	390.7
조정	347.4	703.4	252.8	335.5	335.0
감가상각비	360.4	666.3	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(10.1)	(10.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(8.9)	(26.6)	0.0	0.0	0.0
기타	6.0	73.9	252.8	335.5	335.0
자산/부채의 변동	(129.0)	30.3	78.7	2.8	(1.5)
투자활동현금흐름	(351.2)	(577.4)	(490.4)	(290.1)	(263.7)
투자자산감소(증가)	(34.1)	(60.8)	(1.4)	11.4	(6.2)
유형자산감소(증가)	(333.4)	(328.0)	(418.3)	(350.0)	(300.0)
기타투자활동	16.3	(188.6)	(70.7)	48.5	42.5
재무활동현금흐름	(158.0)	(642.7)	(371.2)	(535.8)	(396.1)
금융부채증가(감소)	761.2	89.2	95.4	(72.2)	62.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(892.5)	(678.4)	(386.4)	(383.4)	(377.9)
배당지급	(26.7)	(53.5)	(80.2)	(80.2)	(80.2)
현금의 증감	284.0	223.0	(190.8)	(129.9)	63.6
Unlevered CFO	947.0	1,460.8	633.0	694.0	728.6
Free Cash Flow	434.0	1,066.1	222.5	344.4	424.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.10.19	BUY	6,800		
23.7.10	BUY	7,600	-38.99%	-32.11%
22.7.21	BUY	9,000	-39.60%	-24.89%
22.5.24	BUY	11,000	-41.93%	-26.55%
22.5.12	BUY	9,400	-15.67%	-15.21%
22.1.27	BUY	8,000	-17.98%	-5.25%
21.5.13	BUY	9,000	-25.51%	-2.56%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)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 2023년 11월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2023년 11월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 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	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 10일