

팬오션 (028670)

4Q23 Review: 점진적인 실적 개선 예상

투자의견 Buy, 목표주가 6,400원 유지

팬오션에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 6,400원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.68배를 적용한 것이다(Target P/E 12.1배). HMM 인수 결렬로 대규모 유상증자 리스크가 해소되었다. 인수 불발 이후 주가는 25% 상승했으나, 아직 현재 주가는 P/B 0.50배에 머물러있다. 유상증자 리스크 해소와 낮아진 Valuation으로 주가 하방은 매우 제한적일 것으로 판단되는 가운데, 우호적인 벌크, 탱커 시황으로 주가 상승을 기대할 수 있다.

4Q23 영업이익 시장 컨센서스 하회

연결 기준 팬오션의 4Q23 매출액은 1.0조원(-27.6% YoY, -7.5% QoQ), 영업이익은 687억원(-56.3% YoY, -13.5% QoQ)을 기록했다. 영업이익은 시장 컨센서스를 38% 하회한 것이다. 벌크 부문의 영업이익은 443억원(-52.2% YoY, -20.0% QoQ)을 기록했다. 4Q23 평균 BDI는 파나마운하 통행 차질 이슈, 철광석 물동량 호조 등으로 2,039pt(+34.0% YoY, +71.6% QoQ)를 기록했으나, 팬오션은 시황 악화를 우려해 벌크 선대를 전분기대비 8척(-4%)을 줄이며 우호적인 시황을 누리지 못했다. 4Q23말 기준 팬오션의 드라이 벌크 선대는 전분기대비 193척이다(사선 78척, 용선 115척)이다. 팬오션의 선대는 2Q23 이후 2개분기 연속 줄어들었다(2Q23 262척 → 3Q23 201척 → 4Q23 193척). 비벌크 부문에서는 탱커 부문이 영업이익 250억원 (-41.6% YoY, +0.6% QoQ), 컨테이너 부문은 -41억원(적전 YoY)을 기록했다. 사우디의 감산 기조가 4Q23에도 유지되며 VLCC 시황은 3Q23 대비 반등하지 못했다. 컨테이너 부문은 부진한 인트라 아시아 시황이 유지되며 전년대비 적자전환했다.

점진적인 실적 개선 예상

2월 10일 기준 BDI는 1,545pt로 중국 춘절 전후로 시황이 일반적으로 악화되는 계절성을 고려하면 매우 높다(과거 5년 평균 대비 +50% 수준). 중국의 부동산 시장 악화가 지속되며 중국 철광석 수요 증가에 대한 기대가 약하고(Clarksons 전망 -2% YoY), 중국의 철광석 항만 재고 역시 저점 대비 크게 올라와 철광석 선물 가격은 하락세를 보이고 있다는 점에서 높은 BDI는 고무적이다. 이는 현재의 파나마, 수에즈 운하 통행량 제한이 영향을 미쳤을 것으로 파악된다. 중국 춘절 이후 3~4월은 기계적인 산업 활동 증가로 일반적으로 BDI가 상승하는 시기로 통행량 제한 이슈가 겹치며 더욱 큰 폭의 BDI 상승을 기대할 수 있다. 탱커 시황도 통행량 제한 이슈와 맞물려 12월말부터 크게 반등하기 시작했고, 1Q24 누적 기준 전년동일기간 대비 VLCC, MR 운임은 25~40% 높은 수준이다. 작년 하반기부터 선대 축소 기조를 유지했던 팬오션도 시황 반등을 예상하여 상반기까지 최소 250여척의 선대를 확보할 예정이다(현재 231척). 이에 점진적인 영업이익 증가를 예상한다(1Q24 927억원, 2Q24 1,043억원).

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	6,400원(유지)
증가(2024.02.08)	4,490원
상승여력	42.5%

Stock Indicator	
자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	2,400십억원
외국인지분율	14.8%
52주 주가	3,510~6,760원
60일평균거래량	9,878,555주
60일평균거래대금	41.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.9	-0.8	-6.6	-24.4
상대수익률	21.1	-9.5	-7.7	-30.5

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	6,420	4,361	4,777	5,072
영업이익(십억원)	790	385	404	416
순이익(십억원)	677	245	324	339
EPS(원)	1,267	458	606	634
BPS(원)	8,404	8,765	9,317	9,802
PER(배)	4.5	9.8	7.4	7.1
PBR(배)	0.7	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	15.1	5.2	6.5	6.5
배당수익률(%)	2.6	2.3	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	1.3	2.8	2.9	2.9

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

표1. 팬오션 4Q23P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	4Q23P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		4Q22	YoY %	4Q23P	Diff %	4Q23E	Diff %
매출액	1,028	1,421	-27.6	1,138	-9.6	1,196	-14.0
영업이익	68	157	-56.6	104	-34.7	100	-31.8
세전이익	18	132	-86.3	81	-77.8	80	-77.4
지배주주순이익	15	123	-87.4	76	-79.8	80	-80.7

자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표2. 팬오션 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023P	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	4,777	4,361	9.5	4,576	4.4	5,014	-4.7
영업이익	404	385	4.8	470	-14.1	422	-4.3
세전이익	324	248	30.3	383	-15.4	311	4.1
지배주주순이익	324	245	32.2	381	-14.9	310	4.5

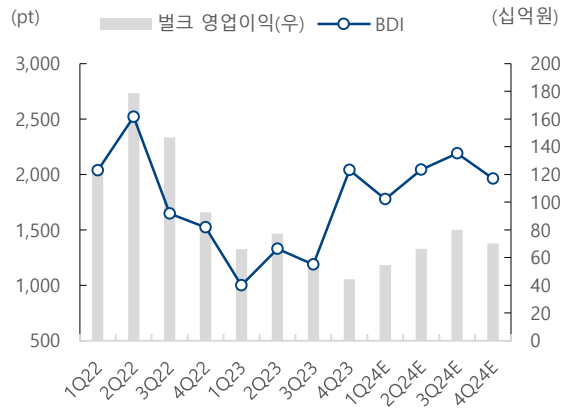
자료: Dart, Quantiwise, 하이투자증권

표3. 팬오션 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,777	5,072	5,014	5,240	-5.5	-3.2
영업이익	404	416	422	475	-15.2	-23.2
영업이익률	8.5	8.2	8.4	9.1	-0.9	-1.9
EBITDA	885	900	1,024	1,048	-18.0	-18.9
세전이익	324	339	311	352	-10.6	-18.2
지배주주순이익	324	339	310	352	-10.3	-18.2
지배주주순이익률	6.8	6.7	8.3	8.0	-2.4	-2.3
EPS	606	634	659	716	-21.1	-24.7
BPS	9,317	9,802	9,458	10,086	-2.4	-4.6

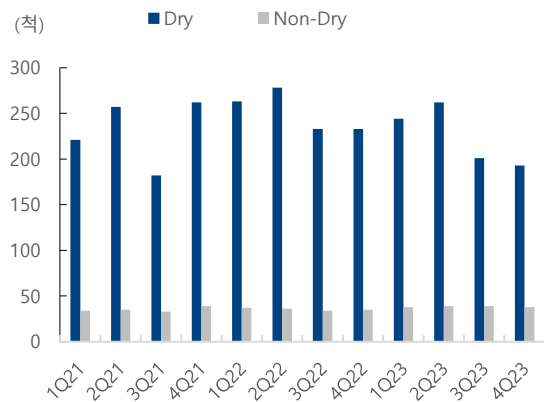
자료: 하이투자증권

그림1. 팬오션 벌크 영업이익 및 BDI 추이/전망



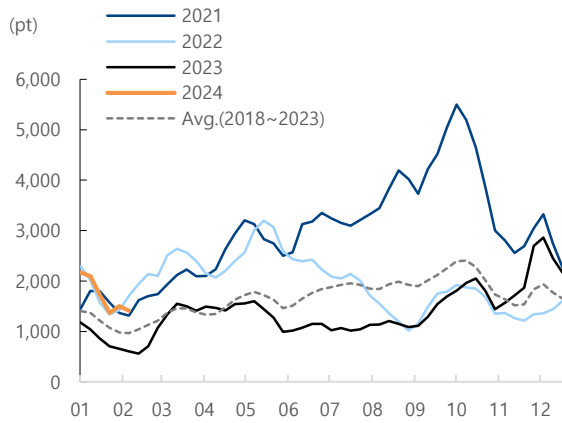
자료: 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 팬오션 선대 추이



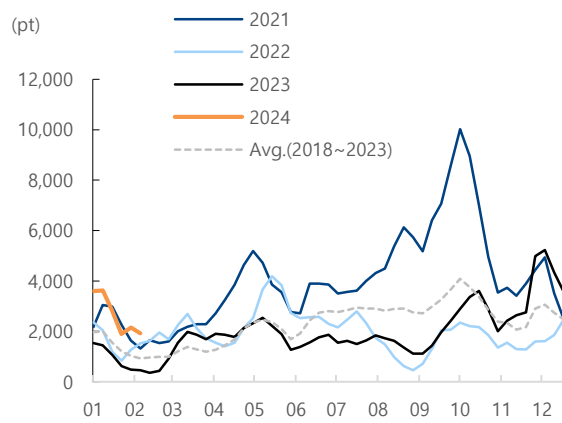
자료: 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

그림3. BDI 추이



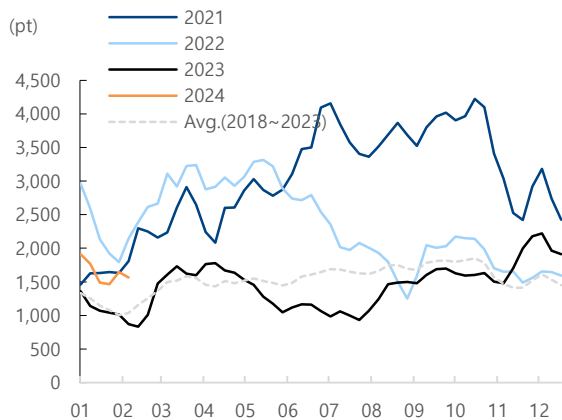
자료: Clarksons, 하이투자증권

그림4. BCI(Capesize) 추이



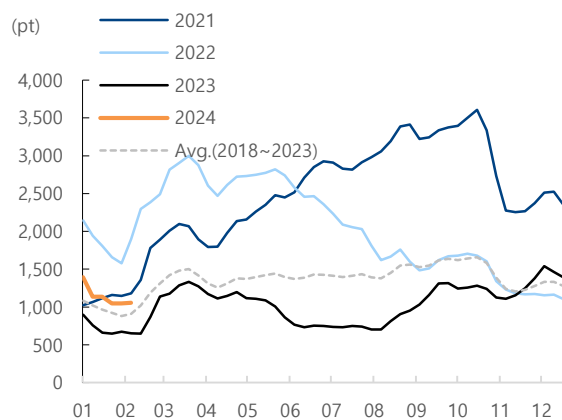
자료: Clarksons, 하이투자증권

그림5. BPI 추이(Panamax)



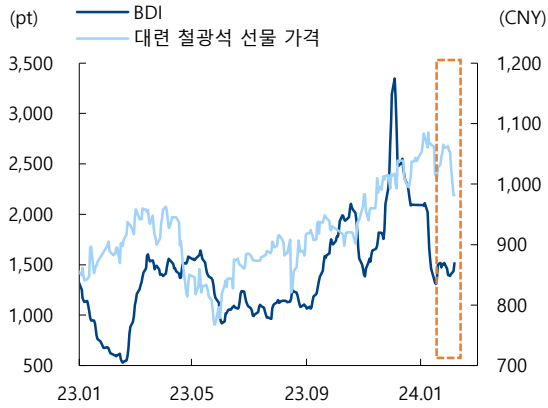
자료: Clarksons, 하이투자증권

그림6. BSI(Supramax) 추이



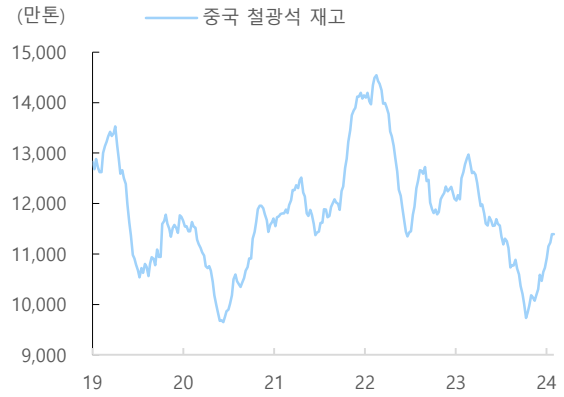
자료: Clarksons, 하이투자증권

그림7. BDI, 철광석 선물 가격 추이



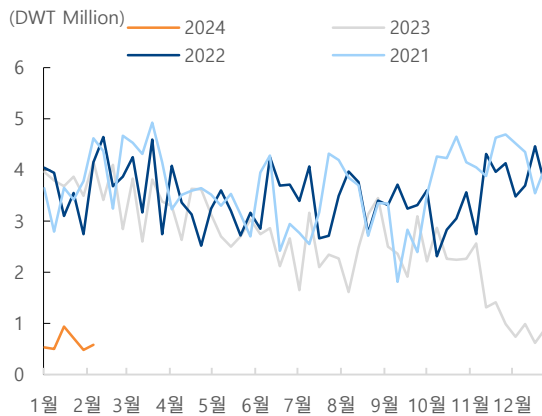
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림8. 중국 철광석 재고 추이



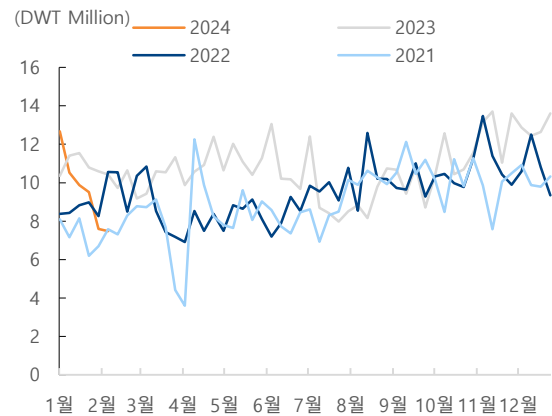
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림9. 파나마 운하 벌크 통행량 추이



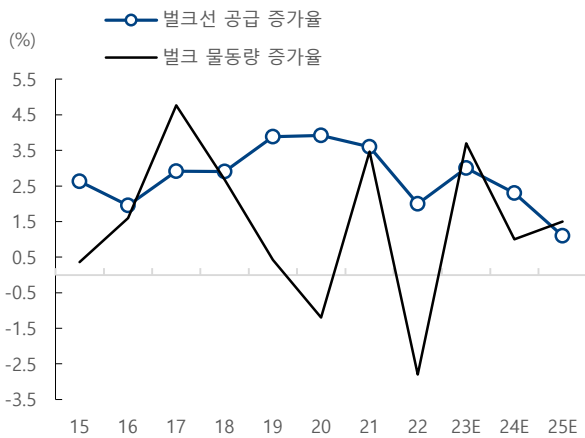
자료: Clarksons, 하이투자증권

그림10. 수에즈 운하 벌크 통행량 추이



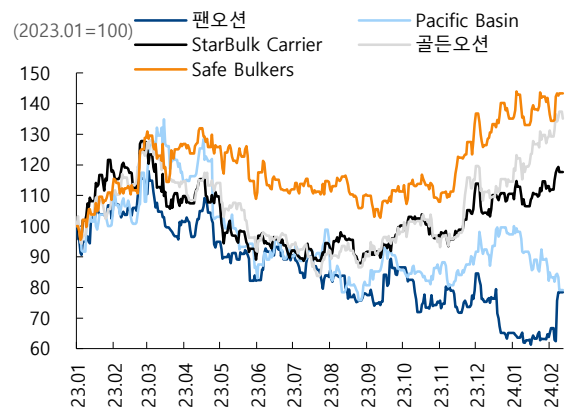
자료: Clarksons, 하이투자증권

그림11. 벌크 공급, 수요 증감율 추이



자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 글로벌 주요 벌크 선사 주가 추이



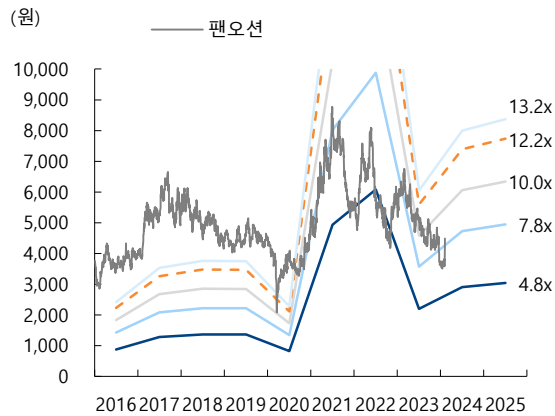
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

표4. 팬오션 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F	비고
EPS (원)	173	1,028	1,267	458	606	634	
BPS (원)	5,250	6,728	8,404	8,861	9,317	9,802	
고점 P/E (배)	29.0	8.5	6.4	14.7			최근 5년 평균: 15.4
평균 P/E (배)	21.5	6.3	4.6	11.1			최근 5년 평균: 11.9
저점 P/E (배)	12.0	4.4	3.3	7.9			최근 5년 평균: 8.4
고점 P/B (배)	0.96	1.30	0.96	0.76			최근 5년 평균: 0.99
평균 P/B (배)	0.71	0.97	0.70	0.57			최근 5년 평균: 0.76
저점 P/B (배)	0.40	0.67	0.50	0.41			최근 5년 평균: 0.54
ROE(%)	3.3	15.3	15.1	5.2	6.5	6.5	
적용 BPS (원)					9,358		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.68		최근 3년 P/B 평균 10% 할인
목표주가 (원)					6,400		Target P/E 12.1배
전일 종가 (원)					4,490		
상승 여력					42.5		

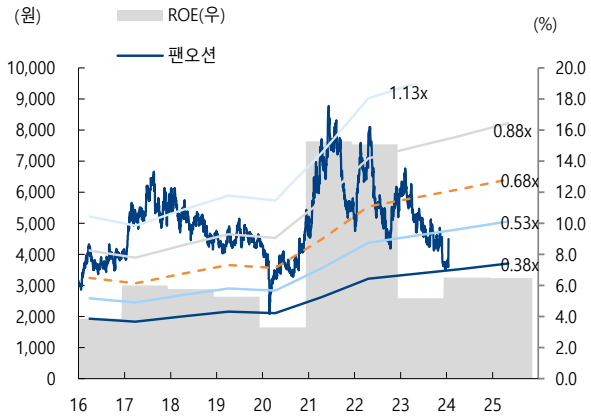
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림13. 팬오션 P/E Band(Implied P/E 12.1x)



자료: 팬오션, 하이투자증권

그림14. 팬오션 P/B Band(Implied P/B 0.68x)



자료: 팬오션, 하이투자증권

표5. 팬오션 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2022	2023P	2024E
주요 가정											
BDI	1,000	1,330	1,189	2,039	1,776	2,042	2,190	1,962	1,931	1,389	1,993
YoY	-50.9	-47.2	-27.8	34.0	77.6	53.5	84.3	-3.8	-33.6	-28.0	43.4
평균환율	1,275.5	1,314.6	1,313.4	1,309.6	1,290.0	1,285.0	1,270.0	1,270.0	1,290.7	1,303.3	1,278.8
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	1.1	-2.3	-3.3	-3.0	12.8	1.0	-1.9
실적 추정											
매출액	996	1,225	1,112	1,028	1,113	1,147	1,232	1,286	6,420	4,361	4,777
YoY	-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	11.7	-6.4	10.8	25.1	39.1	-32.1	9.5
벌크	761	857	765	699	812	853	921	950	4,824	3,082	3,537
YoY	-27.9	-34.0	-46.6	-32.6	6.7	-0.5	20.4	36.0	35.2	-36.1	14.7
컨테이너	98	97	84	87	88	89	86	88	509	366	351
YoY	-22.1	-26.5	-35.6	-28.3	-10.2	-7.9	2.4	0.7	44.2	-28.2	-4.1
탱커	83	87	86	88	92	94	93	90	306	343	368
YoY	61.2	28.8	-1.3	-12.8	11.5	8.1	8.1	2.5	118.2	12.0	7.5
기타	55	124	125	115	120	111	132	158	172	83	145
YoY	-73.7	-44.9	-32.7	-29.0	119.7	-10.7	5.0	38.1	83.5	-51.8	75.0
영업비용	953	943	923	961	1,020	1,042	1,120	1,191	5,631	3,780	4,373
YoY	-25.1	-36.4	-42.7	-24.0	7.0	10.5	21.3	24.0	39.3	-32.9	15.7
영업이익	113	125	79	68	93	104	112	95	790	385	404
YoY	-33.4	-47.6	-64.6	-56.6	-17.7	-16.6	40.9	39.1	37.8	-51.2	4.8
OPM(%)	11.3	10.2	7.1	6.6	8.3	9.1	9.1	7.4	12.3	8.8	8.5
벌크	66	77	55	44	55	66	80	70	542	243	271
컨테이너	13	7	-6	-4	4	2	0	-1	138	9.1	5
탱커	30	32	25	25	30	29	25	20	107	111.5	105
기타	4.0	9	6	3	4	7	6	5	3	22	23
영업외손익	1	-33	-55	-51	-17	-20	-20	-23	-102	-137	-80
세전이익	113	92	25	18	76	84	92	72	688	248	324
지배주주순이익	113	92	25	15	76	84	92	72	677	245	324
순이익률(%)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.8	7.3	7.5	5.6	10.5	5.6	6.8

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

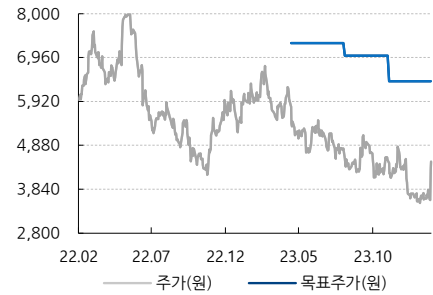
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,834	2,017	1,930	1,871	매출액	6,420	4,361	4,777	5,072
현금 및 현금성자산	745	924	802	712	증가율(%)	39.1	-32.1	9.5	6.2
단기금융자산	10	12	11	11	매출원가	5,520	3,857	4,165	4,437
매출채권	275	341	350	365	매출총이익	900	504	612	635
재고자산	129	119	149	153	판매비와관리비	110	119	208	219
비유동자산	5,715	6,107	6,511	6,945	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,444	5,818	6,204	6,621	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	7	12	15	19	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,549	8,125	8,441	8,816	영업이익	790	385	404	416
유동부채	1,227	1,688	1,728	1,721	증가율(%)	37.8	-51.3	4.9	3.0
매입채무	242	270	309	313	영업이익률(%)	12.3	8.8	8.5	8.2
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	13	13	13	13
유동성장기부채	321	588	619	604	이자비용	76	76	76	76
비유동부채	1,830	1,751	1,751	1,841	지분법이익(손실)	19	-2	6	4
사채	113	-	-	-	기타영업외손익	-67	-60	-31	-22
장기차입금	141	176	176	166	세전계속사업이익	688	248	324	339
부채총계	3,056	3,439	3,479	3,561	법인세비용	11	3	-	-
지배주주지분	4,493	4,686	4,962	5,254	세전계속이익률(%)	10.7	5.7	6.8	6.7
자본금	535	535	535	535	당기순이익	677	245	324	339
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	순이익률(%)	10.5	5.6	6.8	6.7
이익잉여금	1,475	1,640	1,883	2,142	지배주주귀속 순이익	677	245	324	339
기타자본항목	2	2	2	2	기타포괄이익	273	24	34	34
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	950	269	358	373
자본총계	4,493	4,686	4,962	5,254	지배주주귀속총포괄이익	950	269	358	373

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,411	175	-28	5	주당지표(원)				
당기순이익	677	245	324	339	EPS	1,267	458	606	634
유형자산감가상각비	-	-298	-360	-341	BPS	8,404	8,861	9,317	9,802
무형자산상각비	1	-	-	-	CFPS	1,268	1,267	1,288	1,298
지분법관련손실(이익)	19	-2	6	4	DPS	150	85	100	100
투자활동 현금흐름	-577	-257	-255	-256	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-345	-76	-76	-76	PER	4.5	9.8	7.4	7.1
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0	PBR	0.7	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	1	-2	1	0	PCR	4.5	4.4	4.3	4.2
재무활동 현금흐름	-643	108	-49	-105	EV/EBITDA	1.3	2.8	2.9	2.9
단기금융부채의증감	-	27	3	-1	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-79	-	-10	ROE	15.1	5.2	6.5	6.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	12.3	2.0	0.9	1.5
배당금지급	-53	-80	-80	-80	부채비율	68.0	73.4	70.1	67.8
현금및현금성자산의증감	223	179	-122	-90	순부채비율	-4.0	-3.7	-0.4	0.9
기초현금및현금성자산	522	745	924	802	매출채권회전율(x)	24.4	14.2	13.8	14.2
기말현금및현금성자산	745	924	802	712	재고자산회전율(x)	54.1	35.1	35.6	33.6

자료 : 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

팬오션 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자의건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-25	Buy	7,300	-30.9%	-25.1%
2023-08-14	Buy	7,000	-36.2%	-26.9%
2023-11-13	Buy	6,400		



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

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-