

팬오션 (028670)

3Q24 Preview: 안정적 실적 지속

투자의견 Buy, 목표주가 5,800원 유지

팬오션에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 5,800원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.55배를 적용하여 산출했다. 현재 주가는 12개월 선행 P/E 기준 6.0배, P/B 0.34배로 역사적 하단에 위치해 있다. 최근 중국 경기 부양책 발표에도 주가 반등은 크지 않았다. 부양책 효과에 대한 불확실성, 그리고 부정적 부동산 지표, 철광석 수요 불확실성이 주가의 업사이드를 제한하고 있는 것으로 판단한다. 다만 팬오션의 이익 레벨을 고려할 때 현재의 주가 수준은 극단적인 저평가 부근에 위치해 있어 주가의 다운사이드 역시 매우 제한적이라고 판단하며, 중국 부양책의 효과가 실제 확인되면 큰 폭의 주가 상승을 기대할 수 있다.

3Q24 영업이익 시장 컨센서스 하회 예상

연결 기준 팬오션의 3Q24 매출액은 1.2조원(+9.5% YoY, -1.3% QoQ), 영업이익은 1,147억원(+44.3% YoY, -15.2% QoQ, OPM 9.4%)가 예상된다. 추정 영업이익은 시장 컨센서스를 11% 하회하는 것이다.

벌크 부문 매출액은 9,246억원(+20.8% YoY, +6.2% QoQ), 영업이익은 781억원(+41.0% YoY, -9.0% QoQ, OPM 8.4%)이 예상된다. 3Q24 평균 BDI는 1,867pt(+57.1% YoY, +0.7% QoQ)로 높은 철광석 수요로 2Q24에 이어 건조한 운임이 지속되었다. 팬오션의 선대는 3Q24말 기준 280여척으로 +40척 YoY, +22척 QoQ 늘어난 것으로 보이고, 이 중 대다수는 단기 용선 벌크선이다. 선대 증가와 운임 상승이 YoY 매출액 및 영업이익 증가를 이끌었으나, 원/달러 약세(+3.2% YoY, -1.2% QoQ)와 대선 영업 증가로 OPM이 전분기대비로는 하락(-1.4%p)할 것으로 예상된다.

비벌크 부문에서 탱커 부문의 영업이익 218억원(-12.3% YoY, -43.0% QoQ), 컨테이너 부문 영업이익은 79억원(흑전 YoY, +6.0% QoQ)가 예상된다. 3Q24 VLCC, MR의 운임은 전분기대비 각각 44%, 16% 하락했다. 중국의 원유 수요 감소와 사우디 감산 효과가 영향을 미쳤다. 아시아 컨테이너 운임은 상승(+62.0% YoY, +10.2% QoQ)했다.

중국 부양책 효과는 확인 필요, LNG선 도입으로 영업이익 안정성 증대

중국은 9월 24일 지준을 인하, 유동성 공급 등의 경기부양책을 발표하는데 이어 최근에는 지방 정부의 미분양 주택 매입 내용이 담긴 추가 부양책을 발표했다. 현재 중국의 부동산 지표(신규착공, 미분양)은 굉장히 부정적이고, 중국 철광석 수입량 전망에 대한 불확실성이 증대되는 상황으로, 중국 부양책이 실제로 전방 산업의 수요 증가로 연결될 수 있는 지 지속적으로 체크할 필요가 있다.

팬오션은 2024~2025년 총 9척의 LNG선 인도가 예정되어 있고, 3Q24 3척, 4Q24에 3척, 그리고 2025년 추가로 3척이 들어올 예정이다. 모두 Shell, KGL 등과 장기대선계약으로 안정적인 영업이익(척당 연간 100억원 수준) 증가가 기대된다. 이에 LNG선의 영업이익 비중도 2024년 7.0%에서 2025년 17%까지 상승할 것으로 예상된다. 선박 구입 비용의 대부분은 선박금융을 이용하여 이자비용 증대도 예상되지만, 안정적인 실적 증가를 이끈다는 점에서 긍정적으로 평가한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	5,800원(유지)
증가(2024. 10. 16)	3,585원
상승여력	61.8 %

Stock Indicator

자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	1,916십억원
외국인지분율	12.7%
52주 주가	3,360~4,890원
60일평균거래량	2,463,150주
60일평균거래대금	9.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	-6.9	-8.5	-15.8
상대수익률	0.6	1.3	-9.6	-21.9

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,361	4,669	4,820	5,047
영업이익(십억원)	386	473	439	523
순이익(십억원)	245	352	316	360
EPS(원)	458	659	591	673
BPS(원)	8,817	10,135	10,726	11,399
PER(배)	8.1	5.4	6.1	5.3
PBR(배)	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	5.3	7.2	6.0	6.4
배당수익률(%)	2.3	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	2.2	2.3	2.0	1.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

표1. 팬오션 3Q24E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	3Q24E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q23	YoY %	3Q24E	Diff %	3Q24E	Diff %
매출액	1,218	1,112	9.5	1,261	-3.4	1,178	3.4
영업이익	115	79	44.3	129	-11.4	120	-4.5
세전이익	81	25	226.9	100	-18.8	103	-21.3
지배주주순이익	81	25	231.0	98	-17.7	103	-21.3

자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표2. 팬오션 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023	YoY %	2024E	Diff %	2024E	Diff %
매출액	4,669	4,361	7.1	4,664	0.1	4,591	1.7
영업이익	473	386	22.5	491	-3.7	478	-1.1
세전이익	354	248	42.3	372	-4.8	383	-7.7
지배주주순이익	352	245	43.8	365	-3.5	382	-7.8

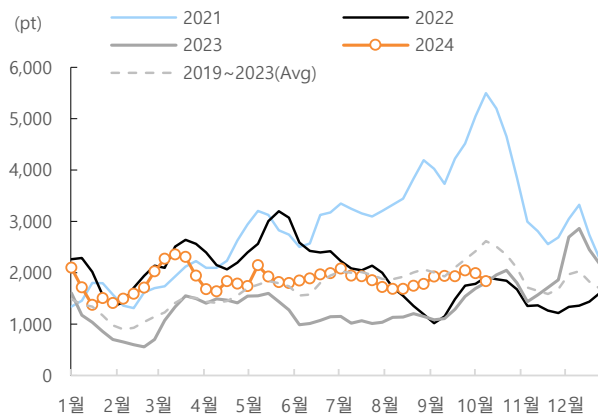
자료: Dart, Quantiwise, iM증권

표3. 팬오션 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,669	4,820	4,591	4,859	1.7	-0.8
영업이익	473	439	478	462	-1.1	-5.1
영업이익률	10.1	9.1	10.4	9.5	-0.3	-0.4
EBITDA	940	913	967	955	-2.8	-4.4
세전이익	354	316	383	395	-7.7	-20.0
지배주주순이익	352	316	382	395	-7.8	-20.0
지배주주순이익률	7.5	6.6	8.3	8.1	-0.8	-1.5
EPS	659	591	715	739	-7.8	-20.0
BPS	10,135	10,726	9,533	10,271	6.3	4.4

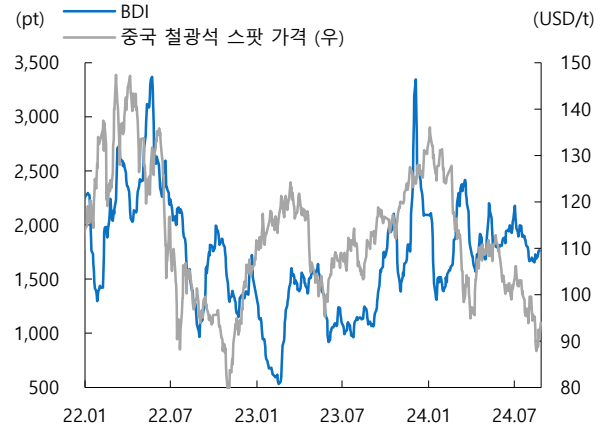
자료: iM증권

그림1. BDI 추이



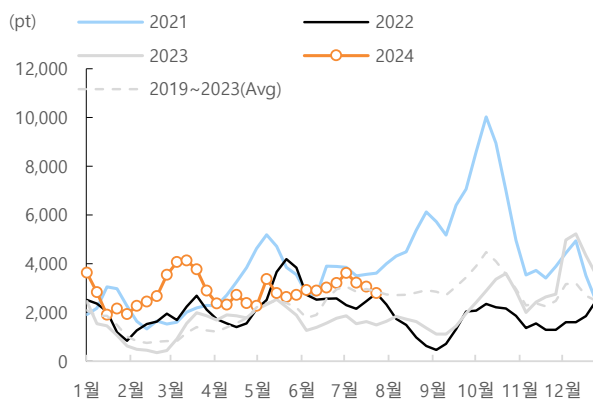
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림2. BDI와 중국 철광석 스팟 가격 추이



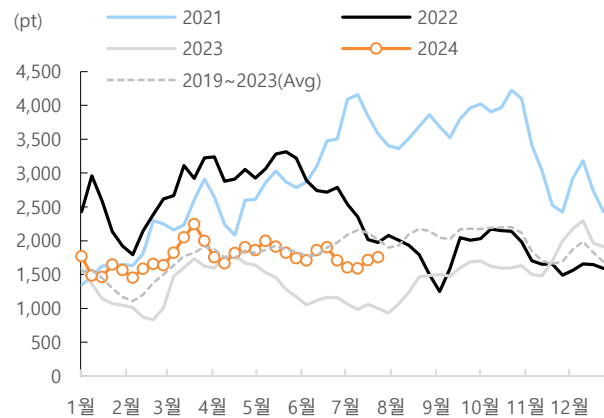
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림3. BCI(Baltic Capesize Index) 추이



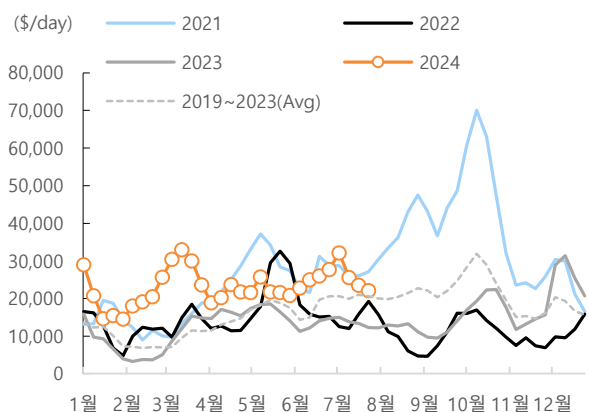
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림4. BPI(Baltic Panamax Index) 추이



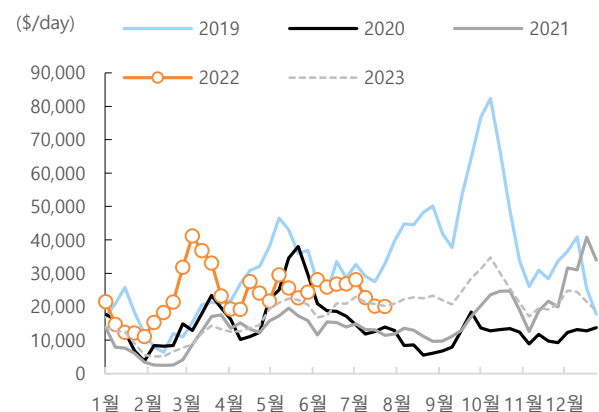
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

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



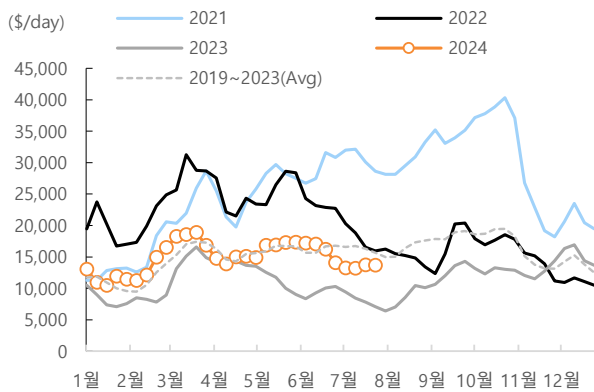
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

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



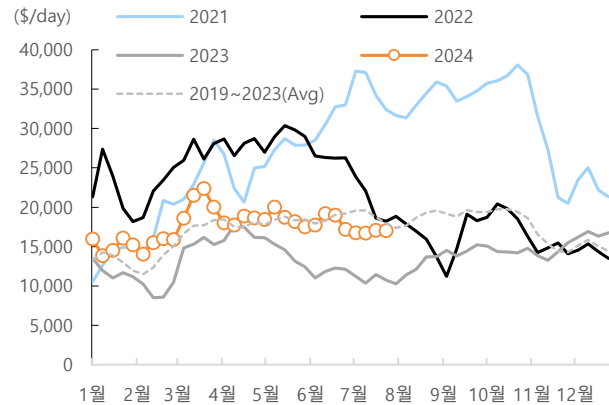
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림7. BPI(P3A, 미주 서안 - 동북아, 82,500mt)



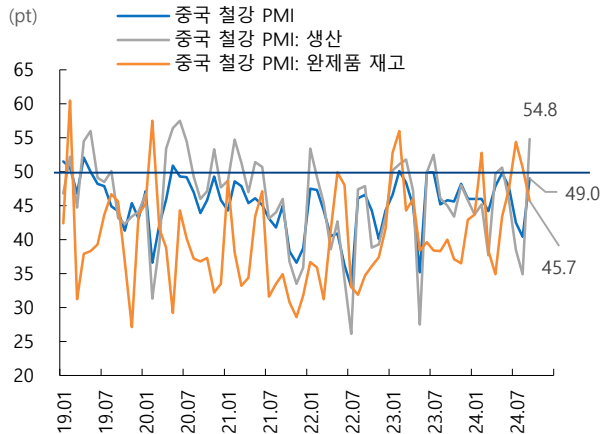
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림8. BPI(P6, 미주 동안 - 동북아, 82,500mt)



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림1. 중국 철강 PMI(~2024년 9월)



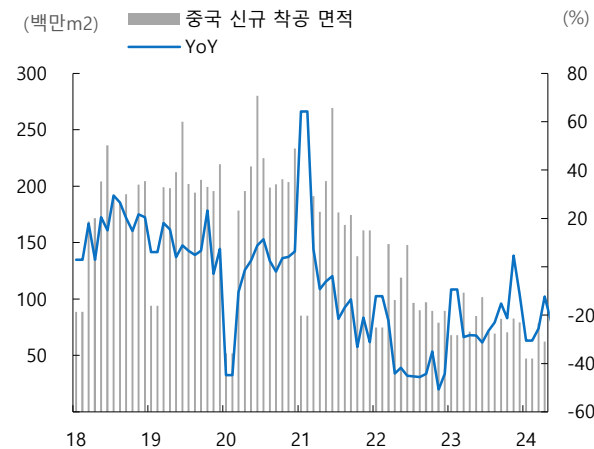
자료: WIND, iM증권 리서치본부

그림2. 중국 철광석 재고 추이



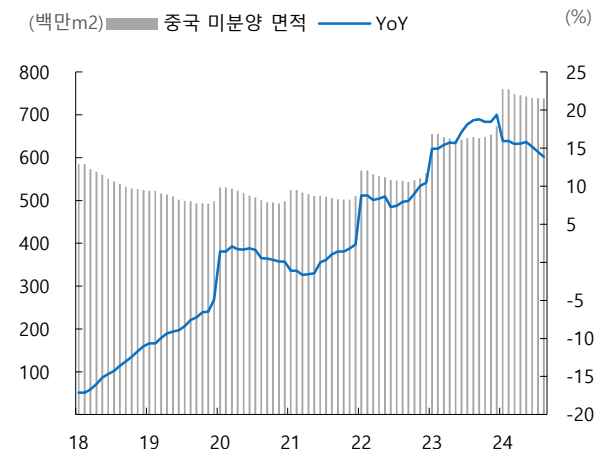
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림3. 중국 부동산 신규 착공 면적(~2024년 8월)



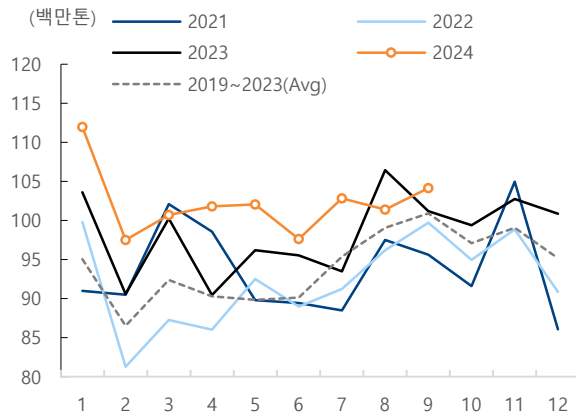
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림4. 중국 부동산 미분양 면적(~2024년 8월)



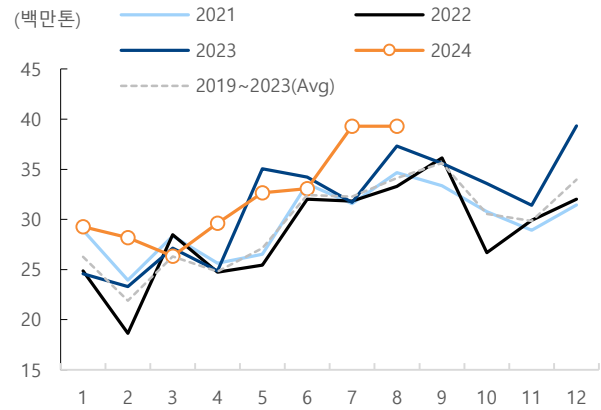
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림5. 중국 철광석 수입량



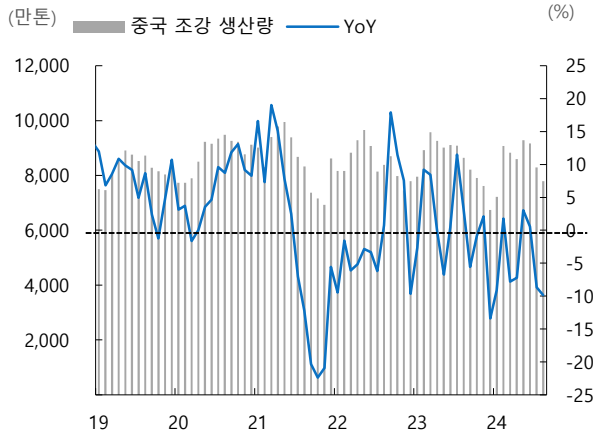
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림6. 브라질 철광석 수출량 추이



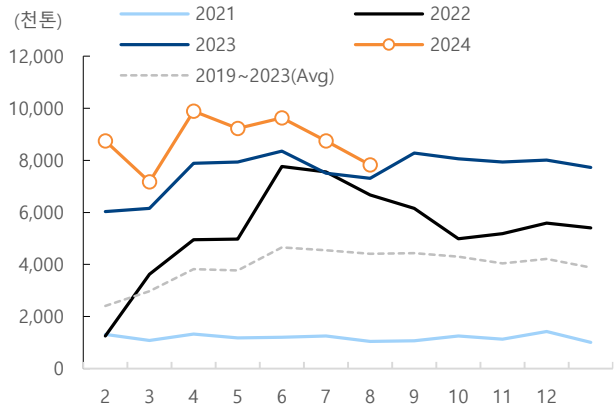
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림7. 중국 조강 생산량 추이(~2024년 8월)



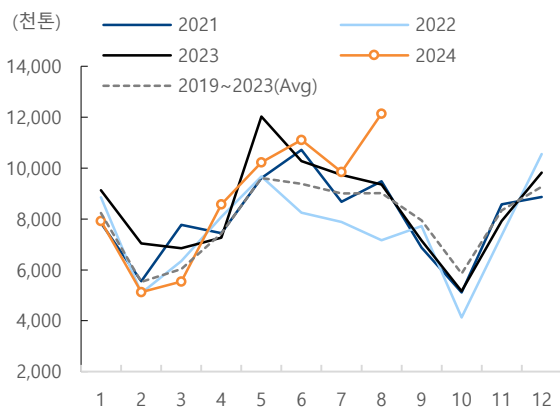
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림8. 중국 철강재 수출량 추이



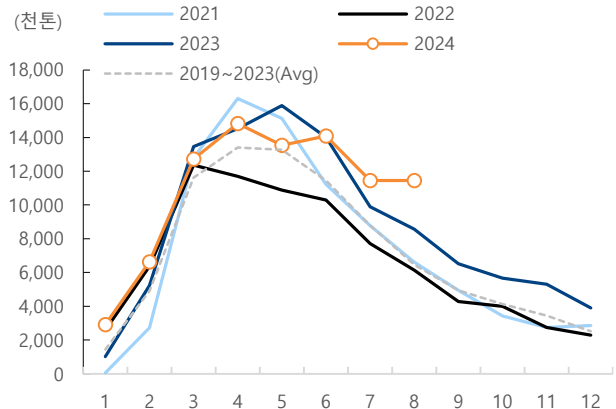
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림9. 중국 대두 수입 추이



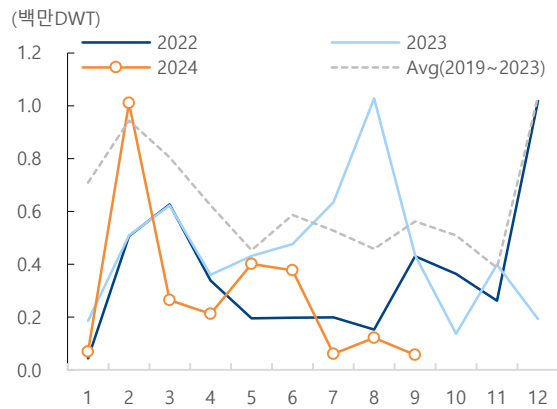
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림10. 브라질 대두 수출 추이



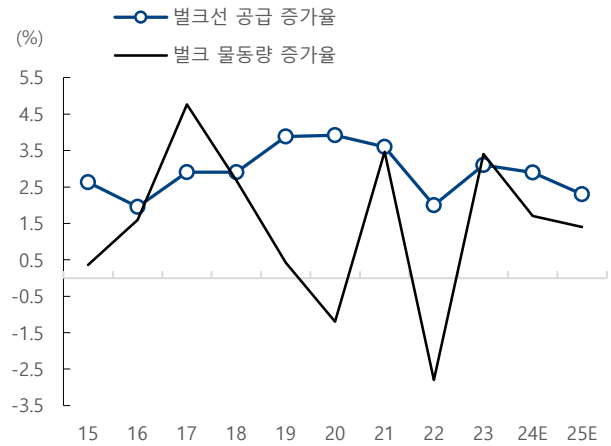
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림11. 벌크선 해체량 추이



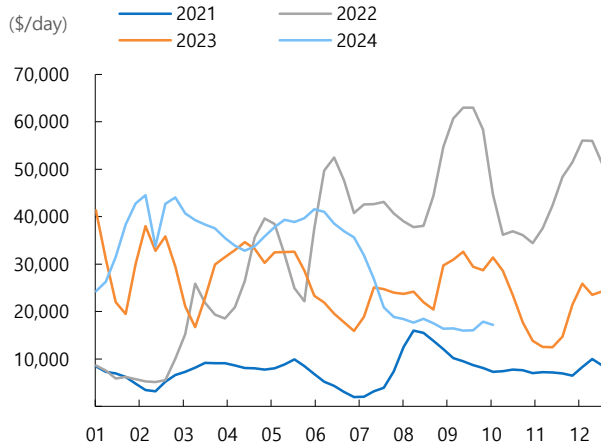
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림12. 벌크 수요/공급 증가율 추이 및 전망



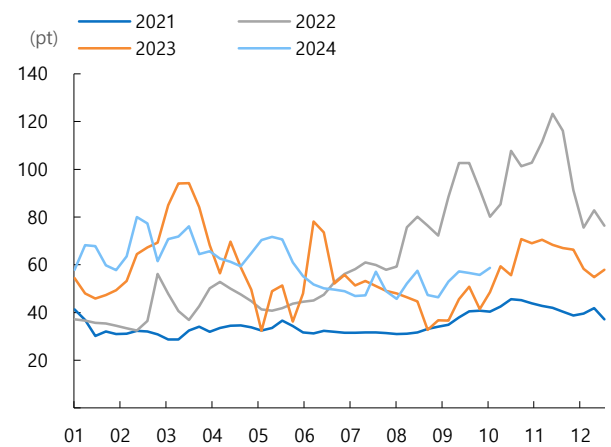
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림13. BCTI TC7-TCE: 35,000mt, Singapore - EC Australia



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림14. BDTI TD3C: 270,000t Middle East Gulf to China



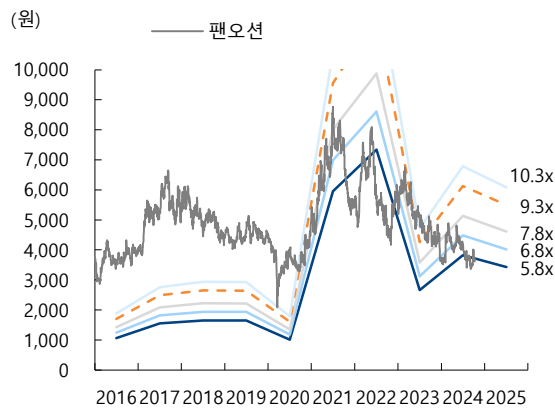
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

표1. 팬오션 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	비고
EPS (원)	173	1,028	1,267	458	659	591	
BPS (원)	5,250	6,728	8,404	8,817	10,135	10,726	
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	6.5	5.5	
적용 BPS (원)					10,578		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.55		최근 3년 P/B 하단
목표주가 (원)					5,800		Target P/E 9.3배
전일 종가 (원)					3,585		
상승 여력					59.0		

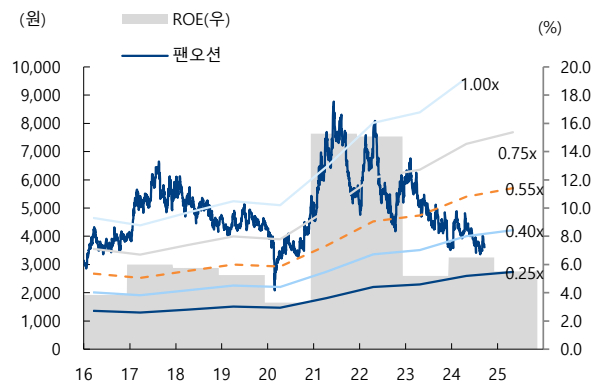
자료: iM증권 리서치본부

그림11. 팬오션 P/E Band (Implied P/E 9.3x)



자료: 팬오션, iM증권

그림12. 팬오션 P/B Band (Implied P/B 0.55x)



자료: 팬오션, iM증권

표2. 팬오션 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
주요 가정											
BDI	1,000	1,330	1,189	2,039	1,832	1,854	1,867	1,880	1,389	1,858	1,863
YoY	-50.9	-47.2	-27.8	34.0	83.2	39.4	57.1	-7.8	-28.0	33.7	0.3
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,329	1,371	1,355	1,340	1,303	1,349	1,306
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	4.2	4.3	3.2	2.3	1.0	3.5	-3.2
실적 추정											
매출액	996	1,224.8	1,112	1,028	976	1,233	1,218	1,242	4,361	4,669	4,820
YoY	-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	-2.1	0.7	9.5	20.8	-32.1	7.1	3.2
벌크	761	857	765	731	686	870	925	932	3,114	3,413	3,477
YoY	-27.9	-34.0	-46.6	-29.6	-9.8	1.6	20.8	27.5	-35.4	9.6	1.9
컨테이너	98	97	84	87	80	94	98	93	366	365	370
YoY	-22.1	-26.5	-35.6	-28.3	-18.1	-2.3	15.9	6.8	-28.2	-0.2	1.4
탱커	83	87	86	88	98	92	90	87	343	367	363
YoY	61.2	28.8	-1.3	-12.8	19.1	5.3	5.3	-0.2	12.1	7.2	-1.1
기타	55	124	125	115	99	87	105	130	83	110	293
YoY	-73.7	-44.9	-32.7	-29.0	79.7	-30.0	-16.1	13.5	-51.8	33.3	165.6
영업비용	884	1,100	1,032	959	877	1,098	1,103	1,117	3,975	4,196	4,381
YoY	-30.5	-25.9	-36.0	-24.1	-0.7	-0.1	6.9	16.4	-29.4	5.6	4.4
영업이익	113	125	79	69	98	135	115	125	386	473	439
YoY	-33.4	-47.6	-64.6	-56.3	-12.8	8.1	44.3	81.7	-51.1	22.5	-7.2
OPM(%)	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.0	9.4	10.1	8.8	10.1	9.1
벌크	66	77	55	45	54	86	78	79	243	297	270
컨테이너	13	7	-6	-4	-1	7	8	6	9.1	21	17
탱커	30	32	25	25	38	38	22	29	112	127	84
기타	4.0	9	6	3	7	4	7	10	22	27	69
영업외손익	1	-33	-55	-51	-37	-24	-34	-24	-137	-119	-123
세전이익	113	92	25	18	61	111	81	101	248	354	316
지배주주순이익	113	92	25	15	60	110	81	101	245	352	316
순이익률(%)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.2	8.9	6.7	8.1	5.6	7.5	6.6

자료: Dart, iM증권 리서치본부

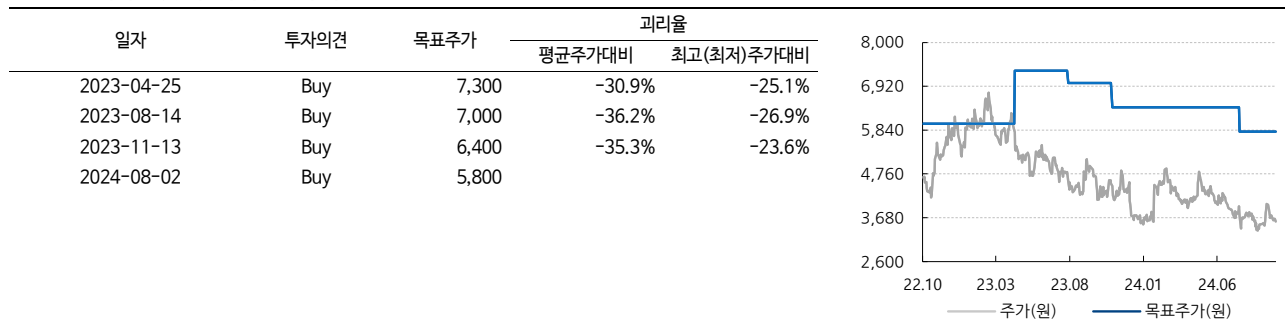
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,757	1,754	1,693	1,540	매출액	4,361	4,669	4,820	5,047
현금 및 현금성자산	953	901	839	638	증가율(%)	-32.1	7.1	3.2	4.7
단기금융자산	8	10	9	9	매출원가	3,861	4,082	4,258	4,397
매출채권	231	200	201	221	매출총이익	500	587	562	650
재고자산	119	119	118	127	판매비와관리비	114	114	123	127
비유동자산	6,097	6,618	7,134	7,668	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,841	6,364	6,881	7,416	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	12	13	14	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,854	8,373	8,827	9,207	영업이익	386	473	439	523
유동부채	1,294	1,206	1,193	1,162	증가율(%)	-51.1	22.6	-7.3	19.3
매입채무	216	224	222	233	영업이익률(%)	8.8	10.1	9.1	10.4
단기차입금	64	7	7	7	이자수익	37	30	20	20
유동성장기부채	409	385	375	365	이자비용	123	76	76	76
비유동부채	1,847	2,089	2,229	2,269	지분법이익(손실)	-3	8	4	6
사채	-	70	70	70	기타영업외손익	-60	24	36	35
장기차입금	118	241	231	221	세전계속사업이익	248	354	316	360
부채총계	3,141	3,295	3,422	3,431	법인세비용	3	1	-	-
지배주주지분	4,713	5,077	5,405	5,776	세전계속이익률(%)	5.7	7.6	6.6	7.1
자본금	535	535	535	535	당기순이익	245	352	316	360
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	순이익률(%)	5.6	7.5	6.6	7.1
이익잉여금	1,638	1,945	2,216	2,530	지배주주귀속 순이익	245	352	316	360
기타자본항목	2	2	2	2	기타포괄이익	56	56	56	56
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	301	408	372	415
자본총계	4,713	5,077	5,405	5,776	지배주주귀속총포괄이익	301	408	372	415

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	751	-144	-82	-121	주당지표 (원)				
당기순이익	245	352	316	360	EPS	458	659	591	673
유형자산감가상각비	-	-427	-371	-389	BPS	8,817	10,135	10,726	11,399
무형자산상각비	1	-	-	-	CFPS	460	460	460	460
지분법관련손실(이익)	-3	8	4	6	DPS	85	85	85	85
투자활동 현금흐름	-84	-169	-167	-167	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-313	-376	-376	-376	PER	8.1	5.4	6.1	5.3
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.4	0.4	0.4	0.3
금융상품의 증감	2	-2	0	0	PCR	8.1	7.8	6.5	5.5
재무활동 현금흐름	-470	65	-65	-65	EV/EBITDA	2.2	2.3	2.0	1.8
단기금융부채의증감	-	-60	-1	-1	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	192	-10	-10	ROE	5.3	7.2	6.0	6.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	20.1	20.1	18.9	19.8
배당금지급	-80	-45	-45	-45	부채비율	66.6	64.9	63.3	59.4
현금및현금성자산의증감	208	-51	-62	-201	순부채비율	-7.8	-4.1	-3.1	0.3
기초현금및현금성자산	745	953	901	839	매출채권회전율(x)	17.2	21.7	24.1	23.9
기말현금및현금성자산	953	901	839	638	재고자산회전율(x)	35.1	39.1	40.7	41.2

자료 : 팬오션, iM증권 리서치본부

팬오션 투자이견 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.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%