

팬오션 (028670)

3Q24 Re: 전방 산업 불확실성 해소가 필요

투자의견 Buy, 목표주가 5,800원 유지

팬오션에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 5,800원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 BPS에 Target P/B 0.55배(최근 3년 하단) 적용했다. 중국 매크로 불확실성, 미국 대선 등 전방 산업의 불확실성이 유지되며 주가는 약세를 보이고 있다. BDI는 최근 5주 연속 하락했고, BDI의 큰 폭의 반등은 단기적으로는 기대하기 어렵다고 판단한다. 팬오션의 투자 심리 역시 BDI와 연동되어 최근 악화되었다. 다만 현재 주가 수준은 12개월 선행 P/E, P/B 각각 5.6배, 0.33배로 모두 역사적 하단에 위치해 있고, COA, CVC 매출 비중과 신규 LNG선 매출을 감안 시 업황의 불확실성에도 실적 안정성은 2025년에도 유지될 것으로 예상되어 추가적인 주가 하락은 제한적으로 판단한다.

3Q24 영업이익 시장 컨센서스 부합

연결 기준 팬오션의 3Q24 매출액은 1.3조원(+14.9% YoY, +3.5% QoQ), 영업이익은 1,281억원(+61.2% YoY, -5.2% QoQ, OPM 10.0%)을 기록했다. 영업이익은 시장 컨센서스에 부합했고, 기존 추정치를 11% 상회했다.

벌크 부문 매출액은 7,890억원(+15.2% YoY, -2.8% QoQ), 영업이익은 730억원(+15.2% YoY, -14.5% QoQ)을 기록했다. 3Q24 평균 BDI는 1,867pt(+57.1% YoY, +0.7% QoQ)로 Capesize 위주의 고운임이 유지된 영향으로 전년동기대비 영업이익 개선이 있었다. 팬오션은 단기 용선 위주로 벌크 선대를 확대(+17% YoY, +6% QoQ)했는데, 대선 영업 비중 증가와 원/달러 약세(+3.2% YoY, -1.2% QoQ)로 영업이익은 전분기대비 감소(-14.5%)했다. 비벌크 부문에서 탱커 부문 영업이익은 289억원(+16.3% YoY, -24.5% QoQ)을 기록했다. 3Q24 VLCC, MR의 운임은 전분기대비 각각 44%, 16% 하락한 영향이다. 중국의 원유 수요 감소와 정제 마진 하락으로 VLCC 운임이 전분기대비 큰 폭으로 하락했다. 컨테이너 부문 영업이익은 175억원(흑전 YoY, +134.4% QoQ)로 서프라이즈를 기록했다. 수에즈 운하 사태가 지속되며 컨테이너 운임(인트라아시아)은 전분기대비 10% 상승했으나, 연초 대비로는 40% 가까이 상승했다. 운임의 상승효과가 3Q24에 집중된 것으로 파악된다.

단기적인 벌크 업황 불확실성은 확대 구간, 신규 LNG선 도입은 긍정적

11월 1일 기준 BDI는 1,378pt로 5주 연속 하락했다. 3Q24 평균 BDI 대비 현재 BDI는 26% 하락한 상황이다. 철광석 선물 가격 역시 약세를 보이고 있다. 중국의 경기 우려와 이에 따른 철광석 수요의 불확실성, 그리고 미국의 대선 영향 등이 종합적으로 영향을 미치고 있는 것으로 파악된다. 단기적으로 중국의 철광 수요가 큰 반등을 보이기 어려워 BDI 약세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. Starbulk 등 글로벌 피어들의 실적 추정치도 하향 조정되고 있다.

BDI, 탱커 운임의 불확실성 해소까지는 시간이 필요할 것으로 보이나, 팬오션의 영업 실적은 LNG선이 매출 증대로 안정적인 흐름을 기대할 수 있다. 팬오션은 2024~2025년 9척의 LNG선을 도입할 예정이고 현재 2척이 인도된 상황이다. 4Q24 3척, 2025년 4척의 인도가 예정되어 있다. 모두 Shell, KGL 등과 장기대선계약을 맺어 적당 연간 100억원 수준의 안정적인 영업이익을 기대할 수 있다.

Company Brief

Buy (Maintain)

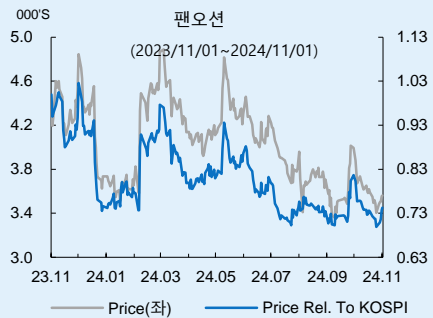
목표주가(12M)	5,800원(유지)
증가(2024.11.01)	3,560원
상승여력	62.9%

Stock Indicator

자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	1,903십억원
외국인지분율	13.0%
52주 주가	3,360~4,890원
60일평균거래량	2,280,885주
60일평균거래대금	8.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.2	-4.2	-14.7	-16.7
상대수익률	-7.5	0.8	-9.7	-24.1

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,361	4,732	5,064	5,399
영업이익(십억원)	386	472	463	600
순이익(십억원)	245	383	332	419
EPS(원)	458	716	621	784
BPS(원)	8,817	10,192	10,813	11,597
PER(배)	8.1	5.0	5.7	4.5
PBR(배)	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	5.3	7.8	6.3	7.4
배당수익률(%)	2.3	2.4	2.4	2.4
EV/EBITDA(배)	2.2	2.3	2.1	2.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

표1. 팬오션 3Q24P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	3Q24P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		3Q24	YoY %	3Q24E	Diff %	3Q24E	Diff %
매출액	1,277	1,112	14.9	1,248	2.3	1,218	4.8
영업이익	128	79	61.2	125	2.4	115	11.4
세전이익	131	25	428.4	90	45.6	81	61.9
지배주주순이익	131	25	434.3	91	44.3	81	61.6

자료: Dart, Quantwise, iM증권

표2. 팬오션 2025E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2025E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2024E	YoY %	2025E	Diff %	2025E	Diff %
매출액	5,064	4,732	7.0	4,775	6.1	4,820	5.1
영업이익	463	472	-1.9	507	-8.7	439	5.5
세전이익	332	384	-13.7	396	-16.2	316	5.0
지배주주순이익	332	383	-13.3	392	-15.3	316	5.0

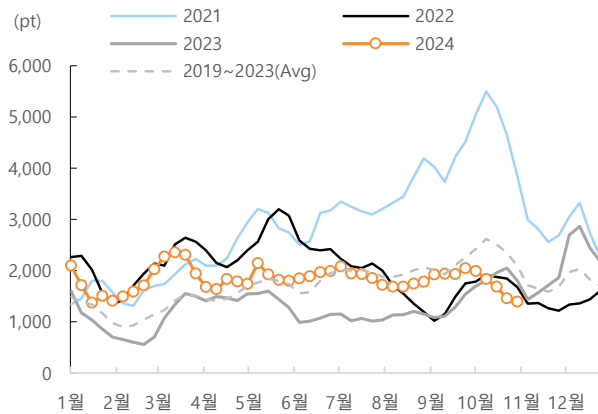
자료: Dart, Quantwise, iM증권

표3. 팬오션 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,732	5,064	4,669	4,820	1.4	5.1
영업이익	472	463	473	439	-0.2	5.5
영업이익률	10.0	9.1	10.1	9.1	-0.1	0.0
EBITDA	922	919	940	913	-1.9	0.6
세전이익	384	332	354	316	8.6	5.0
지배주주순이익	383	332	352	316	8.8	5.0
지배주주순이익률	8.1	6.6	7.5	6.6	0.6	0.0
EPS	716	621	659	591	8.7	5.1
BPS	10,192	10,813	10,135	10,726	0.6	0.8

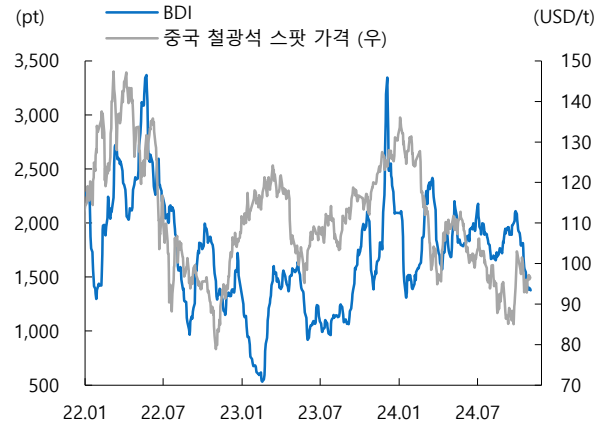
자료: iM증권

그림1. BDI 추이



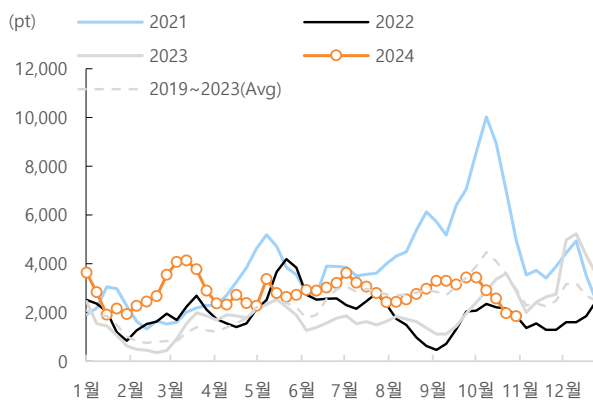
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림2. BDI와 중국 철광석 스팟 가격 추이



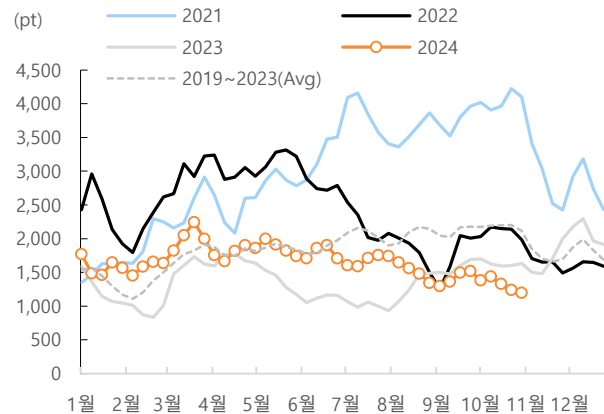
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림3. BCI(Baltic Capesize Index) 추이



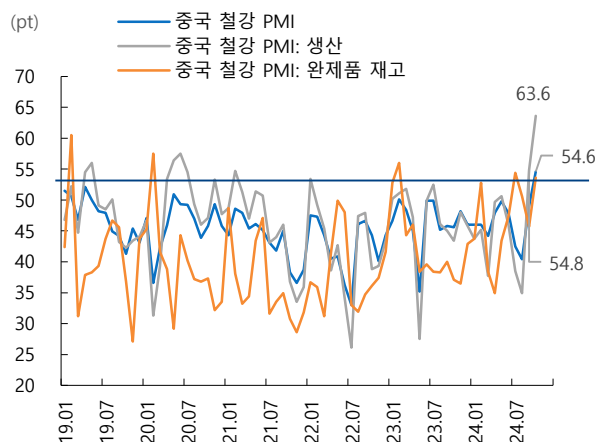
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림4. BPI(Baltic Panamax Index) 추이



자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림1. 중국 철강 PMI(~2024년 10월)



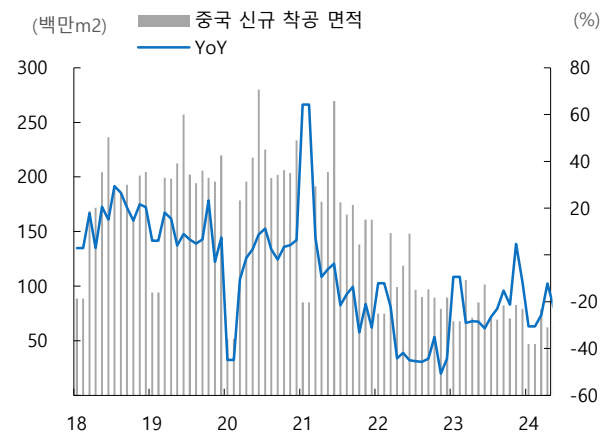
자료: WIND, iM증권 리서치본부

그림2. 중국 철광석 재고 추이



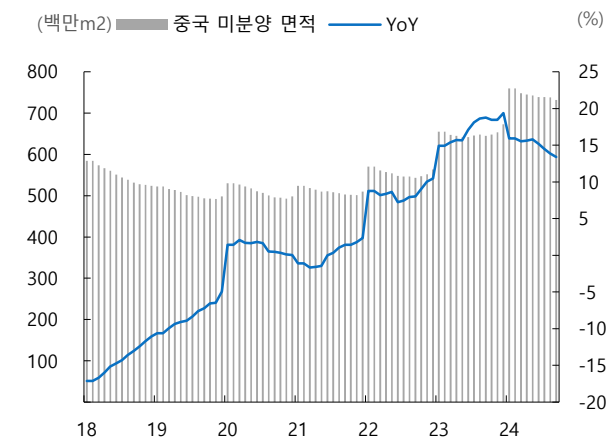
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림3. 중국 부동산 신규 착공 면적(~2024년 9월)



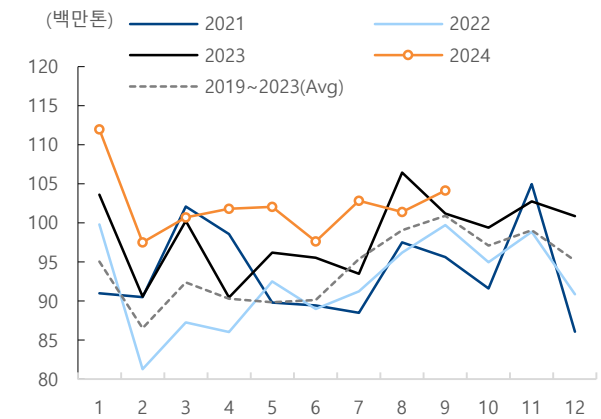
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림4. 중국 부동산 미분양 면적(~2024년 9월)



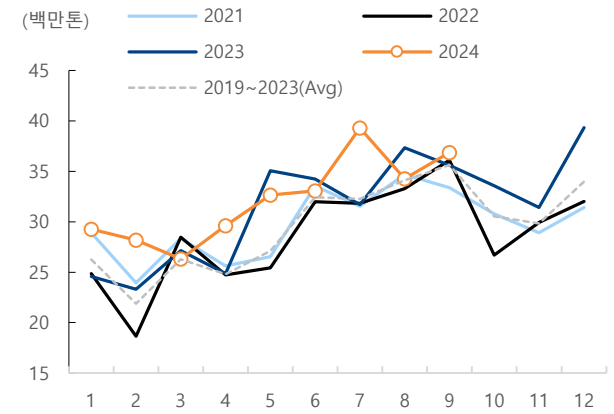
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림5. 중국 철광석 수입량



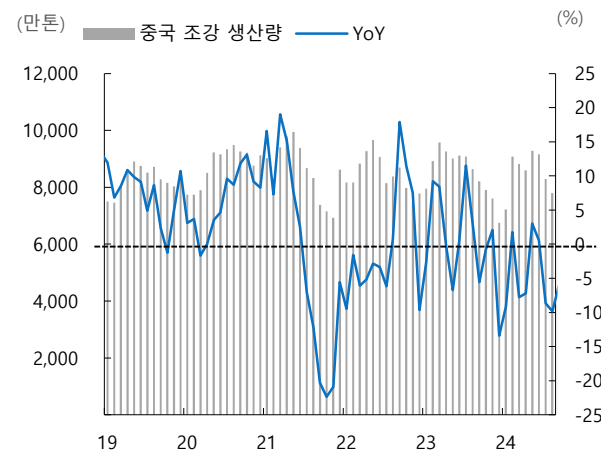
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림6. 브라질 철광석 수출량 추이



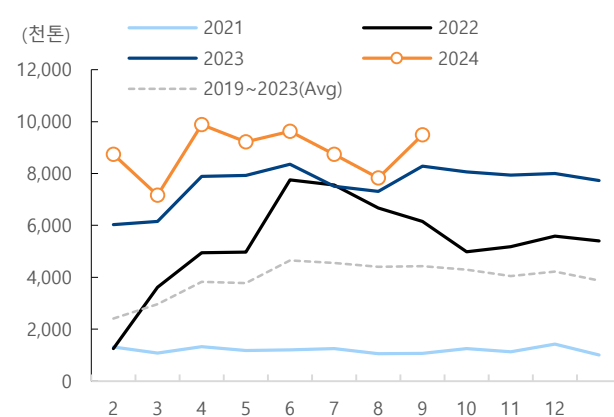
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림7. 중국 조강 생산량 추이(~2024년 9월)



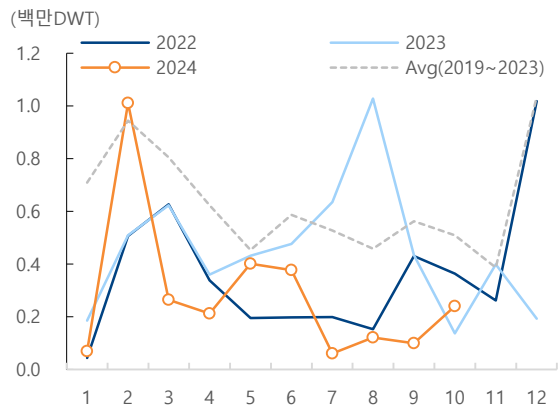
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림8. 중국 철강재 수출량 추이



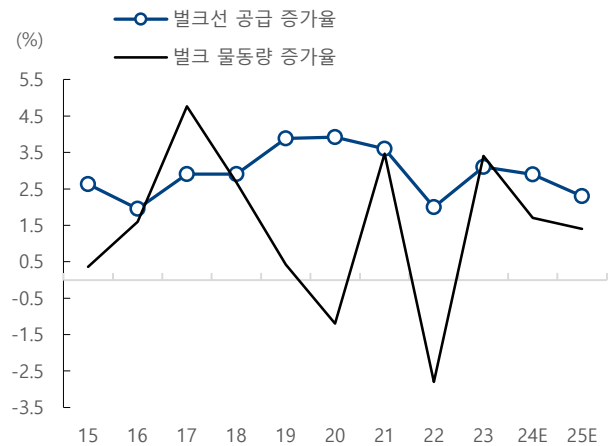
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림9. 벌크선 해체량 추이



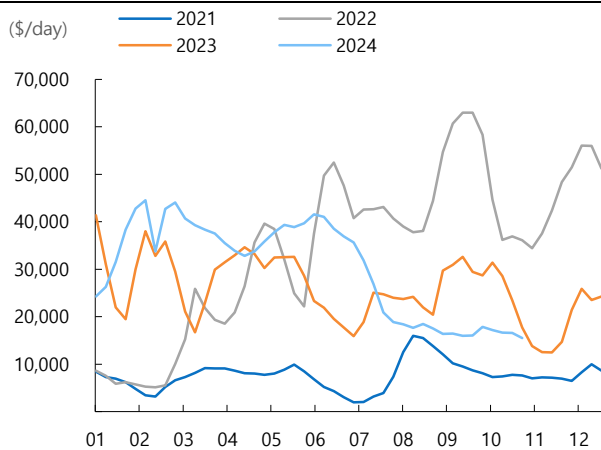
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림10. 벌크 수요/공급 증가율 추이 및 전망



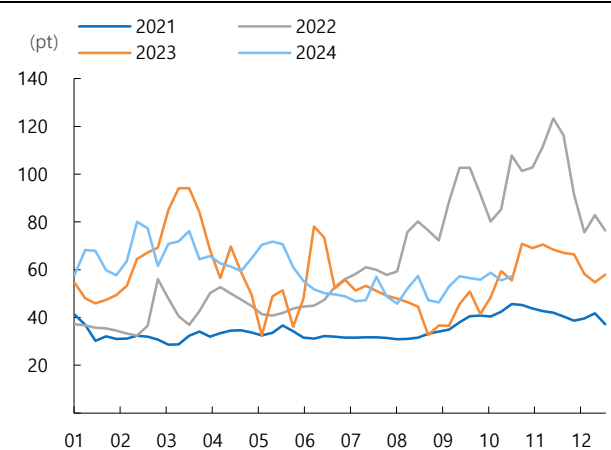
자료: CEIC, iM증권 리서치본부

그림11. BCTI TC7-TCE: 35,000mt, Singapore - EC Australia



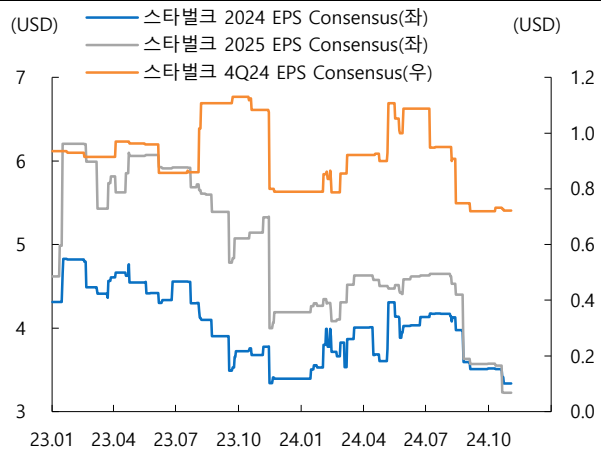
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림12. BDTI TD3C: 270,000t Middle East Gulf to China



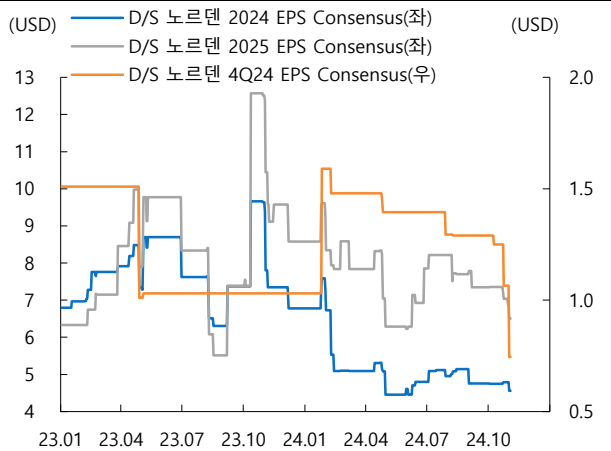
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림13. Star Bulk 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림14. D/S Norden 컨센서스 추이



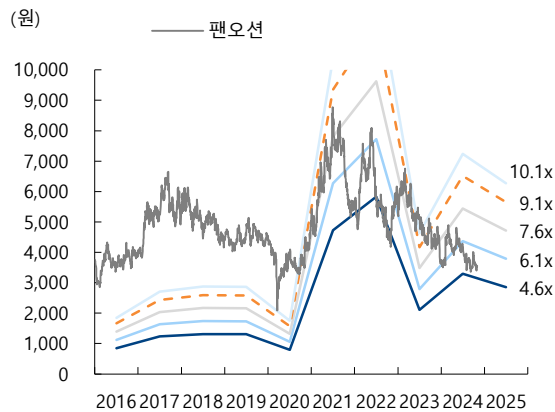
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표1. 팬오션 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	비고
EPS (원)	173	1,028	1,267	458	716	621	
BPS (원)	5,250	6,728	8,404	8,817	10,192	10,813	
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	7.0	5.7	
적용 BPS (원)					10,710		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.55		최근 3년 P/B 하단
목표주가 (원)					5,800		Target P/E 9.1배
전일 종가 (원)					3,730		
상승 여력					55.5		

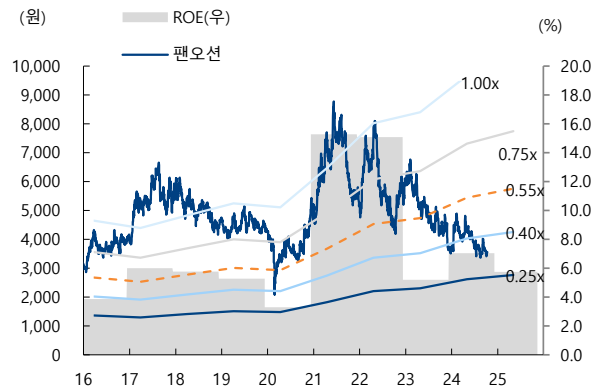
자료: iM증권 리서치본부

그림11. 팬오션 P/E Band (Implied P/E 9.1x)



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	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
주요 가정											
BDI	1,000	1,330	1,189	2,039	1,832	1,854	1,867	1,671	1,389	1,806	1,790
YoY	-50.9	-47.2	-27.8	34.0	83.2	39.4	57.1	-18.1	-28.0	30.0	-0.9
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	1,277	1,246	4,361	4,732	5,064
YoY	-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	-2.1	0.7	14.9	21.2	-32.1	8.5	7.0
벌크	761	857	765	731	686	870	839	876	3,114	3,272	3,426
YoY	-27.9	-34.0	-46.6	-29.6	-9.8	1.6	9.6	19.9	-35.4	5.1	4.7
컨테이너	98	97	84	87	80	94	108	103	366	386	409
YoY	-22.1	-26.5	-35.6	-28.3	-18.1	-2.3	28.6	18.5	-28.2	5.5	6.0
탱커	83	87	86	88	98	92	82	79	343	351	329
YoY	61.2	28.8	-1.3	-12.8	19.1	5.3	-4.8	-9.7	12.1	2.3	-6.2
기타	55	184	176	123	111	177	248	188	83	106	273
YoY	-73.7	-18.1	-5.4	-23.8	102.0	-3.9	40.6	53.1	-51.8	27.4	159.0
영업비용	884	1,100	1,032	959	877	1,098	1,149	1,136	3,975	4,260	4,601
YoY	-30.5	-25.9	-36.0	-24.1	-0.7	-0.1	11.3	18.4	-29.4	7.2	8.0
영업이익	113	125	79	69	98	135	128	111	386	472	463
YoY	-33.4	-47.6	-64.6	-56.3	-12.8	8.1	61.2	61.0	-51.1	22.3	-1.9
OPM(%)	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.0	10.0	8.9	8.8	10.0	9.1
벌크	66	77	55	45	54	86	73	64	243	276	262
컨테이너	13	7	-6	-4	-1	7	18	8	9.1	33	19
탱커	30	32	25	25	38	38	29	28	112	133	103
기타	4.0	9	6	3	7	4	9	11	22	30	78
영업외손익	1	-33	-55	-51	-37	-24	3	-29	-137	-88	-131
세전이익	113	92	25	18	61	111	131	82	248	384	332
지배주주순이익	113	92	25	15	60	110	131	82	245	383	332
순이익률(%)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.2	8.9	10.3	6.6	5.6	8.1	6.6

자료: Dart, iM증권 리서치본부

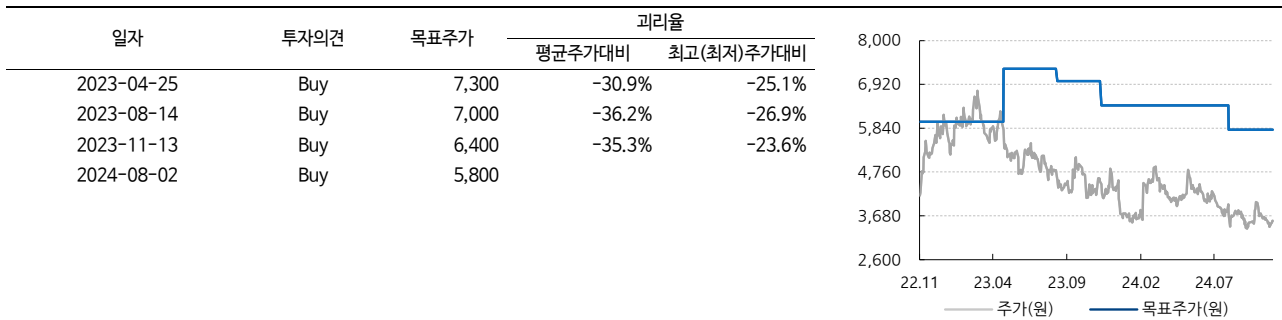
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,757	1,788	1,744	1,636	매출액	4,361	4,732	5,064	5,399
현금 및 현금성자산	953	939	869	707	증가율(%)	-32.1	8.5	7.0	6.6
단기금융자산	8	10	9	9	매출원가	3,861	4,144	4,471	4,664
매출채권	231	202	215	238	매출총이익	500	588	593	735
재고자산	119	120	125	136	판매비와관리비	114	116	130	135
비유동자산	6,097	6,623	7,159	7,712	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,841	6,369	6,906	7,461	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	12	13	14	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	7,854	8,411	8,903	9,349	영업이익	386	472	463	600
유동부채	1,294	1,214	1,222	1,197	증가율(%)	-51.1	22.3	-1.9	29.6
매입채무	216	224	231	242	영업이익률(%)	8.8	10.0	9.1	11.1
단기차입금	64	7	7	7	이자수익	37	25	20	20
유동성장기부채	409	392	387	383	이자비용	123	81	96	96
비유동부채	1,847	2,089	2,229	2,269	지분법이익(손실)	-3	8	4	6
사채	-	69	69	69	기타영업외손익	-60	23	38	37
장기차입금	118	241	231	221	세전계속사업이익	248	384	332	419
부채총계	3,141	3,303	3,451	3,466	법인세비용	3	2	-	-
지배주주지분	4,713	5,108	5,452	5,883	세전계속이익률(%)	5.7	8.1	6.6	7.8
자본금	535	535	535	535	당기순이익	245	383	332	419
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	순이익률(%)	5.6	8.1	6.6	7.8
이익잉여금	1,638	1,976	2,262	2,636	지배주주귀속 순이익	245	383	332	419
기타자본항목	2	2	2	2	기타포괄이익	56	56	56	56
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	301	439	388	475
자본총계	4,713	5,108	5,452	5,883	지배주주귀속총포괄이익	301	439	388	475

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	751	-109	-75	-67	주당지표(원)				
당기순이익	245	383	332	419	EPS	458	716	621	784
유형자산감가상각비	-	-427	-371	-389	BPS	8,817	10,192	10,813	11,597
무형자산상각비	1	-	-	-	CFPS	460	460	460	460
지분법관련손실(이익)	-3	8	4	6	DPS	85	85	85	85
투자활동 현금흐름	-84	-174	-187	-187	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-313	-381	-396	-396	PER	8.1	5.0	5.7	4.5
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	0.4	0.4	0.3	0.3
금융상품의 증감	2	-2	0	0	PCR	8.1	-43.2	-48.3	63.5
재무활동 현금흐름	-470	72	-60	-60	EV/EBITDA	2.2	2.3	2.1	2.0
단기금융부채의증감	-	-59	0	0	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	192	-10	-10	ROE	5.3	7.8	6.3	7.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	20.1	19.5	18.1	19.6
배당금지급	-80	-45	-45	-45	부채비율	66.6	64.7	63.3	58.9
현금및현금성자산의증감	208	-14	-70	-162	순부채비율	-7.8	-4.7	-3.4	-0.6
기초현금및현금성자산	745	953	939	869	매출채권회전율(x)	17.2	21.9	24.3	23.8
기말현금및현금성자산	953	939	869	707	재고자산회전율(x)	35.1	39.6	41.3	41.3

자료 : 팬오션, iM증권 리서치본부

팬오션 투자이건 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

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 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%