

2023. 11. 13

## Industrial팀

김영호

Senior Analyst

youngho52.kim@samsung.com

이가영

Research Associate

kayoung.i.lee@samsung.com

### ▶ AT A GLANCE

투자 의견	<b>BUY</b>	
목표주가	5,600원	23.8%
현재주가	4,525원	
시가총액	2.4조원	
Shares (float)	534,569,512주 (45.2%)	
52주 최저/최고	4,120원/6,760원	
60일-평균거래대금	172.0억원	

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
팬오션 (%)	-3.5	-10.2	-5.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.8	-7.0	-5.8

### ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	5,600	5,600	0.0%
2023E EPS	582	694	-16.2%
2024E EPS	853	931	-8.3%

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	6,617
Recommendation	3.9

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

## 팬오션 (028670)

### 3Q review- 예상 못한 시황에 예상 못한 실적

- 매출액과 영업이익이 각각 전년 대비 40%, 65% 급감한 1.1조원, 795억원을 기록하여 당사 및 시장 기대치를 하회.
- BDI 약세 및 선대 감소로 벌크선 매출액이 전년 대비 47% 급감했으며, 컨테이너 부문 또한 지속되는 운임 약세로 매출이 전년 대비 36% 급감한 데에 기인.
- 이익 추정치 미세 조정에 따라 목표주가 5,600원과 BUY 투자 의견을 유지. 환경 규제 강화에 따른 운임 반등 시 최대 수혜주로 판단.

### WHAT'S THE STORY?

**예상을 빚나간 BDI 지수:** 3분기 평균 BDI가 전년 대비 27.9% 급락한 1,194포인트에 그침. 보수적인 시황에 대비, 당사는 벌크선 선대 규모를 201척으로 전년 동기 대비 32척 축소시키고 화물 성약에 중점을 둔 영업 전략을 구사. 운임 하락과 선대 감축에 따른 매출 감소가 불가피한 상황에서 9월 BDI가 단기 급등세(9월 말 1,701포인트, 8월 말 대비 +57%)를 보이면서 성약 화물의 수익성마저 훼손. 벌크 부문 매출이 7,654억원으로 47% 감소했으며, 영업이익 또한 554억원으로 (OPM 7.1%, -5.1%p y-y) 62% 급감. 고무적인 부분은 주요 항만 적체 증가 및 파나마 운하 통행 감축 등으로 인해 4분기 평균 BDI가 1,773포인트로 3분기 평균 대비 49% 높은 수준을 보이고 있는 점.

**비벌크 부문도 다소 부진:** 3분기 평균 SCFI가 986포인트로 전년 대비 70% 급락하면서 역내 운임 또한 영향을 받아 컨테이너 부문 매출액이 36% 감소한 843억원에 그쳤으며, 영업이익은 63억원 적자 전환하여 2013년 이후 처음 적자를 기록. 탱커 부문 또한 7분기 만에 감익세가 나타났는데, 매출은 857억원으로 1.3% 감소에 그쳤으나, 영업이익이 249억원으로 30% 급감.

**목표주가 5,600원과 BUY 투자 의견 유지:** 2024년 이익 추정치를 미세 조정에 그침에 따라 목표주가 5,600원(블룸버그 기준 2024E 글로벌 peer 평균 P/B 0.78배에 30% Discount 적용)과 BUY 투자 의견을 유지. 비수기 접근에도 불구하고 중국 및 남미 주요 항구 적체 현상 및 파나마 운하 통행 감축 등으로 BDI가 건조한 모습을 보이고 있으며, 컨테이너 운임 또한 최근 1,000포인트를 상회 중. 내년부터 환경 규제 강화에 따른 공급 조정 영향이 나타날 것으로 기대되며, 점진적인 선대 확대에 나서고 있어 실적 개선이 기대되는 상황. 디스카운트 해소를 위해서는 peer 대비 부족한 주주환원 정책 강화와 업종 내 M&A 관련 불확실성 해소가 필요할 것으로 판단.

### 분기 실적

(십억원)	3Q23	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	1,111.6	-39.5	-9.2	-8.4	-10.5
영업이익	79.5	-64.6	-36.4	-23.9	-28.7
세전이익	24.8	-85.2	-73.1	-76.3	-74.2
순이익	24.5	-85.3	-73.3	-76.1	-69.3
<b>이익률 (%)</b>					
영업이익	7.1				
세전이익	2.2				
순이익	2.2				

자료: 팬오션, Fnguide, 삼성증권 추정

### Valuation summary

	2022	2023E	2024E
<b>Valuation (배)</b>			
P/E	4.5	7.8	5.3
P/B	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.2	3.3	2.3
Div yield (%)	2.6	1.3	1.9
EPS 증가율 (%)	23.3	-54.1	46.7
ROE (%)	16.7	6.6	9.0
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS	1,267	582	853
BVPS	8,404	9,115	9,910
DPS	150	58	85

## 팬오션 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Assumption</b>												
평균 BDI	2,041	2,530	1,655	1,523	1,011	1,313	1,194	1,523	1,937	1,260	1,862	2,993
(전년 대비, %)	17.4	-9.4	-55.7	-56.5	-50.5	-48.1	-27.9	0.0	-34.1	-35.0	47.8	60.7
(전분기 대비, %)	-41.6	23.9	-34.6	-8.0	-33.6	29.9	-9.1	27.6				
평균 원달러 환율	1,205	1,261	1,340	1,357	1,277	1,315	1,312	1,342	1,291	1,311	1,210	1,160
(전년 대비, %)	8.4	12.5	15.6	14.7	5.9	4.3	-2.1	-1.1	21.6	1.6	-7.7	-4.2
벙커 C유 (달러/톤)	566	684	479	408	426	464	540	503	534	483	515	510
(전년 대비, %)	50.5	71.8	8.4	-13.1	-24.7	-32.1	12.6	23.5	26.8	-9.5	6.5	-0.9
선대	300	314	267	268	282	301	240	241	268	282	284	275
벌크	263	278	233	233	244	262	201	201	233	244	236	226
비벌크	37	36	34	35	38	39	39	40	35	38	48	49
<b>(십억원)</b>												
매출	1,441	1,722	1,837	1,421	996	1,225	1,112	974	6,420	4,307	4,613	5,030
(전년 대비, %)	111.9	52.4	38.3	-3.9	-30.8	-28.9	-39.5	-31.4	39.1	-32.9	7.1	9.0
벌크	1,055	1,298	1,432	1,038	761	857	765	687	4,824	3,070	3,347	3,675
(전년 대비, %)	114.5	60.8	34.9	-14.1	-27.9	-34.0	-46.6	-33.8	35.2	-36.4	9.0	9.8
컨테이너	126	131	131	121	98	97	84	84	509	363	305	319
(전년 대비, %)	69.9	63.9	48.3	9.4	-22.1	-26.5	-35.6	-30.9	44.2	-28.8	-16.0	4.7
탱커	51	67	87	100	83	87	86	86	306	341	351	368
(전년 대비, %)	92.6	119.6	135.3	118.4	61.2	28.8	-1.3	-14.8	118.2	11.4	3.1	4.8
기타	209	225	186	161	55	184	176	118	781	533	610	667
(전년 대비, %)	138.6	6.2	32.3	42.3	-73.7	-18.1	-5.4	-26.8	41.2	-31.7	14.3	9.5
영업이익	169	239	224	157	113	125	79	88	790	405	525	552
(전년 대비, %)	245.8	113.2	17.3	-28.8	-33.4	-47.6	-64.6	-43.8	37.8	-48.6	29.6	5.1
(영업이익률, %)	11.7	13.9	12.2	11.1	11.3	10.2	7.1	9.1	12.3	9.4	11.4	11.0

자료: 팬오션, 삼성증권 추정

## 연간 실적 추정치 수정

(십억원)	2022	수정 후		수정 전		변화율 (%)	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	6,420	4,307	4,613	4,617	4,842	-6.7	-4.7
영업이익	790	405	525	459	558	-11.7	-5.9
세전이익	688	314	462	375	505	-16.4	-8.6
순이익	93	311	456	371	497	-16.2	-8.3
EBITDA	1,456	1,015	1,065	1,069	1,098	-5.0	-3.0
EPS (원)*	1,267	582	853	694	931	-16.2	-8.3

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 팬오션, 삼성증권 추정

## Valuation summary

12월 31일	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	P/E	순부채	EV/EBITDA	P/B	ROE
기준	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(십억원)	(배)	(배)	(%)
2021	4,616	573	550	152	1,028	493.7	5.3	912	4.9	0.8	17.2
2022	6,420	790	688	93	1,267	23.3	4.5	999	3.2	0.7	16.7
2023E	4,307	405	314	311	582	-54.1	7.8	1,237	3.3	0.5	6.6
2024E	4,613	525	462	456	853	46.7	5.3	1,718	2.3	0.5	9.0
2025E	5,030	552	486	480	898	5.3	5.0	1,585	1.5	0.4	8.7

참고: \* 일회성 항목 제외, 완전 희석됨

자료: 팬오션, 삼성증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,616	6,420	4,307	4,613	5,030
매출원가	3,950	5,520	3,801	3,980	4,360
매출총이익	666	900	506	633	669
(매출총이익률, %)	14.4	14.0	11.8	13.7	13.3
판매 및 일반관리비	93	110	101	108	117
영업이익	573	790	405	525	552
(영업이익률, %)	12.4	12.3	9.4	11.4	11.0
영업외손익	-23	-102	-92	-64	-66
금융수익	30	97	77	49	68
금융비용	60	151	145	121	139
지분법손익	13	19	-6	0	0
기타	-5	-67	-18	8	5
세전이익	550	688	314	462	486
법인세	1	11	3	6	6
(법인세율, %)	0.2	1.6	0.8	1.3	1.3
계속사업이익	549	677	311	456	480
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	549	677	311	456	480
(순이익률, %)	11.9	10.5	7.2	9.9	9.5
지배주주순이익	549	677	311	456	480
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	933	1,456	1,015	1,065	1,030
(EBITDA 이익률, %)	20.2	22.7	23.6	23.1	20.5
EPS (지배주주)	1,028	1,267	582	853	898
EPS (연결기준)	1,028	1,267	582	853	898
수정 EPS (원)*	1,028	1,267	582	853	898

## 현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	768	1,411	1,228	1,021	978
당기순이익	549	677	311	456	480
현금유출입이없는 비용 및 수익	398	784	899	581	508
유형자산 감가상각비	359	666	610	540	478
무형자산 상각비	1	1	0	0	0
기타	37	117	290	42	30
영업활동 자산부채 변동	-129	30	87	-11	-3
투자활동에서의 현금흐름	-351	-577	-202	21	39
유형자산 증감	-333	-328	-118	0	0
장단기금융자산의 증감	4	-35	17	-8	-2
기타	-22	-215	-101	29	41
재무활동에서의 현금흐름	-158	-643	-695	-64	-101
차입금의 증가(감소)	761	89	-257	31	9
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-27	-53	-80	-31	-46
기타	-892	-678	-358	-64	-65
현금증감	284	223	392	955	909
기초현금	238	522	745	1,137	2,092
기말현금	522	745	1,137	2,092	3,001
Gross cash flow	947	1,461	1,210	1,037	988
Free cash flow	434	1,066	1,107	1,021	978

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외

\*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

\*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 팬오션, 삼성증권 추정

## 재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,359	1,834	2,067	3,140	4,085
현금 및 현금등가물	522	745	1,137	2,092	3,001
매출채권	249	268	184	223	235
재고자산	108	129	89	107	113
기타	480	692	658	717	735
비유동자산	5,130	5,715	5,380	4,868	4,399
투자자산	147	226	208	236	245
유형자산	4,963	5,444	5,074	4,534	4,057
무형자산	6	7	10	10	10
기타	13	37	87	87	87
자산총계	6,489	7,549	7,447	8,008	8,483
유동부채	1,149	1,227	865	998	1,038
매입채무	237	242	166	202	212
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	913	984	699	796	825
비유동부채	1,743	1,830	1,710	1,713	1,714
사채 및 장기차입금	247	255	76	76	76
기타 비유동부채	1,495	1,575	1,633	1,637	1,638
부채총계	2,892	3,056	2,575	2,711	2,752
자배주주지분	3,597	4,493	4,872	5,297	5,732
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	851	1,475	1,705	2,130	2,565
기타	269	541	690	690	690
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,597	4,493	4,872	5,297	5,732
순부채	1,718	1,585	940	14	-886

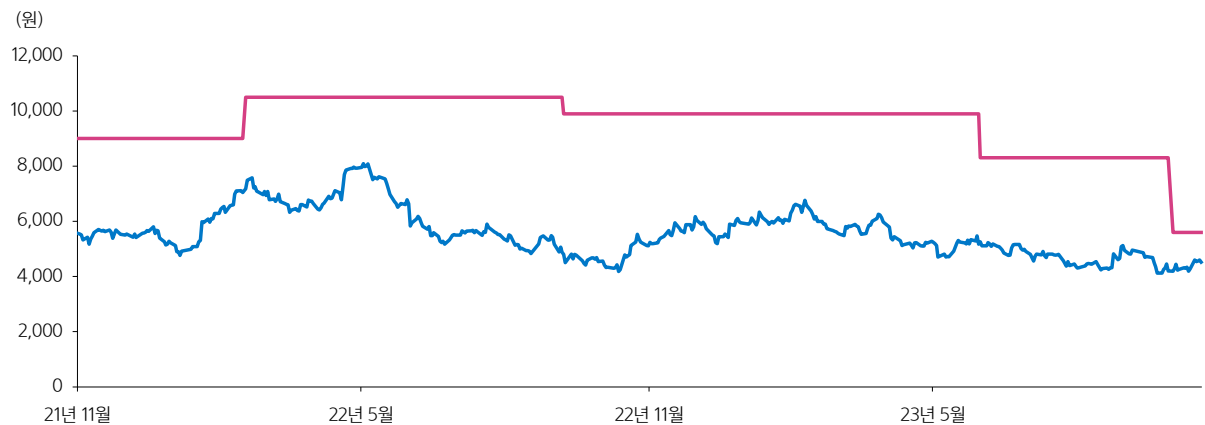
## 재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	84.9	39.1	-32.9	7.1	9.0
영업이익	154.4	37.8	-48.6	29.6	5.1
순이익	505.5	23.3	-54.1	46.7	5.3
수정 EPS**	493.7	23.3	-54.1	46.7	5.3
주당지표					
EPS (지배주주)	1,028	1,267	582	853	898
EPS (연결기준)	1,028	1,267	582	853	898
수정 EPS**	1,028	1,267	582	853	898
BPS	6,728	8,404	9,115	9,910	10,722
DPS (보통주)	100	150	58	85	85
Valuations (배)					
P/E***	5.3	4.5	7.8	5.3	5.0
P/B***	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.9	3.2	3.3	2.3	1.5
비율					
ROE (%)	17.2	16.7	6.6	9.0	8.7
ROA (%)	9.9	9.6	4.1	5.9	5.8
ROIC (%)	12.5	14.4	7.4	10.4	12.1
배당성향 (%)	9.7	11.8	10.0	10.0	9.5
배당수익률 (보통주, %)	1.8	2.6	1.3	1.9	1.9
순부채비율 (%)	47.8	35.3	19.3	0.3	-15.5
이자보상배율 (배)	13.1	10.4	6.4	8.2	8.5

## Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2023년 11월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2023년 11월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

## 2년간 목표주가 변경 추이



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/10/1	2022/3/10	9/29	2023/6/22	10/23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	9000	10500	9900	8300	5600
과리율 (평균)	-35.27	-40.25	-44.68	-43.47	
과리율 (최대or최소)	-18.89	-22.95	-31.72	-36.99	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부터 기업 투자 등급 기준 변경

## 기업

**BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상  
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

**HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

**SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

## 산업

**OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

**NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ( $\pm 5\%$ ) 예상

**UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## 최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.09.30 기준

매수(80.4%) 중립(19.6%) 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA