

(Analyst) 류제현 jay.ryu@miraeasset.com  
(RA) 이창민 changmin.lee@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

028670 · 해운

# 팬오션

## 수요 불확실성 확대

(유지)

매수

목표주가

5,600원 ▼

상승여력

23.8%

현재주가(23/11/10)

4,525원

KOSPI	2,409.66	시가총액(십억원)	2,419	발행주식수(백만주)	535	외국인 보유비중(%)	13.9
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

### Report summary

#### 3Q23 Review: 시장 부진으로 시장 기대치 하회

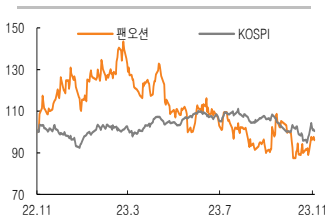
3Q23 매출액은 1조 1,116억원(-40% YoY, -9% QoQ), 영업이익은 795억원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. BDI 평균이 1,194pt로 전년 동기(1,655pt) 및 전 분기(1,313pt) 대비 부진했다. 컨테이너 부문이 영업손실(-63억원)을 기록한 가운데, 벌크선의 영업이익 역시 550억원으로 부진했다. 영업 외에서는 선박 매각에 따른 매각 손실이 발생하며 순이익(250억원) 역시 기대치(950억원)을 하회하였다.

#### 목표 주가 5,600원으로 하향하며 매수 의견 유지

4Q23에는 3Q23 말 운임 반등이 반영되며 실적 개선이 예상된다. 벌크선의 영업이익은 710억원(30% QoQ)으로 개선될 전망이다. 중기적으로는 수요 개선 여부가 불투명하다. 중국을 중심으로 한 수요 우려가 지속되고 있다. 실적 전망 하향과 함께 목표 주가를 6,500원에서 5,600원으로 하향한다. 목표 주가는 기존과 같은 EV/EBITDA 4배에 해당한다. 현재주는 PBR 0.5배 수준으로 여전히 절대적인 저평가 상황이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.5	-10.2	-5.5
상대주가	-3.8	-7.0	-5.8

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	4,616	6,420	4,459	4,634	4,740
영업이익 (십억원)	573	790	426	463	462
영업이익률 (%)	12.4	12.3	9.6	10.0	9.7
순이익 (십억원)	549	677	325	413	400
EPS (원)	1,028	1,267	607	387	749
ROE (%)	17.2	16.7	6.9	8.2	7.4
P/E (배)	5.3	4.5	7.4	11.7	6.0
P/B (배)	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.8	2.6	3.3	3.3	3.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

### 3Q23 Review

팬오션의 3Q23 매출액은 1조 1,116억원(-40% YoY, -9% QoQ)을 기록했다. 탱커시황이 버터주며 당사 추정치를 소폭 상회했다. 하지만 벌크선(6,849억원, -48% YoY) 등 주요 사업부의 부진으로 전반적인 약세를 피하지는 못했다. BDI 평균이 1,194pt로 전년 동기(1,655pt) 및 전 분기(1,313pt) 대비 부진한 것이 주 원인이다. 컨테이너 역시 시장 부진으로 매출액이 843억원(-35% YoY)에 그쳤다.

영업이익은 795억원을 기록하며 시장 기대치를 하회했다. 컨테이너선은 영업손실(-63억원)을 기록했고, 탱커도 마진이 소폭 악화되었다. 벌크선의 영업이익은 550억원으로 운임 하락에 따른 마진 악화로 부진하였다. 영업 외에서는 선박 매각에 따른 매각 손실이 발생하며 순이익(250억원) 역시 기대치(950억원)을 하회하였다.

표 1. 3Q23 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q22	2Q23	3Q23P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,837	1,225	1,112	1,010	1,242	-39.5	-9.2
영업이익	224	125	80	106	112	-64.6	-36.4
영업이익률 (%)	12.2	10.2	7.2	10.5	8.9	-5.1	-3.1
세전이익	168	92	25	109	96	-85.2	-73.1
순이익	167	92	25	107	95	-85.3	-73.3

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	23F	24F	23F	24F	23F	24F	
매출액	4,250	4,862	4,459	4,634	4.9	-4.7	3Q23 반영, 운임 전망 하향
영업이익	456	539	426	463	-6.4	-14.1	3Q23 반영
세전이익	430	490	328	419	-23.7	-14.6	선박 매각 손익
순이익	424	482	325	413	-23.5	-14.3	
EPS (KRW)	794	451	607	387	-23.5	-14.3	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 미래에셋증권 리서치센터 예상

### 4Q23 실적은 소폭 개선, 하지만 수요 개선에 대한 불확실성 존재

4Q23에는 3Q23 말 운임 반등이 반영되며 실적 개선이 예상된다. 벌크선의 영업이익은 710억원(30% QoQ)으로 개선될 전망이다. 단, 컨테이너(-30억원) 등 기타 부문의 의미있는 실적 개선은 요원하다.

중기적으로는 수요 개선 여부가 불투명하다. 중국을 중심으로 한 수요 우려가 지속되고 있다. 중국의 철강 생산 마진은 2년째 최저치 수준이다. 수익성 악화에 따라 인도네시아 등 저품위 광석 사용량 증가 가능성도 있다. 이는 톤마일 수요 감소로 이어질 것으로 우려된다. 중국 철광석 항만 재고량은 지속적으로 하락, 5년째 최저치를 기록하고 있다. 단기적으로 재고 축적에 대한 기대감이 있을 수 있으나 최근 철강 시장을 고려하면 재고량 급등 가능성도 크지 않다.

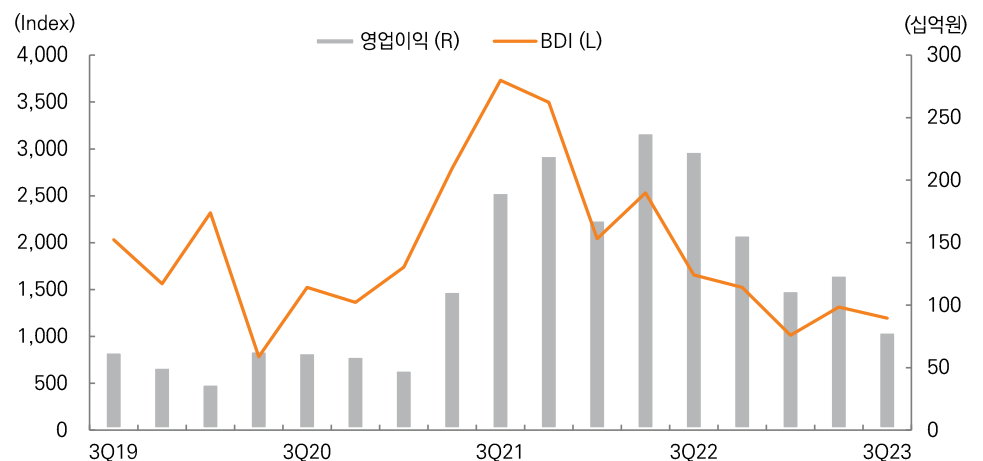
표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	1,441	1,722	1,837	1,421	996	1,225	1,112	1,126	6,420	4,459	4,634
벌크	1,055	1,203	1,327	943	688	774	685	730	4,528	2,876	3,052
탱커	51	68	87	100	83	87	86	111	306	366	380
컨테이너	126	132	131	121	98	97	84	68	509	347	314
기타	209	320	292	256	128	267	257	218	1,077	870	887
영업이익	169	239	224	157	113	125	79	109	790	426	463
벌크	124	178	146	92	65	77	55	71	541	269	326
탱커	7	21	36	43	30	32	25	34	107	121	92
컨테이너	34	40	38	27	13	13	-6	-3	138	16	31
기타	4	-1	5	-4	5	4	6	6	4	21	14
세전이익	163	225	168	132	113	92	25	97	688	328	419
순이익(지배)	163	225	167	123	113	92	25	95	677	325	413
영업이익률	11.7	13.9	12.2	11.1	11.3	10.2	7.2	9.7	12.3	9.6	10.0
순이익률(지배)	11.3	13.1	9.1	8.6	11.4	7.5	2.2	8.4	10.5	7.3	8.9

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 팬오션 영업이익 vs. BDI



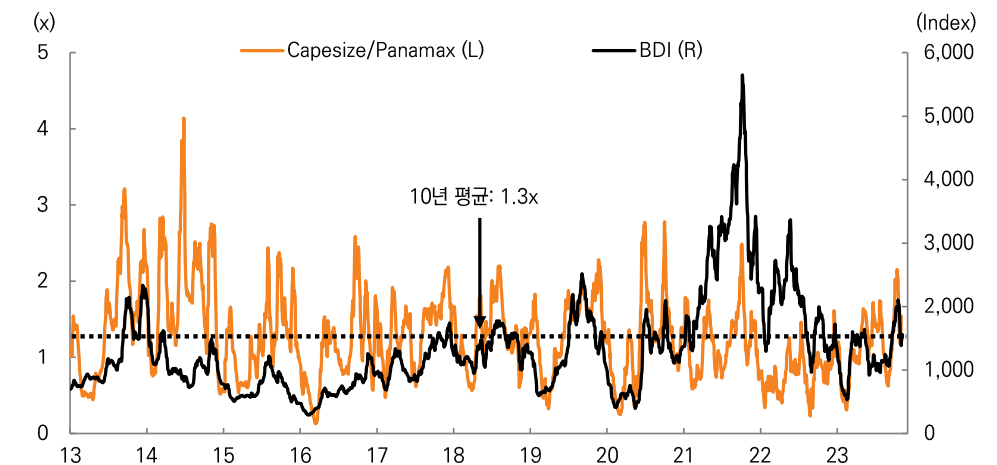
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

## 목표주가 5,600원으로 하향 조정: 수요 개선을 기다린다

3Q23 실적 부진, 수요에 대한 불확실성 증대에 따라 운임 전망치를 하향한다. 2023년 및 2024년 영업이익 전망치 역시 -6.4%, -14.1% 조정한다. 실적 조정 하향과 함께 목표 주가를 6,500원에서 5,600원으로 낮추었다. 목표 주가는 기존과 같은 EV/EBITDA 4배에 해당한다. 현 주가는 PBR 0.5배 수준으로 여전히 절대적인 저평가 상황이다.

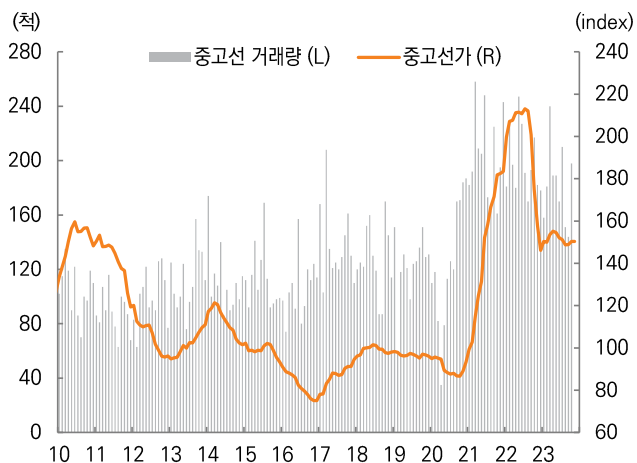
다만, 기대했던 중국에서의 수요 발생이 지연, 11월 말 예상되는 HMM의 인수 불확실성을 감안하면 단기적으로는 관망할 필요가 있다. 전사 영업이익이 2021년 2분기 이후로 처음으로 1,000억원을 하회했으나, 최악의 시황 속에서도 팬데믹 이전 기준으로는 여전히 높은 수준이라는 점은 긍정적이다. 환경 규제에 따른 공급의 추가적인 조정은 2024년에 나타날 전망으로 내년 시황의 기대는 여전하다.

그림 2. Capesize/Panamax 상대지표



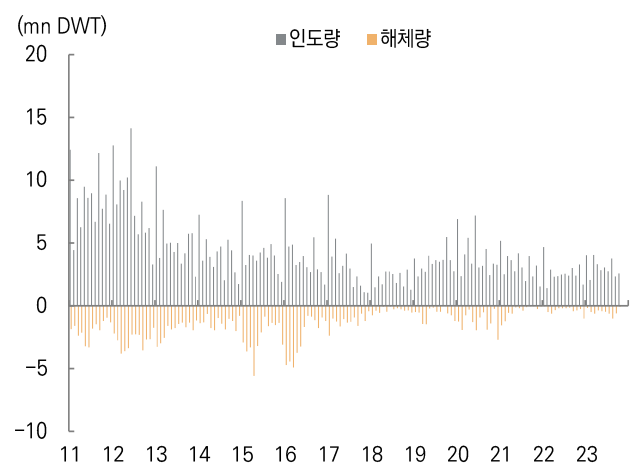
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중고선 거래량 vs. 중고선가



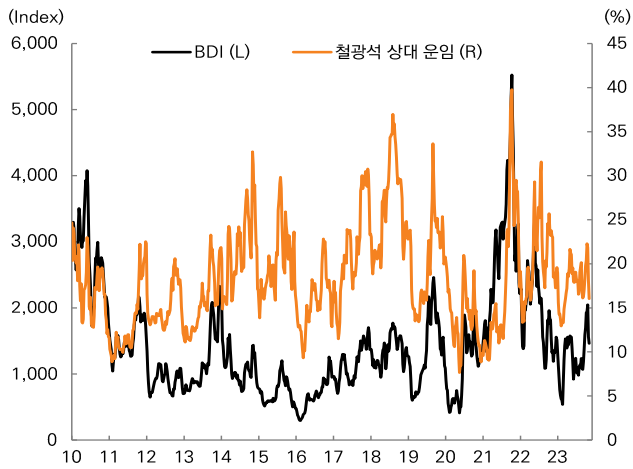
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 벌크선 신규 인도량 vs. 해체량



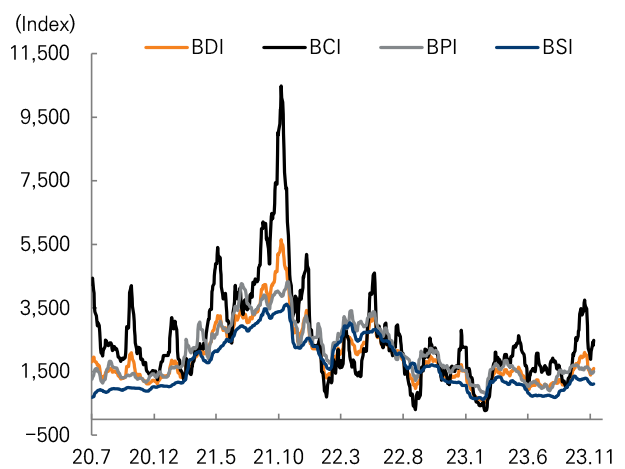
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 철광석 vs. 운임 상대가격



자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. BDI vs. BCI vs. BPI vs. BSI



자료: Thomson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 팬오션 보유 선대

(척)

		사선(CVC)	용선(1년이상*)	합계
Dry bulk	Handy (10 ~ 40K)	10	17(2)	27
	Handymax (40 ~ 70K)	21(10)	63(13)	84
	Panamax (70K ~ 100K)	15(2)	31(3)	46
	Cape (100K~)	34(26)	10	44
Dry bulk Total		80(38)	121(18)	201
Non-bulk	VLCC	2	-	2
	MR tanker	13	1(1)	14
	Chemical tanker	6	1(1)	7
	Container	6	4(1)	10
	Heavy lift	2	-	2
	LNG	3(3)	1(1)	4
Non-dry bulk total		32(3)	7(4)	39
Total		112(41)	128(22)	240

주1: 2023년 3분기말 기준/주2: 1년 이상 장기용선 총 계약기간 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 장기 운송 계약 현황

화주명	선박(척)	잔여 기간(년)	투입 선박	비고
Vale	16	15.1	400K 8척, 325K 6척, 208K 2척	16척 Scrubber 설치
Suzano	10	12.8	57K 5척, 62K 5척	10척 VLSFO
발전자회사	6	6.4	175K 2척, 150K 2척, 83K 2척	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO
포스코	4	5.4	208K 1척, 180K 1척, 175K 2척	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO
현대제철	2	8.6	208K 1척, 175K 1척	2척 VLSFO
GALP	1	4.3	LNGC 174K 1척	장기대선계약 5년(3+3)
SHELL	1	4.7	LNGBV 6.5K 1척	장기대선계약 7년(3+3)
SHELL	1	5.8	LNGBV 18K 1척	장기대선계약 6년(1+1)
합계	41			

주: 2023년 3분기말 기준

자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

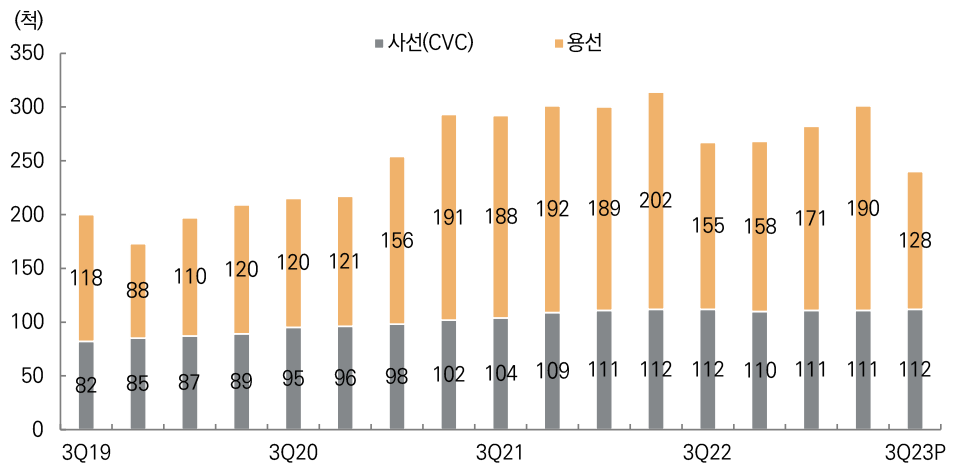
표 6. 신규 인도 예정 선박

선박	Size	대수(척)	인도 예정 시점	비고
컨테이너선	1,000 TEU	1	2023. 11	신조
	1,800 TEU	2	2024. 2, 3	신조
		4	2024. 7, 8, 10, 11	신조 Shell 장기대선계약 7년(Option 3 + 3)
LNG	174K CBM	2	2024.11, 2025.11	신조 KGL 장기대선계약 12년(Option 4 + 4)
		3	2024.11, 2025.3,5	신조 KGL 장기대선계약 15년(Option 5 + 5)
벌크선	U'max	4	2026. 2, 3, 6, 8	신조
합계		16		

주: 2023년 3분기말 기준

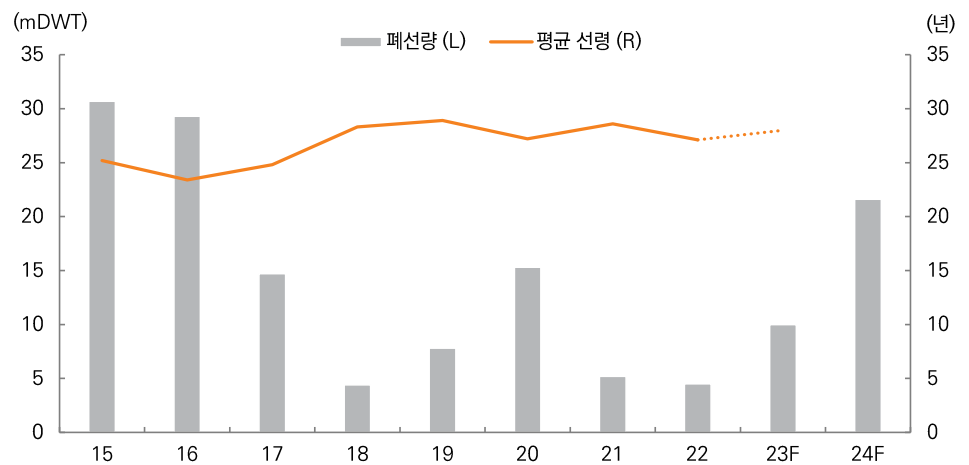
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 팬오션 운용선대 추이



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 건화물 폐선량 및 평균 선령



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

## 팬오션 (028670)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	6,420	4,459	4,634	4,740
매출원가	5,520	3,929	4,072	4,176
매출총이익	900	530	562	564
판매비와관리비	110	104	99	102
조정영업이익	790	426	463	462
영업이익	790	426	463	462
비영업손익	-102	-98	-44	-56
금융손익	-63	0	-70	-63
관계기업등 투자손익	19	2	6	6
세전계속사업손익	688	328	419	406
계속사업법인세비용	11	3	5	5
계속사업이익	677	325	413	400
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	677	325	413	400
지배주주	677	325	413	400
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	950	474	413	400
지배주주	950	474	413	400
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1,456	426	1,120	1,133
FCF	1,066	239	474	33
EBITDA 마진율 (%)	22.7	9.6	24.2	23.9
영업이익률 (%)	12.3	9.6	10.0	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	7.3	8.9	8.4

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,834	1,553	1,553	1,581
현금 및 현금성자산	745	536	557	573
매출채권 및 기타채권	272	216	209	213
재고자산	129	102	99	101
기타유동자산	688	699	688	694
비유동자산	5,715	6,210	6,188	6,591
관계기업투자등	145	115	111	113
유형자산	5,444	5,884	5,867	6,267
무형자산	7	10	10	10
자산총계	7,549	7,762	7,741	8,172
유동부채	1,227	1,579	1,425	1,536
매입채무 및 기타채무	263	208	202	206
단기금융부채	532	1,029	893	992
기타유동부채	432	342	330	338
비유동부채	1,830	1,297	1,096	1,097
장기금융부채	1,808	1,280	1,080	1,080
기타비유동부채	22	17	16	17
부채총계	3,056	2,876	2,522	2,633
지배주주지분	4,493	4,886	5,219	5,540
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,719	2,052	2,373
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,493	4,886	5,219	5,540

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,411	559	1,114	1,104
당기순이익	677	325	413	400
비현금수익비용가감	784	225	704	710
유형자산감가상각비	666	0	657	670
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	117	225	47	40
영업활동으로인한자산및부채의변동	30	79	2	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	22	7	-4
재고자산 감소(증가)	-14	20	3	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9	-45	-6	4
법인세납부	-5	-5	-5	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-577	-413	-605	-1,038
유형자산처분(취득)	-328	-318	-640	-1,071
무형자산감소(증가)	-1	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	11	1	-1
기타투자활동	-213	-104	34	34
재무활동으로 인한 현금흐름	-643	-407	-498	-55
장단기금융부채의 증가(감소)	89	-32	-336	100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-53	-80	-80	-80
기타재무활동	-679	-295	-82	-75
현금의 증가	223	-209	21	15
기초현금	522	745	536	557
기말현금	745	536	557	573

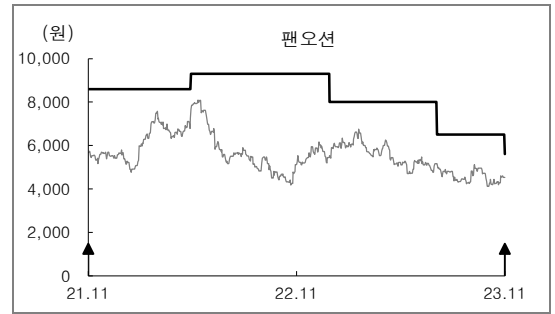
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	4.5	7.4	11.7	6.0
P/CF (x)	2.1	4.4	4.3	2.2
P/B (x)	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	3.2	8.9	3.1	3.1
EPS (원)	1,267	607	387	749
CFPS (원)	2,733	1,029	1,045	2,078
BPS (원)	8,404	9,140	9,764	10,363
DPS (원)	150	150	150	150
배당성향 (%)	11.8	24.7	19.4	20.0
배당수익률 (%)	2.6	3.3	3.3	3.3
매출액증가율 (%)	39.1	-30.5	3.9	2.3
EBITDA증가율 (%)	56.0	-70.7	162.6	1.2
조정영업이익증가율 (%)	37.8	-46.0	8.5	-0.1
EPS증가율 (%)	23.3	-52.0	-36.3	93.7
매출채권 회전율 (회)	24.8	18.5	22.1	22.8
재고자산 회전율 (회)	54.1	38.5	46.0	47.4
매입채무 회전율 (회)	23.0	18.1	21.5	22.2
ROA (%)	9.6	4.2	5.3	5.0
ROE (%)	16.7	6.9	8.2	7.4
ROIC (%)	14.4	7.2	7.5	7.3
부채비율 (%)	68.0	58.9	48.3	47.5
유동비율 (%)	149.5	98.3	109.0	102.9
순차입금/자기자본 (%)	35.3	28.3	19.7	20.0
조정영업이익/금융비용 (x)	10.4	0.0	5.7	6.2

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
팬오션 (028670)				
2023.11.13	매수	5,600	-	-
2023.07.17	매수	6,500	-29.97	-21.23
2023.01.10	매수	8,000	-29.86	-15.50
2022.05.12	매수	9,300	-39.40	-13.01
2021.10.27	매수	8,600	-29.50	-11.86



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 팬오션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.