

2025. 5. 12



▲ 운송

Analyst 오정하

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 4,500 원

현재주가 (5.9) 3,375 원

상승여력 33.3%

KOSPI 2,577.27pt

시가총액 18,042억원

발행주식수 53,457만주

유동주식비율 45.06%

외국인비중 15.06%

52주 최고/최저가 4,815원/3,065원

평균거래대금 60.4억원

주요주주(%)

하림지주 외 12 인 54.92

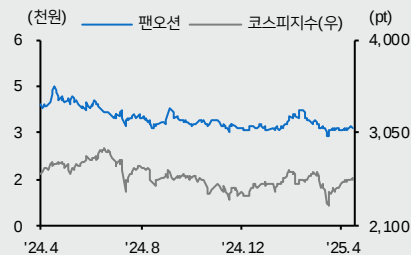
국민연금공단 6.55

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 9.8 -6.8 -27.3

상대주가 -2.3 -7.4 -23.5

주가그래프



팬오션 028670

NDR 후기: Non-Dry 사업부의 힘,
그리고 다가올 수급개선의 시간

- ✓ 1Q25 영업이익 컨센서스 9% 상회. 처음으로 Non-Dry 영업이익이 벌크선을 넘어서
- ✓ LNG선이 전년 3척에서 10척까지 늘어남. 추가 2척 도입 예정임. 영업이익률은 47%
- ✓ 미국 입항수수료 우려는 없음. 1) 공선행해, 2) 8만톤 이하 선박은 수수료가 면제됨
- ✓ 지난 4월 MEPC회의에서 경제적 패널티가 확정되며 폐선 유인이 나타남. 2027년 하반기 폐선량 확대가 기대됨. 수급개선의 트리거로 작용할 전망
- ✓ 역사적 저점인 12개월 선행 PBR 0.3배에 거래됨. 목표주가 4,500원, 매수의견 유지

더 커진 Non-Dry 사업부, 견조한 이익체력을 증명

1Q25 영업이익은 1,133억원(+15% YoY, 이하 YoY)을 기록하며 컨센서스를 9% 상회했다. 컨테이너선은 동사가 집중하는 근해에서 고운임이 나타났다. LNG선은 신규 선박이 인도되었는데, 일회성 비용 없이 안정적으로 수행하며 47%의 높은 영업이익률을 시현했다. 곡물 트레이딩 규모가 전년대비 2배 이상 늘었으나 영업이익 기여도는 미미하다. 1분기 영업이익의 58%가 Non-Dry 사업부에서 발생했다.

트럼프 리스크는 제한적

관세 영향은 해운 업황 전반적으로 발생하겠으나 입항수수료 영향은 없다. 1분기 기준 동사의 북미 노출도는 선적 12%(곡물), 양하 3%(철제)이다. USTR 발표에 따르면 1) 공선행해에는 수수료가 부과되지 않고, 2) 8만톤 이하 선박은 면제다. 곡물 선적 시에는 공선행해를 하고, 철제 수송에는 5만톤 가량의 작은 선박을 사용한다.

2027년 폐선이 다가온다

MEPC 83차 회의에서 GFI(GHG Fuel Intensity, 온실가스 연료 집약도)가 승인됐다. 첫 글로벌 경제적 패널티로 2028년 6월부터 초과 배출량에 따라 최대 480달러/톤을 납부해야한다. 폐선시장이 구조화됨에 따라 2027년 하반기부터 폐선 본격화가 나타날 수 있다고 판단한다. 중국 등 신흥국의 경기 둔화로 벌크수요의 강한 반등을 기대하기 보다는 공급 감소에 따른 업황 개선이 기대된다.

목표주가 4,500원, 매수 의견 유지

성공적인 포트폴리오 다변화에도 12개월 선행 PBR 0.3배에 거래되고 있다. 역사적 저점이다. 관세 부과에 따른 해운 업황 우려가 존재하나, LNG선 부문을 포함한 장기계약 확대로 안정적인 이익 체력 및 성장세가 나타날 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	4,361.0	385.9	245.0	458	-63.8	8,817	8.1	0.4	3.9	5.3	66.6
2024	5,161.2	471.2	268.1	502	9.4	10,576	6.6	0.3	4.8	5.2	81.7
2025E	5,532.7	534.1	360.4	674	34.4	11,130	5.0	0.3	3.9	6.2	73.3
2026E	5,598.6	566.2	400.2	749	11.0	11,758	4.5	0.3	3.3	6.5	66.7
2027E	5,592.0	564.7	424.4	794	6.0	12,432	4.3	0.3	2.8	6.6	60.6

실적: 1분기에 빛난 Non-Dry 부문

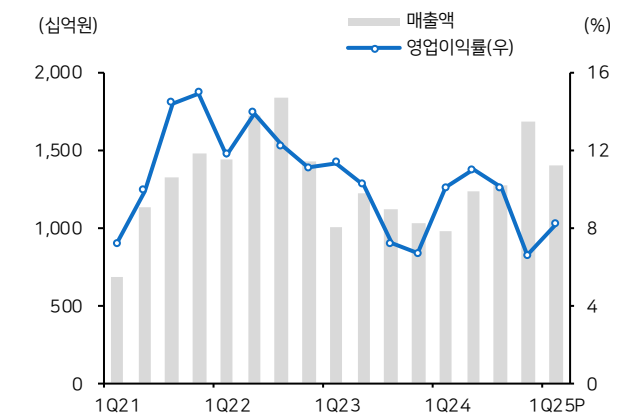
1분기 매출액 1조 3,934억원(+42.8% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,133억원(+15.4%), 세전이익 754억원(+24.1%)를 기록했다. 메리츠 추정치에 부합했고(-1.8%), 영업이익 컨센서스 1,043억원을 8.6% 상회했다.

부문별 매출액은 벌크 7,519억원(+20.1%), 컨테이너 1,129억원(+40.6%), 탱커 983억원(+19.1%), LNG 677억원(+250.8%)이다. 벌크 운임 약 38% 하락에도 운송량은 전년비 21.7% 늘어났다. 컨테이너 근해 운임은 고운임이 유지됐다.

1분기 중 LNG선 3척이 늘어나며 실적이 개선되었다. LNG선은 모두 대선으로 운영되어 안정적인 실적을 창출할 수 있다. 영업이익률은 46.5%에 달한다. 도입 초기 2~3년간 안정화비용이 발생하기 마련인데 비용 없이 안정적으로 수행 중이다.

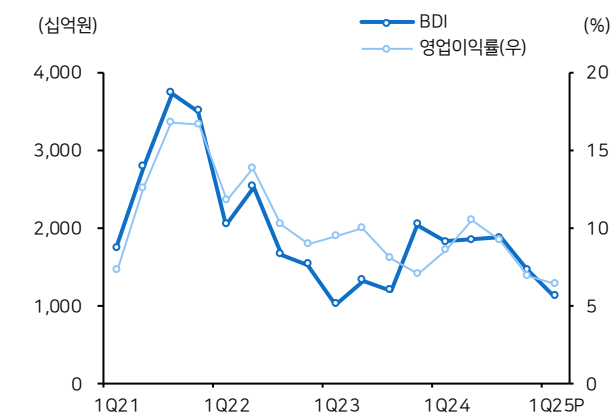
곡물 트레이딩 부문이 매출액이 3,601억원(+261.5%) 성장했다. 품목다변화에 기인한다. 기존에는 저렴한 옥수수 위주 트레이딩을 했다면 2024년 하반기부터 비싼 대두를 취급하기 시작했다. 완전경쟁시장으로 마진 확대는 어려운 상황이다.

그림1 매출액 및 영업이익률 추이



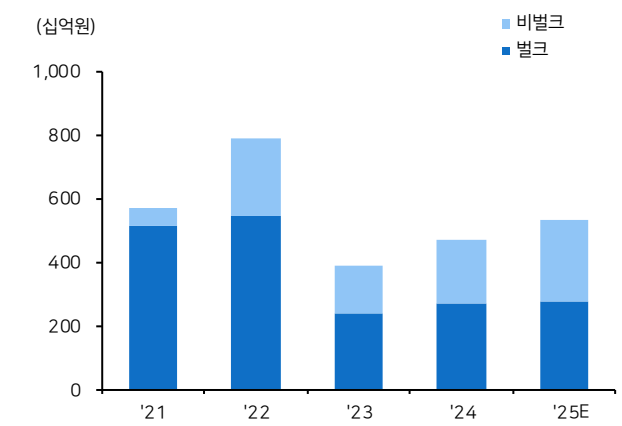
자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

그림2 BDI 추이 및 벌크선 사업부 영업이익률 추이



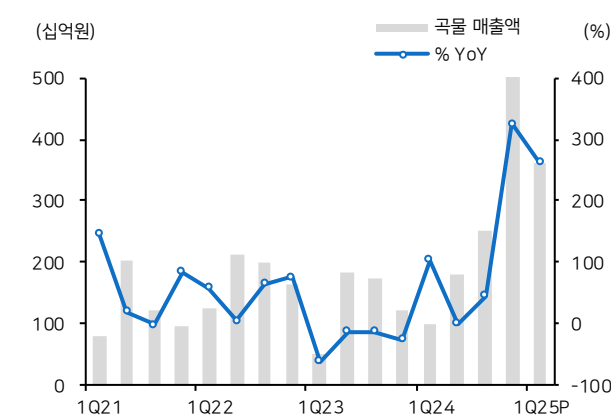
자료: 팬오션, Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림3 벌크선 VS Non-Dry 영업이익 추이



자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

그림4 곡물 사업부 실적 추이



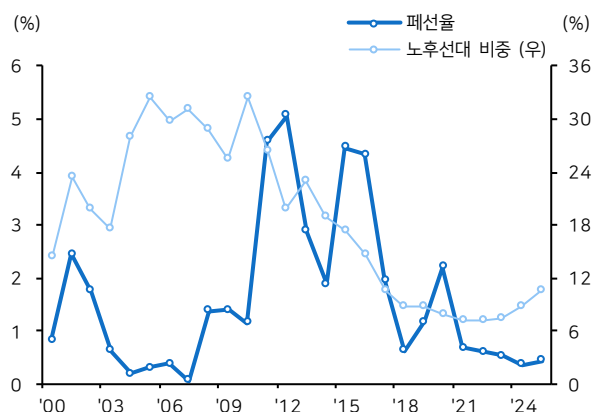
자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

시황전망: 공급 조절이 Key

벌크 시황 부진이 해소되기 위해서는 폐선이 필요하다. 중국 실물경기 부진이 지속됨에도 원가 이상의 시황이 지속되며 주요 선사들은 폐선보다는 매각을 선택하며 선대규모가 유지되고 있다. 5월 기준 Capesize+Panamax 벌크선 노후선대 비중은 10.6%이다.

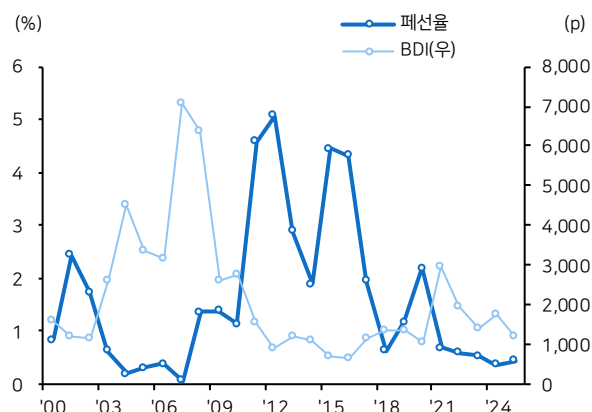
지난 4월 개최된 MEPC 83차 회의에 따르면 탄소 초과 배출량 1톤당 100~480 달러의 패널티 비용(탄소세)을 납부해야한다. 경제적 패널티가 부과되면 선사들의 폐선 본격화가 예상된다. 해당 조치는 오는 10월 최종 채택이 되면 2027년 3월 발효될 예정이다. 홍콩협약에 따라 구조화된 폐선시장의 병목 가능성을 고려하면 2027년 하반기부터 폐선 가속화가 예상된다.

그림5 벌크선 노후선대 및 폐선율



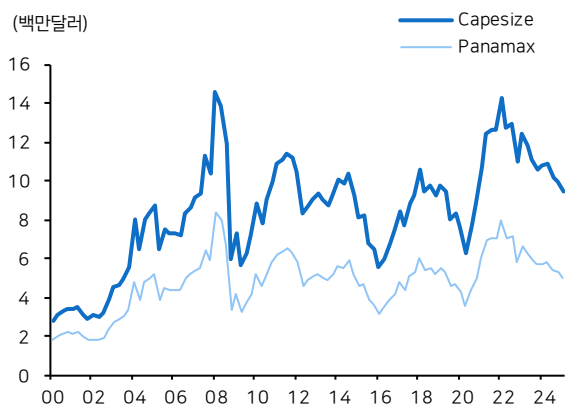
주: Capesize와 Panamax 선형 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림6 BDI 운임과 폐선율



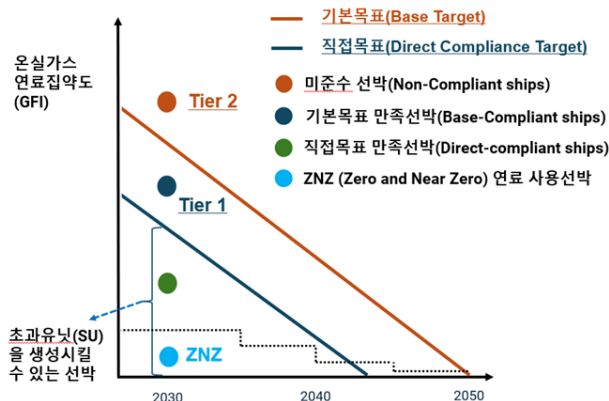
주: Capesize와 Panamax 선형 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림7 폐선 가격 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림8 최대 100+380달러/톤 부과 가능성



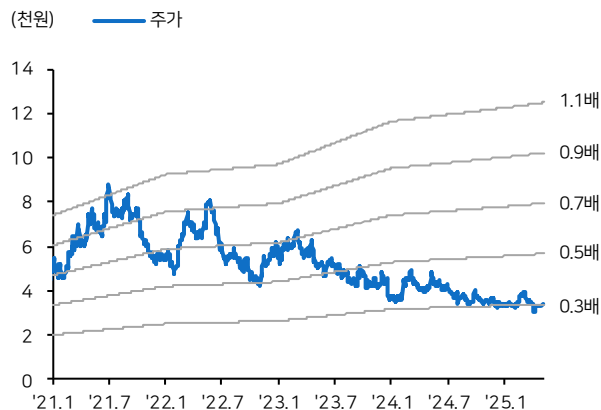
자료: IMO

표1 팬오션 연결 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
원/달러	1,452.7	1,420.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,380.0	1,370.0	1,370.0	1,418.2	1,380.0	1,370.0
BDI 운임	1,118.3	1,460.6	1,831.6	1,512.4	1,189.8	1,373.5	1,448.4	1,643.4	1,599.0	1,413.8	1,223.6
%YoY	-38.7	-21.0	-2.1	3.2	6.4	-6.0	-20.9	8.7	-8.7	-11.6	-13.4
WTI(달러/배럴)	71.5	68.0	69.0	70.0	69.0	67.0	67.0	66.0	69.6	67.3	67.0
매출액	1,393.4	1,306.6	1,421.1	1,411.6	1,409.0	1,388.5	1,406.8	1,394.3	5,532.7	5,598.6	5,592.0
%YoY	42.8	5.9	11.3	-15.8	1.1	6.3	-1.0	-1.2	7.2	1.2	-0.1
벌크	751.9	840.9	801.4	821.3	814.6	815.8	812.4	812.5	3,215.5	3,255.3	3,253.4
%YoY	20.1	3.6	1.6	-7.1	8.3	-3.0	1.4	-1.1	3.4	1.2	-0.1
컨테이너	112.9	96.2	101.8	105.5	107.4	103.1	103.5	99.3	416.5	413.3	409.0
%YoY	40.6	1.9	-6.1	-10.4	-4.9	7.2	1.6	-5.9	3.9	-0.8	-1.1
탱커	78.2	83.1	80.2	79.4	80.4	81.1	80.6	80.8	320.9	322.8	322.9
가스선	67.7	77.5	81.9	89.5	90.8	89.4	88.7	88.6	316.5	357.6	355.2
영업이익	113.3	139.1	140.2	141.5	139.0	140.9	141.8	144.6	534.1	566.2	564.7
%YoY	15.4	2.9	9.5	28.9	22.7	1.3	1.1	2.2	13.3	6.0	-0.3
영업이익률	8.1	10.6	9.9	10.0	9.9	10.1	10.1	10.4	9.7	10.1	10.1
벌크	6.4	9.1	9.6	9.0	8.6	9.0	9.1	9.5	8.6	9.0	9.0
컨테이너	14.0	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	6.1	6.0	8.4	6.1	6.0
탱커	25.4	33.1	32.8	32.6	32.8	33.4	33.4	33.6	31.0	33.3	33.4
가스선	46.5	38.0	39.4	40.7	41.1	39.8	40.2	40.5	40.9	40.4	40.3
지배순이익	72.0	94.9	96.4	97.1	99.6	100.5	99.2	100.8	360.4	400.2	424.4
%YoY	19.1	-13.4	-26.3	흑전	38.4	6.0	2.8	3.9	34.4	11.0	6.0
%NIM	5.2	7.3	6.8	6.9	7.1	7.2	7.0	7.2	6.5	7.1	7.6

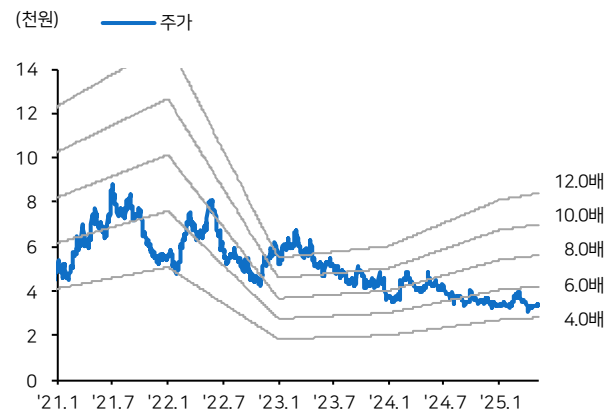
자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

그림9 12개월 선행 PBR Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 12개월 선행 PER Band



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

1Q25 NDR Q&A

Q1 M&A 계획이 있는지?

- A1
- 회사 인수 계획은 없음. 중고선 및 신조 선박 투자 계획임
 - 과거 HMM 인수전 참여 당시 가격은 6조원이었으나 지금은 너무 비쌈
 - MR탱커 12척 중 6척이 노후선으로 현대화 필요함. 컨테이너선은 확대 계획 없음
 - LNG는 큰 딜이 카타르 이후 나오고 있지 않아 아직 계획 없음. VLCC 검토 중

Q2 CAPEX 계획은?

- A2
- 2025년 6억불 후반, 2026년 3억불, 2027년 1억불 수준으로 예상됨. 주로 LNG 선박 투자 비용인데, 선박 인도와 함께 줄어듦 예정임
 - LNG선 중도금은 인도 시점에 급증함. 10%, 10%, 10%, 10%, 60% 비율로 지급됨. 2026년 1월 LNG선 인도 완료되면 더이상 차입금 늘어날 건 없음
 - 신규 선박 투자 결정 시 CAPEX 늘어날 수 있음. VLCC 투자 확정 시 공시 예정

Q3 연간 안정적 이익 수준은?

- A3
- 벌크 운임은 2023년과 2024년의 중간 수준을 예상함. 벌크 용선으로 마진 소폭 개선을 목표로 함
 - 컨테이너, 탱커 운임은 하락하겠으나 LNG 실적이 이를 상쇄하는 수준 이상으로 나타날 것

Q4 탱커 시황은?

- A4
- VLCC 시황이 좋음. 신조 인도량은 적고 폐선량이 많았음. MR탱커는 원가 이하 시황은 아니지만 4월부터 하락세가 나타남. 2024년 대비해서 전체 시황은 약세 전망

Q5 LNG 사업 마진 유지 가능한지?

- A5
- 전부 대선 계약(5~15년)으로 확정된 사항으로 마진 유지 가능함. 옵션이 행사되지 않아도 트랙레코드를 확보해 직접 시장 진출이 가능하게 됨
 - LNG 운반시장은 진입장벽이 높아 마진이 높음. 직접 진출 시 마진 추가 확대 가능

Q6 MEPC 규제는 언제 시행되는지?

- A6
- 4월 회의에서 경제적 패널티 합의가 이뤄짐. 10월 IMO 회의에서 채택 예정
 - 그러나 2028년초부터 비용 부과되어 시장에 임팩트를 주기엔 시간이 남음. 홍콩협약으로 폐선도 구조화되었기 때문에 2027년 하반기부터 폐선 증가 예상

Q7 동사는 탄소세 발효에 영향 없을지?

- A7
- 평균 선령은 9.3년으로 자동차로 치면 2등급 수준임. 중국산 선박대비 이미 효율성이 좋은 선박을 많이 가지고 있음. 지속적으로 노후선 매각 및 어린 선박 매입으로 현대화할 계획
 - 아직은 친환경 연료가 확정되지 않은 상황임

Q8 미국 입항수수료가 동사 컨테이너 사업에는 영향 없을지?

- A8
- 벌크, 컨테이너 사업 모두 영향없음
 - 동사 컨테이너 사업은 아시아 근해에서 피더선으로 영위함

Q9 홍해 및 러시아 종전이 벌크 업황에 미치는 영향은?

- A9**
- 벌크는 수에즈운하 사용 비중이 낮음. 유럽 철제 양하 비중이 5% 수준임
 - 우크라이나 재건 수요가 발생할 수 있으나 이를 대비해 공급을 늘리기엔 불확실성이 많음

Q10 환율 영향은?

- A10**
- 매출, 비용 대부분이 달러로 거래됨. 본사 인건비, 경영관리비만 원화로 고환율이 유리하긴 하나 환율에 민감하지는 않음

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,361.0	5,161.2	5,532.7	5,598.6	5,592.0
매출액증가율(%)	-32.1	18.3	7.2	1.2	-0.1
매출원가	3,861.2	4,578.5	4,872.2	4,906.5	4,900.6
매출총이익	499.8	582.7	660.4	692.1	691.4
판매관리비	114.0	111.6	126.4	125.9	126.7
영업이익	385.9	471.2	534.1	566.2	564.7
영업이익률(%)	8.8	9.1	9.7	10.1	10.1
금융손익	-74.0	-162.0	-110.9	-96.3	-70.4
종속/관계기업손익	-3.5	24.2	12.3	22.8	20.6
기타영업외손익	-59.9	-51.3	-58.1	-73.6	-70.5
세전계속사업이익	248.5	282.1	377.4	419.1	444.4
법인세비용	3.5	14.0	17.0	18.9	20.0
당기순이익	245.0	268.1	360.4	400.2	424.4
지배주주지분 순이익	245.0	268.1	360.4	400.2	424.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	750.8	676.2	982.6	1,002.6	984.9
당기순이익(손실)	245.0	268.1	360.4	400.2	424.4
유형자산상각비	489.5	468.2	625.9	626.0	596.8
무형자산상각비	0.8	0.8	3.4	2.3	1.6
운전자본의 증감	22.7	-14.5	20.1	1.3	0.4
투자활동 현금흐름	-84.5	-660.4	-910.3	-390.1	-153.5
유형자산의증가(CAPEX)	-313.4	-385.0	-980.0	-420.0	-192.5
투자자산의감소(증가)	19.5	-55.5	40.0	2.6	0.7
재무활동 현금흐름	-470.1	-206.8	-203.4	-225.4	-224.5
차입금의 증감	100.3	1,423.1	-139.2	-161.3	-160.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	208.2	-86.9	-131.1	387.1	606.9
기초현금	744.6	952.8	865.8	734.8	1,121.9
기말현금	952.8	865.8	734.8	1,121.9	1,728.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,757.3	2,021.8	1,749.3	2,127.2	2,731.5
현금및현금성자산	952.8	865.8	734.8	1,121.9	1,728.8
매출채권	224.8	288.1	242.7	239.7	238.9
재고자산	119.2	122.1	102.9	101.6	101.3
비유동자산	6,096.6	8,249.7	8,560.4	8,349.5	7,942.9
유형자산	5,840.6	7,862.2	8,216.3	8,010.4	7,606.0
무형자산	10.7	10.7	7.3	5.0	3.4
투자자산	203.6	283.3	243.3	240.7	240.0
자산총계	7,854.0	10,271.5	10,309.7	10,476.7	10,674.4
유동부채	1,294.0	1,276.9	1,061.8	933.0	810.5
매입채무	216.1	242.8	204.6	202.1	201.4
단기차입금	64.5	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	409.3	419.4	339.4	219.4	99.4
비유동부채	1,846.6	3,341.3	3,298.3	3,258.1	3,218.0
사채	0.0	120.5	100.5	80.5	60.5
장기차입금	118.2	165.3	145.3	125.3	105.3
부채총계	3,140.6	4,618.1	4,360.1	4,191.0	4,028.5
자본금	534.6	534.6	534.6	534.6	534.6
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1	1,942.1
기타포괄이익누계액	596.1	1,311.6	1,311.6	1,311.6	1,311.6
이익잉여금	1,638.2	1,859.6	2,155.9	2,491.9	2,852.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,713.4	5,653.4	5,949.6	6,285.7	6,645.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	8,158	9,655	10,350	10,473	10,461
EPS(지배주주)	458	502	674	749	794
CFPS	1,642	1,674	2,091	2,139	2,083
EBITDAPS	1,639	1,759	2,176	2,234	2,176
BPS	8,817	10,576	11,130	11,758	12,432
DPS	85	120	120	120	120
배당수익률(%)	2.3	3.6	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	8.1	6.6	5.0	4.5	4.3
PCR	2.3	2.0	1.6	1.6	1.6
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EBITDA(십억원)	876.1	940.2	1,163.4	1,194.5	1,163.1
EV/EBITDA	3.9	4.8	3.9	3.3	2.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	5.2	6.2	6.5	6.6
EBITDA 이익률	20.1	18.2	21.0	21.3	20.8
부채비율	66.6	81.7	73.3	66.7	60.6
금융비용부담률	2.8	2.6	2.5	2.2	1.9
이자보상배율(x)	3.1	3.5	3.9	4.6	5.2
매출채권회전율(x)	17.7	20.1	20.8	23.2	23.4
재고자산회전율(x)	35.1	42.8	49.2	54.7	55.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

