

# 팬오션 (028670)

## 2Q24 Review: 영업가치에 대한 인정 필요

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 5,800원으로 하향

팬오션에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가를 기존 6,400원에서 5,800원으로 하향한다. 목표주가 하향은 중국 철광석 수요에 대한 불확실성이 지속되는 점을 감안하여, Target P/B를 기존 0.67배에서 0.60배로 하향한데 따른다. 현재 팬오션의 주가는 12개월 선행 P/E 5.5배, P/B 0.40배에 위치해 있다. 현재 주가는 2023년 12월 M&A 우려가 있었던 당시 대비 겨우 7% 가량 높다. 평년 대비 높은 BDI를 유지하고 있는 가운데, 컨테이너, 탱커 부문의 운임도 호조를 보이며 팬오션의 하반기 영업이익도 안정적인 실적이 기대된다. 전방 산업에 대한 우려는 지속되고 있지만, 팬오션 본연의 영업가치에 대해 극단적인 저평가를 받고 있다고 판단하여 현재 추가 수준에서 매수를 추천한다.

### 2Q24 영업이익 시장 컨센서스 상회

연결 기준 팬오션의 2Q24 매출액은 1.2조원(+0.7% YoY, +26.4% QoQ), 영업이익은 1,352억원(+8.1% YoY, +37.7% QoQ, OPM 11.0%)을 기록했다. 벌크, 탱커, 컨테이너 전 부문에서 높은 수익성으로 호실적을 기록하며 컨센서스 영업이익을 16% 상회했다.

벌크 부문 매출액은 8,116억원(+4.9% YoY, +29.6% QoQ), 영업이익은 854억원(+10.5% YoY, +58.3% QoQ, OPM 10.3%)을 기록했다. 2Q24 평균 BDI는 1,854pt(+39.4% YoY, +1.2% QoQ)로 Capesize 중심으로 높은 운임을 유지했다. 팬오션의 2Q24 물동량은 전년동기대비 14% 가까이 줄었지만, 높은 운임과 경쟁력 있는 Spot 영업으로 호실적을 기록했다.

비벌크 부문에서 탱커 부문의 영업이익 383억원(+21.1% YoY, +0.3% QoQ), 컨테이너 부문 영업이익은 75억원(+7.0 YoY, 흑전 QoQ)을 기록했다. 중국의 약한 원유 수요(1H -2% YoY)에도 수에즈 사태와 타이트한 탱커 공급 증가율(2024년 -0.1% YoY)로 운임 강세가 이어졌다. 수에즈 사태로 인해 전 컨테이너 노선의 운임이 급등한 가운데 인트라 아시아 컨테이너 운임도 상승(+39.7% YoY, +25.3% QoQ)했다.

### 중국발 수요에 대한 우려 지속, 하지만 팬오션의 영업가치 인정할 필요

현재 중국은 철광석 수요는 높은 상황이지만, 우려가 지속되고 있다. 중국의 철광석 수입량은 6월 누적 전년 대비 6% 늘어났다. 중국의 부동산 상황은 심각한 부진을 이어가고 있지만(6월 누적 기준 신규 착공 면적 -24% YoY, 미분양 +15%), 철강재 수출(6월 누적 +22% YoY)이 수요를 지탱하고 있다. 중국의 철광석 재고가 2022년 4월 이후 최고치를 기록하는 등, 중국의 철광석 수요에 대한 불확실성이 지속되고 있어 벌크 선사 실적에 대한 우려를 키우고 있다.

하지만 벌크의 공급 증가율은 2024년, 2025년 제한적으로 BDI의 다운사이드 리스크가 크지 않은 가운데, 팬오션은 현재 다소 보수적인 단기 용선 운용을 하고 있어 안정적인 벌크 부문 영업이익 달성이 가능하다고 판단한다. 또한 수에즈 사태로 인한 탱커, 컨테이너 호실적이 최소 하반기까지는 지속될 것이라고 판단한다. 당사가 전망하는 팬오션의 3Q24, 4Q24 영업이익은 각각 1,196억원(+50.5% YoY), 1,230억원(+79.1% YoY)이다.

### Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	5,800원(하향)
증가(2024.08.01)	3,960원
상승여력	46.5%

#### Stock Indicator

자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	2,117십억원
외국인지분율	11.7%
52주 주가	3,510~5,120원
60일평균거래량	3,061,007주
60일평균거래대금	13.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.2	-3.6	6.3	-19.3
상대수익률	-5.2	-6.8	-2.9	-23.4

#### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	4,361	4,591	4,859	4,983
영업이익(십억원)	386	478	462	444
순이익(십억원)	245	382	395	368
EPS(원)	458	715	739	689
BPS(원)	8,817	9,882	10,621	11,310
PER(배)	9.0	5.5	5.4	5.7
PBR(배)	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	5.2	7.8	7.4	6.5
배당수익률(%)	2.1	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA(배)	2.2	2.0	1.8	2.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@hi-ib.com

표1. 팬오션 2Q24P 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2Q24P	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2Q23	YoY%	2Q24E	Diff%	2Q24E	Diff%
매출액	1,233	1,225	0.7	1,218	1.3	1,197	3.0
영업이익	137	125	9.5	119	15.5	111	23.4
세전이익	111	92	20.0	88	26.2	88	25.8
지배주주순이익	111	92	20.4	90	23.6	88	25.8

자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표2. 팬오션 2024E 영업실적 및 컨센서스 비교

(십억원, %)	2024E	전년동기대비		컨센서스 대비		기존 추정 대비	
		2023	YoY%	2024E	Diff%	2024E	Diff%
매출액	4,591	4,361	5.3	4,718	-2.7	4,710	-2.5
영업이익	478	386	23.8	475	0.6	429	11.4
세전이익	383	248	54.0	364	5.1	337	13.6
지배주주순이익	382	245	56.1	340	12.5	336	13.8

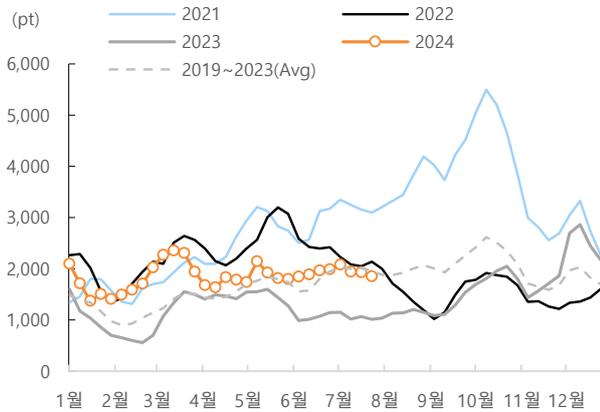
자료: Dart, Quantwise, 하이투자증권

표3. 팬오션 연간 실적추정 변경(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %p)	신규추정		기존추정		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,591	4,859	4,710	4,916	-2.5	-1.2
영업이익	478	462	429	449	11.4	3.0
영업이익률	10.4	9.5	9.1	9.1	1.3	0.4
EBITDA	967	955	901	922	7.3	3.5
세전이익	383	395	337	384	13.6	2.9
지배주주순이익	382	395	336	384	13.8	2.9
지배주주순이익률	8.3	8.1	7.1	7.8	1.2	0.3
EPS	715	739	629	718	13.7	2.9
BPS	9,533	10,271	9,296	9,864	2.5	4.1

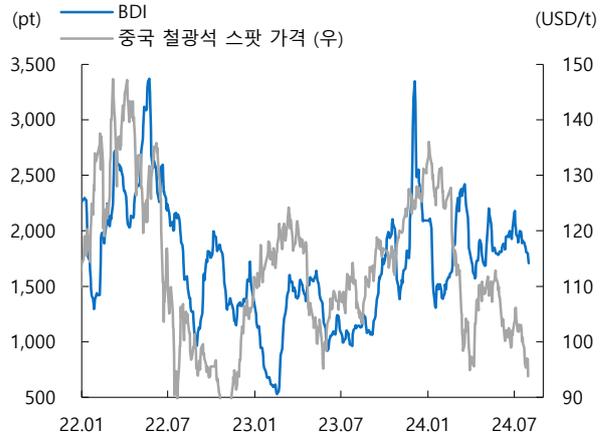
자료: 하이투자증권

그림1. BDI 추이



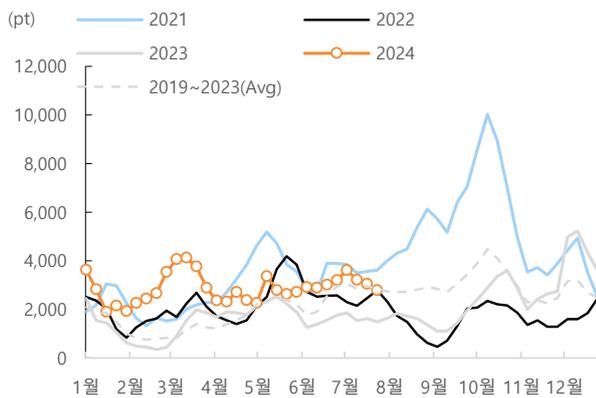
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림2. BDI와 중국 철광석 선물 가격 추이



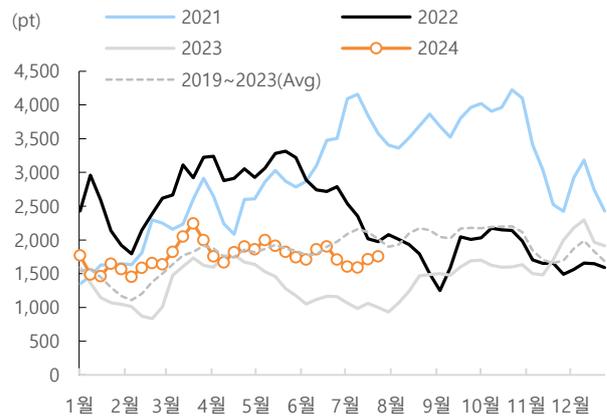
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림3. BCI(Baltic Capesize Index) 추이



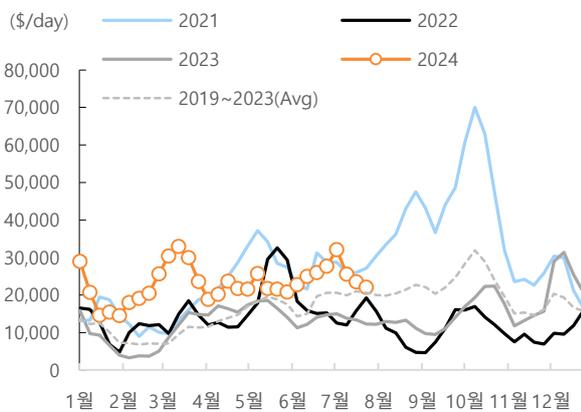
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림4. BPI(Baltic Panamax Index) 추이



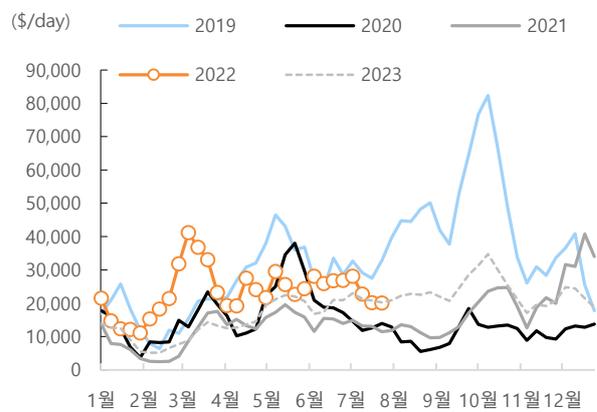
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

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



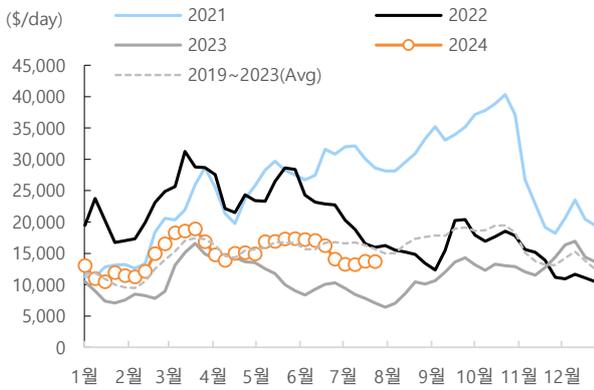
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

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



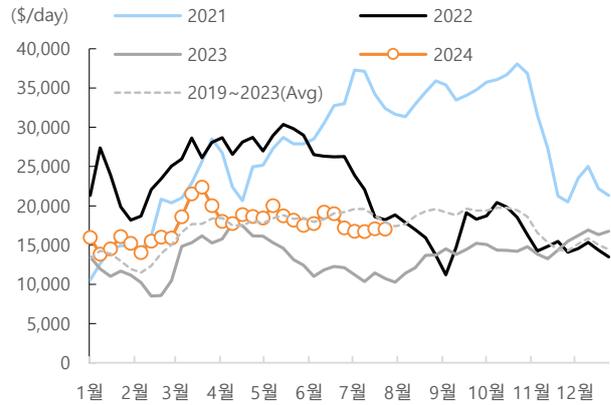
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림7. BPI(P3A, 미주 서안 - 동북아, 82,500mt)



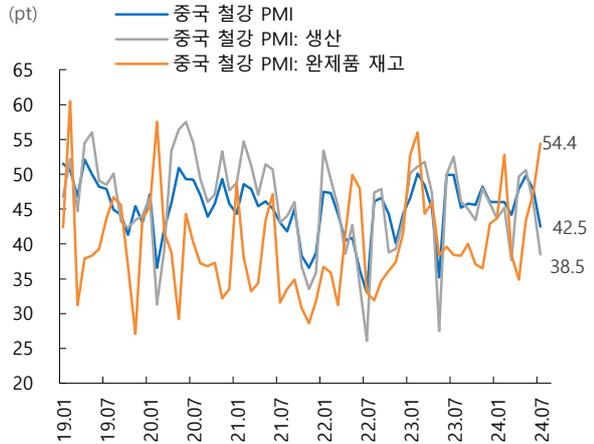
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림8. BPI(P6, 미주 동안 - 동북아, 82,500mt)



자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림1. 중국 철강 PMI(~2024년 7월)



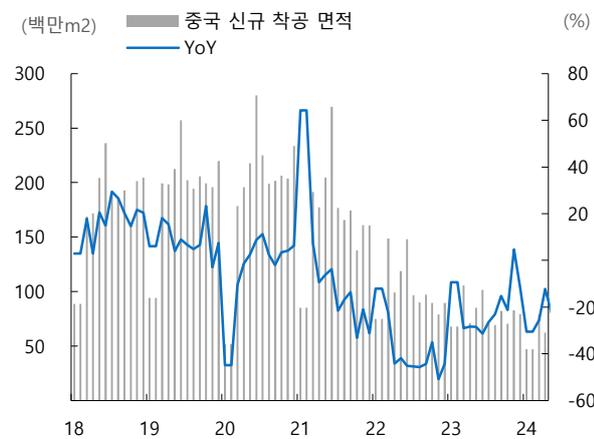
자료: WIND, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 중국 철광석 재고 추이



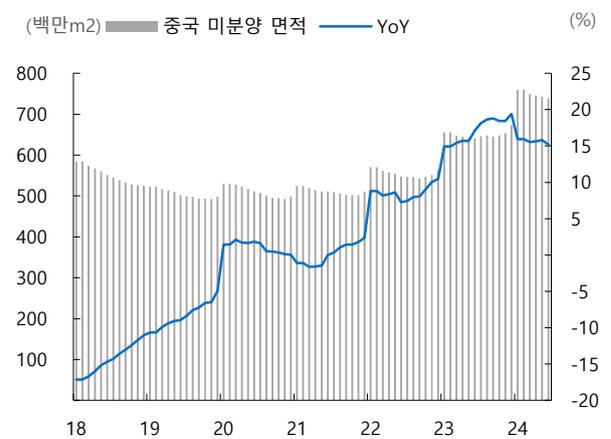
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 중국 부동산 신규 착공 면적(~2024년 6월)



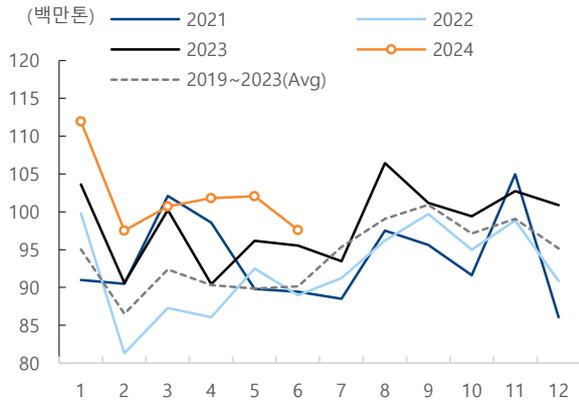
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 중국 부동산 미분양 면적(~2024년 6월)



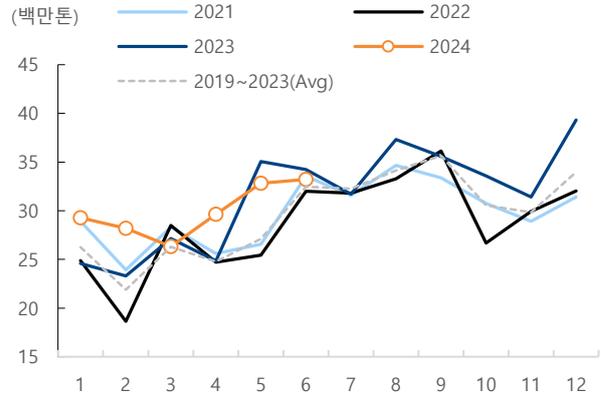
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 중국 철광석 수입량



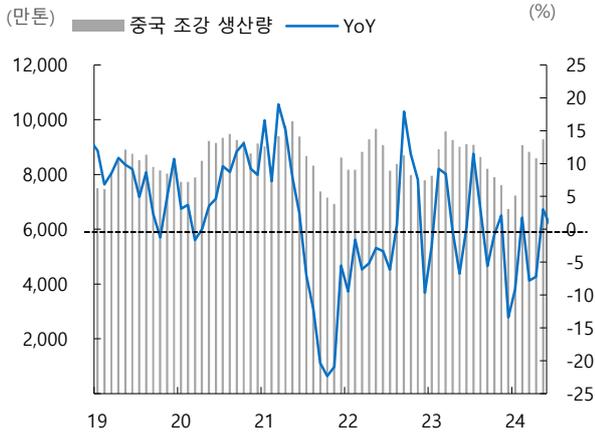
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 브라질 철광석 수출량 추이



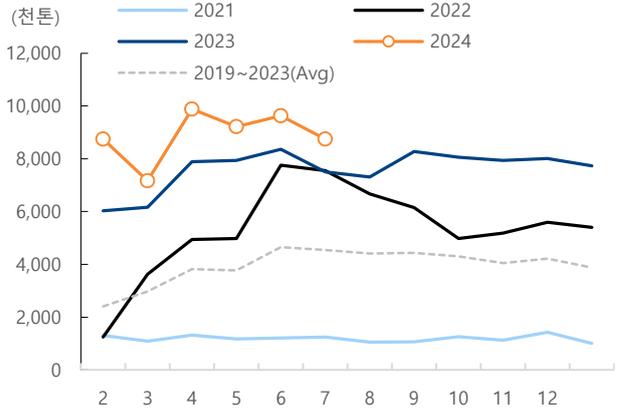
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 중국 조강 생산량 추이(~2024년 6월)



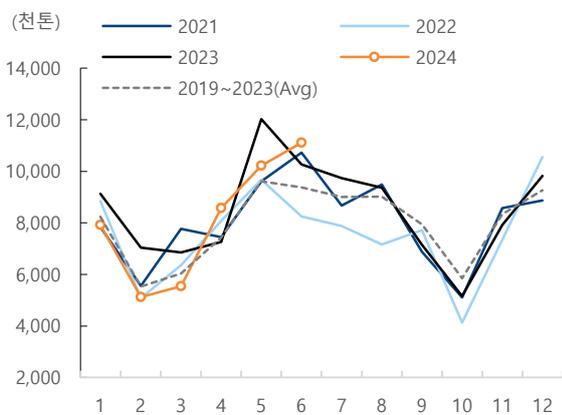
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 중국 철강재 수출량 추이



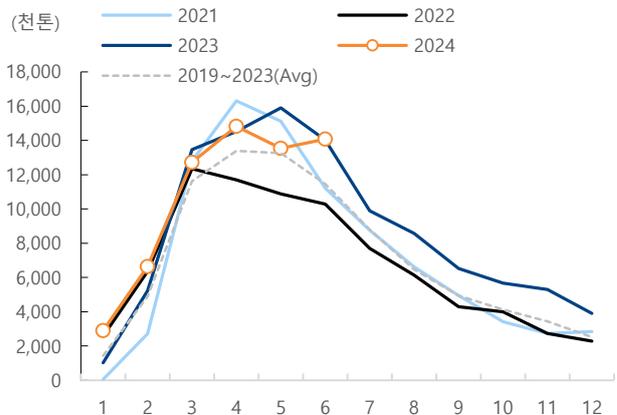
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 중국 대두 수입 추이



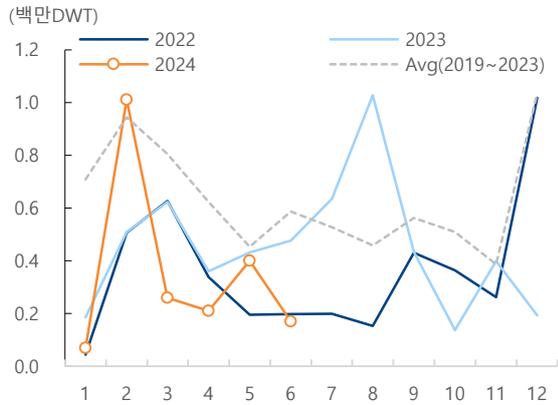
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 브라질 대두 수출 추이



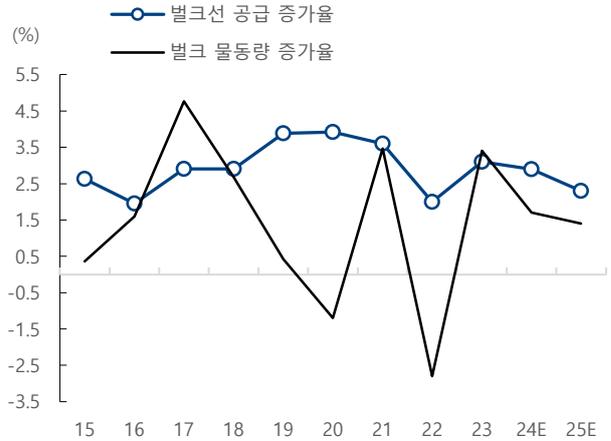
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 벌크선 해체량 추이



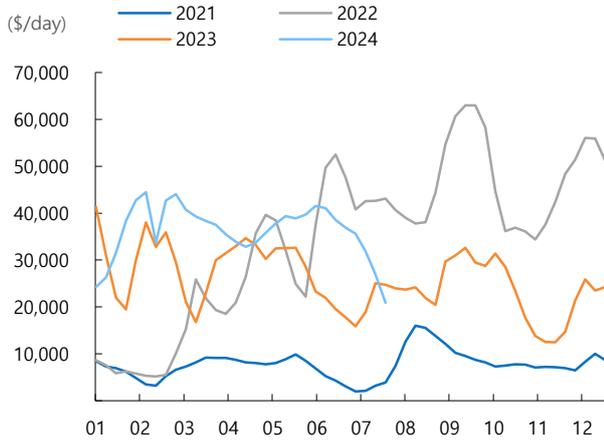
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 벌크 수요/공급 증가율 추이 및 전망



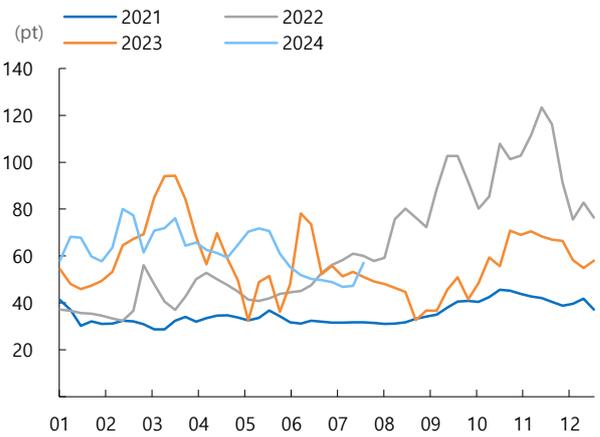
자료: CEIC, 하이투자증권 리서치본부

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



자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

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



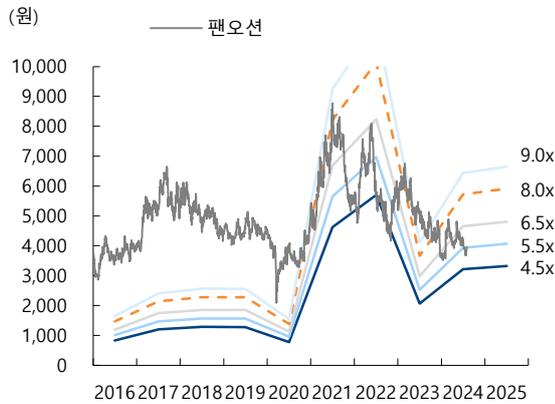
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

표1. 팬오션 목표주가 Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	비고
EPS (원)	173	1,028	1,267	458	715	739	
BPS (원)	5,250	6,728	8,404	8,817	9,533	10,271	
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	7.5	7.2	
적용 BPS (원)					9,902		12개월 선행 BPS
Target P/B (배)					0.60		최근 3년 P/B 중하단
<b>목표주가 (원)</b>					<b>5,800</b>		<b>Target P/E 8.0배</b>
전일 증가 (원)					3,960		
상승 여력					46.5		

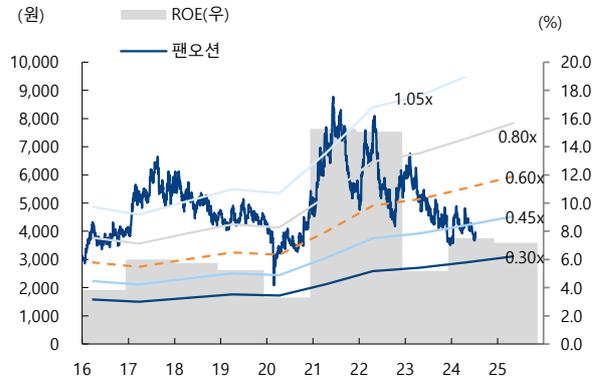
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림 11. 팬오션 P/E Band (Implied P/E 8.0x)



자료: 팬오션, 하이투자증권

그림 12. 팬오션 P/B Band (Implied P/B 0.60x)



자료: 팬오션, 하이투자증권

표2. 팬오션 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>주요 가정</b>											
BDI	1,000	1,330	1,189	2,039	1,832	1,854	1,888	1,901	1,389	1,869	2,006
YoY	-50.9	-47.2	-27.8	34.0	83.2	39.4	58.8	-6.8	-28.0	34.5	7.4
평균환율	1,276	1,315	1,313	1,310	1,329	1,371	1,350	1,320	1,303	1,343	1,300
YoY	5.8	4.4	-1.9	-3.6	4.2	4.3	2.8	0.8	1.0	3.0	-3.2
<b>실적 추정</b>											
<b>매출액</b>	<b>996</b>	<b>1,224.8</b>	<b>1,112</b>	<b>1,028</b>	<b>976</b>	<b>1,233</b>	<b>1,178</b>	<b>1,204</b>	<b>4,361</b>	<b>4,591</b>	<b>4,859</b>
YoY	-30.8	-28.9	-39.5	-27.6	-2.1	0.7	5.9	17.1	-32.1	5.3	5.8
<b>벌크</b>	<b>761</b>	<b>857</b>	<b>765</b>	<b>731</b>	<b>686</b>	<b>832</b>	<b>871</b>	<b>871</b>	<b>3,114</b>	<b>3,260</b>	<b>3,426</b>
YoY	-27.9	-34.0	-46.6	-29.6	-9.8	-3.0	13.8	19.2	-35.4	4.7	5.1
<b>컨테이너</b>	<b>98</b>	<b>97</b>	<b>84</b>	<b>87</b>	<b>80</b>	<b>94</b>	<b>92</b>	<b>90</b>	<b>366</b>	<b>356</b>	<b>374</b>
YoY	-22.1	-26.5	-35.6	-28.3	-18.1	-2.3	8.6	3.2	-28.2	-2.7	5.1
<b>탱커</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>98</b>	<b>92</b>	<b>90</b>	<b>88</b>	<b>343</b>	<b>368</b>	<b>364</b>
YoY	61.2	28.8	-1.3	-12.8	19.1	5.4	5.3	-0.1	12.1	7.3	-1.1
<b>기타</b>	<b>55</b>	<b>124</b>	<b>125</b>	<b>115</b>	<b>99</b>	<b>196</b>	<b>125</b>	<b>156</b>	<b>83</b>	<b>111</b>	<b>235</b>
YoY	-73.7	-44.9	-32.7	-29.0	79.7	58.0	-0.3	36.0	-51.8	33.6	112.0
<b>영업비용</b>	<b>884</b>	<b>1,100</b>	<b>1,032</b>	<b>959</b>	<b>877</b>	<b>1,096</b>	<b>1,058</b>	<b>1,081</b>	<b>3,975</b>	<b>4,113</b>	<b>4,396</b>
YoY	-30.5	-25.9	-36.0	-24.1	-0.7	-0.3	2.5	12.7	-29.4	3.5	6.9
<b>영업이익</b>	<b>113</b>	<b>125</b>	<b>79</b>	<b>69</b>	<b>98</b>	<b>137</b>	<b>120</b>	<b>123</b>	<b>386</b>	<b>478</b>	<b>462</b>
YoY	-33.4	-47.6	-64.6	-56.3	-12.8	9.5	50.5	79.1	-51.1	23.8	-3.2
<b>OPM(%)</b>	<b>11.3</b>	<b>10.2</b>	<b>7.1</b>	<b>6.7</b>	<b>10.1</b>	<b>11.1</b>	<b>10.2</b>	<b>10.2</b>	<b>8.8</b>	<b>10.4</b>	<b>9.5</b>
<b>벌크</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>55</b>	<b>45</b>	<b>54</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>87</b>	<b>243</b>	<b>312</b>	<b>316</b>
<b>컨테이너</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>9.1</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
<b>탱커</b>	<b>30</b>	<b>32</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>22</b>	<b>20</b>	<b>111.5</b>	<b>119</b>	<b>74</b>
<b>기타</b>	<b>4.0</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>58</b>
<b>영업외손익</b>	<b>1</b>	<b>-33</b>	<b>-55</b>	<b>-51</b>	<b>-37</b>	<b>-25</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>	<b>-137</b>	<b>-93</b>	<b>-67</b>
<b>세전이익</b>	<b>113</b>	<b>92</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>61</b>	<b>111</b>	<b>103</b>	<b>108</b>	<b>248</b>	<b>383</b>	<b>395</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>113</b>	<b>92</b>	<b>25</b>	<b>15</b>	<b>60</b>	<b>111</b>	<b>103</b>	<b>108</b>	<b>245</b>	<b>382</b>	<b>395</b>
<b>순이익률(%)</b>	<b>11.4</b>	<b>7.5</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>6.2</b>	<b>9.0</b>	<b>8.7</b>	<b>9.0</b>	<b>5.6</b>	<b>8.3</b>	<b>8.1</b>

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,757	1,982	2,062	1,955
현금 및 현금성자산	953	1,191	1,249	1,109
단기금융자산	8	10	9	9
매출채권	231	226	239	254
재고자산	119	140	145	151
비유동자산	6,097	6,559	7,056	7,561
유형자산	5,841	6,304	6,800	7,306
무형자산	11	13	15	18
자산총계	7,854	8,541	9,118	9,516
유동부채	1,294	1,437	1,467	1,445
매입채무	216	239	245	251
단기차입금	64	64	64	64
유동성장기부채	409	452	469	487
비유동부채	1,847	1,997	2,137	2,177
사채	-	-	-	-
장기차입금	118	218	208	198
부채총계	3,141	3,433	3,603	3,622
지배주주지분	4,713	5,108	5,514	5,894
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,638	1,975	2,325	2,648
기타자본항목	2	2	2	2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	4,713	5,108	5,514	5,894

현금흐름표				
(십억원)	2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	751	114	12	-85
당기순이익	245	382	395	368
유형자산감가상각비	-	-367	-351	-360
무형자산상각비	1	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-3	6	3	4
투자활동 현금흐름	-84	-168	-166	-166
유형자산의 처분(취득)	-313	-376	-376	-376
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0
금융상품의 증감	2	-2	0	0
재무활동 현금흐름	-470	98	-38	-38
단기금융부채의증감	-	4	2	2
장기금융부채의증감	-	100	-10	-10
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-80	-45	-45	-45
현금및현금성자산의증감	208	238	57	-139
기초현금및현금성자산	745	953	1,191	1,249
기말현금및현금성자산	953	1,191	1,249	1,109

포괄손익계산서				
(십억원,%)	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	4,361	4,591	4,859	4,983
증가율(%)	-32.1	5.3	5.8	2.6
매출원가	3,861	3,998	4,271	4,410
매출총이익	500	593	588	573
판매비와관리비	114	115	125	129
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	386	478	462	444
증가율(%)	-51.1	23.8	-3.2	-3.9
영업이익률(%)	8.8	10.4	9.5	8.9
이자수익	37	13	13	13
이자비용	123	76	76	76
지분법이익(손실)	-3	6	3	4
기타영업외손익	-60	-34	-12	-17
세전계속사업이익	248	383	395	368
법인세비용	3	0	-	-
세전계속이익률(%)	5.7	8.3	8.1	7.4
당기순이익	245	382	395	368
순이익률(%)	5.6	8.3	8.1	7.4
지배주주귀속 순이익	245	382	395	368
기타포괄이익	56	56	56	56
총포괄이익	301	438	451	424
지배주주귀속총포괄이익	301	438	451	424

주요투자지표				
	2023E	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	458	715	739	689
BPS	8,817	9,882	10,621	11,310
CFPS	460	29	83	16
DPS	85	100	100	100
Valuation(배)				
PER	4.5	5.5	5.4	5.7
PBR	0.7	0.4	0.4	0.4
PCR	8.9	137.3	47.7	251.0
EV/EBITDA	2.2	2.0	1.8	2.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.2	7.8	7.4	6.5
EBITDA이익률	20.1	2.4	2.3	1.7
부채비율	66.6	67.2	65.3	61.4
순부채비율	-7.8	-9.1	-9.4	-6.3
매출채권회전율(x)	17.2	20.1	20.9	20.2
재고자산회전율(x)	35.1	35.5	34.2	33.7

자료 : 팬오션, 하이투자증권 리서치본부

팬오션 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-25	Buy	7,300	-30.9%	-25.1%
2023-08-14	Buy	7,000	-36.2%	-26.9%
2023-11-13	Buy	6,400	-35.3%	-23.6%
2024-08-02	Buy	5,800		



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.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목추천투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%