

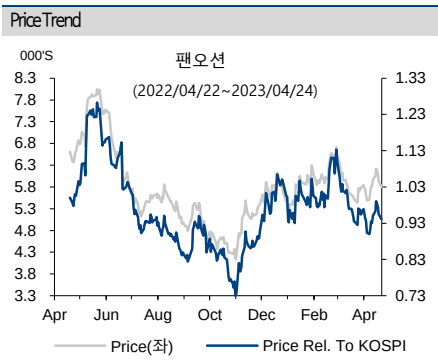
팬오션(028670)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	7,300원(신규)
증가(2023/04/24)	5,840원
상승여력	25.0 %

Stock Indicator	
자본금	535십억원
발행주식수	53,457만주
시가총액	3,122십억원
외국인지분율	15.0%
52주 주가	4,180~8,090원
60일평균거래량	2,818,517주
60일평균거래대금	17.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	-1.8	28.1	-12.2
상대수익률	0.9	-7.2	15.2	-5.5



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	6,420	5,601	6,014	6,042
영업이익(십억원)	790	568	658	793
순이익(십억원)	677	507	582	719
EPS(원)	1,267	948	1,089	1,345
BPS(원)	8,404	9,255	9,906	10,813
PER(배)	4.5	6.2	5.4	4.3
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	16.7	10.7	11.4	13.0
배당수익률(%)	2.6	2.6	2.6	2.6
EV/EBITDA(배)	3.6	3.9	3.4	2.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[건설/리츠/운송] 배세호
(2122-9178) seho.bae@hi-ib.com

편안한 시황 속 적극적 플레이

중장기적으로 우호적인 벌크 시황 기대

벌크 선대 공급 증가율과 환경규제, 그리고 물동량 증가율을 고려 시 중장기적으로 벌크 시황은 팬오션에게 유리한 업황이 이어질 것으로 예상된다. 벌크선 공급 증가율, 수요 증가율은 2024년까지 타이트하게 유지될 것으로 예상된다. EEXI, CII 환경규제에 따라 폐선량이 평년 대비 높아질 것으로 예상(2023년, 2024년 합산 2022년 말 선대의 3.1%)되고, 지난 2년간 신규 발주량도 크게 늘어나지 않았다. 이에 2023, 2024년 선대 증가율은 1.6%, 1.7% 수준이 예상된다. 반면 글로벌 물동량은 각각 1.8%, 1.3%가 예상된다. 또한 EEXI(선박에너지효율지수) 및 CII(탄소집약도지수) 규제는 일부 선속을 감속하는 효과를 발생시켜 실제로 공급 증가율을 더욱 낮출 여지가 있다.

또한 중국 리오프닝에 따른 모멘텀도 기대할 수 있다. 산업 생산, 부동산 투자 등의 지표 개선이 예상된다. 2022년 3월 기준 중국 매크로 지표는 아직 큰 반등을 보여주지 못하지만, 중국 공산당의 추가 경기 부양 정책 등 기대할 수 있는 요인이 많다.

2023년 영업이익 5,677억원(-27.6% YoY) 예상

팬오션의 2023년 매출액과 영업이익은 각각 1.5조원(-21.2% YoY), 5,677억원(-27.6% YoY)이 예상된다. 전년대비 영업이익이 감소하는 것은 BDI의 레벨이 전년대비 하락(2023년 1,443pt, -21.2% YoY 가정)한 것에 따라 시황에 노출되는 용선의 수익성이 전년대비 하락할 것으로 예상되기 때문이다. 다만 하반기 갈수록 중국의 매크로 지표 반등이 기대됨에 따라 BDI 추정은 추후 조정될 여지가 있다.

2021~2022년 비경상적으로 높은 운임을 기록했던 컨테이너, 유조선 부문 운임이 정상화되며 컨테이너, 유조선 부문의 전년대비 영업이익의 감소가 예상된다(합산 영업이익 957억원, -60.9% YoY).

투자이견 Buy, 목표주가 7,300원으로 커버리지 개선

팬오션에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 7,300원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가 7,100원은 12개월 선행 BPS 9,715원에 Target P/B 0.75배를 적용했다. 팬오션의 주요 투자 포인트는 다음과 같다. ① 장기운송계약(CVC)을 기반한 안정적인 영업이익과 더불어 벌크 시황 변동에 따른 유연한 용선 운용으로 실적의 업사이드가 열려 있다. ② 중장기적으로 벌크선사에게 우호적인 시황이 지속될 것으로 예상된다. ③ 중국 매크로 지표 반등 시 큰 수혜를 입을 수 있다.

선대 증가율을 고려 시 중장기적 시황도 안정적일 듯

벌크 선대 공급 증가율과 환경규제, 그리고 물동량 증가율을 고려 시 중장기적으로 벌크 시황은 팬오션에게 유리한 업황이 이어질 것으로 예상된다.

2023 년, 2024 년 벌크선의 공급 증가율은 각각 1.6%, 1.7%을 예상한다. 코로나 팬데믹에 따른 운임 급등으로 2021 년 발주가 평년대비 늘어났지만(5,167 만 dwt, +109% YoY), 2022 년 다시 평년 수준으로 돌아왔고(2,581 만 dwt, -50.0% YoY), EEXI, CII 등 환경 규제에 따라 노후 벌크선 해체량이 늘어날 것으로 예상되는 것을 감안했다(2023 년, 2024 년 합산 2022 년말 선복량 대비 3.1%)

Clarkson 이 예상하는 2023 년, 2024 년 벌크 물동량 증가율은 각각 1.8%, 1.3%로 예상 공급 증가율과 유사한 수준이다. 이에 중장기적인 벌크 시황도 선사에게 안정적으로 유지될 것으로 전망한다.

또한 EEXI(선박에너지효율지수) 및 CII(탄소집약도지수) 규제는 일부 선속을 감속하는 효과를 발생시킬 수 있다. EEXI 는 1999~2009 년까지 건조된 선박의 에너지효율을 기준 대비 2024 년까지 20%, 2025 년 이후부터 30% 감축해야 한다. EEXI 통과하기 위해 일부 선박에 대해 선속을 제한하는 장치를 부착할 수 있다. EEXI 규제는 2023 년부터 시행됐다. CCI 규제는 에너지효율을 2023 년 5%, 2024 년 7%, 2025 년 7% 순차적으로 개선시켜야하며 사후 규제로 2023 년 감축률은 운항 정보를 바탕으로 2024 년에 확정한다. 만약 1 년 이상 E 등급, 3 년 연속 D 등급을 받을 시 운항이 제한된다.

에너지 규제로 벌크선 해체량이 실제로 크게 늘어나지 않더라도, 감속을 통해 선대 감소 효과가 일정 부분 있을 것으로 예상된다.

그림1. 벌크선 공급 증가율 및 수요 증가율 추이 및 전망

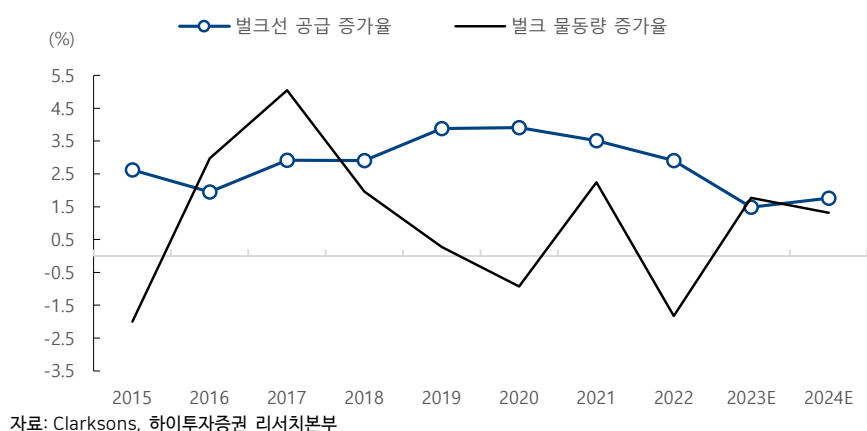
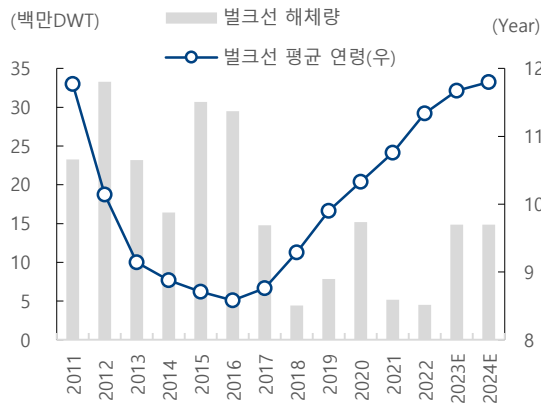
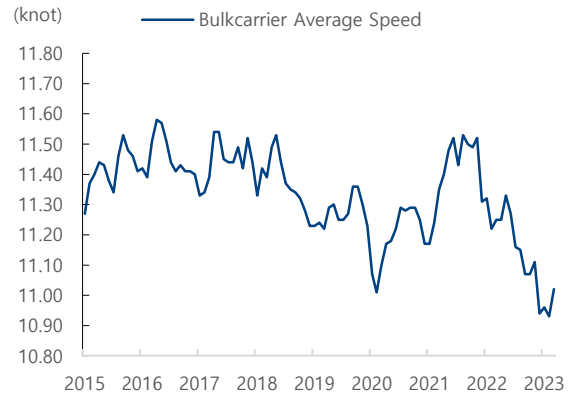


그림2. 벌크선 평균 연령과 해체율 추이



자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 벌크선의 선속 추이



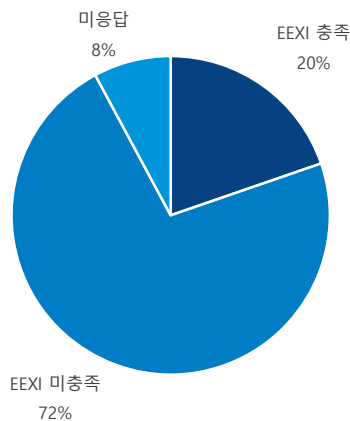
자료: Clarksons, 하이투자증권 리서치본부

표1. EEXI, CII 규제

규제	내용	대응 방안
EEXI(Energy Efficiency Existing Ship Index)	- EEXI란 400GT 이상 선박 1톤 화물을 1마일 운송하는 데 배출되는 이산화탄소량을 계산한 값 - 규제는 1999~2009년 건조된 선박의 에너지효율 기준값 대비 20% 감축(2023년) - 2025년 이후부터는 30% 감축	- 저속 운항 - 친환경 선박 인도
CII(Carbon Intensity Indicator)	- CII는 선박의 5천톤 이상 선박의 1년간의 운항 정보를 바탕으로 선박효율을 계산, CO2 배출량/용량 x 이동 거리 - A(매우 우수)~E(열위)까지 등급 산출, 3년연속 D등급 혹은 1년 이상 E등급은 별도의 조치 이전까지 운항 제한 - 감축률은 2023년 5%, 2025년 9%, 2026년 11%	- 친환경 연료 사용 확대 - 노후선 폐선

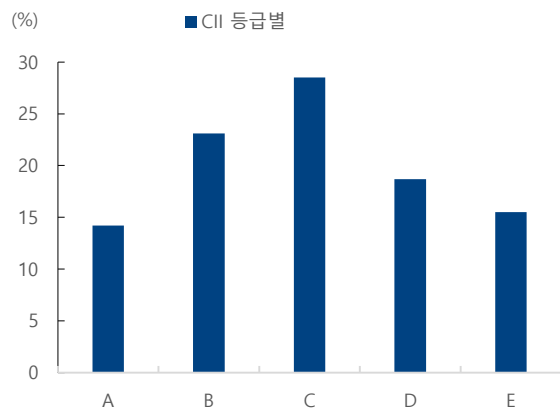
자료: KMI, 하이투자증권 리서치센터

그림4. 국내 국적선사 EEXI 규제 충족 현황(2020년)



자료: 해양수산부, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 국내 국적선사 CII 규제 현황(2020년)



자료: 해양수산부, 하이투자증권 리서치본부

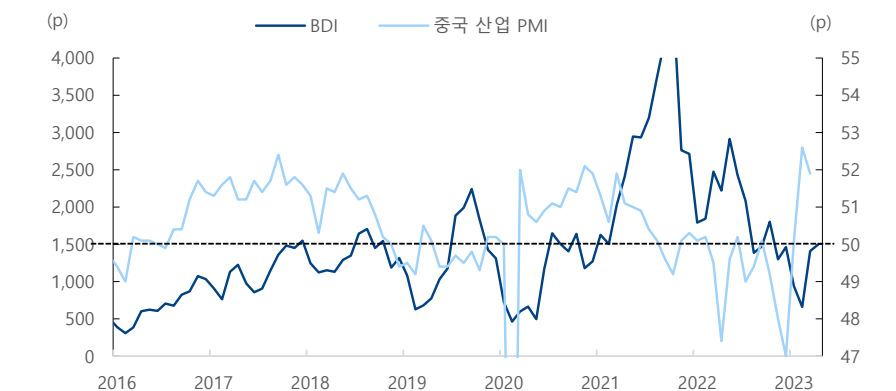
중국 매크로 지표 턴어라운드 시 큰 수혜

팬오션의 주요 벌크 화물 철광석, 석탄 물동량 등은 중국 매크로 지표에 민감하다. 2023 년 드라이벌크 시장은 중국의 산업 생산이 얼마나 정상화되는지 여부에 달려 있다. 중국이 드라이벌크 시장에서 가장 큰 볼륨을 가진 국가로 항상 그 중요성이 부각되어왔지만 2023 년은 특히 중국의 리오프닝과 관련하여 철광석, 석탄 등 벌크 물동량의 변동성이 매우 클 것으로 예상되어, 어느 해 보다 의존도가 클 것으로 보인다.

2023 년 3 월 기준 철강 생산에 직접적인 영향을 미치는 부동산 지표가 반등하지 못하고 있다. 2023 년 3 월 중국의 부동산 투자액은 전년동월대비 7.2% 감소했고, 신규 착공 면적도 전년동월대비 19% 감소했다. 다만 중국 공산당이 경제 성장을 올해 최우선 과제로 꼽은 만큼 향후 추가적인 부동산 규제 완화 정책을 제시할 가능성이 높다. 추가적인 정책과 이에 따른 철강 수요 확대를 기대할 수 있다.

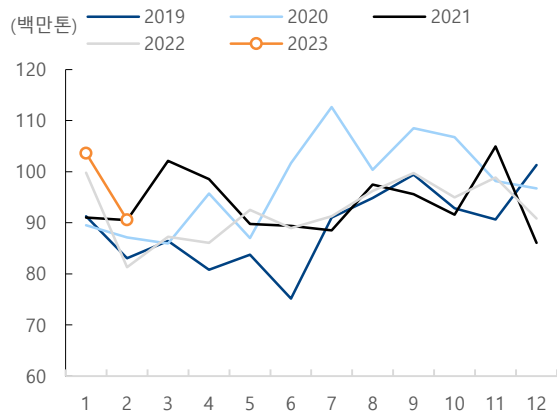
2021~2022 년초 BDI 급등으로 용선을 통해 적극적으로 선대를 늘렸던 팬오션은 2022 년 하반기부터 용선 대수를 줄이기 시작했다(2022 년말 233 대, 연초대비 -30 대). 향후 중국 매크로 지표 호조 시 팬오션 특유의 능동적인 대응으로 적극적인 선대 확장을 기대할 수 있다.

그림6. 중국 PMI, BDI 추이



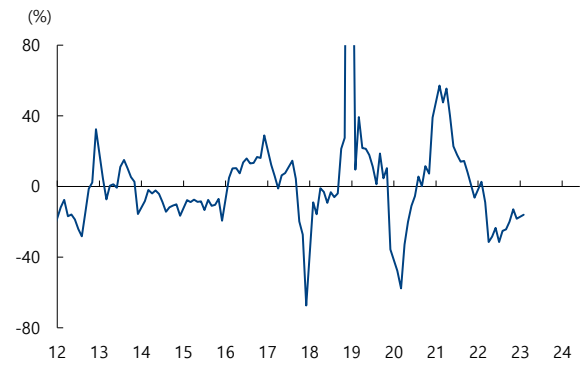
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림7. 중국 철광석 수입



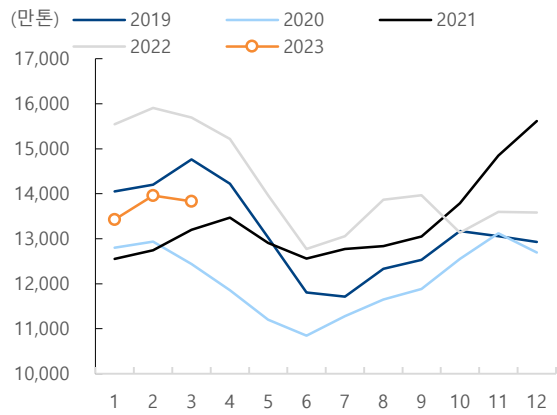
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림8. 중국 철강 재고 순환 지표



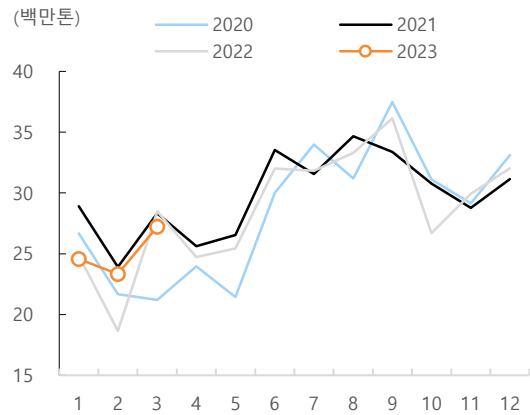
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림9. 중국 철광석 항만재고



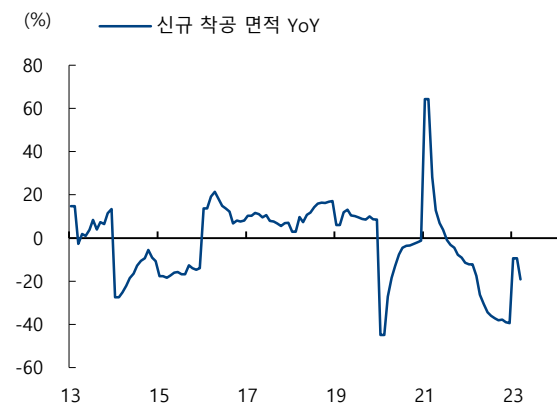
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림10. 브라질 철광석 수출



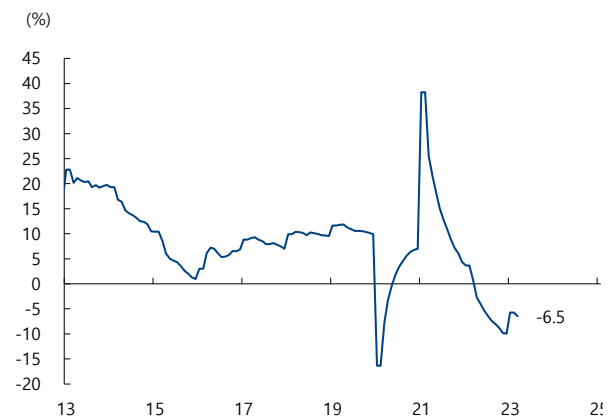
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림11. 중국 신규 착공 면적(YoY)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림12. 중국 부동산 투자(YoY)



자료: Bloomberg, 하이투자증권

Valuation

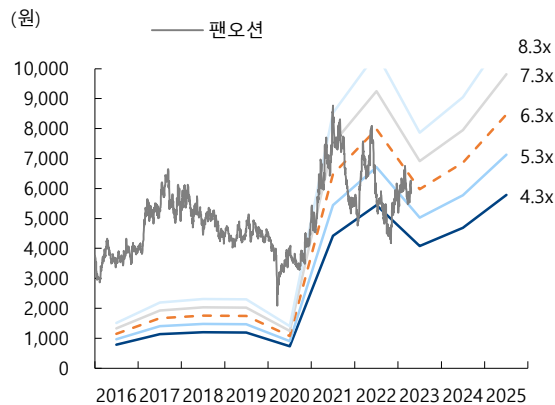
팬오션에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 7,300 원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가 7,300 원은 12개월 선행 BPS 9,715 원에 Target P/B 0.75 배를 적용했다. Target P/B 0.75 배는 팬오션이 2021~2022년 부여받았던 평균 P/B 0.83 배에서 10% 할인한 것이다. 2021~2022년은 벌크 시장 호조로 팬오션이 적극적인 선대를 늘려 이익을 극대화했던 시기로, 2023~2024년도 벌크선사에 우호적인 상황이라고 판단하나 BDI의 레벨이 과거 대비 내려온 점을 감안했다.

표2. 목표주가 산정

(원, 배)	Valuation	비고
12M fwd BPS (a)	9,715	12M fwd ROE 6.0%
적용 P/B (b)	0.83	2021~2022년 P/B 평균
할인율 (c)	10%	
Target P/B (d)	0.75	(b) x [1-(c)], Target P/E 6.3배
목표주가	7,300	(a) x (d)
현재주가	5,840	2023년 4월 24일 종가
상승여력	25.0	

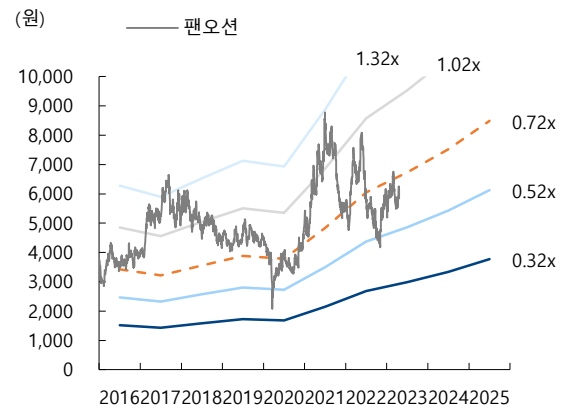
자료: 하이투자증권

그림13. 팬오션 P/E Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

그림14. 팬오션 P/B Band



자료: Quantwise, 하이투자증권

표3. 팬오션 영업실적 및 추이

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
주요 가정											
BDI	1,939	2,403	1,540	1,444	1,020	1,416	1,760	1,575	1,832	1,443	1,516
YoY	12.4	-20.2	-63.3	-50.5	-47.4	-41.1	14.3	9.1	-38.2	-21.2	5.1
평균환율	1,205.1	1,259.7	1,339.0	1,358.8	1,275.5	1,250.0	1,230.0	1,200.0	1,290.7	1,238.9	1,190.0
YoY	8.2	12.4	15.5	14.8	5.8	-0.8	-8.1	-11.7	12.8	-4.0	-3.9
실적 추정											
매출액	1,441	1,722	1,837	1,421	1,287	1,285	1,443	1,587	6,420	5,601	6,014
YoY	111.9	52.4	38.3	-3.9	-10.7	-25.4	-21.5	11.7	39.1	-12.8	7.4
벌크	1,055	1,298	1,432	1,038	962	962	1,108	1,250	4,824	4,282	4,606
YoY	114.5	60.8	34.9	-14.1	-8.8	-25.9	-22.6	20.5	35.2	-11.2	7.6
컨테이너	126	131	131	121	96	81	82	88	509	347	357
YoY	69.9	63.9	48.3	9.4	-23.8	-38.4	-37.5	-27.1	44.2	-31.9	2.8
탱커	51	67	87	100	75	77	79	80	306	311	336
YoY	92.6	119.6	135.3	118.4	47.1	13.9	-9.4	-20.6	118.2	1.5	8.3
기타	209	225	186	161	154	165	174	168	172	63	112
YoY	138.6	6.2	32.3	42.3	-26.2	-26.4	-6.7	4.2	83.5	-63.1	77.5
영업비용	1,274	1,484	1,615	1,263	1,186	1,153	1,284	1,410	5,636	5,033	5,356
YoY	101.6	45.7	42.0	0.4	-6.8	-22.3	-20.5	11.6	39.3	-10.7	6.4
영업이익	167	238	221	157	101	132	158	177	784	568	658
YoY	247.3	114.0	16.2	-28.4	-39.9	-44.5	-28.4	12.2	37.6	-27.6	15.9
OPM(%)	11.6	13.8	12.0	11.1	7.8	10.3	11.0	11.1	12.2	10.1	10.9
벌크	124	179	147	93	73	104	139	160	542	477	611
컨테이너	34	40	38	27	10	10	8	9	138	36	36
탱커	7	21	36	43	19	19	12	10	107	59	17
기타	2	-1	1	-5	-1	-1	-1	-1	-3	-5	-6
영업외손익	-4	-13	-53	-26	-25	-9	-15	-12	-96	-61	-75
세전이익	163	225	168	132	75	123	144	165	688	507	582
지배주주순이익	163	225	167	123	75	123	144	165	677	507	582
순이익률(%)	11.3	13.1	9.1	8.6	5.8	9.6	10.0	10.4	10.5	9.0	9.7

자료: Dart, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,834	1,804	1,733	1,751
현금 및 현금성자산	745	711	619	625
단기금융자산	10	12	11	11
매출채권	275	336	352	350
재고자산	129	144	147	143
비유동자산	5,715	6,149	6,567	7,023
유형자산	5,444	5,866	6,271	6,714
무형자산	7	6	5	4
자산총계	7,549	7,953	8,301	8,774
유동부채	1,227	1,171	1,165	1,149
매입채무	242	260	264	260
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	321	298	285	275
비유동부채	1,830	1,835	1,840	1,845
사채	113	113	113	113
장기차입금	141	146	151	156
부채총계	3,056	3,006	3,005	2,993
지배주주지분	4,493	4,947	5,296	5,781
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,901	2,216	2,668
기타자본항목	2	2	2	2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	4,493	4,947	5,296	5,781

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	6,420	5,601	6,014	6,042
증가율(%)	39.1	-12.8	7.4	0.5
매출원가	5,520	4,925	5,238	5,134
매출총이익	900	676	776	908
판매비와관리비	110	109	118	115
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	790	568	658	793
증가율(%)	37.8	-28.1	15.9	20.5
영업이익률(%)	12.3	10.1	10.9	13.1
이자수익	13	13	13	13
이자비용	76	76	76	76
지분법이익(손실)	19	18	19	19
기타영업외손익	-67	-27	-31	-30
세전계속사업이익	688	507	582	719
법인세비용	11	-	-	-
세전계속이익률(%)	10.7	9.0	9.7	11.9
당기순이익	677	507	582	719
순이익률(%)	10.5	9.0	9.7	11.9
지배주주귀속 순이익	677	507	582	719
기타포괄이익	273	24	34	34
총포괄이익	950	531	617	753
지배주주귀속총포괄이익	950	531	617	753

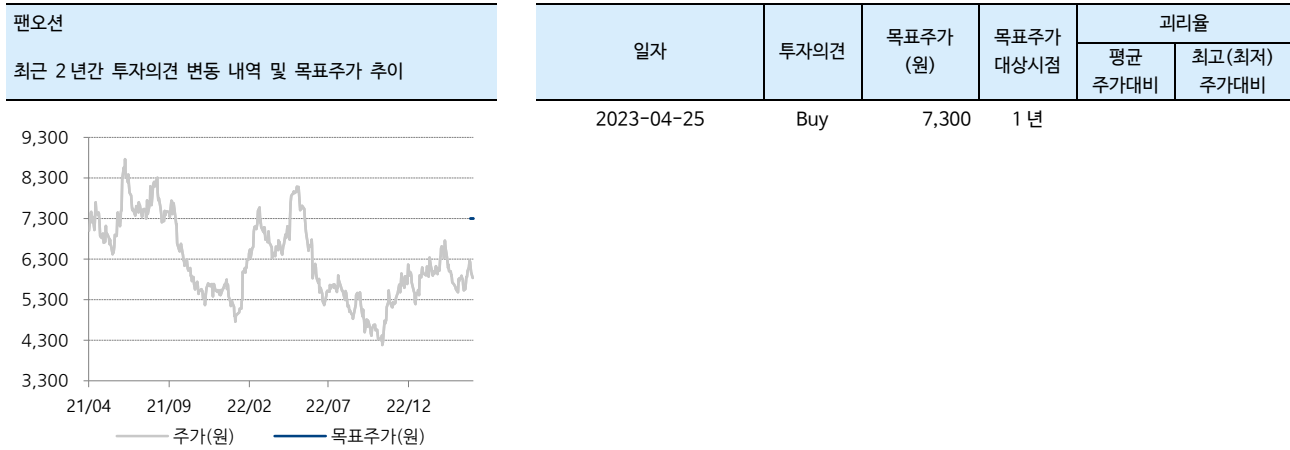
현금흐름표

(단위:십억원)	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	1,411	163	36	364
당기순이익	677	507	582	719
유형자산감가상각비	-	-346	-379	-366
무형자산상각비	1	-	-	-
지분법관련손실(이익)	19	18	19	19
투자활동 현금흐름	-577	-263	-259	-260
유형자산의 처분(취득)	-345	-76	-76	-76
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0
금융상품의 증감	1	-2	1	0
재무활동 현금흐름	-643	-98	-88	-273
단기금융부채의증감	-	-2	-1	-1
장기금융부채의증감	-	5	5	5
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-53	-80	-80	-80
현금및현금성자산의증감	223	-33	-92	6
기초현금및현금성자산	522	745	711	619
기말현금및현금성자산	745	711	619	625

주요투자지표

	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)				
EPS	1,267	948	1,089	1,345
BPS	8,404	9,255	9,906	10,813
CFPS	1,268	301	380	660
DPS	150	150	150	150
Valuation(배)				
PER	4.5	6.2	5.4	4.3
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	4.5	19.4	15.4	8.9
EV/EBITDA	3.6	3.9	3.4	2.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.7	10.7	11.4	13.0
EBITDA 이익률	12.3	4.0	4.6	7.1
부채비율	68.0	60.8	56.7	51.8
순부채비율	-4.0	-3.4	-1.5	-1.6
매출채권회전율(x)	24.4	18.3	17.5	17.2
재고자산회전율(x)	54.1	41.0	41.3	41.6

자료 : 팬오션, 하이투자증권 리서치본부



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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.

(작성자 : 배세호)

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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자 의견은 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

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2023-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율 (%)	97.3%	2.7%	-

