

2022. 1. 27



▲ **운송**
Analyst **배기연**
02. 6454-4879
kiyeon.bae@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **6,500 원**

현재주가 (1.26) **4,900 원**

상승여력 **32.7%**

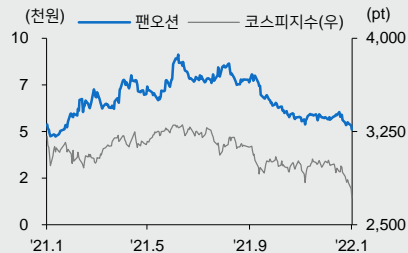
KOSPI	2,709.24pt
시가총액	26,194억원
발행주식수	53,457만주
유동주식비율	45.20%
외국인비중	11.50%
52주 최고/최저가	8,770원/4,535원
평균거래대금	162.6억원

주요주주(%)

하림지주 외 13 인	54.77
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.6	-34.2	-1.1
상대주가	-1.7	-21.7	14.6

주가그래프



팬오션 028670

4Q21 실적 VS 1Q22 BDI

- ✓ 4분기 영업이익은 2,021억원(+235.8% YoY)으로 추정하며 2008년 이후 최대 실적
- ✓ BDI가 11,793.0p까지 치솟았던 2007~08년 대비 4분기 3,497.8p의 BDI로도 동일한 수익성을 기록한 배경에는 경제적인 비용으로 협상한 용선 선대 운용 효과 때문임
- ✓ 2022년 1월 현재 계절적인 영향이 반영되며 BDI는 2021년말 대비 39.4% 하락
- ✓ 춘절 이후 BDI 회복 여부가 중요. 1분기 BDI 약세를 반영하여 적정주가는 6,500원으로 하향조정함

2008년 이후 최대의 분기 실적

4분기 영업이익은 2,021억원(+235.8% YoY)으로 추정하며 BDI가 11,793p까지 치솟던 2007~08년 이후 최대 분기 실적을 기록할 전망이다. 4분기 BDI는 3,497.8p로 29.6% 수준의 가격으로도 동일한 수준의 수익성을 기록하는 배경에는 경제적 비용의 용선 선대를 선제적으로 확보한 전략 때문이다. 2019년 4분기 81척의 용선 선대 규모를 약 180척까지 확대한 상황이고, 용선료를 BDI로 환산하면 2,000p이다. 스팟 BDI가 2,000p가 넘으면 BEP 실현이 가능한 원가구조이다.

춘절을 앞두고 BDI 급락은 계절적 요인. 경험적인 회복을 기대

BDI가 2021년말 이후 39.4% 하락하고 있으나 계절적 요인이라고 판단하며 구조적 하락으로 치부하기에는 이른 시기이다. 석탄, 철광석 등 주요 벌크 원자재 수입국인 중국의 춘절은 매년 BDI 하락의 원인이었다. 다만, BDI는 춘절 이후 원자재 수출입 국가간 교역이 재개되며 2017~21년 간 단순 평균 45.9%의 회복을 경험한 바 있다. 1분기 이후 BEP 레벨인 BDI 2,000p로 회복은 가능한 수준이다.

1분기 BDI약세로 적정주가는 6,500원으로 하향조정. 투자의견 Buy 유지

예상치를 하회하는 1월 BDI 수준으로 인해 2022년 BPS 추정치를 6.9% 하향 조정했다. 전세계 peer그룹의 평균 PBR 0.9배 적용하여 적정주가를 6,500원으로 하향 조정한다. 춘절 이후 중국 등 주요 원자재 수출입 국가들의 교역 재개로 BDI 반등은 가능하다고 판단하며 2~4분기 BDI에 대한 기존 추정치는 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,467.9	210.0	151.9	284	-0.6	5,400	16.0	0.8	8.3	5.5	53.6
2020	2,497.2	225.2	92.5	173	-38.6	5,250	29.0	1.0	8.6	3.3	66.0
2021E	4,306.8	554.3	518.0	969	471.0	6,661	5.6	0.8	7.0	16.3	70.3
2022E	3,797.8	353.3	313.4	586	-39.5	7,197	8.4	0.7	6.0	8.5	46.8
2023E	3,457.1	264.7	218.0	408	-30.4	7,555	12.0	0.6	6.5	5.5	32.5

표1 팬오션의 4Q21 Preview

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,168.7	620.5	88.3	1,328.2	-12.0	1,285.1	-9.1%
영업이익	202.1	60.2	235.8	191.3	5.6	189.5	6.6%
세전이익	193.9	-13.4	흑자전환	179.6	7.9	163.4	18.7%
당기순이익	193.2	-13.6	흑자전환	179.0	7.9	191.1	1.1%
지배주주순이익	193.2	-13.7	흑자전환	179.0	7.9	178.3	8.4%

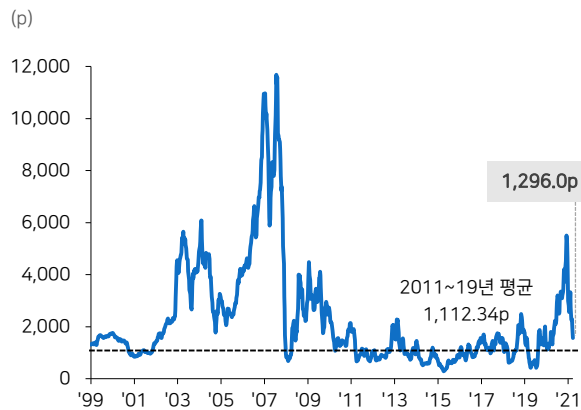
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

표2 BDI 춘절 전후 BDI는 V자 움직임

(지수)	2017	2018	2019	2020	2021	2022
춘절-2M 대비 상승률	-30.2%	-10.9%	-54.2%	-58.8%	6.3%	-57.6%
춘절-1M 대비 상승률	-13.9%	-24.6%	-50.1%	-48.9%	-28.5%	-39.4%
춘절 당시 BDI	827.0	1,221.0	629.0	557.0	1,313.0	1,343.0
춘절+1M 이후 상승률	6.2%	-10.8%	4.5%	-8.8%	51.0%	8.4% 추정
춘절+2M 이후 상승률	61.2%	-7.0%	13.5%	8.3%	63.4%	27.9% 추정
춘절+3M 이후 상승률	37.1%	-16.1%	48.8%	20.6%	139.1%	45.9% 추정

자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림1 벌크선 운임 추이



주: 2022년 1월 26일 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 컨테이너, 탱커 운임 추이



주: 2022년 1월 21일 기준
자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

표3 Global Peer Group의 Valuation 비교

	PER(배)			PBR(배)			ROE(%)		
	20	21E	22E	20	21E	22E	20	21E	22E
팬오션	29.0	5.6	8.4	1.0	0.8	0.7	3.3	16.3	8.5
Star Bulk Carriers	5.0	3.3	3.9	1.1	1.1	1.0	23.8	35.8	31.5
Navios Maritime Partners	1.1	1.6	1.2	0.4	-	-	29.6	-	-
Genco Shipping	6.9	3.4	3.3	0.7	0.7	2.5	3.1	22.2	24.9
Golden Ocean Group	4.7	3.3	3.9	0.8	0.8	0.8	21.5	30.4	21.0
Pacific Basin	10.6	2.7	2.6	1.5	1.2	1.0	15.3	52.1	46.4
업종평균	5.7	2.9	3.0	0.9	0.9	0.9	18.7	29.5	25.8

주: 아웃라이어는 평균에서 제외
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 팬오션 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E	2023E
BDI(Index)	591.6	783.5	1,521.6	1,361.5	1,738.8	2,792.5	3,732.1	3,497.8	1,500.0	2,206.6	2,220.8	2,314.0	1,064.5	2,940.3	2,060.4	2,270.8
SCFI추정치 (Index)	931.1	897.4	1,208.8	1,974.8	2,780.1	3,259.2	4,289.1	4,691.6	4,101.6	3,650.4	3,153.2	2,655.8	1,253.0	3,755.0	3,390.3	1,610.0
VLCC 1년 용선료 (천달러/일)	43.3	56.0	34.9	25.0	23.5	22.0	23.6	20.9	19.0	17.8	20.0	20.4	39.8	22.5	19.3	20.9
WTI(달러/배럴)	45.6	27.9	40.9	42.6	58.1	66.2	70.5	77.2	82.0	85.0	80.0	78.0	39.3	68.0	81.3	76.0
원/달러 환율	1,193.6	1,220.8	1,188.5	1,117.6	1,114.1	1,121.2	1,157.4	1,173.0	1,195.0	1,190.0	1,170.0	1,150.0	1,180.1	1,141.4	1,176.3	1,140.0
매출액	558.8	683.4	634.4	620.5	679.9	1,129.9	1,328.2	1,168.7	854.4	1,054.9	987.7	900.8	2,497.2	4,306.8	3,797.8	3,457.1
벌크선 연결조정액 반영 전	432.5	414.1	438.2	473.3	491.8	807.3	1,062.2	829.8	563.0	660.1	651.0	652.5	1,758.0	3,191.1	2,526.6	2,564.1
벌크선 연결조정액 반영 후_IR	389.9	352.2	356.7	415.3	439.9	736.8	991.1	791.1	528.6	615.0	604.1	614.7	1,514.1	2,958.9	2,362.5	2,401.6
컨테이너선	55.8	68.0	57.3	65.6	74.0	80.2	88.3	210.1	213.8	208.5	186.8	158.2	246.7	452.6	767.3	398.8
탱커	38.8	40.8	32.8	30.4	26.6	30.7	36.9	37.8	36.2	34.8	36.7	36.6	142.8	132.0	144.4	147.2
곡물사업	32.3	169.4	124.0	51.0	79.7	203.1	121.2	91.0	41.3	151.6	113.2	53.4	376.7	495.0	359.5	347.1
매출총이익	56.5	84.2	81.5	81.7	68.8	132.6	211.6	225.5	81.0	128.9	114.4	105.0	303.9	638.4	429.2	333.8
매출총이익률(%)	10.1	12.3	12.8	13.2	10.1	11.7	15.9	19.3	9.5	12.2	11.6	11.7	12.2	14.8	11.3	9.7
영업이익	37.8	64.3	62.9	60.2	48.9	112.0	191.3	202.1	63.9	107.8	94.6	87.0	225.2	554.3	353.3	264.7
벌크선 연결조정액 반영 전	30.9	44.3	57.1	53.7	35.8	101.2	178.2	133.0	5.2	59.1	59.0	63.8	186.0	448.2	187.1	242.4
벌크선 연결조정액 반영 후_IR	30.7	44.0	56.1	52.5	35.6	100.9	177.7	130.0	5.0	58.9	58.5	62.7	183.3	444.2	185.1	240.5
영업이익률(%)	7.2	10.7	13.0	11.3	7.3	13.7	18.0	16.0	0.9	9.0	9.1	9.8	10.6	14.0	7.4	9.5
컨테이너선	2.0	8.2	3.1	7.1	15.1	16.5	14.3	70.2	60.3	50.4	37.0	24.3	20.4	116.1	172.0	26.7
영업이익률(%)	3.6	12.1	5.4	10.8	20.4	20.6	16.2	33.4	28.2	24.2	19.8	15.4	8.3	25.6	22.4	6.7
탱커	4.1	10.1	1.6	-0.7	-2.3	-3.4	-1.9	-1.1	-1.5	-1.7	-1.3	-1.2	15.1	-8.7	-5.8	-4.4
영업이익률(%)	10.6	24.8	4.9	-2.3	-8.6	-11.1	-5.1	-3.0	-4.2	-5.0	-3.6	-3.3	10.6	-6.6	-4.0	-3.0
영업외손익	-1.1	-13.4	-13.0	-20.0	-1.4	-14.4	-2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-47.5	-18.1	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	-0.1	5.4	3.4	0.6	-5.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	5.4	-0.9	1.5	1.9
기타영업외손익	-16.6	-8.5	-7.0	-59.0	4.0	-7.0	-4.2	-8.5	-9.1	-9.6	-9.9	-10.2	-91.2	-15.7	-38.9	-46.1
세전이익	20.2	42.4	42.8	-13.4	54.8	91.3	179.6	193.9	55.1	98.5	85.1	77.1	92.0	519.7	315.9	220.5
당기순이익	19.9	42.3	42.1	-13.6	54.6	91.1	179.0	193.2	54.5	97.9	84.5	76.5	90.7	518.0	313.4	218.0
지배주주순이익	21.7	42.4	42.1	-13.7	54.6	91.1	179.0	193.2	54.5	97.9	84.5	76.5	92.5	518.0	313.4	218.0

자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터 추정

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,467.9	2,497.2	4,306.8	3,797.8	3,457.1
매출액증가율 (%)	-7.5	1.2	72.5	-11.8	-9.0
매출원가	2,180.1	2,193.2	3,668.3	3,368.6	3,123.3
매출총이익	287.8	303.9	638.4	429.2	333.8
판매관리비	77.8	78.7	84.1	76.0	69.1
영업이익	210.0	225.2	554.3	353.3	264.7
영업이익률	8.5	9.0	12.9	9.3	7.7
금융손익	-48.8	-47.5	-18.1	0.0	0.0
중속/관계기업손익	0.0	5.4	-0.9	1.5	1.9
기타영업외손익	-13.0	-91.2	-15.7	-38.9	-46.1
세전계속사업이익	148.3	92.0	519.7	315.9	220.5
법인세비용	0.5	1.2	1.7	2.5	2.5
당기순이익	147.7	90.7	518.0	313.4	218.0
지배주주지분 손이익	151.9	92.5	518.0	313.4	218.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	404.8	470.5	808.7	578.6	473.3
당기순이익(손실)	147.7	90.7	518.0	313.4	218.0
유형자산상각비	201.4	226.2	64.2	254.7	251.7
무형자산상각비	1.4	1.4	0.3	1.1	0.9
운전자본의 증감	51.0	53.6	180.6	9.4	2.8
투자활동 현금흐름	-213.0	-336.9	-402.3	-154.4	-186.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-217.0	-289.5	-315.7	-200.0	-200.0
투자자산의 감소(증가)	5.9	-80.6	-81.6	39.1	11.4
재무활동 현금흐름	-152.0	-139.0	-317.0	-572.7	-469.7
차입금의 증감	130.8	228.5	329.6	-546.0	-443.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.6	-17.8	108.9	-148.5	-183.1
기초현금	208.7	255.3	237.6	346.5	198.0
기말현금	255.3	237.6	346.5	198.0	14.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	679.5	662.5	1,129.5	808.4	574.9
현금및현금성자산	255.3	237.6	346.5	198.0	14.8
매출채권	131.4	149.2	280.9	216.5	197.8
재고자산	65.3	57.2	107.8	83.1	75.9
비유동자산	3,774.7	3,996.8	4,933.9	4,839.0	4,775.0
유형자산	3,737.0	3,873.1	4,720.6	4,666.0	4,614.3
무형자산	7.8	6.6	6.2	5.1	4.2
투자자산	14.4	100.4	180.8	141.7	130.3
자산총계	4,454.2	4,659.3	6,063.4	5,647.3	5,349.9
유동부채	709.1	604.3	1,046.3	767.9	601.9
매입채무	120.2	140.9	265.4	204.5	186.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	429.6	237.5	355.5	235.5	115.5
비유동부채	845.5	1,248.4	1,456.7	1,032.3	709.8
사채	111.6	116.3	117.0	77.0	37.0
장기차입금	57.5	75.7	117.1	77.1	37.1
부채총계	1,554.7	1,852.7	2,502.9	1,800.2	1,311.6
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	169.1	-1.0	261.6	261.6	261.6
이익잉여금	236.0	328.7	819.8	1,106.5	1,297.8
비지배주주지분	13.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,899.5	2,806.7	3,560.5	3,847.1	4,038.4

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	4,617	4,671	8,057	7,104	6,467
EPS(지배주주)	284	173	969	586	408
CFPS	785	869	1,247	1,069	885
EBITDAPS	772	847	1,158	1,139	968
BPS	5,400	5,250	6,661	7,197	7,555
DPS	0	50	50	50	50
배당수익률(%)	0.0	1.0	0.9	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	16.0	29.0	5.6	8.4	12.0
PCR	5.8	5.8	4.3	4.6	5.5
PSR	1.0	1.1	0.7	0.7	0.8
PBR	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6
EBITDA	412.9	452.9	618.8	609.1	517.3
EV/EBITDA	8.3	8.6	7.0	6.0	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	3.3	16.3	8.5	5.5
EBITDA 이익률	16.7	18.1	14.4	16.0	15.0
부채비율	53.6	66.0	70.3	46.8	32.5
금융비용부담률	2.2	1.6	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	3.8	5.5			
매출채권회전율(x)	18.0	17.8	20.0	15.3	16.7
재고자산회전율(x)	39.1	40.8	52.2	39.8	43.5

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 해당 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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

