

2022. 11. 14



▲ 운송/조선/기계

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 7,000 원**

**현재주가 (11.11) 5,120 원**

**상승여력 36.7%**

KOSPI	2,483.16pt
시가총액	27,370억원
발행주식수	53,457만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	17.00%
52주 최고/최저가	8,090원/4,180원
평균거래대금	146.9억원

**주요주주(%)**

하림지주 외 10 인	54.77
국민연금공단	7.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.0	-29.5	-7.7
상대주가	-1.1	-26.4	8.7

**주가그래프**



# 팬오션 028670

## 3Q22 Review: 운임하락에도 서프라이즈

- ✓ 영업이익 컨센서스를 19.2%를 상회하며, 시장의 기대를 상회하는 영업능력 입증
- ✓ 영업이익 2,244억원. 1) BDI 운임 하락세에도 벌크선 부문 영업이익률 +11.0% 기록  
2) 이익기여도는 낮으나 컨테이너선 영업이익률 +28.8%, 탱커 영업이익률 +41.0%
- ✓ 4분기 역시, 높은 용선료의 선대는 축소하며 이익을 방어하는 전략 진행 중
- ✓ 2023년 예상 BPS 10,066원, 적정주가 7,000원 유지

### 영업이익 2,244억원으로 컨센서스를 19.2% 상회

3분기 매출액은 1조 8,365억원(+38.3% YoY), 영업이익 2,244억원(+17.3% YoY), 지배주주순이익 1,668억원(-6.8% YoY)으로 영업이익 컨센서스 1,883억원을 상회하는 호실적을 기록했다. 벌크선부문의 영업이익은 1,463억원(-17.7% YoY), 영업이익률 +11.0%로 BDI 운임의 하락으로 인한 이익감소는 불가피했다. 컨테이너선과 탱커부문의 영업이익은 급증하며 3분기 영업이익 비중은 각각 17%, 16%를 기록했다.

컨테이너선부문의 영업이익은 377억원(+163.6% YoY), 영업이익률 +28.8%로 SCFI 스팟운임의 급락에도 불구하고 일본-북중국 시장 내 우월한 시장 지위를 바탕으로 호실적을 기록했다. 탱커부문의 영업이익은 356억원(흑자전환 YoY), 영업이익률 +41.0%로 MR/PC 운임 급등 및 중국, 싱가포르, 중동 노선 내 시장 지위를 바탕으로 호실적을 기록했다.

### 이익방어 전략을 유지. 시황 하락의 저저효과 확인 시 공격적 영업 가능

3분기 선대규모는 267척으로 전분기대비 47척 축소됐다. 벌크선 운임 하향기에 높은 비용을 초래하는 고용선료의 선대를 축소하는 이익방어 전략의 일환이며 건화물선(dry bulk carrier)의 용선선대가 45척만큼 축소됐다.

8월에 BDI 스팟운임이 965p를 기록하며 시황의 저점을 기록한 바 있는 만큼, 석탄과 철광석에 대한 해상운송수요 회복 시 적극적인 용선 재개가 가능하다.

### 2023년 예상 BPS 10,066원, 적정주가 7,000원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,497.2	225.2	92.5	173	-38.6	5,250	29.0	1.0	8.6	3.3	66.0
2021	4,616.1	573.0	549.3	1,028	505.5	6,729	5.3	0.8	4.9	17.2	80.4
2022E	6,632.8	827.7	690.0	1,291	25.6	9,528	4.0	0.5	4.3	15.9	65.2
2023E	5,650.8	576.7	341.3	638	-50.5	10,066	8.0	0.5	4.2	6.5	57.7
2024E	5,499.7	551.1	332.7	622	-2.5	10,589	8.2	0.5	4.0	6.0	53.1

표1 팬오션 3Q22 실적 Review

(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,836.5	1,328.2	38.3	1,722.2	6.6	1,508.8	21.7	1,590.2	15.5
영업이익	224.4	191.3	17.3	238.8	-6.0	188.3	19.2	182.4	23.0
세전이익	167.9	179.6	-6.5	225.0	-25.4	179.8	-6.6	125.9	33.3
지배주주순이익	166.8	179.0	-6.8	224.8	-25.8	164.2	1.6	125.6	32.8
영업이익률(%)	12.2	14.4		13.9		12.5	-0.3p	11.5	0.7p
순이익률(%)	9.1	13.5		13.1		10.9	-1.8p	7.9	1.2p

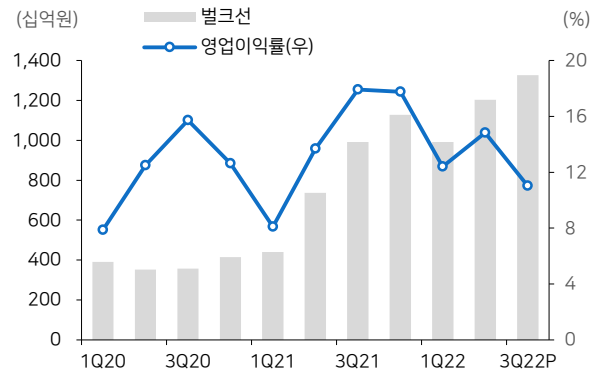
자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 BDI(건화물운임) 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림2 팬오션의 벌크선 부문 실적 추이



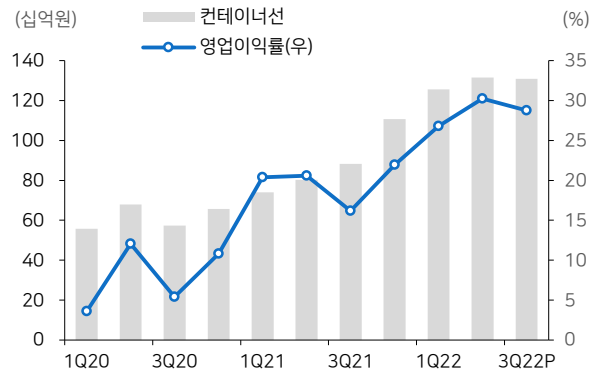
자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SCFI(컨테이너선운임) 추이



자료: Clarksons, 메리츠증권 리서치센터

그림4 팬오션의 컨테이너선 부문 실적 추이



자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

## 팬오션 (028670)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,497.2</b>	<b>4,616.1</b>	<b>6,632.8</b>	<b>5,650.8</b>	<b>5,499.7</b>
매출액증가율 (%)	1.2	84.9	43.7	-14.8	-2.7
매출원가	2,193.2	3,950.4	5,708.3	4,950.1	4,795.7
매출총이익	303.9	665.7	924.5	700.7	704.1
판매관리비	78.7	92.8	96.9	124.0	153.0
<b>영업이익</b>	<b>225.2</b>	<b>573.0</b>	<b>827.7</b>	<b>576.7</b>	<b>551.1</b>
영업이익률	9.0	12.4	12.5	10.2	10.0
금융손익	-47.5	-29.9	-119.2	-206.1	-197.2
중속/관계기업손익	5.4	12.6	12.3	9.6	11.7
기타영업외손익	-91.2	-5.3	-28.9	-37.5	-31.2
세전계속사업이익	92.0	550.4	691.9	342.8	334.4
법인세비용	1.2	1.1	1.9	1.5	1.6
<b>당기순이익</b>	<b>90.7</b>	<b>549.3</b>	<b>690.0</b>	<b>341.3</b>	<b>332.7</b>
지배주주지분 순이익	92.5	549.3	690.0	341.3	332.7

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>662.5</b>	<b>1,358.7</b>	<b>1,914.9</b>	<b>2,071.9</b>	<b>2,312.5</b>
현금및현금성자산	237.6	521.6	984.4	1,252.7	1,495.9
매출채권	149.2	249.2	275.4	241.0	240.2
재고자산	57.2	108.2	119.6	104.7	104.3
<b>비유동자산</b>	<b>3,996.8</b>	<b>5,130.1</b>	<b>6,501.3</b>	<b>6,415.0</b>	<b>6,351.0</b>
유형자산	3,873.1	4,963.3	6,273.2	6,207.0	6,144.4
무형자산	6.6	6.5	6.5	5.3	4.3
투자자산	100.4	147.2	172.0	153.0	152.6
<b>자산총계</b>	<b>4,659.3</b>	<b>6,488.8</b>	<b>8,416.2</b>	<b>8,486.9</b>	<b>8,663.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>604.3</b>	<b>1,149.4</b>	<b>1,188.9</b>	<b>975.3</b>	<b>872.7</b>
매입채무	140.9	236.8	261.7	229.0	228.3
단기차입금	0.0	0.0	54.5	54.5	54.5
유동성장기부채	237.5	325.9	224.5	124.5	24.5
<b>비유동부채</b>	<b>1,248.4</b>	<b>1,742.5</b>	<b>2,134.1</b>	<b>2,130.6</b>	<b>2,130.5</b>
사채	116.3	121.1	0.0	0.0	0.0
장기차입금	75.7	126.0	1,859.1	1,859.1	1,859.1
<b>부채총계</b>	<b>1,852.7</b>	<b>2,891.9</b>	<b>3,323.1</b>	<b>3,105.9</b>	<b>3,003.2</b>
<b>자본금</b>	<b>534.6</b>	<b>534.6</b>	<b>534.6</b>	<b>534.6</b>	<b>534.6</b>
자본잉여금	1,942.1	1,942.1	2,451.2	2,451.2	2,451.2
기타포괄이익누계액	-1.0	266.5	618.5	618.5	618.5
이익잉여금	328.7	851.3	1,486.6	1,774.4	2,053.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>2,806.7</b>	<b>3,596.8</b>	<b>5,093.2</b>	<b>5,381.0</b>	<b>5,660.3</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>470.5</b>	<b>767.7</b>	<b>1,171.0</b>	<b>710.0</b>	<b>676.8</b>
당기순이익(손실)	90.7	549.3	690.0	341.3	332.7
유형자산상각비	226.2	359.4	174.6	346.2	342.6
무형자산상각비	1.4	1.0	0.7	1.2	1.0
운전자본의 증감	53.6	-129.0	3.6	21.3	0.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-336.9</b>	<b>-351.2</b>	<b>-942.1</b>	<b>-259.6</b>	<b>-279.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-289.5	-333.7	-928.1	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-80.6	-34.1	-16.2	18.9	0.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-139.0</b>	<b>-158.0</b>	<b>190.2</b>	<b>-182.1</b>	<b>-154.1</b>
차입금의 증감	228.5	761.2	363.8	-128.7	-100.7
자본의 증가	0.0	0.0	509.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-17.8	284.0	462.8	268.3	243.1
기초현금	255.3	237.6	521.6	984.4	1,252.7
기말현금	237.6	521.6	984.4	1,252.7	1,495.9

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	4,671	8,635	12,408	10,571	10,288
EPS(지배주주)	173	1,028	1,291	638	622
CFPS	869	1,772	2,432	1,677	1,637
EBITDAPS	847	1,746	1,876	1,729	1,674
BPS	5,250	6,729	9,528	10,066	10,589
DPS	50	100	100	100	100
배당수익률(%)	1.0	1.8	2.0	2.0	2.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	29.0	5.3	4.0	8.0	8.2
PCR	5.8	3.1	2.1	3.1	3.1
PSR	1.1	0.6	0.4	0.5	0.5
PBR	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
EBITDA	452.9	933.3	1,002.9	924.1	894.7
EV/EBITDA	8.6	4.9	4.3	4.2	4.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.3	17.2	15.9	6.5	6.0
EBITDA 이익률	18.1	20.2	15.1	16.4	16.3
부채비율	66.0	80.4	65.2	57.7	53.1
금융비용부담률	1.6	0.9	1.6	3.6	3.6
이자보상배율(x)	5.5	13.1	7.8	2.8	2.8
매출채권회전율(x)	17.8	23.2	25.3	21.9	22.9
재고자산회전율(x)	40.8	55.8	58.2	50.4	52.6

**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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**팬오션 (028670) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

