

2023. 8. 14



▲ 조선/기계/운송

Analyst **배기연**

02. 6454-4879

kiyeon.bae@meritz.co.kr

RA **오정하**

02. 6454-4873

jungha.oh@meritz.co.kr

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 7,000 원

현재주가 (8.11) 4,805 원

상승여력 45.7%

KOSPI	2,591.26pt
시가총액	25,686억원
발행주식수	53,457만주
유동주식비율	45.21%
외국인비중	15.18%
52주 최고/최저가	6,760원/4,180원
평균거래대금	129.1억원

주요주주(%)

하림지주 외 10 인	54.77
국민연금공단	8.16

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.7	-19.1	-18.6
상대주가	-0.4	-22.9	-20.7

주가그래프



팬오션 028670

2Q23 Review: 기저효과의 착시. 이익은 견조

- ✓ 건화물선 시장의 팬데믹 이전 수준 회귀로 인해 이익'롤'은 되돌림
 - 2017~19년 벌크선 부문 BDI 평균 1,282.3p, 영업이익률 +10.1%
 - 2023년 2분기 BDI 1,312.8p, 영업이익률 +9.0%
- ✓ 과거대비 선대 운영 능력 향상으로 인해 '이익'의 절대값이 증가
 - 2019년말 벌크선 운영선대 145척 vs 2023년 2분기 262척
- ✓ 5년 평균 PBR 0.7배를 적용한 적정주가 7,000원 유지

영업이익 컨센서스에 부합한 실적

2분기 연결기준 매출액은 1조 2,247억원(-28.9% YoY), 영업이익은 1,250억원(-47.6% YoY)을 기록했다. 영업이익 컨센서스에 부합한 실적이며 영업이익률은 +10.2%이다. 세전이익은 922억원(-59.0% YoY), 지배주주순이익은 919억원(-59.1% YoY)을 기록했다.

벌크선 부문 매출액은 8,570억원(-34.0% YoY), 영업이익 773억원(-56.8% YoY), 영업이익률 +9.0%를 기록했다. 2분기 평균 BDI 1,312.8p로 전년동기대비 -48.1% 하락한 영향이다. 환경규제에 대비하여, 등급이 낮은 3척에 대한 매각을 완료했으며, 추가 3척에 대한 매각이 논의 중이다. 벌크선 시장이 바닥을 다졌다는 판단 하에 장기용선 확충을 고려 중이다.

컨테이너선 부문 매출액은 966억원(-26.5% YoY), 영업이익 70억원(-82.4% YoY), 영업이익률 +7.3%를 기록했다. 유조선 부문 매출액은 869억원(+28.8% YoY), 영업이익 316억원(+48.9% YoY), 영업이익률 +36.4%를 기록했다.

LNG선 부문 매출액은 179억원(-52.4% YoY), 영업이익 56억원(+940.5% YoY), 영업이익률 +31.3%를 기록했다. 곡물사업 부문 매출액은 1,872억원(-0.8% YoY), 영업이익 6억원(적자지속), 영업이익률 -0.4%를 기록했다.

2024년 예상 BPS 9,725원 x 멀티플 0.7배 적용

BDI 시장은 팬데믹 이후 과거 시클리컬 업종 분위기로 회귀했다고 판단한다. 최근 5년 평균 PBR 멀티플 0.7배를 적용한 적정주가 7,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	4,616.1	573.0	549.3	1,028	505.5	6,729	5.3	0.8	4.9	17.2	80.4
2022	6,420.3	789.6	677.1	1,267	23.3	8,404	4.5	0.7	3.0	16.7	68.0
2023E	4,981.1	504.7	427.5	800	-36.9	9,099	6.0	0.5	5.1	9.1	63.6
2024E	5,249.4	488.2	414.7	776	-3.0	9,725	6.2	0.5	4.4	8.2	58.4
2025E	5,527.9	573.1	504.6	944	21.7	10,519	5.1	0.5	3.6	9.3	52.7

(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,224.7	1,722.2	-28.9	996.4	22.9	1,176.0	4.1	1,136.7	7.7
영업이익	125.0	238.8	-47.6	112.6	11.0	121.0	3.3	105.9	18.1
세전이익	92.2	225.0	-59.0	113.4	-18.6	119.0	-22.5	84.6	9.0
순이익	91.9	224.8	-59.1	113.2	-18.8	116.5	-21.1	83.4	10.3
영업이익률(%)	10.2	13.9		11.3		10.3	-0.1p	9.3	0.9p
순이익률(%)	7.5	13.1		11.4		9.9	-2.4p	7.3	0.2p

자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E	2025E
BDI(Index)	2,041.1	2,529.7	1,654.8	1,522.9	1,010.7	1,312.8	1,922.5	1,815.2	1,010.7	1,327.9	1,922.5	1,815.2	1,937.1	1,515.3	1,519.1	1,519.1
SCFI(Index)	4,850.8	4,211.0	3,279.3	1,374.7	968.8	983.5	1,020.1	1,102.5	1,111.0	958.4	1,067.9	1,158.3	3,429.0	1,018.7	1,018.7	1,018.7
VLCC(WS)	37.9	47.0	70.7	92.8	66.7	57.2	48.5	70.3	53.9	50.0	48.7	72.4	62.1	52.5	52.5	52.5
WTI(달러/배럴)	95.2	108.8	91.6	82.9	76.0	73.5	75.0	78.0	78.0	80.0	82.0	83.0	94.6	75.6	80.8	84.0
원/달러 환율	1,205.0	1,259.6	1,338.0	1,359.3	1,275.6	1,314.7	1,283.0	1,260.0	1,245.0	1,240.0	1,230.0	1,225.0	1,290.4	1,283.3	1,235.0	1,225.0
매출액	1,440.9	1,722.2	1,836.5	1,420.7	996.4	1,224.7	1,382.3	1,377.6	1,184.2	1,237.6	1,383.0	1,444.6	6,420.3	4,981.1	5,249.4	5,527.9
벌크선	1,055.2	1,298.4	1,432.5	1,037.7	761.1	857.0	1,030.5	992.5	811.5	876.4	996.3	970.5	4,823.8	3,641.1	3,654.7	3,633.5
컨테이너선	125.7	131.5	131.0	121.2	98.0	96.6	86.5	87.2	99.9	94.4	97.7	100.9	509.4	368.3	392.8	399.7
탱커	51.2	67.5	86.8	100.4	82.5	86.9	73.6	106.7	81.9	76.0	74.0	109.9	305.9	349.8	341.8	344.4
LNG	99.2	37.7	21.8	13.1	21.7	17.9	25.4	24.9	24.7	24.6	48.7	97.0	171.8	90.0	194.9	485.1
곡물사업	74.3	188.6	111.8	85.1	109.5	187.2	164.5	148.2	33.1	166.3	166.3	166.3	609.4	532.0	665.1	665.1
영업이익	169.1	238.8	224.4	157.2	112.6	125.0	131.9	135.2	93.5	101.2	136.2	157.3	789.6	504.7	488.2	573.0
총 영업이익률(%)	11.7	13.9	12.2	11.1	11.3	10.2	9.5	9.8	7.9	8.2	9.8	10.9	12.3	10.1	9.3	10.4
벌크선	124.2	178.7	146.7	92.7	66.1	77.3	114.5	107.3	72.5	84.1	110.7	105.0	542.4	365.1	372.2	370.2
영업이익률	11.8	13.8	10.2	8.9	8.7	9.0	11.1	10.8	8.9	9.6	11.1	10.8	11.2	10.0	10.2	10.2
컨테이너선	33.7	39.8	37.7	26.6	12.5	7.0	7.5	8.9	10.3	7.2	9.3	11.3	137.8	36.0	38.2	40.2
영업이익률	26.8	30.3	28.8	21.9	12.8	7.3	8.7	10.2	10.3	7.6	9.6	11.2	27.0	9.8	9.7	10.1
탱커	7.0	21.2	35.6	42.8	30.0	31.6	4.3	14.1	6.3	4.8	4.4	15.3	106.7	80.0	30.7	31.1
영업이익률	13.7	31.5	41.0	42.6	36.4	36.4	5.8	13.2	7.7	6.3	5.9	13.9	34.9	22.9	9.0	9.0
LNG선	1.9	0.5	3.4	-0.2	6.0	5.6	7.7	7.5	7.3	7.2	14.2	28.3	5.6	26.8	57.0	141.3
영업이익률	1.9	1.4	15.4	-1.5	27.7	31.3	30.5	30.0	29.6	29.5	29.2	29.1	3.2	29.8	29.3	29.1
곡물사업	2.6	-2.6	-0.6	-1.2	-1.2	-0.6	-2.2	-2.6	-2.9	-2.1	-2.4	-2.5	-1.8	-6.6	-9.9	-9.7
영업이익률	2.4	-1.4	-0.3	-0.8	-3.7	-0.4	-1.3	-1.6	-1.7	-1.2	-1.5	-1.5	-0.3	-1.2	-1.5	-1.5
세전이익	163.2	225.0	167.9	131.9	113.4	92.2	110.2	114.8	75.0	82.7	121.5	142.1	688.0	430.6	421.3	511.5
지배주주순이익	162.9	224.8	166.8	122.6	113.2	91.9	109.0	113.5	73.5	81.1	119.8	140.3	677.1	427.5	414.7	504.6

자료: 팬오션, 메리츠증권 리서치센터

2Q23 Conference Call Q&A

- Q1** 중국 리오프닝의 효과가 제한적으로 보이는데, 추가적인 시황 개선의 포인트는?
- A1** ▪ 중국의 부양정책의 현실화가 핵심임. 실질적인 부양책이 필요
- Q2** 폐선 촉발에 따른 시황 개선 가능성은?
- A2** ▪ MEPC 80차회의에서 2050년까지 넷제로라는 상향된 목표를 제시한 건 긍정적. 당초 D, E등급 선박에 대한 페널티가 논의되리라 생각했는데 81차 회의로 미뤄진 탓에 선주/선사들이 폐선을 유보하는 경향
- Q3** 추가적으로 매각을 고려하고 있는 선박은?
- A3** ▪ 3척을 매각했고 추가 3척에 대한 매각을 검토하고 있음. 운영 선대의 선령을 10년 미만으로 유지하는 전략 하에 향후 15척 정도 추가로 매각을 고민하고 있음
- Q4** HMM 입찰 참여는?
- A4** ▪ 하림지주의 HMM 입찰 검토는 사실이나 구체적인 방향성에 대해서는 검토중인 상황
- Q5** 3~4분기 계절적 성수기임에도 운임 상승폭 미미. 주요 노선 성약과 수송에서 이슈가 있는지?
- A5** ▪ 특별한 이슈는 없었음. BDI가 지나치게 관리되고 있다고 생각함
- Q6** 북미지역 곡물 수출로 인한 운임 변동 가능성은?
- A6** ▪ 북반구의 본격적인 수확 및 수출시기는 10~11월임. 미시시피지구에서 모여서 전체 물량의 70%가 나오는데 운임 프리미엄이 붙을 개연성 있음
- Q7** 2023년 선박 투자 계획은?
- A7** ▪ 신조 2+2척. 이미 발주된 선박에 대한 공정관리. 선박 매각 3척 완료 후 추가 3척을 매각할 계획
▪ 장기 용선의 경우 시장에서 용선료가 하락하는 기조에 맞춰 경제성 높은 선박 위주로 체결할 계획

팬오션 (028670)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,616.1	6,420.3	4,981.1	5,249.4	5,527.9
매출액증가율(%)	84.9	39.1	-22.4	5.4	5.3
매출원가	3,950.4	5,520.4	4,328.2	4,567.7	4,796.5
매출총이익	665.7	900.0	653.0	681.7	731.4
판매관리비	92.8	110.3	148.2	193.5	158.4
영업이익	573.0	789.6	504.7	488.2	573.1
영업이익률(%)	12.4	12.3	10.1	9.3	10.4
금융손익	-29.9	-53.6	-23.2	-30.5	-22.8
중속/관계기업손익	12.6	18.5	0.8	10.8	11.2
기타영업외손익	-5.3	-66.5	-51.7	-47.3	-49.8
세전계속사업이익	550.4	688.0	430.6	421.3	511.6
법인세비용	1.1	10.9	3.1	6.5	7.0
당기순이익	549.3	677.1	427.5	414.7	504.6
지배주주지분 손이익	549.3	677.1	427.5	414.7	504.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,358.7	1,834.2	1,960.8	2,170.6	2,379.6
현금및현금성자산	521.6	744.6	820.1	992.2	1,181.3
매출채권	249.2	268.3	260.2	272.9	279.5
재고자산	108.2	129.1	125.1	131.2	134.4
비유동자산	5,130.1	5,714.7	5,997.2	6,065.6	6,204.0
유형자산	4,963.3	5,444.1	5,676.0	5,737.0	5,872.0
무형자산	6.5	7.2	8.5	7.0	5.7
투자자산	147.2	226.5	262.8	271.8	276.5
자산총계	6,488.8	7,548.9	7,958.0	8,236.3	8,583.6
유동부채	1,149.4	1,226.8	1,182.9	1,165.6	1,128.0
매입채무	236.8	242.4	235.0	246.4	252.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	325.9	320.7	304.3	244.3	184.3
비유동부채	1,742.5	1,829.6	1,911.0	1,872.0	1,832.6
사채	121.1	113.4	100.2	80.2	60.2
장기차입금	126.0	141.3	95.0	75.0	55.0
부채총계	2,891.9	3,056.3	3,093.9	3,037.7	2,960.6
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	266.5	538.9	643.3	643.3	643.3
이익잉여금	851.3	1,474.7	1,741.8	2,076.3	2,500.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,596.8	4,492.6	4,864.1	5,198.6	5,623.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	767.7	1,410.8	665.9	687.0	779.1
당기순이익(손실)	549.3	677.1	427.5	414.7	504.6
유형자산상각비	359.4	665.5	230.3	308.9	315.1
무형자산상각비	1.0	0.8	1.4	1.6	1.3
운전자본의 증감	-129.0	30.3	-48.5	-3.5	-1.9
투자활동 현금흐름	-351.2	-577.4	-328.6	-344.7	-415.0
유형자산의증가(CAPEX)	-333.7	-344.7	-256.1	-370.0	-450.0
투자자산의감소(증가)	-34.1	-60.8	-39.8	-9.0	-4.7
재무활동 현금흐름	-158.0	-642.7	-282.5	-170.2	-175.0
차입금의 증감	761.2	89.2	59.3	-90.0	-94.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	284.0	223.0	75.5	172.0	189.2
기초현금	237.6	521.6	744.6	820.1	992.2
기말현금	521.6	744.6	820.1	992.2	1,181.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	8,635	12,010	9,318	9,820	10,341
EPS(지배주주)	1,028	1,267	800	776	944
CFPS	1,772	2,733	1,512	1,426	1,591
EBITDAPS	1,746	2,724	1,378	1,494	1,664
BPS	6,729	8,404	9,099	9,725	10,519
DPS	100	150	150	150	150
배당수익률(%)	1.8	2.6	3.1	3.1	3.1
Valuation(Multiple)					
PER	5.3	4.5	6.0	6.2	5.1
PCR	3.1	2.1	3.2	3.4	3.0
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PBR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EBITDA(십억원)	933.3	1,455.9	736.4	798.7	889.4
EV/EBITDA	4.9	3.0	5.1	4.4	3.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.2	16.7	9.1	8.2	9.3
EBITDA 이익률	20.2	22.7	14.8	15.2	16.1
부채비율	80.4	68.0	63.6	58.4	52.7
금융비용부담률	0.9	1.2	1.2	1.2	1.1
이자보상배율(x)	13.1	10.4	8.5	7.5	9.1
매출채권회전율(x)	23.2	24.8	18.8	19.7	20.0
재고자산회전율(x)	55.8	54.1	39.2	41.0	41.6

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 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

팬오션 (028670) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.09.13	Indepth	Buy	9,400	배기연	-28.4	-17.7	
2021.11.09	산업분석	Buy	7,600	배기연	-27.7	-23.7	
2022.01.27	기업브리프	Buy	6,500	배기연	3.9	24.5	
2022.05.31	산업분석	Hold	7,300	배기연	-24.8	4.4	
2022.11.02	산업분석	Buy	7,000	배기연	-20.9	-9.4	
2023.02.07	Indepth	Buy	7,100	배기연	-19.2	-4.8	
2023.06.01	산업분석	Buy	7,000	배기연	-	-	