

운송  
 이병근  
 02)6742-3533  
 bglee@heungkuksec.co.kr

(028670)

# 팬오션

## BUY(유지)

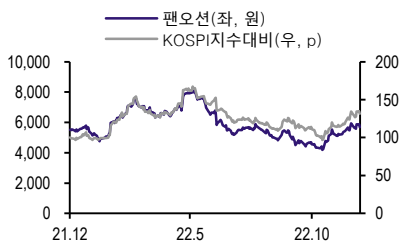
## 기다렸던 중국 리오프닝

<b>목표주가</b>	<b>8,000원(유지)</b>			
<b>현재주가(12/21)</b>	<b>5,800원</b>			
<b>상승여력</b>	<b>37.9%</b>			
시가총액	3,042십억원			
발행주식수	534,570천주			
52주 최고가 / 최저가	8,090 / 4,180원			
3개월 일평균거래대금	14십억원			
외국인 지분율	16.2%			
주요주주				
하림지주 (외 11인)	54.8%			
국민연금공단 (외 1인)	7.2%			
팬오션우리스주 (외 1인)	0.0%			
<b>주가수익률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>3개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대수익률	9.0	6.8	-13.9	2.9
상대수익률(KOSPI)	13.6	8.2	-11.5	24.1

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,497	4,616	6,730	6,413
영업이익	225	573	809	788
EBITDA	453	933	902	1,164
지배주주순이익	93	549	737	765
EPS	173	1,028	1,378	1,431
순차입금	1,237	1,718	2,500	1,910
PER	29.0	5.3	4.1	4.0
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.7	4.9	6.1	4.3
배당수익률	1.0	1.8	1.8	1.8
ROE	3.3	17.2	18.7	16.5
컨센서스 영업이익	225	573	823	826
컨센서스 EPS	173	1,028	1,312	1,372

### 주가추이



### 4Q22 Preview: 영업이익 1,769억원(OPM 10.2%)

팬오션은 '22년 4분기 매출액 1.7조원(+17.1% YoY, -5.8% QoQ), 영업이익 1,769억원(-19.8% YoY, -21.2% QoQ, OPM 10.2%)을 기록할 것으로 예상된다. 1) 벌크선 시황 부진, 2) 4분기 성과급 지급으로 전분기 대비 수익성은 하락할 전망이다. 벌크선 시황의 경우, 4분기 중국항 철광석 수요가 약했고, 계절적으로 비수기였기 때문에 부진했다. 다만, 석유제품선 시황이 3분기와 마찬가지로 강세였기에, 4분기에도 실적에 크게 기여했을 것이라 판단한다.

### 높아진 이익 체력에 중국 모멘텀까지

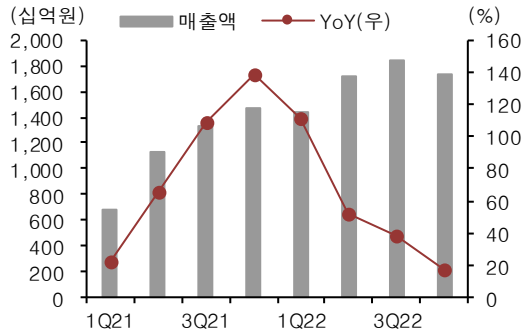
중국 정부의 락다운 해제와 함께 위드 코로나가 시작되면서, BDI가 반등하기 시작했다. BDI는 12월 21일 기준, 1,622p를 기록했다. 이제는 중국 리오프닝에 따른 벌크선 시황 개선 기대감에 주목해야할 시점이다. 본격적으로 수요와 물동량이 올라오는 시점은 3월 양회 이후로 판단된다. 다만, 이미 벌크 시황에 리오프닝 기대감이 반영되기 시작, 경기 부양에 대한 기대감도 이처럼 빨리 반영될 가능성이 크다. 중국 정부가 리오프닝과 경기 부양에 대한 정책 기조를 지금과 같이 유지한다면, BDI 반등은 비수기임에도 불구하고 계속될 전망이다.

4분기 운용 선대는 280척 수준으로, 3분기 대비 소폭 증가했다. 중국항 원자재 수요 회복으로 인해 운임이 상승할 경우, 다시 한번 용선 확대를 통해 영업 레버리지 확대 효과를 기대할 수 있을 것이다.

### 투자 의견 BUY, 목표주가 8,000원 유지

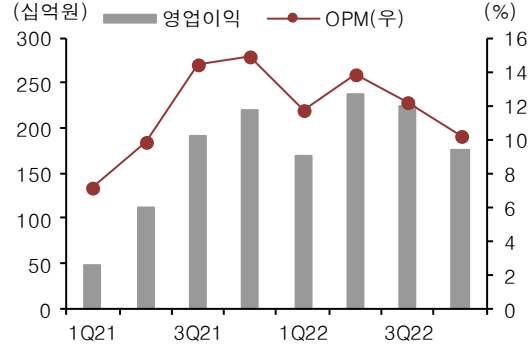
동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 8,000원을 유지한다. 12M Forward BPS에 Target PBR을 0.87배를 적용해 산출했다([표4] 참고). 최근 중국 리오프닝에 대한 기대감으로 주가가 올랐음에도, 2023년 기준 PBR 0.6배에 불과하다.

그림 1 팬오션 매출액 추이 및 전망



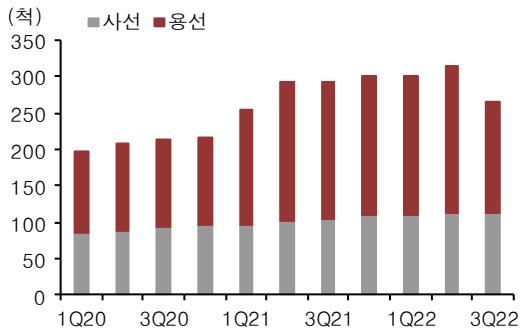
자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 2 팬오션 영업이익 추이 및 전망



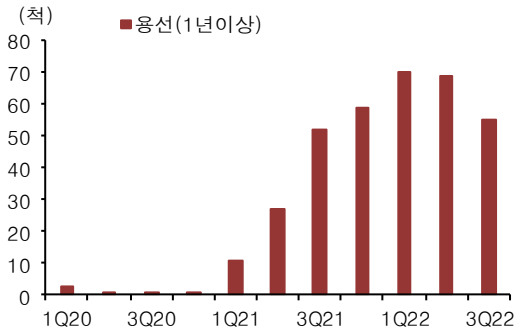
자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 3 팬오션 운용선대 변화 추이



자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 4 팬오션 용선(1년 이상) 추이



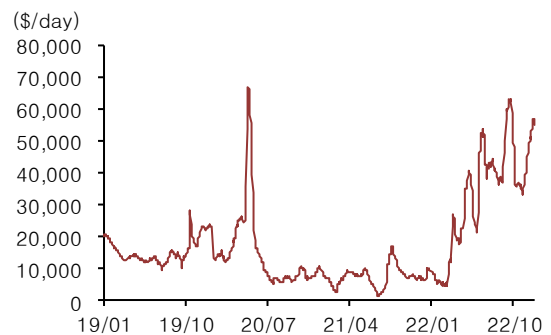
자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 5 BDI 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 6 MR탱커 운임 추이



자료: Clarksons, 흥국증권 리서치센터  
 주: BCTI TC7 (싱가포르-호주)

**표 1 팬오션 실적 추이 및 전망**

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>680</b>	<b>1,130</b>	<b>1,328</b>	<b>1,478</b>	<b>1,441</b>	<b>1,722</b>	<b>1,837</b>	<b>1,730</b>	<b>4,616</b>	<b>6,730</b>	<b>6,413</b>
YoY(%)	21.7	65.3	109.4	138.2	111.9	52.4	38.3	17.1	84.9	45.8	-4.7
QoQ(%)	9.6	66.2	17.5	11.3	-2.5	19.5	6.6	-5.8			
<b>[매출구성]</b>											
벌크	492	807	1,062	1,208	1,055	1,298	1,432	1,395	3,569	5,182	5,261
컨테이너	74	80	88	111	126	131	131	111	353	500	312
유조선	27	31	37	46	51	67	87	85	140	291	319
해운기타	13	23	29	28	99	38	22	22	94	181	82
곡물	80	203	121	94	126	211	200	162	498	699	741
기타	47	56	62	71	47	72	70	72	235	261	267
조정	-52	-70	-71	-80	-64	-95	-106	-118	-273	-383	-569
<b>영업이익</b>	<b>49</b>	<b>112</b>	<b>191</b>	<b>221</b>	<b>169</b>	<b>239</b>	<b>224</b>	<b>177</b>	<b>573</b>	<b>809</b>	<b>788</b>
OPM(%)	7.2	9.9	14.4	14.9	11.7	13.9	12.2	10.2	12.4	12.0	12.3
YoY(%)	29.3	74.3	204.0	266.7	245.8	113.2	17.3	-19.8	154.4	41.2	-2.6
QoQ(%)	-18.8	129.1	70.8	15.4	-23.4	41.2	-6.0	-21.2			
<b>세전이익</b>	<b>55</b>	<b>91</b>	<b>180</b>	<b>225</b>	<b>163</b>	<b>225</b>	<b>168</b>	<b>183</b>	<b>550</b>	<b>739</b>	<b>768</b>
YoY(%)	171.8	115.6	319.3	흑전	197.6	146.3	-6.5	-18.5	498.5	34.3	3.9
<b>지배기업순이익</b>	<b>55</b>	<b>91</b>	<b>179</b>	<b>225</b>	<b>163</b>	<b>225</b>	<b>167</b>	<b>182</b>	<b>549</b>	<b>737</b>	<b>765</b>
NPM(%)	8.0	8.1	13.5	15.2	11.3	13.1	9.1	10.5	11.9	10.9	11.9
YoY(%)	152.3	114.7	325.2	흑전	198.2	146.8	-6.8	-18.8	493.7	34.1	3.8
QoQ(%)	-499.8	66.8	96.5	25.4	-27.5	38.1	-25.8	9.3			
<b>평균 KRW/USD</b>	<b>1,114</b>	<b>1,121</b>	<b>1,160</b>	<b>1,183</b>	<b>1,206</b>	<b>1,261</b>	<b>1,341</b>	<b>1,360</b>	<b>1,145</b>	<b>1,292</b>	<b>1,270</b>
<b>평균 BDI</b>	<b>1,739</b>	<b>2,793</b>	<b>3,732</b>	<b>3,498</b>	<b>2,041</b>	<b>2,530</b>	<b>1,655</b>	<b>1,530</b>	<b>2,940</b>	<b>1,939</b>	<b>2,200</b>

자료: 흥국증권 리서치센터

**표 2 팬오션 실적 비교표**

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		Consensus	
	4Q21	3Q22	4Q22E	(YoY)	(QoQ)	4Q22E	Diff.
매출액	1,478	1,837	1,730	17.1%	-5.8%	1,592	8.7%
영업이익	221	224	177	-19.8%	-21.2%	185	-4.3%
세전이익	225	168	183	-18.5%	8.9%	160	14.3%
순이익	225	167	182	-18.8%	9.3%	157	16.5%

자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

**표 3 팬오션 실적 추정 변경 내역**

(단위: 십억원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	6,730	6,413	6,903	7,061	-2.5%	-9.2%
영업이익	809	788	863	890	-6.2%	-11.5%
세전이익	739	768	790	873	-6.5%	-12.1%
순이익	737	765	788	869	-6.5%	-12.0%

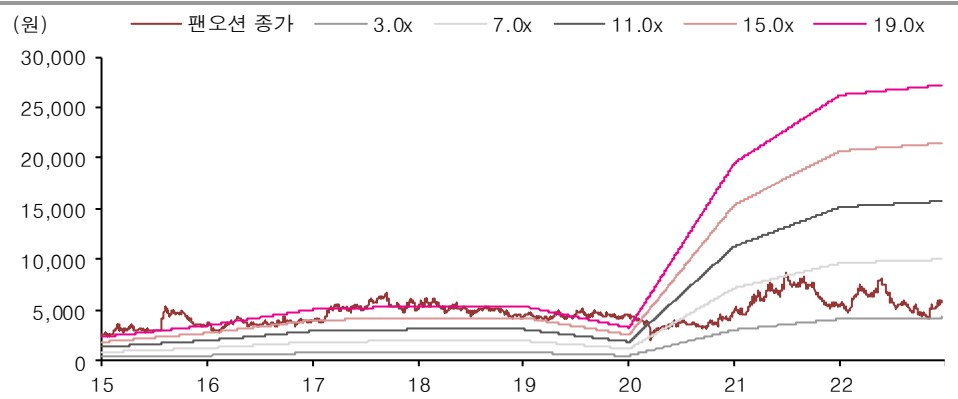
자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

표 4 팬오션 목표주가 산정 PBR Multiple Valuation

	2022E	2023E	비고
지배기업자본총계 (십억원)	4,279	4,991	
적용주식수 (천주)	534,570	534,570	
BPS (원)	8,004	9,336	12M Fwd BPS 9,336
목표 PBR (배)		0.87	2019~2021년 PBR 평균
<b>목표주가 (원)</b>		<b>8,000</b>	
현재주가(원)		5,800	
상승여력 (%)		37.9	

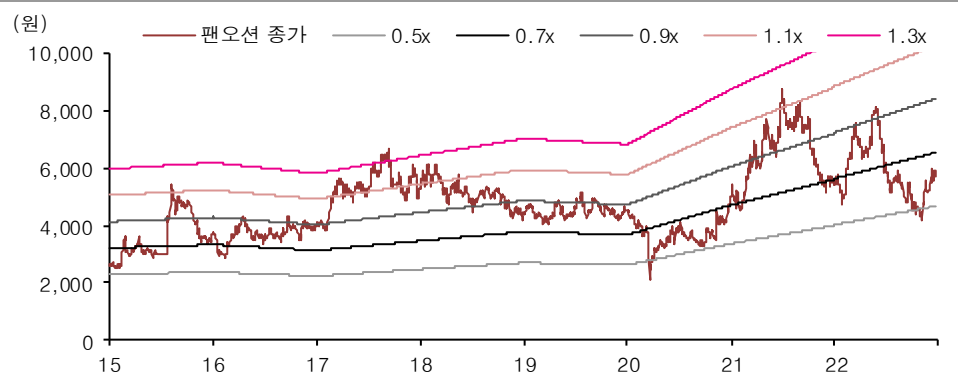
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 7 팬오션 12개월 선행 PER Band



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

그림 8 팬오션 12개월 선행 PBR Band



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>2,497</b>	<b>4,616</b>	<b>6,730</b>	<b>6,413</b>	<b>6,483</b>
증가율 (Y-Y,%)	1.2	84.9	45.8	(4.7)	1.1
<b>영업이익</b>	<b>225</b>	<b>573</b>	<b>809</b>	<b>788</b>	<b>803</b>
증가율 (Y-Y,%)	7.2	154.4	41.2	(2.6)	2.0
EBITDA	453	933	902	1,164	1,188
영업외손익	(133)	(23)	(70)	(20)	(22)
순이자수익	(39)	(42)	(42)	(43)	(42)
외화관련손익	2	(4)	(10)	(6)	(5)
지분법손익	5	9	17	12	14
세전계속사업손익	92	550	739	768	782
<b>당기순이익</b>	<b>91</b>	<b>549</b>	<b>737</b>	<b>765</b>	<b>779</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>93</b>	<b>549</b>	<b>737</b>	<b>765</b>	<b>779</b>
증가율 (Y-Y,%)	(39.1)	493.7	34.1	3.8	1.9
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	2.2	20.0	39.7	36.9	12.0
영업이익증가율(3Yr)	4.9	41.1	56.8	51.8	11.9
EBITDA증가율(3Yr)	7.7	35.8	29.7	37.0	8.4
순이익증가율(3Yr)	(13.7)	54.6	70.9	103.6	12.4
영업이익률(%)	9.0	12.4	12.0	12.3	12.4
EBITDA마진(%)	18.1	20.2	13.4	18.2	18.3
순이익률 (%)	3.6	11.9	10.9	11.9	12.0
<b>NOPLAT</b>	<b>222</b>	<b>572</b>	<b>807</b>	<b>785</b>	<b>801</b>
(+) Dep	228	360	92	376	384
(-) 운전자본투자	(83)	141	(109)	19	9
(-) Capex	290	334	377	464	469
OpFCF	243	458	632	678	708

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	663	1,359	1,180	1,747	2,375
현금성자산	253	532	217	815	1,442
매출채권	152	252	327	287	274
재고자산	57	108	146	135	128
비유동자산	3,997	5,130	6,714	6,818	6,919
투자자산	117	160	384	399	415
유형자산	3,873	4,963	6,323	6,411	6,497
무형자산	7	6	8	7	7
<b>자산총계</b>	<b>4,659</b>	<b>6,489</b>	<b>7,894</b>	<b>8,565</b>	<b>9,294</b>
유동부채	604	1,149	1,478	1,442	1,450
매입채무	216	379	533	469	447
유동성이자부채	264	534	616	630	646
비유동부채	1,248	1,743	2,137	2,132	2,127
비유동이자부채	1,225	1,717	2,102	2,095	2,089
<b>부채총계</b>	<b>1,853</b>	<b>2,892</b>	<b>3,615</b>	<b>3,574</b>	<b>3,577</b>
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	329	851	1,533	2,245	2,971
자본조정	1	269	269	269	269
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>2,807</b>	<b>3,597</b>	<b>4,279</b>	<b>4,991</b>	<b>5,717</b>
투하자본	3,953	5,178	6,493	6,603	6,699
순차입금	1,237	1,718	2,500	1,910	1,293
ROA	2.0	9.9	10.2	9.3	8.7
ROE	3.3	17.2	18.7	16.5	14.6
ROIC	5.7	12.5	13.8	12.0	12.0

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>Per share Data</b>					
EPS	173	1,028	1,378	1,431	1,458
BPS	5,250	6,728	8,004	9,336	10,694
DPS	50	100	100	100	100
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	29.0	5.3	4.1	4.0	3.9
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	8.7	4.9	6.1	4.3	3.7
배당수익율	1.0	1.8	1.8	1.8	1.8
PCR	5.8	3.1	4.9	2.7	2.6
PSR	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	66.0	80.4	84.5	71.6	62.6
Net debt/Equity	44.1	47.8	58.4	38.3	22.6
Net debt/EBITDA	273.2	184.1	277.3	164.1	108.9
유동비율	109.6	118.2	79.9	121.2	163.8
이자보상배율	5.8	13.5	19.2	18.5	19.0
이자비용/매출액	1.6	0.9	0.6	0.7	0.7
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	91.4	88.2	91.5	84.5	78.3
현금+투자자산(%)	8.6	11.8	8.5	15.5	21.7
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	34.7	38.5	38.8	35.3	32.4
자기자본(%)	65.3	61.5	61.2	64.7	67.6

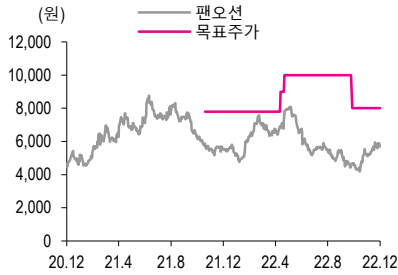
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업현금</b>	<b>470</b>	<b>768</b>	<b>599</b>	<b>1,112</b>	<b>1,142</b>
당기순이익	91	549	737	765	779
자산상각비	228	360	92	376	384
운전자본증감	54	(129)	21	(19)	(9)
매출채권감소(증가)	(27)	(85)	(21)	40	13
재고자산감소(증가)	5	(44)	8	11	7
매입채무증가(감소)	28	81	36	(64)	(22)
<b>투자현금</b>	<b>(337)</b>	<b>(351)</b>	<b>(559)</b>	<b>(471)</b>	<b>(474)</b>
단기투자자산감소	0	0	(1)	(2)	(3)
장기투자증권감소	(80)	(31)	(134)	(0)	2
설비투자	(290)	(334)	(377)	(464)	(469)
유무형자산감소	18	0	(1)	(1)	(1)
<b>재무현금</b>	<b>(139)</b>	<b>(158)</b>	<b>(534)</b>	<b>(46)</b>	<b>(44)</b>
차입금증가	(121)	(121)	(473)	8	9
자본증가	0	0	0	0	0
배당금	0	(27)	(53)	(53)	(53)
현금 증감	(18)	284	(365)	596	624
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>465</b>	<b>947</b>	<b>625</b>	<b>1,131</b>	<b>1,151</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(83)	141	(109)	19	9
(-) 설비투자	290	334	377	464	469
(+) 자산매각	18	0	(1)	(1)	(1)
Free Cash Flow	276	473	357	648	673
(-) 기타투자	80	31	134	0	(2)
잉여현금	196	442	223	648	675

**팬오션 - 주가 및 당사 목표주가 변경**



**최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경**

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-08	Buy	7,800	(22.8)	(2.8)
2022-05-03	담당자변경			
2022-05-03	Buy	9,000	(22.5)	(19.3)
2022-05-12	Buy	10,000	(40.9)	(19.1)
2022-10-17	Buy	8,000	(36.6)	(25.6)
2022-12-22	Buy	8,000		

**투자이건(향후 12개월 기준)**

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 09월 30일 기준)**

Buy (95.5%)	Hold (4.5%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

**흥국씨앗체**

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



---

<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)  
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286