

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

(028670)

팬오션

성수기 어서오고

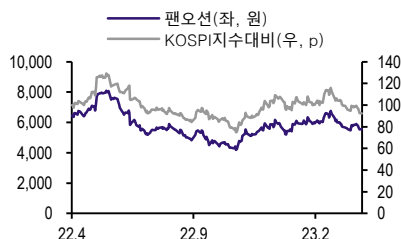
BUY(유지)

목표주가		8,000원(유지)			
현재주가(04/11)		5,740원			
상승여력		39.4%			
시가총액		3,068십억원			
발행주식수		534,570천주			
52주 최고가 / 최저가		8,090 / 4,180원			
3개월 일평균거래대금		18십억원			
외국인 지분율		14.6%			
주요주주					
하림지주 (외 11인)		54.8%			
국민연금공단 (외 1인)		8.2%			
팬오션우리스주 (외 1인)		0.0%			
주가수익률(%)		1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률		-7.3	0.4	16.4	-13.1
상대수익률(KOSPI)		-12.2	-6.5	3.9	-6.2

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,616	6,420	5,802	6,295
영업이익	573	790	613	712
EBITDA	933	1,456	1,147	1,088
지배주주순이익	549	677	566	656
EPS	1,028	1,267	1,059	1,227
순차입금	1,718	1,585	889	308
PER	5.3	4.5	5.3	4.5
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.9	3.2	3.4	3.0
배당수익률	1.8	2.6	2.7	2.7
ROE	17.2	16.7	12.0	12.5
컨센서스 영업이익	573	790	630	729
컨센서스 EPS	1,028	1,267	1,006	1,214

주가추이



1Q23 Preview: 영업이익 1,043억원(OPM 8.3%)

팬오션은 '23년 1분기 매출액 1.3조원(-13.2% YoY, -11.9% QoQ), 영업이익 1,043억원(-38.3% YoY, -33.7% QoQ, OPM 8.3%)을 기록할 것으로 예상된다. 1분기 평균 BDI가 1,011p를 기록하면서, 오픈 사선과 장기 용선에 손실이 발생했을 것으로 추정된다. 다만, 장기 계약과 탱커선을 중심으로 이익 방어에 성공해 시장 우려보다 실적 감소폭은 크지 않을 전망이다. 탱커선의 경우 작년 4분기 영업이익과 비슷할 것으로 예상된다.

실적과 BDI 모두 1분기가 바닥

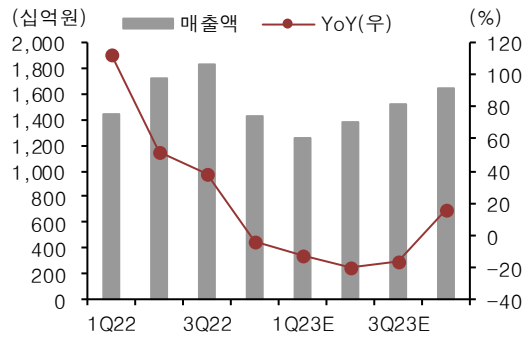
BDI와 같이 동사 실적은 1분기를 바닥으로 반등할 것이다. 3월부터 중국 철강사들의 조강 생산량이 늘어나기 시작했고, 3월 철광석 항만 재고량은 전달 대비 4% 감소한 137백만톤을 기록했다. 3월부터 브라질 등 주요 원자재 수출국의 기상 호전으로, 중국향 철광석 물동량이 본격적으로 올라오고 있다. 곡물도 마찬가지로 브라질 기상 호전으로 출하량이 증가하고 있는 추세다. 특히, 올해 남미 대두 수확량은 최대인 상황이며, 3월 브라질 대두 수출량은 1,510만톤(+9.2% YoY)을 기록했다. 리�프닝 이후 중국 산업생산 활동이 올라오면서, BDI는 성수기 가을까지 상승을 이어갈 전망이다.

현재 선대는 275~280척 수준으로, 연말 대비 10척 정도 증가했다. 오픈 사선 및 장기 용선 손실 방어를 위해 단기 용선을 확보했다. 장기 용선 확대를 통한 이익 레버리지 극대화 전략은 여전히 유효하다. 2분기부터 벌크 시장 강세가 이어짐에 따라, '21~'22년처럼 장기 용선 확대가 가능해질 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 8,000원 유지

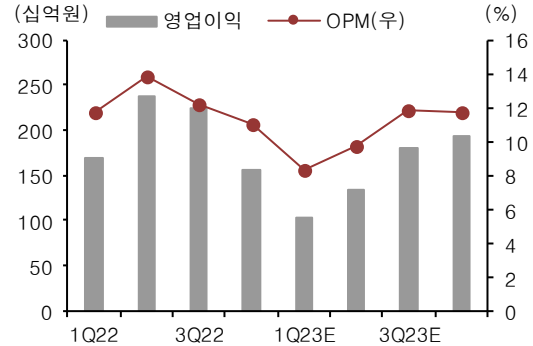
동사에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 8,000원을 유지한다. 최근 BDI가 1,500p 수준에서 지지되고 있음에도 동사의 주가는 하락했다. 1~2월 BDI 500~600 수준일 때 주가가 버텼다는 점을 감안했을 때, '셀온' 플레이가 나온 것으로 판단된다. 이제는 과거처럼 동사의 주가는 BDI와 동행할 가능성이 크다.

그림 1 팬오션 매출액 추이 및 전망



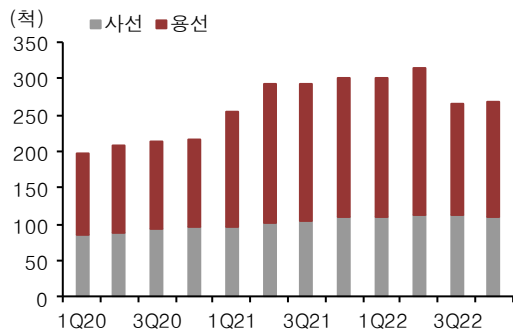
자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 2 팬오션 영업이익 추이 및 전망



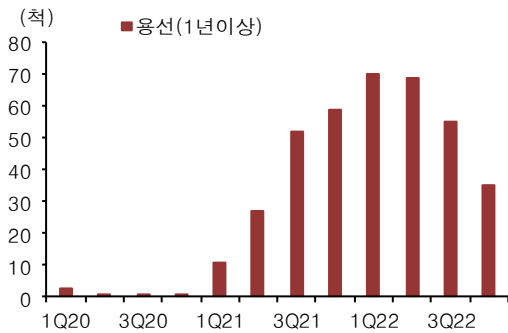
자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 3 팬오션 운용선대 변화 추이



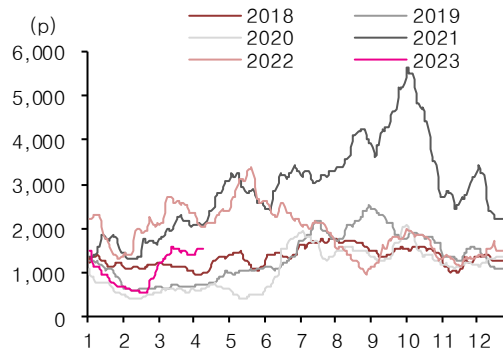
자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 4 팬오션 용선(1년 이상) 추이



자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 5 BDI 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 6 중국 철광석 항만 재고 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 1 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,441	1,722	1,837	1,421	1,251	1,385	1,526	1,640	6,420	5,802	6,295
YoY(%)	111.9	52.4	38.3	-3.9	-13.2	-19.6	-16.9	15.4	39.1	-9.6	8.5
QoQ(%)	-2.5	19.5	6.6	-22.6	-11.9	10.7	10.2	7.5			
[매출구성]											
벌크	1,055	1,298	1,432	1,038	886	980	1,139	1,269	4,824	4,275	4,707
컨테이너	126	131	131	121	100	94	84	76	509	353	291
유조선	51	67	87	100	94	89	93	92	306	369	356
해운기타	99	38	22	13	12	12	12	12	172	49	47
곡물	126	211	200	165	172	226	221	192	702	811	950
기타	47	72	70	78	48	73	72	79	267	272	278
조정	-64	-95	-106	-95	-61	-91	-95	-80	-360	-327	-333
영업이익	169	239	224	157	104	134	181	194	790	613	712
OPM(%)	11.7	13.9	12.2	11.1	8.3	9.7	11.8	11.8	12.3	10.6	11.3
YoY(%)	245.8	113.2	17.3	-28.8	-38.3	-43.8	-19.5	23.1	37.8	-22.4	16.2
QoQ(%)	-23.4	41.2	-6.0	-29.9	-33.7	28.6	34.7	7.1			
세전이익	163	225	168	132	107	130	162	188	688	587	682
YoY(%)	197.6	146.3	-6.5	-41.2	-34.5	-42.1	-3.3	42.3	25.0	-14.6	16.1
지배기업순이익	163	225	167	123	104	126	155	181	677	566	656
NPM(%)	11.3	13.1	9.1	8.6	8.3	9.1	10.2	11.0	10.5	9.8	10.4
YoY(%)	198.2	146.8	-6.8	-45.4	-36.0	-44.1	-6.9	47.9	23.3	-16.3	15.8
QoQ(%)	-27.5	38.1	-25.8	-26.5	-15.0	20.7	23.5	16.7			
평균 KRW/USD	1,206	1,261	1,341	1,245	1,276	1,275	1,260	1,250	1,263	1,265	1,205
평균 BDI	2,041	2,530	1,655	1,523	1,011	1,750	2,500	2,600	1,937	1,965	2,400

자료: 흥국증권 리서치센터

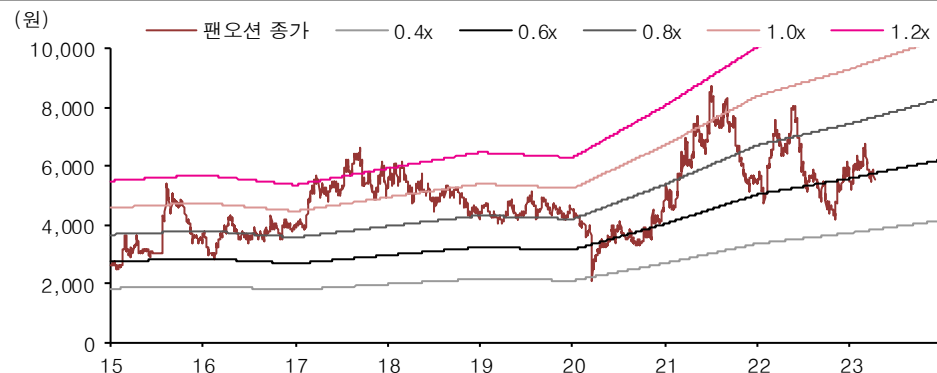
표 2 팬오션 실적 비교표

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		Consensus	
	1Q22	4Q22	1Q23E	(YoY)	(QoQ)	1Q23E	Diff.
매출액	1,441	1,421	1,251	-13.2%	-11.9%	1,187	5.4%
영업이익	169	157	104	-38.3%	-33.7%	123	-15.0%
세전이익	163	132	107	-34.4%	-18.9%	102	4.5%
순이익	163	123	104	-36.0%	-15.0%	102	2.6%

자료: 팬오션, 흥국증권 리서치센터

그림 7 팬오션 12개월 선행 PBR Band



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,616	6,420	5,802	6,295	6,624
증가율 (Y-Y,%)	84.9	39.1	(9.6)	8.5	5.2
영업이익	573	790	613	712	761
증가율 (Y-Y,%)	154.4	37.8	(22.4)	16.2	6.8
EBITDA	933	1,456	1,147	1,088	1,145
영업외손익	(23)	(102)	(26)	(30)	(46)
순이자수익	(42)	(63)	(46)	(54)	(50)
외화관련손익	(4)	0	(8)	(7)	(8)
지분법손익	9	27	12	14	15
세전계속사업손익	550	688	587	682	714
당기순이익	549	677	566	656	687
지배기업당기순이익	549	677	566	656	687
증가율 (Y-Y,%)	493.7	23.3	(16.4)	15.9	4.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	20.0	37.5	32.4	10.9	1.0
영업이익증가율(3Yr)	41.1	55.5	39.6	7.5	(1.2)
EBITDA증가율(3Yr)	35.8	52.2	36.3	5.2	(7.7)
순이익증가율(3Yr)	54.6	66.1	84.1	6.1	0.5
영업이익률(%)	12.4	12.3	10.6	11.3	11.5
EBITDA마진(%)	20.2	22.7	19.8	17.3	17.3
순이익률 (%)	11.9	10.5	9.8	10.4	10.4
NOPLAT	572	777	591	685	732
(+) Dep	360	666	534	376	384
(-) 운전자본투자	141	174	0	20	15
(-) Capex	334	345	311	338	356
OpFCF	458	925	813	703	745

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,359	1,834	2,456	3,048	3,724
현금성자산	532	755	1,313	1,901	2,516
매출채권	252	275	298	281	302
재고자산	108	129	143	135	145
비유동자산	5,130	5,715	5,504	5,479	5,463
투자자산	160	263	274	285	297
유형자산	4,963	5,444	5,222	5,185	5,157
무형자산	6	7	8	9	9
자산총계	6,489	7,549	7,960	8,526	9,188
유동부채	1,149	1,227	1,300	1,298	1,360
매입채무	379	420	473	445	479
유동성이자부채	534	532	542	557	572
비유동부채	1,743	1,830	1,682	1,674	1,667
비유동이자부채	1,717	1,808	1,660	1,653	1,645
부채총계	2,892	3,056	2,982	2,973	3,027
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	851	1,475	1,960	2,536	3,143
자본조정	269	541	541	541	541
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	3,597	4,493	4,978	5,554	6,161
투하자본	5,178	5,896	5,679	5,666	5,658
순차입금	1,718	1,585	889	308	(299)
ROA	9.9	9.6	7.3	8.0	7.8
ROE	17.2	16.7	12.0	12.5	11.7
ROIC	12.5	14.0	10.2	12.1	12.9

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	1,028	1,267	1,059	1,227	1,285
BPS	6,728	8,404	9,313	10,390	11,525
DPS	100	150	150	150	150
Multiples(x,%)					
PER	5.3	4.5	5.3	4.5	4.3
PBR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	4.9	3.2	3.4	3.0	2.3
배당수익율	1.8	2.6	2.7	2.7	2.7
PCR	3.1	2.1	2.7	2.9	2.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	80.4	68.0	59.9	53.5	49.1
Net debt/Equity	47.8	35.3	17.9	5.6	n/a
Net debt/EBITDA	184.1	108.9	77.5	28.3	n/a
유동비율	118.2	149.5	188.9	234.8	273.9
이자보상배율	13.5	12.6	13.2	13.1	15.1
이자비용/매출액	0.9	1.2	1.0	1.1	1.0
자산구조					
투하자본(%)	88.2	85.3	78.2	72.2	66.8
현금+투자자산(%)	11.8	14.7	21.8	27.8	33.2
자본구조					
차입금(%)	38.5	34.2	30.7	28.5	26.5
자기자본(%)	61.5	65.8	69.3	71.5	73.5

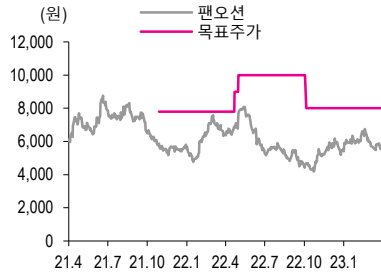
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	768	1,411	1,088	997	1,041
당기순이익	549	677	566	656	687
자산상각비	360	666	534	376	384
운전자본증감	(129)	30	(0)	(20)	(15)
매출채권감소(증가)	(85)	(5)	(23)	17	(21)
재고자산감소(증가)	(44)	(14)	(14)	8	(10)
매입채무증감(감소)	81	(9)	52	(28)	34
투자현금	(351)	(577)	(312)	(337)	(354)
단기투자자산감소	0	0	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	(31)	5	5	7	7
설비투자	(334)	(345)	(311)	(338)	(356)
유무형자산감소	0	16	(2)	(2)	(2)
재무현금	(158)	(643)	(218)	(73)	(72)
차입금증가	(121)	(572)	(138)	7	8
자본증가	(27)	(53)	(80)	(80)	(80)
배당금지급	27	53	80	80	80
현금 증감	284	223	558	587	615
총현금흐름(Gross CF)	947	1,461	1,088	1,017	1,056
(-) 운전자본증가(감소)	141	174	0	20	15
(-) 설비투자	334	345	311	338	356
(+) 자산매각	0	16	(2)	(2)	(2)
Free Cash Flow	473	957	775	658	684
(-) 기타투자	31	(5)	(5)	(7)	(7)
잉여현금	442	962	780	664	691

팬오션 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-08	Buy	7,800	(22.8)	(2.8)
2022-05-03	담당자 변경			
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	(30.1)	(15.5)
2023-04-12	Buy	8,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 03월 31일 기준)

Buy (96.8%)	Hold (3.2%)	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, 대어, 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