



BUY (유지)

목표주가(12M) 6,800원
현재주가(2.08) 4,490원

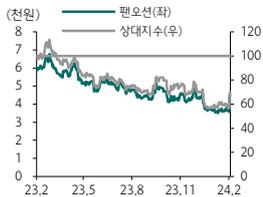
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,620.32
52주 최고/최저(원)	6,760/3,510
시가총액(십억원)	2,400.2
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	534,569.5
60일 평균 거래량(천주)	9,885.3
60일 평균 거래대금(십억원)	41.2
외국인지분율(%)	15.38
주요주주 지분율(%)	
하림지주 외 13인	54.92
국민연금공단	5.74

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,478.1	4,575.9
영업이익(십억원)	423.8	470.2
순이익(십억원)	311.6	377.5
EPS(원)	581	712
BPS(원)	9,115	9,645

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023	2024F
매출액	4,616.1	6,420.3	4,361.0	4,463.1
영업이익	572.9	789.6	385.9	472.9
세전이익	550.4	688.0	248.5	347.7
순이익	549.3	677.1	245.1	345.3
EPS	1,028	1,267	458	646
증감율	494.22	23.25	(63.85)	41.05
PER	5.26	4.52	8.16	6.95
PBR	0.80	0.68	0.40	0.46
EV/EBITDA	4.91	2.99	8.80	7.08
ROE	17.16	16.74	5.19	6.76
BPS	6,728	8,404	9,273	9,834
DPS	100	150	85	85



Analyst 박성봉 sbpark@hanafn.com
RA 도승환 shdo5568@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 13일 | 기업분석_ Earnings Review

팬오션 (028670)

4분기 아쉬운 영업전략, HMM 인수 결렬 긍정적

운임 상승에도 아쉬운 영업전략으로 4분기 영업이익의 시장기대치 하회

2023년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 1.0조원(YoY -27.6%, QoQ -7.5%)과 687억원(YoY -56.3%, QoQ -13.5%)으로 영업이익은 시장기대치를 하회했다.

건화물선 운임지수(BDI)가 지난 3분기대비 큰 폭으로 상승하여 평균 2,033포인트(YoY +33.5%, QoQ +70.3%)를 기록했음에도 불구하고, 팬오션은 연말 업황 하락 전망에 베풀었던 것으로 파악된다. 화물을 많이 잡는 반면, 용선 선대를 큰 폭으로 축소시키면서 운임 상승이 오히려 영업실적에 부정적으로 작용했다. 참고로 사선 포함 팬오션의 전체 운용선대는 3분기말 240척에서 4분기말에는 231척을 기록했다. 한편, 컨테이너선 부문은 적자 규모가 3분기 대비 축소되었고 탱커선 부문은 3분기와 유사한 영업이익을 기록했다.

1분기 건화물선 운임, 예상되었던 조정 진행 중

지난 12월초 일시적으로 3,000포인트를 상회했던 건화물선 운임(BDI)이 이후 하락세로 전환해 2월 중순 현재 1,000포인트 증반을 기록 중이다. 12월초까지는 1) 중국 정부의 경기 부양에 따른 철강 수요 회복 기대감과 2) 중국 항만의 낮은 수준의 철광석 재고 및 3) 올해부터 적용 예정인 EU ETS를 회피하기 위해 연말까지 성약을 체결하기 위한 움직임이 많았기 때문에 건화물선 운임이 상승했다. 하지만 실질적인 물동량 증가가 동반되지 못한 운임 상승은 결국 오래가지 못했고 12월 중순부터 운임 하락이 지속되었다. 하지만 현재 운임도 계절적 비수기임을 감안하면 결코 낮은 수준은 아니다. 1분기 평균 BDI는 1,428포인트를, 팬오션의 영업이익은 805억원(YoY -28.6%, QoQ +17.1%)을 기록할 전망이다.

투자의견 'BUY'와 목표주가 6,800원 유지

팬오션에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 6,800원을 유지한다. 최근 2개월간 팬오션의 주가 변동성이 확대되었는데 이는 모기업인 하림그룹이 컨소시엄을 통해 HMM 인수 우선협상 대상자로 선정되면서 팬오션의 대규모 증자 우려가 커졌기 때문이다. 하지만 지난주 인수 협상이 최종적으로 결렬된 상황으로 증자 우려가 해소되면서 주가는 다시 원래 수준으로 회복했다. 향후 주가 방향성은 업황에 따른 영업실적에 의해 결정될 것으로 예상되는데 하반기로 갈수록 중국의 철강 수요 회복과 노후선 폐선 가속화로 우호적인 영업환경이 기대된다. 현재 주가는 PBR 0.5배로 밴드 하단 수준으로 밸류에이션 부담도 제한적이라 판단된다.

운임 상승에도 아쉬운 영업전략으로 4분기 영업이익 시장기대치 하회

**4Q23 영업이익 687억원
(YoY -56.3%, QoQ -13.5%)**

시장 컨센서스 하회

2023년 4분기 팬오션의 매출액과 영업이익은 각각 1.0조원(YoY -27.6%, QoQ -7.5%)과 687억원(YoY -56.3%, QoQ -13.5%)으로 영업이익은 시장기대치를 하회했다. 건화물선 운임지수(BDI)가 지난 3분기대비 큰 폭으로 상승하여 평균 2,033포인트(YoY +33.5%, QoQ +70.3%)를 기록했음에도 불구하고, 팬오션은 연말 업황 하락 전망에 베팅한 것으로 파악된다. 화물을 많이 잡는 대신 용선 선대를 큰 폭으로 축소시키면서 운임 상승이 오히려 영업실적에 부정적으로 작용했다. 참고로 사선 포함 팬오션의 전체 운용선대는 3분기말 240척에서 4분기말에는 231척을 기록했다. 한편, 컨테이너선 부문은 적자 규모가 3분기대비 축소된 반면, 탱커선 부문은 3분기와 유사한 영업이익을 기록했다.

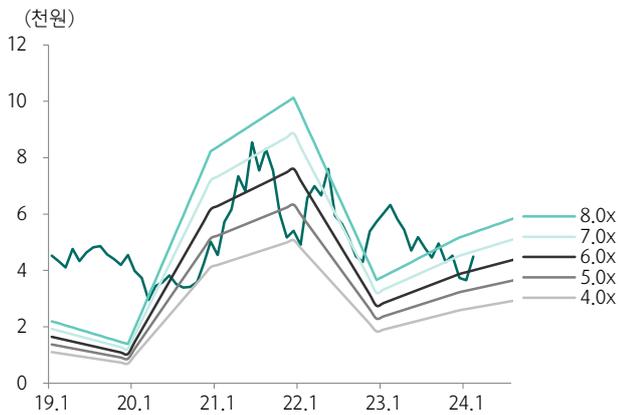
도표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
BDI(pt)	1,011	1,313	1,194	2,033	1,428	1,550	1,879	1,639	1,937	1,388	1,624
매출	996.4	1,224.7	1,111.6	1,028.2	988.2	1,113.3	1,217.0	1,144.6	6,420.3	4,361.0	4,463.1
영업이익	112.6	125.0	79.5	68.7	80.5	111.8	145.6	135.1	789.6	385.9	472.9
세전이익	113.4	92.2	24.8	18.1	76.8	79.6	91.5	99.9	688.0	248.5	347.7
순이익	113.2	91.9	24.5	15.5	76.6	79.5	90.4	98.8	677.1	245.1	345.3
영업이익률(%)	11.3	10.2	7.1	6.7	8.1	10.0	12.0	11.8	12.3	8.8	10.6
세전이익률(%)	11.4	7.5	2.2	1.8	7.8	7.1	7.5	8.7	10.7	5.7	7.8
순이익률(%)	11.4	7.5	2.2	1.5	7.8	7.1	7.4	8.6	10.5	5.6	7.7

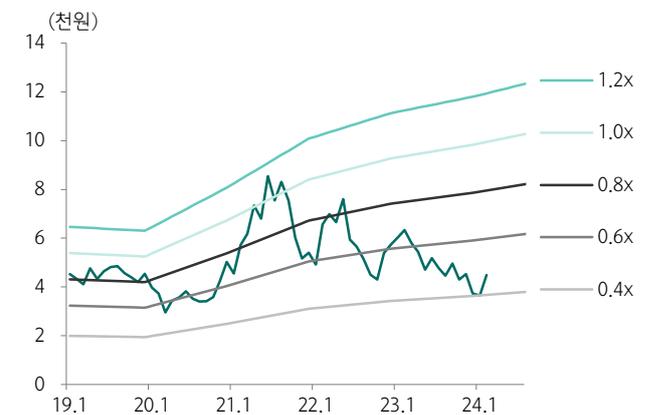
자료: 하나증권

도표 2. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권

도표 3. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,616.1	6,420.3	4,361.0	4,463.1	4,674.7
매출원가	3,950.4	5,520.4	3,873.7	3,887.3	4,022.5
매출총이익	665.7	899.9	487.3	575.8	652.2
판매비	92.8	110.3	101.4	102.9	107.7
영업이익	572.9	789.6	385.9	472.9	544.5
금융손익	(29.9)	(53.6)	(94.3)	(101.3)	(103.3)
중속/관계기업손익	12.6	18.5	(6.5)	(2.5)	(2.5)
기타영업외손익	(5.3)	(66.5)	(36.6)	(21.5)	(21.5)
세전이익	550.4	688.0	248.5	347.7	417.3
법인세	1.1	10.9	3.4	2.4	2.9
계속사업이익	549.3	677.1	245.1	345.3	414.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	549.3	677.1	245.1	345.3	414.4
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	549.3	677.1	245.1	345.3	414.4
지배주주지분포괄이익	816.9	950.4	544.7	345.3	414.4
NOPAT	571.8	777.1	380.6	469.6	540.7
EBITDA	933.3	1,455.9	385.9	472.9	544.5
성장성(%)					
매출액증가율	84.85	39.08	(32.07)	2.34	4.74
NOPAT증가율	157.34	35.90	(51.02)	23.38	15.14
EBITDA증가율	106.07	55.99	(73.49)	22.54	15.14
영업이익증가율	154.40	37.83	(51.13)	22.54	15.14
(지배주주)순이익증가율	493.84	23.27	(63.80)	40.88	20.01
EPS증가율	494.22	23.25	(63.85)	41.05	19.97
수익성(%)					
매출총이익률	14.42	14.02	11.17	12.90	13.95
EBITDA이익률	20.22	22.68	8.85	10.60	11.65
영업이익률	12.41	12.30	8.85	10.60	11.65
계속사업이익률	11.90	10.55	5.62	7.74	8.86

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,028	1,267	458	646	775
BPS	6,728	8,404	9,273	9,834	10,524
CFPS	1,772	2,733	1,378	1,312	1,439
EBITDAPS	1,746	2,724	722	885	1,019
SPS	8,635	12,010	8,158	8,349	8,745
DPS	100	150	85	85	85
주가지표(배)					
PER	5.26	4.52	8.16	6.95	5.79
PBR	0.80	0.68	0.40	0.46	0.43
PCFR	3.05	2.10	2.71	3.42	3.12
EV/EBITDA	4.91	2.99	8.80	7.08	6.04
PSR	0.63	0.48	0.46	0.54	0.51
재무비율(%)					
ROE	17.16	16.74	5.19	6.76	7.62
ROA	9.85	9.65	3.13	4.17	4.78
ROIC	12.58	14.44	6.51	7.52	8.25
부채비율	80.40	68.03	63.43	60.57	58.31
순부채비율	46.92	28.87	28.21	27.96	25.10
이자보상배율(배)	13.15	10.38	3.79	1.13	1.31

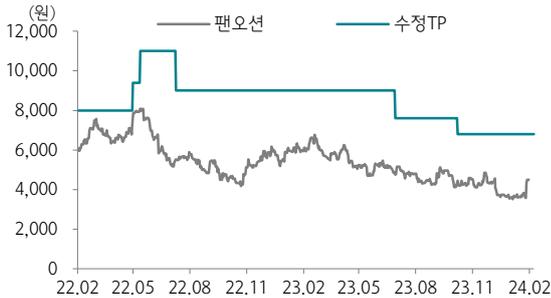
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	1,358.7	1,834.2	1,842.0	1,816.3	1,973.4
금융자산	563.2	1,043.2	1,230.6	1,140.6	1,264.7
현금성자산	521.6	744.6	936.1	845.2	968.9
매출채권	249.2	268.3	194.2	216.2	227.4
재고자산	108.2	129.1	93.4	104.0	109.4
기타유동자산	438.1	393.6	323.8	355.5	371.9
비유동자산	5,130.1	5,714.7	6,259.5	6,625.0	6,933.0
투자자산	147.1	226.5	172.7	188.2	196.2
금융자산	20.1	81.8	67.9	71.6	73.5
유형자산	4,963.3	5,444.1	6,035.4	6,385.4	6,685.4
무형자산	6.5	7.2	10.8	10.8	10.8
기타비유동자산	13.2	36.9	40.6	40.6	40.6
자산총계	6,488.8	7,548.9	8,101.4	8,441.3	8,906.4
유동부채	1,149.4	1,226.8	1,229.1	1,317.3	1,362.5
금융부채	533.7	532.2	729.3	761.0	777.2
매입채무	236.8	242.4	175.4	195.3	205.4
기타유동부채	378.9	452.2	324.4	361.0	379.9
비유동부채	1,742.5	1,829.6	1,915.2	1,867.0	1,917.9
금융부채	1,717.2	1,807.9	1,899.5	1,849.5	1,899.5
기타비유동부채	25.3	21.7	15.7	17.5	18.4
부채총계	2,891.9	3,056.3	3,144.3	3,184.4	3,280.5
지배주주지분	3,596.8	4,492.6	4,957.1	5,257.0	5,625.9
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
자본조정	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
기타포괄이익누계액	266.5	538.9	838.8	838.8	838.8
이익잉여금	851.3	1,474.7	1,639.3	1,939.2	2,308.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,596.8	4,492.6	4,957.1	5,257.0	5,625.9
순금융부채	1,687.7	1,296.9	1,398.3	1,470.0	1,412.1

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	767.7	1,410.8	622.1	276.3	349.5
당기순이익	549.3	677.1	245.1	345.3	414.4
조정	347.4	703.4	279.8	(65.1)	(62.9)
감가상각비	360.4	666.3	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(10.1)	(10.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(8.9)	(26.6)	0.0	0.0	0.0
기타	6.0	73.9	279.8	(65.1)	(62.9)
영업활동 자산부채변동	(129.0)	30.3	97.2	(3.9)	(2.0)
투자활동 현금흐름	(351.2)	(577.4)	(113.3)	(301.3)	(245.5)
투자자산감소(증가)	(34.1)	(60.8)	59.5	(15.6)	(8.0)
자본증가(감소)	(333.4)	(328.0)	(186.2)	(350.0)	(300.0)
기타	16.3	(188.6)	13.4	64.3	62.5
재무활동 현금흐름	(158.0)	(642.7)	(341.7)	(63.7)	20.8
금융부채증가(감소)	761.2	89.2	288.8	(18.3)	66.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(892.5)	(678.4)	(550.3)	(0.0)	(0.0)
배당지급	(26.7)	(53.5)	(80.2)	(45.4)	(45.4)
현금의 증감	284.0	223.0	222.4	(90.8)	123.8
Unlevered CFO	947.0	1,460.8	736.6	701.3	769.4
Free Cash Flow	434.0	1,066.1	433.9	(73.7)	49.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.10.19	BUY	6,800		
23.7.10	BUY	7,600	-38.99%	-32.11%
22.7.21	BUY	9,000	-39.60%	-24.89%
22.5.24	BUY	11,000	-41.93%	-26.55%
22.5.12	BUY	9,400	-15.67%	-15.21%
22.1.27	BUY	8,000	-17.98%	-5.25%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 2월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2024년 2월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.52%	6.02%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 02월 10일