

# 팬오션 (028670.KS)

## 중고선가 급등, 저평가 매력 부각

벌크 중고선가 지수가 2011년 3월 이후 역대 최고치 경신. 벌크선 시장 개선 기대감, 환경 규제를 앞두고 연비가 좋은 선박 중심으로 가치 상승. 글로벌 주요 벌크 선사 대비 과도한 저평가 국면으로 판단

**Analyst 정연승**  
02)768-7882, ys.jung@nhqv.com  
**RA 광재혁**  
02)2229-6879, jh.gwak@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

### 벌크 중고선가 지수, 2011년 3월 이후 역대 최고치 경신

2월 23일 기준, 벌크 중고선가 지수는 195.37p로 2011년 3월 이후 역대 최고치를 경신. 거래량을 동반하는 선가 상승이므로 당분간 상승 추세가 이어질 전망이다. 중고 벌크선 가격 상승 요인은 1) 시장 개선 기대감, 2) 5월부터 시작되는 환경규제(탄소집약도-CII)를 앞두고 선사들의 선대 재편으로 인한 것으로 추정

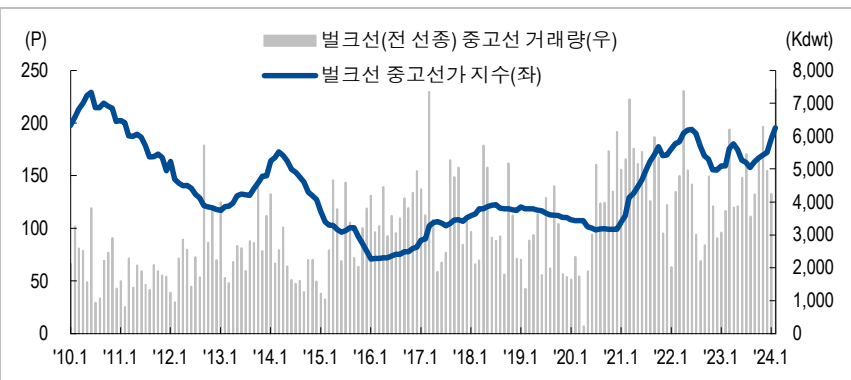
2월 23일 기준, BDI 지수는 1,866p(+111% y-y)로 견조한 수요로 인해 비수기 시즌임에도 불구하고 견조. 중국 정부의 경기 부양책 기대감, 위안화 강세에 따른 원자재 구매력 상승 영향으로 수요자들의 재고 확충이 진행되고 있기 때문

24년 5월말까지 탄소집약도 규제에 따른 선박별 등급 발표가 예정. 20년 이상 된 선박(전체 선박의 8%)들은 D, E등급을 받을 가능성이 높음. 노후선 활용에 대한 제약이 점진적으로 높아질 전망이며, 환경 규제를 충족할 수 있는 고연비(Eco 등급) 선박의 가치 상승. 중고선가 상승을 감안한 동사의 보유 선박의 가치는 22년말 대비 현재 1.1~1.2조원 정도 상승 추정(현재 보유 선대 기준)

### 비교 기업 대비 Valuation 측면에서 과도한 저평가 영역

팬오션 주가는 24년 기준 PBR 0.49배로 글로벌 Peer 대비 0.98배 대비 절반 수준. 팬오션의 24년 배당수익률은 3.3%로 글로벌 비교 기들의 평균 9.0% 대비 낮으나, 창출된 이익을 최근 수위가 증가하는 LNG선 확장에 활용함으로써, 이익의 지속가능성은 높아짐. 밸류에이션 측면에서 과도한 저평가 영역으로 판단

### 벌크 중고선가 지수 및 거래량 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

## Buy (유지)

**목표주가** 6,300원 (유지)  
**현재가 (24/02/26)** 4,580원

업종	운수창고업
KOSPI / KOSDAQ	2647.08 / 867.4
시가총액(보통주)	2,448.3십억원
발행주식수(보통주)	534.6백만주
52주 최고가('23/03/02)	6,760원
최저가('24/01/16)	3,510원
평균거래대금(60일)	43,696백만원
배당수익률(2023E)	2.3%
외국인지분율	14.7%
<b>주요주주</b>	
하림지주 외 12 인	54.9%
국민연금공단	5.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	8.5	5.7	-30.8
상대수익률 (%p)	2.4	0.5	-36.7

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	6,420	4,361	5,167	5,575
증감률	39.1	-32.1	18.5	7.9
영업이익	790	386	480	598
증감률	37.8	-51.1	24.4	24.6
영업이익률	12.3	8.8	9.3	10.7
(지배지분)순이익	677	246	372	534
EPS	1,267	459	696	998
증감률	23.3	-63.7	51.5	43.4
PER	4.5	8.1	6.6	4.6
PBR	0.7	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.0	3.1	3.2	2.7
ROE	16.7	5.3	7.7	10.2
부채비율	68.0	66.6	63.5	55.3
순차입금	1,374	1,293	1,354	1,083

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## Summary

팬오션은 1966년 설립된 글로벌 Top-Tier 벌크선사. 벌크선 인도 감소와 중국 정부의 경기부양을 위한 재정정책 및 이에 따른 원자재 수요 개선이 결합되면서 중장기 벌크선 수급 개선 기대. 보유한 유동성을 기반으로 LNG선 발주 및 글로벌 에너지 기업과 장기용선계약 체결. 벌크선을 통한 이익창출과 LNG선을 통한 에너지 수송 사업 영역 확장 목표

## Share price drivers/Earnings Momentum

- 중국 내 철강 가격 상승 및 수요 증가. 이에 따른 철광석 수요 증가
- 글로벌 경기 부양책 실시에 따른 원자재 수요 회복
- 벌크선 신조선 인도량 감소, 선박 해체 증가, 환경규제로 인한 벌크선 가동 제한으로 공급 제약 효과 발생
- 원자재 공급처 다변화 및 지정학적 이슈에 따른 수송 거리 확대

## Downside Risk

- 글로벌 경기 둔화에 따른 원자재 수요 감소
- 중장기 석탄 수요 감소에 따른 벌크선 수요 감소
- 환경 규제 대응 미흡에 따른 보유 선박 활용성 저하

## Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
팬오션	6.6	4.6	0.5	0.5	7.7	10.2
Genco Shipping	10.8	7.7	1.2	1.4	11.0	17.6
Pacific Basin	8.5	6.0	0.8	0.7	9.2	12.5
Star Bulk Carrier	6.4	5.2	1.1	1.1	17.6	20.5
Golden Ocean	10.8	7.7	1.2	1.4	11.0	17.6

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

## Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023P	2024E	2025F
PER	5.3	4.5	8.1	6.6	4.6
PBR	0.8	0.7	0.4	0.5	0.5
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	17.2	16.7	5.3	7.7	10.2
ROIC	12.8	14.5	6.8	8.1	9.6

자료: NH투자증권 리서치본부

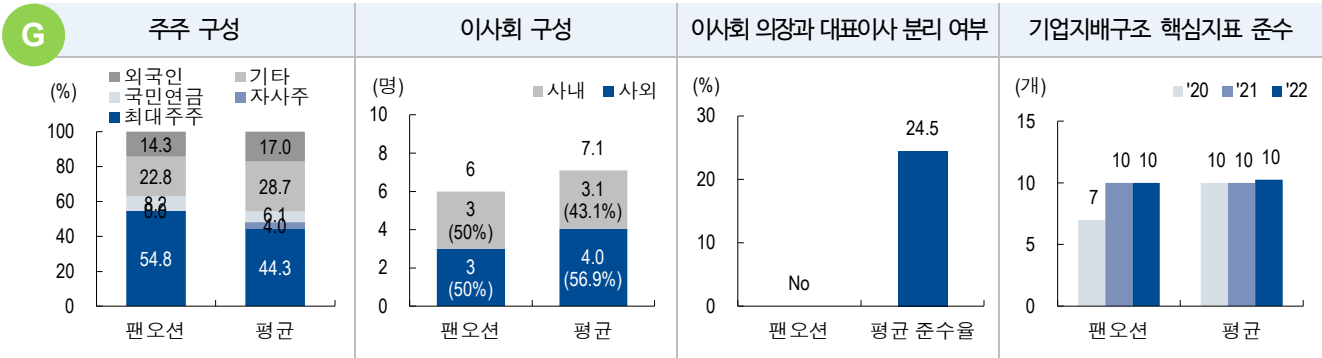
## Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

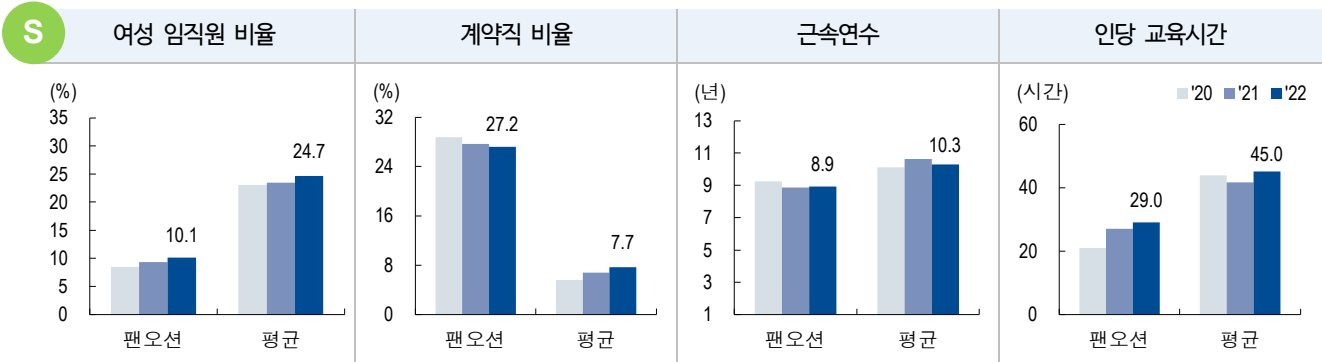
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,646	1,819	1,874	2,336	2,668	2,468	2,497	4,616	6,420
영업이익	216	229	168	195	204	210	225	573	790
영업이익률(%)	13.1	12.6	9.0	8.3	7.6	8.5	9.0	12.4	12.3
세전이익	790	48	99	143	149	148	92	550	688
순이익	786	46	97	141	149	148	91	549	677
지배지분순이익	786	46	98	143	152	152	93	549	677
EBITDA	375	392	337	363	372	413	453	933	1,456
CAPEX	42	55	99	106	165	217	290	334	345
Free Cash Flow	346	251	152	155	103	188	181	434	1,066
EPS(원)	6,060	125	184	268	285	284	173	1,028	1,267
BPS(원)	8,301	4,533	4,754	4,469	4,946	5,400	5,250	6,728	8,404
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	50	100	150
순차입금	-441	67	204	163	908	984	1,210	1,511	1,374
ROE(%)	110.6	2.4	4.0	5.8	6.1	5.5	3.3	17.2	16.7
ROIC(%)	12.2	6.2	4.4	5.4	6.0	5.9	5.9	12.8	14.5
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	28.9	9.7	11.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.8	2.6
순차입금 비율(%)	-31.0	2.7	7.9	6.8	34.1	33.9	43.1	42.0	30.6

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

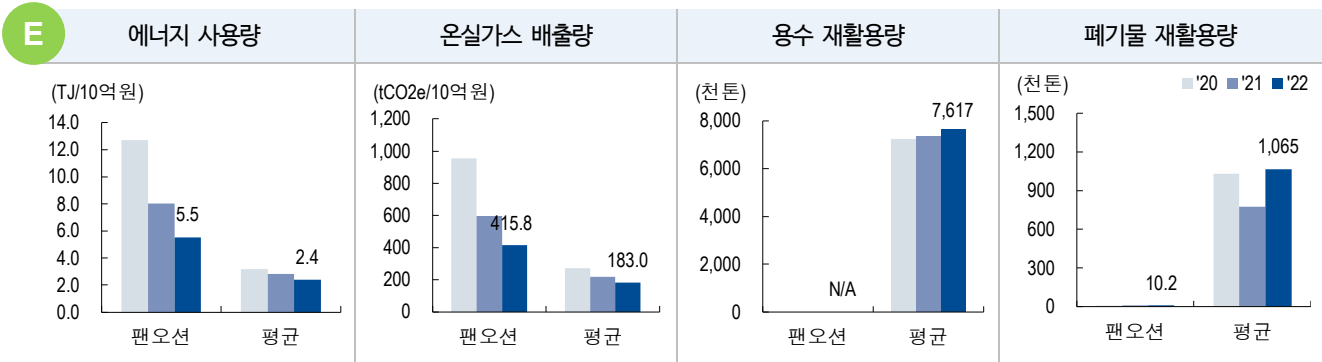
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 팬오션, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2018.1	- 노르웨이 연금기금 환경오염 유발 및 인권침해 의혹 등 윤리기준 위반을 이유로 팬오션을 관찰 대상에 포함
	2021.5	- 세계 최초 풍력보조추진 선박 운항 도입. Vale社의 장기운송계약을 수행할 초대형광탄선에 로터세일 설비부착
	2023.3	- 노르웨이 국부펀드는 팬오션에 대해서 선박 해체 관련 환경, 인권 침해 해소 확인을 위해 관찰 기간 4년 연장
S	2020.2	- 한국해양대학교 학생이 해외 승선 실습 중 고열로 인해 5일 만에 사망. 이에 동사의 부실 대응 논란
G	2013.6	- 팬오션(과거 STX계열) 법정관리 절차 돌입. 2015년 7월 하림그룹으로 편입되면서 법정관리 종결
	2019.12	- 에코캐피탈이 팬오션에 공정거래법을 위반한 의결권 행사함에 따라 공정위는 하림에 시정명령을 내림
	2020.11	- 한국기업지배구조원(KCGS)이 2020년 상장기업 ESG 평가에서 팬오션의 지배구조 등급을 A로 상향

자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부

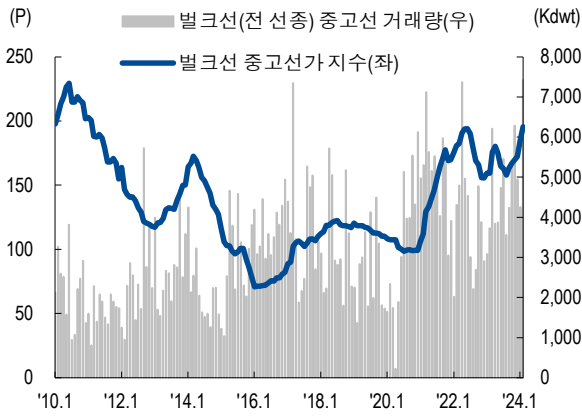
표1. 팬오션 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	6,420	4,361	5,167	5,575
영업이익	790	386	480	598
영업이익률	12.3	8.8	9.3	10.7
EBITDA	1,456	1,059	1,192	1,320
(지배지분)순이익	677	246	372	534
EPS	1,267	459	696	998
PER	4.5	8.1	6.6	4.6
PBR	0.7	0.4	0.49	0.5
EV/EBITDA	3.0	3.1	3.2	2.7
ROE	16.7	5.3	7.7	10.2

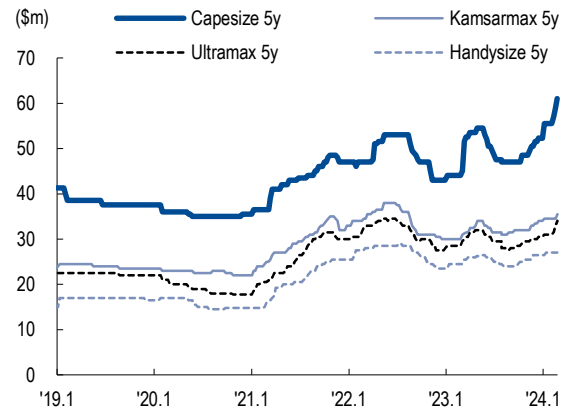
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 벌크선 중고선가 지수 및 거래량 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주요 선형별 5년 중고선 가격 추이



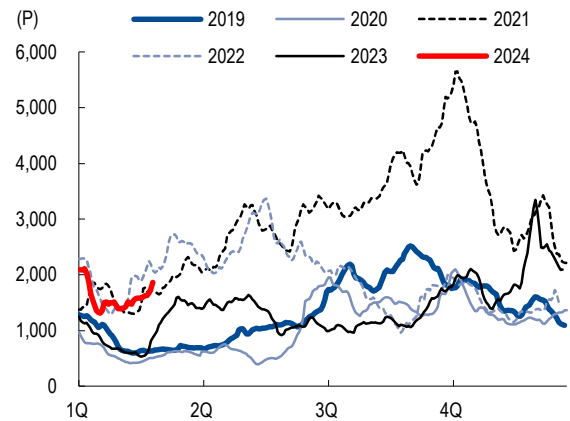
자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부

그림3. Baltic Dry Index 추이



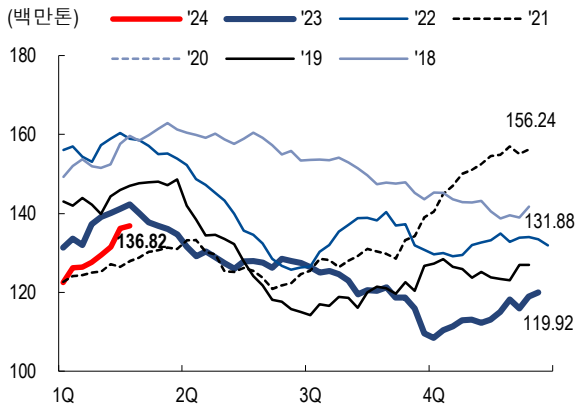
자료: Baltic Exchange, NH투자증권 리서치본부

그림4. 연도별 BDI 비교



자료: Baltic Exchange, NH투자증권 리서치본부

그림5. 중국 철광석 항구 재고 추이



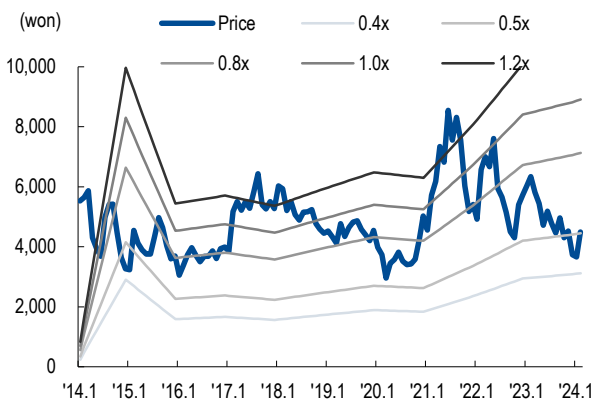
자료: Wind, NH투자증권 리서치본부

그림6. 중국 Credit Impulse 추이



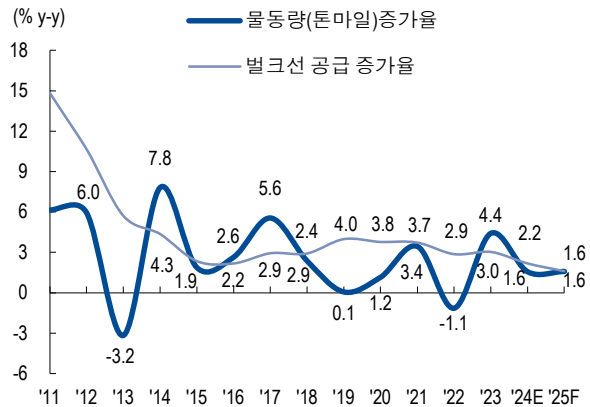
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림7. 팬오션 PBR Band 차트



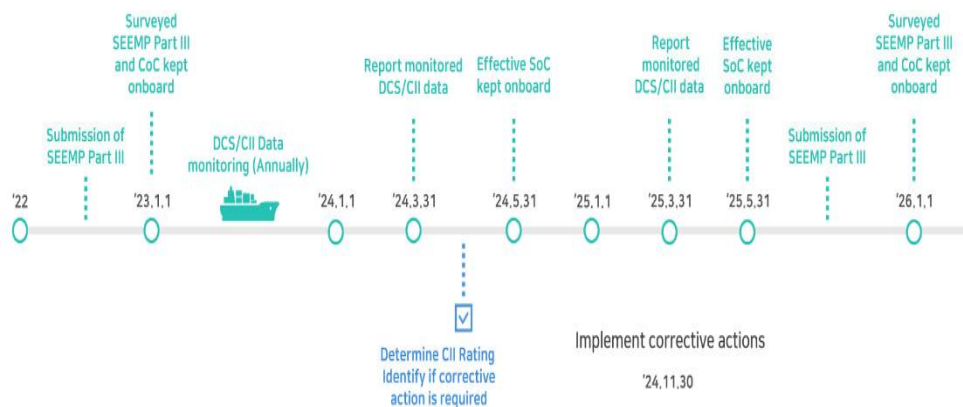
자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림8. 벌크선 연도별 수요, 공급 증가율 추이



자료: Clarkson, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 탄소집약도(CII) 규제 시행 일정



자료: 한국선급, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
매출액	6,420	4,361	5,167	5,575
증감률 (%)	39.1	-32.1	18.5	7.9
매출원가	5,520	3,856	4,547	4,821
매출총이익	900	505	621	754
Gross 마진 (%)	14.0	11.6	12.0	13.5
판매비와 일반관리비	110	119	141	156
영업이익	790	386	480	598
증감률 (%)	37.8	-51.1	24.4	24.6
OP 마진 (%)	12.3	8.8	9.3	10.7
EBITDA	1,456	1,059	1,192	1,320
영업외손익	-102	-137	-100	-51
금융수익(비용)	-54	-67	-85	-51
기타영업외손익	-67	-70	-16	0
중속, 관계기업관련손익	19	0	0	0
세전계속사업이익	688	249	380	547
법인세비용	11	3	8	14
계속사업이익	677	246	372	534
당기순이익	677	246	372	534
증감률 (%)	23.3	-63.7	51.5	43.4
Net 마진 (%)	10.5	5.6	7.2	9.6
지배주주지분 순이익	677	246	372	534
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	273	21	0	0
총포괄이익	950	267	372	534

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
PER(X)	4.5	8.1	6.6	4.6
PBR(X)	0.7	0.4	0.5	0.5
PCR(X)	2.1	2.0	2.1	1.9
PSR(X)	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(X)	3.0	3.1	3.2	2.7
EV/EBIT(X)	5.6	8.5	7.9	5.9
EPS(W)	1,267	459	696	998
BPS(W)	8,404	8,818	9,364	10,162
SPS(W)	12,010	8,158	9,666	10,429
자기자본이익률(ROE, %)	16.7	5.3	7.7	10.2
총자산이익률(ROA, %)	9.6	3.2	4.6	6.4
투자자본이익률(ROIC, %)	14.5	6.8	8.1	9.6
배당수익률(%)	2.6	2.3	3.3	4.4
배당성장률(%)	11.8	18.5	21.6	20.0
총현금배당금(십억원)	80.2	45.4	80.2	106.9
보통주 주당배당금(W)	150.0	85.0	150.0	200.0
순부채(현금)/자기자본(%)	30.6	27.4	27.0	19.9
총부채/자기자본(%)	68.0	66.6	63.5	55.3
이자발생부채	2,340	2,514	2,549	2,399
유동비율(%)	149.5	144.9	157.9	185.6
총발행주식수(mn)	534.6	534.6	534.6	534.6
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	5,730	3,735	4,580	4,580
시가총액(십억원)	3,063	1,997	2,448	2,448

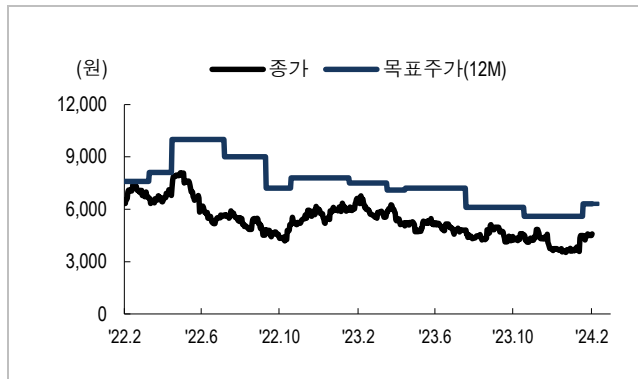
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
현금및현금성자산	745	952	928	1,050
매출채권	268	190	225	242
유동자산	1,834	1,758	1,800	1,971
유형자산	5,444	5,841	6,130	6,209
투자자산	226	227	227	227
비유동자산	5,715	6,096	6,384	6,463
자산총계	7,549	7,855	8,184	8,434
단기성부채	532	609	533	482
매입채무	242	174	215	223
유동부채	1,227	1,213	1,140	1,062
장기성부채	1,808	1,905	2,016	1,918
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	1,830	1,927	2,038	1,939
부채총계	3,056	3,141	3,178	3,002
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,475	1,675	1,967	2,393
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,493	4,714	5,006	5,432

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12P	2024/12E	2025/12F
영업활동 현금흐름	1,411	1,104	925	1,089
당기순이익	677	246	372	534
+ 유/무형자산상각비	666	673	712	722
+ 중속, 관계기업관련손익	-27	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	1	0
Gross Cash Flow	1,461	985	1,153	1,301
- 운전자본의증가(감소)	30	233	-99	-104
투자활동 현금흐름	-577	-690	-940	-737
+ 유형자산 감소	17	-20	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-345	-769	-1,000	-800
+ 투자자산의매각(취득)	-61	0	0	0
Free Cash Flow	1,066	335	-75	289
Net Cash Flow	833	414	-14	353
재무활동 현금흐름	-643	94	-11	-230
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-643	94	-11	-230
현금의증가	223	208	-25	123
기말현금 및 현금성자산	745	952	928	1,050
기말 순부채(순현금)	1,374	1,293	1,354	1,083

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.02.13	Buy	6,300원(12개월)	-	-
2023.11.13	Buy	5,600원(12개월)	-28.5%	-13.5%
2023.08.14	Buy	6,100원(12개월)	-26.7%	-16.1%
2023.04.12	Buy	7,200원(12개월)	-30.3%	-24.0%
2023.02.13	Buy	7,500원(12개월)	-20.3%	-9.9%
2022.11.14	Buy	7,800원(12개월)	-27.2%	-18.7%
2022.10.06	Buy	7,200원(12개월)	-36.7%	-28.9%
2022.08.02	Buy	9,000원(12개월)	-41.2%	-34.4%
2022.05.12	Buy	10,000원(12개월)	-34.6%	-19.1%
2022.02.14	Buy	8,100원(12개월)	-17.1%	-6.4%

## 팬오션 (028670.KS)



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2023년 12월 31일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
80.8%	19.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '팬오션'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.