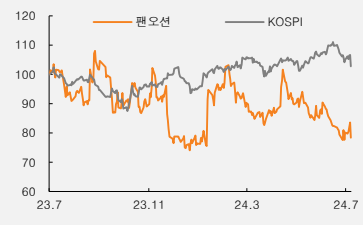


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	6,300원
현재주가(24/8/2)	3,715원
상승여력	69.6%

영업이익(24F,십억원)	456
Consensus 영업이익(24F,십억원)	491
EPS 성장률(24F,%)	47.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.0
P/E(24F,x)	5.5
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,676.19
시가총액(십억원)	1,986
발행주식수(백만주)	535
유동주식비율(%)	45.1
외국인 보유비중(%)	11.8
베타(12M) 일간수익률	0.28
52주 최저가(원)	3,510
52주 최고가(원)	5,120

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.1	-2.9	-21.8
상대주가	-7.6	-5.1	-23.5



[운송플랫폼/에너지]

류제현
jay.ryu@miraeasset.com

팬오션

드디어 현실화된 실적 개선

2Q24 Review: 7개 분기 만에 나타난 실적 턴어라운드

팬오션의 2Q24 매출액은 1조 2,334억원(0.7% YoY, 26.4% QoQ)를 기록했다. 전 분기 대비뿐만 아니라 전년 동기비로도 외형 증가에 성공했다. 최대 사업부문인 벌크선의 매출액(4.9% YoY)이 외형 성장을 주도하였다.

영업이익은 1,352억원(8% YoY)으로 당사(1,162억원) 및 시장 기대치(1,186억원)를 상회하였다. 7개 분기 만에 전년 동기비 실적 개선이 나타났다. 벌크선 부문의 영업이익(854억원, 11% YoY)과 시황 급등세가 나타난 컨테이너선(75억원), 탱커(383억원, 21% YoY) 모두 긍정적인 실적을 시현하였다.

하반기 비수기 종료, 2025년 환경 규제 효과 기대

최근 BDI가 1,700pt선까지 하락하는 등 전형적인 하절기 약세장이 나타나고 있다. 하지만 최근 중국이 고품질의 철광석, 석탄 수입 확대에 나서고 있어 있어 비수기를 벗어남과 동시에 시황 반등이 기대된다.

장기적으로는 환경규제에 따른 공급 부족 효과가 나타날 전망이다. 아직 CII규제 효과를 체감하지 못하고 있지만 EU가 탄소규제를 본격화(ETS)하는 등 먼저 움직이고 있어 2025년부터 규제 지역의 확산이 예상된다. 이 경우, 선사들은 저등급 선박 운행 중단에 본격적으로 나설 전망이다.

동사의 선대 확대 효과에도 주목한다. 뉴캐슬맥스 1척(11월), 울트라맥스 2척 등의 벌크선 확대 효과가 나타날 전망이다. LNG 선박 역시 7월부터 본격 인도, 3Q24부터 실적 반영이 시작될 것이다. 최근 MR탱커 시황이 다소 부진하지만, 26년부터 27년까지 원가 경쟁력 있는 선대가 추가되며 시황 부진 효과가 최소화될 전망이다.

목표주가 6,300원 및 매수 의견 유지

팬오션에 대한 목표주가 6,300원(EV/EBITDA 4배 유지)과 매수 의견을 유지한다. 2Q24 실적 호조 및 LNG선 실적 개선을 가능성을 반영, 2024년 및 2025년 영업이익 전망치를 소폭 상향조정하였다. 지지부진한 벌크선 시황을 반영하며, 주가는 여전히 절대적 저평가 상태(PBR 0.4배, PER 5배)이다. 하반기 BDI 반등 및 실적 개선 기조를 감안할 때, 3Q24부터 보다 적극적인 매수 관점의 접근이 필요하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	6,420	4,361	4,786	5,112	5,309
영업이익 (십억원)	790	386	456	477	496
영업이익률 (%)	12.3	8.9	9.5	9.3	9.3
순이익 (십억원)	677	245	361	406	426
EPS (원)	1,267	458	675	760	796
ROE (%)	16.7	5.3	7.2	7.5	7.3
P/E (배)	4.5	8.1	5.5	4.9	4.7
P/B (배)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3
배당수익률 (%)	2.6	2.3	2.3	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 2Q24 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	2Q23	1Q24	2Q24P			성장률	
			잠정치	미래에셋증권	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,225	976	1,233	1,431	1,218	0.7	26.4
영업이익	125	98	135	116	119	8.0	37.6
영업이익률 (%)	10.2	10.1	11.0	8.1	9.7	0.7	0.9
세전이익	92	61	111	104	88	20.0	82.2
순이익	92	60	110	99	90	19.2	81.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	4,843	5,011	4,786	5,112	-1.2	2.0	2Q24 반영 별크/LNG 실적 개선
영업이익	424	449	456	477	7.4	6.3	
세전이익	351	397	364	410	3.8	3.4	
순이익	336	378	361	406	7.4	7.5	
EPS (KRW)	628	707	675	760	7.4	7.5	

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	996	1,225	1,112	1,028	976	1,233	1,337	1,240	4,361	4,786	5,112
별크	688	774	685	636	626	812	877	817	2,783	3,131	3,359
탱커	83	87	86	88	98	92	92	97	343	379	404
컨테이너	98	97	84	87	80	94	82	76	366	333	333
기타	128	267	257	218	171	236	286	250	870	943	1017
영업이익	113	125	79	69	98	135	111	112	386	456	477
별크	65	77	55	44	53	85	75	91	242	305	314
탱커	30	32	25	25	38	38	27	19	112	123	107
컨테이너	13	13	-6	-4	-1	8	9	6	15	22	20
기타	5	4	6	4	7	4	0	-5	18	6	37
세전이익	113	92	25	18	61	111	96	97	248	364	410
순이익(지배)	113	92	25	15	60	110	95	96	245	361	406
영업이익률	11.3	10.2	7.1	6.7	10.1	11.0	8.3	9.0	8.8	9.5	9.3
순이익률(지배)	11.4	7.5	2.2	1.5	6.2	8.9	7.1	7.7	5.6	7.5	7.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

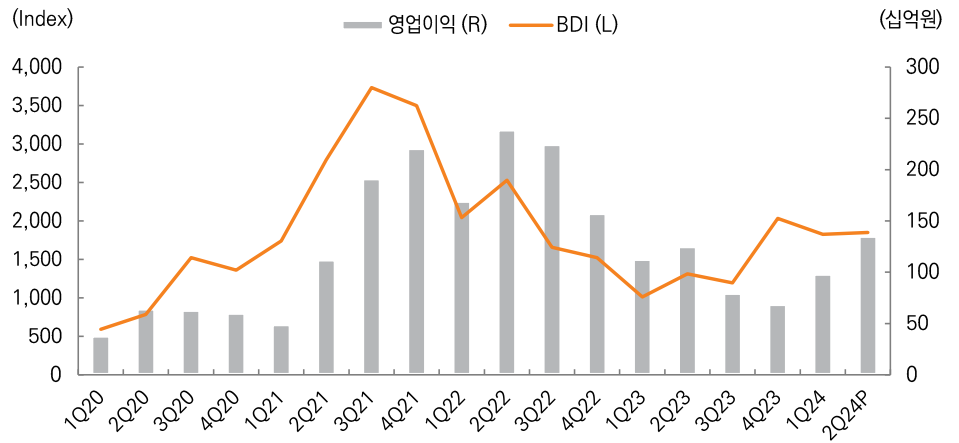
표 4. Valuation Table

(십억원, %)

	비교	
EBITDA	1,133	12개월 포워드
EV	4,532	EV/EBITDA 4배, 동종업계 평균 대비 20% 할인
순차입금	1,186	
주주가치	3,347	
주식수(백만주)	535	
주당가치(원)	6,300	
현재주가(원)	3,715	
과리율(%)	69.6	
Target PER(배)	9.3	
Target PBR(배)	0.6	

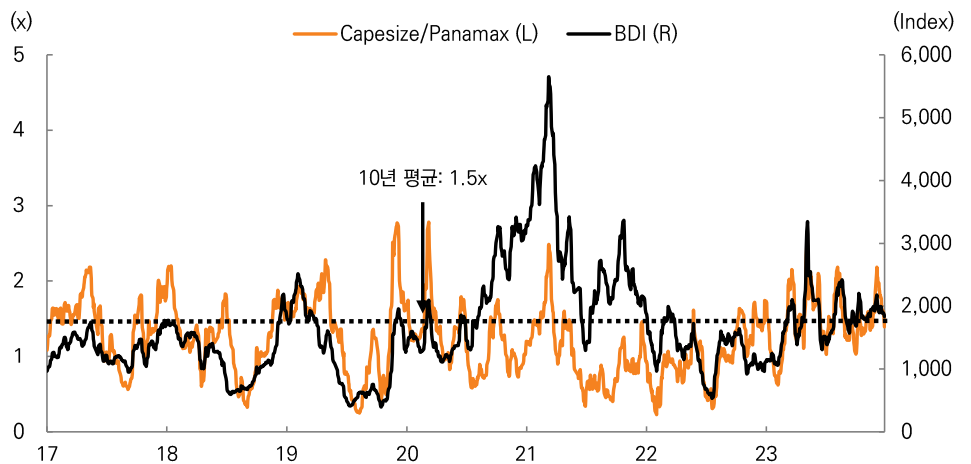
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 팬오션 영업이익 vs. BDI



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

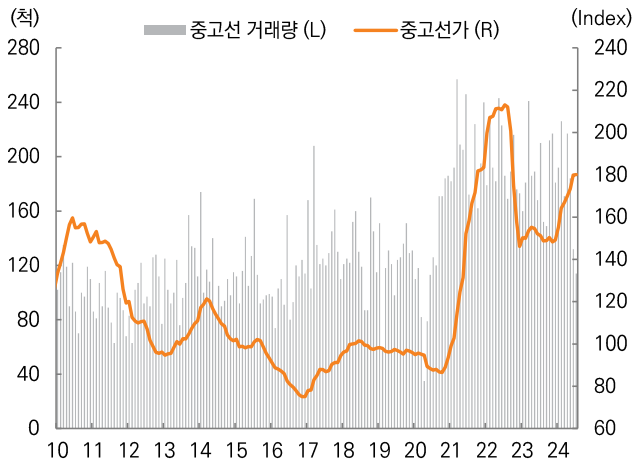
그림 2. Capesize/Panamax 상대지표



주: 2024년 7월까지 수치

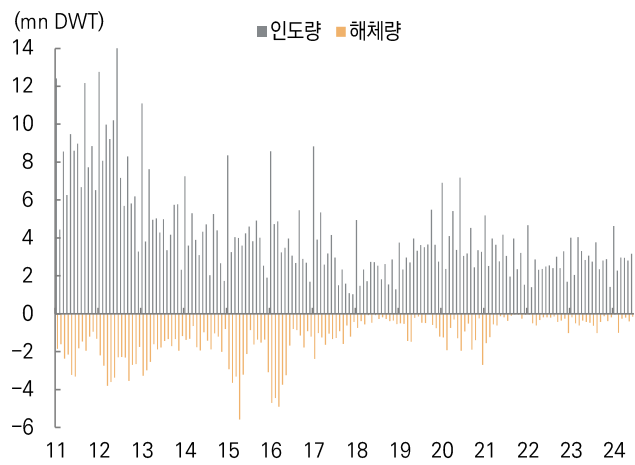
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 중고선 거래량 vs. 중고선가



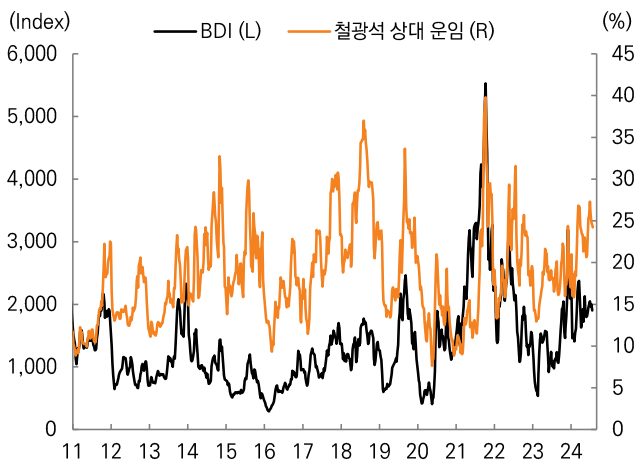
주: 2024년 7월까지 수치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 벌크선 신규 인도량 vs. 해체량



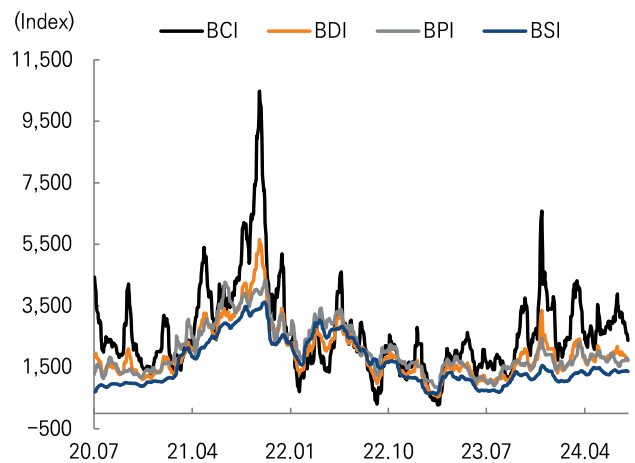
주: 2024년 6월까지 수치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 철광석 vs. 운임 상대가격



주: 2024년 7월까지 수치
자료: Clarksons, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. BDI vs. BCI vs. BPI vs. BSI



주: 2024년 7월까지 수치
자료: Thomson Reuter, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 팬오션 보유 선대

	사선(CVC)	용선(1년 이상)	합계	
Dry bulk	Handy (10 ~ 40K)	7	33(4)	40
	Handymax (40 ~ 70K)	21(10)	78(17)	99
	Panamax (70K ~ 100K)	14(2)	26(3)	40
	Cape (100K~)	34(26)	9(1)	43
Dry bulk Total	76(38)	146(25)	222	
Non-bulk	VLCC	2	-	2
	MR tanker	11	-	11
	Chemical tanker	6	1(1)	7
	Container	9	1	10
	Heavy lift	2	-	2
LNG	3(3)	1(1)	4	
Non-dry bulk total	33(3)	3(2)	36	
Total	109(41)	149(27)	258	

주1: 2024년 2분기말 기준/주2: 1년 이상 장기용선 총 계약기간 기준
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 장기 운송 계약 현황

회사명	선박(척)	잔여 기간(년)	투입 선박	비고
Vale	16	14.4	400K 8척, 325K 6척, 208K 2척	16척 Scrubber 설치
Suzano	10	12	62K 5척, 57K 5척	10척 VLSFO
발전자회사	6	5.6	175K 2척, 150K 2척, 83K 2척	2척 Scrubber 설치 & 4척 VLSFO
포스코	4	4.7	208K 1척, 180K 1척, 175K 2척	2척 Scrubber 설치 & 2척 VLSFO
현대제철	2	7.9	208K 1척, 175K 1척	2척 VLSFO
GALP	1	3.5	LNGC 174K 1척	장기대선계약 5년(3+3)
SHELL	1	3.9	LNGBV 6.5K 1척	장기대선계약 7년(3+3)
SHELL	1	5.0	LNGBV 18K 1척	장기대선계약 6년(1+1)
합계	41			

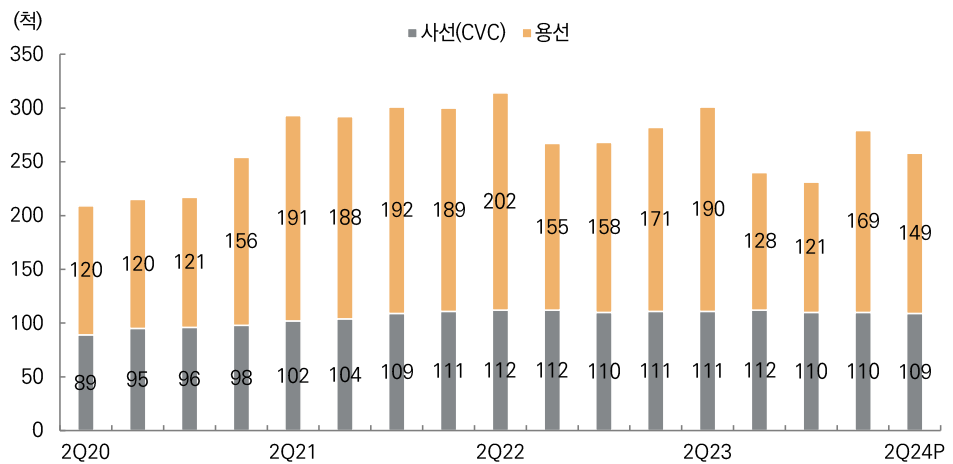
주: 2024년 2분기말 기준
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 신규 인도 예정 선박

선박	Size	대수(척)	인도 예정 시점	비고
탱커	MR(50K DWT)	6	2026. 1, 4, 6, 8 2027. 5, 8	신조 이사회 결의(3/27), 계약서 체결(4/2)
		4	2024. 8, 9, 10, 12	신조 Shell 장기대선계약 7년(Option 3 + 3)
LNG	174K CBM	2	2024. 12, 2025. 11	신조 KGL 장기대선계약 12년(Option 4 + 4)
		3	2024. 11, 2025. 3, 5	신조 KGL 장기대선계약 15년(Option 5 + 5)
벌크선	U'max	6	2026. 2, 3, 6, 8, 2027. 10, 2028. 1	신조
		1	2024. 8	중고
		1	2024. 11	중고
합계		23		

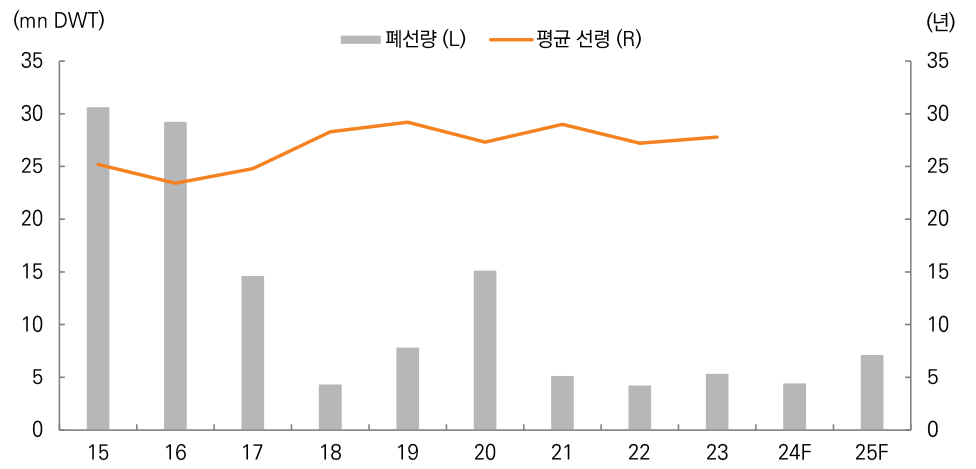
주: 2024년 2분기말 기준
 자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 팬오션 운용선대 추이



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 건화물 폐선량 및 평균 선령



자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

팬오션 (028670)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,361	4,786	5,112	5,309
매출원가	3,861	4,218	4,524	4,694
매출총이익	500	568	588	615
판매비와관리비	114	113	111	119
조정영업이익	386	456	477	496
영업이익	386	456	477	496
비영업손익	-138	-92	-67	-66
금융손익	-86	0	13	13
관계기업등 투자손익	-3	3	0	0
세전계속사업손익	248	364	410	430
계속사업법인세비용	3	3	4	4
계속사업이익	245	361	406	426
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	245	361	406	426
지배주주	245	361	406	426
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	301	593	406	426
지배주주	301	593	406	426
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	876	991	1,028	1,048
FCF	437	478	190	117
EBITDA 마진율 (%)	20.1	20.7	20.1	19.7
영업이익률 (%)	8.9	9.5	9.3	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.6	7.5	7.9	8.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,757	2,005	1,993	2,071
현금 및 현금성자산	953	996	954	991
매출채권 및 기타채권	228	275	285	298
재고자산	119	144	149	156
기타유동자산	457	590	605	626
비유동자산	6,097	6,371	6,576	6,761
관계기업투자등	136	164	170	204
유형자산	5,841	6,071	6,269	6,418
무형자산	11	11	11	11
자산총계	7,854	8,375	8,569	8,832
유동부채	1,294	1,247	1,249	1,131
매입채무 및 기타채무	316	381	394	412
단기금융부채	610	422	396	380
기타유동부채	368	444	459	339
비유동부채	1,847	1,867	1,699	1,699
장기금융부채	1,831	1,848	1,679	1,679
기타비유동부채	16	19	20	20
부채총계	3,141	3,114	2,948	2,830
지배주주지분	4,713	5,261	5,622	6,002
자본금	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,638	1,953	2,314	2,694
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	4,713	5,261	5,622	6,002

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	751	996	940	817
당기순이익	245	361	406	426
비현금수익비용가감	633	601	538	538
유형자산감가상각비	490	535	552	551
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	142	66	-14	-13
영업활동으로인한자산및부채의변동	23	78	-1	-143
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	48	-40	-9	-13
재고자산 감소(증가)	12	-22	-5	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-26	46	9	12
법인세납부	-5	-4	-4	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-84	-522	-734	-685
유형자산처분(취득)	-311	-519	-750	-700
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	16	-8	-2	-2
기타투자활동	214	5	18	17
재무활동으로 인한 현금흐름	-470	-446	-241	-61
장단기금융부채의 증가(감소)	100	-170	-196	-16
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-80	0	-45	-45
기타재무활동	-490	-276	0	0
현금의 증가	208	43	-42	37
기초현금	745	953	996	954
기말현금	953	996	954	991

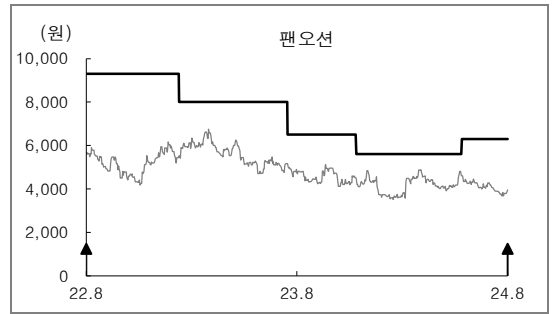
자료: 팬오션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	8.1	5.5	4.9	4.7
P/CF (x)	2.3	2.1	2.1	2.1
P/B (x)	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	4.0	3.1	2.9	2.8
EPS (원)	458	675	760	796
CFPS (원)	1,642	1,799	1,767	1,803
BPS (원)	8,817	9,841	10,516	11,227
DPS (원)	85	85	85	85
배당성향 (%)	18.5	12.6	11.2	10.7
배당수익률 (%)	2.3	2.3	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	-32.1	9.8	6.8	3.9
EBITDA증가율 (%)	-39.8	13.1	3.8	1.9
조정영업이익증가율 (%)	-51.1	18.1	4.6	4.1
EPS증가율 (%)	-63.8	47.2	12.6	4.8
매출채권 회전율 (회)	17.7	19.3	18.5	18.5
재고자산 회전율 (회)	35.1	36.4	35.0	34.9
매입채무 회전율 (회)	16.8	17.7	17.1	17.0
ROA (%)	3.2	4.4	4.8	4.9
ROE (%)	5.3	7.2	7.5	7.3
ROIC (%)	6.6	7.4	7.5	7.5
부채비율 (%)	66.6	59.2	52.4	47.2
유동비율 (%)	135.8	160.7	159.6	183.2
순차입금/자기자본 (%)	31.4	21.4	17.3	15.3
조정영업이익/금융비용 (x)	3.1	0.0	0.0	0.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
팬오션 (028670)				
2024.05.14	매수	6,300	-	-
2023.11.13	매수	5,600	-25.63	-12.68
2023.07.17	매수	6,500	-29.97	-21.23
2023.01.10	매수	8,000	-29.86	-15.50
2022.05.12	매수	9,300	-39.40	-13.01



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.