

팬오션 028670

다운사이드보다는 업사이드 리스크 구간으로 Buy

다운사이드 리스크 제한적이라면 Buy & Hold 전략 추천

벌크선 수주잔고는 지난 2007~2008년 업황 슈퍼사이클에서 대규모 신조 발주 이후 2010년 3.07억DWT를 기록했다. 2010년부터 증가한 인도량은 2011~2012년 연 평균 1억DWT를 상회했다. 공급 증가로 인한 수급 밸런스 악화로 운임은 하향 추세를 지속했고, 신조선 발주는 감소했다. 현재 수주잔고는 1억DWT 수준이며, 2010년 피크 레벨 대비 30% 수준에 불과하다. 2016년 이후 인도량은 5,000만DWT를 하회하기 시작했고, 2021년 이후에는 4,000만DWT를 하회하기 시작했다. 2012~2017년 해체량 증가 이후 6년이 지난 현재 업황은 침체를 끝내고, 바닥을 다져가는 업황 회복기에 가까워졌다는 판단이다. 정확한 시기를 언제라고 단정지을 수는 없겠지만 다운사이드 리스크는 제한적이다. 이제부터는 중장기 전략으로 Buy & Hold를 하거나 혹은 밸류에이션이 리레이팅되는 월봉 이평선 돌파 순간에는 추격 매수를 추천한다

Dry Cargo Freight Rates의 역사 - 250년 동안 Peak to Peak은 평균 9년

역사적으로 운임은 전쟁, 공황, 금융위기 등 사건사고와 맞물려 상승과 하락을 반복하고 있다. 250년 동안 Peak to Peak는 평균 9년, 최소 5년, 최대 20년을 기록했다. Dry Cargo Freight Rates는 Peak였던 2008년 이후 17년 동안 하락 지속 중으로 상승 전환 가능하다고 추정한다. Peak까지 2~3년에 걸쳐 상승하기 때문이다. 또한 해체량이 증가한 이후 감소 구간에서 운임은 상승하는데, 해체량이 400만DWT를 하회한 이후 운임은 1995년, 2004년부터 상승을 시작했다. 슈퍼사이클 이후 해체량이 400만톤을 하회한 적은 없는데, 지난 해 400만톤을 하회했고, 올해는 300만톤 수준에 불과할 전망이다.

LNG 선박 등 비벌크 부문 투자는 긍정적

캐시카우 역할을 할 수 있는 비벌크 부문에 대한 투자는 포트폴리오 구성에 있어 긍정적이다. 또한 LNG 사업은 장기 대선 계약으로 확정되어 마진 유지가 가능하고, 진입 장벽이 높기 때문에 타 선종 운임 하락을 상쇄 가능하다. 캐쉬카우, 레버리지 투자를 보유한 동사에 투자의견과 목표주가 5,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,420	4,361	5,161	5,478	5,665
영업이익	790	386	471	500	524
영업이익률(%)	12.3	8.8	9.1	9.1	9.2
세전이익	688	248	282	519	562
지배주주지분순이익	677	245	268	407	424
EPS(원)	1,267	458	502	762	794
증감률(%)	23.3	-63.8	9.4	51.9	4.2
ROE(%)	16.7	5.3	5.2	6.7	6.3
PER(배)	4.5	8.1	6.6	4.8	4.6
PBR(배)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.2	4.0	5.0	3.9	3.9

자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

양형모 중공업·미국

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

강태호 연구원

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.05.27

매수(유지)

목표주가(유지)	5,000원
현재주가(05/26)	3,660원
상승여력	36.6%

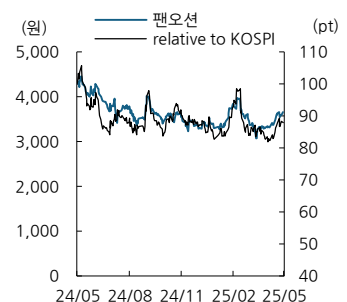
Stock Data

KOSPI	2,644.4pt
시가총액(보통주)	1,957십억원
발행주식수	534,570천주
액면가	1,000원
자본금	535십억원
60일 평균거래량	1,373천주
60일 평균거래대금	4,891백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	4,530원
52주 최저가	3,005원
주요주주	
하림지주(외 13인)	54.9%
국민연금공단(외 1인)	6.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	10.4	6.6
3M	-4.9	-5.1
6M	0.4	-4.5

주가차트



기후 변화(E)에 대응하고 있는 기업

동사는 2030 탄소저감 전략에 따라 Scope 1, 2, 3 전 범위에서 실현 가능한 온실가스 감축 방안을 도출하고 이를 본격적으로 추진하고 있다. 현재는 Scope 1에 한해 총 배출량에 대한 정량적 감축 목표를 설정하여 관리하고 있으며, Scope 2와 3에 대한 구체적인 감축 계획은 향후 마련할 예정이다. 또한, 원단위 배출량에 대한 정량적 목표 역시 Scope 1을 중심으로 설정되었으며, 이는 1톤의 화물을 1마일 운송할 때 발생하는 온실가스 배출량을 기준으로 하고 있다.

또한 환경을 고려한 해운 서비스를 제공하기 위해 기후변화 대응, 해양환경 보호, 생물다양성 보전, 대기오염 방지 등의 분야에서 목표를 설정하고 있으며, 매년 환경 리스크를 평가하여 이에 기반한 환경경영 목표와 세부 추진 계획을 수립하고 있다. 그리고 사업활동에서 발생하는 환경 영향을 줄이기 위해 다양한 노력을 기울이고 있으며, 그 일환으로 각종 환경 이니셔티브에 참여하고 있다. 대표적으로 선박에서 배출되는 온실가스 및 미세먼지를 줄이기 위해 국내 주요항에서 시행되는 선박 저속운항 프로그램(VSR, Vessel Speed Reduction Program)에 참가하고 있으며, 나아가 산업 전반의 기후변화 대응 전략과 실적을 투명하게 공개하기 위해 탄소정보공개프로젝트(CDP, Carbon Disclosure Project)에도 참여하고 있다.

2012년 환경경영 방침을 제정한 이후, 지속적으로 환경경영 추진 체계를 강화하고 있다. 매년 ESG위원회 중심으로 환경경영 방침에 따른 구체적인 목표와 계획을 수립하고 실천하고 있다. 환경 친화적 기업으로 거듭나기 위해 해당 방침을 기반으로 한 실천 활동을 이어가고 있다.

(1) IMO(국제해사기구)가 선박평형수를 통한 미생물 이동으로 인한 생태계 교란을 방지하기 위해 BWMS 설치를 의무화함에 따라, 팬오션은 규제 시행 1년 전부터 이를 선제적으로 도입하고 있다.

(2) 팬오션은 온실가스 배출원을 체계적으로 식별하고 관리하기 위해 온실가스 인벤토리 시스템을 구축하고 있다. 이를 통해 각 선박에서 사용하는 연료유로부터 발생하는 온실가스를 포함한 전체 배출량을 실시간으로 집계하고 있다.

(3) 해양 생태계 보호를 위해 팬오션은 외래 해양생물의 이동을 방지하는 조치를 취하고 있다. 매 입거 시 선체 표면을 클리닝한 뒤 방오도료(Antifouling Paint)를 도포하고 있으며, 항행 중에도 절차서에 따라 주기적으로 선체 오염도를 자체 점검하고 있다.

(4) IMO DCS 및 EU MRV 와 같은 국제 규제에 대응하기 위해 자체적인 보고 시스템을 구축하고 있다.

표1 지속가능경영 성과

	종합점수	환경	사회	지배구조
한국ESG기준원	A	A	A+	A
한국ESG연구소	B+	A+	B	A
서스틴베스트	BB	A	B	B
Moody's	21	24	17	29
MSCI	BB			
S&P	40			

자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터

표2 2030 탄소저감 세부 목표

총 배출량	단위	2021년	2030년	저감 목표	목표 저감률
Scope1	Co2	274.5만톤	245.8만톤	28.6만톤	10.40%
원 단위 배출량	GCo2/톤마일	6.59	5.59	1	15.20%

자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터

표3 LNG Bunkering 선박 환경 비용 절감

(톤, 총 배출량 저감 절감액은 112만달러)	18K CBM	6.5KCBM	총합
LNG 연소에 따른 황산화물(SOx) 배출량	25	9	34
HFO 연소에 따른 황산화물(SOx) 배출량	46,950	16,954	63,904
연간 황산화물(SOx) 배출량 저감량	46,925	16,945	35
LNG 연소에 따른 질소산화물(NOx) 배출량	6,638	2,397	9,035
HFO 연소에 따른 질소산화물(NOx) 배출량	77,341	27,929	36
연간 질소산화물(NOx) 배출량 저감량	70,703	25,532	96,235
배출량 저감량 총 계 (황산화물, 질소산화물)	117,628	42,477	37

자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터

표4 친환경 설비 투자 현황 및 계획

(백만원)	2021	2022	2023	2024
선박평형수처리장치	23,814	25,989	4,377	5,797
황산화물 저감장치			2,468	
육상전원 공급설비	573			
최고선속 제한장치			1,326	214
기타				769
합계	24,387	25,989	8,171	6,780

자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터

안전보건경영(S)을 실천하고 있는 기업

포스에스엠 안전품질팀과 협력하여 매년 이사회 및 ESG위원회의 승인을 통해 안전보건계획을 수립하고 있다. 이사회는 최고 의사결정기구로서 안전보건 체계 운영과 목표 대비 이행 현황, 실행계획, 주요 성과 등을 점검하고 감독하고 있다. 2024년에는 2023년 안전보건 실적, 2024년 예산 및 목표 등이 주요 계획으로 승인되었다.

또한 팬오션은 안전경영실장을 최고안전보건관리책임자(CSHO)로 지정하여 안전보건경영 의사결정 체계를 갖추고 있다. 매년 '중대재해 제로' 사업장 유지를 목표로 CSHO를 포함한 관리감독자 및 전담조직의 KPI를 설정하여 책임 있는 안전보건경영을 추진하고 있다.

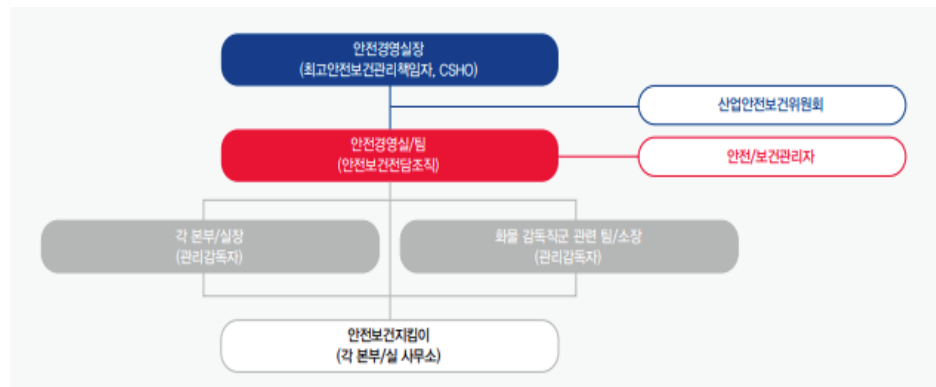
(1) 선박 내 안전 문화를 정착시키기 위해 안전보건 매뉴얼을 제정하고 이를 전 선박에 공유하고 있다. 선박 내에서는 정기적으로 안전보건환경위원회를 개최하여 현장의 안전 이슈를 논의하고 있으며, 본사에서 열리는 안전관리대책회의를 통해 선박 관련 안전보건 안전을 협의하고 사고 재발 방지 대책을 수립·이행하고 있다.

(2) 2023년 12월 ISO 45001(안전보건경영시스템) 인증을 취득하며, 국제 표준에 기반한 선진 안전보건경영체계를 구축하고 있다. 이를 바탕으로 선내외 안전보건 위험요인을 지속적으로 개선하고 있으며, 건강과 안전을 최우선으로 고려하는 관리 체계를 마련하고 있다.

(3) 포스에스엠은 ePOS 전산 시스템을 구축하여 위험성 평가, 준사고 보고 등 다양한 안전관리 활동을 육상과 해상에서 실시간으로 공유하고 있다. 이를 통해 현장과 본사의 안전 관리를 유기적으로 연계하고, 전산 시스템을 통해 데이터를 체계적으로 관리하고 있다

(4) 포스에스엠은 육상과 선박 간 효율적인 업무 지원을 위해 통합 선박 관리시스템인 선박 선원 관리시스템을 운영하고 있다.

그림1 안전보건 관리 조직



자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터

윤리준법경영(G)을 운영하고 있는 기업

동사는 윤리·준법경영 확산과 공정거래 준수를 통해 고객, 주주, 협력사, 지역사회 등 다양한 이해관계자에 대한 경제적·법적 책임을 다하고자 노력하고 있다. 자체적으로 부패방지 프로그램(AP)을 구축하여 잠재적인 부패 리스크를 사전에 식별하고 있으며, 윤리교육 및 익명 신고 채널 등 기업윤리 프로그램을 운영함으로써 모든 임직원이 관련 규정을 철저히 준수하고 스스로 점검할 수 있도록 지원하고 있다.

또한 임직원의 윤리의식 제고를 위해 매년 다양한 사내 캠페인을 전개하고 있다. 연말연시를 비롯한 명절 기간에는 ‘선물 안 받기’ 등 윤리경영 실천 캠페인을 운영하여 윤리 의식을 자연스럽게 내재화하고 있으며, 2022년부터는 매년 3회 이상 전사 임직원을 대상으로 온라인 윤리·준법 교육을 시행하고 있다. 해당 교육은 국민권익위원회 청렴연수원의 콘텐츠를 활용해 부패 방지 및 비윤리 행위 예방에 초점을 맞추고 있다.

그리고 전 임직원이 윤리경영 원칙을 인지하고 실천을 다짐할 수 있도록 매년 윤리·준법 실천 서약서를 작성하고 있다. 이를 통해 윤리와 준법을 최우선 가치로 하는 사내 문화를 확산시키고, 전 구성원이 참여하는 책임경영을 실현하고자 한다.

이와 함께 포스에스엠은 임직원의 윤리의식 향상을 위해 윤리경영 실천 지침 포스터, 웹툰, Q&A 등 다양한 형식의 콘텐츠를 제작하고 있으며, 온라인 팝업 및 사내 게시를 통해 정기적인 캠페인을 운영하고 있다. 이러한 활동을 통해 조직 내 윤리적 가치에 대한 공감대를 형성하고, 실질적인 준법문화 정착에 힘쓰고 있다.

그림2 팬오션 신고제보 처리과정



자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터

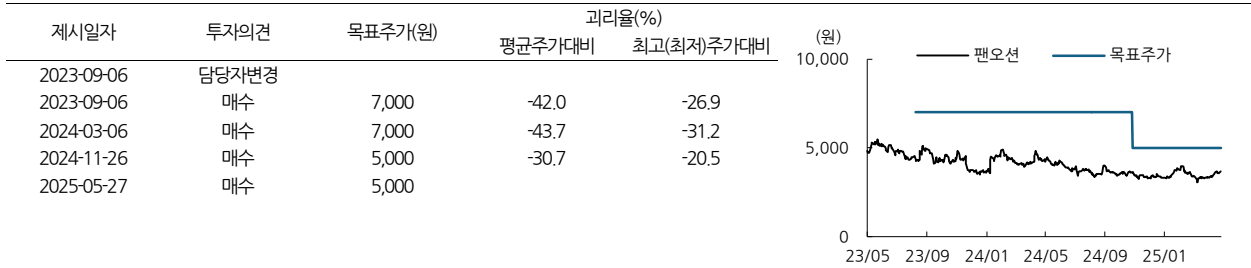
[팬오션 028670]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	1,834	1,757	2,022	2,587	2,287	매출액	6,420	4,361	5,161	5,478	5,665
현금 및 현금성자산	745	953	866	1,508	1,164	매출원가	5,520	3,861	4,578	4,857	5,013
매출채권 및 기타채권	275	231	297	311	324	매출총이익	900	500	583	622	653
재고자산	129	119	122	118	123	판매비 및 관리비	110	114	112	122	129
기타	686	454	737	651	677	영업이익	790	386	471	500	524
비유동자산	5,715	6,097	8,250	9,059	9,684	(EBITDA)	1,456	876	940	1,237	1,330
관계기업투자등	181	172	209	225	234	금융손익	-62	-85	-99	49	69
유형자산	5,444	5,841	7,862	8,685	9,296	이자비용	76	123	134	0	0
무형자산	7	11	11	10	9	관계기업등 투자손익	27	-6	26	34	34
자산총계	7,549	7,854	10,272	11,646	11,971	기타영업외손익	-66	-46	-116	-64	-65
유동부채	1,227	1,294	1,277	1,324	1,307	세전계속사업이익	688	248	282	519	562
매입채무 및 기타채무	420	457	477	403	420	계속사업법인세비용	11	3	14	112	138
단기금융부채	532	610	541	695	652	계속사업이익	677	245	268	407	424
기타유동부채	274	227	259	225	234	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,830	1,847	3,341	3,766	3,731	당기순이익	677	245	268	407	424
장기금융부채	1,808	1,831	3,322	3,748	3,713	지배주주	677	245	268	407	424
기타비유동부채	22	16	19	18	18	총포괄이익	949	302	268	407	424
부채총계	3,056	3,141	4,618	5,089	5,038	매출총이익률 (%)	14.0	11.5	11.3	11.3	11.5
지배주주지분	4,493	4,713	5,653	6,557	6,933	영업이익률 (%)	12.3	8.8	9.1	9.1	9.2
자본금	535	535	535	535	535	EBITDA마진률 (%)	22.7	20.1	18.2	22.6	23.5
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	717	717	당기순이익률 (%)	10.5	5.6	5.2	7.4	7.5
이익잉여금	1,475	1,638	1,860	2,203	2,579	ROA (%)	9.6	3.2	3.0	3.7	3.6
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	16.7	5.3	5.2	6.7	6.3
자본총계	4,493	4,713	5,653	6,557	6,933	ROIC (%)	14.0	6.4	6.2	4.4	4.1

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,411	751	676	308	1,179	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	677	245	268	407	424	P/E	4.5	8.1	6.6	4.8	4.6
비현금수익비용가감	784	633	627	42	773	P/B	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
유형자산감가상각비	666	490	468	736	806	P/S	0.5	0.5	0.3	0.4	0.3
무형자산상각비	1	1	1	1	1	EV/EBITDA	3.2	4.0	5.0	3.9	3.9
기타현금수익비용	117	143	102	-764	-103	P/CF	2.1	2.3	2.0	4.4	1.6
영업활동 자산부채변동	30	23	-15	-142	-18	배당수익률 (%)	2.6	2.3	2.7	2.5	2.5
매출채권 감소(증가)	-5	48	-31	52	-13	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-14	12	13	10	-5	매출액	39.1	-32.1	18.3	6.1	3.4
매입채무 증가(감소)	-9	-26	2	-191	17	영업이익	37.8	-51.1	22.1	6.1	4.8
기타자산 부채변동	58	-11	2	-12	-17	세전이익	25.0	-63.9	13.5	84.1	8.2
투자활동 현금	-577	-84	-660	-810	-1,397	당기순이익	23.3	-63.8	9.4	51.8	4.2
유형자산처분(취득)	-328	-311	-385	-856	-1,416	EPS	23.3	-63.8	9.4	51.9	4.2
무형자산 감소(증가)	-1	-3	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	5	-1	-3	17	25	부채비율	68.0	66.6	81.7	77.6	72.7
기타투자활동	-253	231	-272	28	-6	유동비율	149.5	135.8	158.3	195.4	175.0
재무활동 현금	-643	-470	-207	1,144	-126	순차입금/자기자본(x)	35.3	31.4	52.8	44.5	45.9
차입금의 증가(감소)	-572	-384	-161	-86	-78	영업이익/금융비용(x)	10.4	3.1	3.5	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-53	-80	-45	1,230	-48	총차입금 (십억원)	2,340	2,440	3,864	4,444	4,366
배당금의 지급	53	80	45	45	48	순차입금 (십억원)	1,585	1,480	2,982	2,918	3,184
기타재무활동	-17	-6	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	223	208	-87	642	-344	EPS	1,267	458	502	762	794
기초현금	522	745	953	866	1,508	BPS	8,404	8,817	10,576	12,265	12,969
기말현금	745	953	866	1,508	1,164	SPS	12,010	8,158	9,655	10,248	10,598
NOPLAT	777	380	448	392	396	CFPS	2,733	1,642	1,674	841	2,239
FCF	914	816	220	-503	-218	DPS	150	85	90	90	90

자료: 팬오션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

팬오션 (028670) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
98.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.