

(028670)

팬오션

AI로보틱스/방산/조선/운송 양승운
6139 / syang0901@eugenefn.com
RA 임범수

탐방 후기: 에너지 수송 선사로의 전환

투자의견
목표주가
현재주가

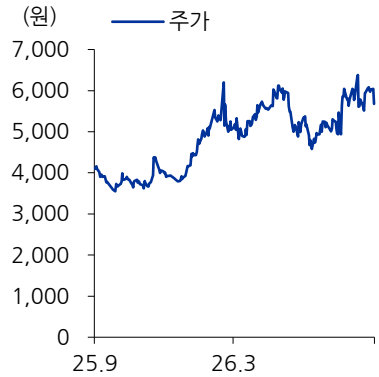
NR(신규)
-원(신규)
5,800 원(9/16)

“ **[종합 의견]** 동사는 벌크 중심의 사업구조에서 탱커, LNG선 등 에너지 수송 비중을 확대하며 이익 체력이 높아지는 구간에 진입. 2026년 연간 매출액 6조 9,474억원(+28%yoy), 영업이익 7,004억원(+42%yoy)으로 큰 폭의 실적 성장을 전망. 향후 중동 리스크가 완화되어 운임이 정상화되더라도, VLCC 선대 확대와 LNG선의 안정적인 이익 기여를 바탕으로 한 단계 높아진 이익 수준이 지속될 것으로 판단. 내년부터 CAPEX 부담이 완화되는 만큼 주주환원 확대 가능성에도 주목. 전 섹터의 양호한 시황과 높아진 이익 체력에도 PBR은 0.5배 수준에 머물러 있어 매력적인 밸류에이션 구간. 주주환원 확대가 가시화될 경우 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 판단.

“ **[투자포인트 ①: VLCC]** VLCC 선대 확대에 따른 탱커 이익 성장이 향후 전사 실적 개선을 견인할 전망. 동사 VLCC 선대는 2Q26말 5척에서 2027년 14척으로 확대될 예정. SK해운으로부터 인수한 10척과 기존 S-Oil 장기계약 1척, TC-Out 1척에 더해 2H27 신조 VLCC 2척이 스팟 시장에 투입되는 구조. 중동 원유 공급차질에 따른 미국·아프리카 등 장거리 원유 조달 확대가 톤마일 증가를 이끄는 가운데, 그림자 선대 제재로 유효 선복은 제한적. 현재 발주되는 VLCC의 본격적인 인도도 '29년 이후에 집중돼 '28년까지 우호적인 시황이 지속될 것으로 판단. 이에 당사는 2H27 스팟 시장에 투입되는 신조 VLCC 2척이 '27년 연간 영업이익에 약 300억원 기여, 탱커 부문의 연간 영업이익은 1,928억원(+20%yoy)으로 큰 폭의 성장을 기록할 것으로 전망. LNG 선대 13척은 장기대선계약 기반으로 '28년까지 연간 약 1,600억원(OPM 40% 이상)의 영업이익을 창출할 것으로 예상.

“ **[투자포인트 ②: 단단한 본업]** 본업인 벌크는 장기계약을 기반으로 이익 하방을 지지할 것으로 판단. 벌크 사선 81척 중 41척은 장기계약에 투입되며, 시황과 무관하게 연간 약 1억달러의 영업이익을 창출할 수 있는 이익 체력을 보유. 나머지 40척의 마케팅 사선 BEP는 BDI 1,200~1,300pt 수준으로, 현재 BDI 3,561pt 수준에서는 높은 수익성이 예상된다. Capesize는 Simandou 철광석 생산 확대에 따른 서아프리카→중국 장거리 물동량 증가와 제한적인 스팟 선복을 바탕으로 타이트한 수급이 이어질 전망. 컨테이너는 인트라아시아 지역 내 피더선 위주로 운영하고 있으며, 최근 신조 발주가 대형선에 집중된 만큼 중장기 공급 부담에서 상대적으로 자유로운 구조.

“ **[투자포인트 ③: 주주환원]** 2026년을 정점으로 투자 부담이 낮아지는 가운데 높아진 이익 체력이 주주환원 확대에 이어질 가능성에 주목. 내년 초 발표 예정인 3개년 배당정책에서는 기존 배당 가이드라인 상·하단 모두 상향될 가능성이 높다고 판단. 당사는 수정 배당성향 24%를 적용해 '27년 DPS를 225원으로 추정하며, 이는 시장 컨센서스 185원을 약 22% 상회. 배당 확대가 가시화될 경우 밸류에이션 할인도 점진적으로 해소될 전망.



시가총액(십억원)	3,101
발행주식수(천주)	534,570
52 주 최고	6,600 원
최저	3,485 원
52 주 일간 Beta	0.16
60 일 평균 거래대금	178 억원
외국인 지분율	17.5%
배당수익률(26E)	3.8%
주주구성	
하림지주 (외 11 인)	54.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.6%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	0.2	13.7	41.6
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	NR	-	-
목표주가	-	-	-
영업이익(26E)	700	-	-
영업이익(27E)	703	-	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	5,433	6,947	6,718
영업이익	492	700	703
세전손익	318	498	518
당기순이익	301	472	490
EPS(원)	564	883	917
증감률(%)	124	56.6	39
PER(배)	6.8	6.6	6.3
ROE(%)	5.3	8.0	7.8
PBR(배)	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.4	5.4	4.7

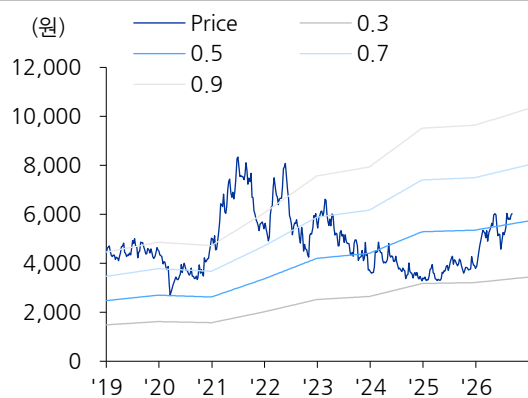
팬오션 세부 실적 추정

(단위 : 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,393	1,294	1,269	1,476	1,509	1,914	1,772	1,753	5,433	6,947	6,718
YoY (%)	42.8	4.9	(0.6)	(11.9)	8.3	47.9	39.6	18.7	5.3	27.9	(3.3)
벌크	752	774	760	800	760	961	970	914	3,086	3,606	3,404
YoY (%)	20.1	(4.6)	(3.7)	(9.5)	1.1	24.1	27.7	14.3	(0.8)	16.8	(5.6)
컨테이너	113	110	106	113	106	132	150	137	442	525	451
YoY (%)	40.6	16.9	(2.1)	(4.5)	(6.3)	19.5	41.3	21.9	10.2	18.8	(14.1)
탱커	78	70	76	74	78	96	140	148	298	462	604
YoY (%)	(20.4)	(23.7)	(7.1)	(3.1)	(0.9)	37.2	85.2	99.8	(14.4)	55.0	30.8
LNG	68	76	84	90	106	107	100	100	318	413	396
YoY (%)	251.6	292.9	243.9	128.6	56.5	41.2	18.8	10.6	210.1	29.8	(4.2)
기타	383	263	243	399	460	618	412	453	1,289	1,942	1,864
YoY (%)	152.3	21.6	(10.9)	(28.5)	20.1	134.6	69.1	13.5	7.4	50.7	(4.0)
영업이익	113	123	125	130	141	194	187	179	492	700	703
YoY (%)	15.4	(9.0)	(2.2)	18.8	24.4	57.4	49.5	36.9	4.4	42.4	0.4
OPM (%)	8.1	9.5	9.9	8.8	9.3	10.1	10.6	10.2	9.1	10.1	10.5
벌크	48	53	55	61	55	85	82	79	217	301	299
YoY (%)	(10.2)	(37.9)	(24.5)	0.3	14.4	59.7	49.2	29.4	(20.4)	38.5	(0.6)
컨테이너	16	15	7	10	9	15	19	12	48	55	41
YoY (%)	흑전	104.6	(57.4)	(45.7)	(42.9)	(5.1)	151.0	29.7	14.5	13.6	(25.7)
탱커	20	16	20	21	28	44	44	45	78	161	193
YoY (%)	(48.0)	(57.1)	(29.7)	8.0	41.5	166.0	117.0	114.0	(37.8)	107.2	19.7
LNG	32	37	41	40	47	50	42	42	149	180	169
YoY (%)	320.8	494.4	381.0	159.4	49.7	33.6	2.9	5.2	297.6	21.1	(6.3)
기타	-1.7	1.1	1.7	-0.8	2.0	1.1	0.4	0.5	0.3	3.9	1.9
YoY (%)	적지	흑전	716.6	적지	흑전	1.9	(76.1)	흑전	흑전	1,143.4	(52.4)
세전이익	75	126	61	57	98	140	135	125	318	498	518
자배주순이익	72	123	58	49	95	137	130	110	301	472	490
YoY (%)	19.2	12.0	(55.8)	흑전	31.2	11.9	125.1	125.1	12.4	56.6	3.9

주: 연결조정금액 벌크 전액 반영

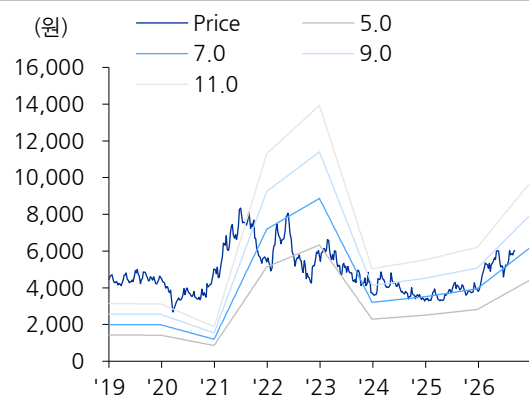
자료: 유진투자증권

PBR Band Chart



자료: 유진투자증권

PER Band Chart



자료: 유진투자증권

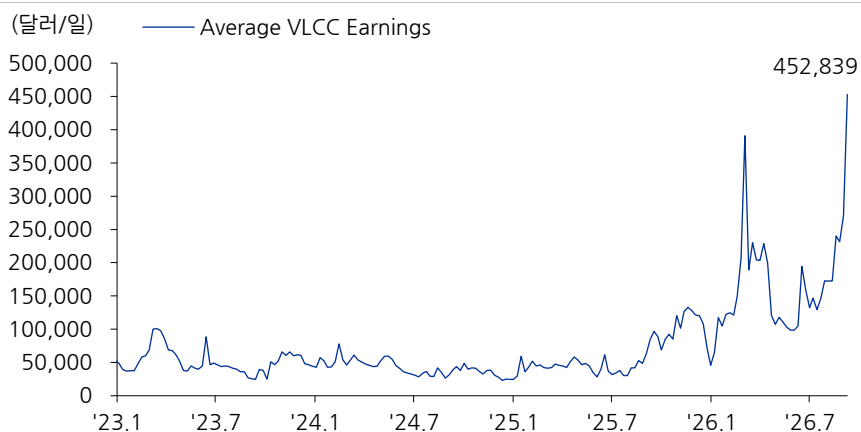
VLCC 1 척 Spot 수익성 분석(9/11 기준)

구성	기준	내용	비고
VLCC 운항 가정			
평균 수송량	Clarksons 주요 항로 가중평균	266,000mt, 195 만배럴	
평균 항차일수	Clarksons 주요 항로 가중평균	75 일	공선+적재+항만체류
환율		1,350 원/달러	
TCE 수익 (①)			
일평균 TCE 수익	Average VLCC Earnings	45 만달러/일	9/11 기준
항차 TCE 수익	45 만달러 × 75 일	3,375 만달러/항차	456 억원/항차
배럴당 TCE 수익	3,375 만달러 ÷ 195 만배럴	17.3 달러/배럴	23,365 원/배럴
원가 (②)			
일평균 원가	DHT 2Q26 원가 28,231 달러/일	3 만달러/일	보수적 가정
항차 원가	3 만달러 × 75 일	224 만달러/항차	30 억원/항차
배럴당 원가	224 만달러 ÷ 195 만배럴	1.2 달러/배럴	1,551 원/배럴
이익 (③=①-②)			
일평균 이익		42 만달러/일	5.7 억원/일
배럴당 이익		16.2 달러/배럴	21,870 원/배럴

주: TCE 는 병커비, 항만비, 커미션 등 항차비용 차감 후 수익

자료: Clarksons, 유진투자증권

VLCC 1 척 운임 → 이익 민감도 분석



구분	'23~'25 평균	중동 전쟁 이전	현재(9/11)	'27E	단위
VLCC TCE	51,572	117,650	452,839	100,000	달러/일
일평균 영업이익	21,572	87,650	422,839	70,000	달러/일
배럴당 영업이익	0.8	3.4	16.2	2.7	달러/배럴
연간 영업이익 기여	10.5	42.6	205.5	34.0	십억원

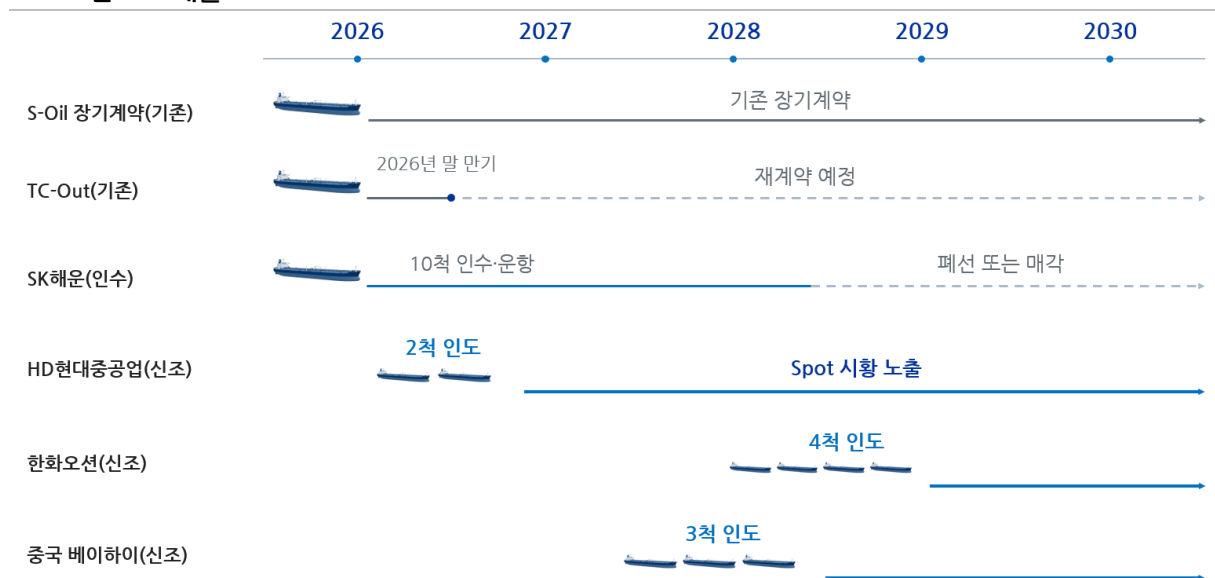
자료: Clarksons, 유진투자증권

선대 현황 및 전망

(단위: 척)	2Q26			2027E			증감		
	사선	용선	합계	사선	용선	합계	사선	용선	합계
Handy (10~40K)	7	39	46	7	39	46	-	-	-
Handymax (40~70K)	24	44	68	26	44	70	2	-	2
Panamax (70~100K)	12	31	43	12	31	43	-	-	-
Cape (100K~)	38	15	53	38	15	53	-	-	-
벌크	81	129	210	83	129	212	2	-	2
VLCC	5	-	5	14	-	14	9	-	9
MR Tanker	11	1	12	14	1	15	3	-	3
Chemical Tanker	5	1	6	5	1	6	-	-	-
Container	8	3	11	8	4	12	-	1	1
Heavy Lift	-	1	1	-	-	-	-	(1)	(1)
LNG	12	1	13	12	1	13	-	-	-
비벌크	41	7	48	53	7	60	12	-	12
합계	122	136	258	136	136	272	14	-	14

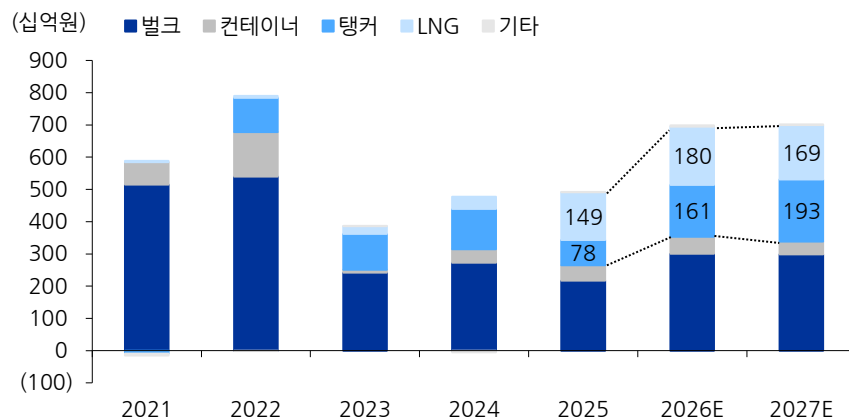
자료: 팬오션, 유진투자증권

VLCC 인도 스케줄



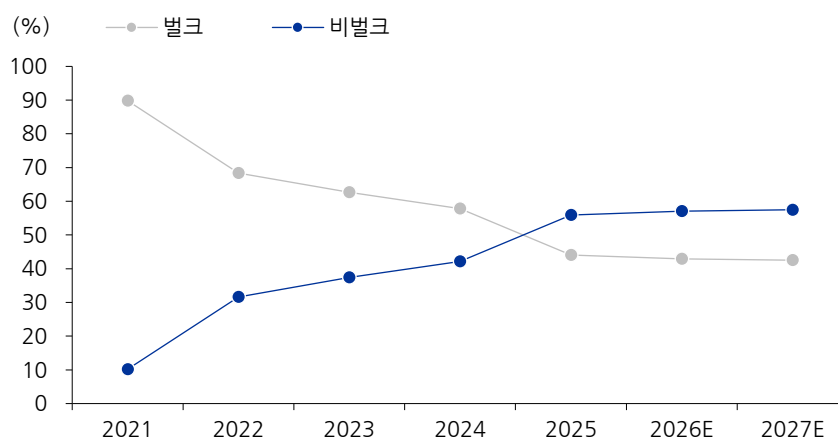
자료: 팬오션, 유진투자증권

사업부문별 영업이익 추이 및 전망



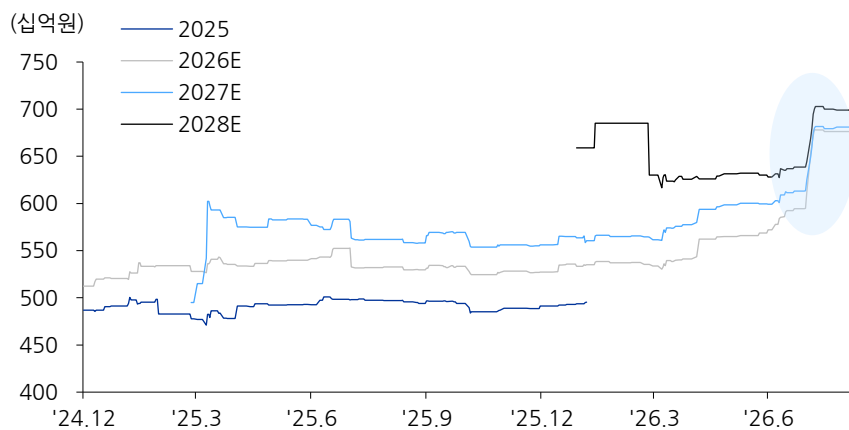
자료: 유진투자증권

영업이익 내 비벌크 비중이 벌크 비중을 역전



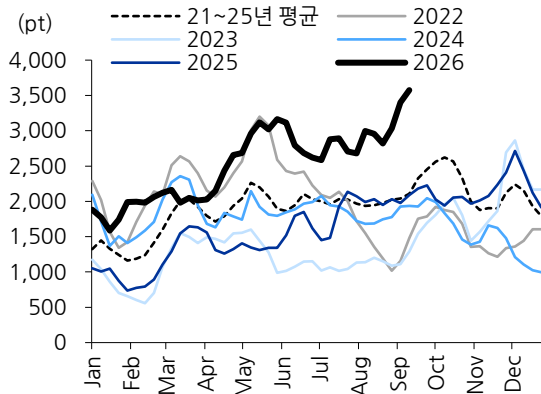
자료: 유진투자증권

팬오션 영업이익 컨센서스 추이



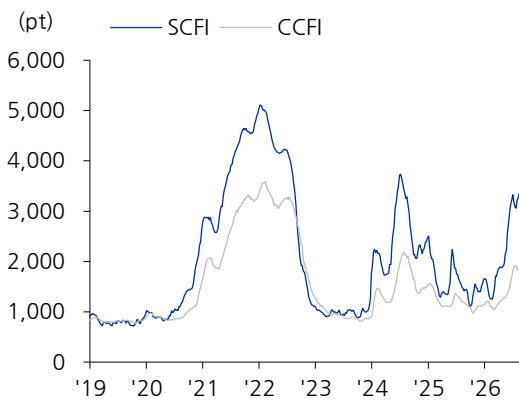
자료: Quantwise, 유진투자증권

BDI 추이



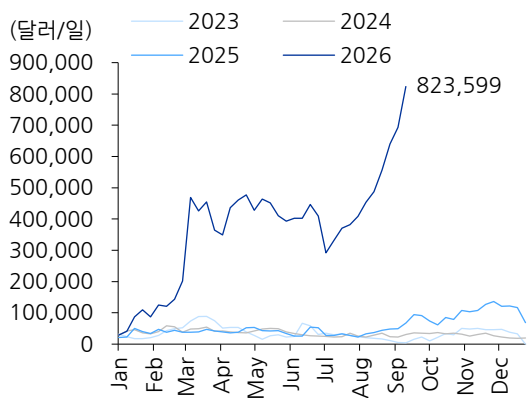
자료: Clarksons, 유진투자증권

SCFI, CCFI 추이



자료: Clarksons, 유진투자증권

BDTI-TD3C TCE (M.E.GULF - CHINA)



자료: Clarksons, 유진투자증권

LNG 장기계약 현황

	계약상대방	잔여 기간	투입 선박
TC OUT (12 척)	QATAR ENERGY	12.6년	LNGC 174K 5척
	SHELL	5.3년	LNGC 174K 4척
	SHELL	3.0년	LGBV 18K 1척
	SHELL	1.9년	LGBV 6.5K 1척
	GALP	1.5년	LNGC 174K 1척

자료: 팬오션, 유진투자증권

배당 정책

구분	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
별도 당기순이익(억원)	6,765	2,395	2,491	2,984	4,414	4,543
손상차손 조정(억원)	594	581	593	392	430	409
수정 당기순이익(억원)	7,359	2,976	3,084	3,375	4,844	4,952
배당 가이드라인(%)	10~20	10~20	15~25	15~25	15~25	상향 E
현금배당금총액(억원)	802	454	641	802	1,176	1,203
수정 배당성향(%)	10.9	15.3	20.8	23.8	24.3	24.3
배당수익률(%)	2.6	2.3	3.6	3.9	3.8	3.9
DPS(원)	150	85	120	150	220	225
DPS 컨센서스(원)					178	185

주: 수정 배당성향 = 배당금 / 일회성 비경상손익(유형자산손상차손) 제외한 수정 당기순이익

자료: 팬오션, 유진투자증권

팬오션(028670.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
자산총계	10,272	10,854	11,855	11,587	11,901
유동자산	2,022	1,854	2,107	2,095	2,139
현금성자산	1,139	1,047	1,135	1,157	1,175
매출채권	297	266	373	351	368
재고자산	122	115	171	156	163
비유동자산	8,250	9,000	9,749	9,491	9,763
투자자산	347	288	369	356	372
유형자산	7,862	8,653	9,370	9,126	9,383
기타	40	59	10	9	8
부채총계	4,618	5,130	5,740	5,099	5,047
유동부채	1,277	1,366	1,641	1,595	1,606
매입채무	477	364	622	576	590
유동성이자부채	541	748	760	756	751
기타	259	255	260	262	265
비유동부채	3,341	3,764	4,099	3,504	3,441
비유동이자부채	3,322	3,740	4,075	3,480	3,417
기타	19	24	24	24	24
자본총계	5,653	5,723	6,115	6,488	6,854
자배지분	5,653	5,723	6,115	6,488	6,854
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	1,860	2,097	2,488	2,861	3,227
기타	1,317	1,150	1,150	1,150	1,150
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,653	5,723	6,115	6,488	6,854
총차입금	3,864	4,488	4,835	4,236	4,168
순차입금	2,724	3,441	3,700	3,079	2,993

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업현금	676	703	1,132	1,063	1,065
당기순이익	268	301	472	490	487
자산상각비	469	521	552	609	626
기타비현금성손익	158	192	(53)	(92)	(102)
운전자본증감	(15)	(17)	98	(9)	(10)
매출채권감소(증가)	(31)	22	(107)	22	(17)
재고자산감소(증가)	13	4	(55)	14	(6)
매입채무증가(감소)	2	(40)	258	(45)	14
기타	2	(3)	3	0	0
투자현금	(660)	(263)	(1,302)	(332)	(869)
단기투자자산감소	0	0	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소	(3)	(0)	(29)	37	17
설비투자	385	222	1,269	364	882
유형자산처분	0	9	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(207)	(450)	254	(713)	(183)
차입금증가	(161)	(386)	334	(595)	(63)
자본증가	(45)	(64)	(80)	(118)	(120)
배당금지급	45	64	80	118	120
현금 증감	(87)	(26)	84	18	13
기초현금	953	866	840	923	942
기말현금	866	840	923	942	955
Gross Cash flow	895	1,015	1,033	1,071	1,075
Gross Investment	675	280	1,200	336	875
Free Cash Flow	220	735	(166)	735	201

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	5,161	5,433	6,947	6,718	7,004
증가율(%)	18.3	5.3	27.9	(3.3)	4.3
매출원가	4,578	4,820	6,113	5,884	6,168
매출총이익	583	613	834	834	836
판매 및 일반관리비	112	121	134	131	138
기타영업손익	(2)	9	11	(2)	5
영업이익	471	492	700	703	698
증가율(%)	22.1	4.4	42.4	0.4	(0.8)
EBITDA	940	1,013	1,252	1,312	1,324
증가율(%)	7.3	7.7	23.7	4.8	0.9
영업외손익	(189)	(174)	(202)	(185)	(184)
이자수익	38	40	40	41	41
이자비용	134	215	227	211	210
지분법손익	26	29	27	28	28
기타영업손익	(119)	(28)	(43)	(43)	(43)
세전순이익	282	318	498	518	514
증가율(%)	13.5	12.8	56.6	3.9	(0.8)
법인세비용	14	17	26	27	27
당기순이익	268	301	472	490	487
증가율(%)	9.4	12.4	56.6	3.9	(0.8)
지배주주지분	268	301	472	490	487
증가율(%)	9.4	12.4	56.6	3.9	(0.8)
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	502	564	883	917	910
증가율(%)	9.4	12.4	56.6	3.9	(0.8)
수정EPS(원)	502	564	883	917	910
증가율(%)	9.4	12.4	56.6	3.9	(0.8)

주요투자지표

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	502	564	883	917	910
BPS	10,576	10,707	11,439	12,137	12,822
DPS	120	150	220	225	230
밸류에이션(배, %)					
PER	6.6	6.8	6.6	6.3	6.4
PBR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	4.8	5.4	5.4	4.7	4.6
배당수익율	3.6	3.9	3.8	3.9	4.0
PCR	2.0	2.0	3.0	2.9	2.9
수익성(%)					
영업이익율	9.1	9.1	10.1	10.5	10.0
EBITDA이익율	18.2	18.6	18.0	19.5	18.9
순이익율	5.2	5.5	6.8	7.3	6.9
ROE	5.2	5.3	8.0	7.8	7.3
ROIC	6.3	5.5	7.2	7.1	7.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	48.2	60.1	60.5	47.5	43.7
유동비율	158.3	135.7	128.4	131.4	133.2
이자보상배율	3.5	2.3	3.1	3.3	3.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	19.5	19.3	21.7	18.6	19.5
재고자산회전율	42.8	45.8	48.6	41.1	43.9
매입채무회전율	11.1	12.9	14.1	11.2	12.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)