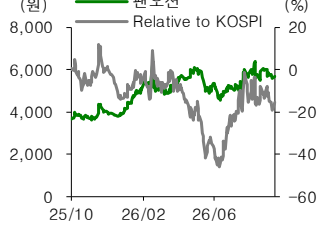


팬오션(028670.KS)

매수(유지)

트라피구라와 VLCC 1척 장기대선계약 체결

목표주가(12M)			8,300원	Key Data		(기준일: 2026. 9. 28)		Company Performance					
현재주가(9/28)			5,700원	KOSPI(pt)		6889.74		주가수익률(%)		1M	3M	6M	12M
상승여력			45.6%	KOSDAQ(pt)		846.58		절대수익률		-1.6	24.5	16.3	46.0
				액면가(원)		1,000		KOSPI대비상대수익률		-3.0	51.9	-8.2	-28.3
				시가총액(억원)		30,470		Company vs KOSPI composite					
				발행주식수(천주)		534,570							
				평균거래량(3M, 주)		3,201,372							
				평균거래대금(3M, 백만원)		18,143							
				52주 최고/최저		6,380 / 3,550							
				52주 일간Beta		0.4							
				배당수익률(26F, %)		2.7							
				외국인지분율(%)		17.3							
				주요주주 지분율(%)									
				하림지주 외 10인		54.9							
				국민연금공단		8.6							
Valuation Indicator													
	25A	26F	27F										
PER(배)	6.8	6.6	5.7										
PBR(배)	0.4	0.5	0.5										
EV/EBITDA(배)	5.4	6.9	6.3										
ROE(%)	5.3	7.7	8.3										
DPS(원)	150	150	150										

분석의 기본가정

- 에너지가격 상향안정화 가정
- 지정학적 리스크 장기화 가정

포트폴리오의 힘을 키워나가는 중

VLCC 1척에 대한 고가 장기대선계약 체결

전일(9월 28일) 팬오션은 3년+3개월 계약기간 동안 1,481억원의 대선계약을 체결했다. VLCC 1척에 대한 계약에 해당하며, 1,352원/USD 매매기준율로 역산하면 일일 대선운임이 약 10만 달러 수준이다.

도표 1. 팬오션의 단일판매·공급계약 공시

1. 판매·공급계약 구분		기타 판매·공급계약
- 체결계약명		장기대선계약
2. 계약내역	계약금액(원)	148,179,200,000
	최근매출액(원)	5,432,888,225,674
	매출액대비(%)	2.73
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대		Trafigura Maritime Logistics Pte Ltd.
- 회사와의 관계		-
4. 판매·공급지역		중동, 아시아 등 전세계
5. 계약기간	시작일	2026-12-01
	종료일	2029-12-01
6. 주요 계약조건	계약금·선금금 유무	무
	대금지급 조건 등	계약대상 : VLCC 1척 대선
		계약기간 : 최소 36개월~최장 39개월
		매월 1회 선불 지급 조건
7. 계약(수주)일자		2026-09-23

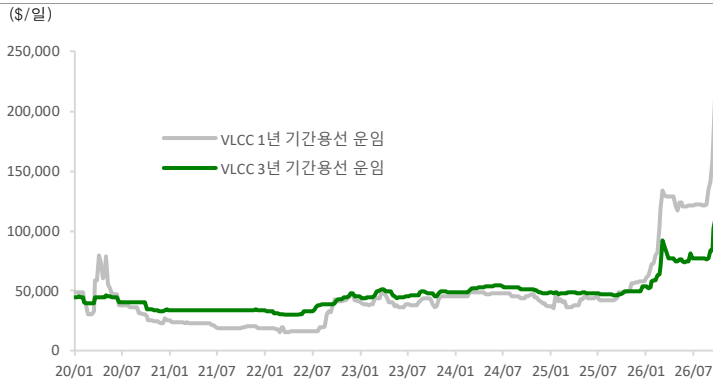
자료: 전자공시

최근 1달 사이 VLCC의 기간용선운임은 3년 기준으로 76,000달러에서 10만 9,750달러까지 44.4% 상승했다. 1년 기준 기간용선운임은 한 달 사이 12만 2,500달러에서 21만 6천달러로 급등했다. 금번 계약은 최근의 운임 상승이 반영된 수준이라

는 점이 중요하며, 계약상대방인 트라피구라는 기존에도 팬오션과 선박대선 계약을 수행하고 있던 선사 중 하나로 거래선이 이어진다는 점에도 주목할 필요가 있다. 이제 막 VLCC 운영을 늘리고 있는 상황에서 3년이나 고정수입을 확보했다는 점은 사업초기 리스크를 상당 부분 해소했다고도 볼 수 있기 때문이다.

이번에 대선계약이 체결된 선박은 동급 선박 중 1달 전에 계약을 체결한 다른 선박들 대비 높은 수익성에서 매출을 인식할 수 있게 되었다. 해당 선박은 코로나 팬데믹이 한창이던 2020년에 발주되어 2021년에 인도된 선박으로 선가 상승기 이전에 발주된 초저원가 선박이기도 하다. 당장 2026년 12월 1일부터 대선수익을 인식하기 때문에 2027년부터 매출 기여도와 영업이익 기여도가 높게 나타날 것으로 보인다.

도표 2. 1년과 3년 기준 VLCC 기간운선운임 추이



자료 : 클락슨, 신영증권 리서치센터

2020년 이후 씨를 뿌리고, 2025년부터 점차적으로 회수 중

팬오션은 드라이벌크에 치중된 매출 및 이익 구조를 바꾸기 위해 꾸준히 노력해왔다. 2020년 이후 LNG 운반선 신조투자만 10척 이상 진행했으며, 2019년까지 0척이었던 LNG운반선 사선은 2026년 상반기 말 기준으로 12척까지 늘어났다. 기타 해운부문의 매출이 2019년 244억원에서 2025년 3,182억원으로 늘어났고, LNG운반선 신조물량은 2026년 연중에도 인도되었기 때문에 1년을 온전히 운항한 LNG사업 매출은 2027년에 확인할 수 있다. 당사 추정 기준으로는 4,473억원으로 추정된다.

팬오션 선종확대에 있어서 두 번째 집중 선종은 VLCC 선박이다. 2025년부터 시작해서 2026년 상반기 내내 발주했다. 해당 선박들은 2028년부터 차례대로 인도될 예정인데, 대형선 사업의 초기 진입 리스크를 해소하기 위해 장기계약을 포함한 SK해운의 중고 VLCC 10척 매입을 진행했다(투자시점 2026년). 2027년 4월 최종 인도가 마무리되는 이들 선박을 바탕으로 VLCC 장기운송계약 화주와의 접점을 마련한 상태에서 영업을 시작할 수 있게 되었다. 장기운송계약과 선박자산을 동시에 확보한 VLCC 10척의 계약 일몰과 선박 폐선을 교체할 신규선박을 대부분 확보해 놓고 있어 안정적인 유조선 사업 확대가 예상된다.

도표 3. 2020년 이후 팬오션 신규시설투자 리스트

공시일자	취득일자	투자형태	투자상세	억원	백만달러	원/달러	적당 가격(백만달러)
2026-06-29	2030-09-27	신조선 투자	VLCC 2척	3,776	245	1,544.2	122
2026-05-14	2030-11-19	신조선 투자	VLCC 4척	7,834	524	1,495.1	131
2026-03-27	2029-12-26	신조선 투자	VLCC 1척	1,835	122	1,506.2	122
2026-03-13	2031-03-27	신조선 투자	뉴캐슬막스 벌크선 2척	2,279	154	1,479.8	77
2026-02-11	2030-10-28	신조선 투자	뉴캐슬막스 벌크선 2척	2,245	154	1,457.7	77
2026-02-11	2027-04-11	중고선 매입	VLCC 10척	9,737	668	1,457.7	-
2025-05-29	2028-04-27	신조선 투자	VLCC 2척	3,505	255	1,374.6	128
2024-10-24	2025-07-31	중고선 매입	벌크선 4척	2,265	164	1,382.0	-
2024-05-13	2028-04-27	신조선 투자	MR탱커 2척	1,331	97	1,367.9	49
2024-03-27	2027-04-28	신조선 투자	MR탱커 4척	2,771	207	1,338.6	52
2022-08-09	2026-07-26	신조선 투자	LNG선 2척	5,585	428	1,304.8	214
2022-07-26	2025-10-15	신조선 투자	LNG선 1척	2,806	214	1,311.0	214
2022-06-13	2025-08-28	신조선 투자	LNG선 1척	2,716	215	1,266.0	215
2022-04-13	2025-07-16	신조선 투자	LNG선 1척	2,560	207	1,236.6	207
2021-07-14	2024-12-31	신조선 투자	LNG선 2척	4,571	399	1,145.1	200
2020-12-24	2023-04-30	신조선 투자	LNG선 1척	2,040	184	1,108.9	184
2020-12-15	2024-10-15	신조선 투자	LNG선 2척	4,067	373	1,090.8	186
2020-01-16	2022-07-16	신조선 투자	MR탱커 4척	1,574	136	1,158.8	34

자료: 전자공시, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2019년 말과 2026년 상반기말 기준 팬오션 운영선대 현황 비교

	2019년 말				2026년 상반기말		
	사선(CVC)	용선(1년 이상)	합계		사선(CVC)	용선(1년 이상)	합계
핸디(10~40K)	9	27(1)	36		6	27(2)	33
핸디막스(40~65K)	15(9)	33(2)	48		22(10)	55(14)	77
파나막스(65~100K)	12(3)	14	26		12(2)	29(1)	41
케이프사이즈(100K~)	28(19)	7	35		38(29)	13	51
드라이벌크	64(31)	81(3)	145		78(41)	124(17)	202
VLCC	-	-	-		2(1)	-	2
MR 탱커	10	-	10		9	1(1)	10
케미칼 탱커	6	1	7		6	1(1)	7
컨테이너	3	5(1)	8		8	3(1)	11
헤비리프트	2	-	2		1	-	1
LNG선	-	1(1)	1		12(12)	1(1)	13
(비)드라이벌크	21	7(2)	28		38(13)	6(4)	44
합계	85(31)	88(5)	173		116(54)	130(21)	246

자료: 팬오션, 신영증권 리서치센터

해운 수익으로 더 큰 해운을 담은 팬오션, 매수 의견과 TP 8,300원 유지

팬오션에 대한 투자이견 매수를 유지하고, 운송업종 최선호주 추천도 유지한다. 목표주가는 2026~27년 평균추정 순자산가치에 목표배수 0.7배를 적용하여 산정하였다. 하반기 실적도 벌크 사업부문의 변동성을 보수적으로 가정하였다는 점을 감안하면 상방이 열려있다고 봐도 무방하다. 조금 더 장기적인 전망으로 확장해 보면, 2026년 하반기부터 인도되는 장기운송계약 연계 LNG선과 대선 VLCC, SK해운 중고선 유입으로 2027년 매출과 이익 성장이 뚜렷할 것으로 보인다.

드라이벌크 시장은 가장 많은 물동량을 차지하는 철광석 화물의 성장부재에도 불구하고, 에너지 수급 불균형에 따른 석탄 해상운송량의 반등을 경험하고 있다. 향후 전후복구에 따른 주요 벌크화물 수요 회복 요인을 남겨둘 수 있고, 팬오션의 경우 자체적인 선대 포트폴리오 재정비 효과를 보기 시작했다는 점을 감안하면, 재평가를 기다려보기 충분할 것으로 판단한다.

도표 5. 팬오션 분기실적 추정

(단위: 억원)

구 분	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	15,089	19,137	17,379	17,941	17,031	19,115	17,904	18,642	54,329	69,546	72,691
%yoy	8.3%	47.9%	36.9%	21.5%	12.9%	-0.1%	3.0%	3.9%	5.3%	28.0%	4.5%
%qoq	2.2%	26.8%	-9.2%	3.2%	-5.1%	12.2%	-6.3%	4.1%	-	-	-
1. 해운업	10,693	13,160	12,711	12,348	11,728	13,226	13,064	12,845	42,575	48,912	50,862
벌크	7,801	9,816	9,291	8,850	7,922	9,561	9,435	8,988	31,996	35,758	35,907
컨테이너	1,057	1,318	1,230	1,258	1,207	1,184	1,237	1,266	4,418	4,864	4,894
유조선	775	958	1,144	1,216	1,420	1,349	1,340	1,481	2,979	4,093	5,589
해운기타	1,059	1,068	1,046	1,024	1,178	1,131	1,052	1,111	3,182	4,198	4,473
2. 곡물사업	4,492	6,060	4,797	5,722	5,431	6,017	4,966	5,924	12,310	21,071	22,338
3. 기타	369	369	367	367	364	364	364	364	968	1,472	1,456
(내부거래)	-201	-203	-501	-501	-497	-497	-494	-494	-1,133	-1,406	-1,981
영업이익	1,409	1,937	1,779	1,723	1,656	1,936	1,916	1,894	4,919	6,848	7,403
%yoy	24.4%	57.4%	42.1%	32.1%	17.5%	0.0%	7.7%	9.9%	4.4%	39.2%	8.1%
%qoq	8.0%	37.4%	-8.2%	-3.1%	-3.9%	16.9%	-1.0%	-1.1%	-	-	-
영업이익률	9.3%	10.1%	10.2%	9.6%	9.7%	10.1%	10.7%	10.2%	9.1%	9.8%	10.2%
지배순이익	945	1,374	1,207	1,070	1,143	1,414	1,389	1,358	3,014	4,596	5,305
%yoy	31.2%	11.9%	108.3%	119.8%	21.0%	2.9%	15.1%	27.0%	12.4%	52.5%	15.4%
%qoq	94.2%	45.4%	-12.2%	-11.4%	6.9%	23.7%	-1.7%	-2.3%	-	-	-
순이익률	6.3%	7.2%	6.9%	6.0%	6.7%	7.4%	7.8%	7.3%	5.5%	6.6%	7.3%

자료: 신영증권 리서치센터 추정

도표 6. 팬오션 목표주가 산정

구 분	가격/배수
2026~27년 평균추정 BPS(원)	11,885
목표배수(배)	0.70
주당 적정 가치(원)	8,320
목표주가(원)	8,300

자료: 신영증권 리서치센터

팬오션(028670.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	51,612	54,329	69,546	72,691	73,649
증가율(%)	18.3	5.3	28.0	4.5	1.3
매출원가	45,785	48,196	61,369	63,782	64,718
원가율(%)	88.7	88.7	88.2	87.7	87.9
매출총이익	5,827	6,133	8,177	8,910	8,932
매출총이익률(%)	11.3	11.3	11.8	12.3	12.1
판매비와 관리비 등	1,116	1,213	1,328	1,507	1,527
판매비율(%)	2.2	2.2	1.9	2.1	2.1
영업이익	4,712	4,919	6,848	7,403	7,405
증가율(%)	22.1	4.4	39.2	8.1	0.0
영업이익률(%)	9.1	9.1	9.8	10.2	10.1
EBITDA	9,402	10,126	10,550	11,491	11,671
EBITDA마진(%)	18.2	18.6	15.2	15.8	15.8
순금융손익	-1,620	-1,533	-2,011	-2,307	-2,154
이자손익	-960	-1,766	-2,206	-2,320	-2,172
외화관련손익	-607	107	84	-8	-3
기타영업외손익	-513	-496	-277	-2	-1
종속및관계기업 관련손익	242	292	292	292	292
법인세차감전계속사업이익	2,821	3,182	4,852	5,386	5,541
계속사업손익법인세비용	139	168	256	81	83
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,681	3,014	4,596	5,305	5,458
증가율(%)	9.4	12.4	52.5	15.4	2.9
순이익률(%)	5.2	5.5	6.6	7.3	7.4
지배주주지분 당기순이익	2,681	3,014	4,596	5,305	5,458
증가율(%)	9.4	12.4	52.5	15.4	2.9
기타포괄이익	7,141	-1,672	448	-389	-389
총포괄이익	9,823	1,342	5,045	4,915	5,069

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	20,218	18,541	17,882	30,128	36,506
현금및현금성자산	8,658	8,397	5,773	17,421	23,372
매출채권 및 기타채권	2,971	2,659	3,930	4,108	4,165
재고자산	1,221	1,151	1,528	1,615	1,637
비유동자산	82,497	89,996	101,320	105,116	106,441
유형자산	78,622	86,527	97,568	101,079	102,119
무형자산	107	103	95	87	81
투자자산	2,833	2,906	3,198	3,489	3,781
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	102,715	108,537	119,202	135,243	142,947
유동부채	12,769	13,662	14,880	15,273	15,562
단기차입금	0	818	818	818	818
매입채무및기타채무	4,766	3,638	5,196	5,440	5,578
유동성장기부채	4,194	5,471	5,621	5,771	5,921
비유동부채	33,413	37,640	42,844	54,379	57,527
사채	1,205	717	717	717	717
장기차입금	1,653	1,332	1,332	1,332	1,332
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	46,181	51,302	57,725	69,652	73,089
지배주주지분	56,534	57,235	61,478	65,591	69,858
자본금	5,346	5,346	5,346	5,346	5,346
자본잉여금	19,421	19,421	19,421	19,421	19,421
기타포괄이익누계액	13,116	11,445	11,893	11,504	11,115
이익잉여금	18,596	20,968	24,762	29,265	33,921
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	56,534	57,235	61,478	65,591	69,858
총차입금	38,635	44,881	50,472	62,157	65,455
순차입금	27,101	34,274	42,526	42,453	39,686

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	6,762	7,027	6,892	8,864	9,261
당기순이익	2,681	3,014	4,596	5,305	5,458
현금유출이없는비용및수익	6,270	7,132	5,788	6,206	6,233
유형자산감가상각비	4,682	5,199	3,693	4,081	4,260
무형자산상각비	8	8	8	7	7
영업활동관련자산부채변동	-145	-167	-1,029	-246	-175
매출채권의감소(증가)	-313	220	-1,271	-178	-57
재고자산의감소(증가)	127	41	-377	-87	-21
매입채무의증가(감소)	21	-402	1,559	243	138
투자활동으로인한현금흐름	-6,604	-2,632	-16,332	-9,218	-6,931
투자자산의 감소(증가)	-555	218	0	0	0
유형자산의 감소	0	93	0	2,418	1,950
CAPEX	-3,850	-2,216	-14,711	-10,010	-7,250
단기금융자산의감소(증가)	-2,696	783	-104	-109	-114
재무활동으로인한현금흐름	-2,067	-4,505	-2,023	-2,023	-2,023
장기차입금의증가(감소)	198	-2,492	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1,041	-152	8,838	14,025	5,644
현금의 증가	-869	-262	-2,624	11,648	5,951
기초현금	9,528	8,658	8,397	5,773	17,421
기말현금	8,658	8,397	5,773	17,421	23,372

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	502	564	860	992	1,021
BPS	10,576	10,707	11,500	12,270	13,068
DPS	120	150	150	150	150
Multiples (배)					
PER	6.6	6.8	6.6	5.7	5.6
PBR	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	4.8	5.4	6.9	6.3	6.0

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	9.4%	12.4%	52.5%	15.4%	2.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	7.3%	7.7%	4.2%	8.9%	1.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	5.2%	5.3%	7.7%	8.3%	8.1%
ROE(지배순이익 기준)	5.2%	5.3%	7.7%	8.3%	8.1%
ROIC	6.4%	5.5%	6.8%	7.1%	6.9%
WACC	4.2%	5.1%	5.3%	5.3%	5.0%
안전성(%)					
부채비율	81.7%	89.6%	93.9%	106.2%	104.6%
순차입금비율	47.9%	59.9%	69.2%	64.7%	56.8%
이자보상배율	3.5	2.3	2.7	2.4	2.5

Compliance Notice

투자등급

기업분석

매수 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업분석

비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 과리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260630)	매수 : 90.45%	중립 : 9.55%	매도 : 0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
팬오션	-	-	-	-	-	-	-	-

