

팬오션(028670)

공격적인 이익 레버리지 전략

2021.10.28

투자의견: **HOLD** (유지)목표주가: **7,100**원(하향)

현재주가: 6,240원(10/27)

시가총액: 3,336(십억원)

Commodity/Logistics 방민진_02)368-6179_mj.bang@eugenefn.com

3Q21 연결 영업이익 1,913 억원(+70.8%qoq, +204.0%yoy) 기록

연결 기준 매출액은 1.33 조원(+17.5%qoq, +109.4%yoy), 영업이익은 1,913 억원(+70.8%qoq, +204.0%yoy)으로 당사 전망치(1,618 억원)와 시장 기대치를 크게 상회함.

이는 3 분기 평균 발틱운임지수(BDI)가 3,729(+34.9%qoq)로 강세를 보인 가운데 상당 기간 원가를 고정시켜 둔 기간 용선과 장기 용선 투입이 대폭 증가하면서 이익 레버리지가 극대화 된 결과임. 전분기대비 전체 운영선대 규모에는 큰 변화가 없었지만 드라이벌크 오픈 사선이 1 척 추가되었고 1년 이상 장기 용선이 52 척으로 전분기 대비 25척 증가하며 믹스가 변화한 것으로 파악됨. 드라이벌크 영업이익은 1,777 억원을 기록함.

드라이벌크 외 사업 부문의 이익기여는 137 억원을 기록함. 컨테이너(143 억원)는 시황 호조 에도 비용 상승으로 이익 개선이 제한되었고 탱커(-19 억원)는 전분기대비 적자 폭을 축소함.

4Q21 연결 영업이익 1,849 억원(-3.4%qoq, +207.2%yoy) 전망

최근 케이프사이즈 운임이 40% 가량 급락하며 BDI 조정을 견인하고 있음. 중국 철강 생산 제한이 지속되면서 광산업체들이 철광석 생산 가이던스를 하향 조정하고 있음. 다만 중국 항만의 체선 현상이 지속되고 있고 중소형 선형 물동량이 견조한 상황으로 4 분기 시황 조정은 완만할 수 있음. 동사는 4분기 수행할 계약을 상당 부분 선제적으로 수주해 둔 상황이며 장기 용선 평균 원가는 현 시황에서 수익을 낼 수 있는 수준임.

투자의견 HOLD 유지

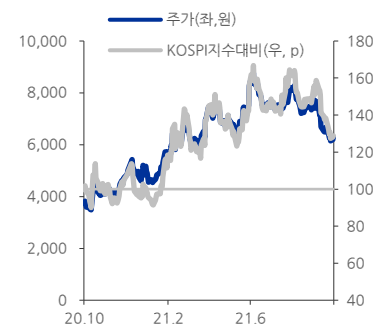
공급 요인에 의해 과도하게 급등한 운임이 물동량 체적으로 회귀하는 과정이 예상됨. 이 경우 이익 레버리지를 가져온 장기 용선은 리스크가 될 수 있음. 목표주가는 올해 예상 BPS 에 TargetPBR 1.1배(글로벌 Peers 평균)를 적용하여 기존 8,400원에서 7,100원으로 15.5% 하향함. 다만 중장기적으로 드라이벌크는 제한적인 신조 발주와 2023 년부터 강화될 환경규제(EEXI 등) 등으로 하방 경직성을 찾게 될 전망이다.

발행주식수	534,570 천주
52주 최고가	8,920원
최저가	3,470원
52주 일간 Beta	0.44
3개월 일평균거래대금	472억원
외국인 지분율	10.6%
배당수익률(2021F)	0.8%

주주구성	
하림지주 (외 18인)	54.8
국민연금공단 (외 1인)	5.9

	1M	6M	12M
주가상승률	-19.4	-16.5	67.1

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	7,100	8,400	▼
영업이익(21)	537	394	▲
영업이익(22)	470	384	▲



(단위: 십억원, (%, %p))	3Q21P					4Q21E			2020	2021E		2022E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	qoq	yoy		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	1,328	1,176	12.9	1,238	7.3	1,144	-13.9	84.4	2,497	4,282	71.5	4,604	7.5
영업이익	191	162	18.2	162	18.5	185	-3.4	207.2	225	537	138.5	470	-12.5
세전이익	180	140	28.1	148	21.3	174	-2.9	흑전	92	500	443.9	425	-14.9
순이익	179	140	28.0	148	21.2	174	-2.9	흑전	91	498	449.5	424	-14.9
영업이익률	14.4	13.8	0.6	13.0	1.4	16.2	1.8	6.5	9.0	12.5	3.5	10.2	-2.3
순이익률	13.5	11.9	1.6	11.9	1.5	15.2	1.7	17.4	3.6	11.6	8.0	9.2	-2.4
EPS(원)	1,339	1,047	27.9	1,027	30.5	1,301	-2.9	흑전	173	933	438.8	793	-14.9
BPS(원)	6,016	5,943	1.2	5,527	8.9	6,342	5.4	20.8	5,250	6,342	20.8	7,085	11.7
ROE(%)	22.3	17.6	4.6	18.6	3.7	20.5	-1.7	22.5	3.3	16.1	12.8	11.8	-4.3
PER(X)	4.7	6.0	-	6.1	-	4.8	-	-	29.0	6.7	-	7.9	-
PBR(X)	1.0	1.0	-	1.1	-	1.0	-	-	1.0	1.0	-	0.9	-

자료: 유진투자증권

주: EPS는 annualized 기준

도표 1. 팬오션 분기실적 추이 및 전망(연결 기준)

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	559	683	634	621	680	1,130	1,328	1,144	2,497	4,282	4,604
영업이익	38	64	63	60	49	112	191	185	225	537	470
영업이익률(%)	6.8	9.4	9.9	9.7	7.2	9.9	14.4	16.2	9.0	12.5	10.2
지배주주순이익	22	42	42	-14	55	91	179	174	93	499	424
증감률(YoY,%)											
매출	4.5	8.1	-7.0	0.3	21.7	65.3	109.4	84.4	1.2	71.5	7.5
영업이익	-15.9	27.3	-0.8	17.7	29.3	74.3	204.0	207.2	7.2	138.5	-12.5
지배주주순이익	-30.0	13.9	-23.1	-147.2	152.3	114.7	325.1	-1,372.7	-39.1	438.8	-14.9
증감률(QoQ,%)											
매출	-9.7	22.3	-7.2	-2.2	9.6	66.2	17.5	-13.9			
영업이익	-26.0	69.9	-2.1	-4.4	-18.8	129.1	70.8	-3.4			
지배주주순이익	-25.1	96.0	-0.8	적전	흑전	66.8	96.5	-2.9			
부문별 매출액											
드라이벌크	432	414	438	473	492	807	1,092	984	1,758	3,375	3,641
비벌크	98	112	94	100	114	134	143	137	404	528	569
기타매출(곡물 포함)	71	219	184	106	126	259	175	108	579	668	706
부문별 영업이익											
드라이벌크	31	44	56	53	36	101	178	173	183	487	443
비벌크	7	19	5	7	14	14	13	12	38	53	29
기타매출(곡물 포함)	1	2	2	1	0	-3	0	0	4	-2	-3
부문별 OPM(%)											
드라이벌크	7.1	10.6	12.8	11.1	7.2	12.5	16.3	17.5	10.4	14.4	12.2
비벌크	6.6	16.6	5.6	7.2	12.0	10.3	9.2	8.9	9.2	10.0	5.1
기타매출(곡물 포함)	0.8	0.7	0.8	0.5	-0.3	-1.0	0.3	0.0	0.9	-0.4	-0.4
평균 BDI	599	773	1,520	1,366	1,728	2,765	3,729	3,532	1,064	2,938	2,463

자료: 팬오션, 유진투자증권 추정

도표 2. 실적추정 변동사항

(십억원)	2021E			2022E		
	수정전	수정후	변동률(%p)	수정전	수정후	변동률(%p)
매출액	4,621	4,282	-7.3	4,667	4,604	-1.4
영업이익	394	537	36.3	384	470	22.4
영업이익률(%)	8.5	12.5	4.0	8.2	10.2	2.0
지배주주순이익	323	499	54.4	306	424	38.6

자료: 유진투자증권

팬오션(028670.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	4,454	4,659	5,688	6,092	6,481
유동자산	680	663	1,018	1,163	1,302
현금성자산	291	278	599	739	873
매출채권	135	152	213	217	219
재고자산	65	57	83	85	86
비유동자산	3,775	3,997	4,670	4,929	5,179
투자자산	30	117	159	166	172
유형자산	3,737	3,873	4,505	4,758	5,001
기타	8	7	6	5	5
부채총계	1,555	1,853	2,298	2,305	2,310
유동부채	709	604	889	895	899
매입채무	136	156	300	305	308
유동성이자부채	444	264	521	521	521
기타	128	184	68	69	70
비유동부채	846	1,248	1,409	1,410	1,411
비유동이자부채	817	1,225	1,385	1,385	1,385
기타	29	23	24	25	26
자본총계	2,900	2,807	3,390	3,787	4,171
자배지분	2,886	2,807	3,390	3,787	4,171
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	236	329	800	1,198	1,581
기타	174	1	113	113	113
비자배지분	13	0	0	0	0
자본총계	2,900	2,807	3,390	3,787	4,171
총차입금	1,261	1,490	1,906	1,906	1,906
순차입금	970	1,212	1,307	1,168	1,033

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	405	470	758	704	705
당기순이익	148	91	498	424	410
자산상각비	203	228	258	282	297
기타비현금성손익	(0)	13	(100)	(1)	(1)
운전자본증감	51	54	128	(0)	(1)
매출채권감소(증가)	9	(27)	37	(4)	(2)
재고자산감소(증가)	(2)	5	3	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	(15)	28	(45)	5	3
기타	59	48	133	(1)	(1)
투자현금	(213)	(337)	(507)	(541)	(547)
단기투자자산감소	0	0	(1)	(2)	(3)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(3)	(3)
설비투자	217	290	467	534	539
유형자산처분	0	19	0	0	0
무형자산처분	1	(1)	(0)	(1)	(1)
재무현금	(152)	(139)	42	(27)	(27)
차입금증가	(152)	(121)	71	0	0
자본증가	0	0	(27)	(27)	(27)
배당금지급	0	0	27	27	27
현금 증감	47	(18)	301	137	132
기초현금	209	255	238	538	675
기말현금	255	238	538	675	807
Gross Cash flow	420	465	657	705	706
Gross Investment	162	283	378	539	544
Free Cash Flow	258	181	278	166	161

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	2,468	2,497	4,282	4,604	4,650
증가율(%)	(7.5)	1.2	71.5	7.5	1.0
매출원가	2,180	2,193	3,631	4,003	4,043
매출총이익	288	304	651	601	607
판매 및 일반관리비	78	79	114	131	147
기타영업손익	5	1	45	15	12
영업이익	210	225	537	470	460
증가율(%)	3.0	7.2	138.5	(12.5)	(2.1)
EBITDA	413	453	795	752	757
증가율(%)	10.9	9.7	75.5	(5.4)	0.7
영업외손익	(62)	(133)	(37)	(44)	(44)
이자수익	5	3	3	5	5
이자비용	55	41	42	42	42
지분법손익	0	5	5	2	2
기타영업손익	(12)	(100)	(3)	(10)	(10)
세전순이익	148	92	500	425	416
증가율(%)	(0.5)	(38.0)	443.9	(14.9)	(2.3)
법인세비용	1	1	2	1	6
당기순이익	148	91	498	424	410
증가율(%)	(0.6)	(38.6)	449.5	(14.9)	(3.3)
지배주주지분	152	93	499	424	410
증가율(%)	(0.3)	(39.1)	438.8	(14.9)	(3.3)
비지배지분	(4,153)	(1,807)	(92)	(88)	(107)
EPS(원)	284	173	933	793	768
증가율(%)	(0.4)	(39.1)	438.8	(14.9)	(3.3)
수정EPS(원)	284	173	933	793	768
증가율(%)	(0.4)	(39.1)	438.8	(14.9)	(3.3)

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	284	173	933	793	768
BPS	5,400	5,250	6,342	7,085	7,802
DPS	0	50	50	50	50
밸류에이션(배, %)					
PER	16.0	29.0	6.7	7.9	8.1
PBR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	8.6	5.8	6.0	5.8
배당수익률	0.0	1.0	0.8	0.8	0.8
PCR	5.8	5.8	5.1	4.7	4.7
수익성(%)					
영업이익률	8.5	9.0	12.5	10.2	9.9
EBITDA이익률	16.7	18.1	18.6	16.3	16.3
순이익률	6.0	3.6	11.6	9.2	8.8
ROE	5.5	3.3	16.1	11.8	10.3
ROIC	5.7	5.7	12.6	10.0	9.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	33.5	43.2	38.5	30.8	24.8
유동비율	95.8	109.6	114.4	129.9	144.8
이자보상배율	3.8	5.5	12.8	11.2	11.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.8	0.8	0.7
매출채권회전율	17.6	17.4	23.5	21.4	21.3
재고자산회전율	39.1	40.8	60.9	54.7	54.5
매입채무회전율	18.0	17.1	18.8	15.2	15.2

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 제3자에게 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 당사에 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	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.9.30 기준)

