



기업분석 | 운송

Analyst

나민식, CFA

02 3779 8754

minsik@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	9,000 원
현재주가	6,240 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(10/27)	3,025.49 pt
시가총액	33,357 억원
발행주식수	534,570 천주
52주 최고가 / 최저	8,770 / 3,485 원
90일 일평균거래대금	475.36 억원
외국인 지분율	11.0%
배당수익률(21.12E)	0.8%
BPS(21.12E)	6,098 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -15.9%
	6개월 -10.6%
	12개월 37.3%

주주구성	
하림지주 (외 14인)	54.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.9%

Stock Price



팬오션 (028670)

3Q21 Review: 영업이익 서프라이즈

원가경쟁력 확보전략으로 영업이익률 개선

3Q21 매출액 1조 3,282억원(YoY +109%, QoQ +18%), 영업이익 1,913억원(YoY +204%, OPM: 14.4%)을 발표했다. 당사 추정치 대비해서 매출액 부합, 영업이익은 상회하는 호실적을 기록했다. 영업이익률이 당사 추정치 대비 2.7%pt 상회한 이유는 1년 이상 장기용선을 추가하면서 용선료 원가수준을 낮췄기 때문이다. 대신에 1Q20부터 시작한 운용선대 확장은 일단락 된 것으로 보인다. 현재 1,000명 내외인 임직원 수를 고려했을 때 운용 가능한 선대는 약 300대가 최대치인 것으로 밝혔다. 즉, 외형확대보다는 수익성위주 전략이 3Q21 호실적의 주요원인이다.

호실적에도 주가는 약세

분기 최대 영업이익을 장 중에 공시했음에도 불구하고 주가는 하락으로 마감했다. 이는 중국 철강생산량 감축에 따른 철광석 해상 물동량 감소가 주가에 반영되는 것으로 판단한다. 결국 2022년도 Dry Bulk 시황에 대한 판단이 필요하다.

2022년 Dry Bulk 시황은 긍정적

Clarkson은 2022년 Dry bulk 톤-마일 증가를 +2.4%, 선박 증가율을 +1.5%를 전망하고 있다. 수요가 공급보다 +0.9%pt 더 높다. 또한 Dry Bulk 수주잔고(Order book)는 6.5%까지 역사적으로 낮아져서 초과공급에 가능성도 제한적이다. BDI상승에도 불구하고 수주잔고가 낮아진 이유는 ① 선주들이 BDI상승이 단기적이라고 판단하여 신조발주 대신에 중고선박을 확보하고 있고, ② 친환경 선박에 대한 명확한 기준이 없는 상황에서 무리해서 신조발주를 안 하고 있기 때문으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,468	2,497	4,484	5,323	5,376
영업이익	210	225	531	731	760
세전계속사업손익	148	92	484	647	676
순이익	148	91	480	634	667
EPS (원)	284	173	897	1,186	1,247
증감률 (%)	-0.4	-39.1	418.5	32.1	5.2
PER (x)	16.0	29.0	7.0	5.3	5.0
PBR (x)	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA (x)	8.2	8.6	7.7	4.5	3.8
영업이익률 (%)	8.5	9.0	11.8	13.7	14.1
EBITDA 마진 (%)	16.7	18.1	14.8	18.9	19.3
ROE (%)	5.5	3.3	15.8	17.8	15.9
부채비율 (%)	53.6	66.0	70.9	59.7	51.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 실적추정치 비교

(십억원)	3Q21	당사 추정	추정치 대비	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	1,328	1,226	+8%	1,229	+8%
영업이익	191	143	+34%	157	+22%
영업이익률	14.4%	11.6%	+2.8%pt	12.7%	+1.7%pt

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 주요가정 내역

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
벌크 단가(달러/톤)	19	16	18	20	20	29	33	35	34	34	34	34
벌크 물동량 (만 톤)	1,900	2,094	2,007	2,167	2,191	2,497	2,590	2,596	2,605	2,614	2,622	2,631
운영선대 (척수)	197	209	215	217	254	293	292	295	296	297	298	299
벌크	167	174	182	186	221	257	255	256	257	258	259	260
탱커	17	18	19	17	17	18	19	21	21	21	21	21
컨테이너	10	14	11	11	11	14	13	13	13	13	13	13
기타	3	3	3	3	5	4	5	5	5	5	5	5

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 팬오션 분기실적 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	559	683	634	621	680	1,130	1,328	1,346	1,351	1,331	1,322	1,319
해운	531	526	532	573	606	941	1,137	1,227	1,210	1,172	1,170	1,177
곡물	32	169	124	51	80	203	121	108	125	138	123	123
기타	38	50	60	55	47	56	135	73	78	85	93	82
내부거래	-43	-62	-81	-58	-52	-70	-65	-61	-62	-65	-64	-63
영업비용	521	619	571	560	631	1,018	1,137	1,168	1,163	1,126	1,158	1,145
용선료	116	138	128	125	156	287	395	284	266	267	269	270
감가비	52	62	57	56	58	63	65	67	68	68	68	68
연료비	110	130	120	118	165	287	276	335	335	329	332	338
인건비	44	53	49	48	55	66	63	63	64	64	64	64
변동비	99	118	109	107	116	203	239	229	230	226	225	224
기타비용	99	118	109	107	81	113	99	190	200	170	200	180
영업이익	38	64	63	60	49	112	191	178	188	205	164	174
영업이익률(%)	6.8	9.4	9.9	9.7	7.2	9.9	14.4	13.3	13.9	15.4	12.4	13.2
영업외수익	16	0	-1	22	19	2	7	0	0	0	0	0
영업외비용	33	22	19	95	13	23	19	20	21	21	21	21
법인세비용	0	0	1	0	0	0	1	3	3	4	3	3
당기순이익	20	42	42	-14	55	91	179	155	163	180	140	150
당기순이익률(%)	4	6	7	-2	8	8	13	12	12	14	11	11
매출액 성장률(YoY)	4.5	8.1	-7.0	0.3	21.7	65.3	109.4	116.9	98.7	17.8	-0.5	-2.0
영업이익 성장률(YoY)	-15.9	27.3	-0.8	17.7	29.3	74.3	203.9	196.6	283.6	83.2	-14.4	-2.3
순이익 성장률(YoY)	-29.1	14.5	-23.1	적전	173.8	115.4	325.1	흑전	199.2	98.0	-21.9	-3.1

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결기준, 영업비용은 연간 성격별 비용을 바탕으로 추산

팬오션(028670)

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	680	663	849	1,446	2,062
현금 및 현금성자산	255	238	93	680	1,275
매출채권 및 기타채권	135	152	251	246	248
재고자산	65	57	98	96	97
기타유동자산	224	216	407	424	441
비유동자산	3,775	3,997	4,723	4,728	4,759
관계기업투자등	14	90	132	137	143
유형자산	3,737	3,873	4,557	4,557	4,581
무형자산	8	7	6	5	5
자산총계	4,454	4,659	5,572	6,174	6,820
유동부채	709	604	904	898	903
매입채무 및 기타채무	136	156	353	346	349
단기금융부채	444	264	521	521	521
기타유동부채	128	184	30	31	32
비유동부채	846	1,248	1,409	1,410	1,411
장기금융부채	817	1,225	1,385	1,385	1,385
기타비유동부채	29	23	24	25	26
부채총계	1,555	1,853	2,312	2,308	2,313
지배주주지분	2,886	2,807	3,260	3,867	4,507
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,942	1,942	1,942	1,942	1,942
이익잉여금	236	329	782	1,389	2,029
비지배주주지분(연결)	13	0	0	0	0
자본총계	2,900	2,807	3,260	3,867	4,507

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	405	470	192	897	931
당기순이익(손실)	148	91	480	634	667
비현금수익비용가감	272	374	-78	276	278
유형자산감가상각비	201	226	133	274	276
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	0	13	-212	1	1
영업활동 자산부채변동	51	54	-10	-13	-13
매출채권 감소(증가)	9	-27	0	5	-2
재고자산 감소(증가)	-2	5	-12	2	-1
매입채무 증가(감소)	-15	28	8	-7	3
기타자산, 부채변동	59	48	-6	-13	-13
투자활동 현금	-213	-337	-342	-283	-310
유형자산처분(취득)	-217	-271	-517	-274	-300
무형자산 감소(증가)	1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	-4	-8	-8
기타투자활동	3	-65	180	-1	-1
재무활동 현금	-152	-139	0	-27	-27
차입금의 증가(감소)	-152	-121	71	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-27	-27	-27
배당금의 지급	0	0	27	27	27
기타재무활동	0	-18	-44	0	0
현금의 증가	47	-18	-144	587	595
기초현금	209	255	238	93	680
기말현금	255	238	93	680	1,275

자료: 팬오션, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,468	2,497	4,484	5,323	5,376
매출원가	2,180	2,193	3,872	4,510	4,533
매출총이익	288	304	612	813	844
판매비 및 관리비	78	79	82	82	83
영업이익	210	225	531	731	760
(EBITDA)	413	453	665	1,006	1,037
금융손익	-51	-57	-39	-84	-85
이자비용	55	41	39	84	85
관계기업등 투자손익	0	5	4	0	0
기타영업외손익	-11	-81	-11	0	0
세전계속사업이익	148	92	484	647	676
계속사업법인세비용	1	1	4	13	9
계속사업이익	148	91	480	634	667
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	148	91	480	634	667
지배주주	152	93	480	634	667
총포괄이익	240	-79	480	634	667
매출총이익률 (%)	11.7	12.2	13.7	15.3	15.7
영업이익률 (%)	8.5	9.0	11.8	13.7	14.1
EBITDA마진률 (%)	16.7	18.1	14.8	18.9	19.3
당기순이익률 (%)	6.0	3.6	10.7	11.9	12.4
ROA (%)	3.5	2.0	9.4	10.8	10.3
ROE (%)	5.5	3.3	15.8	17.8	15.9
ROIC (%)	5.7	5.7	11.9	14.7	15.3

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	16.0	29.0	7.0	5.3	5.0
P/B	0.8	1.0	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	8.2	8.6	7.7	4.5	3.8
P/CF	5.8	5.8	8.3	3.7	3.5
배당수익률 (%)	n/a	1.0	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	-7.5	1.2	79.6	18.7	1.0
영업이익	3.0	7.2	135.6	37.8	4.0
세전이익	-0.5	-38.0	426.3	33.7	4.5
당기순이익	-0.6	-38.6	428.8	32.1	5.2
EPS	-0.4	-39.1	418.5	32.1	5.2
안정성 (%)					
부채비율	53.6	66.0	70.9	59.7	51.3
유동비율	95.8	109.6	94.0	161.1	228.4
순차입금/자기자본(x)	33.5	43.2	53.7	30.1	12.5
영업이익/금융비용(x)	3.8	5.5	13.4	8.7	9.0
총차입금 (십억원)	1,261	1,490	1,906	1,906	1,906
순차입금 (십억원)	970	1,212	1,752	1,162	565
주당지표(원)					
EPS	284	173	897	1,186	1,247
BPS	5,400	5,250	6,098	7,233	8,431
CFPS	785	869	751	1,702	1,767
DPS	n/a	50	50	50	50

팬오션 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
10,000			2021.08.03	Buy	9,000원									
			2021.08.13	Buy	9,000원									
			2021.10.19	Buy	9,000원									
			2021.10.27	Buy	9,000원									
8,000														
6,000														
4,000														
2,000														
0														
19/10														
20/04														
20/10														
21/04														

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:나민식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 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 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 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.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
(업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)