

팬오션(028670)

다시 오를 운임에 투자할 시점

장기 전망을 따라가지 않는 단기 벌크선 상황

최근 BDI는 직전 고점에서 400p 이상 낮아졌다. 9월 이후 단기조정 가능성은 어느 정도 예상되어 왔다. 다만 하락폭이 가팔라 시장의 변동성에 대한 우려가 다시 커지고 있다. 올해 운임은 과거의 계절적 패턴에서 벗어나고 있다. 유가가 오르는 상황에서 시장의 예측성이 낮아지면 스팟영업에 어려움이 따르게 된다. 자연스레 BDI를 지표 삼아 판단하던 해운업종 투자에도 부담이 생긴다. 여기에 컨테이너선 상황이 상반기 다시 부진했던 점도 벌크해운의 낙관론에 대한 의구심을 키웠다. 그 결과 구조적인 수급개선에도 올해 국내 벌크선사들은 증시에서 소외되어 왔다.

벌크해운 수급개선에 따른 운임 상승 여전히 유효

팬오션의 주가 역시 연초 대비 9% 하락해 작년 9월 고점보다 25% 낮아졌다. 현재 주가는 2018F PBR 1.0배에 머물러 밸류에이션 부담이 줄었다. 반면 최근 운임의 하락은 단기적인 추세 이탈이라 판단한다. 정체되어 있는 수주잔고 추이를 감안하면 공급 증가폭은 2019년까지 제한적일 전망이다. 반면 수요는 중국의 철광석 수입 의존도가 높아지면서 선복량을 상회해 늘어날 것이다. 또한 4분기부터는 성수기 효과가 본격화된다. 최근 조정이 가팔랐던 만큼 단기적으로도 운임의 반등여력이 높은 시점이다. 결국 단기시황과 장기전망 간의 괴리는 투자기회가 된다.

펀더멘탈 개선 이어지는 팬오션 매수할 시점

팬오션의 벌크선사 60척 중 26척은 장기운송계약에 투입돼 안정적으로 높은 마진을 유지하고 있다. 나머지 34척은 시장에 노출되어 있어 향후 BDI와 함께 수익성이 향상되는 구조다. 최근 조정에도 현재까지의 3분기 평균 BDI는 전년동기대비 43% 높다. 저점도 오픈사선들의 BEP를 상회한다. 결국 단기 실적에 대한 우려는 제한적이며 4분기에는 계절적 수혜 역시 기대된다. 또한 2019년부터는 Fibria와 Vale 전용선이 장기운송계약에 투입되기 시작한다. 2021년까지 11척이 도입돼 총 37척으로 늘어날 것이다. 시장개선과 맞물려 추가적인 수주 역시 예상됨에 따라, 장기적으로는 수익성이 높은 장기계약이 성장을 견인할 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,874	168	98	184	55.9	337	21.7	10.1	0.8	4.0	-
2017A	2,336	195	143	268	45.7	363	19.7	10.5	1.2	5.8	-
2018F	2,616	215	172	321	19.9	375	15.5	9.7	1.0	6.9	-
2019F	2,912	274	205	384	19.6	439	12.9	8.1	1.0	7.7	-
2020F	3,242	305	209	390	1.5	473	12.7	7.4	0.9	7.3	-

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 7,000원(유지)

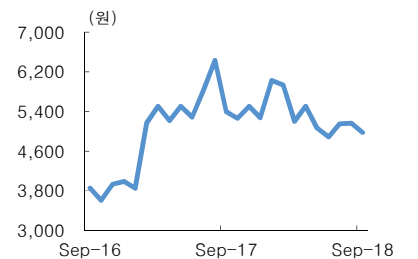
Stock Data

KOSPI(9/20)	2,323
주가(9/20)	4,975
시가총액(십억원)	2,659
발행주식수(백만)	535
52주 최고/최저(원)	6,130/4,455
일평균거래대금(6개월, 백만원)	10,502
유통주식비율/외국인지분율(%)	45.0/9.5
주요주주(%)	하림지주 외 29 인 54.9
국민연금	5.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.8)	(7.2)	(17.6)
KOSPI 대비(%p)	(10.2)	(0.7)	(14.0)

주가추이



자료: WISEfin

최고운

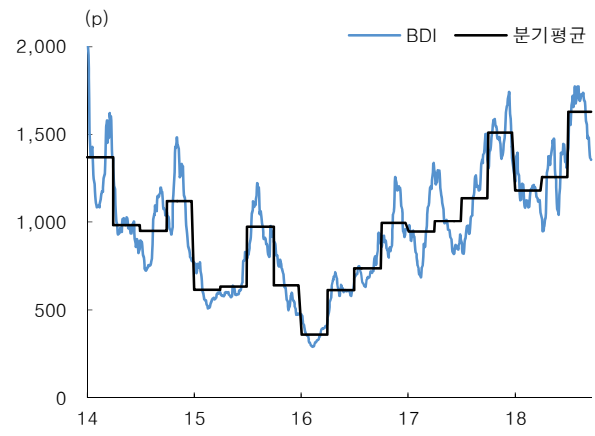
gowoon@truefriend.com

[그림 1] 국내 벌크선사들의 주가는 정체



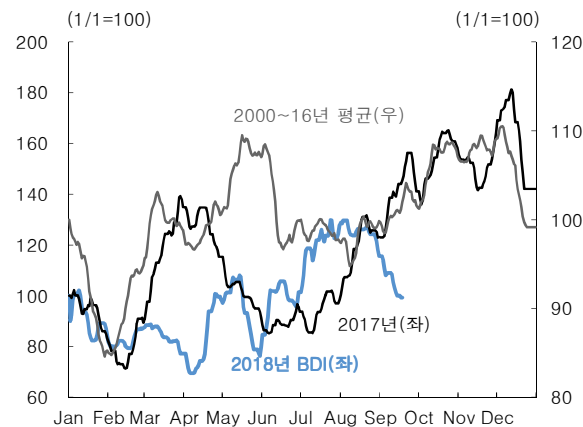
자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] BDI는 8월 피크에서 400p 하락



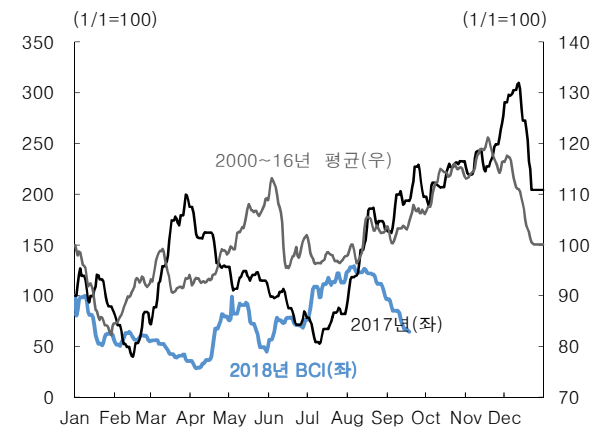
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 3] 올해 BDI 변동성 커지면서 투자 어려움 가중



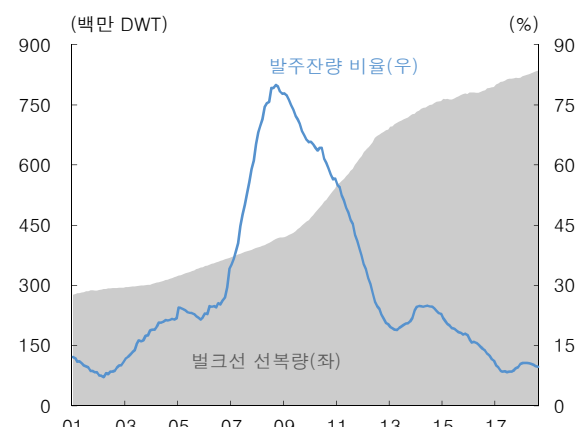
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 4] Capsize 시황은 다시 계절적 패턴에서 이탈



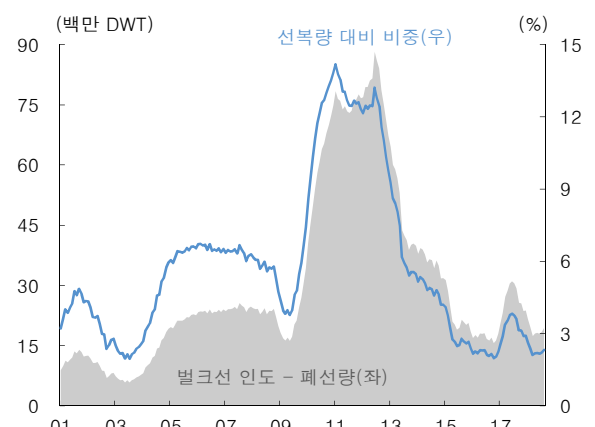
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 5] 벌크선 수주잔고는 2017년 이후 정체



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 6] 2019년까지 선복량 증가 2%대로 제한적일 전망



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 7] 중국 수입 확대로 브라질 철광석 가격 상승



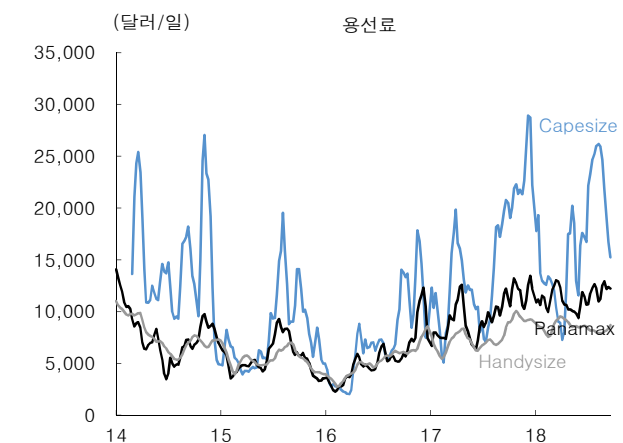
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 호주 연료탄 가격 상승세 지속



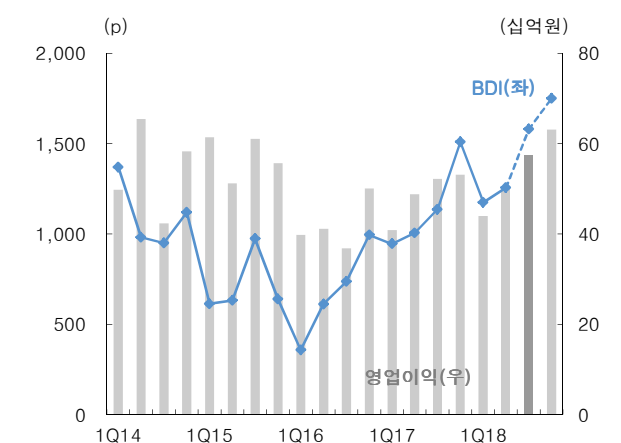
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 우상향하는 용선료 추이는 시황 개선을 반영



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 10] 팬오션 3분기 영업이익은 시장 기대 부합할 전망



자료: 팬오션, 한국투자증권

〈표 1〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	523	633	584	597	566	679	673	699	1,874	2,336	2,616	2,912
증가율	15.6	42.8	25.3	16.5	8.1	7.3	15.3	17.1	3.0	24.7	12.0	11.3
벌크	406	439	447	451	435	512	523	542	1,386	1,743	2,012	2,253
기타	117	194	137	146	130	166	151	157	488	594	604	659
영업이익	41	49	52	53	44	50	58	63	168	195	215	274
증가율	2.8	18.6	41.8	5.9	7.6	2.5	10.4	18.8	(26.8)	16.2	10.1	27.7
영업이익률	7.8	7.7	8.9	8.9	7.8	7.4	8.6	9.0	9.0	8.3	8.2	9.4
벌크	34	41	47	59	38	45	52	57	123	182	191	237
기타	7	7.8	5.0	(6.3)	6	5	6	6	45	13	24	38
세전이익	33	21	43	45	37	38	46	51	99	143	171	227
증가율	(55.8)	(15.8)	56.9	NM	10.1	77.5	6.0	12.9	107.4	44.4	19.7	32.5
지배주주순이익	32	20	42	48	36	38	46	51	98	143	172	205
증가율	(57.3)	(15.3)	54.8	NM	12.9	90.6	7.6	6.4	114.9	46.2	20.1	19.6

자료: 팬오션, 한국투자증권

〈표 2〉 현재 장기화물운송계약 26척 수행

화주	운영 선박	잔여 기간	IMO SOx 규제대응	비고
Vale	8척	18.5년	Scrubber 설치	남부 3척, 남동 2척, 중부 1척
발전자회사	6척	9.0년	검토 중	
Fibria	5척	19.2년	검토 중	
포스코	4척	10.7년	2척 Scrubber 설치	
현대제철	3척	11.9년	검토 중	

주: 잔여 계약기간은 2018년 2분기말 기준

자료: 팬오션, 한국투자증권

〈표 3〉 2021년까지 신규 장기운송계약에 11척 도입 예정

화주	Size	척수	인도 예정 시점	비고
Fibria	62K Open Hatch Type	5척	2018년 12월~2020년 9월	15년(옵션 10년)
Vale	325K VLOC	6척	2019년 12월~2021년 9월	27년

자료: 팬오션, 한국투자증권

기업개요

1966년에 설립된 해상화물 운송업체로 2013년 회생철차를 거쳐 2015년 하림그룹에 인수됨. 철광석, 천연가스, 원유 등의 원재료를 선박으로 운송하는 벌크 전문선사로 Vale, 포스코, 현대제철 등 우량화주와의 장기운송계약과 시황에 노출되어 있는 스팟 계약의 포트폴리오를 통해 안정적 실적 창출. 2017년말 기준 사선 81대를 포함해 총 211대 규모의 선대를 운영하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	573	613	687	764	851
현금성자산	245	208	233	259	288
매출채권및기타채권	169	201	225	250	279
재고자산	48	50	56	63	70
비유동자산	3,757	3,281	3,433	3,563	3,677
투자자산	40	21	24	26	29
유형자산	3,678	3,224	3,369	3,492	3,598
무형자산	10	10	11	12	13
자산총계	4,331	3,894	4,120	4,328	4,528
유동부채	524	545	601	636	641
매입채무및기타채무	163	199	222	247	275
단기차입금및단기사채	2	47	58	58	58
유동성장기부채	323	272	283	295	284
비유동부채	1,241	939	940	908	896
사채	45	28	30	31	31
장기차입금및금융부채	1,149	874	868	831	814
부채총계	1,765	1,485	1,541	1,544	1,537
지배주주지분	2,541	2,389	2,561	2,766	2,975
자본금	534	535	535	535	535
자본잉여금	1,940	1,941	1,941	1,941	1,941
기타자본	7	5	5	5	5
이익잉여금	(210)	(66)	106	311	520
비지배주주지분	25	21	18	17	16
자본총계	2,566	2,410	2,579	2,784	2,991

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	251	262	320	348	343
당기순이익	97	141	170	204	208
유형자산감가상각비	168	167	159	164	167
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(31)	(46)	(11)	(25)	(37)
기타	16	(1)	1	4	3
투자활동현금흐름	(92)	(117)	(316)	(299)	(286)
유형자산투자	(99)	(106)	(304)	(287)	(273)
유형자산매각	24	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(14)	(2)	(3)	(3)
무형자산순증	(2)	(1)	(2)	(3)	(3)
기타	9	4	(8)	(6)	(7)
재무활동현금흐름	(198)	(155)	20	(23)	(27)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(198)	(155)	18	(24)	(28)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	1	1
기타현금흐름	6	(27)	0	0	0
현금의증가	(33)	(37)	25	26	29

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

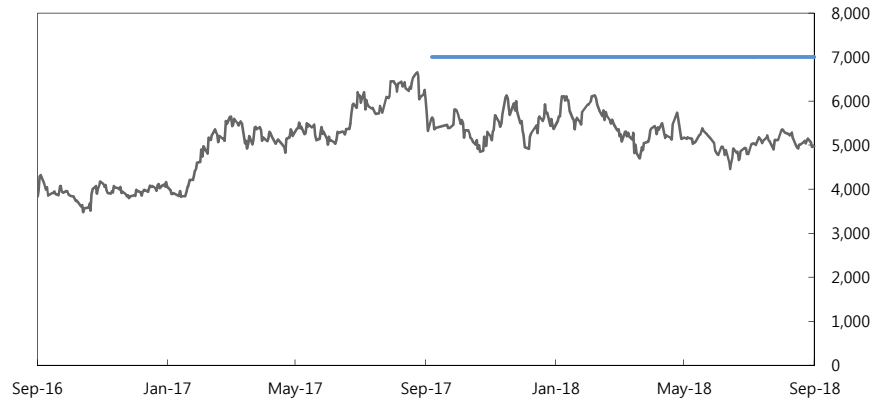
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,874	2,336	2,616	2,912	3,242
매출원가	1,650	2,072	2,307	2,568	2,859
매출총이익	224	264	309	344	383
판매관리비	56	69	94	70	78
영업이익	168	195	215	274	305
금융수익	16	14	12	18	18
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	60	59	59	65	64
이자비용	44	52	47	47	46
기타영업외손익	(24)	(7)	4	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	171	227	260
법인세비용	2	2	2	23	52
연결당기순이익	97	141	170	204	208
지배주주지분순이익	98	143	172	205	209
기타포괄이익	79	(296)	0	0	0
총포괄이익	176	(155)	170	204	208
지배주주지분포괄이익	176	(151)	172	205	209
EBITDA	337	363	375	439	473

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	184	268	321	384	390
BPS	4,754	4,469	4,791	5,175	5,565
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.0	24.7	12.0	11.3	11.3
영업이익증가율	(26.8)	16.2	10.1	27.7	11.3
순이익증가율	114.9	46.2	20.1	19.6	1.5
EPS증가율	55.9	45.7	19.9	19.6	1.5
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	3.3	17.1	7.8
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.3	8.2	9.4	9.4
순이익률	5.2	6.1	6.6	7.1	6.4
EBITDA Margin	18.0	15.5	14.3	15.1	14.6
ROA	2.2	3.4	4.2	4.8	4.7
ROE	4.0	5.8	6.9	7.7	7.3
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,256	965	952	896	831
차입금/자본총계비율(%)	59.3	50.7	48.1	43.7	39.7
Valuation(X)					
PER	21.7	19.7	15.5	12.9	12.7
PBR	0.8	1.2	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.7	8.1	7.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
팬오션(028670)	2017.09.26	매수	7,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 20일 현재 팬오션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.