

## 팬오션(028670)

## 1분기 아쉬움은 2분기 이미 회복 중

영업이익은 비수기 계절성, 원화강세 영향으로 전분기대비 17% 감소  
3월 이례적으로 부진했던 BDI는 2분기 들어 반등에 성공  
단기 실적 우려를 지나 중장기 시황개선과 장기계약 모멘텀에 주목

## Facts : 1분기 영업이익은 컨센서스를 5% 하회

1분기 매출액은 5,655억원, 영업이익은 440억원으로 각각 전년동기대비 8% 증가했다. 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 3%, 5% 하회했다. 비수기 계절성, 원화강세 영향에 더해 3월 BDI(벌크선 운임지수)가 예상과 다르게 하락하며 영업이익은 전분기대비 17% 감소했다. 벌크부문의 영업이익은 전년동기대비 10% 증가에 그쳤다. BDI에서 가장 큰 비중을 차지하는 BCI(케이프선 운임지수)는 1분기 64% 급락했다. 철광석 수요 둔화와 미-중 무역갈등에 대한 우려로 3월 BCI는 550p 하락하며 전체 BDI보다 낮아졌다. 운임 변동폭이 커지면서 케이프사이즈 오픈사선 9척 등 스팟영업의 수익성이 기대보다 부진했던 것으로 추정된다.

## Pros &amp; cons : 이례적으로 부정적이던 시황은 2분기 개선 중

3월 BDI는 137p 하락했다. 춘절 이후 통상적으로 반등하던 패턴에서 벗어났고 케이프선박의 용선료가 규모가 작은 파나막스선보다 낮은 이례적인 시황이 펼쳐졌다. 하지만 2분기 이후 벌크선 시황은 빠르게 제자리를 되찾아가고 있다. 수급 불균형이 해소되면서 BCI는 150% 이상 상승하며 연초 수준을 회복했다. 이에 따라 BDI는 연중 최고점을 경신했다. 2018년 벌크선 공급증가는 2%로 제한적임을 감안하면 운임의 상승세가 이어질 전망이다. 높아진 변동성은 부담요인이나 장기계약 중심의 탄탄한 수익구조와 시황에 대한 높은 대응력을 가진 팬오션의 안정적인 수익성이 부각되는 시점이다.

## Action : 단기 변동성보다 중장기 시황개선에 주목

점차 커져가는 벌크선 운임의 변동성은 부정기전 실적개선에 대한 기대감을 낮출 것이다. 다만 당초 기대를 하회한 1분기 실적은 컨센서스와 주가에 충분히 반영됐다. 부진 요인들은 2분기 들어 해소됨에 따라 BDI 역시 반등하고 있다. 따라서 이번 실적발표를 기점으로 투자심리는 중장기 시황개선과 장기계약 수주 재개에 대한 기대감을 반영해 갈 것이다. 팬오션에 대해 '매수' 의견과 목표주가 7,000원(2018F PBR 1.4배 적용)을 유지한다.

하회	부합	상회
----	----	----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 7,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(5/11)	2,478
주가(5/11)	5,540
시가총액(십억원)	2,961
발행주식수(백만)	535
52주 최고/최저가(원)	6,650/4,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,867
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.2/8.0
주요주주(%)	제일홀딩스 외 29인 51.1
	포세이돈2014유한회사 7.6

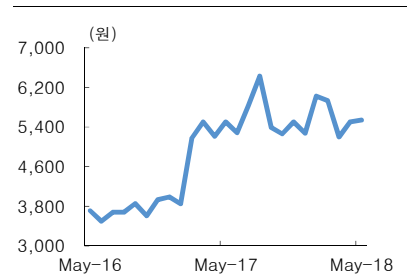
## Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	19.7	18.3	15.5
PBR(x)	1.2	1.2	1.1
ROE(%)	5.8	6.5	7.2
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	10.5	10.6	9.2
EPS(원)	268	302	358
BPS(원)	4,469	4,771	5,129

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.9	14.2	14.7
KOSPI 대비(%p)	10.5	16.8	6.8

## 주가추이



자료: WISEfn

최고운

gowoon@truefriend.com

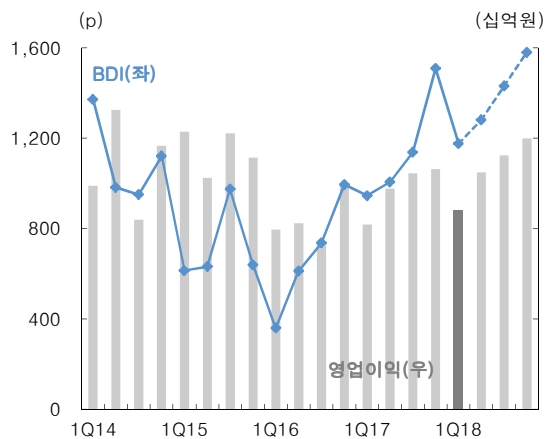
〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	522.9	632.5	583.8	597.0	565.5	(5.3)	8.1	583.3
영업이익	40.9	48.8	52.2	53.1	44.0	(17.2)	7.6	46.5
영업이익률(%)	7.8	7.7	8.9	8.9	7.8	(1.1)	(0.0)	8.0
세전이익	33.4	21.2	43.1	45.5	36.8	(19.2)	10.1	35.3
순이익	32.3	20.1	42.4	48.2	36.4	(24.4)	12.9	35.9

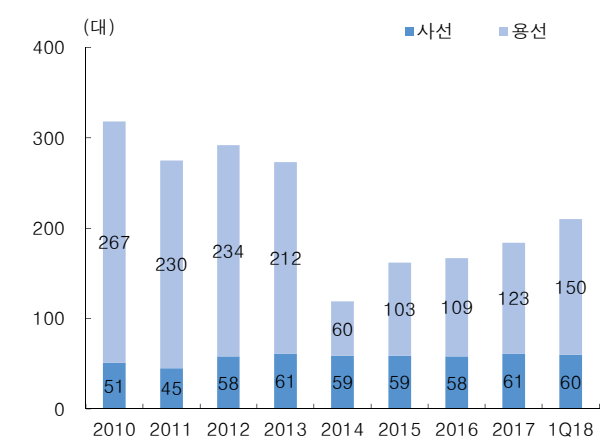
자료: 팬오션, FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 1분기 영업이익은 전년동기대비 8% 증가



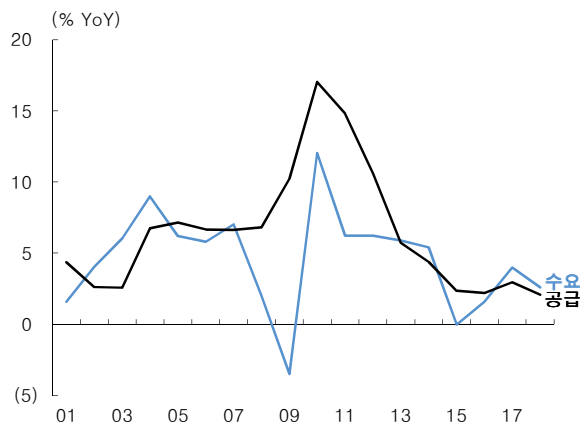
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 2] 1분기 벌크선대는 201척으로 확대



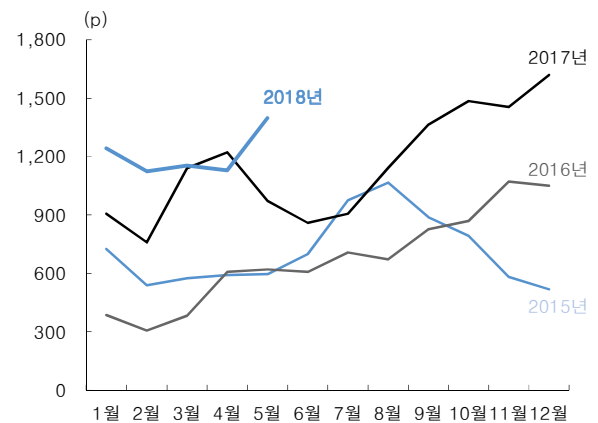
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 3] 올해도 벌크선 수요증가율이 공급을 상회할 전망



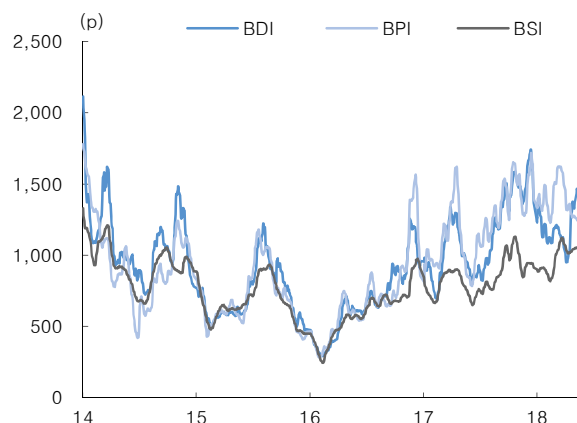
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 4] BDI는 5월 반등. 2분기 이후 398p 상승



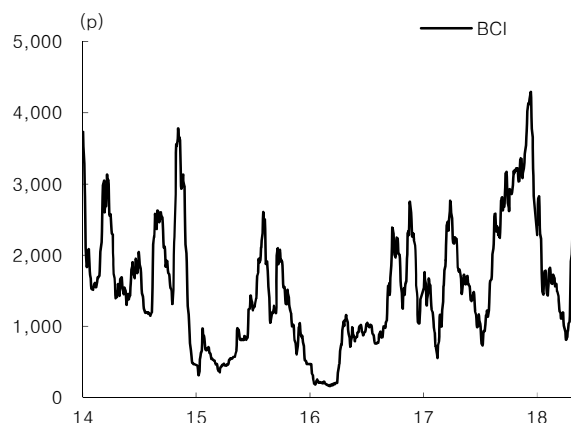
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 5] BDI는 이례적으로 3월에도 부진



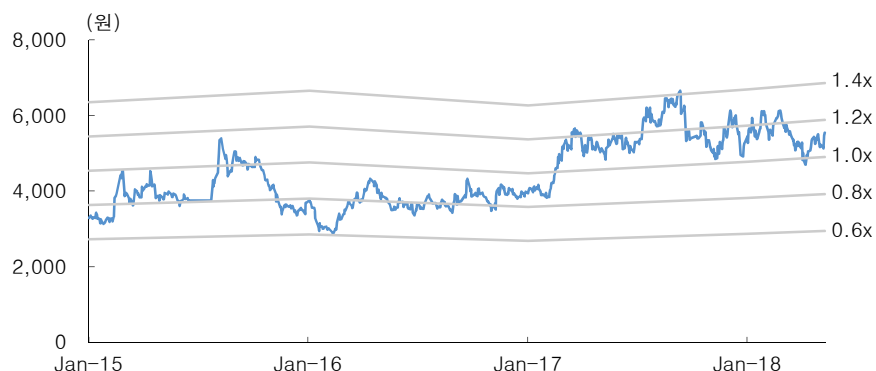
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 6] 케이프사이즈 시황의 변동성 확대



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 7] 현 주가는 2018F PBR 1.2배에서 거래



자료: Quantiwise, 한국투자증권

## 〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	523	633	584	597	566	609	628	649	1,874	2,336	2,452	2,728
증가율	15.6	42.8	25.3	16.5	8.1	(3.7)	7.6	8.7	3.0	24.7	4.9	11.3
벌크	406	439	447	451	435	474	483	497	1,386	1,743	1,888	2,115
기타	117	194	137	146	130	135	146	152	488	594	564	614
영업이익	41	49	52	53	44	52	56	60	168	195	213	259
증가율	2.8	18.6	41.8	5.9	7.6	7.4	7.7	12.9	(26.8)	16.2	9.0	21.6
영업이익률	7.8	7.7	8.9	8.9	7.8	8.6	8.9	9.2	9.0	8.3	8.7	9.5
세전이익	33	21	43	45	37	40	44	48	99	143	170	212
증가율	(55.8)	(15.8)	56.9	NM	10.1	90.4	2.7	6.0	107.4	44.4	18.5	24.7
지배주주순이익	32	20	42	48	36	38	42	45	98	143	161	191
증가율	(57.3)	(15.3)	54.8	NM	12.9	88.2	(1.9)	(6.1)	114.9	46.2	12.7	18.7

자료: 팬오션, 한국투자증권

## 기업개요

1966년에 설립된 해상화물 운송업체로 2013년 회생절차를 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	643	716	797
현금성자산	245	208	218	242	270
매출채권및기타채권	169	201	211	235	261
재고자산	48	50	53	59	65
비유동자산	3,757	3,281	3,429	3,549	3,662
투자자산	40	21	22	25	27
유형자산	3,678	3,224	3,369	3,482	3,588
무형자산	10	10	10	11	12
자산총계	4,331	3,894	4,072	4,265	4,459
유동부채	524	545	566	599	613
매입채무및기타채무	163	199	208	232	258
단기차입금및단기사채	2	47	58	58	58
유동성장기부채	323	272	283	295	295
비유동부채	1,241	939	937	905	893
사채	45	28	30	31	31
장기차입금및금융부채	1,149	874	868	831	814
부채총계	1,765	1,485	1,503	1,505	1,506
지배주주지분	2,541	2,389	2,550	2,742	2,936
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)	95	287	481
비지배주주지분	25	21	19	19	18
자본총계	2,566	2,410	2,570	2,760	2,954

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	251	262	301	336	329
당기순이익	97	141	160	190	193
유형자산감가상각비	168	167	159	163	166
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(31)	(46)	(20)	(23)	(36)
기타	16	(1)	1	5	4
투자활동현금흐름	(92)	(117)	(310)	(288)	(285)
유형자산투자	(99)	(106)	(304)	(276)	(272)
유형자산매각	24	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(14)	(1)	(3)	(3)
무형자산순증	(2)	(1)	(2)	(3)	(3)
기타	9	4	(3)	(6)	(7)
재무활동현금흐름	(198)	(155)	19	(23)	(16)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(198)	(155)	18	(24)	(17)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
기타현금흐름	6	(27)	0	0	0
현금의증가	(33)	(37)	10	25	27

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,874	2,336	2,452	2,728	3,036
매출원가	1,650	2,072	2,162	2,406	2,677
매출총이익	224	264	289	322	358
판매관리비	56	69	77	64	71
영업이익	168	195	213	259	288
금융수익	16	14	10	18	18
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	60	59	58	65	64
이자비용	44	52	47	47	46
기타영업외손익	(24)	(7)	5	0	0
관계기업관련손익	0	0	(0)	0	0
세전계속사업이익	99	143	170	212	242
법인세비용	2	2	10	21	48
연결당기순이익	97	141	160	190	193
지배주주지분순이익	98	143	161	191	194
기타포괄이익	79	(296)	0	0	0
총포괄이익	176	(155)	160	190	193
지배주주지분포괄이익	176	(151)	161	191	194
EBITDA	337	363	373	423	455

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	184	268	302	358	364
BPS	4,754	4,469	4,771	5,129	5,493
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.0	24.7	4.9	11.3	11.3
영업이익증가율	(26.8)	16.2	9.0	21.6	11.3
순이익증가율	114.9	46.2	12.7	18.7	1.6
EPS증가율	55.9	45.7	12.6	18.7	1.6
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	2.7	13.5	7.6
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.3	8.7	9.5	9.5
순이익률	5.2	6.1	6.6	7.0	6.4
EBITDA Margin	18.0	15.5	15.2	15.5	15.0
ROA	2.2	3.4	4.0	4.6	4.4
ROE	4.0	5.8	6.5	7.2	6.8
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,256	965	971	916	865
차입금/자본총계비율(%)	59.3	50.7	48.3	44.1	40.6
Valuation(X)					
PER	21.7	19.7	18.3	15.5	15.2
PBR	0.8	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.1	10.5	10.6	9.2	8.4

## 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 5월 14일 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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 높게 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.