

팬오션(028670)

시황 회복 기다려보기에 부담없는 저평가

4분기 영업이익은 벌크해운 시황 부진으로 전분기대비 9% 감소
 시황 불확실성 높고 일회성 악재 겹쳐 1분기 이익 기대감 낮지만
 환경규제에 따른 수급개선까지 길게 보고 투자하기에 편안한 저평가 구간

Facts : 영업이익은 부진했지만 예상했던 수준

4분기 매출액은 6,525억원으로 전년동기대비 9% 늘었지만 영업이익은 524억원으로 1% 줄었다. 매출액은 컨센서스를 소폭 하회했고 영업이익은 기대에 부합했다. 4분기는 성수기지만 호주 철광석 열차의 탈선사고 여파로 벌크해운 시황이 크게 부진했던 탓에, BDI(벌크선 운임지수)는 1,363p로 전분기대비 15% 하락했다. 그 결과 벌크선 매출액과 영업이익은 각각 전분기대비 7%, 11% 감소했다. 컨테이너선과 탱커 등 비벌크 사업의 수익성은 3분기보다 나아졌지만 여전히 이익기여도가 5%를 넘지 못할 만큼 부진했다. 특히 컨테이너선은 항로 확대에 따라 매출액이 29% 증가했지만 어려운 시황을 극복하지 못해 영업마진은 2%에 머물렀다.

Pros & cons : 1분기에도 시황 부진 이어질 전망

실적은 부진했으나 이미 예상했던 수준이었다. 한편으로는 어려운 시황에서 27척의 장기 운송계약이 뒷받침하는 이익 안정성을 다시 한번 확인할 수 있었다. 다만 BDI는 최근 600p대까지 하락해 1분기 이익에 대한 기대감도 낮춰야 할 것이다. 미중 무역분쟁, 중국의 석탄수입 부진 등 수요 전망에 대한 우려가 부각된 비수기 상황에서 철광석 업체인 발레의 브라질 댐 붕괴라는 악재까지 더해졌다. 현재까지 1분기 평균 BDI는 전년동기보다 25% 낮다. 다만 하반기부터는 기저효과와 함께 내년 환경규제 강화에 따른 공급 감소요인이 나타나 시황은 다시 개선될 전망이다.

Action : 어려운 시황 속 팬오션의 안전성과 저평가 매력에 주목

예상할 수 있는 대부분의 악재가 터진 상황이다. 반대로 보면 저평가 매력이 부각되는 시점이라 팬오션에 대해 '매수' 의견을 유지한다. 현 주가는 2019F PBR 0.9 배에 불과하다. 증장기 그림은 수급개선에 따른 시황 회복이 예상되며 단기적으로 어려운 시황이 이어지더라도 팬오션은 장기계약이 이익과 주가의 하단을 받쳐주기 때문이다. 해운업계는 2020년 강화되는 IMO 환경규제에 대응하려면 스크러버 장착 등 비용과 시간이 들 수밖에 없다. 이에 따라 올해 하반기 가동일수가 줄어드는 한편, 경제성 낮은 노후선박에 대한 폐선이 늘 전망이다. 이미 알고 있는 일회성 악재에 대한 우려보다는 구조적인 공급계약 요인이 더 중요하다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 7,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/26)	2,227
주가(2/26)	4,365
시가총액(십억원)	2,333
발행주식수(백만)	535
52주 최고/최저가(원)	6,130/4,155
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,322
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/9.5
주요주주(%)	하림지주 외 30 인 54.9
국민연금	5.8

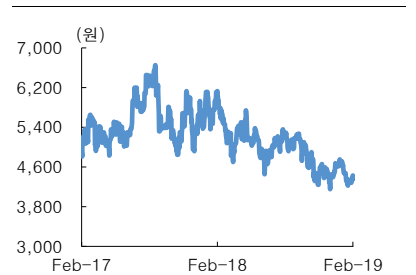
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	19.7	15.3	13.6
PBR(x)	1.2	0.9	0.9
ROE(%)	5.8	6.2	6.5
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	10.5	9.1	8.3
EPS(원)	268	285	320
BPS(원)	4,469	4,754	5,074

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(7.3)	(17.3)	(28.8)
KOSPI 대비(%p)	(9.6)	(14.4)	(19.4)

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

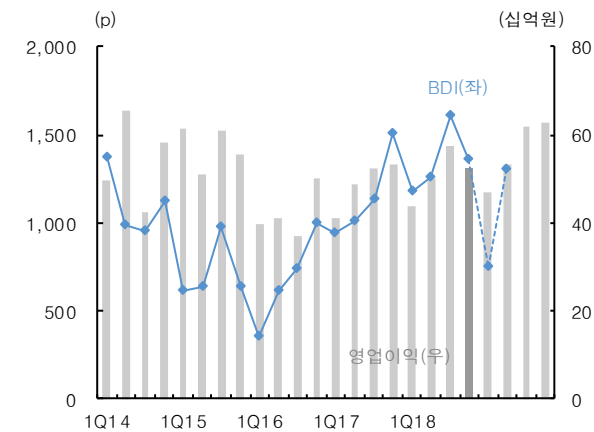
〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	597.0	565.5	678.8	771.5	652.5	(15.4)	9.3	679.2
영업이익	53.1	44.0	50.1	57.5	52.4	(8.9)	(1.3)	51.7
영업이익률(%)	8.9	7.8	7.4	7.5	8.0			7.6
세전이익	45.5	36.8	37.6	43.4	31.3	(27.9)	(31.2)	40.4
순이익	48.2	36.4	38.4	43.7	33.9	(22.4)	(29.7)	40.4

자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 4분기 영업이익은 전년동기대비 1% 감소



자료: 팬오션, Clarkson, 한국투자증권

[그림 2] 현 주가는 2019F PBR 0.9배에 불과



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2016	2017	2018P	2019F
매출액	523	633	584	597	566	679	771	653	1,874	2,336	2,668	2,936
증가율	15.6	42.8	25.3	16.5	8.1	7.3	32.1	9.3	3.0	24.7	14.2	10.0
벌크	406	439	447	451	435	512	556	519	1,386	1,743	2,023	2,293
기타	117	194	137	146	130	166	215	133	488	594	645	642
영업이익	41	49	52	53	44	50	58	52	168	195	204	225
증가율	2.8	18.6	41.8	5.9	7.6	2.5	10.2	(1.4)	(26.8)	16.2	4.6	10.4
영업이익률	7.8	7.7	8.9	8.9	7.8	7.4	7.5	8.0	9.0	8.3	7.6	7.7
벌크	34	41	47	59	38	45	57	51	123	182	191	212
기타	7	7.8	5.0	(6.3)	6	5	1	2	45	13	13	13
세전이익	33	21	43	45	37	38	43	31	99	143	149	172
증가율	(55.8)	(15.8)	56.9	NM	10.1	77.5	0.6	(31.3)	107.4	44.4	4.1	15.4
지배주주순이익	32	20	42	48	36	38	44	34	98	143	152	171
증가율	(57.3)	(15.3)	54.8	NM	12.9	90.6	2.9	(29.7)	114.9	46.2	6.5	12.2

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	700	771	837
현금성자산	245	208	237	261	283
매출채권및기타채권	169	201	229	252	274
재고자산	48	50	57	63	69
비유동자산	3,757	3,281	3,434	3,564	3,676
투자자산	40	21	24	27	29
유형자산	3,678	3,224	3,369	3,492	3,598
무형자산	10	10	11	12	13
자산총계	4,331	3,894	4,135	4,334	4,513
유동부채	524	545	636	698	690
매입채무및기타채무	163	199	227	249	271
단기차입금및단기사채	2	47	58	58	58
유동성장기부채	323	272	283	295	284
비유동부채	1,241	939	940	909	896
사채	45	28	30	31	31
장기차입금및금융부채	1,149	874	868	831	814
부채총계	1,765	1,485	1,576	1,607	1,585
지배주주지분	2,541	2,389	2,541	2,712	2,915
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)	86	257	459
비지배주주지분	25	21	17	15	13
자본총계	2,566	2,410	2,558	2,728	2,928

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	251	262	326	344	332
당기순이익	97	141	149	169	200
유형자산감가상각비	168	167	159	164	167
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(31)	(46)	15	7	(38)
기타	16	(1)	2	3	1
투자활동현금흐름	(92)	(117)	(318)	(298)	(284)
유형자산투자	(99)	(106)	(304)	(287)	(273)
유형자산매각	24	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(14)	(3)	(2)	(2)
무형자산순증	(2)	(1)	(3)	(3)	(3)
기타	9	4	(8)	(6)	(6)
재무활동현금흐름	(198)	(155)	22	(22)	(26)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(198)	(155)	18	(24)	(28)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	4	2	2
기타현금흐름	6	(27)	0	0	0
현금의증가	(33)	(37)	30	24	22

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

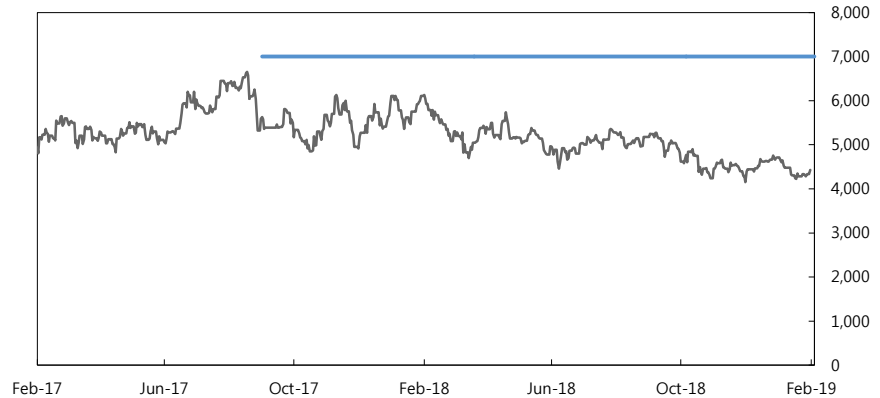
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,874	2,336	2,668	2,936	3,189
매출원가	1,650	2,072	2,390	2,626	2,846
매출총이익	224	264	279	310	343
판매관리비	56	69	75	85	86
영업이익	168	195	204	225	257
금융수익	16	14	12	13	13
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	60	59	64	67	67
이자비용	44	52	47	47	46
기타영업외손익	(24)	(7)	(3)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	149	172	204
법인세비용	2	2	0	3	3
연결당기순이익	97	141	149	169	200
지배주주지분순이익	98	143	152	171	202
기타포괄이익	79	(296)	0	0	0
총포괄이익	176	(155)	149	169	200
지배주주지분포괄이익	176	(151)	152	171	202
EBITDA	337	363	364	390	425

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	184	268	285	320	378
BPS	4,754	4,469	4,754	5,074	5,452
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	3.0	24.7	14.2	10.0	8.6
영업이익증가율	(26.8)	16.2	4.6	10.4	14.1
순이익증가율	114.9	46.2	6.5	12.2	18.2
EPS증가율	55.9	45.7	6.4	12.2	18.2
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	0.4	7.1	8.9
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.3	7.6	7.7	8.1
순이익률	5.2	6.1	5.7	5.8	6.3
EBITDA Margin	18.0	15.5	13.7	13.3	13.3
ROA	2.2	3.4	3.7	4.0	4.5
ROE	4.0	5.8	6.2	6.5	7.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,256	965	947	893	837
차입금/자본총계비율(%)	59.3	50.7	48.5	44.6	40.6
Valuation(X)					
PER	21.7	19.7	15.3	13.6	11.5
PBR	0.8	1.2	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.1	8.3	7.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
팬오션 (028670)	2017.09.26	매수	7,000원	-24.2	-12.4
	2018.09.26	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 27일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 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.