

팬오션(028670)

1Q18 Preview: 만회 가능한 부진

단기 실적에 대한 과도한 우려

1분기 실적은 시장 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. 먼저 시장의 높은 기대치가 부담요인이다. 벌크선 시장의 비수기인 1분기 영업이익 컨센서스는 540억원으로 성수기인 작년 4분기보다 소폭 높은 수준이다. 여기에 중국 춘절 이후 반등할 것으로 예상됐던 BDI(벌크선 운임지수)가 3월에도 부진했기 때문이다. 다만 올해 벌크선 공급증가가 제한적임을 감안하면 연간 BDI의 상승세가 꺾였다고 보기 어렵다. 팬오션의 1분기 영업이익도 전년동기 대비로는 14% 증가하는 것이다. 이렇게 단기 실적과 중장기 전망에 괴리가 발생할 때 운송업종 주가는 단기요인에 과도하게 반응하는 경향이 있다. 팬오션 주가는 3월에 이미 10% 하락했고 어제 1분기 부진 소식이 전해지면서 9%나 더 빠졌다. 실적과 BDI 부진은 아쉽지만 오랜만에 2018F PBR 1배 아래로 내려온 현 주가는 저점 매수기회다.

1분기 영업이익은 컨센서스를 하회할 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 5,907억원, 467억원으로 추정한다. 매출액은 전년동기대비 13%, 영업이익은 14% 늘어날 전망이다. 벌크선 영업이익은 전년동기 대비 23% 증가한 420억원으로 예상한다. 단기 벌크해운 시장의 변동성이 커지면서 스왑영업 실적은 기대를 하회했다. 3월 이후 BDI 상승폭이 둔화된 점을 반영해 올해 운임상승에 대한 눈높이를 소폭 낮추고 영업이익 전망도 4% 하향조정한다.

예상을 벗어난 벌크운임의 반등 시점이 관건

1분기 평균 BDI는 전분기대비 22% 하락했다. 3월말 BDI는 1,055p로 춘절연휴 직전인 2월 바닥보다 낮아졌다. 통상적인 계절성 패턴에서 벗어난 모습이다. 운임지수에 가장 큰 비중을 차지하는 케이프사이즈 선박의 상황이 철광석 수요 둔화로 부진한 영향이 크다. 케이프선 운임지수인 BCI는 3월 550p 급락하며 전체 BDI보다 낮아졌다. 케이프 용선료가 파나막스 선박보다 오히려 낮은 상황이다. 다만 올해 선복량 증가율이 2%로 제한적인 만큼 일시적인 수급 불균형이 해소된다면 운임은 2분기 정상화될 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	2,552	224	169	317	18.3	385	15.2	9.2	1.0	6.9	-
2019F	2,898	272	204	381	20.2	437	12.7	8.0	0.9	7.7	-
2020F	3,292	309	211	395	3.7	477	12.2	7.3	0.9	7.4	1.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 7,000원(유지)

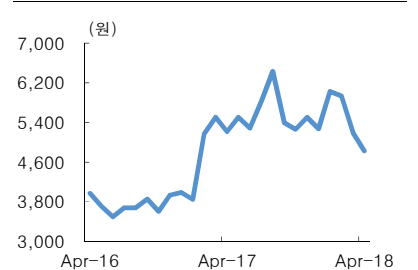
Stock Data

KOSPI(4/4)	2,408
주가(4/4)	4,825
시가총액(십억원)	2,579
발행주식수(백만)	535
52주 최고/최저(원)	6,650/4,825
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,340
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.2/7.4
주요주주(%)	제일홀딩스 외 29 인 51.2
	포세이돈2014유한회사 7.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.7)	(10.5)	(5.4)
KOSPI 대비(%p)	(16.9)	(11.0)	(16.8)

주가추이



자료: WISEIn

최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 실적 전망 변경 전후 비교

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18F			2018F		
	변경 전	변경 후	%	변경 전	변경 후	%
매출액	600	591	(1.6)	2,594	2,552	(1.6)
영업이익	53	47	(11.7)	234	224	(4.0)
영업이익률(% , %p)	8.8	7.9	(0.9)	9.0	8.8	(0.2)
지배주주순이익	39	34	(14.7)	178	169	(4.9)

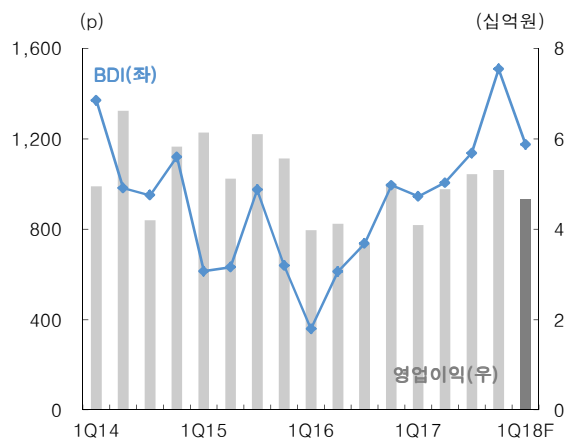
자료: 한국투자증권

〈표 2〉1Q18 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	590.7	(3.6)	13.0	(2.0)	602.6	(0.3)
영업이익	46.7	(13.7)	14.3	(12.9)	53.6	(1.3)
영업이익률(%)	7.9	(1.0)	0.1	(1.0)	8.9	(0.1)
지배주주순이익	33.6	(18.9)	4.0	(18.4)	41.1	0.6

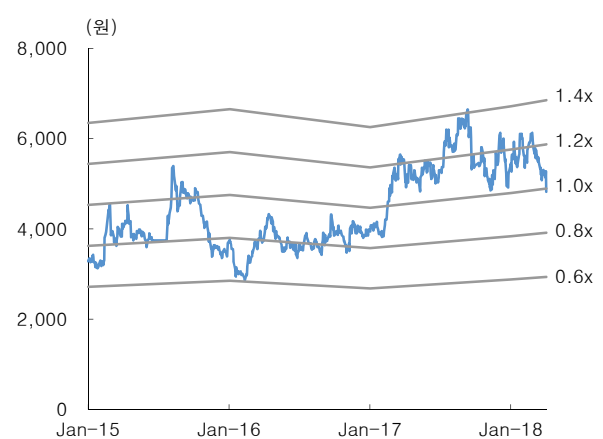
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 1분기 영업이익은 컨센서스 크게 하회할 전망



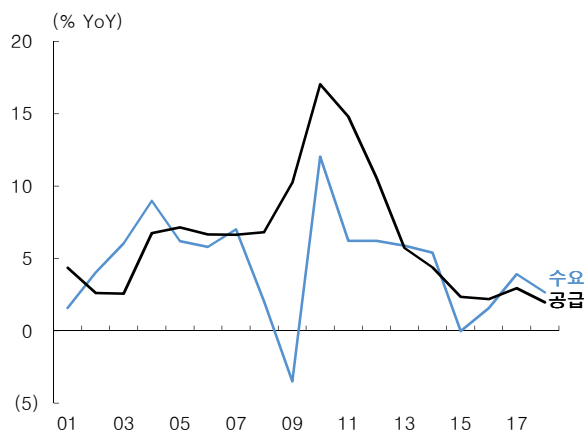
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 2] 현 주가는 PBR 1배로 실적 우려를 충분히 반영



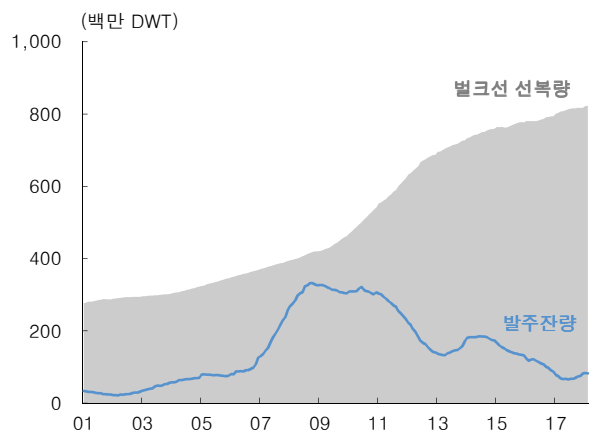
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 올해도 벌크선 수요증가율이 공급을 상회할 전망



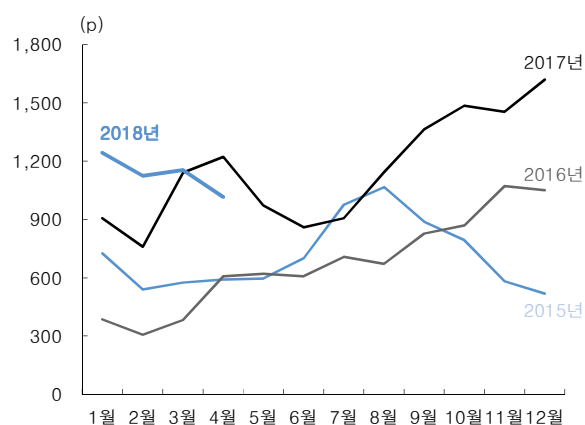
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 4] 2018년 공급증가율은 2%에 머물기 때문



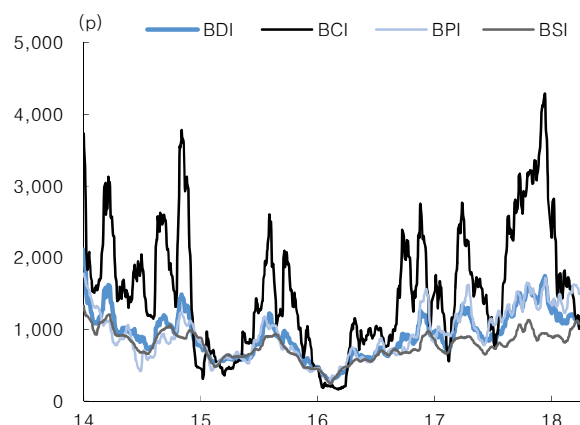
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 5] BDI는 이례적으로 3월에도 부진



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 6] 철광석을 주로 수송하는 케이프사이즈 시황 부진



자료: Clarksons, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	523	633	584	597	591	638	655	669	1,874	2,336	2,552	2,898
증가율	15.6	42.8	25.3	16.5	13.0	0.9	12.2	12.0	3.0	24.7	9.2	13.6
벌크	406	439	447	451	455	496	509	519	1,386	1,743	1,979	2,276
기타	117	194	137	146	136	142	146	150	488	594	573	623
영업이익	41	49	52	53	47	56	59	63	168	195	224	272
증가율	2.8	18.6	41.8	5.9	14.3	14.1	13.3	18.3	(26.8)	16.2	15.1	21.3
영업이익률	7.8	7.7	8.9	8.9	7.9	8.7	9.0	9.4	9.0	8.3	8.8	9.4
세전이익	33	21	43	45	36	45	48	52	99	143	180	225
증가율	(55.8)	(15.8)	56.9	NM	7.0	111.2	11.6	14.0	107.4	44.4	26.0	24.8
지배주주순이익	32	20	42	48	34	42	45	49	98	143	169	204
증가율	(57.3)	(15.3)	54.8	NM	4.0	108.7	6.6	1.0	114.9	46.2	18.5	20.2

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	670	761	864
현금성자산	245	208	227	258	293
매출채권및기타채권	169	201	219	249	283
재고자산	48	50	55	62	71
비유동자산	3,757	3,281	3,431	3,553	3,669
투자자산	40	21	23	26	30
유형자산	3,678	3,224	3,369	3,482	3,588
무형자산	10	10	11	12	14
자산총계	4,331	3,894	4,101	4,314	4,533
유동부채	524	545	585	626	671
매입채무및기타채무	163	199	217	246	280
단기차입금및단기사채	2	47	58	58	58
유동성장기부채	323	272	283	295	310
비유동부채	1,241	939	939	908	914
사채	45	28	30	31	31
장기차입금및금융부채	1,149	874	868	831	831
부채총계	1,765	1,485	1,524	1,534	1,585
지배주주지분	2,541	2,389	2,559	2,762	2,931
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)	103	307	476
비지배주주지분	25	21	19	18	17
자본총계	2,566	2,410	2,578	2,780	2,948

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	251	262	313	345	350
당기순이익	97	141	168	203	210
유형자산감가상각비	168	167	159	163	166
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(31)	(46)	(17)	(27)	(33)
기타	16	(1)	2	5	5
투자활동현금흐름	(92)	(117)	(313)	(291)	(288)
유형자산투자	(99)	(106)	(304)	(276)	(272)
유형자산매각	24	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(14)	(2)	(3)	(4)
무형자산순증	(2)	(1)	(2)	(3)	(3)
기타	9	4	(5)	(9)	(9)
재무활동현금흐름	(198)	(155)	20	(23)	(27)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(198)	(155)	18	(24)	15
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	1	(42)
기타현금흐름	6	(27)	0	0	0
현금의증가	(33)	(37)	19	31	35

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

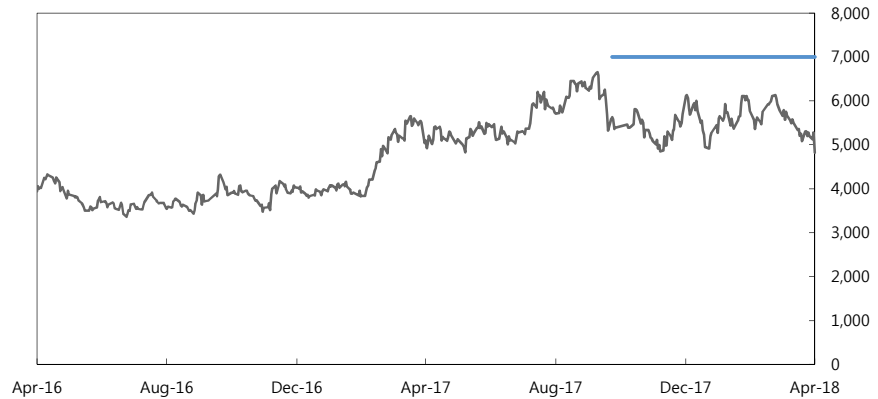
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,874	2,336	2,552	2,898	3,292
매출원가	1,650	2,072	2,251	2,556	2,903
매출총이익	224	264	301	342	389
판매관리비	56	69	77	70	79
영업이익	168	195	224	272	309
금융수익	16	14	16	18	18
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	60	59	60	65	65
이자비용	44	52	47	47	46
기타영업외손익	(24)	(7)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	180	225	263
법인세비용	2	2	13	23	53
연결당기순이익	97	141	168	203	210
지배주주지분순이익	98	143	169	204	211
기타포괄이익	79	(296)	0	0	0
총포괄이익	176	(155)	168	203	210
지배주주지분포괄이익	176	(151)	169	204	211
EBITDA	337	363	385	437	477

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	184	268	317	381	395
BPS	4,754	4,469	4,786	5,167	5,483
DPS	0	0	0	0	80
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.0	24.7	9.2	13.6	13.6
영업이익증가율	(26.8)	16.2	15.1	21.3	13.6
순이익증가율	114.9	46.2	18.5	20.2	3.7
EPS증가율	55.9	45.7	18.3	20.2	3.7
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	6.0	13.6	9.1
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.3	8.8	9.4	9.4
순이익률	5.2	6.1	6.6	7.0	6.4
EBITDA Margin	18.0	15.5	15.1	15.1	14.5
ROA	2.2	3.4	4.2	4.8	4.8
ROE	4.0	5.8	6.9	7.7	7.4
배당수익률	-	-	-	-	1.7
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	20.2
안정성					
순차입금(십억원)	1,256	965	959	897	869
차입금/자본총계비율(%)	59.3	50.7	48.1	43.8	41.8
Valuation(X)					
PER	21.7	19.7	15.2	12.7	12.2
PBR	0.8	1.2	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.2	8.0	7.3

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 4월 4일 현재 팬오션 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	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.