

## 팬오션(028670)

## 하반기 더 부각될 실적 안정성과 원화약세 수혜

2분기 영업이익은 전년동기대비 1%, 전분기대비 12% 증가  
벌크선 시황 부진했지만 보수적인 선대운영과 원화 약세 덕분에 기대를 상회  
그럼에도 주가는 2019F PBR 0.8배에 불과해 저점 매수기회로 추천

## Facts : 시황 부진에도 영업이익은 기대를 상회

2분기 매출액은 6,323억원으로 전년동기대비 7% 줄었지만 영업이익은 505억원으로 1% 늘었다. 전분기에 비해서는 각각 18%, 12% 증가했다. 상반기 벌크해운업황이 극도로 부진했던 반면 우호적인 원/달러 환율 상승과 시황의 영향을 최소화하는 방향의 보수적인 선대운영에 힘입어 영업이익은 시장 컨센서스를 9% 상회했다. 다만 달러기준으로 보면 매출액과 영업이익은 각각 14%, 6% 줄었다. 2분기 평균 BDI(벌크해운 운임지수)는 995p로 전년동기대비 21% 하락했지만 벌크선 영업이익은 2% 증가했다. 한편 컨테이너선과 탱커 등 비벌크 부문의 손익은 전분기와 유사했다. 곡물사업은 매출액이 전년동기대비 35% 급증했으나 단기에 물린 물량을 감당하지 못한 탓에 8억원의 영업손실을 기록했다.

## Pros &amp; cons : 업황 회복을 따라 하반기 이익 턴어라운드 본격화

운임과 환율을 따라 팬오션의 실적도 바닥을 지났다. 현재 영업환경은 2분기보다 모두 좋아진 만큼 이번 호실적을 계기로 하반기 이익에 대한 기대감은 다시 높아질 전망이다. BDI는 7월 들어 급등한 이후 최근까지 다시 조정받았지만 작년 3분기 평균보다 높은 1,700p대에서 자리를 잡은 모습이다. 원/달러 환율 역시 1,200원대로 더 올라 전년동기대비 5% 이상 상회하고 있다. 물론 미중 무역갈등에 따른 불확실성이 재차 심화되는 한편 환경규제 강화를 앞두고 운임의 변동성도 커지겠지만, 팬오션은 하반기에도 보수적인 선대운영을 이어갈 방침이다. 운임 레버리지 효과가 줄어드는 아쉬움 이상으로 불확실성이 낮아지는 점이 더 긍정적이다.

## Action : 환경규제 모멘텀 유효, 저평가 매력에 주목할 시점

2분기 실적은 팬오션의 안정적 수익구조와 함께 원화약세의 수혜를 입증했다. 미중 무역분쟁은 여전히 변수이지만, 단기 이익에 미치는 영향이 제한적이며 향후 벌크해운 시장의 수급 개선은 물동량 호조에 대한 기대감보다는 IMO 2020 환경규제 강화에 따른 공급제약이 뒷받침할 전망이다. 이 점에서 과거와 다르다. 반면 현 주가는 여전히 2019F PBR 0.8배에 불과해, 단기 불확실성에 대한 과도한 우려가 만든 저점 매수기회라고 판단된다. 팬오션에 대해 '매수' 의견을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 7,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/13)	1,926
주가(8/13)	4,360
시가총액(십억원)	2,331
발행주식수(백만)	535
52주 최고/최저가(원)	5,360/4,030
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,916
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/11.0
주요주주(%)	하림지주 외 28 인 54.9
	국민연금공단 5.8

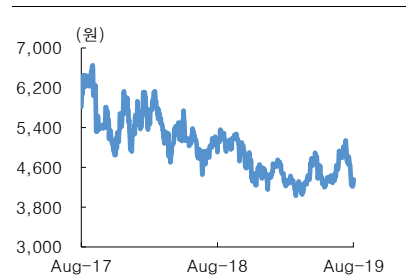
## Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	15.6	14.4	12.1
PBR(x)	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	6.1	5.8	6.3
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	8.8	8.3	7.4
EPS(원)	285	302	359
BPS(원)	4,946	5,443	5,994

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(9.4)	0.2	(11.1)
KOSPI 대비(%p)	(1.6)	12.8	3.2

## 주가추이



자료: FnGuide

## 최고운

gowoon@truefriend.com

## 이정은

jungeun.lee@truefriend.com

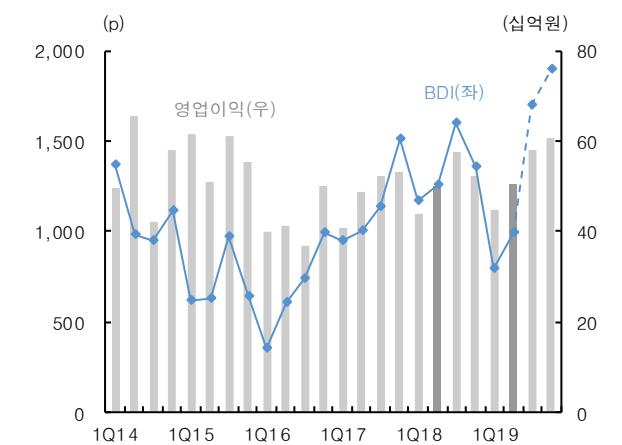
〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	678.8	771.5	652.5	534.8	632.3	18.2	(6.9)	617.5
영업이익	50.1	57.5	52.4	45.0	50.5	12.3	0.9	46.2
영업이익률(%)	7.4	7.5	8.0	8.4	8.0			7.5
세전이익	37.6	43.4	31.3	28.3	37.0	30.7	(1.5)	32.0
순이익	38.4	43.7	33.9	30.9	37.3	20.4	(2.9)	34.7

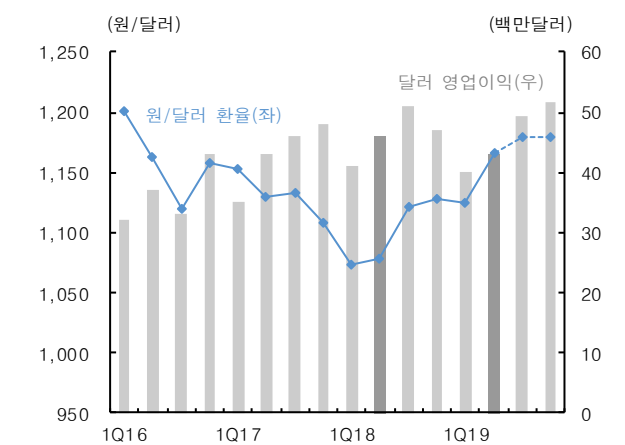
자료: FnGuide, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 영업이익은 전년동기대비 1% 증가



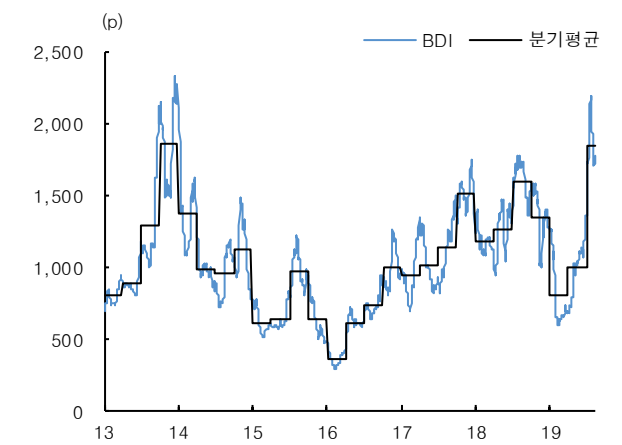
자료: 팬오션, Clarkson, 한국투자증권

[그림 2] 원/달러 환율 상승에 따른 증익, 달러 영업이익은 6% 감소한 것이나 하반기에도 원화 약세는 지속



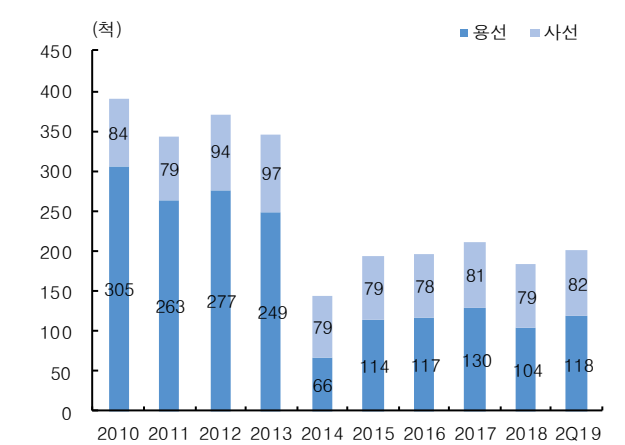
자료: 팬오션, Datastream, 한국투자증권

[그림 3] BDI는 하반기 회복 국면. 미중 무역갈등에 따른 불확실성에도 여전히 작년 3분기 평균을 상회



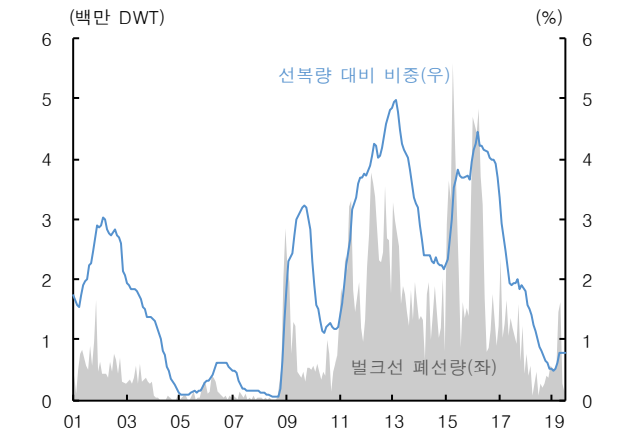
자료: Clarkson, 한국투자증권

[그림 4] 다만 팬오션은 여전히 높은 변동성을 감안해 용선 확대보다는 보수적 선대운영 유지할 방침



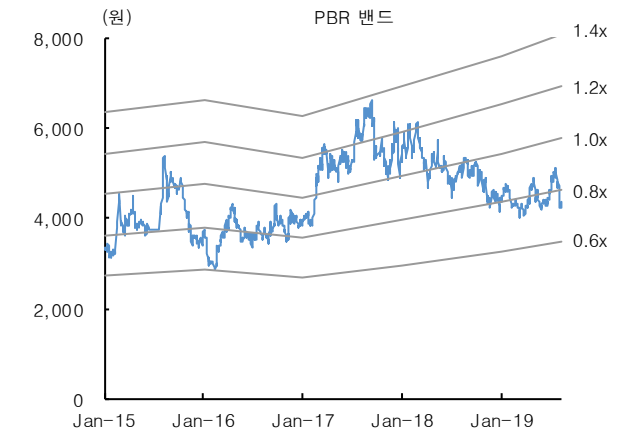
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 5] IMO 2020를 앞두고 노후선박 폐선과 비가동일수 증가에 따른 수급개선 기대감은 계속 유효



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 6] 반면 현 주가는 2019F PBR 0.8배에 불과 단기 불확실성에 대한 과도한 우려가 만든 저평가



자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F
매출액	566	679	771	653	535	632	745	720	2,336	2,668	2,632	2,909
증가율	8.1	7.3	32.1	9.3	(5.4)	(6.9)	(3.4)	10.3	24.7	14.2	(1.4)	10.5
벌크	435	512	556	525	415	429	548	571	1,743	2,029	1,964	2,206
기타	130	166	215	127	119	203	197	149	594	639	668	702
영업이익	44	50	58	52	45	50	58	61	195	204	214	242
증가율	7.6	2.5	10.2	(1.4)	2.2	0.9	1.2	16.1	16.2	4.6	5.2	13.1
영업이익률	7.8	7.4	7.5	8.0	8.4	8.0	7.8	8.4	8.3	7.6	8.1	8.3
벌크	38	45	57	52	41	46	54	57	182	192	198	217
기타	6	5	1	1	4	4	4	3	13	12	16	25
세전이익	37	38	43	31	28	37	46	48	143	149	159	194
증가율	10.1	77.5	0.6	(31.3)	(22.9)	(1.5)	4.9	53.9	44.4	4.1	6.7	22.1
지배주주순이익	36	38	44	34	31	37	45	48	143	152	161	192
증가율	12.9	90.6	2.9	(29.7)	(15.1)	(2.9)	3.7	41.1	46.2	6.5	5.9	19.1

자료: 팬오션, 한국투자증권

〈표 3〉 장기화물운송계약 운영 현황

화주	선박 수	잔여 계약기간	IMO Sox 규제 대응
Vale	8척	17.5년	스크러버 설치
발전자회사	7척	9.3년	저유황유 사용
Suzano	8척	17.4년	저유황유 사용
포스코	4척	9.7년	2척 스크러버 설치, 2척 저유황유 사용
현대제철	3척	10.9년	저유황유 사용

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. 2019년 2분기말 기준 사선 82척을 포함해 총 200대 규모의 선대를 운영하고 있음.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	613	692	807	912	1,016
현금성자산	208	209	261	300	340
매출채권및기타채권	201	145	202	232	267
재고자산	50	61	60	67	72
비유동자산	3,281	3,427	3,539	3,722	3,844
투자자산	21	20	20	22	24
유형자산	3,224	3,363	3,476	3,652	3,768
무형자산	10	9	8	9	10
자산총계	3,894	4,119	4,346	4,634	4,860
유동부채	545	671	675	698	706
매입채무및기타채무	199	203	200	221	238
단기차입금및단기사채	47	28	30	31	32
유동성장기부채	272	353	388	381	369
비유동부채	939	789	752	724	628
사채	28	42	43	38	33
장기차입금및금융부채	874	704	667	640	545
부채총계	1,485	1,459	1,427	1,423	1,334
지배주주지분	2,389	2,644	2,910	3,204	3,522
자본금	535	535	535	535	535
자본잉여금	1,941	1,942	1,942	1,942	1,942
기타자본	5	5	5	5	5
이익잉여금	(66)	85	247	439	653
비지배주주지분	21	17	10	7	4
자본총계	2,410	2,660	2,919	3,211	3,526

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	262	268	231	327	344
당기순이익	141	149	157	190	212
유형자산감가상각비	167	167	168	173	178
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(46)	(53)	(88)	(38)	(47)
기타	(1)	4	(7)	1	(1)
투자활동현금흐름	(117)	(127)	(187)	(255)	(199)
유형자산투자	(106)	(165)	(295)	(363)	(308)
유형자산매각	0	14	14	14	14
투자자산순증	(14)	21	105	101	101
무형자산순증	(1)	(0)	(1)	(2)	(2)
기타	4	3	(10)	(5)	(4)
재무활동현금흐름	(155)	(149)	8	(33)	(106)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(155)	(149)	4	(35)	(108)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	4	2	2
기타현금흐름	(27)	9	0	0	0
현금의증가	(37)	1	53	39	40

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

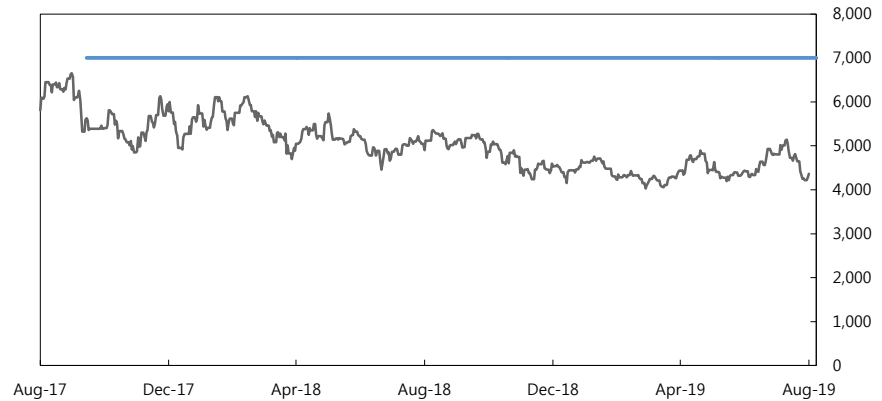
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,336	2,668	2,632	2,909	3,141
매출원가	2,072	2,390	2,355	2,597	2,804
매출총이익	264	278	277	312	337
판매관리비	69	74	62	69	68
영업이익	195	204	214	242	269
금융수익	14	12	19	19	19
이자수익	3	3	4	4	5
금융비용	59	64	68	68	64
이자비용	52	54	52	52	47
기타영업외손익	(7)	(3)	(7)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	149	159	194	224
법인세비용	2	0	2	4	11
연결당기순이익	141	149	157	190	212
지배주주지분순이익	143	152	161	192	215
기타포괄이익	(296)	102	102	102	102
총포괄이익	(155)	250	259	292	314
지배주주지분포괄이익	(151)	254	266	295	317
EBITDA	363	372	384	417	448

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	268	285	302	359	401
BPS	4,469	4,946	5,443	5,994	6,588
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	24.7	14.2	(1.4)	10.5	8.0
영업이익증가율	16.2	4.6	5.2	13.1	10.8
순이익증가율	46.2	6.5	5.9	19.1	11.7
EPS증가율	45.7	6.3	5.9	19.1	11.7
EBITDA증가율	7.7	2.6	3.1	8.6	7.5
수익성(%)					
영업이익률	8.3	7.6	8.1	8.3	8.6
순이익률	6.1	5.7	6.1	6.6	6.8
EBITDA Margin	15.5	14.0	14.6	14.3	14.3
ROA	3.4	3.7	3.7	4.2	4.5
ROE	5.8	6.1	5.8	6.3	6.4
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)	965	894	836	757	606
차입금/자본총계비율(%)	50.7	42.5	38.9	34.2	28.1
Valuation(X)					
PER	19.7	15.6	14.4	12.1	10.9
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	10.5	8.8	8.3	7.4	6.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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 8월 13일 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 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.