

팬오션(028670)

2Q19 Preview: 파도를 넘어 순항

영업이익은 시장 컨센서스에 부합할 전망

2분기 실적은 어려웠던 영업환경 속에서 비교적 선방한 것으로 예상된다. 2분기 매출액과 영업이익을 각각 5,984억원, 461억원으로 추정한다. 전년동기대비 12%, 8% 감소하는 것이지만, 이미 시장 컨센서스와 주가에는 모두 반영되었던 역신장이다. 2분기 BDI(벌크해운 운임지수)는 2월 저점과 비교하면 두 배 이상 반등했지만 여전히 평균으로는 전년동기대비 21% 낮았다. 1분기 BDI가 한때 595p까지 하락했던 상황 부진이 시차를 두고 2분기 스팟 영업실적에 반영될 것이라 우려되었지만, 장기화물 계약 중심의 보수적인 선대운영과 우호적인 원/달러 환율 상승 덕분에 영업이익은 컨센서스에 부합할 전망이다.

시황 회복되면서 BDI는 5년 반 만에 최고치

BDI는 7월 들어 800p 이상 급등했다. 2,000p를 넘어선 것은 2014년 1월 이후 처음이다. 발레의 브라질 철광석 생산이 일부 회복되는 가운데 상반기 시황부진과 스크러버 설치 등으로 공급은 단기적으로 줄어들어 케이프선박 운임이 빠르게 올랐다. 평균운임은 2만달러를 넘어 직전 고점인 2017년말보다 높아졌다. 팬오션이 소유한 선박 중 32척은 장기계약 없이 스팟영업에 투입되고 있어 운임을 따라 이익이 증가하게 된다. 물론 현재의 상승세는 시장 펀더멘털 개선보다 가파른 만큼 단기 조정 가능성을 열어둬야겠지만, BDI가 20% 하락해도 여전히 작년 3분기 평균을 상회한다는 점에서 하반기 시황 개선에 대한 수혜가 더 부각되는 시점이다.

환경규제 모멘텀은 이제부터가 시작, 해운 대표주 사야할 시점

BDI의 반등은 해운업종 투자의 시작단계에 불과하다. 시황의 변동성이 높아 7월 운임이 급등할 것을 예측하고 투자하기는 어려웠다. 대신 투자심리가 보수적인 만큼 시황이 정상화되기까지 기다려온 투자수요가 더 많았을 것이다. 또한 BDI가 급등했다고 팬오션의 스팟 이익이 바로 증가하는 구조는 아니란 점을 반영해 주가는 여전히 2019F PBR 0.9배에 머물러 있다. 결국 단기 조정을 받더라도, IMO 2020 환경규제를 앞두고 비가동일수와 폐선이 증가함에 따라 수급은 구조적으로 좋아진다는 점이 더 중요한 주가 모멘텀이다. 팬오션에 대해 '매수' 의견을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	2,336	195	143	268	45.7	363	19.7	10.5	1.2	5.8	0.0
2018A	2,668	204	152	285	6.3	372	15.6	8.8	0.9	6.1	0.0
2019F	2,612	208	155	290	1.8	378	17.3	9.3	0.9	5.6	0.0
2020F	2,843	240	189	354	21.8	414	14.2	8.3	0.8	6.2	0.0
2021F	3,071	264	211	394	11.5	443	12.7	7.4	0.8	6.3	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 7,000원(유지)

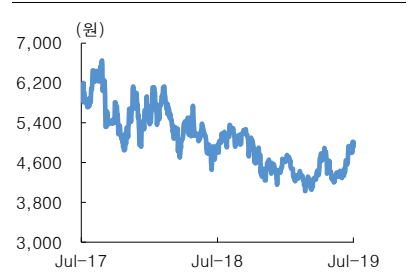
Stock Data

KOSPI(7/19)	2,094
주가(7/19)	5,010
시가총액(십억원)	2,678
발행주식수(백만)	535
52주 최고/최저(개월)	5,360/4,030
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,832
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.1/10.9
주요주주(%)	하림지주 외 28 인 54.9
	국민연금공단 5.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	15.4	7.4	4.4
KOSPI 대비(%)	16.9	8.8	12.6

주가추이



자료: FnGuide

최고운

gowoon@truefriend.com

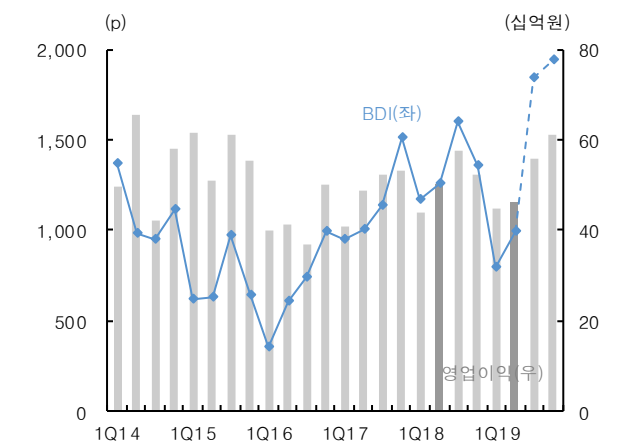
이정은

jungeun.lee@truefriend.com

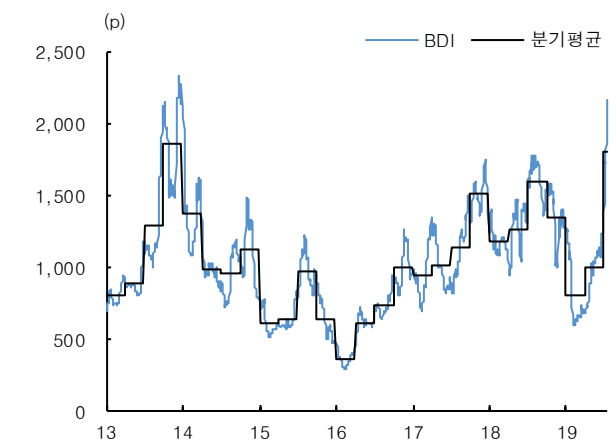
〈표 1〉 2Q19 실적 전망

	한투증권 (십억원)	QoQ (%, %p)	YoY (%, %p)	컨센서스 대비 (%, %p)	컨센서스 (십억원)	1개월 변화 (%, %p)
매출액	598.4	11.9	(11.8)	(2.7)	615.0	(2.6)
영업이익	46.1	2.6	(7.9)	2.2	45.1	1.4
영업이익률(%)	7.7	(0.7)	0.3	0.4	7.3	0.7
지배주주순이익	33.2	7.4	(13.4)	1.4	32.8	1.3

자료: Quantiverse, 한국투자증권

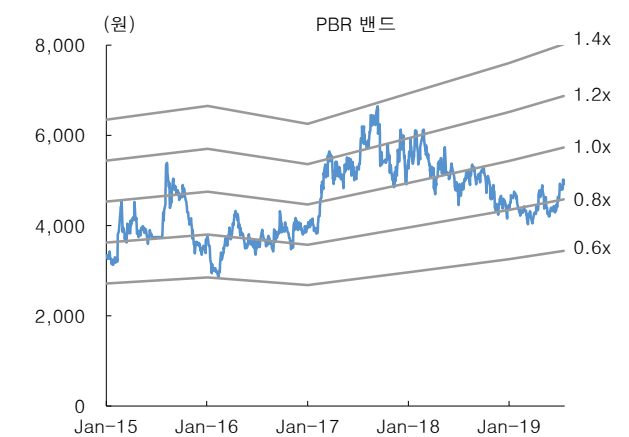
[그림 1] 2분기 영업이익은 시장 부진 속에서도
시장 기대에 부합할 전망

자료: 팬오션, Clarkson, 한국투자증권

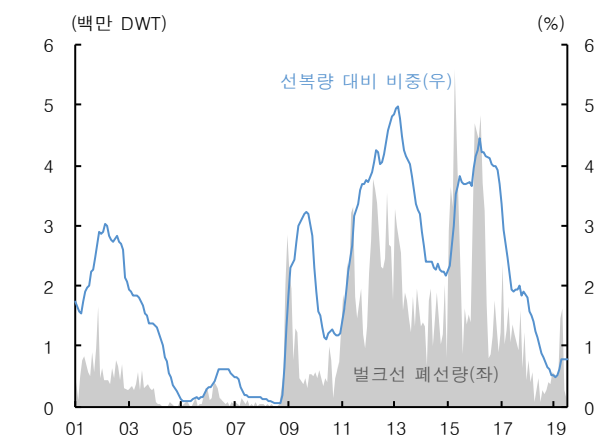
[그림 2] 이제는 BDI가 급등하면서 시장 우려가 해소
현재 BDI는 2013년 이래 최고치

자료: Clarkson, 한국투자증권

[그림 3] 주가는 여전히 2019F PBR 0.9배에 불과



자료: Quantiverse, 한국투자증권

[그림 4] IMO 2020를 앞두고 노후선박 폐선과 비가동일수
증가 등 수급개선 기대감이 부각되는 시점

자료: Clarkson, 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2018				2019F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F
매출액	566	679	771	653	535	598	728	751	2,336	2,668	2,612	2,843
증가율	8.1	7.3	32.1	9.3	(5.4)	(11.8)	(5.6)	15.0	24.7	14.2	(2.1)	8.9
벌크	435	512	556	525	415	436	565	592	1,743	2,029	2,008	2,210
기타	130	166	215	127	119	163	163	158	594	639	604	632
영업이익	44	50	58	52	45	46	56	61	195	204	208	240
증가율	7.6	2.5	10.2	(1.4)	2.2	(7.9)	(2.8)	17.2	16.2	4.6	2.2	15.2
영업이익률	7.8	7.4	7.5	8.0	8.4	7.7	7.7	8.2	8.3	7.6	8.0	8.4
벌크	38	45	57	52	41	43	53	58	182	192	194	216
기타	6	5	1	1	4	4	3	4	13	12	14	24
세전이익	37	38	43	31	28	33	43	48	143	149	153	190
증가율	10.1	77.5	0.6	(31.3)	(22.9)	(11.1)	(0.8)	54.9	44.4	4.1	2.8	24.3
지배주주순이익	36	38	44	34	31	33	43	48	143	152	155	189
증가율	12.9	90.6	2.9	(29.7)	(15.1)	(13.4)	(2.0)	42.0	46.2	6.5	1.8	21.8

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	9.2년	저유황유 사용
Suzano	7척	17.7년	저유황유 사용
포스코	4척	9.6년	2척 스크러버 설치, 2척 저유황유 사용
현대제철	3척	10.9년	저유황유 사용

자료: 팬오션, 한국투자증권

〈표 4〉 신규 장기운송계약 수주 현황

화주	선박 수	도입 예정 시점	기간	선박 규모
Suzano	3척	2019년 5월~2020년 9월	15년(+10년)	62K Open Hatch Type
Vale	6척	2019년 12월~2021년 3월	27년	325K VLOC
Vale	2척	2020년 10월, 11월	5년	209K Newcastlemax

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 1분기말 기준 사선 81척을 포함해 총 186대 규모의 선대를 운영하고 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	613	692	801	891	994
현금성자산	208	209	259	294	333
매출채권및기타채권	201	145	201	227	261
재고자산	50	61	60	65	70
비유동자산	3,281	3,427	3,539	3,721	3,842
투자자산	21	20	20	22	23
유형자산	3,224	3,363	3,476	3,652	3,768
무형자산	10	9	8	9	10
자산총계	3,894	4,119	4,340	4,612	4,836
유동부채	545	671	675	686	696
매입채무및기타채무	199	203	198	216	233
단기차입금및단기사채	47	28	30	31	32
유동성장기부채	272	353	388	381	369
비유동부채	939	789	752	723	627
사채	28	42	43	38	33
장기차입금및금융부채	874	704	667	640	545
부채총계	1,485	1,459	1,426	1,410	1,323
지배주주지분	2,389	2,644	2,903	3,195	3,509
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	240	429	640
비지배주주지분	21	17	10	7	4
자본총계	2,410	2,660	2,913	3,202	3,513

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	262	268	229	321	343
당기순이익	141	149	151	187	209
유형자산감가상각비	167	167	168	173	178
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(46)	(53)	(84)	(41)	(45)
기타	(1)	4	(7)	1	(1)
투자활동현금흐름	(117)	(127)	(186)	(253)	(198)
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	(9)	(3)	(3)
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	51	34	39

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,336	2,668	2,612	2,843	3,071
매출원가	2,072	2,390	2,337	2,538	2,742
매출총이익	264	278	275	305	329
판매관리비	69	74	66	65	65
영업이익	195	204	208	240	264
금융수익	14	12	16	16	16
이자수익	3	3	4	4	5
금융비용	59	64	66	66	61
이자비용	52	54	52	52	47
기타영업외손익	(7)	(3)	(5)	0	0
관계기업관련손익	0	0	(0)	0	0
세전계속사업이익	143	149	153	190	220
법인세비용	2	0	2	3	11
연결당기순이익	141	149	151	187	209
지배주주지분순이익	143	152	155	189	211
기타포괄이익	(296)	102	102	102	102
총포괄이익	(155)	250	253	289	310
지배주주지분포괄이익	(151)	254	260	292	314
EBITDA	363	372	378	414	443

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	268	285	290	354	394
BPS	4,469	4,946	5,431	5,977	6,564
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	24.7	14.2	(2.1)	8.9	8.0
영업이익증가율	16.2	4.6	2.2	15.2	10.0
순이익증가율	46.2	6.5	1.8	21.8	11.5
EPS증가율	45.7	6.3	1.8	21.8	11.5
EBITDA증가율	7.7	2.6	1.4	9.7	7.0
수익성(%)					
영업이익률	8.3	7.6	8.0	8.4	8.6
순이익률	6.1	5.7	5.9	6.6	6.9
EBITDA Margin	15.5	14.0	14.5	14.6	14.4
ROA	3.4	3.7	3.6	4.2	4.4
ROE	5.8	6.1	5.6	6.2	6.3
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	838	765	615
차입금/자본총계비율(%)	50.7	42.5	38.9	34.3	28.2
Valuation(X)					
PER	19.7	15.6	17.3	14.2	12.7
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.5	8.8	9.3	8.3	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	-24.2	-12.4
	2018.09.26	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 7월 22일 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.