

팬오션 (028670)

BDI 상승 기대감과 오버행 우려 완화!

1H18 운임 변동성 확대, 그러나 구조적인 현상은 아니야...

2018년 상반기 대형선인 Cape급 선박 운임 급등락의 영향으로 BDI가 1,000포인트에서 1,500포인트 사이의 고점과 저점을 번갈아서 여러 번 터치하는 등 운임의 변동성이 크게 확대되었다. 1분기에는 겨울철 중국 철강 가동률 제한에 따른 철광석 수입 둔화와 호주의 사이클론, 브라질 우기 영향에 의한 철광석 수출 차질이 발생하면서 단기적으로 운임이 급락했었고 2분기에는 아프리카 기니의 복사이트 광산 파업이 운임 하락을 견인했다. 결론적으로 상반기 Cape급 선박 운임의 하락은 구조적인 요인이자기 보다는 계절성과 주요 건화물수출 지역에서의 날씨, 파업 등에 따른 수출차질의 일회성 영향이 컸던 것으로 판단된다.

여전한 하반기 건화물선 시장 회복에 대한 기대감

하반기로 갈수록 1) 중국의 고품위 수입산 철광석 의존도 확대, 2) 주요 수출 지역의 건화물 수출 정상화, 3) 중국 정부의 내수부양 및 숭안신지구 착공에 따른 철강 수요 회복이 기대되기 때문에 건화물 해상물동량도 견조한 증가세를 기록할 것으로 예상된다. 이에 반해 1분기 낮은 수준을 기록했던 신조 건화물선 인도율과 하반기로 갈수록 감소하는 신조 선대 규모를 감안하면 선대 증가에 따른 시황 악화 가능성은 제한적인 것으로 판단되기 때문에 하반기에는 수급개선에 따른 운임상승이 가능할 전망이다.

투자 의견 'BUY'와 목표주가 7,200원 유지

팬오션에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 7,200원을 유지하고 계속해서 업종 최선호주로 제시한다. 2분기부터 예상되는 BDI 상승에 따른 실적개선이 하반기에도 지속될 것으로 예상된다. 또한 지난주 금요일 최대주주인 제일홀딩스가 JKL 파트너스 보유지분 4080만주(7.6%)의 절반인 2,040만주에 대한 콜옵션을 행사하면서 오버행 우려 지분이 감소했다는 점도 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

Update

BUY

| TP(12M): 7,200원 | CP(6월 11일): 5,250원

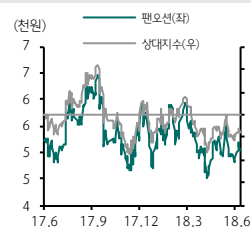
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,470.15
52주 최고/최저(원)	6,650/4,700
시가총액(십억원)	2,806.4
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	534,545.4
60일 평균 거래량(천주)	2,698.5
60일 평균 거래대금(십억원)	14.1
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	8.10
주요주주 지분율(%)	
제일홀딩스 외 29 인	51.12
포세이돈2014유한회사	7.63
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.2) (11.0) 2.7
상대	(4.9) (11.0) (0.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,504.9	2,765.0
영업이익(십억원)	223.3	280.9
순이익(십억원)	169.1	222.8
EPS(원)	319	420
BPS(원)	4,787	5,207

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,874.0	2,336.2	2,546.5	2,775.6	2,799.9
영업이익	십억원	167.9	195.0	227.8	276.7	291.1
세전이익	십억원	99.1	143.2	186.7	229.3	236.7
순이익	십억원	97.9	143.1	182.2	222.8	230.0
EPS	원	184	268	341	417	430
증감률	%	47.2	45.7	27.2	22.3	3.1
PER	배	21.66	19.69	15.41	12.60	12.20
PBR	배	0.84	1.18	1.09	1.00	0.93
EV/EBITDA	배	10.12	10.48	9.39	7.95	7.53
ROE	%	3.96	5.80	7.34	8.31	7.91
BPS	원	4,754	4,469	4,810	5,227	5,657
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박성봉
02-3771-7774
sbpark@hanafn.com

RA 박가빈
02-3771-8094
kb.park@hanafn.com

2018년 상반기 BDI
1,000 ~ 1,500포인트 사이에서
급격한 변동성 확대
Cape급 선박 운임이 변동성
확대의 원인

상반기 Cape급 선박 운임 급등락은
구조적이라기보다는 일회성 영향

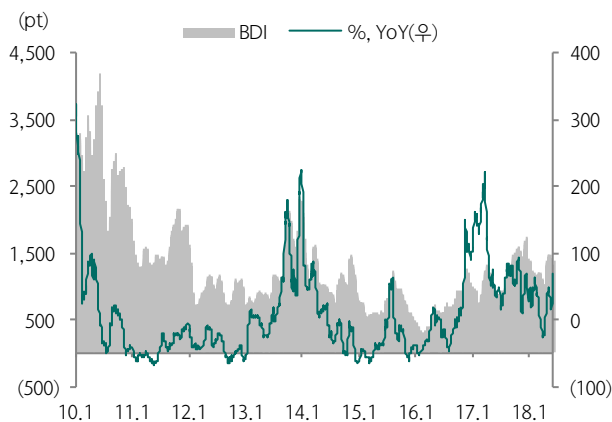
1. 겨울철 중국 철강 감소
2. 호주 사이클론 및 브라질 우기
3. 기니 북사이트 광산 파업

2018년 상반기 건화물선 운임 변동성 급격히 확대

2018년 들어 건화물선 운임(BDI)의 변동성이 크게 확대되었다. 지난 12월 중순 1,743 포인트로 고점을 기록한 이후 급격한 하락세로 전환하여 4월초에는 948포인트를 기록했다. 하지만 이후 단기간에 반등에 성공하며 5월 중순에는 1,472포인트 상승했었다가 5월말에는 다시 1,042포인트까지 하락한 이후 6월초 현재 1,395를 기록하는 등 널뛰기 장세가 지속되었다. 이렇게 최근 2달간 BDI가 1,000포인트에서 1,500포인트 사이의 고점과 저점을 두 번씩이나 터치하는 등 변동성이 크게 확대된 가장 큰 원인은 대형선인 Cape급 선박 운임의 변동성 확대였다.

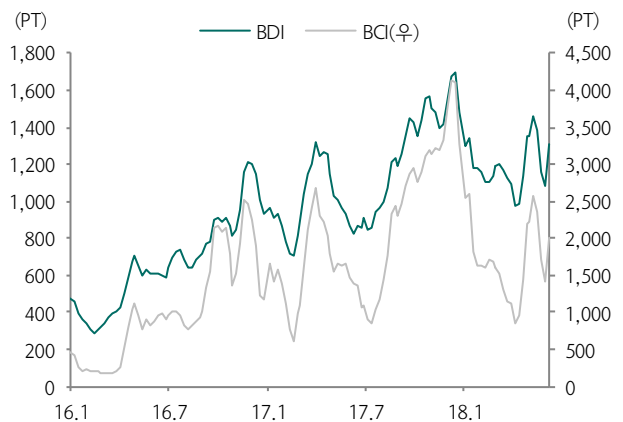
1분기의 경우 계절적 비수기 효과와 더불어 중국 철강 생산의 30%를 차지하는 허베이 성내 26개 도시와 베이징, 텐진 지역의 난방시즌 대기오염을 위한 가동률 50% 제한 정책으로 중국의 철광석 수입 둔화에 따른 Cape급 선박의 운임 약세가 예상되었었다. 뿐만 아니라 호주 사이클론과 브라질의 우기 영향으로 철광석 수출에 차질이 발생하며 건화물 해상물동량이 둔화된 것도 운임 약세의 요인으로 작용했다. 2분기에도 아프리카 기니의 북사이트 광산 파업에 따른 수출 차질로 단기적으로 운임이 급락했었지만 이후 재차 회복했다는 점을 감안하면 Cape급 선박 운임의 하락은 구조적인 요인이라기 보다는 계절성과 수출지역의 파업 등의 일회성 영향이 컸던 것으로 판단된다.

그림 1. 건화물선 운임(BDI) 추이



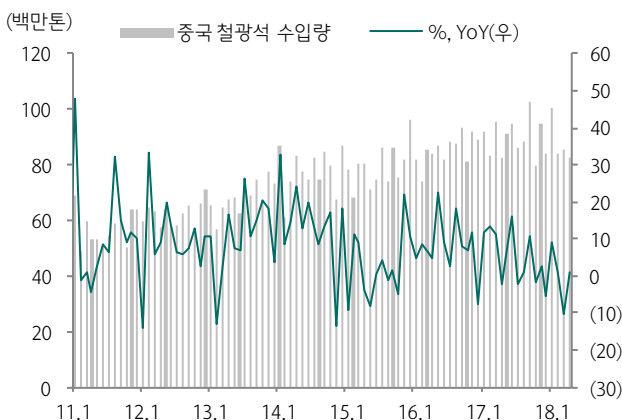
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 2. BDI vs. BCI 추이



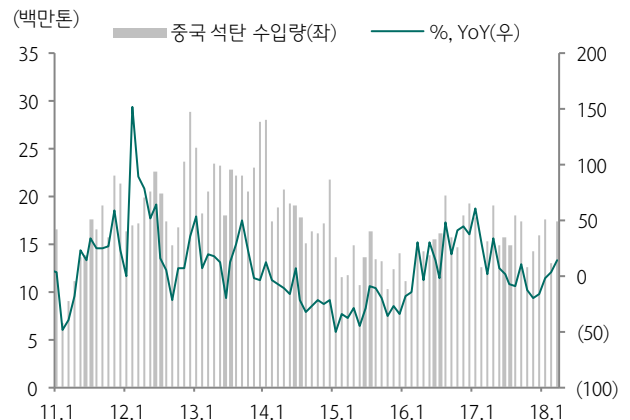
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 3. 중국 철광석 수입 추이



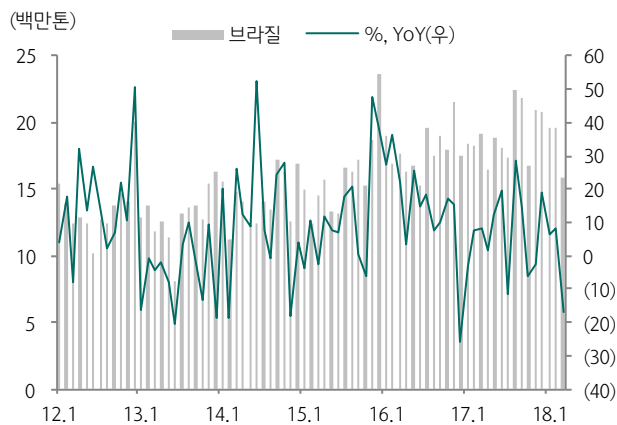
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 중국 석탄 수입 추이



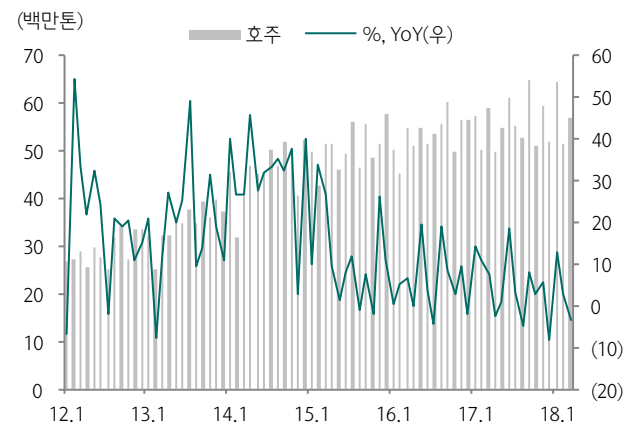
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 중국 브라질산 철광석 수입 추이



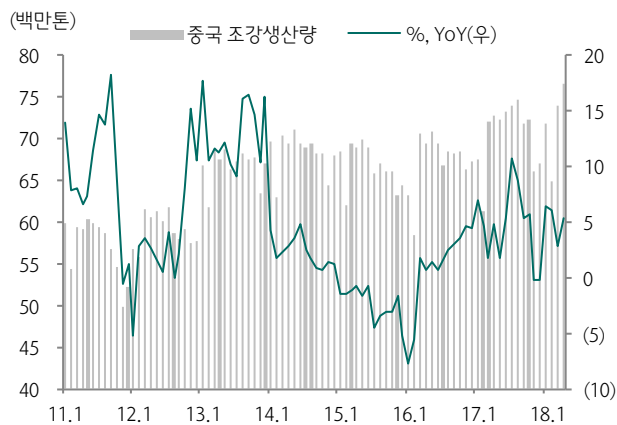
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 6. 중국 호주산 철광석 수입 추이



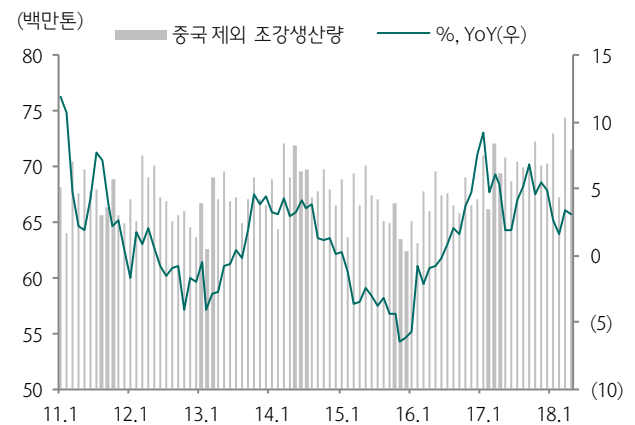
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 7. 중국 조강생산량 추이



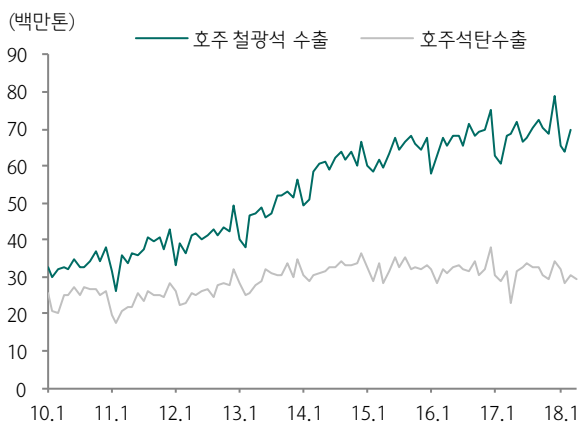
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 중국제외 전세계 조강생산량 추이



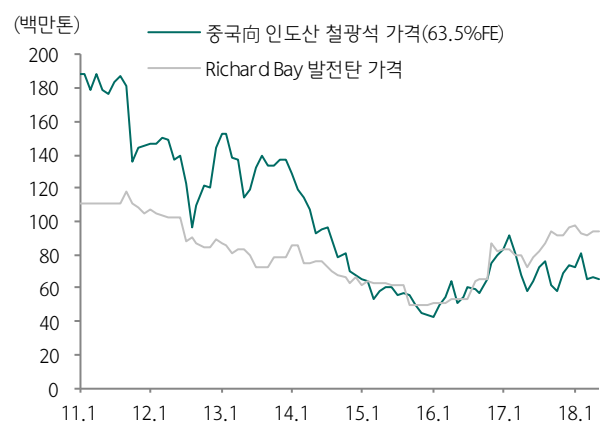
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 호주 철광석 및 석탄 수출량 추이



자료: Clarksons, Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 철광석·및석탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

여전한 하반기 건화물선 시장 회복에 대한 기대감

건화물 해상물동량 상저하고 예상

- 1) 수입산 철광석 의존도 확대
- 2) 계절적으로 주요 수출국들의 수출 정상화
- 3) 4분기 중국 철강 수요 회복

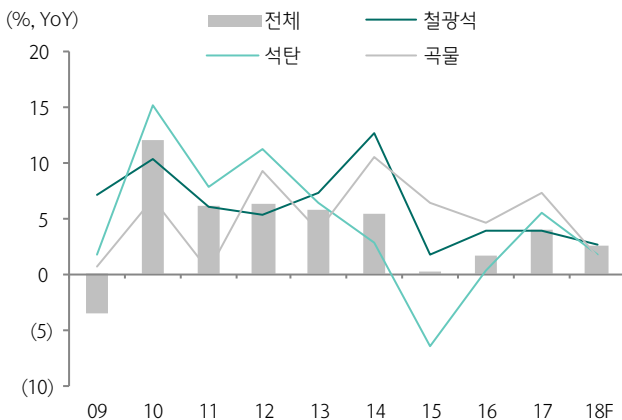
하반기 신조 선대 인도 둔화로

공급 증가에 따른 시황 악화 제한적
하반기 건화물선 시황 수급개선 기대

상반기에는 철광석 수출 차질 영향으로 건화물선 운임 변동성이 급격히 확대되었지만 2018년 연간으로는 수급 개선과 운임상승에 대한 기대감이 여전히 유효하다. 1) 중국의 환경규제로 저품질 철광석 생산 축소에 따른 브라질, 호주산 고품위 철광석에 대한 높은 의존도가 지속될 것으로 예상된다. 또한 2) 계절적으로도 브라질 및 호주의 철광석 수출 정상화 국면으로 접어들고 있고 3) 연말로 갈수록 중국 정부의 내수부양으로의 전환(적정수준의 유동성 공급, 재정지출 확대, 금융시장 규제 완화 등)과 숭안신지구 착공에 따른 철강수요 회복이 기대되기 때문에 물동량도 상저하고(上低下高)가 예상된다.

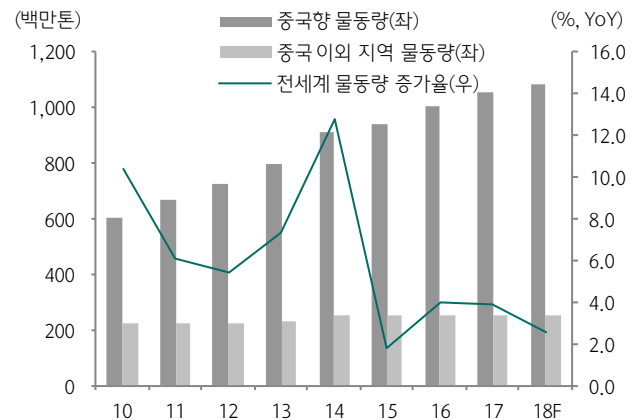
2018년 5월까지 1,340만 dwt 규모의 신조 건화물선들이 인도된 반면 퇴출된 노후선박들은 212만 dwt에 그치며 지난해 연말대비 선박량은 1.3% 증가했다. 하반기 시황 회복에 대한 기대감으로 노후선 선박 해체가 둔화될 수 있으나 2019년 9월 발효 예정인 IMO(국제해사기구)의 선박평형수(Ballast Water) 관리 규제와 2020년에 예정된 선박연료의 황산화물(Sox)함유량 규제(현재 3.5% → 0.5%)가 노후선 해체 요인으로 작용할 전망이다. 낮은 수준의 1분기 신조 선박 인도율과 하반기로 갈수록 감소하는 신조선대 규모를 감안하면 선대 증가에 따른 시황 악화 요인은 제한적이다. 따라서 하반기 건화물선 시황은 수급개선에 따른 운임 상승이 기대된다.

그림 11. 주요 건화물 해상물동량 증가율 추이



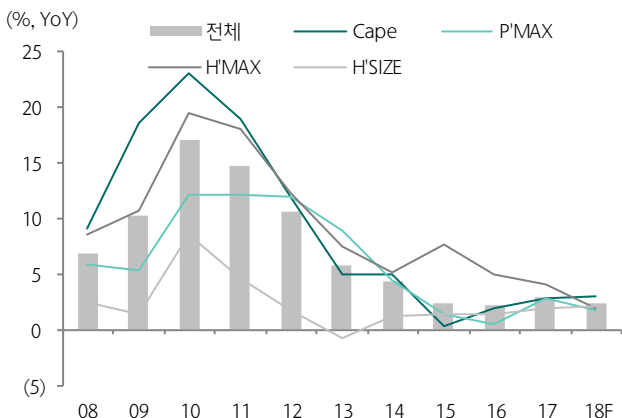
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 12. 중국 및 전세계 철광석 해상물동량 동향



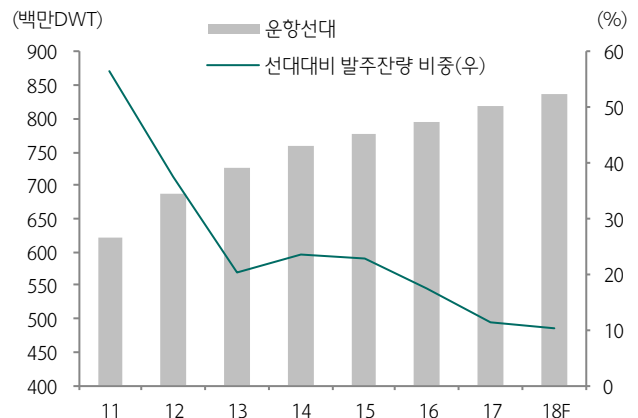
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 13. Size별 벌크선 선박량 증가율 동향



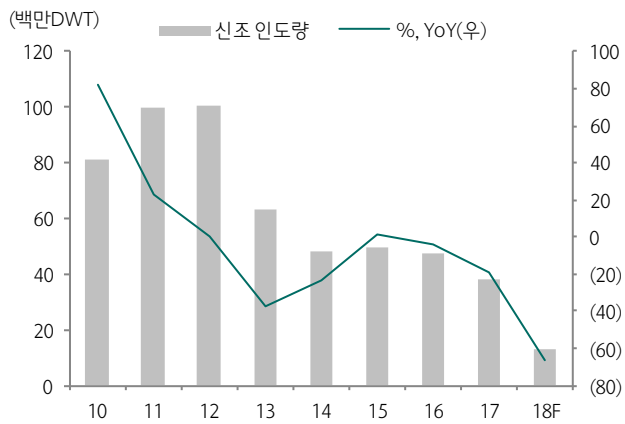
주: 연말선대 dwt 증가율 기준
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 14. 벌크선 운항선대 및 발주잔량 추이



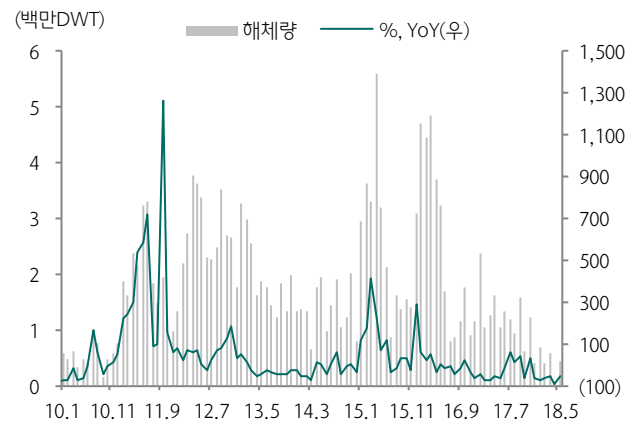
주: '18년 6월 기준
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 15. 벌크선 신조 인도 추이



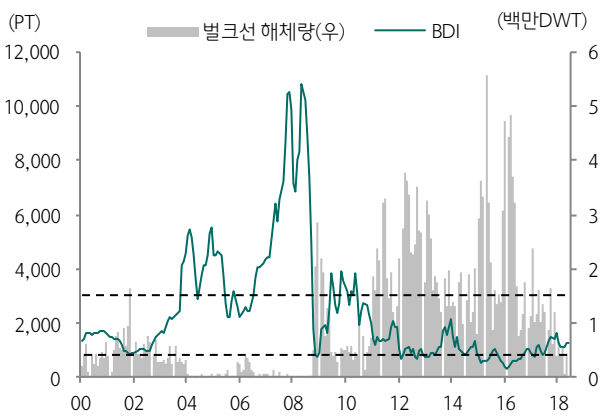
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 16. 벌크선 해체 추이



자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 17. BDI vs. 벌크선 폐선량 추이

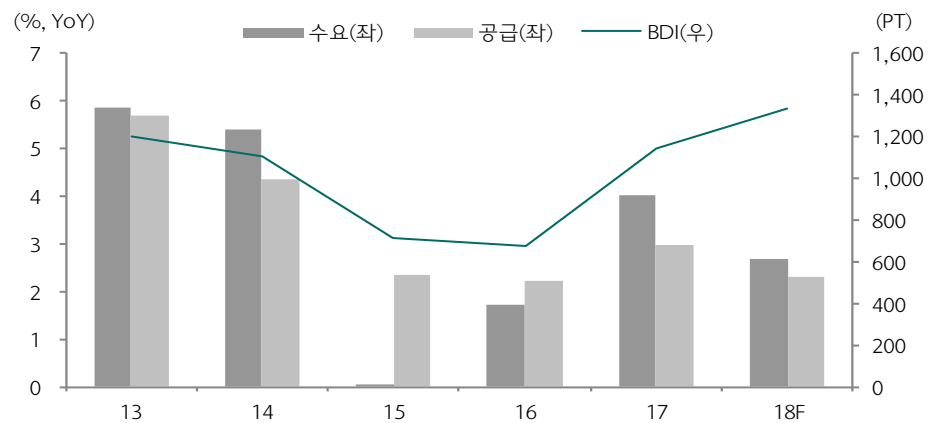


자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 18. 벌크선 폐선선가 추이

주: 아시아 Cape/P*MAX급 기준
자료: Clarksons, 하나금융투자

그림 19. 벌크선 수급 및 BDI 동향



자료: Clarksons, 하나금융투자

2Q18 영업이익 529억원
(YoY +8.3%, QoQ +20.3%) 예상

2분기 BDI 본격적인 반등으로 실적 개선 기대

변동성이 급격히 확대된 가운데 지난 4월초 948포인트까지 하락했던 BDI가 6월 8일 현재 1,391포인트까지 상승했다. 브라질과 호주의 수출 정상화와 더불어 중국 철강 가동을 제한정책 해제로 대형선인 Cape급 운임 상승이 두드러졌다. 6월까지 중국 철강 가동률은 추가로 상승할 것으로 예상되기 때문에 BDI 강세가 지속되어 2분기 평균 1,294포인트(YoY +28.6%, QoQ 10.0%)가 예상된다. 이를 감안한 2분기 팬오션의 영업이익은 529억원(YoY +8.3%, QoQ +20.3%)를 기록할 전망이다.

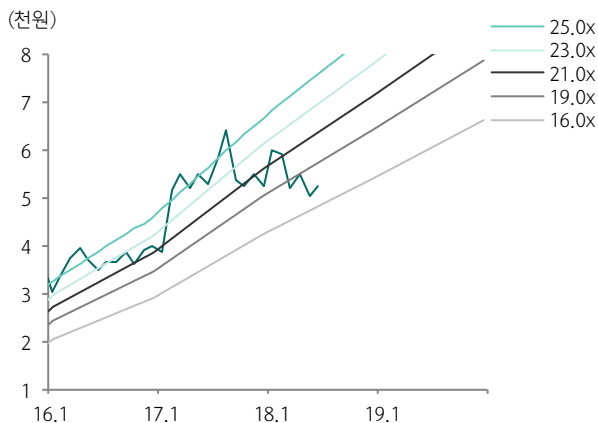
표 1. 팬오션 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F
BDI(pt)	945.4	1,006.0	1,137.0	1,509.0	1,176.0	1,293.6	1,455.3	1,673.6	1,145.0	1,399.6
매출	522.9	632.5	583.8	597.0	565.5	643.5	662.8	674.7	2,336.2	2,546.5
영업이익	40.9	48.8	52.2	53.1	44.0	52.9	61.8	69.1	195.0	227.8
세전이익	33.4	21.2	43.1	45.5	36.8	38.8	51.3	59.8	143.2	186.7
순이익	31.9	20.0	41.9	47.5	36.4	37.7	49.9	58.1	141.3	182.1
영업이익률(%)	7.8	7.7	8.9	8.9	7.8	8.2	9.3	10.2	8.3	8.9
세전이익률(%)	6.4	3.3	7.4	7.6	6.5	6.0	7.7	8.9	6.1	7.3
순이익률(%)	6.1	3.2	7.2	8.0	6.4	5.9	7.5	8.6	6.0	7.2

자료: 하나금융투자

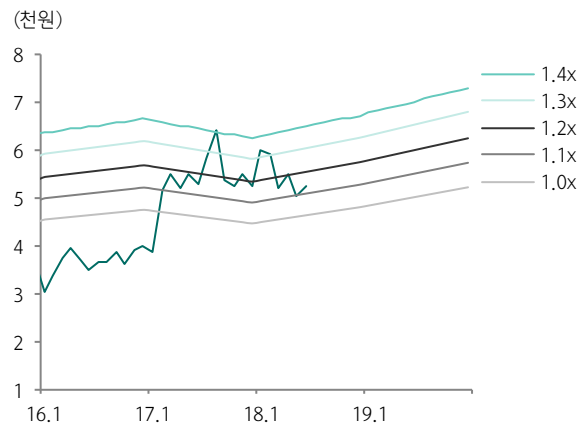
그림 20. 팬오션 PER밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

그림 21. 팬오션 PBR밴드



주: IFRS 연결 기준

자료: 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,874.0	2,336.2	2,546.5	2,775.6	2,799.9
매출원가	1,650.4	2,072.1	2,243.7	2,417.2	2,426.4
매출총이익	223.6	264.1	302.8	358.4	373.5
판매비	55.7	69.1	75.0	81.7	82.5
영업이익	167.9	195.0	227.8	276.7	291.1
금융손익	(44.7)	(45.2)	(53.0)	(59.3)	(66.2)
중속/관계기업손익	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	(24.4)	(6.9)	11.7	11.7	11.7
세전이익	99.1	143.2	186.7	229.3	236.7
법인세	2.0	1.9	4.6	6.5	6.7
계속사업이익	97.1	141.3	182.1	222.8	230.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	97.1	141.3	182.1	222.8	230.0
비배주주지분 순이익	(0.8)	(1.8)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	97.9	143.1	182.2	222.8	230.0
지배주주지분포괄이익	175.9	(150.6)	178.6	218.5	225.6
NOPAT	164.4	192.4	222.2	268.8	282.8
EBITDA	336.9	363.0	399.5	449.7	467.3
성장성(%)					
매출액증가율	3.0	24.7	9.0	9.0	0.9
NOPAT증가율	(27.1)	17.0	15.5	21.0	5.2
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	10.1	12.6	3.9
영업이익증가율	(26.8)	16.1	16.8	21.5	5.2
(지배주주)순이익증가율	115.2	46.2	27.3	22.3	3.2
EPS증가율	47.2	45.7	27.2	22.3	3.1
수익성(%)					
매출총이익률	11.9	11.3	11.9	12.9	13.3
EBITDA이익률	18.0	15.5	15.7	16.2	16.7
영업이익률	9.0	8.3	8.9	10.0	10.4
계속사업이익률	5.2	6.0	7.2	8.0	8.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	184	268	341	417	430
BPS	4,754	4,469	4,810	5,227	5,657
CFPS	623	673	1,019	1,090	1,097
EBITDAPS	633	679	747	841	874
SPS	3,522	4,371	4,764	5,193	5,238
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	21.7	19.7	15.4	12.6	12.2
PBR	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9
PCR	6.4	7.8	5.2	4.8	4.8
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.4	7.9	7.5
PSR	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	4.0	5.8	7.3	8.3	7.9
ROA	2.3	3.5	4.6	5.4	5.3
ROIC	4.3	5.3	6.4	7.5	7.7
부채비율	68.8	61.6	54.8	50.9	47.1
순부채비율	48.9	40.1	35.7	26.5	22.7
이자보상배율(배)	3.8	3.7	1.2	1.4	1.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	573.3	613.2	699.2	907.5	964.9
금융자산	265.3	257.3	296.9	476.1	530.8
현금성자산	245.1	207.6	240.8	416.0	470.3
매출채권 등	169.0	200.9	227.0	243.4	245.0
재고자산	47.8	50.3	56.8	60.9	61.3
기타유동자산	91.2	104.7	118.5	127.1	127.8
비유동자산	3,757.3	3,281.2	3,312.2	3,340.9	3,514.9
투자자산	39.9	21.1	23.9	25.6	25.8
금융자산	37.9	19.0	21.5	23.0	23.2
유형자산	3,678.0	3,223.6	3,253.2	3,281.3	3,456.1
무형자산	10.3	9.6	8.3	7.2	6.3
기타비유동자산	29.1	26.9	26.8	26.8	26.7
자산총계	4,330.6	3,894.4	4,011.4	4,248.5	4,479.8
유동부채	523.9	545.5	475.6	486.9	487.9
금융부채	326.1	320.2	320.2	320.3	320.3
매입채무 등	162.7	198.5	125.1	134.1	135.0
기타유동부채	35.1	26.8	30.3	32.5	32.6
비유동부채	1,240.9	939.2	943.9	946.9	947.2
금융부채	1,195.0	902.5	902.5	902.5	902.5
기타비유동부채	45.9	36.7	41.4	44.4	44.7
부채총계	1,764.8	1,484.6	1,419.5	1,433.8	1,435.1
지배주주지분	2,540.7	2,389.1	2,571.2	2,793.9	3,024.1
자본금	534.4	534.5	534.5	534.5	534.5
자본잉여금	1,940.5	1,941.1	1,941.1	1,941.1	1,941.1
자본조정	6.8	5.0	5.0	5.0	5.0
기타포괄이익누계액	268.8	(25.6)	(25.6)	(25.6)	(25.6)
이익잉여금	(209.8)	(66.1)	116.1	338.9	568.9
비지배주주지분	25.2	20.7	20.7	20.7	20.6
자본총계	2,565.9	2,409.8	2,591.9	2,814.6	3,044.7
손금유부채	1,255.7	965.4	925.8	746.6	691.9
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	251.0	261.6	233.6	366.1	383.1
당기순이익	97.1	141.3	182.1	222.8	230.0
조정	185.0	166.1	163.0	158.1	154.5
감가상각비	169.0	168.0	171.7	173.0	176.2
외환거래손익	1.8	(0.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	14.4	(0.7)	(8.7)	(14.9)	(21.7)
영업활동 자산부채 변동	(31.1)	(45.8)	(111.5)	(14.8)	(1.4)
투자활동 현금흐름	(92.4)	(117.2)	(200.5)	(191.0)	(328.8)
투자자산감소(증가)	(18.8)	19.1	(2.8)	(1.7)	(0.2)
유형자산감소(증가)	(75.5)	(106.5)	(200.0)	(200.0)	(350.0)
기타	1.9	(29.8)	2.3	10.7	21.4
재무활동 현금흐름	(197.9)	(155.0)	0.1	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	(1.2)	(298.4)	0.1	0.0	0.0
자본증가(감소)	37.1	0.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(233.8)	142.6	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(33.1)	(37.4)	33.2	175.2	54.3
Unlevered CFO	331.2	359.6	544.7	582.6	586.2
Free Cash Flow	151.6	155.1	33.6	166.1	33.1

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

팬오션



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.22	BUY	7,200		

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.7%	100.1%

* 기준일: 2018년 6월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 6월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박성봉)는 2018년 6월 12일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.