

## 팬오션(028670)

## 하반기 기대감 높이는 호실적

영업이익은 벌크해운 시장 개선에 따라 컨센서스에 부합  
비벌크 부문의 이익기여는 제한적이나 BDI 상승에 따른 수혜를 다시 입증  
하반기 계절적 성수기에 접어들면서 벌크해운 투자심리 회복될 전망

## Facts : 2분기 영업이익은 컨센서스에 부합

2분기 매출액은 6,788억원으로 전년동기대비 7.3% 늘었고 영업이익은 501억원으로 2.5% 증가했다. 매출액은 컨센서스를 8% 상회했고 영업이익은 부합했다. 벌크해운 시장의 개선에 맞춰 선대를 확대해 물동량은 전분기대비 14% 증가했다. 2분기 평균 BDI(벌크선 운임지수)가 전년동기대비 25% 상승하며 벌크해운의 매출액과 영업이익은 각각 17%, 10% 증가했다. 반면 탱커부문의 역신장이 지속됐고 곡물사업은 다시 적자를 기록했다. 컨테이너선 매출액은 신규 항로확대로 전분기대비 17% 늘었지만 영업이익률은 1.6%p 하락한 5.6%에 그쳤다.

## Pros &amp; cons : 벌크해운 시장 개선에 따른 수혜 구조적

비벌크 부문의 이익기여는 여전히 제한적이지만, 벌크선 이익증가는 최근 높아진 BDI 변동성에 대한 우려를 낮출 것이다. 올해 선복량의 증가는 시장 회복에도 여전히 2%대로 제한적일 것이다. 또한 2020년 국제해사기구(IMO)의 SOx 환경규제 도입으로 내년부터는 경제성이 낮아진 노후선박들의 폐선이 다시 늘어날 것이다. 물동량 비중이 가장 큰 중국 내 수요는 인프라투자나 대미 무역갈등 등 대외변수에 더 영향을 받고 있어 단기적으로는 BDI의 변동성이 높다. 다만 수급환경은 보다 구조적으로 개선되면서 팬오션에게도 수혜가 이어지고 있다.

## Action : 하반기 더 우호적인 환경 펼쳐져 저평가 매력 부각

3분기 들어 BDI는 300p 넘게 상승했다. 7월 평균 BDI는 1,650p로 2분기 대비 31% 올랐다. 상반기에 변동성이 높아지면서 수급 개선에 대한 의구심이 커지기도 했지만, 점차 계절적 패턴을 따라 상승세가 이어지고 있다. 팬오션은 시황에 노출되어 있는 사선을 34척 보유하고 있어 운임상승에 따른 수혜가 예상된다. 긴 호흡에서 장기운송계약의 수주모멘텀 역시 재개될 것이다. 팬오션에 대해 '매수' 의견과 목표주가 7,000원(2018F PBR 1.4배 적용)을 유지한다. 3분기는 계절적으로 성수기에 진입하는 구간이며, 최근 원/달러 환율상승세 역시 투자심리에 긍정적이다. 그동안 증시에서 소외되어 온 벌크해운업에 대한 관심이 커지는 국면이다. 팬오션의 현 주가는 2018F PER 1.0배에 불과해 저평가 매력이 부각될 것이다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

## 목표주가: 7,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/14)	2,259
주가(8/14)	5,120
시가총액(십억원)	2,737
발행주식수(백만)	535
52주 최고/최저(원)	6,650/4,455
일평균거래대금(6개월, 백만원)	12,560
유동주식비율/외국인지분율(%)	45.0/8.7
주요주주(%)	하림지주 외 29 인 54.9
국민연금	5.8

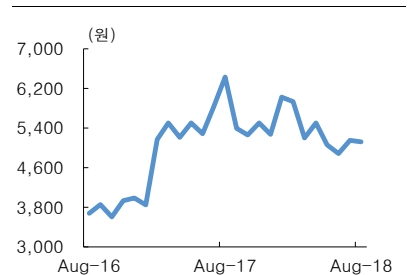
## Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	19.7	16.3	13.3
PBR(x)	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	5.8	6.8	7.7
DY(%)	-	-	-
EV/EBITDA(x)	10.5	9.9	8.3
EPS(원)	268	314	384
BPS(원)	4,469	4,783	5,168

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.2	(11.0)	(15.9)
KOSPI 대비(%p)	7.5	(4.2)	(12.7)

## 주가추이



자료: WISEfn

## 최고운

gowoon@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	632.5	583.8	597.0	565.5	678.8	20.0	7.3	629.1
영업이익	48.8	52.2	53.1	44.0	50.1	13.9	2.5	50.3
영업이익률(%)	7.7	8.9	8.9	7.8	7.4			8.0
세전이익	21.2	43.1	45.5	36.8	37.6	2.2	77.5	38.0
순이익	20.1	42.4	48.2	36.4	38.4	5.5	90.6	39.3

자료: FnGuide, 한국투자증권

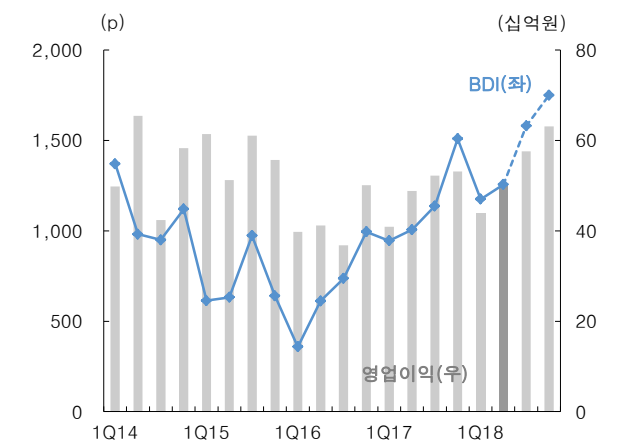
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원, %, % YoY)

	2017				2018				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F
매출액	523	633	584	597	566	679	673	699	1,874	2,336	2,616	2,912
증가율	15.6	42.8	25.3	16.5	8.1	7.3	15.3	17.1	3.0	24.7	12.0	11.3
벌크	406	439	447	451	435	512	523	542	1,386	1,743	2,012	2,253
기타	117	194	137	146	130	166	151	157	488	594	604	659
영업이익	41	49	52	53	44	50	58	63	168	195	215	274
증가율	2.8	18.6	41.8	5.9	7.6	2.5	10.4	18.8	(26.8)	16.2	10.1	27.7
영업이익률	7.8	7.7	8.9	8.9	7.8	7.4	8.6	9.0	9.0	8.3	8.2	9.4
벌크	34	41	47	59	38	45	52	57	123	182	191	237
기타	7	7.8	5.0	(6.3)	6	5	6	6	45	13	24	38
세전이익	33	21	43	45	37	38	46	51	99	143	171	227
증가율	(55.8)	(15.8)	56.9	NM	10.1	77.5	6.0	12.9	107.4	44.4	19.7	32.5
지배주주순이익	32	20	42	48	36	38	44	49	98	143	168	205
증가율	(57.3)	(15.3)	54.8	NM	12.9	90.6	3.3	2.2	114.9	46.2	17.4	22.4

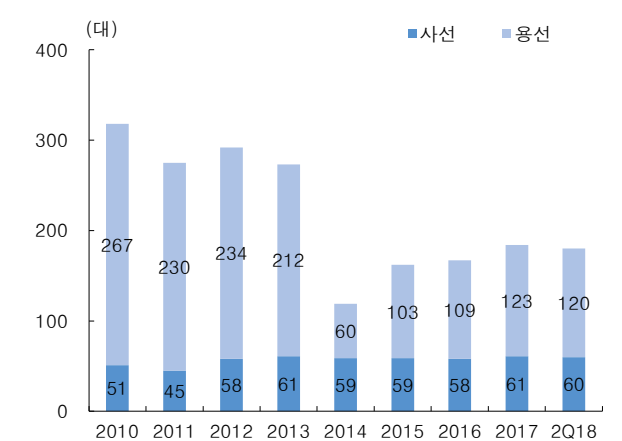
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 1] 2분기 영업이익은 전년동기대비 2.5% 증가



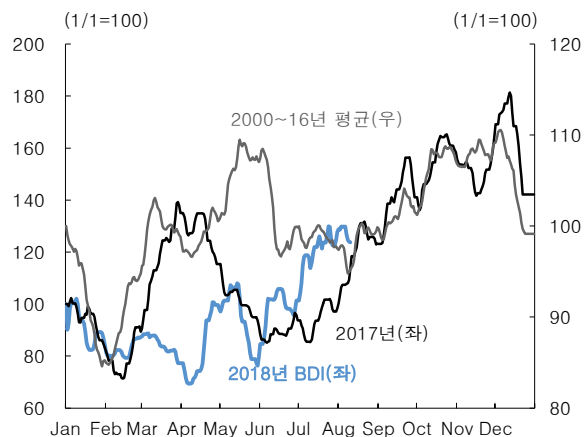
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 2] 2분기말 벌크선대 180척, 6월 이후 용선 축소



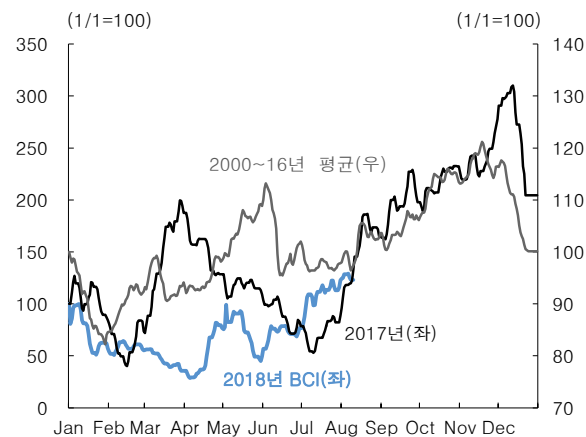
자료: 팬오션, 한국투자증권

[그림 3] BDI는 3분기 이후 300p 이상 상승



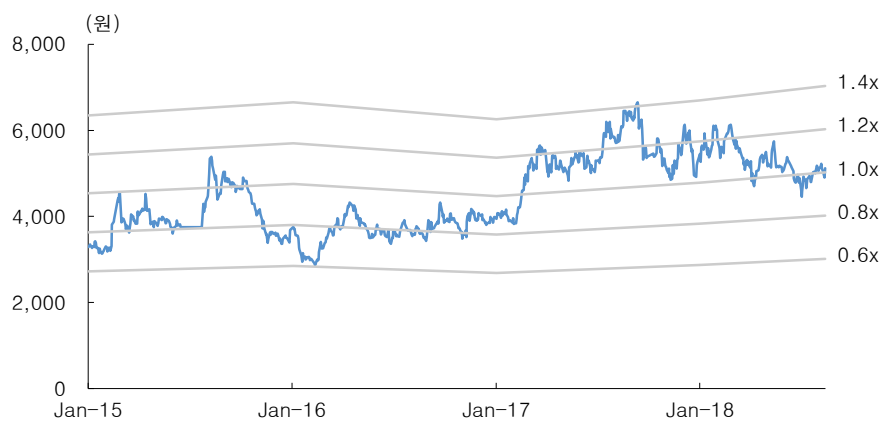
자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 4] BCI는 3분기 이후 65% 상승



자료: Clarksons, 한국투자증권

[그림 5] 현 주가는 2018F PBR 1.0배로 하락



자료: Quantwise, 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	687	764	851
현금성자산	245	208	233	259	288
매출채권및기타채권	169	201	225	250	279
재고자산	48	50	56	63	70
비유동자산	3,757	3,281	3,433	3,563	3,677
투자자산	40	21	24	26	29
유형자산	3,678	3,224	3,369	3,492	3,598
무형자산	10	10	11	12	13
자산총계	4,331	3,894	4,120	4,328	4,528
유동부채	524	545	605	639	644
매입채무및기타채무	163	199	222	247	275
단기차입금및단기사채	2	47	58	58	58
유동성장기부채	323	272	283	295	284
비유동부채	1,241	939	940	908	896
사채	45	28	30	31	31
장기차입금및금융부채	1,149	874	868	831	814
부채총계	1,765	1,485	1,544	1,548	1,541
지배주주지분	2,541	2,389	2,557	2,762	2,971
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)	102	307	516
비지배주주지분	25	21	19	18	17
자본총계	2,566	2,410	2,576	2,780	2,988

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	251	262	321	348	343
당기순이익	97	141	166	204	208
유형자산감가상각비	168	167	159	164	167
무형자산상각비	1	1	1	1	2
자산부채변동	(31)	(46)	(8)	(25)	(37)
기타	16	(1)	3	4	3
투자활동현금흐름	(92)	(117)	(316)	(299)	(286)
유형자산투자	(99)	(106)	(304)	(287)	(273)
유형자산매각	24	0	0	0	0
투자자산순증	(24)	(14)	(2)	(3)	(3)
무형자산순증	(2)	(1)	(2)	(3)	(3)
기타	9	4	(8)	(6)	(7)
재무활동현금흐름	(198)	(155)	20	(23)	(27)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(198)	(155)	18	(24)	(28)
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	2	1	1
기타현금흐름	6	(27)	0	0	0
현금의증가	(33)	(37)	25	26	29

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

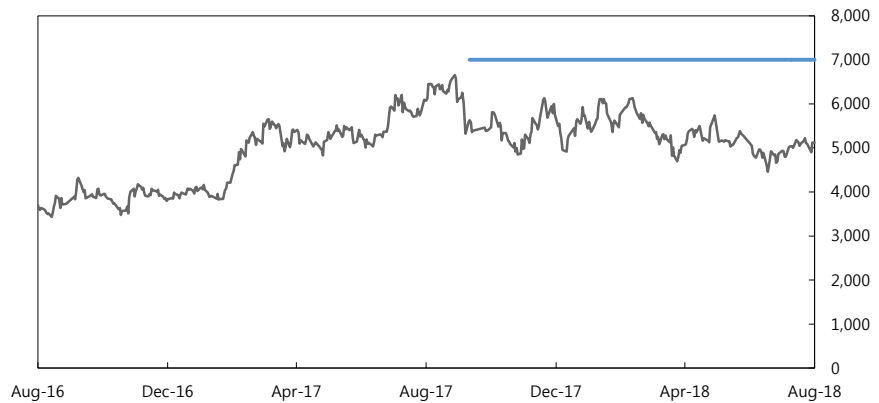
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,874	2,336	2,616	2,912	3,242
매출원가	1,650	2,072	2,307	2,568	2,859
매출총이익	224	264	309	344	383
판매관리비	56	69	94	70	78
영업이익	168	195	215	274	305
금융수익	16	14	12	18	18
이자수익	3	3	3	3	3
금융비용	60	59	59	65	64
이자비용	44	52	47	47	46
기타영업외손익	(24)	(7)	4	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	99	143	171	227	260
법인세비용	2	2	5	23	52
연결당기순이익	97	141	166	204	208
지배주주지분순이익	98	143	168	205	209
기타포괄이익	79	(296)	0	0	0
총포괄이익	176	(155)	166	204	208
지배주주지분포괄이익	176	(151)	168	205	209
EBITDA	337	363	375	439	473

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	184	268	314	384	390
BPS	4,754	4,469	4,783	5,168	5,558
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.0	24.7	12.0	11.3	11.3
영업이익증가율	(26.8)	16.2	10.1	27.7	11.3
순이익증가율	114.9	46.2	17.4	22.4	1.5
EPS증가율	55.9	45.7	17.2	22.4	1.5
EBITDA증가율	(14.1)	7.7	3.3	17.1	7.8
수익성(%)					
영업이익률	9.0	8.3	8.2	9.4	9.4
순이익률	5.2	6.1	6.4	7.1	6.4
EBITDA Margin	18.0	15.5	14.3	15.1	14.6
ROA	2.2	3.4	4.1	4.8	4.7
ROE	4.0	5.8	6.8	7.7	7.3
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	1,256	965	952	896	831
차입금/자본총계비율(%)	59.3	50.7	48.2	43.8	39.8
Valuation(X)					
PER	21.7	19.7	16.3	13.3	13.1
PBR	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.1	10.5	9.9	8.3	7.6

## 투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
팬오션(028670)	2017.09.26	매수	7,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 8월 16일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자 의견은 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.